

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ
УКРАЇНИ**

**ХАРКІВСЬКА НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ МІСЬКОГО
ГОСПОДАРСТВА**

ЗУБЕНКО АННА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 338.34:658.14

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ
ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ ЗА МОДЕЛЯМИ
РЕАЛЬНИХ ОПЦІОНІВ
У ЖИТЛОВОМУ БУДІВНИЦТВІ**

**08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(економіка будівництва)**

АВТОРЕФЕРАТ

**дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Харків – 2012

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Харківській національній академії міського господарства Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
Момот Тетяна Валеріївна,
Харківська національна академія міського господарства
Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України,
завідувач кафедри фінансово-економічної безпеки,
обліку і аудиту.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, доцент
Ніколаєв Всеволод Петрович,
Національна академія державного управління при
Президентіві України,
професор кафедри управління національним
господарством;

кандидат економічних наук,
Котиш Олена Миколаївна,
Харківський національний економічний університет,
викладач кафедри міжнародної економіки і
менеджменту зовнішньоекономічної діяльності.

Захист відбудеться «14» грудня 2012 р. о «10» годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 64.089.01 Харківської національної академії міського господарства за адресою: м. Харків, вул. Революції, 12, у залі засідання Вченої ради (конференц-зал № 1).

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Харківської національної академії міського господарства за адресою: м. Харків, вул. Революції, 12.

Автореферат розісланий «14» листопада 2012 р.

Т.в.о. вченого секретаря
спеціалізованої вченої ради

Г.В. Назарова

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Будівельна галузь є однією з ключових галузей національної економіки, що забезпечує розширене відтворення та якісне оновлення основних засобів усіх галузей економіки країни. Будівництво, з одного боку, споживає продукцію багатьох промислових галузей, з іншого боку, – її обслуговують практично всі галузі економіки. Проте в сучасних умовах будівельна галузь не демонструє динамічного зростання: за перше півріччя 2012 р. за часткою збиткових підприємств будівництво займало 3 місце (число збиткових компаній від загальної кількості підприємств галузі перевищувала 55%), за рівнем рентабельності операційної діяльності – 10 місце з 14 галузей реального сектора економіки. Обсяг будівельних робіт в Україні за 9 місяців 2012 р. зменшився на 9,1% порівняно з відповідним періодом попереднього року. Основною проблемою розвитку будівництва залишається збільшення собівартості робіт через подорожчання основних складових будівництва: ціни на будівельно-монтажні роботи за 12 місяців 2011 р. порівняно з 2010 р. зросли на 19,4%, що негативно впливало на динаміку попиту з боку замовників. Показник забезпеченості житлом на душу населення є в 2-3 рази нижчим, ніж в розвинених країнах Європи і станом на початок 2012 р. складає 23,5 м², що свідчить про наявність постійного попиту на продукцію галузі. При цьому, залишається високою нормативна вартість одного квадратного метра житла в Україні, що складає від найбільшої у м. Києві - 5986 грн, до найменшої – у Кіровоградській області (4411 грн). Зазначені тенденції динаміки будівельної діяльності дають підстави стверджувати про стагнаційний характер розвитку галузі у 2012 році.

Діяльність будівельних підприємств заснована на здійсненні регулярного інвестування в будівельні проекти в умовах дії несприятливих зовнішніх і внутрішніх чинників. Планування, оцінка й управління в умовах невизначеності потребують застосування сучасних технологій вартісно-орієнтованого управління, що дозволяють оптимізувати портфель інвестиційних проектів шляхом коригування вартості проекту з урахуванням ризиків їх реалізації. Найбільш ефективним в умовах динамічної невизначеності для управління вартістю інвестиційних проектів є опціональний підхід, що дозволяє застосовувати стратегічну гнучкість при прийнятті рішень щодо доцільності здійснення інвестування будівельних проектів у житловому будівництві.

Окремі аспекти вартісно-орієнтованого управління і оцінки вартості розглядаються закордонними та вітчизняними науковцями в межах дослідження проблематики: вартісно-орієнтованого управління підприємствами – Ф. Модільяні, М. Міллером, А. Раппапором, Дж. Стерном, Дж. Стюартом, С. Мордашовим, К. Уолшем; управління портфелем інвестиційних проектів – Г. Марковіцем, Дж. Тобіном, У. Шарпом, Дж. Лінтнером, Я. Моссіною,

Б. Рязановою; використання та оцінки реальних опціонів для управління підприємствами – Дж. Коксом, С. Россом, М. Рубінштейном, С. Майерсом, Р. Мертоном, А. Дамодараном, Т. Коуплендом, Т. Коллером, Дж. Мурином, Л. Тригеоргісом, Ф. Блеком, М. Скоулзом, Р. Брейлі, П. Бойлем, Д. Волковим, Н. Пироговим, Ю. Козирем; інвестиційної діяльності у будівництві та основних напрямків її удосконалення – В. Ніколаєвим, А. Ачкасовим, Г. Ковалевським, А. Крушевським, І. Писаревським, В. Торкатюком, О. Тищенком, С. Ушацьким, Л.Шутенком, О. Котиш; вдосконалення механізмів корпоративного управління – Т. Момот, Г. Назаровою, О. Поважним та іншими.

У наукових працях учених обґрунтовано фундаментальні аспекти управління портфелем інвестиційних проектів, що дозволяють удосконалювати інструментарій інвестиційних розрахунків у напрямку формування комплексної системи оцінки вартості проектів залежно від зовнішніх і внутрішніх умов функціонування з урахуванням галузевої специфіки. Проте недостатньо уваги приділяється проблемам формування оптимального портфеля інвестицій підприємства в умовах нестабільного економічного становища, що зменшує ефективність використання традиційних методів вартісно-орієнтованого управління та вимагає застосування моделей, здатних урахувувати мінливі умови середовища функціонування підприємств і використовувати їх для коригування вартостей проектів. Такими моделями є моделі реальних опціонів, на дослідження та практичне застосування яких зроблено акцент у дисертаційній роботі. Недостатня наукова розробленість вищезазначених проблем і необхідність подальшого їх вивчення свідчить про актуальність дисертаційної роботи. Крім того, у більшості вітчизняних наукових досліджень відсутній системний підхід до визначення й оцінки вартості портфеля інвестиційних проектів будівельної галузі.

Значення й актуальність дослідження вказаних питань для вітчизняних товариств будівельної галузі зумовили вибір теми й визначення мети дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є ініціативною й одночасно складовою частиною науково-дослідних робіт Харківської національної академії міського господарства в межах державної бюджетної тематики: «Методологія і організація обліку, комплексного економічного аналізу та аудиту діяльності суб'єктів господарювання», етап 2 – «Організаційно-правові умови підвищення рівня прозорості фінансової звітності та обґрунтування управлінських рішень суб'єктів господарювання України в умовах застосування міжнародних стандартів» (2009 р., номер державної реєстрації 0108U006673) – автором дисертації розроблено алгоритм оцінки вартості підприємства за допомогою опціонного підходу; «Методологія і організація обліку, комплексного економічного аналізу та аудиту діяльності суб'єктів господарювання» (2010 р., номер державної реєстрації 0108U006673), – автором

дисертації введене поняття оптимального портфеля будівельних проектів, запропоновано вартісно-орієнтований механізм управління будівельними проектами із застосуванням моделей реальних опціонів.

Результати дисертаційної роботи використані в роботі Харківської національної академії міського господарства за договором на проведення наукового дослідження на замовлення АТ «Трест Житлобуд-1» за темою «Формування інформаційно-аналітичного забезпечення системи вартісно-орієнтованого корпоративного управління в будівництві: імплементація сучасних фінансових інструментів», у ході якої проаналізовано діяльність АТ «Трест Житлобуд-1»; визначено основні проблеми щодо управління об'єктами будівництва; з'ясовано портфель реальних опціонів АТ «Трест Житлобуд-1» та визначено критерії прийняття ефективних управлінських рішень; запропоновано алгоритм оцінки портфелю інвестиційних проектів сфері житлового будівництва за допомогою опціонного підходу; розроблена система вартісно-орієнтованого корпоративного управління будівельними проектами із застосуванням моделей реальних опціонів (договір № 484-12/П-2529/12).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є вдосконалення теоретико-методичних положень та обґрунтування практичних рекомендацій щодо вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів за моделями реальних опціонів у житловому будівництві.

Досягнення поставленої мети зумовило вирішення таких завдань:

- систематизувати теоретико-методичні підходи до оцінки вартості підприємств;
- виявити відмінності реальних опціонів від фінансових, запропонувати тримірну характеристику реального опціону як першого етапу при виборі моделі оцінки вартості проекту;
- проаналізувати моделі оцінки реальних опціонів і визначити оптимальну сферу застосування;
- розробити комплексний підхід до оцінки вартості портфелю інвестиційних проектів житлового будівництва за допомогою опціонного підходу;
- дослідити сучасні тенденції розвитку та сферу правового регулювання будівельної галузі України на макро- та мікрорівні, з'ясувати основні проблеми;
- запропонувати класифікацію існуючих проектів житлового будівництва із визначенням критерію відбору проектів житлового будівництва до оптимального портфеля інвестиційних проектів підприємства;
- сформувати вартісно-орієнтований механізм управління будівельними проектами із застосуванням моделей реальних опціонів.

Об'єкт дослідження – процес вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів з обґрунтуванням пріоритетності здійснення проектів

житлового будівництва з урахуванням невизначеності.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і практичних інструментів вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів у житловому будівництві на основі використання моделей реальних опціонів.

Методи дослідження. Теоретичною і методологічною основою дисертації є загальнонаукові принципи і методи проведення комплексних досліджень, сучасні економічні теорії. Правове поле дисертаційного дослідження становили закони України, постанови, рішення уряду з найважливіших питань організації і регулювання господарської діяльності акціонерних товариств. При постановці проблеми та вивченні існуючих підходів до її вирішення було використано методологічні матеріали, наукову, економічну й довідкову літературу, роботи провідних вітчизняних і зарубіжних економістів, періодичні економічні та фінансові видання України і країн СНД, статистичні та фінансові звітні дані акціонерних товариств будівельної галузі України.

Для досягнення поставленої в роботі мети використовувалися такі методи дослідження: *теоретичне узагальнення* – для вивчення і систематизації теоретичних підходів до вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів; *аналізу та синтезу* – для визначення складових вартості портфеля інвестиційних проектів; *класифікації* – для вивчення й узагальнення теоретико-методичних підходів вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів; *статистичного й техніко-економічного аналізу* – для дослідження тенденцій розвитку будівельної галузі, фінансово-економічних результатів господарської діяльності будівельних акціонерних товариств; *графічний* – для наочного відображення динаміки результативності функціонування акціонерних товариств будівельної галузі та схематичного подання теоретичного матеріалу дисертаційного дослідження; *порівняльного аналізу* – для зіставлення методологічних підходів до оцінки вартості інвестиційних проектів, методів оцінки вартості реальних опціонів; *експертної оцінки* – для оцінки впливу специфічних ризиків підприємства на величину ставки дисконтування грошових потоків; *структурно-логічного аналізу* – для визначення етапів вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів за моделями реальних опціонів у житловому будівництві.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі й нормативні документи, праці українських і зарубіжних учених, матеріали періодичних видань та науково-практичних конференцій, дані ресурсів мережі Інтернет, статистичні дані Державного комітету статистики України, фінансова звітність акціонерних товариств будівельної галузі.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в розробці теоретико-методичних засад і практичних рекомендацій із формування комплексного підходу

щодо вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів за моделями реальних опціонів у житловому будівництві.

Наукову новизну дисертації визначають такі положення:

уперше:

- розроблено вартісно-орієнтований підхід до оптимізації портфеля інвестиційних проектів у житловому будівництві із застосуванням моделей реальних опціонів, шляхом формування матриці визначення комбінаторних переваг за трьома основними параметрами оцінки доцільності інвестування: чиста вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту, що, на відміну від існуючих підходів, дозволяє оптимізувати інвестиційний портфель з урахуванням умов невизначеності зовнішнього середовища та гнучкості реагування на його зміну шляхом покрокового здійснення інвестування з метою збереження стратегічних переваг будівельних підприємств;

удосконалено:

- класифікацію будівельних проектів у житловому будівництві на чотири групи – потенційні, ранні, зрілі та нерелевантні – шляхом уведення класифікаційної ознаки за критерієм ступеню впливу на вартість портфеля інвестиційних проектів, що дозволяє для кожної з них застосувати окремий комплекс заходів щодо аналізу, оцінки й управління залежно від рівня нестабільності ринкового середовища для забезпечення довгострокового успіху реалізації інвестиційного портфелю будівельного підприємства;

- процес відбору моделей оцінки реальних опціонів шляхом визначення тримірної характеристики опціонів на базі узагальнення відмінних рис фінансових і реальних опціонів та визначення переваг і недоліків основних моделей розрахунку вартості реальних опціонів, що дозволяє обґрунтувати доцільність застосування обраної моделі оцінки вартості реального опціону для максимізації вартості портфеля інвестиційних проектів будівельних підприємств;

дістали подальшого розвитку:

- порядок здійснення вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів у житловому будівництві на основі застосування опціонного підходу шляхом встановлення послідовності дій щодо визначення пріоритетності інвестування проектів житлового будівництва в режимі реального часу, що передбачає цілеспрямовану превентивну зміну параметрів портфелю інвестиційних проектів у відповідності до змін зовнішнього середовища та ґрунтується на постійній готовності до передбачення та проявляється у змінах середовища безпосереднього оточення, що дозволяє в умовах надто нестабільного зовнішнього середовища сформулювати оптимальний портфель інвестиційних проектів із максимальною кількістю проектів, за яких вартість реального опціону буде мінімальна;

- підходи до матричного позиціонування комплексного стратегічного показника вартості за комбінованим рангом, що синтезує в собі три основні параметри, що характеризують портфель інвестиційних проектів - чисту вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту та дозволяє комплексно реалізувати процедуру рейтингового оцінювання першочерговості реалізації будівельних проектів і встановити зони пріоритетності інвестування в житловому будівництві.

Практичне значення результатів дисертаційного дослідження.

Теоретичні висновки дисертаційної роботи доведені до рівня конкретних положень і рекомендацій, придатних для практичного застосування щодо вдосконалення вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів у житловому будівництві. Наукові результати дисертаційного дослідження знайшли своє практичне застосування в акціонерних товариствах будівельної галузі, а саме: АТ «Полтаватрансбуд» – упроваджено комплексний підхід до оптимізації портфеля інвестиційних проектів у житловому будівництві шляхом формування матриці визначення комбінаторних переваг за стратегічним параметром, що синтезує в собі три основні параметри, що характеризують будівельні проекти - чисту вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту (м. Полтава, довідка №245 від 11.09.2012 р.); ПрАТ «Спецбудмонтаж» – упроваджено інструментарій оцінки вартості проектів житлового будівництва із застосуванням моделей реальних опціонів шляхом формування матриці визначення комбінаторних переваг за трьома основними параметрами оцінки доцільності інвестування: чиста вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту (м. Харків, довідка № 129 від 14.09.2012 р.); АТ «Трест Житлобуд–1» – упроваджено вартісно-орієнтований підхід до оцінки першочерговості реалізації будівельних проектів і встановлення зони пріоритетності інвестування в житловому будівництві шляхом формування матриці визначення комбінаторних переваг за стратегічним параметром, що синтезує в собі три основні параметри проектів: чисту вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту (м. Харків, довідка №1032 від 20.09.2012 р.); АТ «Житлобуд–2» – упроваджено систему ключових параметрів щодо класифікації інвестиційних проектів у житловому будівництві на групи, кожна з яких потребує окремого комплексу заходів щодо аналізу, оцінки й управління за критерієм ступеня впливу на вартість портфеля інвестиційних проектів (м. Харків, довідка №314 від 17.09.2012 р.);

Результати досліджень застосовуються в навчальному процесі кафедри управління фінансово-економічною безпекою, обліку і аудиту Харківської національної академії міського господарства для викладання курсів «Фінансовий менеджмент», «Стратегічний менеджмент», «Фінансова діяльність» (довідка від 10.09.2012 р.).

Особистий внесок здобувача. Наукові результати, представлені в дисертаційній роботі, отримані автором самостійно. Із наукових публікацій, виданих у співавторстві, у дисертації використано лише ті ідеї та положення, що є результатом особистого дослідження здобувача.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і наукові результати дисертаційного дослідження доповідалися та були схвалені на VII міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України» (м. Алушта, 26–28 вересня 2008 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Обліково-аналітичне і фінансове забезпечення корпоративного управління: міжнародний досвід та вітчизняна практика» (м. Харків, 9–11 квітня 2009 р.); IV Міжнародній Варшавській економічній конференції (м. Варшава, 3–5 липня 2009 р.); X міжнародній науково-практичній конференції «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 14–16 жовтня 2009 р.); 35 науково-технічній конференції викладачів, аспірантів та співробітників ХНАМГ (м. Харків, 22–23 квітня 2010 р.); XI міжнародній науково-практичній конференції «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 5–8 жовтня 2010 р.); IV щорічній науковій конференції «Сучасний менеджмент: проблеми, гіпотези, дослідження» (м. Москва, 22–24 листопада 2011 р.); науково-практичній конференції з міжнародною участю «Сучасні проблеми реформування економіки в моделі інноваційного розвитку держави» (м. Харків, 15 листопада 2011 р.).

Публікації. Основні результати дисертаційного дослідження опубліковано в 16 наукових працях, загальним обсягом – 4,0 ум.-друк. арк. Особисто автору належить 3,9 ум.-друк. арк.

Структура і обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури з 205 найменувань. Зміст роботи викладений на 161 сторінках комп'ютерного тексту, містить 20 рисунків, 19 таблиць, 4 додатки.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано мету, завдання, об'єкт та предмет дослідження, визначено наукову новизну отриманих результатів і їх практичне значення, подано дані про апробацію та публікації результатів дослідження.

У першому розділі «Концептуально-методичні основи вартісно-орієнтованого корпоративного управління будівельною діяльністю за опціонним підходом» визначено переваги і недоліки існуючих методологічних підходів до оцінки вартості підприємств, обґрунтовано переваги опціонного підходу для управління підприємством в умовах невизначеності, показана доцільність використання як базових показників вартісно-орієнтованого управління

грошовими потоками, систематизовано чинники, що впливають на вартість підприємства.

У результаті аналізу існуючих методологічних підходів до оцінки вартості підприємства та чотирьох основних груп чинників, що впливають на неї, визначено взаємозв'язок між ними: *дохідний підхід* націлений на такі групи, як очікувані грошові потоки, ризик інвестицій, очікуваний потенціал росту бізнесу, при цьому дозволяє проводити їх аналіз і виявляти методи впливу на них; *витратний і порівняльний* – лише частково враховують одну групу чинників впливу – ризик інвестицій, не розглядаючи інші, а тим більше не аналізуючи їх; *опціонний* – охоплює всі групи чинників, використовується для їх аналізу та впливу на них, дозволяє враховувати компаніям змогу гнучкого реагування на мінливі зовнішні умови, орієнтує менеджерів на покрокове здійснення додаткових інвестицій із метою збереження стратегічних позицій компанії на ринку.

На основі дослідження показників вартісно-орієнтованого управління за видами розрахункової бази (бухгалтерської, ринкової, грошових потоків) встановлено, що кожна з них має власні переваги й недоліки, які мають бути враховані в кожній конкретній ситуації. Застосування ринкових показників як бази для вартісно-орієнтованого управління доцільне в умовах стабільно функціонуючого ринкового середовища з властивими йому ринковими інститутами, що майже неможливе для українських підприємств. Використання показників, розрахованих за бухгалтерськими даними як основні, може бути доцільним для підприємств із коротким операційним циклом (наприклад, для торгівельних підприємств, сфери послуг), коли час отримання доходів у бухгалтерському обліку збігається з часом отримання грошових потоків. І навпаки, для підприємств із довгим операційним циклом, коли період отримання грошових потоків може відрізнятись від періоду отримання бухгалтерських доходів на 1-1,5 (або більше) років, застосування таких показників не зможе віддзеркалити реальну картину стану підприємства, а отже, не дозволить вчасно прийняти ефективне управлінське рішення. До таких підприємств можна віднести підприємства будівельної галузі (що займаються реалізацією готових споруд, а не здійсненням будівельних робіт). Для оцінки таких підприємств доцільно застосовувати показники, що базуються на грошових потоках. При цьому важливим є коригування отриманої вартості на вартість можливостей, що існують у підприємства в умовах постійної мінливості ринка.

У роботі узагальнено відмінні риси фінансових і реальних опціонів, запропоновано використання тримірної характеристики опціону (рис. 1) як першого етапу для вибору моделі оцінки реальних опціонів.

Аналіз основних моделей розрахунку вартості реальних опціонів (рис. 2) дозволив виявити переваги та недоліки застосування для різних їх видів.

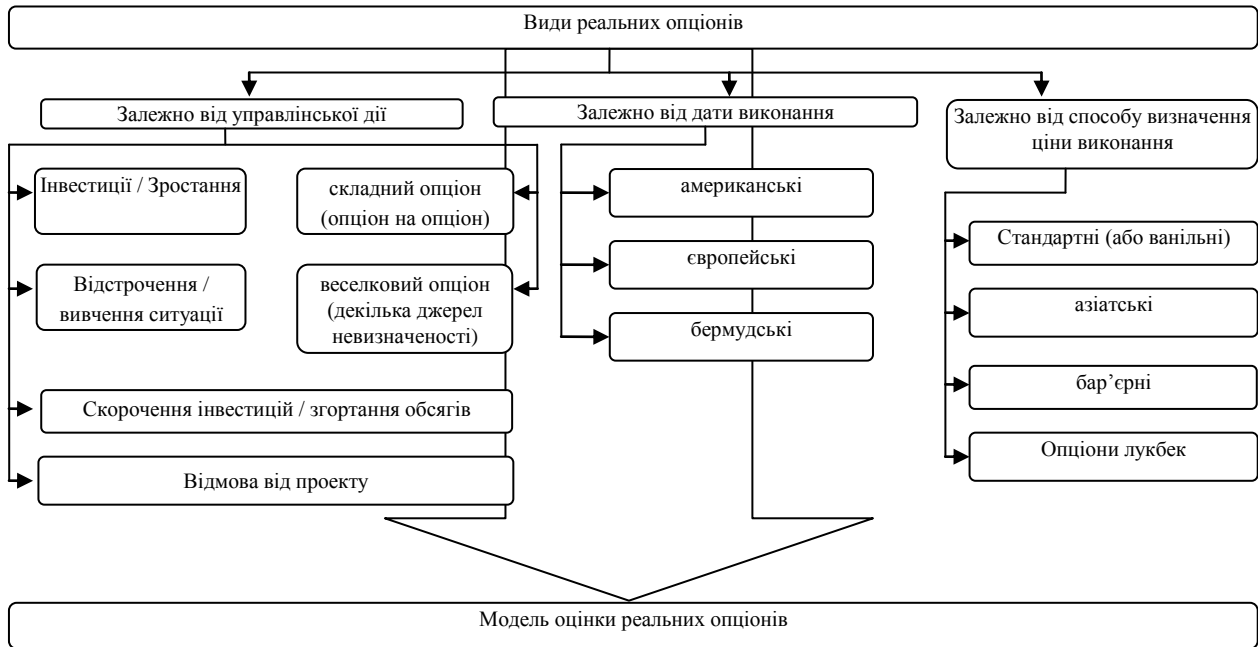


Рис.1. Тримірна характеристика опціону



Рис. 2. Систематизація моделей розрахунку вартості реальних опціонів

Приймаючи рішення про вибір тієї чи іншої моделі для розрахунку вартості опціону, слід урахувувати тип опціону, його характеристики, умови існування, мету розрахунку його вартості та послідовність дій.

У дисертації з метою вартісно-орієнтованого управління товариствами запропонований комплексний підхід, що передбачає аналіз підприємства як портфеля певної кількості інвестиційних проектів, максимізація вартості та врахування особливостей кожного з яких буде сприяти максимізації вартості підприємства загалом, розроблений алгоритм оцінки вартості портфелю інвестиційних проектів за допомогою опціонного підходу:

- аналіз портфеля інвестиційних проектів як найважливішого (першочергового) реального колл-опціону, що властивий будь-якому підприємству та на який доцільно звернути увагу;
- виявлення опціонів (другорядних), що входять до складу вартості портфелю інвестиційних проектів, визначення їх кількості, з'ясування джерел невизначеності та ризиків, пов'язаних із такими опціонами;
- установа типу другорядних опціонів;
- вибір моделі розрахунку вартості першочергового та другорядних опціонів;
- як мета розрахунку – виявлення чинників, що впливають на вартість портфеля інвестиційних проектів для врахування його додаткових прихованих можливостей, подолання невизначеності та зниження ризиків;
- прийняття управлінських рішень на основі проведеного аналізу.

У другому розділі «**Аналіз стану і основних тенденцій розвитку житлового будівництва в Україні**» проаналізовано тенденції та виявлено основні проблеми розвитку галузі як необхідний елемент для побудови моделі управління інвестиційним портфелем підприємства.

У процесі аналізу встановлено, що будівництво є галуззю, яка динамічно розвивається, займає питому вагу у ВВП країни й впливає на розвиток інших галузей економіки, зокрема виробництва будівельних матеріалів, машинобудівної галузі, металургії і металообробки, нафтохімії, виробництва скла, деревообробної і фарфоро-фаянсової промисловості, транспорту, енергетики, торгівлі будівельними матеріалами. Показник забезпеченості житлом на душу населення в Україні є в 2-3 рази нижчим, ніж у розвинених країнах, що зумовлює наявність постійного попиту на продукцію галузі.

Динаміка основних показників розвитку житлового будівництва показана на рисунку 3.

За даними рисунку встановлено, що зростання забезпеченості житлом відбувалося не за рахунок інтенсивності будівельних робіт, а через зменшення кількості населення.

У результаті аналізу статистичних даних з 1990 р. встановлено, що розвиток галузі відбувається циклічно, при цьому кожен цикл складається з 1-3 років нарощування обсягів та 1-2 років падіння. Визначаючи точку свого

знаходження, інвестор має змогу спрогнозувати тенденцію розвитку в майбутньому.

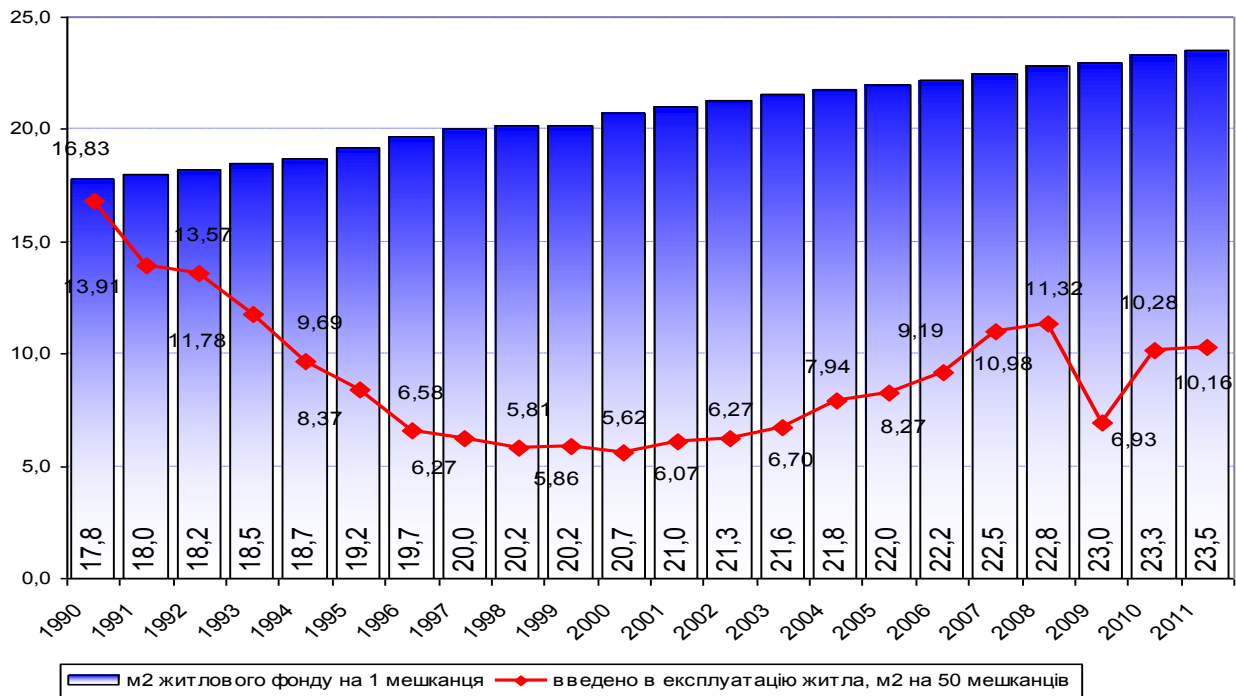


Рис. 3. Динаміка основних показників розвитку житлового будівництва

У структурі джерел формування активів галузі переважає позиковий капітал, що свідчить про велику залежність підприємств від зовнішніх джерел фінансування і потребує постійного контролю за рівнем рентабельності активів, витратами на залучення коштів та ефектом фінансового левериджу. У структурі джерел інвестицій у галузь значну питому вагу займають кредитні ресурси, що вказує на два факти: процентні ставки за кредитами значною мірою зумовлюють обсяг інвестицій і відповідно обсяг виконаних робіт; низька забезпеченість галузі основними фондами та високий рівень їх фізичного зносу є перешкодою для отримання позикових коштів і відповідного їх подорожчання для підприємства.

У результаті аналізу сфери правового регулювання будівельної галузі визначено основні проблеми: високе податкове навантаження (характерні тільки для будівельної галузі платежі – досить висока частка податку на землю, обов'язкові відрахування на створення інженерно-транспортної та соціальної інфраструктури населених пунктів, передача частини житла в комунальну власність), що перекладається на споживача і тягне за собою стабільно високі ціни на житло; недосконалість іпотечного законодавства (наявність багатьох протиріч між нормативними актами зумовлює складності в отриманні кредитів підприємствами галузі), недосконалість схем залучення інвестиційних коштів для будівництва.

На основі дослідження основних переваг, недоліків, ризиків різних типів фінансування будівництва встановлено, що оптимально обрана схема дозволяє

підприємству в рамках вартісно-орієнтованого управління вплинути на два чинники: збільшення чистих грошових потоків за рахунок урахування інтересів інвестора, оптимізації політики управління дебіторською заборгованістю та мінімізації відтоку коштів на сплату податків; зниження вартості капіталу за рахунок більш вигідної форми залучення коштів.

У роботі проаналізовано діяльність п'яти акціонерних товариств будівельної галузі АТ «Житлобуд-2» (м. Харків), АТ «Трест Житлобуд-1» (м. Харків), АТ «Полтавтрансбуд» (м. Полтава), АТ трест «Київміськбуд» (м. Київ), АТЗТ «Спецбудмонтаж» (м. Харків). До проведення аналізу з метою забезпечення порівнянності фінансової звітності запропоновано проводити коригування таких статей балансу як «незавершене будівництво» і «незавершене виробництво», «цільове фінансування» й «аванси отримані». Основними ознаками (на які слід звернути увагу інвестору), характерними для наведених підприємств і галузі загалом, є переважання кредиторської заборгованості над дебіторською, переважання позикового капіталу в структурі джерел фінансування активів, значна частка кредитних ресурсів у складі позикового капіталу.

Після проведення ретроспективного аналізу діяльності підприємств важливим етапом є отримання їх загальної характеристики на момент оцінки, ідентифікація ризиків, властивих цьому етапу розвитку, та перспективна оцінка майбутнього господарського розвитку. У роботі запропоновані критерії формування загальної характеристики підприємств із метою визначення ризиків під час проведення оцінки: валюта балансу і кількість об'єктів, виставлених для реалізації на поточну дату, розмір статутного капіталу й номінальна вартість акцій, наявність або відсутність власника, якому належить контрольний пакет акцій, тип фінансування об'єкту будівництва.

У третьому розділі «Формування системи вартісно-орієнтованого корпоративного управління будівельними проектами із застосуванням моделей реальних опціонів» розроблено пропозиції з формування системи вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів у житловому будівництві із застосуванням моделей реальних опціонів на основі використання управлінської матриці відбору проектів до оптимального портфеля; запропоновано класифікацію існуючих проектів житлового будівництва на управлінські групи, кожна з яких потребує окремого комплексу заходів щодо аналізу, оцінки й управління; визначено критерій відбору проектів житлового будівництва до інвестиційного портфеля підприємства задля максимізації його вартості.

Реалізація системи вартісно-орієнтованого управління будівельними проектами передбачає наступні етапи:

1. Виявлення наявних можливостей щодо відкриття певного проекту:

Для будівельних підприємств установлення такого факту відбувається завдяки вивченню правоустановчих документів на земельні ділянки та фактичних

даних про ступінь виконання робіт на кожній із них (із предмету аналізу виключаються земельні ділянки з об'єктами із завершеним ступенем будівництва).

2. Оцінка кожного проекту дохідним методом:

Визначення тривалості прогнозного періоду; з'ясування точки економічного циклу розвитку галузі; проведення ретроспективного аналізу динаміки цін на житло відповідного класу. На підставі робочої документації на будівництво будинків відповідно до техніко-економічних показників проектів (зокрема етажності, кількості квадратних метрів, складу приміщень) і прогнозних цін за квадратний метр житла розраховується дохідна частина плану. Витрати за обраними проектами розраховуються за допомогою зведено-кошторисних розрахунків на кожен окремий будівельний проект, складених на рівні поточних цін. Зважаючи на тривалість прогнозного періоду в три роки, витрати кошторисів коригуються на прогнозований рівень інфляції. Визначається максимальна кількість проектів у портфелі.

3. Класифікація існуючих інвестиційних проектів відповідно до стадії реалізації і змоги прийняття управлінських рішень (рис. 4).

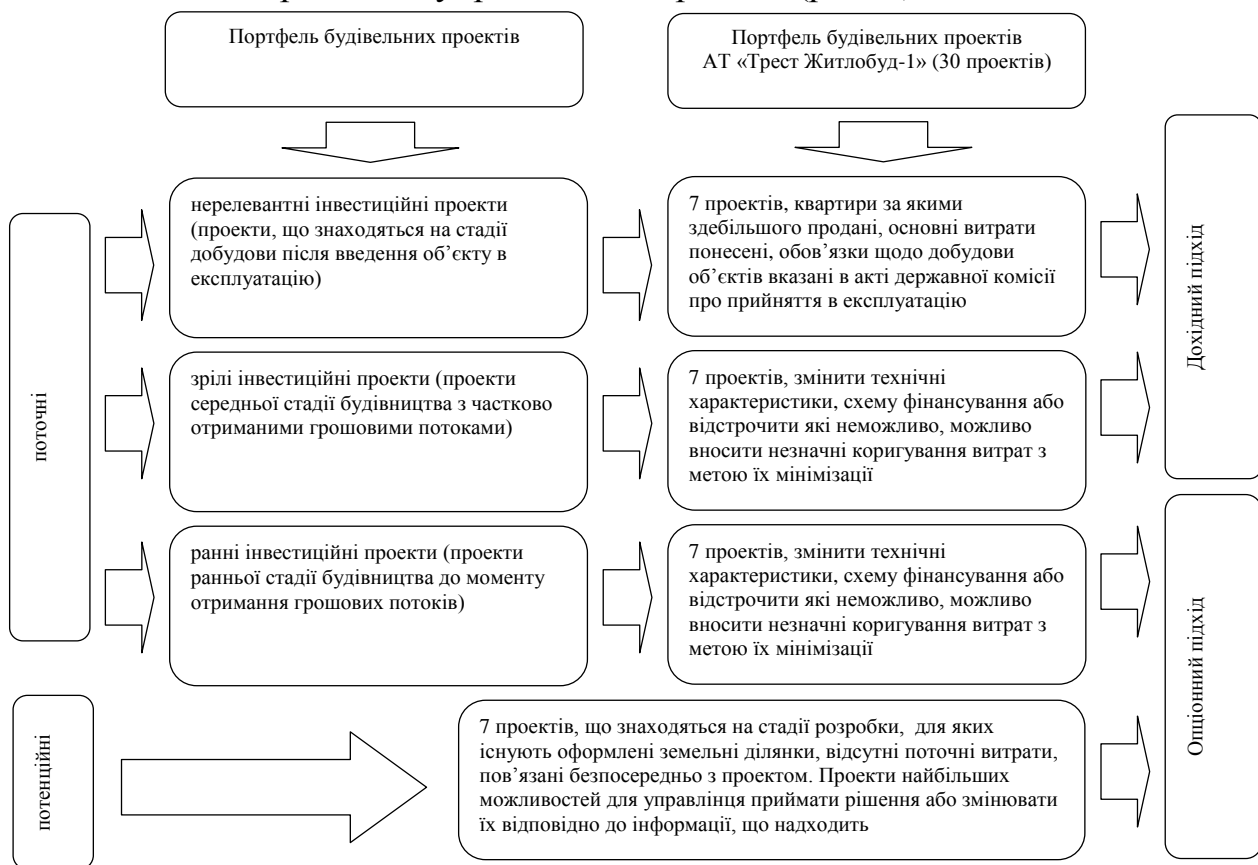


Рис. 4. Класифікація будівельних проектів на прикладі інвестиційного портфелю АТ «Трест Житлобуд - 1»

4. Визначення оптимального портфеля будівельних проектів, що дає змогу максимізувати вартість підприємства.

Цей етап передбачає розрахунок вартості портфелів, що складаються з різних за кількістю комбінацій проектів із максимальною чистою теперішньою вартістю, методом Монте-Карло. Різниця між вартістю портфеля інвестиційних проектів з урахуванням гнучкості, отримана таким чином, та чистою поточною вартістю, що не враховує гнучкі можливості, являє собою вартість опціону. Високе значення вартості опціону вказує на необхідність очікування більш вигідних умов інвестування, що надасть змогу максимізувати вартість портфеля проектів, низьке – про необхідність інвестувати в поточний момент. Оптимальним портфелем будівельних проектів підприємства є той, що містить таку максимальну кількість проектів, за якої вартість опціону буде мінімальна для отримання бажаного результату діяльності.

У результаті проведених досліджень (табл. 1,2). сформовано управлінську матрицю відбору проектів житлового будівництва до оптимального портфеля.

Таблиця 1.

Результати розрахунку параметрів проектів для визначення стратегічного показника

Проекти	Ток	Рейтинг Ток	NPV за 1 м ²	Рейтинг NPV за 1 м ²	Вартість опціону (С)	Рейтинг С	Стратегічний показник S
Портфель (8 проектів)	2,65	5	0,4855	5	2,47	5	5
Портфель (7 проектів)	2,64	4	0,5022	4	0	1	2,5
Портфель (6 проектів)	2,62	3	0,5208	3	0	2	2,5
Портфель (5 проектів)	2,61	2	0,6485	1	0	3	2,25
Портфель (4 проектів)	2,58	1	0,5678	2	0	4	2,75

Таблиця 2.

Результати розрахунку параметрів проектів з урахуванням питомої ваги показника у формування стратегічного показника

Проекти	Рейтинг Ток (питома вага 0,25)	Рейтинг NPV за 1 м ² (питома вага 0,25)	рейтинг С (питома вага 0,5)	рейтинг стратегічного показника
Портфель (8 проектів)	1,25	1,25	2,5	5
Портфель (7 проектів)	1	1	0,5	2
Портфель (6 проектів)	0,75	0,75	1	3
Портфель (5 проектів)	0,5	0,25	1,5	1
Портфель (4 проектів)	0,25	0,5	2	4

В основу формування матриці (рис. 5) закладено три основних параметри, що характеризують портфель: чиста вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту.

		C					
Ток		1	2	3	4	5	NPV
5		2,00	2,50	3,00	3,50	4,00	1
4		1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	1
3		1,50	2,00	2,50	3,00	3,50	1
2		1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	1
1		1,00	1,50	2,00	2,50	3,00	1
5		2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	2
4		2,00	2,50	3,00	3,50	4,00	2
3		1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	2
2		1,50	2,00	2,50	3,00	3,50	2
1		1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	2
5		2,50	3,00	3,50	4,00	4,50	3
4		2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	3
3		2,00	2,5	3,00	3,50	4,00	3
2		1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	3
1		1,50	2,00	2,50	3,00	3,50	3
5		2,75	3,25	3,75	4,25	4,75	4
4		2,5	3,00	3,50	4,00	4,50	4
3		2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	4
2		2,00	2,50	3,00	3,50	4,00	4
1		1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4
5		3,00	3,50	4,00	4,50	5	5
4		2,75	3,25	3,75	4,25	4,75	5
3		2,50	3,00	3,50	4,00	4,50	5
2		2,25	2,75	3,25	3,75	4,25	5
1		2,00	2,50	3,00	3,50	4,00	5

8 – портфель із 8 проектів

7 – портфель із 7 проектів

6 – портфель із 6 проектів

5 – портфель із 5 проектів

4 – портфель із 4 проектів

Рис. 5. Результуюча матриця відбору проектів житлового будівництва до оптимального інвестиційного портфелю.

Основним результатом дисертаційного дослідження є розробка та практична реалізація системи вартісно-орієнтованого корпоративного управління будівельними проектами із застосуванням моделей реальних опціонів. Особливістю вказаної системи є змога враховувати будь-які чинники, що впливають на вартість проектів, з одного боку, та впливати на вартість підприємства загалом, обираючи оптимальний портфель і максимізуючи його вартість, – з іншого.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі вирішено важливе науково-практичне завдання теоретико-методичного обґрунтування та розробки практичних рекомендацій щодо

вартісно-орієнтованого управління портфелем інвестиційних проектів у житловому будівництві. У процесі проведення дослідження отримано такі теоретичні і практичні результати:

1. Проаналізовано теоретико-методичні підходи до оцінки вартості підприємств, визначено особливості застосування кожного з них у будівельній галузі, зокрема, при використанні витратного (майнового) методу – оцінювати незавершене виробництво за цінами продажу з урахуванням ступеня готовності об'єктів будівництва, дохідного – застосовувати методи непрямой капіталізації доходу через наявність сезонності грошових потоків; ринкового – урахувувати складність підбору аналогу на вітчизняному ринку; опціонного – використовувати в поєднанні з дохідними методами з метою врахування гнучкості прийняття управлінських рішень під час реалізації проекту.

2. Виявлені відмінності реальних опціонів від фінансових за низкою критеріїв, зокрема, правилами виконання, строком виконання опціону, тривалістю існування опціону, ставленням власника опціону до ризику, можливістю фінансування за рахунок позикових коштів, місцем продажу, наявністю інформації про базовий актив, безарбітражним принципом, ціною виконання, вартістю, впливом конкуренції та ринкових ефектів на вартість опціону, ліквідністю. Запропоновано тримірну характеристику реального опціону – залежно від управлінської дії і дати виконання, а також від способу визначення ціни опціону – як першого етапу при виборі моделі оцінки вартості проекту.

3. Аналіз основних моделей оцінки реальних опціонів дозволив виявити переваги й недоліки кожної з них, визначити оптимальну сферу застосування: моделі Блека-Шоульза – для оцінки опціонів на розширення проекту, простих реальних опціонів з одним джерелом невизначеності та єдиною датою прийняття рішення; біноміальної моделі – для оцінки багаторічних проектів, опціонів на вибір часу та припинення проекту; моделі Монте-Карло – для оцінки опціонів із великою кількістю джерел невизначеності та зі складними властивостями, які не можливо оцінити за допомогою інших методів.

4. Запропоновано комплексний підхід до оцінки вартості портфелю інвестиційних проектів житлового будівництва за допомогою опціонного підходу: аналіз портфеля інвестиційних проектів як найважливішого (першочергового) реального колл-опціону, що властивий будь-якому підприємству та на який доцільно звернути увагу; виявлення опціонів (другорядних), що входять до складу вартості власного капіталу, визначення їх кількості, з'ясування джерел невизначеності та видів ризиків, пов'язаних із такими опціонами; установлення типу другорядних опціонів; вибір моделі розрахунку вартості першочергового та другорядних опціонів; виявлення чинників, що впливають на вартість портфеля інвестиційних проектів для врахування його додаткових прихованих

можливостей, подолання невизначеності та зниження ризиків; прийняття управлінських рішень на основі проведеного аналізу.

5. Дослідження сучасних тенденції розвитку будівельної галузі України на макро- та мікрорівні дозволило виділити характерні ознаки будівельних підприємств, що використовуються інвестором під час прийняття рішення щодо здійснення вкладень, зокрема, таких: низький показник забезпеченості житлом на душу населення – наявність постійного попиту на продукцію галузі; циклічність розвитку галузі (1-3 років нарощування обсягів та 1-2 років падіння) – змога прогнозування розвитку; у структурі заборгованості підприємств – перевищення кредиторської над дебіторською – змога безкоштовно користуватися коштами інших підприємств; у структурі джерел формування активів – переважання позикового капіталу – необхідність постійного контролю за рівнем рентабельності активів, витратами на залучення коштів та ефектом фінансового левериджу. За результатами аналізу сфери правового регулювання галузі виявлено взаємозв'язок схеми фінансування і вартості проекту житлового будівництва (оптимально обрана схема дозволяє вплинути на два чинники: збільшення чистих грошових потоків за рахунок урахування інтересів інвестора, оптимізації політики управління дебіторською заборгованістю та мінімізації відтоку коштів на сплату податків; зниження вартості капіталу за рахунок більш вигідної форми залучення коштів).

6. За результатами аналізу існуючих проектів житлового будівництва запропонована їх класифікація на управлінські групи, кожна з яких потребує окремого комплексу заходів щодо аналізу, оцінки й управління. Визначено критерій відбору проектів житлового будівництва до інвестиційного портфелю підприємства задля максимізації його вартості – портфель об'єктів житлового будівництва, що містить максимальну кількість проектів за мінімальної вартості реального опціону на відмову від них, є оптимальним.

7. Розроблено підхід до оптимізації портфелю інвестиційних проектів у житловому будівництві із застосуванням моделей реальних опціонів, що базується на використанні управлінської матриці відбору проектів до оптимального портфелю за трьома основними параметрами, а саме: чиста вартість реалізації, строк окупності проекту та вартість опціону на відстрочення реалізації проекту, – та дозволяє врахувати умови невизначеності зовнішнього середовища за прийняття рішень щодо доцільності здійснення будівельної діяльності. Особливістю вказаного підходу є змога враховувати будь-які чинники, що відбиваються на вартості проектів, з одного боку, та впливати на вартість підприємства загалом, обираючи оптимальний портфель і максимізуючи його вартість, – з іншого.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

1. Зубенко А. В. Формування інформаційно-аналітичного забезпечення системи вартісно-орієнтованого корпоративного управління в будівництві: імплементація сучасних фінансових інструментів: кол. монографія / А. В. Зубенко; за ред. Т. В. Момот – Х.: Фактор, 2012. – 250 с. *(особистий внесок: комплексний підхід до оптимізації портфелю інвестиційних проектів у житловому будівництві).*

2. Недавня (Зубенко) А. В. Обліково-аналітичне забезпечення стратегічного управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання будівельної галузі та житлово-комунального комплексу України: кол. монографія / А. В. Недавня; за ред. Т. В. Момот. – Х.: Фактор, 2012. – С. 254–261. *(особистий внесок: розроблено алгоритм оцінки вартості підприємства за допомогою опціонного підходу).*

3. Зубенко А. В. Вартісно-орієнтований підхід до оптимізації портфелю інвестиційних проектів житлового будівництва / А.В. Зубенко // Коммунальное хозяйство городов: научн.-техн. сб. Вып. 106. – К.: Техніка, 2012. – С. 153–157.

4. Недавня (Зубенко) А. В. Управління інвестиційним портфелем проектів житлового будівництва із використанням опціонного підходу А. В. Недавня // Вісник Харківського національного університету ім. В.Н. Каразіна. – 2011. – № 970. – С. 131–133.

5. Недавня (Зубенко) А. В. Вартісно-орієнтований підхід до управління портфелем будівельних проектів / А. В. Недавня, Т. В. Момот // Бізнес Інформ: Науковий журнал. – 2011. – № 3. – С. 128–131. *(особистий внесок: запропоновано класифікацію існуючих проектів житлового будівництва на управлінські групи, кожна з яких потребує окремого комплексу заходів щодо аналізу, оцінки та управління).*

6. Недавня (Зубенко) А. В. Інтеграція опціонного підходу в систему вартісно-орієнтованого управління підприємствами / А.В. Недавня // Культура народів Причерномор'я: научный журнал. – 2010. – № 194. – С. 40–44.

7. Недавня (Зубенко) А. В. Моделі оцінки реальних опціонів у системі вартісно-орієнтованого корпоративного управління: обґрунтування доцільності використання / Т. В. Момот, А. В. Недавня // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць. Вип. 7. – К., 2010. – 174 с. *(особистий внесок: удосконалено алгоритм оцінки вартості підприємства за допомогою опціонного підходу).*

8. Недавня (Зубенко) А. В. Факторный анализ прибыльности собственного капитала: расширенный подход с учетом финансового и операционного леввериджа / Т. В. Момот, А. В. Недавня // Коммунальное хозяйство городов: научн.-техн. сб. Вып. 85. – К.: Техніка, 2008. – С. 254–259. *(особистий внесок: вдосконалення підхід до аналізу прибутковості власного капіталу підприємства).*

Опубліковані праці апробаційного характеру

9. Недавня (Зубенко) А. В. Управління портфелем проектів житлового

будівництва. Критерії відбору проектів задля максимізації вартості підприємства / А. В. Недавня // Сучасні проблеми реформування економіки в моделі інноваційного розвитку держави: тези доповідей наук.-практ. конфер. з міжнародною участю; 15 листопада 2011 р. – Х.: ХНУ ім. В. Н. Каразіна, 2011. – С.88–90.

10. Недавня (Зубенко) А. В. Option approach and risk management under economic uncertainty / Т. В. Момот, А. В. Недавня // Маркетинг на міжнародних ринках товарів і послуг: глобальні аспекти: матеріали II міжнар. наук.-практ. конф. викладачів, аспірантів і студентів; 21–23 лютого 2011 р. Т.1. – Україна – Словаччина. – 2011 р. – С. 179–177.

11. Недавня (Зубенко) А. В. Вартісно-орієнтоване управління підприємствами в умовах формування інформаційно-аналітичного забезпечення корпоративної безпеки / А.В. Недавня, Д.В. Сисоєв // Матеріали наук.-практ. конф.; 25–26 листопада 2010. – Тернопіль: ТНЕУ. – С. 281–282.

12. Недавня (Зубенко) А.В. Застосування реальних опціонів у системі вартісно-орієнтованого корпоративного управління / А.В. Недавня // 35 наук.-техн. конф. викладачів, аспірантів та співробітників ХНАМГ. Ч. 3 «Економічні науки»; 22–23 квітня 2010 р. – Х.: ХНАМГ. – С. 210–211.

13. Недавня (Зубенко) А.В. Ризик як фактор впливу на вартість підприємства / А.В. Недавня // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали XI міжнар. наук.-практ. конф.; 6–8 жовтня 2010 р. у 2 т. Т.2. – Черкаси: ЧДТУ. – 2010. – С.185–188.

14. Недавня (Зубенко) А.В. Міжнародний досвід застосування методу реальних опціонів при управлінні будівельними проектами / В.А. Воскобойніков, А.В. Недавня // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали X міжнар. наук.-практ. конф.; 14–16 жовтня 2009 р. у 2 т. Т. 2. – Черкаси: ЧДТУ. – 2009. – С. 129.

15. Недавня (Зубенко) А.В. Real option models to evaluate managerial flexibility / K.Howe, A.Nedavnyaya // Обліково-аналітичне і фінансове забезпечення корпоративного управління: міжнародний досвід та вітчизняна практика: матеріали міжнар. наук.-практ. конф.; 9–11 квітня 2009 р. – Х.: ХНАМГ, 2009. – С. 105–107.

16. Недавня (Зубенко) А.В. Опціонний підхід до оцінки вартості бізнесу будівельних підприємств / Т.В. Момот, А.В. Недавня // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України: зб. наук. праць за матеріалами VII міжнар. наук.-практ. конф., Алушта, 26–28 вересня 2008 р. – Сімферополь, 2008. – С. 13.

АНОТАЦІЯ

Зубенко А.В. Вартісно-орієнтоване управління портфелем інвестиційних проектів за моделями реальних опціонів у житловому будівництві. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (економіка будівництва). – Харківська національна академія міського господарства, Харків, 2012.

Дисертаційна робота присвячена актуальним проблемам вартісно-орієнтованого управління. Розроблено вартісно-орієнтований підхід до оптимізації портфелю інвестиційних проектів у житловому будівництві із застосуванням моделей реальних опціонів, шляхом формування матриці визначення комбінаторних переваг, удосконалено класифікацію інвестиційних проектів у житловому будівництві за чотирма групами – потенційні, ранні, зрілі та нерелевантні – шляхом уведення класифікаційної ознаки за критерієм ступеню впливу на вартість портфеля інвестиційних проектів, удосконалено процес відбору моделей оцінки реальних опціонів шляхом визначення тримірної характеристики опціонів на базі узагальнення відмінних рис фінансових і реальних опціонів і визначення переваг та недоліків основних моделей розрахунку вартості реальних опціонів. Використано матричну форму подання результатів дослідження за комбінаторним рангом, що дозволяє реалізувати процедуру рейтингового оцінювання першочерговості реалізації будівельних проектів і встановити зони пріоритетності інвестування в житловому будівництві.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, портфель інвестиційних проектів житлового будівництва, оптимальний портфель інвестиційних проектів, пріоритетність інвестування в житловому будівництві.

АННОТАЦИЯ

Зубенко А.В. Стоимостно-ориентированное управление портфелем инвестиционных проектов с применением моделей реальных опционов в жилищном строительстве. – Рукопись.

Диссертационная работа посвящена актуальным проблемам стоимостно-ориентированного управления. Разработан стоимостно-ориентированный подход к оптимизации портфеля инвестиционных проектов в жилищном строительстве с применением моделей реальных опционов путем формирования матрицы определения комбинаторных преимуществ по стратегическому параметру, который синтезирует в себе три основных показателя, характеризующих проект – чистую стоимость реализации, срок окупаемости и стоимость опциона на отсрочку реализации проекта. Данный подход, в отличие от ранее существующих, позволяет оптимизировать инвестиционный портфель с учетом условий неопределенности внешней среды и гибкости реагирования на ее изменения путем пошагового осуществления инвестиций с целью сохранения стратегических преимуществ строительных предприятий. Особенностью данного подхода является возможность учитывать факторы, которые влияют на стоимость проектов, с одной стороны, и на стоимость предприятия в целом, выбирая оптимальный портфель и максимизируя его стоимость, - с другой. Усовершенствована классификация инвестиционных проектов в жилищном строительстве путем разделения на четыре группы – потенциальные, ранние, зрелые и нерелевантные – с помощью ввода

классификационного признака по критерию степени влияния на стоимость портфеля инвестиционных проектов; определен критерий отбора проектов жилищного строительства в инвестиционный портфель предприятия для максимизации его стоимости – портфель объектов жилищного строительства, который содержит максимальное количество проектов при минимальной стоимости реального опциона на отсрочку от них, является оптимальным. Усовершенствован процесс отбора моделей реальных опционов путем определения трехмерной характеристики опционов на основе обобщения отличительных признаков финансовых и реальных опционов и определения преимуществ и недостатков основных моделей расчета стоимости реальных опционов. Использована матричная форма представления результатов исследования по комбинаторному рангу, что позволяет реализовать процедуру рейтинговой оценки первоочередности реализации строительных проектов и установить зоны приоритетности инвестирования в жилищном строительстве.

Ключевые слова: стоимостно-ориентированное управление, портфель инвестиционных проектов жилищного строительства, оптимальный портфель инвестиционных проектов, приоритетность инвестирования в жилищном строительстве.

ANNOTATION

Zubenko A.V. Value-based management of the investment project portfolio using the real options models in housing construction. – Manuscript.

The thesis for the Scientific Degree of Candidate of Sciences (Economics), specialty 08.00.04 – economics and management of enterprises (economics of construction). – Kharkiv National Academy of Municipal Economy, Kharkiv, 2012.

Dissertation is devoted to the urgent issue of value-based management. The value-based approach for optimization of investment projects portfolio in housing construction is developed with using the models of real options. Classification of investment projects in housing construction is improved; all projects are divided into four groups – potential, early, mature and irrelevant by using the criterion of degree of influence on the investment projects value. The process of selection of real option estimation is improved by indentifying three-dimensional description of options on the base of generalization of financial and real options distinguishing features and indentifying advantages and disadvantages of the basic estimation real option models. The matrix form of research results presentation with using combinative rank is used, and it allows to realize the procedure of rating evaluation of first priority of construction projects realization and to set the priority areas of investing into housing construction.

Keywords: value-based management, investment projects portfolio in housing construction, optimal investment projects portfolio, the priority investment in housing construction.

ЗУБЕНКО АННА ВОЛОДИМИРІВНА

ВАРТІСНО-ОРИЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ
ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ ЗА МОДЕЛЯМИ РЕАЛЬНИХ
ОПЦІОНІВ
У ЖИТЛОВОМУ БУДІВНИЦТВІ

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(економіка будівництва)

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Відповідальний за випуск

В.І. Торкатюк

Підп. до друку	12.11.2012	Формат 60x84 1/16	Папір офісний
Друк на ризографі		Ум. друк. арк. 0,9.	
Зам. №		Тираж 100 пр.	

Видавець і виготовлювач:

Харківська національна академія міського господарства,
вул. Революції, 12, Харків, 61002

Електронна адреса: rectorat@ksame.kharkov.ua

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи: ДК № 4064 від 12.05.2011