Гусев Михаил Юрьевич. Формирование инвестиционного портфеля девелоперских компаний : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Новосибирск, 2007 167 с. РГБ ОД, 61:07-8/3028

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы деятельности девелоперских компаний на рынке недвижимости 8

1.1. Классификационные признаки объектов недвижимости, особенности функционирования рынка недвижимости и типы девелопмента 8

1.2. Источники финансирования проектов девелопмента. Проблемы формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний 27

1.3. Анализ подходов к формированию инвестиционного портфеля 38

Глава 2. Методические основы формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний 54

2.1. Разработка концепции формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний 54

2.2. Концептуально-логическая схема формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний 72

2.3. Экономико-математическое моделирование эффективного инвестиционного портфеля девелоперских компаний 81

Глава 3. Рекомендации по выбору сценариев формирования эффективного инвестиционного портфеля девелоперской компании 94

3.1. Ретроспективный анализ рынка коммерческой недвижимости г. Новосибирска 94

3.2. Имитационное моделирование финансовых результатов проектов девелопмента 105

3.3. Оптимизация инвестиционного портфеля девелоперской компании в условиях бюджетных и компетентностных ограничений 121

Заключение 129

Список литературы 136

Приложения 147

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.**Развитие мировой экономики последних десятилетий указывает на то, что рынок недвижимости является важным фактором роста национальных экономик. При этом рынок недвижимости способствует развитию товарных и финансовых рынков, рынка труда, формирует инфраструктуру развития для других отраслей экономики, а также способствует повышению уровня благосостояния граждан.

Эволюционные процессы развития мировых рынков недвижимости привели к формированию неоднородной структуры участников, диверсификации их функций, дифференциации продукта и развитию финансовых схем обслуживания рынка недвижимости.

В результате смены общественно-политического строя в России в 90-х годах, ослабления роли государства в финансировании, строительстве и управлении объектами недвижимости общемировые тенденции стали характерны и для российских рынков недвижимости. В этой связи ключевая роль принадлежит девелоперским компаниям - агентам рынка недвижимости, интегрирующим информационные и финансовые потоки, направленные на разработку комплекса мероприятий по организации, созданию, управлению и реализации объектов недвижимости.

Инвестирование на рынке недвижимости носит долгосрочный характер и на эффективность проектов девелопмента существенным образом влияют изменения, происходящие во внешней среде. Девелоперские компании, как правило, одновременно реализуют совокупность проектов, что осложняет процедуру принятия эффективных инвестиционных и финансовых решений. Поэтому важнейшим фактором, определяющим конкурентную позицию девелоперской компании, становится использование современных методов управления инвестициями.

Проблемы управления инвестициями и повышения эффективности принимаемых инвестиционных решений достаточно подробно изложены в работах западных исследователей. В частности, центральное место здесь

4 занимает теория портфельного анализа, представленная в работах Р. Гибсона,

М. Дж. Грюбера, Г.Марковица, С. Маршала, Р. Мертона, М. Миллера, У.

Шарпа, Е. Эдвина, и X. Леви и получившая широкое распространение во

второй половине 20 века в США, Японии и странах Западной Европы.

Однако, несмотря на важность разработанных принципов инвестирования и формирования инвестиционных портфелей, применение результатов исследований ограничено в силу заложенных в них допущений.

В отечественной литературе различные аспекты управления финансами и инвестициями рассмотрены в работах В.В.Ковалёва, М.А. Лимитовского, И.Я. Лукасевича, Я.С. Мелкумова, М.Ф. Овсийчук, Л.Б. Сидельниковой, Ю.Б. Рубина, В.П. Савчука, СИ. Прилипко, Е.Г. Величко, Е.И. Тарасевича, Т.В. Тепловой, В.А. Чернова и других. Вместе с тем, в отношении формирования портфелей реальных инвестиций они носят в основном постановочный характер.

Таким образом, недостаточная проработанность методических подходов, позволяющих описать и проанализировать процесс формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний с позиции принятия финансовых и инвестиционных решений, определили выбор темы диссертационного исследования, постановку его целей и задач.

**Цель**и **задачи исследования.**Цель диссертационной работы заключается в разработке методического подхода к формированию эффективного инвестиционного портфеля девелоперских компаний.

Целевая направленность исследования диктует необходимость решения следующих задач:

выявить особенности функционирования рынка недвижимости, классификационные признаки объектов недвижимости и источники финансирования проектов девелопмента, как основы деятельности девелоперских компаний;

исследовать теоретические основы формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний;

провести ретроспективный анализ рынка недвижимости и оценить

тенденции его развития на перспективу;

разработать научно обоснованный методический подход к формированию инвестиционного портфеля девелоперских компаний;

апробировать предложенный методический подход и оценить эффективность сформированного инвестиционного портфеля девелоперской компании.

В качестве объекта исследования выступает рынок недвижимости.

**Предметом**исследования являются методические подходы к формированию инвестиционного портфеля девелоперских компаний.

Содержание диссертации соответствует области исследований п. 3.8. «Формирование эффективной системы проектного финансирования» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта номенклатуры специальностей научных работников (экономические науки).

**Теоретической основой исследования**является современная теория инвестиций, позволившая обосновать оценку эффективности проектов девелопмента с позиции прироста добавленной стоимости и формирование инвестиционного портфеля девелоперских компаний.

**Методологической основой исследования**является системный подход к изучению связей и отношений в процессе формирования инвестиционного портфеля, предопределивший возможность идентификации и оценки факторов, влияющих на его эффективность.

Достоверность выводов обеспечивается применением методов: экономической статистики, финансовых и актуарных вычислений, линейного, целочисленного и нелинейного программирования.

Информационной базой исследования послужили действующие нормативные и законодательные акты Российской Федерации, материалы Новосибирского областного комитета статистики, конкретных компаний, специальная литература и публикации периодической печати по изучаемой проблеме, ресурсы сети Интернет и собственные исследования автора.

**Научная новизна**диссертации состоит в следующем:

1. Сформулирован научно обоснованный методический подход к формированию инвестиционного портфеля девелоперских компаний, основанный на интеграции стоимостно-ориентированной и компетентностной концепций, учитывающий специфику инвестирования на рынке недвижимости и позволяющий комплексно оценить влияние внутренних и внешних факторов на эффективность портфеля.
2. Разработана концептуально-логическая схема формирования эффективного инвестиционного портфеля девелоперских компаний, заключающаяся в структурировании выявленных элементов и поэтапном выборе проектов девелопмента из стратегических инвестиционных альтернатив.
3. Предложена имитационная экономико-математическая модель оценки эффективности проектов девелопмента, позволяющая сформировать эффективный инвестиционный портфель в условиях ограниченного бюджета и уровня ключевых компетенций девелоперской компании.

**Теоретическая значимость**проведенного исследования состоит в развитии теории портфельного инвестирования и ее адаптации к рынку недвижимости.

**Практическая значимость**работы заключается в возможности использования результатов проведенного исследования:

девелоперскими компаниями и инвесторами при оценке инвестиционной целесообразности проектов девелопмента и размещения своих инвестиционных ресурсов;

научными сотрудниками и экспертами при исследовании вопросов инвестирования на рынке недвижимости;

преподавателями высших учебных заведений при подготовке студентов финансово-экономического профиля, а также реализации программ повышения квалификации и переподготовки специалистов.

7 Результаты исследования нашли применение в деятельности

девелоперских компаний (ЗАО строительная компания «СТРУГ», и ООО

управляющая компания «МАГНАТ») в качестве методической основы

формирования инвестиционного портфеля, о чем свидетельствуют справки о

внедрении.

Отдельные положения диссертации были включены в учебную программу студентов и магистрантов Новосибирского государственного университета экономики и управления по специальности «Финансы и кредит» по дисциплинам «Финансовая политика организации» и «Стратегический финансовый менеджмент».

**Апробация работы.**Основные положения диссертационного исследования докладывались на Всероссийской научной конференции «Наука. Технологии. Инновации - 2006» (г. Новосибирск, 2006г.), «Международном Китайско-Российском форуме молодых ученых - 2005» (КНР, г.Чэнг-ду, 2005г.) и научных семинарах кафедры «Финансы» НГУЭУ в 2004-2006гг.

**Публикации.**Основные положения диссертации отражены в 7 научных публикациях объемом 2,5 печатных листа.

**Структура и объем диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, изложенных на 135 страницах машинописного текста, 6 приложений и списка литературы из 130 наименований. В работе содержится 29 таблиц и 16 рисунков, иллюстрирующих текст диссертационного исследования.

## Классификационные признаки объектов недвижимости, особенности функционирования рынка недвижимости и типы девелопмента

В сложившейся практике к недвижимости традиционно относят землю, здания, сооружения и объекты незавершенного строительства.

В России термин «недвижимое и движимое имущество» впервые появился в законодательстве во времена правления Петра І в Указе от 23 марта 1714 г. «О порядке наследования в движимых и недвижимых имуществах». Под недвижимым имуществом признавались земля, угодья, дома, заводы, фабрики, лавки. К недвижимому имуществу относились также полезные ископаемые, находящиеся в земле, и различные строения, как возвышающиеся над землей, так и построенные под ней, например: шахты, мосты, плотины [70].

В современной России в соответствии с федеральным законодательством имущество делится на движимое и недвижимое. Так, согласно ст. 130 Гражданского кодекса Российской Федерации, «к недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения» [1]. К недвижимости относятся также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты.

В соответствии с законом к недвижимости может быть отнесено и иное имущество. Так, согласно ст. 132 ГК РФ, «предприятие в целом как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности, признается недвижимостью» [1]. Вещи, которые не относятся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом.

В мировой практике выделяют три основных типа недвижимости: земля, жилье и нежилые помещения.

Наряду с делением на типы, недвижимость классифицируется по ряду признаков, что способствует более успешному исследованию рынка недвижимости и облегчает разработку и применение методов оценки различных категорий недвижимости, управления ими. Вопросам классификации объектов недвижимости посвящено немало публикаций. Обобщая имеющиеся в экономической литературе точки зрения [8, 37, 40, 45, 70-72], ниже представлена классификация по наиболее часто встречающимся признакам (табл.1). Именно данная классификация и будет использоваться в дальнейших исследованиях автора.

## Разработка концепции формирования инвестиционного портфеля девелоперских компаний

Предлагаемый нами подход к выбору проектов в инвестиционный портфель девелоперской компании основан на интеграции стоимостно-ориентированной и компетентностной концепций.

Первая концепция предполагает оценку и анализ ключевых факторов создания добавленной стоимости для последующего принятия стратегических и оперативных решений, направленных на ее максимизацию. Под добавленной стоимостью понимается разница между отдачей по инвестированному капиталу и затрат на его привлечение. При этом управление процессом создания добавленной стоимости невозможно без адекватного инструментария ее оценки.

В экономической литературе выделяются следующие основные факторы формирования стоимости компании, которые необходимо учитывать в стоимостной метрике [10,16, 57]:

затраты на собственный и заемный капитал;

доходы, генерируемые существующими активами (при этом доход может выражаться в различных формах: прибыль, денежный поток и т.д.);

стоимость активов компании.

На основе критериев минимальной нормы рентабельности и изменения значений дельты прироста стоимости нами предлагается разрабатывать различные сценарии развития компании, основанные на стратегическом подходе»

Применительно к нашему исследованию это выглядит следующим образом (рис.9).

1. Если соответствующий объект недвижимости в рассматриваемом периоде генерирует прибыль, достаточную для покрытия затрат на капитал, и теше прироста стоимости оудущшх СТОИМОСТИ прошлых периодов» го тшш недвижимость рассматривается как «быстрый создатель

2, Если в будущих периодах норма рентабельности капитала превышает затраты на капитал, по шетчшт такого превышения меньше аналогичной величины за прйшльт периоды, то такой объеггг недвижимости шляется «медленным создателем стшшостя».

3- Если объект недвижимости ме в состоянии покрыть возникающие затраты к капитал т заработанной прибыли, то он рассматривается кш разрушитель стоимости». Если отршщтелгашэ разница между нормой рентабельносте капитала и затратами на капитал в будущих периодах по этому объекту недвижимости будет меньше, чем в прошлых периодах, то он именуется шедяен шм разрушителем СТОИМОСТИ», 4. Вели норма рентабельности капитала, вяожшшего в соответствующий объект недвижимости мевьше величины затрат на капитал и этот разрыв увеличивается но сравнению с прошлые тлеется «быстрым разрушителем стоимости».

## Ретроспективный анализ рынка коммерческой недвижимости г. Новосибирска

На протяжении последних семи лет российская экономика является самой динамично развивающейся в Европе, Итоги развития в период с 2000 до 2006 года свидетельствуют о том, что сформировавшаяся тенденция роста российской экономики составляет в среднем 6,8% в год или более чем 58% за период.

Итоги экономического развития России за 2006 г. оказались весьма оптимистичными. Высокие цены на нефть не только обеспечили приток инвестиций, увеличение размера Стабилизационного Фонда, Золотовалютных Резервов и рост доходов на всех уровнях, но и послужили иммунитетом от нестабильности на внешних рынках, где наблюдался существенный рост процентных ставок и отток инвестиций с развивающихся рынков (см. таблЛ приложения 5).

Сохранение относительно жесткой бюджетной политики, укрепление рубля и конкуренция со стороны импорта позволили добиться снижения темпов инфляции до 9% за 2006 год, что оказалось достаточным для снижения ставки рефинансирования до 11%.

По оценкам Минэкономразвития, темп прироста ВВП в 2006 году составил 6,8%, т.е. на 0,4% выше чем в 2005 году. Повышение вызвано более высоким темпом роста потребительского и инвестиционного спроса.

Складывающаяся экономическая ситуация привела к экспансии московских и иностранных компаний на региональные инвестиционные рынки, в частности на новосибирский рынок коммерческой недвижимости. Рынок офисной недвижимости Большая часть офисных помещений находится в бывших исследовательских институтах и заводских административных корпусах, построенных в 60 - 80-е гг. и имеющих высокий уровень морального и физического износа. Арендаторам в большинстве случаев приходится иметь дело с некомпетентными управляющими компаниями, что снижает ценность услуг аренды, В табл.4 представлены основные этапы развития новосибирского рынка офисной недвижимости. В Новосибирске отсутствует официальная классификация объектов офисной недвижимости, тем не менее, условно объекты можно классифицировать следующим образом (см, табл.5).

Необходимо отметить, что разработанная классификация объектов недвижимости условна и со временем будет меняться, как это происходило, в частности, в Москве, По сутн любая классификация - это аргументация того, почему потребитель должен платить больше за тот или иной объект

С точки зрения аналитиков рынка недвижимости выделяется несколько приоритетных локаций офисной недвижимости. Поэтому в качестве дополнения к классификации офисной недвижимости по классам можно использовать классификацию по местоположению:

деловой центр - Красный проспект, ул. Фрунзе, ул. Кирова, ул. Ленина, проспект Димитрова;

линия метро;

площадь Карла Маркса;

площадь Калинина;

прочее - первая линия второстепенных улиц и внутриквартальное расположение.

Существуют различные оценки общей площади офисных помещений в Новосибирске, в частности, по информации аналитического агентства «RID Analytics» она составляет 1,5-2 млн. кв.м.

Классовое распределение новых объектов офисной недвижимости

выглядит следующим образом:

класс «В+» 30 тыс. кв.м.;

класс «В» - 60 - 65 тыс. кв.м.;

класс «С» - до 90 тыс. кв.м.;

класс «D» - 850 - 900 тыс. кв.м. преимущественно на территории промышленных предприятий, а также 300 тыс. кв.м. (на первых этажах жилых домов).

Рейтинг действующих объектов офисной недвижимости в городе Новосибирске представлена в табл.2 приложения 5.

По мнению экспертов рынка недвижимости, до класса «А» некоторым из новых объектов не позволили «подняться» такие недостатки, как:

неудачное местоположение;

проблемы с подъездом к зданию;

нехватка парковочных мест (как подземных для арендаторов, так и наземных для посетителей бизнес-центров).

Кроме того, класс «А» предполагает наличие профессиональной управляющей компании, тогда как в Новосибирске бизнес-центрами управляют небольшие фирмы, созданные застройщиками. В результате система доступа в некоторые здания напоминает вход на режимный объект.

В 2005 году рынок офисной недвижимости вышел на новый качественный уровень с появлением объектов класса «В+», что, безусловно, стало причиной повышения арендных ставок.

Динамика ввода и спроса на объекты, а также перечень некоторых заявленных проектов девелопмента в секторе офисной недвижимости представлены в табл.3 и 4 приложения 5. По некоторым оценкам, общая площадь бизнес-центров класса «А», «В+» и «В» к концу 2008 г, составит более 1 млн. кв.м.