

РЫНОЧАЯ ЭКСТРАКЦИЯ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ. МЕТОД ПАРЫ ГРУПП

*СЛУЦКИЙ А. А., к.т.н.,
заместитель председателя комитета по научным
и методологическим вопросам оценочной деятельности
Союза саморегулируемых организаций оценщиков
(национальное объединение)*

Постановка задачи

Вопрос о ставке, по которой следует капитализировать годовую рыночную земельную ренту для получения рыночной стоимости земельного участка или наоборот умножать рыночную стоимость земельного участка для получения годовой рыночной ренты стоит давно и однозначного ответа пока не имеет. Согласно одному подходу,

«Если рыночная стоимость определена корректно, следующий шаг - определение ставки текущей доходности, которую рынок признает (или признал бы) справедливой для бизнеса по сдаче земли в аренду. Хорошо известно, что сдача в аренду земли (при наличии арендатора) - малорисковый бизнес, не сильно отличающийся по рискам получения дохода от госбумаг или депозитов надежных банков. А потому их доходности могут служить хорошими ориентирами для доходности такого бизнеса»¹.

Основы такого подхода лежат в самом начале формирования американской оценки. Как указывает Rodney Lynn Jefferies²,

«... американские оценщики XVIII и XIX веков разработали собственную терминологию капитализации дохода. В своем втором учебнике Babcock (1932)³ уже продвигает американские модели с разделенной капитализацией, применяя идеи и методы, которые на рубеже веков вытекали из методологии и практики аннуитистов⁴...

¹ Дискуссии ЭСМИ "Appraiser.RU. Вестник оценщика" » ОЦЕНКА » Оценка земельных участков и природных ресурсов » Ставка капитализации при оценке стоимости земельного участка, Пост NB от: 13.01.2012 г., <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=32&g=posts&t=9067>

² Jefferies, Rodney Lynn (2017), History and development of real estate investment (property) valuation models, Researchgate.net, January 2017, https://www.researchgate.net/publication/316507454_History_and_development_of_real_estate_investment_property_valuation_models

³ Речь идёт об основоположнике американской оценки Frederik M. Babcock, которого Jefferies именует не иначе, как «икона американской оценки». Такое определение никем не оспаривается, хотя существует ещё ряд «икон американской оценки».

⁴ «Аннуитисты - термин, данный в XVII веке тем математикам, которые использовали методы дисконтирования для определения текущей стоимости будущих потоков доходов. В современном американском употреблении этот термин используется для обозначения эксперта, как правило, брокера, который получает котировки от различных страховых компаний, не является экономистом и не имеет квалификации для прогнозирования будущих убытков. Все, на что способен аннуитист -

Аннуитисты, одним из ведущих среди которых и был Babcock (1933) ⁵, постулировали, что

- *«земля из-за своей физической неразрушимости также имеет постоянную доходную стоимость и может быть капитализирована по низкой процентной ставке»,*
- *при этом «физическая стоимость улучшения с годами всегда будет снижаться».*

В результате, в случаях, когда использовался доходный метод, он «означал бессрочную капитализацию здания под 8% и земли под 6% годовых...».

По всей видимости, такой подход основывается на известном провокационном изречении Марка Твена «Покупайте землю - ее больше не производят», однако для использования в оценке требуются более веские обоснования, помимо исчерпаемости земли, её физической неразрушимости и довольно абстрактных рассуждений о рисках.

Существует также один из двух вариантов метода остатка, пришедший к нам из американской оценки, в основу которого положено разделение чистых операционных доходов от объекта капитального строительства и земли ⁶, в котором предполагаются разные ставки капитализации для земельного участка и единого объекта недвижимости:

$$PC_{зу} = \frac{ЧОДеон - PC_{окс} \times СК_{окс}}{СК_{зу}}, \quad (1)$$

где

$PC_{зу}$ – рыночная стоимость земельного участка;

$ЧОДеон$ – чистый операционный доход от единого объекта недвижимости, состоящего из земельного участка при его наиболее эффективном использовании и объекта капитального строительства, «идеально» соответствующего этому участку;

$PC_{окс}$ – рыночная стоимость объекта капитального строительства, «идеально» соответствующего этому участку;

$СК_{зу}$ – ставка капитализации земельного участка при его наиболее эффективном использовании

$СК_{окс}$ – ставка капитализации объекта капитального строительства, «идеально» соответствующего этому участку.

При этом в оригинальном источнике ⁷ отсутствует какое бы то ни было указание на то, каким образом определяется ставка капитализации земельного участка, а содержится только абстрактное указание «... если она известна».

Между тем, существует и альтернативный взгляд на тему, который полностью разделяет автор данной статьи, заключающийся в том, что

1. земля – никакой не «не абсолютно и даже не почти безрисковый актив»;

свидетельствовать о затратах аннуитета, предназначенного для "финансирования" или замены прогноза экономиста о будущих убытках. Необходимо отметить, что у авторов – американцев, излагающих историю оценки термин «аннуитисты» не используется». Примечание Jefferies.

⁵ Речь идёт о работе F.M. Babcock Income distribution and capitalization. Journal of the American Institute of Real Estate Appraisers, Oct., 31, 1933.

⁶ Медведева О.Е. (2004), Методические рекомендации по оценке стоимости земли, утверждена и введена в действие Методическим советом АНО «Союзэкспертиза» ТПП РФ, Протокол № 1 от 12.10.2004

⁷ Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate, 15th Edition, Chicago, Illinois

2. фундаментально то, что рыночная стоимость и застроенного и свободного земельного участка определяется исключительно тем, какое здание следует на нём построить (или использовать земельный участок иным образом) для достижения максимальной стоимости земельного участка, т.е. даже если земельный участок никак не используется, то в оценке всё равно принимается, что он используется наиболее эффективно;
3. соответственно, ставка капитализации земельного участка будет равна ставке капитализации в том сегменте рынка, использование земельного участка, в котором даст его максимальную стоимость – в ином контексте рыночная стоимость, рыночная рента и рыночная же ставка капитализации рассматриваться не могут.

Отметим, что на момент формирования позиции аннуитистов и, в частности, Frederik M. Babcock, концепции наиболее эффективного использования земельного участка, как основы его рыночной стоимости, по крайней мере, в современном понимании, ещё не существовало, поэтому противопоставление двух концепций не имеет большого смысла.

Гораздо более позитивным является оставление в стороне общетеоретических размышлений о рисках и земле и

1. определение ставки капитализации незастроенных земельных участков в некоторой локации методами рыночной экстракции определённого вида использования;
2. сопоставление полученных результатов с полученными методами рыночной экстракции же ставками капитализации единых объектов недвижимости того же вида использования и в той же локации, что и незастроенные земельные участки.

Далее приводятся результаты такого исследования, проведённого в посёлке Горки Ленинские Московской области, в сегменте производственно – складской недвижимости.

Определение ставок капитализации осуществлялось в соответствии с ⁸ методом пары групп.

Укажем также, что по данным Банка России величина доходности по 10-ти летним ОФЗ, которая в мировой практике рассматривается в качестве безрисковой ставки, на дату исследования составляла 10,26 – 10,31% годовых.

Незастроенные (вакантные) земельные участки производственно – складского назначения

На Рис. 1 и 2 показаны диаграммы рассеяния запрашиваемых годовых «чистых» арендных плат и цен предложения на продажу земельных участков производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям участков.

⁸ Слуцкий А.А. (2020), Определение ставки капитализации для использования в методе прямой капитализации: Требования, методы и комментарии, Вопросы оценки, №3, <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-opredelenie-stavki-kapitalizacii-dlya-ispolzovaniya-v-metode-pryamoj-kapitalizacii-trebovaniya-metody-i-kommentarii/>

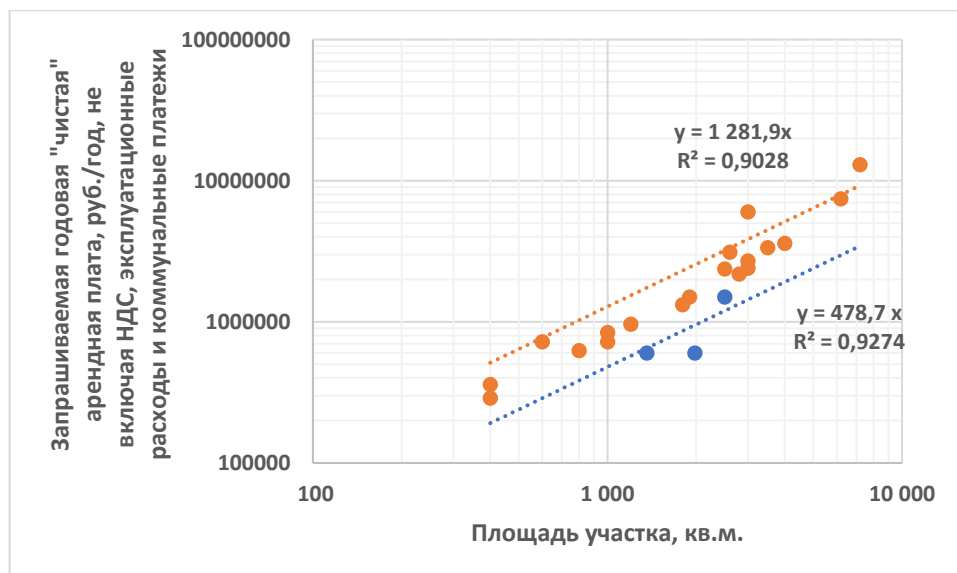


Рисунок 1. Диаграмма рассеяния запрашиваемых годовых «чистых» арендных плат земельных участков производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям участков

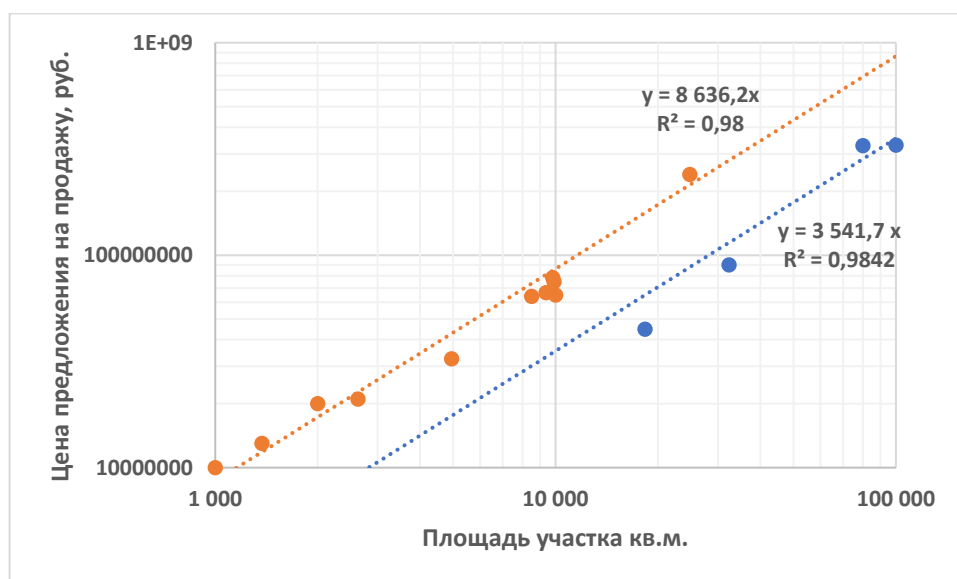


Рисунок 2. Диаграмма цен предложения на продажу земельных участков производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям участков.

Как видно из графиков, на данном локальном рынке в обоих случаях предложение делится на два ценовых кластера – верхний (основной) и нижний (всего по 3 – 4 участка)⁹. Различия в ценовых кластерах имеют рациональные объяснения, на

⁹ В соответствии с нашим определением, ценовой кластер представляет собой однородную группу объектов из сегмента рынка, к которому относится объект оценки, с единым ценообразованием, удельные цены, ставки аренды или удельные затраты внутри которой близки. При этом единство ценообразования объектов, составляющих ценовой кластер, заключается в наличии достаточно сильной корреляции между оцениваемой величиной и основным ценообразующим факторов – площадью, удалённость от некоторого пункта или иным.

которых мы здесь и далее не останавливаемся, поскольку оно не имеет никакого влияния на полученные здесь результаты.

Деля наиболее вероятные значения запрашиваемых ставок аренды в каждом ценовом кластере (показаны как коэффициенты на уравнениях линейных аппроксимирующих диаграммы рассеяния линейных трендов на Рис. 1), на наиболее вероятные значения удельных цен предложения на продажу (показаны как коэффициенты на уравнениях линейных аппроксимирующих диаграммы рассеяния линейных трендов на Рис. 2) определяем наиболее вероятные значения ставки капитализации.

Этот процесс показан в Табл. 1.

Таблица 1. Результаты определения ставок капитализации земельных участков производственно – складского назначения в рассматриваемой локации

Ценовой кластер	Удельная цена предложения на продажу, руб./кв.м., не включая НДС	Запрашиваемая «чистая» ставка аренды, руб./кв.м., не включая НДС, эксплуатационные расходы и коммунальные платежи	
		Ценовой кластер	
		нижний	верхний
нижний	3 542	0,14	0,36
верхний	8 630	0,06	0,15
Интервал ставки капитализации, отн. ед. в год		0,14 ... 0,15	

Как видно из Табл. 1,

- при сопоставлении значений ставок и цен, характерных для верхнего и нижнего и нижнего ценовых кластеров, получаются примерно одинаковые значения ставки капитализации незастроенных земельных участков – 0,14 – 0,15 отн. ед. в год, что почти в 1,5 раза выше безрисковой ставки капитализации;
- при сопоставлении значений ставок и цен, характерных для верхнего и нижнего и верхнего ценовых кластеров, получаются значения, не имеющие инвестиционного смысла (очень высокое, скорее ликвидационное, и очень низкое, с отрицательной премией за риск, инвестиционно бессмысленное), не удовлетворяющие требованиям к барьерным ставкам капитализации¹⁰.

В итоге можно заключить, что наиболее вероятные ставки капитализации незастроенных земельных участков производственно – складского назначения в рассматриваемой локации составляют 0,14 ... 0,15 отн. ед. в год, что обеспечивает значительную премию за риск вложений в рассматриваемые активы.

Далее рассмотрим, каковы ставки капитализации единых производственно – складские объектов недвижимости в той же локации.

Единые производственно – складские объекты недвижимости

На Рис. 3 и 4 показаны диаграммы рассеяния запрашиваемых годовых «чистых» арендных плат и цен предложения на продажу единых объектов недвижимости

¹⁰ Слуцкий А.А. (2020), Определение ставки капитализации для использования в методе прямой капитализации – Цит. соч.

производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям помещений.

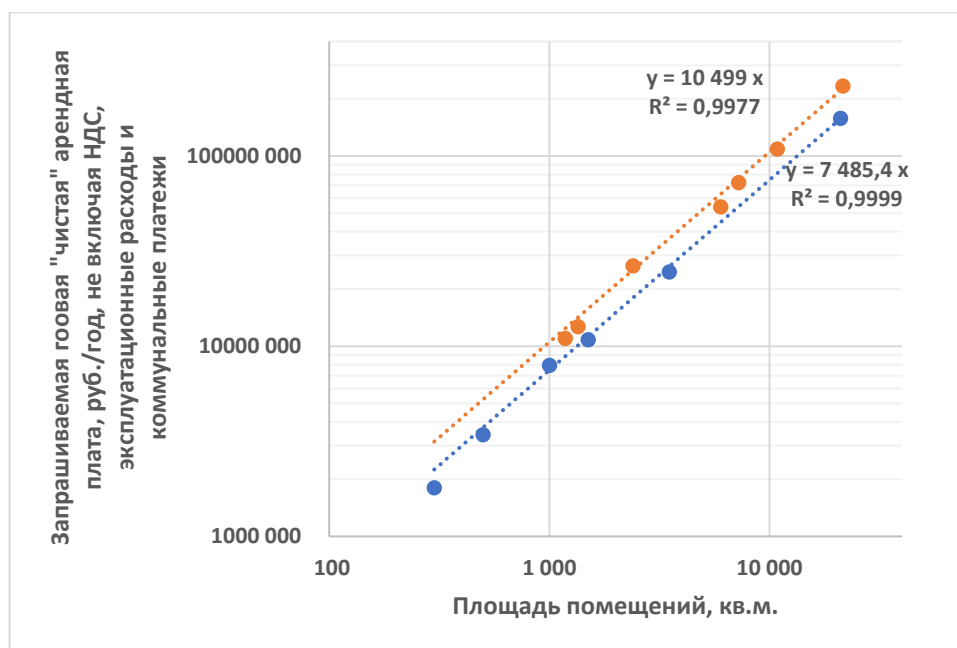


Рисунок 3. Диаграмма рассеяния запрашиваемых годовых «чистых» арендных плат единых объектов недвижимости производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям помещений.

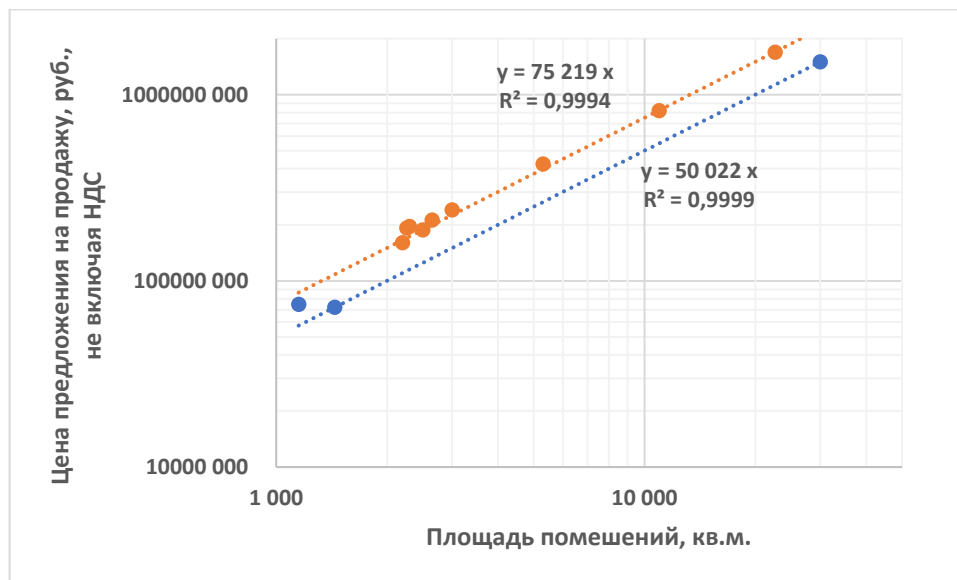


Рисунок 4. Диаграмма рассеяния цен предложения на продажу единых объектов недвижимости производственно – складского назначения в пос. Горки Ленинские и его окрестностях по площадям помещений.

Как видно из графиков, для единых объектов недвижимости наблюдается та же самая картина, что и для незастроенных земельных участков, т.е. в обоих случаях на рынке в обоих случаях наблюдается по два ценовых кластера. Как и ранее,

различия в ценовых кластерах имеют рациональные объяснения, на которых мы здесь не останавливаемся.

В Табл. 2 показаны результаты определения ставки капитализации для единых объектов недвижимости производственно – складского назначения в рассматриваемой локации.

Таблица 1. Результаты определения ставок капитализации единых объектов недвижимости производственно – складского назначения в рассматриваемой локации.

Ценовой кластер	Удельная цена предложения на продажу, руб./кв.м., не включая НДС	Запрашиваемая «чистая» ставка аренды, руб./кв.м., не включая НДС, эксплуатационные расходы и коммунальные платежи	
		Ценовой кластер	
		нижний	верхний
		7 485	10 499
нижний	50 022	0,15	0,21
верхний	75 219	0,10	0,14
Интервал ставки капитализации, отн. ед. в год		0,14 ... 0,15	

Как следует из Табл. 2, с использованием аргументации, представленной выше, получаем, что ставка капитализации единых объектов недвижимости производственно – складского назначения в рассматриваемой локации составляет те же самые 0,14 ... 0,15 отн. ед. в год, что и для незастроенных земельных участков того же назначения в той же локации.

Заключение

Выше показано, что для определения ставки капитализации незастроенных земельных участков полностью применим метод рыночной экстракции в виде метода пары групп.

Применение метода полностью исключает возможные спекуляции на «безрисковом» характере инвестиций в земельные участки.

Не менее, а скорее, более важным для практики оценки результатом является то, что ставка капитализации незастроенных земельных участков и застроенных земельных участков (единых объектов недвижимости) одинаковы. Это позволяет использовать ставки капитализации застроенных земельных участков (единых объектов недвижимости) для оценки рыночной стоимости незастроенных земельных участков методом капитализации земельной ренты и для определения рыночной арендной платы на основании рыночной стоимости земельного участка, определённой сравнительным подходом в тех распространённых случаях, когда данные о ставках аренды незастроенных земельных участков отсутствуют.

Это же существенно упрощает формулу метода остатка (1), приводя её к тривиальному виду

$$P_{Cзу} = \frac{ЧО_{Деон}}{С_{Кеон}} - P_{Cокс} = P_{Cеон} - P_{Cокс}, \quad (2)$$

Дополнительно в заключение отметим, что приблизительное равенство ставок капитализации незастроенных и застроенных земельных участков (единиц объектов недвижимости) получено нами при оценках в гор. Калуга, Курской обл., гор. Люберцы Московской области, то есть такой результат получается всегда, когда есть достаточный для обстоятельного анализа объём данных. Соответственно, можно обоснованно предполагать, что равенство ставок капитализации незастроенных и застроенных земельных участков (единиц объектов недвижимости) носит всеобщий характер. При этом рыночные данные, опровергающие такое заключение нам не известны.