

ПРИБЫЛЬ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЙ СТИМУЛ

*СЛУЦКИЙ А.А., к.т.н.,
Заместитель председателя Комитета
по научным и методологическим вопросам
в оценочной деятельности Союза СОО
(Национальное объединение)*

Введение

В соответствии с методологией оценки затратным подходом необходимо различать два понятия, связанных с предпринимателем, осуществившим, осуществляющим или готовящимся осуществить проект строительства здания (сооружения) ¹:

1. прибыль предпринимателя как факт, наблюдаемый на рынке для завершённых строительных проектов;
2. предпринимательский стимул, как величину прибыли, которую предприниматель рассчитывает (ожидает) получить на выходе, после полного завершения строительного проекта и которая достаточна для того, чтобы побудить его начать реализацию этого проекта.

В то же самое время, в российской методологии оценки разница между этими двумя понятиями стёрта практически не осознаётся. Такое положение дел обусловлено функционированием оценки в условиях многолетнего роста рынка, когда величины фактической предпринимательской прибыли были больше величин предпринимательского стимула, в силу чего понятие предпринимательского стимула фактически не имело никакого практического смысла.

Однако, по мере снижения величин предпринимательской прибыли до минимальных положительных и даже отрицательных величин (условия внешнего обесценения) методологическая разница между прибылью предпринимателя и предпринимательским стимулом становится принципиальной, поскольку при решении разных задач оценки требуется использование строго либо прибыли предпринимателя, либо предпринимательского стимула.

Далее рассматривается разница между двумя указанными понятиями, сферы их применения и осуществляется оценка величины предпринимательского стимула для использования в оценке на территории Российской Федерации.

Особо уточним, что, говоря о предпринимательской прибыли и предпринимательском стимуле, мы говорим о таких объектах недвижимости, которые строятся (создаются) для их последующей продажи на рынке или сдачи в аренду (что, как правило, означает возможность продажи) что позволяет определить их рыночную стоимость сравнительным и/или доходным подходами.

В случае объектов недвижимости «специального назначения», создаваемых не для продажи на рынке, указанные термины не применимы в принципе, поскольку деятельность по их созданию является не предпринимательской, а подрядной ²,

¹ Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition, Chicago: Appraisal Institute

² Подрядная деятельность включает в себя сметную прибыль подрядчика, которая в соответствии с методологией затратного подхода является одним из видов косвенных издержек строительного проекта и включается в величину затрат намещения или воспроизводства. См. Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition – цит. соч.

осуществляемой не на риск предпринимателя, а в рамках гарантированной оплаты заказчиком.

Прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул

Для понимания разницы между предпринимательской прибылью и предпринимательским стимулом обратимся к первоисточнику. В частности ³:

«Для нового здания, которое является наиболее эффективным использованием участка, разница между рыночной стоимостью и общими затратами на строительство (т.е. суммой стоимости земли, а также прямых и косвенных затрат на строительство здания) представляет собой реализованную прибыль или убыток:

Рыночная стоимость – Общие затраты девелопмента = Прибыль (или Убыток)

В действительности, будет ли получена прибыль, зависит от того, насколько хорошо предприниматель проанализировал рыночный спрос на недвижимость, выбрал участок и построил улучшения».

Обратим внимание на то, что сам термин «прибыль предпринимателя» применим строго **к такому новому зданию, которое соответствует наиболее эффективному использованию земельного участка**. В иных случаях, т.е. когда здание не новое и/или не соответствует наиболее эффективному использованию земельного участка - этот термин не применим даже если альтернативное, но не наиболее эффективное использование является прибыльным само по себе.

Принципиально также, что предпринимательская прибыль ни коим образом не является заранее предопределённой ни по величине, ни даже по знаку, и в процессе реализации строительного проекта фактически может обратиться убытком.

Тем не менее, фактически в оценке используется не прибыль / убыток по конкретному проекту, а некоторая средняя, типичная прибыль «по виду деятельности», которая до неразличимости похожа на «среднюю прибыль капиталиста» в «Капитале» Карла Маркса, носящую систематический характер и отличную от «сверхприбыли», которая по Марксу не может носить систематический характер ⁴.

Убыток может быть обусловлен систематическими факторами, никак не связанными с конкретным строительным проектом, носящими внешний по отношению к проекту характер. В этих условиях получение предпринимательской прибыли невозможно в принципе, а реализация строительных проектов без специального внешнего стимулирования невозможна. Такая ситуация в оценке именуется «внешнее обесценение».

Каким-то образом аналитически определить величину предпринимательской прибыли или внешнего обесценения, как рыночный факт, невозможно. Её можно

³ Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition – цит. соч.

⁴ Напротив, то, что у Маркса именуется «сверхприбылью капиталиста», Нобелевский лауреат Израэл Кирцнер именуется «прибылью предпринимателя», а самим «предпринимателем» Кирцнер именуется того, кто способен такую сверхприбыль получать более или менее систематически.

- (1) либо определить методом рыночной экстракции на основании данных по завершённым строительством и продажам новым строительным проектам,
 - (2) либо узнать у участников рынка строительства соответствующих объектов в конкретном месте в процессе их опроса.
- С другой стороны ⁵,

*«Термин предпринимательский стимул относится к сумме, которую предприниматель **ожидает или хочет получить** в качестве компенсации за обеспечение координации, экспертные знания и принятие на себя рисков, связанных с девелопментом проекта».*

«Короче говоря, стимул ожидается, а прибыль получается. В большинстве случаев, если предприниматель не видит потенциала для получения прибыли (т.е. не видит стимула – прим. А.С.), новое здание не будет построено».

Таким образом, предпринимательский стимул – величина дохода (или в годовом выражении - доходности), которая побудит предпринимателя, обладающего достаточной полнотой информации о состоянии рынка, к реализации нового, начинаемого строительством проекта девелопмента вне зависимости от фактических значений прибыли предпринимателя или даже внешнего обесценения, наблюдаемых на рынке. Таким образом, **в отличие от прибыли предпринимателя, которая может быть своей противоположностью - убытком, предпринимательский стимул всегда положителен.** Это является правильным всегда и даже для случая, когда фактически на рынке имеет место экономическое обесценение.

В отличие от прибыли предпринимателя, в отношении предпринимательского стимула нельзя категорически утверждать, что он не может быть определён аналитическим путём. Напротив, нам представляется, что это принципиально возможно, а довольно многочисленные работы российских методологов (Е.С. Озеров, М.А. Зельдин, С.В. Грибовский, Ю.В. Козырь и др. ⁶), несмотря на то, что в них речь идёт о «прибыли предпринимателя», на самом деле направлены на расчёт величины предпринимательского стимула, поскольку, как было указано выше, ни о каком расчёте прибыли предпринимателя речи вестись принципиально не может. При этом все попытки получения предпринимательского стимула аналитическим путём упираются в необходимость обоснования ставки дисконтирования, т.е. фактически, вопрос о величине предпринимательского стимула превращается в вопрос о ставке дисконтирования, которую необходимо использовать при определении величины предпринимательского стимула.

При этом, как и в случае прибыли предпринимателя, предпринимательский стимул может быть определён

- (1) либо методом рыночной экстракции на основании исторической динамики реализации строительных проектов,

⁵ Appraisal Institute (2020), The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition – цит. соч.

⁶ Обобщение аналитических моделей см. Сиразетдинов Р.М., Белай О.С., Мухаметзянова Д.Д. (2018), Методические указания для практических занятий «Фактические аспекты девелопмента» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 08.03.01 «Строительство», Казань: Изд-во Казанск. гос. архитект.-строит. ун-та, <https://www.kgasu.ru/upload/iblock/02c/Fakticheskie-aspekty-developmenta.pdf>

(2) либо опросом участников рынка строительства соответствующих объектов в конкретном месте в процессе их опроса.

Однако, такие исследования в российской практике оценки нам не известны, а к результатам опросов оценщиков на эту или иные цели мы всерьёз не относимся в силу очевидно профанационного характера таких опросов.

Кроме того, обоснование величины предпринимательского стимула возможно на основании объективно наблюдаемой на рынке альтернативной доходности. В частности, такая возможность предусмотрена в одном из руководств Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) ⁷. Строго говоря, в этом документе используется термин «прибыль предпринимателя», однако, исходя из смысла рекомендуемых методов, более правильно было бы употреблять термин «предпринимательский стимул».

Соотношение прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула

Из сказанного выше можно сделать вывод, что две величины, о которых идёт речь, – прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул - могут

- 1) совпадать в случаях, когда размер фактической прибыли предпринимателя больше величины предпринимательского стимула и, соответственно, сам по себе достаточен для побуждения предпринимателей для реализации новых строительных проектов,
- 2) различаться, причём значительно, когда размеры фактической прибыли предпринимателя меньше величины предпринимательского стимула (или вообще отрицательны) и, соответственно, недостаточны для побуждения предпринимателей для реализации строительных проектов или на рынке имеет место внешнее обесценение.

При этом разница между этими величинами наиболее ярко проявляется при сравнении методологии оценки рыночной стоимости зданий (сооружений) затратным подходом (собственно затратный подход к оценке), а также оценки рыночной стоимости зданий затратным подходом в методе выделения при оценке земельных участков с одной стороны, и оценке рыночной стоимости земельных участков методами остатка и предполагаемого использования с другой стороны. Эта разница продемонстрирована для трёх возможных вариантов соотношения прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула, которые показаны в Табл. 1 ниже.

Таблица 1. Три возможных варианта соотношения прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула

		Оценка рыночной стоимости зданий затратным подходом (собственно затратный подход)	Оценка рыночной стоимости земельных участков методами остатка и предполагаемого использования
--	--	--	--

⁷ RICS (2014), Valuation of development land, 1st edition, RICS Professional Guidance, Hong Kong HKGN 1, Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) May 2014., <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/valuation-of-development-land-hong-kong-first-edition/>

		и метод выделения оценки земельных участков)	
1	прибыль предпринимателя равна или выше величины предпринимательского стимула	В оценке используются фактические значения прибыли предпринимателя	
2	прибыль предпринимателя имеет место, но ниже величины предпринимательского стимула	В оценке используются фактические значения прибыли предпринимателя или внешнего обесценения	Вне зависимости от фактических значений прибыли предпринимателя или внешнего обесценения в оценке используются значения предпринимательского стимула
3	прибыль предпринимателя отсутствует как таковая и имеется внешнее обесценение		

В частности, в проектах, только что завершённых строительством на рынке, предпринимательская прибыль может иметь место, но её величина может быть недостаточной для того, чтобы побудить предпринимателя начать новый проект, т.е. прибыль предпринимателя ниже величины требуемого предпринимательского стимула. Аналогичное очевидно справедливо и для случая внешнего износа на рынке.

При этом

1. при оценке рыночной стоимости зданий затратным подходом (включая метод выделения оценки земельных участков) величина предпринимательского стимула не играет вообще никакой роли, поскольку в оценке всегда используются фактические значения прибыли предпринимателя или внешнего обесценения;
2. в оценке рыночной стоимости земельных участков методом остатка или методом предполагаемого использования прибыль предпринимателя используется только в том случае, если она равна или выше величины предпринимательского стимула, в иных случаях в оценке используется именно предпринимательский стимул.

Далее, на основании рыночного исследования фактических значений прибыли предпринимателя и внешнего обесценения по регионам России на рынке строительства жилых многоквартирных домов массового спроса и общих представлениях об альтернативных инвестициях сформулируем эмпирическое правило о минимальной величине предпринимательского стимула, достаточного для побуждения предпринимателей к реализации новых строительных проектов.

Фактические значения прибыли предпринимателя и внешнего обесценения по регионам России на рынке строительства жилых многоквартирных домов массового спроса

Величины фактических значений прибыли предпринимателя и внешнего обесценения по регионам России на рынке строительства жилых домов с квартирами массового спроса были определены нами ранее в ⁸.

⁸ Слуцкий А.А. (2023), Исследование прибыли предпринимателя и внешнего обесценения на рынке строительства массового жилья на территории Российской Федерации, Теория, методология и практика оценки, 09.06.2023, <https://tmo.su/sluckij-a-a-issledovanie-pribyli-predprinimatelja-i-vneshnego-obesceneniya-na-rynke-stroitelstva-massovogo-zhilya-na-territorii-rossijskoj-federacii/>

По итогам этого исследования все регионы России были разделены по величине прибыли предпринимателя / внешнего обесценения на 4 группы. Описание групп приведено в Табл. 2 ниже.

Таблица 2. Группы регионов по величине прибыли предпринимателя / внешнего обесценения

Группы регионов	Размер прибыли предпринимателя за срок строительства 2,75 года ⁹	Максимальная прибыль предпринимателя / Минимальное внешнее обесценение при сроке строительства 2,75 года, отн. ед. в год	Минимальная прибыль предпринимателя / Максимальное внешнее обесценение при сроке строительства 2,75 года, отн. ед. в год
Группа 1	Прибыль предпринимателя за срок строительства 2,75 года составляет более двух безрисковых ставок	0,51 Республика Татарстан (г. Казань)	0,18 Хабаровский край (г. Хабаровск)
Группа 2	Прибыль предпринимателя за срок строительства 2,75 года составляет более одной, но менее двух безрисковых ставок	0,17 Воронежская область	0,09 Пермский край (г. Пермь)
Группа 3	Прибыль предпринимателя за срок строительства 2,75 года составляет условную величину - менее безрисковой ставки - Условно прибыльные	0,07 Алтайский край	0,00 Республика Алтай
Группа 4	Внешнее обесценение	- 0,00 Ростовская область (г. Ростов-на-Дону)	- 0,12 Ненецкий автономный округ

За естественный классификационный признак была принята ставка безрисковой доходности, за которую очевидным образом принималась бескупонная доходность государственных облигаций со сроком погашения, сопоставимым с рассматриваемым сроком реализации строительного проекта – 2,0 – 3,0 года. При этом значения бескупонной доходности государственных облигаций со сроком погашения 3 года в конце мая – начале июня 2023 года составляли около 9,00% годовых ¹⁰.

Очевидно, что более очевидным классификационным признаком может являться величина предпринимательского стимула, что даст очевидное указание на то, какое из двух указанных величин – прибыль предпринимателя или предпринимательский стимул – следует использовать при оценке методом остатка или предполагаемого использования.

Однако, данные, представленные в Табл. 1, убедительно свидетельствуют о необходимости внимательного отношения к различиям в терминах «прибыль

⁹ Типичный срок реализации проекта строительства жилья площадью 5 000 – 10 000 кв.м.

¹⁰ Банк России (2023), Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых), https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/

предпринимателя» и «предпринимательский стимул» в процессе применения конкретных методов оценки во избежание некорректного применения методов и искажения значений рыночной стоимости.

Минимальное значение предпринимательского стимула для реализации строительных проектов

Далее встаёт вопрос о том, какие величины предпринимательского стимула следует использовать в оценке методами остатка и предполагаемого использования в случаях, когда

- фактические значения прибыли предпринимателя ниже величины предпринимательского стимула;
- на рынке имеет место внешнее обесценение.

При этом, очевидно, что речь должна вестись не о «типичной», а о некоторой минимальной величине прогнозируемой доходности, которая уже побудит предпринимателя начинать новый строительный проект.

Как было указано выше, для решения этой задачи можно использовать ряд методов:

1. рыночная экстракция на основании исторической динамики строительной активности в данном месте – определение той доходности строительных проектов, при которых строительная активность прекращается или, наоборот, возобновляется;
2. опрос девелоперов, осуществляющих деятельность в данное время на данной территории;
3. получение аналитических выражений для предпринимательского стимула;
4. исследование доходностей альтернативных вложений капитала.

Поскольку первые три варианта либо фактически не реализуемы в текущих условиях российской оценки (первые два), либо имеют определённые ограничения (третий), далее мы сосредотачиваемся на последнем варианте решения проблемы. Насколько нам известно, таких попыток до последнего времени не предпринималось.

Мы используем три вида альтернативных доходностей, сопоставляемых на интервальном уровне:

1. средневзвешенные затраты на капитал (WACC) девелоперов;
2. доходность долговых инструменты организованного рынка ценных бумаг;
3. ставки капитализации коммерческой недвижимости.

В завершение амплитуды интервалов для каждой из трёх рассмотренных доходностей согласуются между собой для получения итогового интервала величин предпринимательского стимула при реализации строительных проектов.

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) девелоперов

На целесообразность рассмотрения средневзвешенных затрат на капитал (WACC) девелоперов при определении величины предпринимательского стимула указывается в ¹¹. Хотя буквально в этом источнике речь идёт о «прибыли предпринимателя», но определяется она как «минимальная прибыль, требуемая инвесторами», т.е. именно как предпринимательский стимул.

¹¹ RICS (2014), Valuation of development land, 1st edition – цит. соч.

Фактические значения средневзвешенных затрат на капитал (WACC) российских девелоперов массового жилья по итогам 2022 года приведены в ¹². В адаптированном автором данной статьи виде данные о WACC приведены в Табл. 3.

Таблица 3. Фактические значения средневзвешенных затрат на капитал (WACC) российских девелоперов массового жилья по итогам 2022 года.

Компании – девелоперы массового жилья	Собственный капитал		Заёмный капитал		Фактические WACC, % годовых, в рублях
	% годовых, в рублях	доля, отн. ед.	% годовых, в рублях	доля, отн. ед.	
ПИК	21	0,43	9	0,57	14
ГК Самолёт	28	0,30	12	0,70	17
Группа ЛСР	39	0,20	11	0,80	17
ETALON GROUP	40	0,15	12	0,85	16
Интервал	21 ... 40	0,15 ... 0,43	9 ... 12	0,57 ... 0,85	14 ... 17
Среднее	32	0,27	11	0,73	16

Как видно из Табл. 3, интервал фактических WACC составляет 14,0 – 17,0% годовых.

Отметим, что фактическая структура капитала девелоперов близка к «классической» - 30% собственных средств и 70% заёмных, а затраты на заёмный капитал – 11,0% годовых в среднем – существенно выше, чем определяемая Банком России средняя ставка по корпоративному кредитованию – 7,7% годовых, и, тем более для проектного финансирования строительства жилья – 4,7% годовых при уровне покрытия 81% ¹³.

Доходность долговых инструменты организованного рынка ценных бумаг

Обзор фактических доходностей долговых инструментов фондового рынка на середину 2022 года проведён в ¹⁴. Данные 2023 года (см., например, ¹⁵) примерно совпадают с данными 2022 года.

При этом безрисковая ставка доходности – доходность ОФЗ со сроком до погашения 2 – 3 года за этот период возросла незначительно – на 2 – 5% - см. Табл.4.

Таблица 4. Безрисковая ставка доходности в 2022 – 2023 годах

	Срок до погашения
--	-------------------

¹² ИБ «Синара» (2023), Актуализация оценки: девелоперы – ставка на лидеров эконом класса, Инвестиционный банк «Синара», 24.01.2023, https://rusbonds.ru/rb-docs/analytics/Sinara_Other_2023-01-242.pdf

¹³ Банк России (2023), О проектном финансировании строительства жилья в I квартале 2023 года, Май 2023, https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43994/pf_2023_Q1.pdf

¹⁴ igotosochi (2022), Облигации: можно ли на них заработать в 2 раза больше, чем на вкладах?, smart-lab.ru, 13.07.2022, <https://smart-lab.ru/blog/819683.php>

¹⁵ CScalp (2023), Подборка облигаций на Московской бирже 2023, CScalp, 07.04.2023, https://fsr-develop.ru/blog_cscalp/tpost/4bgm7a8bz1-podborka-obligatsii-na-moskovskoi-birzhe и др.

		2 года	3 года
Доходность	ОФЗ, % годовых, на	8,27%	8,53%
13.07.2022			
Доходность	ОФЗ, % годовых, на	8,45%	8,93%
22.06.2023			
Соотношение, отн. ед.		1,02	1,05

В адаптированном автором данной статьи виде данные о доходностях долговых инструментов организованного рынка ценных бумаг приведены в Табл. 5.

Таблица 5. Доходность долговых инструменты организованного рынка ценных бумаг на середину 2022 года

	Доналоговая доходность, % годовых, интервал	Комментарии
ОФЗ – безрисковая ставка – на 13.07.2022	8,27% — 8,53%	срок до погашения 2,0 – 3,0 года
Муниципальные облигации	8,9% — 10,5%	Самарская обл., Карелия, Москва и др. в основном на 3 - 10 лет
Корпоративные облигации первого эшелона	8,9% — 11,1%	МТС, Сбербанк, Газпром, Роснефть на 3 — 5 лет
Корпоративные облигации второго эшелона	10% — 20%	АФК Система, ГК Самолет (девелопер массового жилья), Европлан
Корпоративные облигации третьего эшелона	11% — 25%	Техно Лизинг, Легенда, АО им. Шевченко

Очевидно, что по величине риска инвестиций девелопмент недвижимости более рисковый, чем инвестиции в муниципальные облигации и облигации эмитентов первого эшелона, по величине риска его следует сопоставлять с инвестициями в облигации второго – третьего эшелона - так называемые высокодоходные облигации – ВДО.

Как видно из Табл. 4, интервал доходностей ВДО существенно шире интервала WACC девелоперов и составляет 10,0 – 25,0% годовых.

Ставки капитализации коммерческой недвижимости

Ещё одним альтернативным вариантом инвестирования денежных средств девелопера являются инвестиции в недвижимость, непосредственно предназначенную не для продажи, как, например, квартиры, а для сдачи в аренду. Использование ставок капитализации коммерческой недвижимости в качестве минимального ориентира для определения величины предпринимательского стимула при реализации строительных проектов непосредственно следует из рекомендаций, изложенных в ¹⁶, где для этой цели рекомендуется рассмотреть «первоначальную доходность от затрат».

¹⁶ RICS (2014), Valuation of development land, 1st edition, RICS Professional Guidance, Hong Kong HKGN 1, Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) May 2014., <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/valuation-of-development-land-hong-kong-first-edition/>

Первоначальная доходность от затрат - чистая доходность от аренды - первоначальная полная годовая арендная плата по завершении сдачи в аренду, выраженная в процентах от общих затрат девелопмента.

Соответственно, условие для величины предпринимательского стимула можно записать как

$$ПС \geq ПДЗ = \frac{ЧОД}{РСзу + Затр}, \quad (1)$$

где

ПС – предпринимательский стимул;

ПДЗ – первоначальная доходность затрат;

ЧОД – чистый операционный доход;

РСзу – рыночная стоимость земельного участка;

Затр – затраты замещения здания;

В свою очередь, первоначальная доходность от затрат очевидно больше ставки капитализации, поскольку в знаменатель в формуле ставки капитализации больше знаменателя в формуле для ставки капитализации на величину предпринимательского стимула (или прибыли предпринимателя), т.е.

$$ПДЗ = \frac{ЧОД}{РСзу + Затр} > \frac{ЧОД}{РСзу + Затр + ПС} = СК, \quad (2)$$

где

СК – ставка капитализации.

Из сопоставления формул (1) и (2) очевидно, что

$$ПС > СК, \quad (3)$$

В Табл. 6 приводятся интервалы ставок капитализации коммерческой недвижимости инвестиционного качества, которые по данным автора данной статьи наблюдаются по регионам России (включая Москву, Санкт – Петербург и города миллионники) на конец 2 кв. 2023 года.

Таблица 6. Интервалы ставок капитализации коммерческой недвижимости инвестиционного качества по регионам России на конец 2 кв. 2023 года.

	Ставки капитализации, отн. ед. в год
Бизнес – центры	10% - 15%
Апартаменты, апарт - отели	10% - 16%
Торговые центры	11% - 17%
Производственно – складские комплексы	12% - 17%
Интервал	10% ... 17%

Обобщение полученных результатов

Обобщение результатов проведено в Табл. 7.

Таблица 7. Интервалы рассмотренных альтернативных доходностей на конец 2 кв. 2023 года.

	Ставки доходности, % годовых
1. Ставки капитализации в различных сегментах рынка коммерческой недвижимости	10% - 17%
2. Доходность облигаций второго – третьего эшелонов	10% - 18%
3. Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) девелоперов жилья эконом - класса	14% - 17%
Согласованный интервал предпринимательского стимула	14% - 17%
Оценка наиболее вероятного значения предпринимательского стимула	16% - 17%
Соотношение с безрисковой ставкой – доходностью ОФЗ со сроком до погашения 2,0 – 3,0 года, отн. ед.	1,80 – 1,90

В ходе анализа доходностей облигаций второго – третьего эшелона была учтена рекомендация автора ¹⁷ - при вложениях в долговые инструменты второго – третьего эшелона, «вообще не стоит гнаться за доходностью выше 18%». Соответственно, доходность облигаций второго – третьего эшелона, учитываемая в анализе была ограничена сверху величиной в 18% годовых. Сопоставление интервалов рассмотренных альтернативных доходностей показано на Рис. 1.

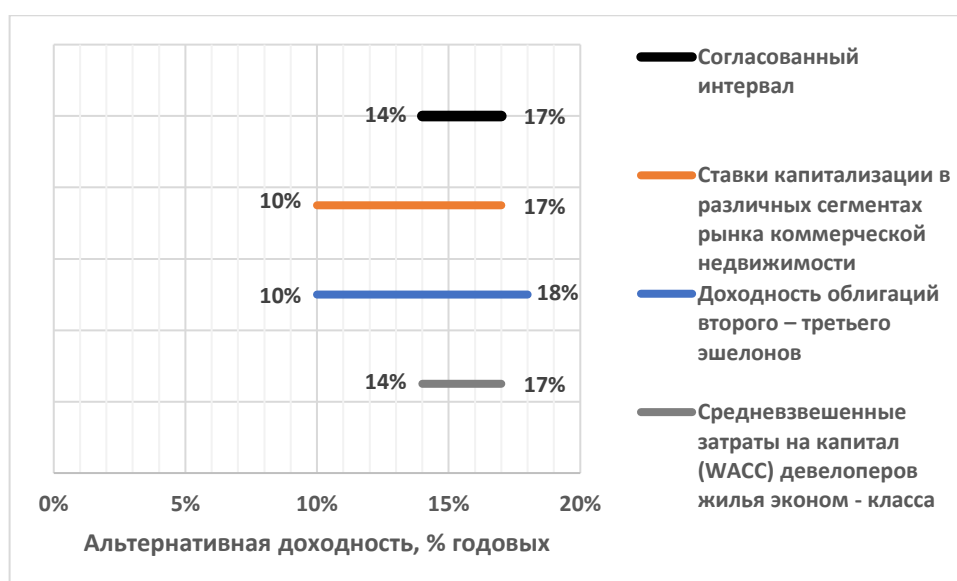


Рисунок 1. Сопоставление интервалов рассмотренных альтернативных доходностей

Как видно из Рис. 1,

- интервалы ставок капитализации коммерческой недвижимости и доходностей облигаций второго – третьего эшелона с разумно ограниченным риском примерно совпадают и являются достаточно широкими;

¹⁷ igotosochi (2022), Облигации: можно ли на них заработать в 2 раза больше, чем на вкладах? – цит. соч.

- интервал средневзвешенных затрат на капитал девелоперов жилья эконом класса заметно уже и близок к максимумам интервалов ставок капитализации и доходностей облигаций, т.е. фактически поглощается ими.

На основании этого согласованный интервал альтернативных доходностей – интервал, являющийся пересечением всех трёх рассмотренных интервалов альтернативных доходностей - определяется нами как интервал средневзвешенных затрат на капитал девелоперов жилья эконом класса – 14% - 17% годовых.

Этот интервал можно принимать за интервал значений предпринимательского стимула при девелопменте недвижимости.

Однако, из Табл. 3 следует, что более вероятными являются значения предпринимательского стимула в 16% - 17% годовых – таковы затраты на капитал трёх из четырёх проанализированных девелоперов массового жилья.

В последней строке Табл. 7 проведено сопоставление полученной величины предпринимательского стимула с величиной безрисковой ставки доходности и получено, что величина предпринимательского стимула при реализации проектов девелопмента недвижимости в 1,80 – 1,90 раз выше величины безрисковой ставки. Этот результат можно использовать в качестве эмпирического правила, которое, тем не менее, подлежит проверке в будущем.

Величина прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула одинаковы не зависит от сегмента рынка недвижимости

Выше мы рассмотрели прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул применительно к сегменту строительства жилых многоквартирных домов массового спроса.

Однако, основываясь на экономическом законе усреднения нормы прибыли Смита – Рикардо – Маркса можно утверждать, что в данной локации (субъекте России) норма предпринимательского стимула при строительстве объектов самого разного назначения в отсутствии сильных экзогенных шоков будет одинакова (подробнее см. ¹⁸). Здесь нужно обратить внимание на то, что предприниматель в оценке недвижимости – это не лицо, специализирующееся на реализации строительных проектов только в некотором определённом сегменте. Это если и справедливо вообще, то применимо к роли подрядчика в оценке, а роль предпринимателя заключается в наиболее выгодном размещении своего собственного и заёмного капитала в наиболее выгодном сегменте рынка, для чего он привлекает специализированных подрядчиков.

Поэтому данные, приведённые в ¹⁹ для регионов, в которых при строительстве многоквартирного жилья массового спроса прибыль предпринимателя выше предпринимательского стимула, могут быть использованы при оценке затратным подходом и методами остатка и предполагаемого использования объектов любого иного назначения – элитного многоквартирного жилья и апартаментов, складов и т.д.

В иных случаях, при оценке методами остатка и предполагаемого использования следует использовать те же соображения о величине предпринимательского

¹⁸ Слуцкий А.А. (2023), Заметки о прибыли предпринимателя в затратном подходе. Экономический закон усреднения нормы прибыли, Теория, методология и практика оценки. 12.02.2023, <http://tmpo.su/sluckij-a-a-pribyl-predprinimatelya-ekonomicheskij-zakon-usredneniya-normy-pribyli/>

¹⁹ Слуцкий А.А. (2023), Исследование прибыли предпринимателя и внешнего обесценения на рынке строительства массового жилья на территории Российской Федерации – цит. соч.

стимула, которые приведены выше. При этом величина предпринимательского стимула является одинаковой не только для разных сегментов рынка недвижимости, но также является единой для всей территории России, как характеристика (параметр) макроуровня (как и безрисковая ставка доходности, доходность долгового рынка и пр.).

Тем не менее, ещё раз обратим внимание на то, что и затратный подход и методы остатка и предполагаемого использования дают величины рыночной стоимости зданий, сооружений и земли только при условии их соответствия наиболее эффективному использованию.

В частности, в настоящее время попытки применения методов остатка и предполагаемого использования будут обречены на провал при попытке их применения для оценки земельного участка в предположении его использование под строительство торгового центра в несоответствующей локации исключительно потому, что такое использование в настоящее время не может являться наиболее эффективным.

Заключение

Корректное применение методологии оценки недвижимости требует чёткого понимания основополагающих терминов – прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула - и разницы между ними.

В данной статье даны необходимые разъяснения, позволяющие избежать ошибок при применении этих терминов и их конкретных величин.

Кроме того, в статье дано обоснование величины предпринимательского стимула, которую необходимо использовать в оценке рыночной стоимости земельных участков методами остатка и предполагаемого использования.

Показано, что величину предпринимательского стимула можно определить с использованием средневзвешенных затрат на капитал крупных девелоперских компаний. На дату написания данной статьи эта величина в 1,80 – 1,90 раза больше безрисковой ставки доходности, что можно использовать в качестве эмпирического правила.