

СТАВКА КАПИТАЛИЗАЦИИ ДЛЯ ЗЕМЕЛЬ СЕЛЬСКОХОЗУГОДИЙ В РОССИИ

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

Текущая ситуация такова, что в настоящее время ставка капитализации для земель сельскохозяйственных (далее - сельхоз. земля) в России представляет собой абсолютно непонятную величину, о чём свидетельствует краткий обзор опубликованных данных.

- В ¹ рассматривается «срок капитализации рентного дохода», равный 33 годам, что эквивалентно ставке капитализации сельхоз. земли в 3,33% годовых.
- В ² предлагается, не отвлекаясь на исследования рынка «... при определении стоимости сельхоз. земли целесообразно использовать срок капитализации, равный 50 годам. В этом случае коэффициент капитализации будет составлять 0,02 (1/50)», т.е. 2,00% годовых.
- В ³ при оценке сельхоз. земли в Республике Марий Эл без обоснований принимается ставка капитализации в интервале 15 - 20% годовых.
- Согласно данным ⁴, полученным «рыночной экстракцией» ⁵, ставки капитализации сельхоз. земли в Российской Федерации снижаются от 2,50 - 3,50% годовых при сроке аренды 1 год до 0,25 - 1,00% годовых при сроке аренды 50 лет, причём получено, что чем более рискованным является земледелие в регионе, тем меньше ставка капитализации. Эти результаты представляются полностью парадоксальными и противоречащими общим принципам инвестирования.
- В ⁶ при оценке сельхоз. земли в Рязанской области использована ставка капитализации в 17% годовых, которая в противоречие требованиям законодательства об оценке была получена методом кумулятивного построения без каких бы то ни было обоснований рыночными данными.

Таким образом, имеющиеся в распоряжении данные позволяют определить интервал разнообразных данных о величине ставки капитализации, минимум и максимум в котором различается примерно в сто раз, а именно – от 0,2% годовых до 20% годовых, что и является обоснование утверждения, сделанного в самом начале данной статьи.

¹ Быкова Н.Н. (2005), Экономическая оценка пахотных земель, Аграрный вестник Урала, №5(29), <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskaya-otsenka-pahotnyh-zemel>

² Чегодаев В.В. (2007), Обоснование коэффициента капитализации земли, РНЖ «Экономика и управление», №4, <https://cyberleninka.ru/article/n/obosnovanie-koeffitsienta-kapitalizatsii-zemli>

³ Гамова Э.М., Ложкина И.Д. (2010), Особенности применения доходного подхода к оценке земель сельскохозяйственного назначения, Имущественные отношения в РФ, №12(111), <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-primeneniya-dohodnogo-podhoda-k-otsenke-zemel-selskohozyaystvennogo-naznacheniya>

⁴ Смирнов А.Г. (2014), Ставки капитализации земельных участков сельскохозяйственного назначения в Российской Федерации, ООО «Оценка и консалтинг» (г. Набережные Челны), 30.12.2014 г., https://consalt.ucoz.com/stavki_kapitalizacii_selkhozemel.pdf

⁵ Неясность методологии, использованной в работе, не позволяет использовать термин без кавычек

⁶ Минат В.Н. (2018), Оценка сельскохозяйственных земель доходным подходом, Мичуринский агрономический вестник, №1, <https://mich-agrovestnik.ru/files/2023/02/146-152.pdf>

Более системный подход применён в ⁷, где указано, что ставку капитализации при оценке земель, занятых пашней следует определять методом рыночной экстракции или по средней ставке кредита юридическому лицу банков из топ-10.

Соглашаясь, в принципе, с таким подходом, нельзя не отметить, что если второй из предложенных методов является вполне объективным, то относительно рыночной экстракции этого в общем сказать нельзя, подтверждением чего являются парадоксальные результаты, полученные в одной из цитированных работ.

Соответственно, требуется установление более жёстких правил определения ставки капитализации сельхоз. земель. При этом желательно попытаться установить априорное соотношение фактически наблюдаемых ставок капитализации и ставок денежно - кредитного рынка – безрисковой и кредитной.

Поскольку для российского рынка такие данные недоступны, анализировались данные рынка США.

В частности, анализировались исследования аналитиков Federal Reserve Bank of Kansas City по Десятому федеральному резервному округу США (в исследованиях фигурируют метрополии Чикаго, Даллас, Канзас Сити, Миннеаполис, Сент – Луис) ⁸, ⁹, в которых приводятся ретроспективные (2008 – 2019 г.г.) данные по

1. ставкам капитализации неорошаемых сельхоз земель, определяемые «классически», как отношение усреднённых ставок аренды к удельным ценам продаж земли;
2. годовые доходности по 10-ти летним казначейским обязательствам – безрисковые ставки;
3. годовые ставки процента по сельскохозяйственным кредитам (оборотные, на покупку сельхоз. активов и смешанные).

Эти данные приведены в Табл. 1 ниже вместе со специально рассчитанными относительными спредами ставки капитализации к безрисковой и кредитной ставкам. Необходимо особо отметить, что климатически регионы, к которым относятся приведённые данные, нельзя отнести к регионам рискованного земледелия. Скорее, эти данные относятся к типичным сельскохозяйственным регионам с богатой историей и высокой культурой земледелия.

Таблица 1. Годовые доходности трёх типов активов и спреды ставки капитализации для сельхоз. земли

	Доходность, % годовых			Относительный спред доходности	
	10-ти летние гос. облигации	Неорошаемая сельхоз. земля	Сельхоз. кредит	Неорошаемая сельхоз. земля / 10-ти летние гос. облигации	Неорошаемая сельхоз. земля / Сельхоз. кредит
2008	3,7%	5,2%	7,0%	1,41	0,74
2009	3,3%	5,4%	6,8%	1,64	0,79
2010	3,6%	5,2%	6,5%	1,44	0,80

⁷ Горшенина Г., Медведева О. (2017), Стоимостная оценка земель, занятых пашней, для целей залога с применением доходного подхода, Банковское обозрение, №2 (20)/II пол., http://оценщики-рт.рф/wp-content/uploads/2018/01/Оценка_пашни_доходным_подходом_Статья_БО.pdf

⁸ Cowley C., Kauffman N. (2019), The Outlook for Farmland Values amid Higher Interest Rates, kcFED Economic Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, 10.04.2019, <https://www.kansascityfed.org/documents/421/2019-eb19cowleykauffman0410.pdf>

⁹ Cowley C., Kreitman T. (2023), Growth in Farmland Values Slows Amid Higher Interest Rates, Federal Reserve Bank of Kansas City, 09.03.2023, <https://www.kansascityfed.org/agriculture/agfinance-updates/growth-in-farmland-values-slows-amid-higher-interest-rates/>

2011	3,5%	5,0%	6,3%	1,43	0,79
2012	2,2%	4,8%	6,2%	2,18	0,77
2013	2,3%	4,5%	5,8%	1,96	0,78
2014	3,0%	3,8%	5,5%	1,27	0,69
2015	2,5%	3,7%	5,5%	1,48	0,67
2016	2,0%	3,4%	5,5%	1,70	0,62
2017	2,5%	3,5%	5,7%	1,40	0,61
2018	2,6%	3,5%	5,8%	1,35	0,60
2019	3,0%	3,3%	6,5%	1,10	0,51
<i>Минимум</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>1,10</i>	<i>0,51</i>
Среднее	2,9%	4,3%	6,1%	1,53	0,70
Медиана	4,2%	2,8%	6,0%	1,44	0,72
<i>Максимум</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>2,18</i>	<i>0,80</i>

Представленные в Табл. 1 данные визуализированы на Рис. 1 и 2.

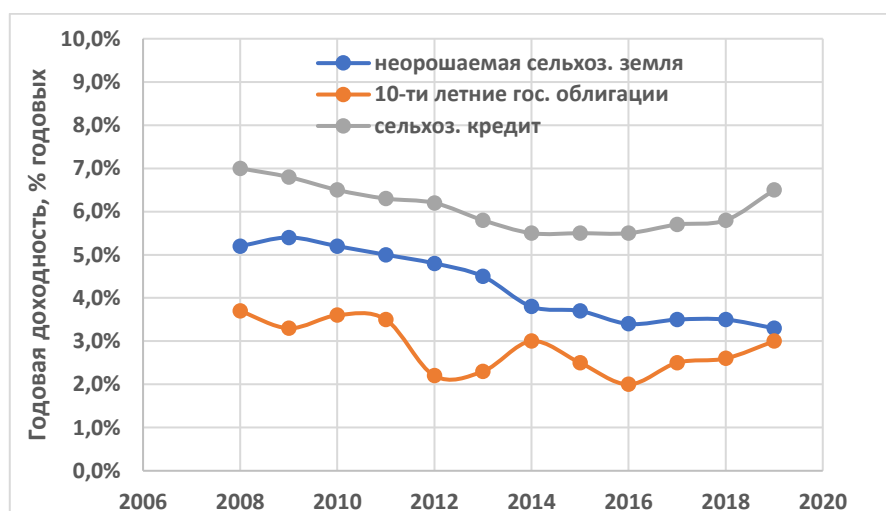


Рисунок 1. Ретроспективная динамика доходностей трёх типов активов

Как видно, из Рис. 1, ставка капитализации сельхоз. земли всегда находится внутри интервала от безрисковой ставки доходности до кредитной ставки, что, в принципе, не противоречит рекомендациям ¹⁰, но более точно «отсекает» возможные манипуляции с методом рыночной экстракции – в полном соответствии с общими фундаментальными принципами инвестирования ставка капитализации рискованного актива не может быть меньше суммы безрисковой ставки и некоторой минимальной премии за риск.

Существенно, что данные исследования ¹¹, приведённые для Индианы также свидетельствуют о том, что в тот же период времени ставки капитализации сельхоз. земли были заметно и стабильно выше безрисковой ставки. Таким образом, данный факт можно считать объективным.

¹⁰ Горшенина Г., Медведева О. (2017), Стоимостная оценка земель, занятых пашней ... - цит. соч.

¹¹ Gloy B., Widmar D. (2022), Cap Rates and Cash Rent: Farmland Values Soar Higher, Agricultural Economic Insights, 21.02.2022, <https://aei.ag/2022/02/21/farmland-values-2022-capitalization-rates/>

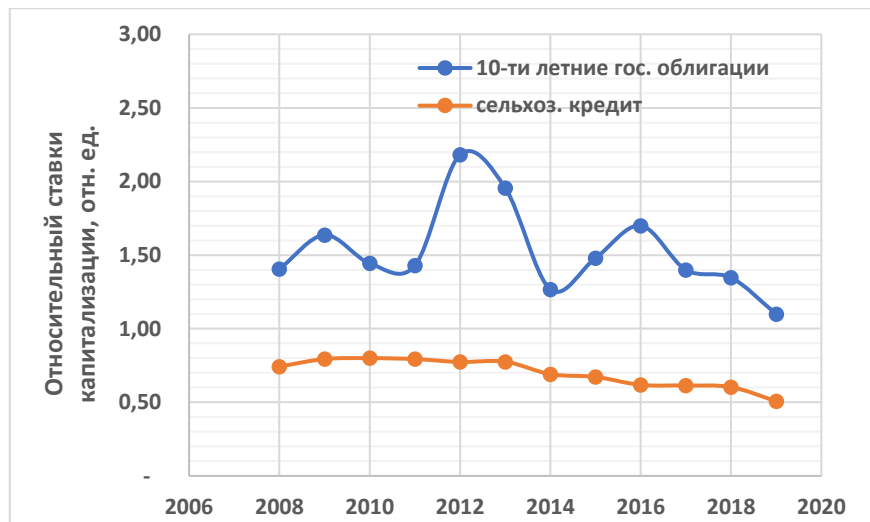


Рисунок 2. Ретроспективная динамика спредов к безрисковой ставке

При этом, как следует из Табл. 1 и Рис. 2 в среднем за рассмотренный период ставка капитализации сельхоз. земли

- примерно в 1,5 раза выше безрисковой ставки;
- примерно на 30% (в 0,7 раза) ниже ставки кредитования.

Отметим, что нормальная ситуация для рынка коммерческой недвижимости США во всех его сегментах - ставки капитализации выше ставки кредитования. В моменты, когда вследствие ценовых пузырей ставка капитализации становится меньше, чем ставка кредитования, происходит обвал рынка и ценовая коррекция – снижение цен, сопровождающиеся волной дефолтов.

В отношении ставки капитализации сельхоз. земли же можно сказать, что в отличие от рынка коммерческой недвижимости, такого бизнеса, как покупка земли с использованием кредитного рычага для сдачи её в аренду не существует. Сельхоз. земля покупается для непосредственно сельскохозяйственного использования, а гашение кредитов, полученных на покупку сельхоз земли, происходит не из арендной платы, а из доходов от производства сельхоз. продукции. Тем не менее, даже в этом случае связь ставок кредитования и ставок капитализации сельхоз. земли налицо.

На Рис. 3 показано сопоставление ставки капитализации сельхоз. земли и середины интервала между безрисковой и кредитной ставками.

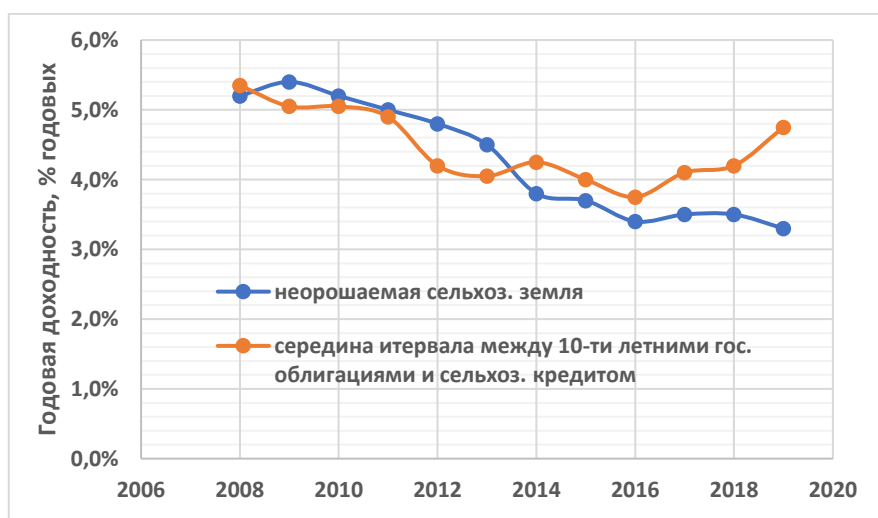


Рисунок 3. Сопоставление ставки капитализации сельхоз. земли и середины интервала между безрисковой и кредитной ставками.

Как видно из Рис. 3,

- при тенденции к снижению безрисковой и кредитной ставок ставка капитализации для сельхоз. земли немного больше середины интервала между безрисковой ставкой и ставкой кредитования, т.е. находится в верхней половине интервала;
- при изменении тенденции безрисковой и кредитной ставок со снижения на рост ставка капитализации сельхоз. земли становится более близкой к безрисковой ставке, но всё равно больше неё, что сохраняет премию за риск на некотором небольшом уровне ¹².

Далее, применим полученные результаты к реалиям Российской Федерации.

На дату написания данной статьи

- бескупонная доходность 10-ти летних ОФЗ составляла 11,37% годовых,
- ставку кредитования можно было оценить в 15% годовых (собственные данные автора на основании анализа предложений кредитования сделок с недвижимостью крупнейших банков).

Соответственно, с учётом того, что на дату написания данной статьи имеет место тенденция роста ставок, на дату написания данной статьи ставку капитализации для сельхоз. земли в России можно оценить в 12,5 – 13,0% годовых.

Это значение

- находится примерно на уровне ставок капитализации промышленно – складской (и торговой) недвижимости, в частности, в Московском регионе;
- представляется вполне разумным и не противоречащим общим представлениям об инвестировании.

Отметим, что полученные значения ставки капитализации применимы в регионах России, которые не относятся к категории районов рискованного земледелия. Ставки капитализации в регионах высокорискованного земледелия – север Европейской части России, территория Сибири и Дальнего Востока - должны быть выше – на уровне кредитной ставки и, возможно, более неё.

Кроме того отметим, что применённый здесь подход к определению ставки капитализации сельхоз. земли никоим образом не отрицает необходимость использования метода рыночной экстракции. Он по-прежнему является предпочтительным методом при выполнении двух условий

1. для его применения имеется достаточный объём данных;
2. получаемые результаты не противоречат базовым принципам инвестирования, т.е. обязательному наличию премии за риск инвестирования.

В противном случае результатам рыночной экстракции доверять нельзя.

¹² При этом аналитики Federal Reserve Bank of Kansas City предостерегают вероятное изменение динамики ставки капитализации сельхоз. земли – в силу прогнозируемого начала снижения цен на землю ставки капитализации земли начнут расти. В силу этого вероятно возвращение ставки капитализации к середине интервала кредитной и безрисковой ставок и выше него.