

ПРИБЫЛЬ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЙ СТИМУЛ

Ключевые слова: затратный подход к оценке, методология оценки, прибыль предпринимателя, предпринимательский стимул, проект строительства, рынок недвижимости

Аннотация

Впервые в методологии российской оценки рассмотрена разница между понятиями предпринимательского стимула и прибыли предпринимателя. Показано, что эти понятия имеют разное применение в процессе оценки, хотя фактически и могут совпадать по величине. Проведены оценки стимула предпринимателя при реализации проектов строительства недвижимости в Российской Федерации тремя независимыми методами с последующим согласованием полученных результатов. Итоговое значение предпринимательского стимула составляет немного меньше двух безрисковых ставок доходности.

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 прибыль, 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 время в российской методологии оценки разница между этими двумя понятиями стерта и практически не осознаётся. Такое положение дел обусловлено функционированием оценки в условиях многолетнего роста рынка, когда значение фактической предпринимательской прибыли было больше значения предпринимательского стимула, в силу чего понятие предпринимательского стимула фактически не имело никакого практического смысла.

Однако по мере снижения предпринимательской прибыли до минимальных положительных и даже отрицательных значений (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.

В статье рассмотрены разница между двумя указанными понятиями, сферы их применения и осуществляется оценка величины предпринимательского стимула для использования в оценочной деятельности 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 (как правило, это подразумевает возможность продажи), что позволяет определить их рыночную стоимость сравнительным и/или доходным подходом.

Для объектов недвижимости «специального назначения», создаваемых не для продажи на

рынке, указанные термины неприменимы в принципе, поскольку деятельность по их созданию является не предпринимательской, а подрядной¹, осуществляемой не на риск предпринимателя, а в рамках гарантированной оплаты заказчиком.

Прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул: в чем различие?

Для понимания разницы между предпринимательской прибылью и предпринимательским стимулом обратимся к первоисточнику. С одной стороны [1]:

«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 то, 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 неприменим, даже если альтернативное, но не наиболее эффективное использование является прибыльным само по себе.

Принципиально также, что предпринимательская прибыль никоим образом не является заранее предопределенной ни по абсолютной 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»

¹ 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 замещения или воспроизводства [1].

в «Капитале» Карла Маркса, имеющую систематический характер и отличную от «сверхприбыли», которая по Марксу не может обладать систематическим характером².

Убыток может быть обусловлен систематическими факторами, никак не связанными с конкретным строительным проектом, имеющими 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 получить значение предпринимательской прибыли или внешнего обесценения как рыночный факт, невозможно. Его можно:

1) либо определить методом рыночной экстракции на основании данных по завершенным 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 [1]:

«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. — А.С.), новое здание не будет построено».

Таким образом, предпринимательский стимул — размер дохода (или в годовом выражении — доходности), который побудит предпринимателя, обладающего достаточно полной информацией о состоянии рынка, к реализации нового, начинаемого строительством проекта 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 всегда верно даже для случая, когда на рынке фактически имеет место экономическое обесценение.

² Напротив, то, что у Маркса именуется «сверхприбылью капиталиста», нобелевский лауреат Израэл Кирцнер называет «прибылью предпринимателя», а самим «предпринимателем» Кирцнер именуется того, кто способен такую сверхприбыль получать более или менее систематически.

В отличие от прибыли предпринимателя, в отношении предпринимательского стимула нельзя категорически утверждать, что он не может быть определен аналитическим путем. 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.³), несмотря на то что в них речь идет о «прибыли предпринимателя», на самом деле направлены на расчет предпринимательского стимула, поскольку, как было указано выше, ни о каком расчете прибыли предпринимателя речи вестись принципиально не может. При этом все попытки получения предпринимательского стимула аналитическим путем упираются в необходимость обоснования ставки дисконтирования, т. е. фактически вопрос о значении предпринимательского стимула превращается в вопрос о ставке дисконтирования, которую необходимо использовать при определении предпринимательского стимула. При этом, как и в случае прибыли предпринимателя, предпринимательский стимул может быть определен:

1) либо методом рыночной экстракции на основании исторической динамики реализации строительных проектов;

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

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

Кроме того, обоснование значения предпринимательского стимула возможно на основании объективно наблюдаемой на рынке альтернативной доходности. В частности, такая возможность предусмотрена в одном из руководств RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) [3]. Строго говоря, в этом документе используется термин «прибыль предпринимателя», однако исходя из смысла рекомендуемых методов более корректно было бы употреблять термин «предпринимательский стимул».

СООТНОШЕНИЕ ПРИБЫЛИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОГО СТИМУЛА

Из сказанного выше можно сделать вывод, что две величины, о которых идет речь (прибыль предпринимателя и предпринимательский стимул), могут:

1) совпадать в случаях, когда значение фактической прибыли предпринимателя больше значения предпринимательского стимула и, соответственно, само по себе достаточно для побуждения предпринимателей для реализации новых строительных проектов;

2) различаться, причем сильно, когда значение фактической прибыли предпринимателя меньше значения предпринимательского стимула (или прибыль вообще отрицательна) и, соответственно, недостаточна для побуждения предпринимателей к реализации строительных проектов либо на рынке имеет место внешнее обесценение.

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. Эта разница продемонстрирована для трех возможных вариантов соотношения прибыли предпринимателя и предпринимательского стимула, которые показаны в табл. 1.

В частности, в проектах, только что завершенных строительством на рынке, предпринимательская прибыль может иметь место, но ее размер может быть недостаточным для того, чтобы побудить предпринимателя начать новый проект, т. е. прибыль предпринимателя ниже 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) значение 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 ее значение равно или больше значения 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 минимальном значении предпринимательского стимула, доста-

³ Обобщение аналитических моделей см. в методических указаниях [2].

точном для побуждения предпринимателей к реализации новых строительных проектов.

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

Условия сочетаний	Оценка рыночной стоимости зданий затратным подходом (собственно затратный подход и метод выделения оценки земельных участков)	Оценка рыночной стоимости земельных участков методами остатка и предполагаемого использования
Прибыль предпринимателя равна или выше предпринимательского стимула	В оценке используются фактические значения прибыли предпринимателя	
Прибыль предпринимателя имеет место, но ниже 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
Прибыль предпринимателя отсутствует как таковая и имеется внешнее обесценение		
Метод, при котором сначала определяют стоимость единого объекта недвижимости, состоящего из земельного участка и здания, затем затратным подходом находят рыночную стоимость здания, которую вычитают из стоимости единого объекта недвижимости.		

ФАКТИЧЕСКИЕ ЗНАЧЕНИЯ ПРИБЫЛИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ И ВНЕШНЕГО ОБЕСЦЕНЕНИЯ ПО РЕГИОНАМ РОССИИ НА РЫНКЕ СТРОИТЕЛЬСТВА ЖИЛЫХ МНОГОКВАРТИРНЫХ ДОМОВ МАССОВОГО СПРОСА

Фактические значения прибыли предпринимателя и внешнего обесценения по регионам России на рынке строительства жилых домов с квартирами массового спроса были определены нами ранее в [4]. По итогам этого исследования все регионы России были разделены по значе-

нию прибыли предпринимателя / внешнего обесценения на четыре группы (табл. 2).

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, равным 2–3 года. При этом значения бескупонной доходности государственных облигаций со сроком погашения 3 года в конце мая — начале июня 2023 г. составляли около 9,00 % годовых [5].

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

Группа регионов	Размер прибыли предпринимателя за срок строительства 2,75 года	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
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)
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)
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
4	Внешнее обесценение	-0,00 Ростовская область (г. Ростов-на-Дону)	-0,12 Ненецкий автономный округ
Типичный срок реализации проекта строительства жилья площадью 5 000...10 000 м ² .			

Очевидно, что более очевидным классификационным признаком может являться значение предпринимательского стимула, что даст очевидное указание на то, какое из двух указанных значений — 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 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 встает вопрос о том, какие значения предпринимательского стимула следует исполь-

зовать в оценке методами остатка и предполагаемого использования в случаях, когда:

– фактические значения прибыли предпринимателя ниже значения 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 нереализуемы в текущих условиях российской оценки (первые два), либо имеют определенные ограничения (третий), далее мы сосредоточимся на последнем варианте решения проблемы. Насколько нам известно, таких попыток до последнего времени не предпринималось.

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 трех рассмотренных доходностей согласуют между собой для получения итогового интервала значений предпринимательского стимула при реализации строительных проектов.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ ЗАТРАТЫ НА КАПИТАЛ (WACC) ДЕВЕЛОПЕРОВ

На целесообразность рассмотрения средневзвешенных затрат на капитал (WACC) девелоперов при определении значения предпринимательского стимула указано в [3]. Хотя буквально в этом источнике речь идет о «прибыли предпринимателя», но определяется она как «минимальная прибыль, требуемая инвесторами», т. е. именно как предпринимательский стимул.

Фактические значения средневзвешенных затрат на капитал (WACC) российских девелоперов массового жилья по итогам 2022 г. представлены в [6]. В адаптированном автором данной статьи виде данные о WACC сведены в табл. 3.

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 % заемных, а затраты на заемный 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 % [7].

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

Компании – девелоперы массового жилья	Собственный капитал		Заемный 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 «Самолет»	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
<i>Интервал</i>	21...40	0,15...0,43	9...12	0,57...0,85	14...17
<i>Среднее</i>	32	0,27	11	0,73	16

ДОХОДНОСТЬ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Обзор фактических доходностей долговых инструментов фондового рынка на середину 2022 г. проведен в [8]. Данные 2023 г. (см., например, [9]) примерно совпадают с данными

2022 г. 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.

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

Таблица 4. Безрисковая ставка доходности в 2022–2023 гг.

Вид финансового инструмента	Срок до погашения	
	2 года	3 года
Доходность ОФЗ, % годовых, на 13.07.2022	8,27	8,53
Доходность ОФЗ, % годовых, на 22.06.2023	8,45	8,93
Соотношение, отн. ед.	1,02	1,05

Таблица 5. Доходность долговых инструментов организованного рынка ценных бумаг на середину 2022 г.

Вид финансового инструмента	Доналоговая доходность, % годовых, интервал	Комментарии
ОФЗ — безрисковая ставка — на 13.07.2022	8,27...8,53	Срок до погашения 2–3 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	ТехноЛизинг, Легенда, АО им. Шевченко

Очевидно, что по значению риска инвестиций девелопмент недвижимости более рискован, чем инвестиции в муниципальные облигации и облигации эмитентов первого эшелона, по значению 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

Еще 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 предпринимательского стимула при реализации строительных проектов непосредственно следует из рекомендаций, изложенных в [3], где для этой цели рекомендуется рассмотреть «первоначальную доходность от затрат».

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 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 знаменателе 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

$$ПС > СК.$$

В табл. 6 приведены 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 II кв. 2023 г.

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

Объект недвижимости	Ставки капитализации, %/год
Бизнес-центры	10...15
Апартаменты, апарт-отели	10...16
Торговые центры	11...17
Производственно-складские комплексы	12...17
<i>Интервал</i>	10...17

ОБОБЩЕНИЕ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Обобщение результатов проведено в табл. 7.

В ходе анализа доходностей облигаций второго–третьего эшелона была учтена рекомендация автора [7] — при вложениях в долговые инструменты второго–третьего эшелонов, «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 рисунке. Здесь видно следующее:

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

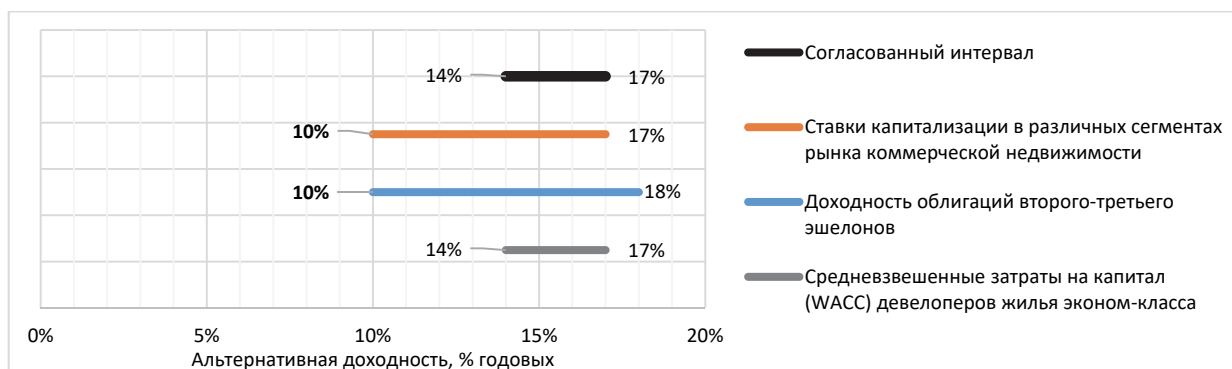
- интервал средневзвешенных затрат на капитал девелоперов жилья эконом-класса заметно уже и близок к максимумам интервалов ставок капитализации и доходностей облигаций, т. е. фактически поглощается ими.

На основании этого согласованный интервал альтернативных доходностей — интервал, являющийся пересечением всех трех 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 трех из четырех проанализированных девелоперов массового жилья.

В последней строке табл. 7 проведено сопоставление полученного значения предпринимательского стимула со значением безрисковой ставки доходности и получено, что значение предпринимательского стимула при реализации проектов девелопмента недвижимости в 1,8–1,9 раз больше значения безрисковой ставки. Этот результат можно применять в качестве эмпирического правила, которое, тем не менее, подлежит проверке в будущем.

Таблица 7. Интервалы рассмотренных альтернативных доходностей на конец II кв. 2023 г.

Параметр	Ставки доходности, % годовых
Ставки капитализации в различных сегментах рынка коммерческой недвижимости	10...17
Доходность облигаций второго–третьего эшелонов	10...18
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 2–3 года, отн. ед.	1,8...1,9



Сопоставление интервалов рассмотренных альтернативных доходностей

ЗНАЧЕНИЕ ПРИБЫЛИ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОГО СТИМУЛА ОДИНАКОВО 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. [10]). Здесь нужно обратить внимание на то, что предприниматель в оценке недвижимости — это не лицо, специализирующееся на реализации строительных проектов только в некотором определенном сегменте. Это если и справедливо вообще, то применимо к роли подрядчика в оценке, а роль предпринимателя заключается в наиболее выгодном размещении своего собственного и заемного капитала в наиболее выгодном сегменте рынка, для чего он привлекает специализированных подрядчиков. Поэтому данные, приведенные в [4] 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 значении предпринимательского стимула, которые приведены выше. При этом значение предпринимательского стимула является одинаковым не только для разных сегментов рынка недви-

мости, но также едино для всей территории России, как характеристика (параметр) макроуровня (как и безрисковая ставка доходности, доходность долгового рынка и пр.).

Еще раз обратим внимание на то, что и затратный подход, и методы остатка и предполагаемого использования дают значения 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 использования 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 четкого 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 значений. Кроме того, в статье дано обоснование значения предпринимательского стимула, которое необходимо использовать в оценке рыночной стоимости земельных участков методами остатка и предполагаемого использования.

Показано, что значение предпринимательского стимула можно определить с использованием средневзвешенных затрат на капитал крупных девелоперских компаний. На дату написания данной статьи это значение в 1,8–1,9 раза больше безрисковой ставки доходности, что можно использовать в качестве эмпирического правила.

Литература

1. *Appraisal Institute*. The Appraisal of Real Estate. Fifteenth Edition, Chicago: Appraisal Institute, 2020.
2. *Сиразетдинов Р.М., Белай О.С., Мухаметзянова Д.Д.* 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, 2018. URL: <https://www.kgasu.ru/upload/iblock/02c/Fakticheskie-aspekty-developmenta.pdf> (дата обращения 07.06.2023).
3. *RICS*. Valuation of development land, 1st edition. RICS Professional Guidance. Hong Kong: Royal Institution of Chartered Surveyors, 2014. Available at: <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/valuation-of-development-land-hong-kong-first-edition/> (accessed June 7, 2023).
4. *Слуцкий А.А.* Исследование прибыли предпринимателя и внешнего обесценения на рынке строительства массового жилья на территории Российской Федерации. Теория, методология и практика оценки. 09.06.2023. URL:

<https://tppo.su/sluckij-a-a-issledovanie-pribyli-predprinimatelya-i-vneshnego-obesceneniya-na-rynke-stroitelstva-massovogo-zhilya-na-territorii-rossijskoj-federacii/> (дата обращения 12.06.2023).

5. *Банк России*. Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых). 2023. URL: https://cbr.ru/hd_base/zcys_params/ (дата обращения 07.06.2023).

6. *ИБ «Синара»*. Актуализация оценки: девелоперы — ставка на лидеров эконома класса, Инвестиционный банк «Синара», 24.01.2023. URL: https://rusbonds.ru/rb-docs/analytics/Sinara_Other_2023-01-242.pdf (дата обращения 07.06.2023).

7. *Банк России*. О проектном финансировании строительства жилья в I квартале 2023 года. Май 2023. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43994/pf_2023_Q1.pdf (дата обращения 07.06.2023).

8. *igotosochi*. Облигации: можно ли на них заработать в 2 раза больше, чем на вкладах?, smart-lab.ru. 13.07.2022. Available at: <https://smart-lab.ru/blog/819683.php> (дата обращения 07.06.2023).

9. *CScalp*. Подборка облигаций на Московской бирже. CScalp, 07.04.2023. Available at: https://fsr-develop.ru/blog_cscalp/tpost/4bgm7a8bz1-podboroka-obligatsii-na-moskovskoi-birzhe (дата обращения 07.06.2023).

10. *Слуцкий А.А.* Заметки о прибыли предпринимателя в затратном подходе. Экономический закон усреднения нормы прибыли. Теория, методология и практика оценки. 12.02.2023. URL: <http://tppo.su/sluckij-a-a-pribyl-predprinimatelya-ekonomicheskij-zakon-usredneniya-normy-pribyli/> (дата обращения 07.06.2023).

Слуцкий Александр Анатольевич, e-mail: a.sloutsky@gmail.com

Статья поступила в редакцию 10.07.2023