

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

*На правах рукописи*

Фещенко Алексей Александрович

# РАЗВИТИЕ СТОИМОСТНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ КОРПОРАТИВНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Стерник Сергей Геннадьевич,  
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2022

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 27 апреля 2022 г. в 15:30 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: [www.fa.ru](http://www.fa.ru)

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;  
заместитель председателя – Лукаевич И.Я., д.э.н., профессор;  
учёный секретарь – Лосева О.В., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Козырь Ю.В., д.э.н.;  
Косорукова И.В., д.э.н., профессор;  
Львова Н.А., д.э.н., доцент;  
Морозко Н.И., д.э.н., профессор;  
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;  
Федотова М.А., д.э.н., профессор;  
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;  
Чараева М.В., д.э.н., доцент;  
Якупова Н.М., д.э.н., профессор

Автореферат диссертации разослан 28 января 2022 г.

Учёный секретарь диссертационного совета  
Финансового университета Д 505.001.101

О.В. Лосева

## I Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Недвижимость для корпорации является одним из самых долгосрочных и дорогих ресурсов по «стоимости владения», то есть по доле затрат на содержание и управление. В случае с производственными корпорациями недвижимость является ещё и наиболее стратегически значимым внеоборотным активом на их балансе.

Поэтому в развитых странах и в России в последнее десятилетие в научной и экспертной литературе появилось понятие corporate real estate portfolio или CREP, в русскоязычном варианте - портфель корпоративной недвижимости (далее - ПКН), как совокупность объектов недвижимости, обеспечивающих основную или вспомогательную уставную деятельность корпорации, находящаяся под единой концепцией стоимостного управления.

Это понятие не совпадает с понятием «портфель инвестиционной недвижимости» и не относится к деятельности корпораций, осуществляющих профессиональное инвестирование в проекты на рынке недвижимости.

Территориально распределенный портфель объектов собственной операционной не инвестиционной недвижимости, используемой для уставной деятельности, создает поток внутренних расходов и доходов, образующих в структуре корпорации самостоятельный профит-центр, который может влиять на экономическую устойчивость крупных, территориально распределенных корпораций, в том числе в национальном масштабе (ПАО Сбербанк, ОАО «РЖД», АО «Почта России» и др.), что создает теоретическую и практическую потребность в развитии соответствующих методов стоимостного управления.

В российской практике портфельный подход к управлению корпоративной недвижимостью в формате самостоятельного профит-центра в структуре корпорации уже зарекомендовал себя как эффективное направление обеспечения устойчивого развития на примере ПАО Сбербанк и уже внедряется в деятельность других крупных корпораций и ряда профессиональных управляющих компаний. Вместе с тем, данный опыт еще не получил детального теоретического, методического и научно-практического обобщения и развития.

В связи с изложенным, актуальной научной задачей, решаемой в рамках исследования, является теоретическое обобщение системы понятий о ПКН, разработка «портфельных» методов его оценки и стоимостного управления, формулирование научно-практических рекомендаций по мониторингу и оптимизации финансово-экономических показателей ПКН как профит-центра в структуре корпорации.

**Степень разработанности темы исследования.** Различные теоретические и методологические аспекты стоимостной оценки и управления корпоративной недвижимостью имеют существенную степень проработанности в трудах и отечественных, и зарубежных ученых.

Важный вклад в развитие научных основ стоимостной оценки и управления корпоративной недвижимостью внесли такие исследователи, как Д. Брунен, К.Д. Ванделл, Т. Глатте, Р.А. Графф, Р. Кенли, З. Лин, А. Линдхольм, Б.Д. Макгрегор, К. Хейвуд, М. Хёсли, И. Чиван, П.М. Эйххольц, М. Янг и другие. Среди отечественных ученых вопросы стоимостной оценки и управления ПКН рассматривали в своих трудах В.Д. Асаул, Л.П. Белых, Н.В. Волович, П.Г. Грабовый, С.В. Грибовский, И.В. Косорукова, К.Ю. Кулаков, С.Н. Максимов, С.Г. Стерник, Е.Н. Тарасевич, М.А. Федотова, Ю.А. Цыпкин и другие исследователи, работы которых позволили сформировать общенаучную основу и определить ключевые подходы к раскрытию предмета исследования.

В указанных работах нашли отражение факторы и риски формирования ПКН, важные методические аспекты оценки ПКН и стоимостного управления ПКН. Однако теоретические основы и методы стоимостного управления ПКН как самостоятельным профит-центром в структуре корпорации в отечественной научной литературе не рассмотрены до настоящего времени.

В связи с изложенным, необходимость повышения эффективности стоимостного управления корпоративной недвижимостью в целях обеспечения устойчивого экономического развития корпорации обуславливает актуальность, научную и практическую значимость разработки системы понятий о ПКН, обоснования специальных критериев и методов оценки и стоимостного управления

ПКН как профит-центром, что определяет тему, цель и задачи настоящего исследования.

**Цель** исследования заключается в теоретическом обосновании, разработке методического инструментария и научно-практических рекомендаций по стоимостному управлению портфелем корпоративной недвижимости как профит-центром.

Для достижения цели поставлены **задачи**, определившие логику исследования и его структуру:

- уточнить классификацию портфелей недвижимости по экономическому содержанию с точки зрения принципов формирования их стоимости;
- определить особенности портфеля корпоративной недвижимости как объекта оценки и стоимостного управления;
- разработать методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости объектов портфеля корпоративной недвижимости при помощи инструмента вмененной аренды;
- предложить алгоритм корректировки финансовых планов подразделений и анализа их финансовых результатов в части использования материальных ресурсов при помощи вмененной аренды как расчетного инструмента стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости;
- сформулировать научно-практические рекомендации по стоимостному управлению ПКН как профит-центром в структуре корпорации на основании предложенной системы собственных финансово-экономических показателей.

**Объектом исследования** является стоимость портфеля корпоративной недвижимости.

**Предметом исследования** являются методы оценки и стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости.

**Область исследования.** Исследование выполнено в соответствии с пунктами 5.1. «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности», 3.28. «Финансовый менеджмент»

Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

**Методология и методы исследования.** Методология исследования базируется на методах системного анализа, общенаучных методах классификации, логическом и сравнительном анализе, синтезе, моделировании, обобщении. Широко использовался комплексный системный подход к исследованию механизмов формирования индивидуальной инвестиционной стоимости ПКН, а также доходов и расходов ПКН как профит-центра в структуре корпорации, с учетом зарубежной и отечественной практики.

При разработке расчетных методик применялись статистический анализ и эконометрическое моделирование, с учетом требований и научно-практических положений российских и международных стандартов оценки.

Для выполнения расчетов и визуализации результатов исследования использовались программные комплексы Microsoft Office.

**Информационной базой** исследования являются действующие законодательные и нормативные акты Российской Федерации, в том числе, в области оценочной деятельности и в сфере регулирования эксплуатации и стоимостного управления объектами корпоративной недвижимости, международные стандарты оценочной деятельности, данные Росстата и Банка России, научные труды и достижения отечественных и зарубежных ученых, а также корпоративные стандарты и управленческие продукты по тематике корпоративной недвижимости.

**Научная новизна** заключается в развитии теоретических положений, разработке методических и научно-практических рекомендаций по оценке и стоимостному управлению ПКН, учитывающих особенности ПКН как объекта оценки и профит-центра.

**Положения, выносимые на защиту:**

1) предложена классификация портфелей недвижимости по признаку экономического содержания, определяемого стратегическими целями владения и принципами формирования: портфель государственной или муниципальной недвижимости, инвестиционный портфель объектов и проектов на рынке

недвижимости, портфель недвижимости домашних хозяйств, портфель корпоративной недвижимости, что позволяет обоснованно развивать методическую базу оценки и стоимостного управления каждым из выделенных типов портфелей (С. 15-29);

2) расширена совокупность представлений о портфеле корпоративной недвижимости как объекте оценки и стоимостного управления на основании сформулированного принципа формирования портфеля с точки зрения соответствия стратегической цели корпорации: максимальное удовлетворение потребностей в объектах недвижимости для уставной деятельности корпорации с возможной минимизацией стоимости и рисков владения ими:

- ключевой фактор формирования и оценки стоимости объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости – степень удовлетворения потребностей корпорации в соответствии с ее стратегическими целями; по этому признаку объекты портфеля корпоративной недвижимости предлагается разделить на системные (операционные и вспомогательные) и внесистемные, а также объекты незавершенного строительства;

- вариант наилучшего и наиболее эффективного использования объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости определяется не рынком, а стратегией корпорации;

- вид стоимости, определяемый при оценке объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости или рассматриваемого для включения в него – инвестиционная;

- лимит «стоимости владения», то есть затрат на эксплуатацию при оценке объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости и стоимостном управлении им ограничивается нормативно определенной величиной вмененной аренды (С. 40-58);

3) разработаны методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости объектов портфеля корпоративной недвижимости на основании величины гипотетической вмененной арендной платы, накопленной за весь период владения (С. 59-74);

4) предложен алгоритм корректировки финансовых планов и оценки финансовой эффективности подразделений в части использования материальных ресурсов с помощью рассчитанной величины вмененной аренды в целях стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости в структуре корпорации (С. 87-104);

5) сформулированы научно-практические рекомендации по стоимостному управлению портфелем корпоративной недвижимости как самостоятельным профит-центром в структуре корпорации на основании впервые предложенной системы финансово-экономических показателей (С. 119-143).

**Теоретическая значимость работы** состоит в развитии системы понятий о портфеле корпоративной недвижимости, как объекте оценки и стоимостного управления, а также в разработке методического инструментария оценки и стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости как профит-центром.

Выводы исследования расширили теорию оценочной деятельности в части портфеля корпоративной недвижимости как особенного объекта оценки и обеспечили совершенствование управления финансами хозяйствующих субъектов в части оптимизации расходов и доходов, генерируемых портфелем корпоративной недвижимости как профит-центром.

**Практическая значимость работы** заключается в разработке научно-практических рекомендаций по стоимостному управлению портфелем корпоративной недвижимости как профит-центром: внутренней бизнес-единицей корпорации с собственными финансово-экономическими показателями эффективности.

Самостоятельное практическое значение имеют разработанные методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости объекта ПКН, расчету вмененной аренды и корректировке финансовых планов и финансовых результатов подразделений корпорации в части использования материальных ресурсов, методические рекомендации по организации стоимостного управления эксплуатацией ПКН и научно-практические рекомендации по стоимостному

управлению ПКН как профит-центром на основании впервые разработанной системы финансово-экономических показателей эффективности.

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Достоверность полученных результатов подтверждается тем, что все положения, выдвинутые в исследовании, не противоречат существующим концепциям и стандартам стоимостной оценки, не противоречат полученным ранее научным результатам по исследуемой проблематике. Результаты и выводы в рамках данной работы достигнуты на основе анализа значительного объема информационной базы исследования, имеют высокую степень аргументированности.

Основные результаты исследования опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научных конференциях: на XVII Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финуниверситет, 20-21 мая 2021 г.); на VIII Международной научно-практической конференции «Наука, образование, инновации: актуальные вопросы и современные аспекты» (г. Пенза, МЦНС «Наука и Просвещение», 05 июля 2021 г.); на XV Международной научно-практической конференции «Новые импульсы развития: вопросы научных исследований» (г. Саратов, НОО «Цифровая наука», 12 июля 2021 г.); на X Международной научно-практической конференции «Научные исследования и инновации» (г. Саратов, НОО «Цифровая наука», 27 июля 2021 г.); на III Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финуниверситет, 29 сентября 2021 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности Управления эффективности Департамента недвижимости и эксплуатации ПАО «Сбербанк», в частности применяется разработанная система финансово-экономических показателей эффективного управления портфелем корпоративной недвижимости как профит-центром в составе капитала корпорации. По материалам исследования внедрен анализ факторов и рисков, а также принципы стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости как

профит-центром в составе капитала Банка. Используется описанная в исследовании оценка уровня развития и соответствия текущим и прогнозируемым факторам и рискам существующей системы управления корпоративной недвижимостью как профит-центром. Выводы и основные положения используются в практической работе Управления эффективности Департамента недвижимости и эксплуатации ПАО Сбербанк и способствуют повышению эффективности управления портфелем недвижимости Банка.

Материалы исследования используются в практической деятельности ООО «Сбер Фонды Недвижимости». В материалах исследования подробно описан метод оценки по вмененной аренде. Так, при первичной оценке стоимости покупки с целью обеспечения необходимого рентового потока для пайщиков фондов этот метод является одним из наиболее достоверных, несмотря на необходимость вводить допущения при расчетах. Выводы и основные положения используются в практической работе ООО «Сбер Фонды Недвижимости» и способствуют повышению эффективности подбора недвижимости для покупки в розничные фонды и выстраивания бизнес-моделей при формировании персональных паевых инвестиционных фондов.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

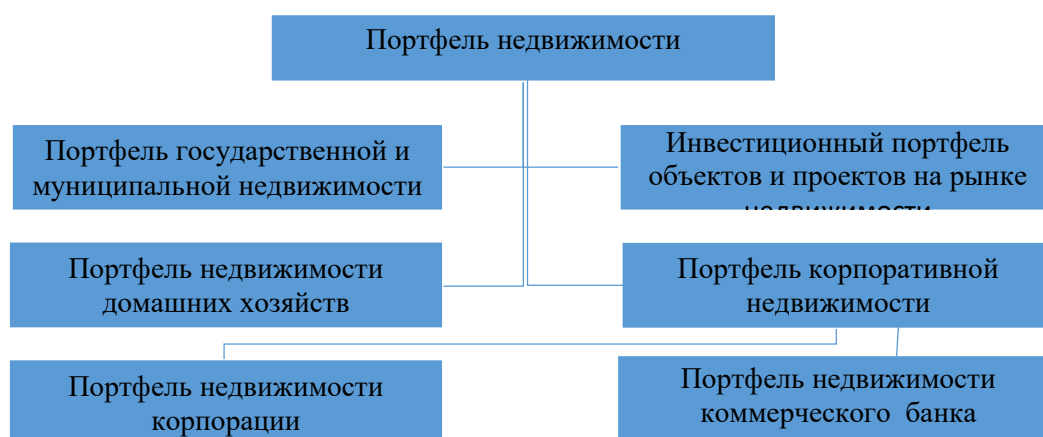
**Публикации.** Основные положения и результаты исследования отражены в 5 работах общим объемом 5,37 п.л. (авторский объем 4,49 п.л.), в том числе, 4 работы общим объемом 4,62 п.л. (авторский объем 3,74 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем диссертации** обусловлены целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 114 наименований, списка иллюстративного материала, 9 приложений. Текст работы изложен на 191 странице и содержит 28 таблиц и 17 рисунков.

## II Основное содержание работы

Цели и задачи исследования predeterminedелили рассмотрение следующего комплекса вопросов.

*Предложена классификация портфелей недвижимости по признаку экономического содержания (стратегических целей владения, принципов формирования): портфель государственной или муниципальной недвижимости, инвестиционный портфель объектов и проектов на рынке недвижимости, портфель недвижимости домашних хозяйств, портфель корпоративной недвижимости, что позволяет обоснованно развивать методическую базу оценки и стоимостного управления каждым из выделенных типов портфелей. Показано на рисунке 1.*



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 - Классификация портфелей недвижимости по экономическому содержанию

Определяющие стратегические цели и принципы формирования обозначенных видов портфелей недвижимости представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Стратегические цели и принципы формирования портфелей недвижимости различного экономического содержания

Вид портфеля недвижимости по экономическому содержанию	Стратегические цели и принципы формирования
1	2
Портфель государственной и муниципальной недвижимости	максимизация комплексной градостроительной и социальной полезности при возможной минимизации стоимости владения

Продолжение таблицы 1

1	2
Инвестиционный портфель объектов и проектов на рынке недвижимости	максимальная совокупная доходность при возможной минимизации рисков владения
Портфель недвижимости домашних хозяйств	максимальная потребительская полезность при возможной максимизации ликвидности
Портфель корпоративной недвижимости (ПКН)	максимальное удовлетворение потребностей в объектах недвижимости для уставной деятельности корпорации с возможной минимизацией стоимости и рисков владения ими

Источник: составлено автором.

Предложенная классификация позволила выделить ПКН как объект дальнейшего исследования.

*Расширена совокупность представлений о портфеле корпоративной недвижимости как объекте оценки и стоимостного управления на основании сформулированного принципа формирования портфеля с точки зрения соответствия стратегической цели корпорации: максимальное удовлетворение потребностей в объектах недвижимости для уставной деятельности корпорации с возможной минимизацией стоимости и рисков владения ими:*

- ключевой фактор формирования и оценки стоимости объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости – степень удовлетворения потребностей корпорации в соответствии с ее стратегическими целями; по этому признаку объекты портфеля корпоративной недвижимости предлагается разделить на системные (операционные и вспомогательные) и внесистемные, а также объекты незавершенного строительства;

- вариант наилучшего и наиболее эффективного использования объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости определяется не рынком, а стратегией корпорации;

- при оценке объекта, действующего в составе портфеля корпоративной недвижимости или рассматриваемого для включения в него, определяемый вид стоимости – инвестиционная;

- лимит «стоимости владения» - затрат на эксплуатацию - при оценке объекта в составе портфеля корпоративной недвижимости и стоимостном управлении им ограничивается нормативно определенной величиной вмененной аренды.

Международными стандартами оценки (МСО-2020) признана дифференциация недвижимости корпорации на операционную и инвестиционную, что дает основания применять ее в целях оценки стоимости ПКН. При этом необходимо одновременно учитывать предлагаемую рядом авторов более сложную дифференциацию объектов ПКН на профильные и непрофильные.

Объекты ПКН, не используемые в основной и вспомогательной деятельности, могут приносить дополнительный доход обычными рыночными способами.

Это не касается государственных корпораций, которым, в соответствии с Методическими указаниями Федерального агентства по управлению государственным имуществом предписано отчуждать подобные активы тем или иным способом. При этом к «единице управленческого учета» (далее – Е2У), соответствующей понятию «Единица, Генерирующая Денежный Поток» согласно МСФО, методические указания относят как отдельный актив, так и минимальный комплекс активов, способный (в том числе потенциально) самостоятельно генерировать поступление денежных средств.

К профильным Е2У может быть отнесен объект недвижимости, если он «расположен на территории, принадлежащей корпорации и используемой для осуществления основного вида деятельности либо для единственно возможного проезда/прохода к территории, используемой корпорацией для осуществления основного вида деятельности».

Кроме того, к профильным может быть отнесен объект вспомогательной недвижимости, который «относится к социально значимым объектам (поликлиника, общежитие, столовая и др.), выручка которых формируется более чем на 50 % за счет предоставления услуг работникам корпорации».

Основываясь на приведенном анализе, предлагается более сложная дифференциация объектов ПКН по указанному признаку:

- системная недвижимость, в эту группу входят и операционные и вспомогательные объекты недвижимости. Все объекты недвижимости, входящие в состав ПКН, задействованные в производстве прямо или косвенно, для обеспечения бизнес-процессов, объединяются в этом понятии;

- операционная недвижимость включает в себя объекты недвижимости, которые в комплексе обеспечивают оказание услуг, производство товаров, выполнение работ. Операционная профильная недвижимость включает в себя административные и производственные площади, а также объекты инженерного обеспечения, которые в свою очередь включают в себя типичные объекты: благоустройство территорий, инженерные коммуникации, а также объекты, специфичные для конкретного производства, например, промышленные бассейны;

- вспомогательная недвижимость – это группа объектов недвижимости, осуществляющих жилую и социально-культурную функцию. Социально-культурные объекты равным образом делятся на неспособные генерировать доход вне ПКН, и на способные вне ПКН приносить стабильный доход, то есть обладающие коммерческим потенциалом;

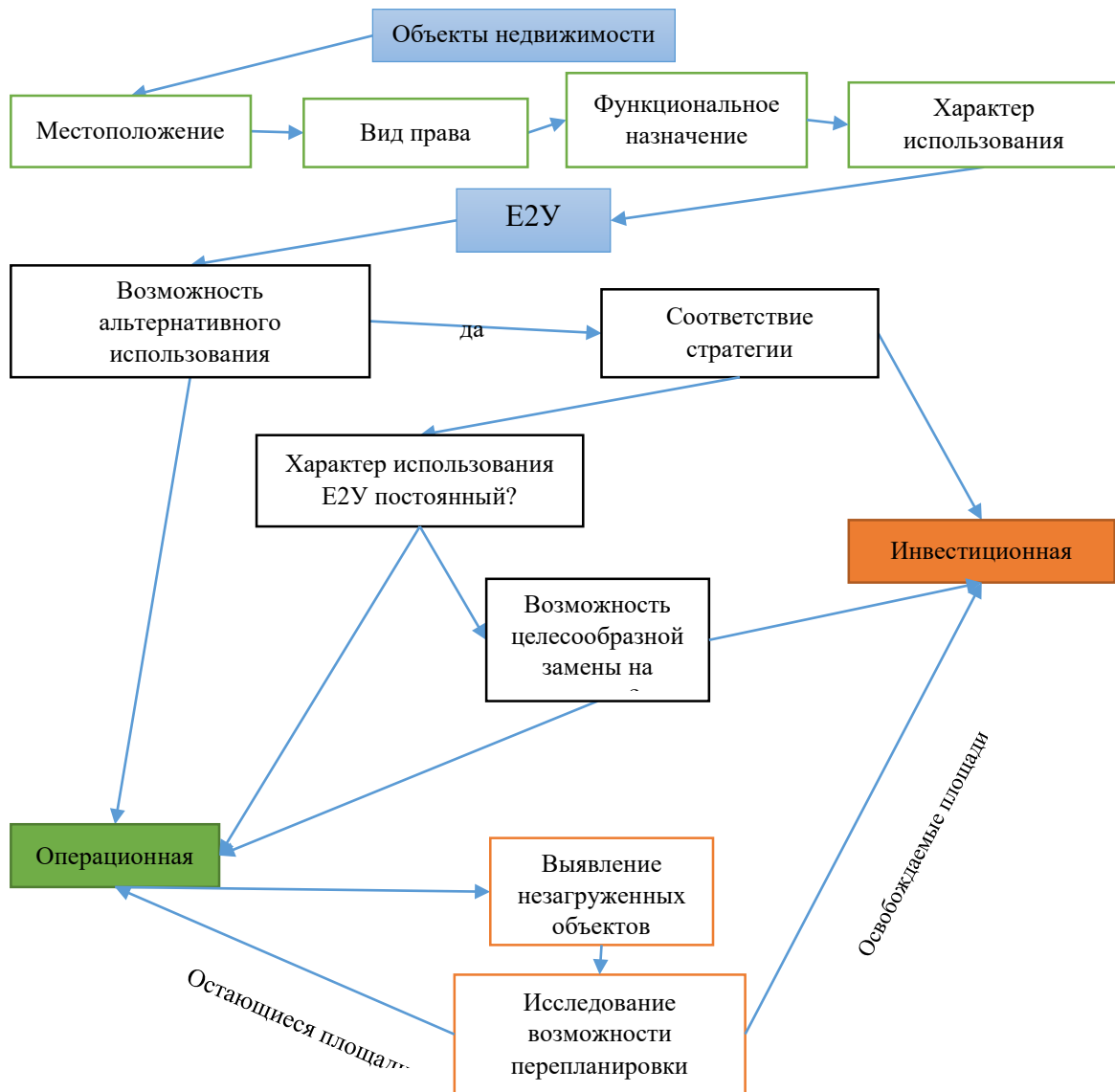
- внесистемная инвестиционная недвижимость – это объекты, способные приносить доход вне ПКН, при этом не задействованные в производственном процессе: сдаваемая в аренду и коммерческая недвижимость;

- объекты незавершенного строительства – это временная категория объектов ПКН, которые с момента ввода в эксплуатацию приобретают постоянный статус системных или внесистемных.

В качестве обоснования необходимости предложенной выше сложной и динамической дифференциации объектов следует подчеркнуть, что само возникновение такого понятия как «портфель корпоративной недвижимости» и введение его в профессиональный оборот связано не в последнюю очередь с необходимостью формирования общей стратегии управления достаточно разнородной совокупностью объектов недвижимости в условиях высокой неопределённости внешней и/или внутренней среды корпорации.

Из изложенного выше следует, что вид определяемой при оценке объектов ПКН стоимости – инвестиционная, индивидуальная для каждой корпорации, и что наилучшим и наиболее эффективным является вариант использования (далее – НЭИ), максимизирующий стоимость корпорации в части, зависящей от оптимального распределения ресурсов.

На рисунке 2 отражен алгоритм определения варианта НЭИ для объекта в составе ПКН.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 - Алгоритм анализа НЭИ объекта ПКН

*Разработаны методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости объектов портфеля корпоративной недвижимости на основании величины гипотетической вмененной арендной платы, накопленной за весь период владения.*

Полезность и стоимость, как мера полезности, прав собственности на объекты недвижимости, формируется, в том числе, отсутствием дополнительного оттока денежных средств корпорации в размере гипотетической арендной платы. В литературе настоящая экономическая категория как инструмент измерения минимальной требуемой «полезности» недвижимости обозначается термином «внутренняя» или «вмененная» аренда. Поэтому для расчета инвестиционной стоимости системной недвижимости в составе ПКН нужно определить эффект «экономии» денежных средств от наличия права собственности, который отражает вмененная аренда. При расчете величины денежного потока, необходимо в первую очередь определить на каком этапе должна учитываться вмененная аренда.

Рассмотрим денежный поток на инвестированный капитал. В общем виде объем денежного потока на инвестированный капитал корпорации в рамках метода дисконтированных денежных потоков рассчитывается по формуле (1)

$$CF = (Rev - CC - Dep) * (1 - T) + Dep \pm \Delta WC - Capex, \quad (1)$$

где  $CF$  – денежный поток на инвестированный капитал, руб.;

$Rev$  – выручка от реализации, руб.;

$CC$  – расходы, руб.;

$Dep$  – амортизационные отчисления, руб.;

$T$  – ставка налога на прибыль, в процентах;

$\Delta WC$  – увеличение (уменьшение) собственного оборотного капитала, руб.;

$Capex$  – капитальные вложения, руб.

При выделении части денежного потока, относящейся к недвижимости, используя формулу (1), получаем формулу (2)

$$CF_{own} = (Rev - CC - Dep_{сист} - Dep_{пр.имущ} - OP - KP - t) * (1 - T) + Dep_{сист} + Dep_{пр.имущ} \pm \Delta WC - Capex_{сист} - Capex_{проч}, \quad (2)$$

где  $CF_{own}$  – денежный поток на инвестированный капитал (при условии права собственности на системную недвижимость), руб.;

$Rev$  – выручка от реализации, руб.;

$CC$  – расходы (за исключением операционных и коммунальных), руб.;

$Dep_{\text{сист}}$  – амортизационные отчисления от системной недвижимости, руб.;

$Dep_{\text{пр.имущ}}$  – амортизационные отчисления от прочего имущества, руб.;

$OP$  – операционные расходы: расходы, связанные с повседневной эксплуатацией объекта недвижимости;

$KP$  – коммунальные расходы, руб.;

$T$  – ставка налога на прибыль, в процентах;

$t$  – налог на имущество, руб.;

$\Delta WC$  – увеличение/уменьшение собственного оборотного капитала, руб.;

$Capex_{\text{сист}}$  – капитальные вложения, связанные с «поддержанием» объектов недвижимости, руб.;

$Capex_{\text{проч}}$  – прочие капитальные вложения, руб.

Как было показано ранее, вмененная аренда – это гипотетическая арендная плата за объекты недвижимости. Расходы на арендную плату учитываются на уровне себестоимости владения, стоимости фондирования. Необходимо учитывать, что вмененная аренда перекрывает ряд элементов, следовательно, вводя вмененную аренду в расчет, от них нужно избавиться. К таким элементам относятся:

- амортизационные отчисления от системной недвижимости;
- операционные расходы;
- налог на имущество;
- капитальные вложения на поддержание объектов недвижимости.

Амортизационные отчисления рассчитываются только с объектов, которые находятся на балансе предприятия. В тоже время, вместе с вводом в расчеты вмененной аренды вводится и допущение о том, что данными объектами недвижимости предприятие не владеет. Следовательно, на них не начисляется амортизация, не отчисляются капитальные вложения, не платятся налоги.

Также на собственников объектов недвижимости ложатся операционные расходы по повседневному содержанию объектов недвижимости, однако при

расчете вмененной аренды вводится допущение об отсутствии у корпорации права собственности на объект.

Таким образом, формула расчета денежного потока на инвестированный капитал при условии, что предприятие не владеет объектами системной недвижимости, преобразовывается в представленную ниже формулу (3)

$$CF_{BA} = (Rev - CC - Dep_{\text{пр.имущ}} - BA - KP) * (1 - T) + Dep_{\text{пр.имущ}} \pm \pm \Delta WC - Capex_{\text{проч}}, \quad (3)$$

где  $CF_{BA}$  – денежный поток на инвестированный капитал, при условии отсутствия права собственности на системную недвижимость, руб.;

$Rev$  – выручка от реализации, руб.;

$CC$  – расходы, кроме коммунальных, руб.;

$Dep_{\text{пр.имущ}}$  – амортизационные отчисления от прочего имущества, руб.;

$KP$  – коммунальные расходы, руб.;

$T$  – ставка налога на прибыль, в процентах;

$\Delta WC$  – увеличение/уменьшение собственного оборотного капитала, руб.;

$Capex_{\text{проч}}$  – прочие капитальные вложения, руб.;

$BA$  – вменённая аренда, руб.

Денежное выражение полезности наличия права собственности на системные объекты недвижимости в составе ПКН отразит разница между результатами определения стоимости методом дисконтирования денежных потоков (далее – ДДП) по двум сценариям. В итоге стоимость системной недвижимости определяется как разница между стоимостью корпорации с учетом владения недвижимостью и стоимостью корпорации с учетом вмененной аренды, о чем говорит формула (4)

$$V_{\text{сн}} = V_{\text{own}} - V_{BA}, \quad (4)$$

где  $V_{\text{сн}}$  – стоимость системной недвижимости в составе ПКН, руб.;

$V_{\text{own}}$  – стоимость корпорации с учетом права собственности на объекты недвижимости, руб.;

$V_{BA}$  – стоимость корпорации с учетом вмененной аренды, руб.

Если раскрыть значения в формуле (4), получим выражение

$$V_{\text{CH}} = \left( \sum_{n=1}^k \frac{CF_n^{\text{own}}}{(1+R)^n} + \frac{CF_k^{\text{own}} * (1+g)}{(R-g)} * \frac{1}{(1+R)^k} \right) - \left( \sum_{n=1}^k \frac{CF_n^{\text{BA}}}{(1+R)^n} + \frac{CF_k^{\text{BA}} * (1+g)}{(R-g)} * \frac{1}{(1+R)^k} \right).$$

Учитывая единый знаменатель, получаем формулу (5)

$$V_{\text{CH}} = \sum_{n=1}^k \frac{CF_n^{\text{own}} - CF_n^{\text{BA}}}{(1+R)^n} + \frac{(CF_k^{\text{own}} - CF_k^{\text{BA}}) * (1+g)}{(R-g)} * \frac{1}{(1+R)^k}. \quad (5)$$

Выше были приведены формулы денежных потоков с учетом владения недвижимостью и с учетом вменённой аренды, и, соответственно, денежный поток, приходящийся на объекты недвижимости определяется по формуле (6)

$$\begin{aligned} CF_n^{\text{own}} - CF_n^{\text{BA}} = & \left( (Rev - CC - Dep_{\text{сист}} - Dep_{\text{пр.имущ}} - OP - KP - t) * (1 - T) + \right. \\ & \left. + Dep_{\text{сист}} + Dep_{\text{пр.имущ}} \pm \Delta WC - Capex_{\text{сист}} - Capex_{\text{проч}} \right) - \left( (Rev - CC - Dep_{\text{пр.имущ}} - BA - \right. \\ & \left. - KP) * (1 - T) + Dep_{\text{пр.имущ}} \pm \Delta WC - Capex_{\text{проч}} \right) = -OP - t + Dep_{\text{сист}} * T + OP * T + t * T - \\ & - Capex_{\text{сист}} + BA - BA * T = (BA - OP - t) * (1 - T) + Dep_{\text{сист}} * T - Capex_{\text{сист}} = CF_n^{\text{CH}}. \quad (6) \end{aligned}$$

Подставим значение денежного потока, приходящегося на объекты недвижимости, в формулу определения стоимости системной недвижимости методом ДДП и получим формулу (7)

$$V_{\text{CH}} = \sum_{n=1}^k \frac{CF_n^{\text{CH}}}{(1+R)^n} + \frac{CF_k^{\text{CH}} * (1+g)}{(R-g)} * \frac{1}{(1+R)^k}. \quad (7)$$

По полученной формуле можно вычислить стоимостной эквивалент полезности от владения объектами системной недвижимости корпорации, который равен разнице между стоимостью корпорации с учетом владения недвижимостью и стоимостью корпорации с учетом вменённой аренды этой же недвижимости.

В работе приведен пример расчета по изложенной методике стоимости операционной недвижимости в составе ПКН корпорации АО «НПЦ газотурбостроения «Салют».

*Разработаны методические рекомендации по корректировке финансовых планов подразделений с помощью рассчитанной величины вменённой аренды и оценке их финансовой эффективности в части использования материальных*

ресурсов в целях стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости в структуре капитала корпорации.

Методические рекомендации по расчету внутренней (вмененной) аренды для объектов недвижимости в собственности корпорации на примере ПАО «Сбербанк» разработаны для целей:

- реализации единой модели оценки и учета расходов при управлении портфелем недвижимости;
- оценки показателей выполнения финансового плана территориальными подразделениями в части использования материальных ресурсов.

Для достижения данных целей методические рекомендации определяют:

- алгоритм и порядок расчета внутренней (вмененной) аренды по объектам недвижимости, принадлежащим корпорации на праве собственности;
- порядок и правила осуществления корректировок в годовые финансовые планы территориальных подразделений для обеспечения применения единых правил и достижения сопоставимости финансовых показателей на всех уровнях управления, вне зависимости от структуры портфеля недвижимости, соотношения объектов в собственности и аренде.

Нормативный подход к расчету внутренней (вмененной) аренды предполагает в качестве базы расчета кадастровую стоимость объекта, умноженную на нормативный коэффициент капитализации, дифференцированный по группам функционального назначения в составе ПКН.

Методика состоит из 5 иерархически связанных этапов.

Вмененная аренда для одного подразделения  $k$  (учетной единицы ПКН, Е2У) в период  $i$  рассчитывается по формуле (8)

$$Internal\ Rent_{ik} = \bar{C}_{ik} * S_{ik} * Cap\ rate_{ik}, \quad (8)$$

где  $Internal\ Rent_{ik}$  – внутренняя (вмененная) аренда для подразделения  $k$  в период  $i$ , руб.;

$\bar{C}_{ik}$  – кадастровая стоимость учетной единицы  $k$  на начало периода  $i$ , руб.;

$S_{ik}$  – занимаемая подразделением  $k$  площадь в период  $i$ , кв.м;

$Cap\ rate_{ik}$  - нормативный коэффициент капитализации.

Сумма расходов, на которые необходимо скорректировать прибыль до налогов (расходы по собственному объекту недвижимости), в период  $i$  рассчитывается по формуле (9)

$$\text{Implied cost}_{ij} = \text{Amortization}_{ij} + \text{Interest}_{ij}, \quad (9)$$

где  $\text{Implied cost}_{ij}$  – сумма расходов, руб.;

$\text{Amortization}_{ij}$  – расходы по амортизационным начислениям в период  $i$  по  $j$  активу (для целей настоящей методики предполагается, что начисление амортизации по объекту недвижимости происходит линейным методом), руб.;

$\text{Interest}_{ij}$  – среднегодовые процентные расходы на фондирование в период  $i$  по  $j$  активу, руб. Рассчитываются по формуле (10)

$$\text{Interest}_i = TR * \text{ABalance}_{ij}, \quad (10)$$

где  $\text{ABalance}_{ij}$  – среднее значение балансовой стоимости объекта за период  $i$  по  $j$  активу (за последние 12 месяцев, безотносительно календарного года), руб.;

$TR$  – единая трансфертная ставка, определенная для фондирования основных средств (устанавливается Казначейством ПАО «Сбербанк»), в процентах.

Итоговое сравнение совокупных расходов на фондирование каждого объекта ПKN с рассчитанной величиной вмененной арендной платы осуществляется по следующему принципу: объект не является убыточным, если выполняется условие, выраженное формулой (11)

$$\text{Implied cost}_{ij} < \text{Internal Rent}_{ij}. \quad (11)$$

*Разработаны научно-практические рекомендации по стоимостному управлению портфелем корпоративной недвижимости как самостоятельным профит-центром в структуре корпорации на основании впервые предложенной системы собственных финансово-экономических показателей.*

Стратегия стоимостного управления ПКН основывается на шести группах разработанных финансовых показателей, охватывающих все существенные признаки состояния и развития ПКН с точки зрения стратегии корпорации и позволяющих рассчитывать ключевые показатели эффективности (далее – КПЭ) управления ПКН как профит-центром.

Для достижения целей заданной стратегии управления ПКН предлагаются две группы КПЭ.

Группа 1. Финансовые показатели. Достижение финансовых показателей связано с эффективным управлением бюджетом, а также оптимизацией собственных расходов профит-центра ПКН:

- funds from operations (FFO), в млн руб. FFO равен финансовому результату без учета амортизации и финансового результата от реализации и переоценки. Ключевой показатель предлагается установить годовым;

- сумма расходов ЦПН, в млн руб. Поскольку часть доходов профит-центра определяется по себестоимости, необходим отдельный КПЭ для контроля расходов. Данный коэффициент не включает финансовый результат от реализации и переоценки. Ключевой показатель предлагается установить квартальным;

- финансовый результат, в млн руб. Предлагается применять как показатель мониторинга, так как показатель зависит преимущественно от неоперационных факторов, на которые профит-центр имеет ограниченное влияние: финансовый результат от реализации и переоценки, амортизация.

Группа 2. Натуральные или экономические показатели. Достижение натуральных показателей напрямую связано с реализацией ежегодных операционных планов:

- размер излишков в портфеле, в кв. м. Рассчитывается как сумма сверхнормативных площадей по группе «офисы» и неиспользуемых площадей по группам «бизнес», «технологические», «прочие»; ключевой показатель предлагается установить квартальным;

- обеспеченность площадью по группе «Офисы», в кв. м на одно рабочее место. Рассчитывается как отношение площади по группе «офисы», кроме сданной

в аренду, к количеству рабочих мест. Ключевой показатель предлагается установить кварталным;

– доля излишков в портфеле, в процентах. Рассчитывается как отношение показателя «размер излишков в портфеле» к общему объему портфеля. Ключевой показатель предлагается использовать как показатель мониторинга.

На основании предложенных показателей разработаны практические рекомендации по эффективному стоимостному управлению портфелем корпоративной недвижимости как самостоятельным профит-центром в структуре корпорации. Экономическая эффективность предложений от снижения «стоимости владения» после достижения заданных значений параметров составит от 15% до 25% стоимости ПКН.

### **III Заключение**

Результатом исследования является развитие теоретических, методических и научно-практических положений по оценке и стоимостному управлению ПКН как профит-центром с применением финансового инструмента вмененной аренды.

Предложенная классификация портфелей недвижимости по признаку экономического содержания позволила:

1) выделить ПКН как объект оценки и стоимостного управления на основании сформулированного принципа формирования портфеля в соответствии со стратегическими целями корпорации: максимальное удовлетворение потребностей в объектах недвижимости для уставной деятельности корпорации с возможной минимизацией стоимости и рисков владения ими;

2) установить вид определяемой стоимости при оценке объектов ПКН: инвестиционная стоимость;

3) выявить особенности выбора варианта НЭИ при оценке объектов ПКН: выбор варианта НЭИ при оценке объектов ПКН определяется не рынком, а стратегией корпорации;

4) ввести методический принцип: лимит «стоимости владения» в виде затрат на эксплуатацию при оценке объекта в составе ПКН и стоимостном управлении объектом ограничивается нормативно определенной величиной вмененной аренды;

5) на основании указанного принципа разработать методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости объектов ПКН с использованием величины гипотетической вмененной арендной платы, накопленной за весь период владения, определить алгоритм корректировки финансовых планов и оценки финансовой эффективности подразделений корпорации в части использования материальных ресурсов, а также сформулировать научно-практические рекомендации по стоимостному управлению ПКН как самостоятельным профит-центром в структуре корпорации при помощи предложенной системы собственных финансово-экономических показателей.

#### **IV Список работ, опубликованных по теме диссертации**

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,  
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Фещенко, А.А. Развитие стратегии управления портфелем корпоративной недвижимости банка как профит-центром (на примере ПАО «Сбербанк») / А.А. Фещенко // Имущественные отношения в Российской Федерации. - 2021. - № 8 (239). - С. 66-74. - ISSN 2072-4098.

2. Фещенко, А.А. Совершенствование стоимостного управления портфелем корпоративной недвижимости ПАО «Сбербанк» как профит-центром / А.А. Фещенко // Научный журнал «Экономические системы». - 2021. - № 3 (54). Том 14. - С. 111-125. – ISSN 2309-2076.

3. Фещенко, А.А. Разработка методических рекомендаций по применению инструмента внутренней (вмененной) аренды корпоративной недвижимости для корректировки финансовых планов подразделений корпорации на примере ПАО Сбербанк / А.А. Фещенко, С.Г. Стерник // Российский

экономический интернет-журнал. - 2021. - № 3. – С. 1-10. - ISSN 2218-5402.  
– Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/e99/e999332fe91d8eb4dbcffddb9ea511c6.pdf> (дата обращения: 20.09.2021).

4. Фещенко, А.А. Особенности оценки портфелей операционной корпоративной недвижимости по сравнению с инвестиционными портфелями арендного жилья / А.А. Фещенко, С.Г. Стерник, И.Ф. Гареев // Экономическая безопасность. - 2021. - № 4. Том 4. - С. 1087-1134. - ISSN 2658-7548.

*Публикации в других научных изданиях:*

5. Фещенко, А.А. Развитие методологии управления эксплуатацией портфеля корпоративной недвижимости банка / А.А. Фещенко // Механизация строительства. - 2017. - № 7. Том 78. - С. 59-64. - ISSN 0025-8903.