

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

На правах рукописи

Хейфец Елизавета Евгеньевна

РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ
СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ
ДЕВЕЛОПЕРСКИХ ПРОЕКТОВ
ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Волович Николай Владимирович,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2021

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 состоятся 23 июня 2021 г. в 13:00 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: 125993, ГСП-3, Москва, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лукасевич 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 15 марта 2021 года.

Учёный секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101,
д.э.н., доцент

Лосева Ольга Владиславовна

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Расширение реализации девелоперских проектов жилищного строительства в рамках осуществления девелоперами предпринимательской деятельности на сегодняшний день приобретает все большую значимость в связи с поставленной в Национальном проекте «Жилье и городская среда» задачей существенного повышения объема и качества жилищного строительства (до 120 млн кв. м в 2024 году) и его доступности для большего количества российских семей. В контексте данной цели со стороны государства были приняты дополнительные меры, в том числе по повышению доступности ипотеки и снижению кредитной ставки для застройщиков. Реформированная банковская система в рамках недавних нововведений в закон о долевом строительстве получила права и обязанности по контролю всех этапов реализации девелоперских проектов. Также государство приняло пакет законов, существенно меняющих направления земельной и градостроительной политики, ориентированной теперь на комплексное развитие территорий и создание благоприятной среды обитания российских граждан, утвердило ряд иных государственных программ, таких как реновация ветхого жилого фонда, редевелопмент промышленных зон, мероприятия по повышению уровня цифровизации строительной отрасли.

Стоимость девелоперского проекта косвенно или прямым образом выступает в роли важнейшего показателя при принятии решений девелопером, кредитором, государством и конечным потребителем рынка – семьей, выступающей в роли внешнего инвестора проекта. В настоящее время кардинально изменился ландшафт финансирования девелоперских проектов жилищного строительства за счет ввода обязательных эскроу-счетов, что обуславливает необходимость модернизации применяемого инструментария стоимостной оценки девелоперских проектов, повышения точности и объективности результатов оценки.

В отечественной научной литературе большинство трудов посвящено рассмотрению вопросов, связанных со стоимостной оценкой либо объектов вторичного рынка недвижимости, либо первичного, но с объектом завершенного

строительства, либо вопросов оценки отдельно рынка земельных участков. Однако девелоперский проект, представляющий собой земельный участок с улучшениями в стадии строительства, является важным объектом в секторе рынка недвижимости, поскольку составляет его существенную долю и представляет собой категорию ценных земельных участков, находящихся в процессе освоения.

На сегодняшний день требуются дополнительные исследования, направленные на развитие инструментария оценки девелоперских проектов исходя из понимания сущности и специфики объекта оценки, обоснование применимости существующих методов и инструментов оценки недвижимости, их адаптации к российским реалиям, устранение разрыва между современной отечественной научно-методической школой оценки девелоперских проектов и актуальной международной практикой.

Степень разработанности темы исследования. Различные научные и методологические вопросы стоимостной оценки девелоперских проектов как коммерческого, так и жилищного строительства имеют существенную степень проработанности в исследованиях зарубежных ученых в силу большей развитости рынка девелопмента. Существенный вклад в развитие научных основ девелопмента и его стоимостной оценки внесли Г. Харрисон, Р. Пейзер, М. Майлз, Дж. Фридман, Г. Беренс, Д. Гамильтон и другие. Среди отечественных ученых, посвятивших свои работы решению вопроса инвестиционной деятельности на рынке жилой недвижимости и развитию инструментария ее стоимостной оценки, управления и оценки стоимости недвижимости с учетом особенностей развития их жизненного цикла, следует выделить М.А. Федотову, А.А. Бакулину, Н.В. Воловича, С.В. Грибовского, Г.М. Стерника, С.Г. Стерника, А.Н. Асаула, П.Г. Грабового, Т.Г. Касьяненко, Т.В. Тазихину, С.Н. Максимова, С.П. Коростелева, И.И. Мазура и других. Анализ трудов настоящих авторов позволил сформировать общенаучную основу и определить основные подходы к исследованию проблематики диссертации.

Высоко оценивая вклад ученых, исследовавших взаимосвязь жизненного цикла девелоперского проекта (стадии реализации) и его стоимости, вопросы

моделирования и прогнозирования рынка недвижимости, тем не менее, следует отметить, что в данных научных трудах не в полной мере рассмотрена специфика промежуточного вида использования объекта недвижимости в рамках девелоперских проектов, а также состав рисков девелоперского проекта при формировании ставки дисконтирования.

Повышенная концентрация внимания со стороны государства к жилищной политике и наличие ряда нерешенных и дискуссионных вопросов в области концептуальных основ девелоперского проекта как объекта оценки обуславливают высокую актуальность развития инструментария стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства. Вышесказанное определило тему исследования, его цели и задачи.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является развитие теоретико-методических положений стоимостной оценки девелоперского проекта жилищного строительства как отдельного объекта оценки с присущими ему специфическими характеристиками, а также разработка инструментария и методических рекомендаций по оценке девелоперских проектов жилищного строительства.

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

- исследовать теоретические основы девелоперского проекта в ландшафте рынка недвижимости, раскрыть сущность, определить его специфические характеристики;
- исходя из специфических характеристик обосновать принципы формирования инструментария стоимостной оценки девелоперского проекта и определить его ценообразующие факторы;
- типологизировать существующие модели финансирования по типу распределения рисков между участниками процесса девелопмента в рамках анализа условий финансирования, рассматриваемых как ценообразующий фактор стоимости девелоперского проекта, и в этой связи пересмотреть состав рисков, включаемых в расчет ставки дисконтирования;

- разработать и апробировать модель расчета премии за девелоперский риск, учитывающую совокупный состав девелоперского риска проекта, для более объективного определения ставки дисконтирования кумулятивным подходом;
- сформировать методические рекомендации по совершенствованию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства.

Объектом исследования являются девелоперские проекты жилищного строительства.

Предметом исследования выступают система финансово-экономических отношений, возникающих в процессе стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства, и инструментарий оценки стоимости девелоперских проектов.

Область исследования соответствует п. 5.1. «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности», п. 5.2. «Теоретическое и методологическое обоснование подходов к оценке имущества, капитала и привлеченных источников» Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методология исследования базируется на общенаучных методах классификации, логического и сравнительного анализа, синтеза, обобщения. В основе диссертационного исследования лежит диалектический метод, заключающийся в изучении явлений в их постоянном развитии и взаимосвязи, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность работы. Комплексный подход использовался при исследовании моделей финансирования девелоперских проектов в российской и зарубежной практике.

Для достижения цели и решения поставленных задач исследования были задействованы специфические методы, к которым относятся моделирование и корреляционно-регрессионный анализ. Также были использованы инструменты эмпирического исследования и метод опроса респондентов – компаний-девелоперов. В процессе апробации полученных

положений был применен метод анализа чувствительности проекта. Для выполнения расчетов и визуализации результатов исследования использовался программный комплекс Excel и библиотека машинного обучения Scikit-learn на базе языка программирования Python. Также использовались методы и техники сбора, обработки и анализа данных Big Data.

Информационной базой исследования стали данные Росстата, Росреестра и Банка России, данные проектной и разрешительной документации девелоперских компаний, реализующих проекты жилищного строительства, данные Единого Ресурса Застройщиков, данные российских консалтинговых и оценочных компаний, материалы периодической печати, действующие законодательные и нормативные акты Российской Федерации, в том числе в области оценочной деятельности и в сфере регулирования строительства жилищных проектов, российские и зарубежные стандарты оценочной деятельности, научные труды отечественных и зарубежных ученых по проблематике девелопмента, а также прикладные научные работы по теме диссертации.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретических положений и инструментария стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства применительно к новым условиям их финансирования в связи с вводом эскроу-счетов.

Положения, выносимые на защиту:

1) Раскрыта специфика девелоперского проекта как объекта недвижимости, обладающего критерием промежуточного вида использования и являющегося продуктом девелоперской деятельности по преобразованию его технических, экономических, юридических параметров и обеспечению максимизации стоимости объекта в процессе перехода к фактическому использованию. Данная специфика определяет девелоперский проект как уникальный объект оценки (С. 30-32; 35).

2) Исходя из специфики девелоперского проекта как объекта недвижимости и объекта оценки, обосновано применение принципов формирования инструментария его стоимостной оценки, среди которых: принцип

изменения стоимости денег во времени, принцип спроса и предложения, принцип наилучшего и наиболее эффективного использования, принцип учета промежуточного вида использования. Определены его основные ценообразующие факторы: риски реализации, технико-экономические параметры, условия финансирования (С. 48-50; 58; 60-63).

3) Типологизированы модели финансирования девелоперских проектов жилищного строительства в российской и зарубежной практике (С. 93). На основании текущей модели финансирования с применением эскроу-счетов и анализа распределения рисков между участниками проекта обоснована необходимость учета единой премии за девелоперский риск при расчете ставки дисконтирования кумулятивным подходом (С. 102-104) и пересмотре алгоритма ее расчета в рамках оценки стоимости объекта (С. 107-108).

4) Разработана модель расчета единой премии за девелоперский риск для моделирования ставки дисконтирования, включающая в себя совокупную оценку риска реализации девелоперского проекта жилищного строительства, которая способствует повышению объективности и прозрачности результатов стоимостной оценки девелоперского проекта (С. 121-123; 126-131).

5) Предложены методические рекомендации по совершенствованию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства с использованием разработанного инструментария, включающего в себя модель расчета премии за девелоперский риск, и рекомендации по учету условий финансирования посредством пересчета ставки дисконтирования кумулятивным подходом в зависимости от перераспределения рисков между участниками девелопмента (С. 133-139).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии положений теории стоимостной оценки девелоперских проектов в части определения специфики девелоперского проекта как объекта оценки, принципов формирования инструментария стоимостной оценки и ценообразующих факторов. Результаты диссертационного исследования составляют теоретическую основу модернизации инструментария стоимостной оценки девелоперских проектов как необходимого

элемента повышения объективности и прозрачности процесса определения рыночной стоимости объектов недвижимости в процессе девелопмента.

Практическая значимость работы заключается в наличии существенного потенциала внедрения разработок и адаптации нововведений для традиционных моделей, используемых в процессе принятия решений по управлению стоимостью девелоперских проектов жилищного строительства. Отдельные положения диссертации могут быть использованы экспертами оценочных и консалтинговых компаний, банковских и кредитных подразделений. Самостоятельное практическое значение имеют: типологизированные модели финансирования девелоперских проектов жилищного строительства; модель расчета единой премии за девелоперский риск реализации проекта, методические рекомендации по развитию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства. Также положения диссертации могут быть использованы образовательными учреждениями в рамках преподавания дисциплин, связанных с оценкой недвижимости.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов подтверждается тем, что все положения, выдвинутые в работе, не противоречат существующим положениям теории стоимостной оценки и полученным ранее научным результатам по исследуемой проблематике. Результаты и выводы в рамках данной работы получены путем применения корреляционно-регрессионного анализа с подтвержденными результатами на основании эмпирических данных выборки по девелоперским проектам жилищного строительства (объем двух задействованных выборок в совокупности составил 1 030 объектов) по всей территории Москвы и Московской области и имеют высокую степень аргументированности.

Основные результаты исследования опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научных конференциях различного уровня: на круглом столе «Нематериальные активы и интеллектуальная собственность корпорации: оценка и управление» (Москва, Финансовый университет, 10 апреля 2018 г.); на Восьмом международном

междисциплинарном симпозиуме «Changes in Land Use Management Practices» (г. Рига, Латвия, Рижский Технический университет, 6-8 сентября 2018 г.); на Шестнадцатой международной научно-методической конференции «Baltic Surveying» (г. Ольштын, Польша, Варминьско-Мазурский университет, 24-26 сентября 2018 г.); на XV Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финансовый университет, 23-24 мая 2019 г.); на II Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 29 сентября 2020 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Группы оценки недвижимости и промышленных активов отдела сопровождения сделок управления бизнес-консультирования ООО «ПрайсвогтерхаусКуперс Консультирование», в частности используется предложенная авторская модель расчета единой премии за девелоперский риск в составе ставки дисконтирования. Выводы и основные положения диссертации внедрены в практическую работу Группы оценки недвижимости и промышленных активов отдела сопровождения сделок управления бизнес консультирования ООО «ПрайсвогтерхаусКуперс Консультирование» и способствуют повышению качества результатов, полученных в рамках проведения стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства, а также содействуют росту ожидаемого экономического эффекта работы отдела.

Результаты исследования использованы при выполнении ряда научно-исследовательских работ Финансового университета в 2017-2019 гг. по следующим темам:

1. «Разработка экономически обоснованных базовых ставок арендной платы за пользование земельными участками, находящимися в муниципальной собственности или государственной собственности до разграничения, на территории Кандалакшского района», исполнитель (заказчик – Комитет имущественных отношений и территориального планирования администрации

муниципального образования Кандалакшский район, договор от 16.10.2017 № 160-к, приказ Финуниверситета от 31.10.2017 № 1907/о);

2. «Разработка методики определения стоимости выполнения НИР по государственному заданию и другим видам НИР в государственных научных и образовательных учреждениях», исполнитель (Государственное задание, приказ Финуниверситета от 12.04.2018 № 0838/о);

3. «Оценка инвестиционных проектов в современных условиях», исполнитель (Государственное задание, приказ Финуниверситета от 06.05.2019 № 1115/о).

Материалы диссертации используются Департаментом корпоративных финансов и корпоративного управления ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Оценка недвижимости для целей налогообложения» по программе бакалавриата 38.03.01 «Экономика», профили «Корпоративные финансы», «Экономика и финансы топливно-энергетического комплекса», «Налоги и налогообложение».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликованы 9 работ общим объемом 5,08 п.л. (весь объем авторский), в том числе 6 работ авторским объемом 3,74 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлена целями и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, включающего 165 наименований, списка иллюстративного материала и 5 приложений. Текст диссертации изложен на 204 страницах, содержит 22 таблицы, 6 формул, 19 рисунков.

II Основное содержание работы

В соответствии с поставленными целью и задачами в исследовании рассмотрены пять групп вопросов.

Раскрыта специфика девелоперского проекта как объекта недвижимости, обладающего критерием промежуточного вида использования и являющегося продуктом девелоперской деятельности по преобразованию его технических, экономических, юридических параметров и обеспечению максимизации стоимости объекта в процессе перехода к фактическому использованию. Данная специфика определяет девелоперский проект как уникальный объект оценки.

По результатам анализа определений понятий «объект недвижимости», «объект оценки» и «инвестиционный проект» сделан вывод, что девелоперский проект – это вид инвестиционного проекта, главным объектом внутри которого является незастроенный, но находящийся в процессе девелопмента земельный участок (или иной объект недвижимости), текущее фактическое использование которого не соответствует наиболее эффективному.

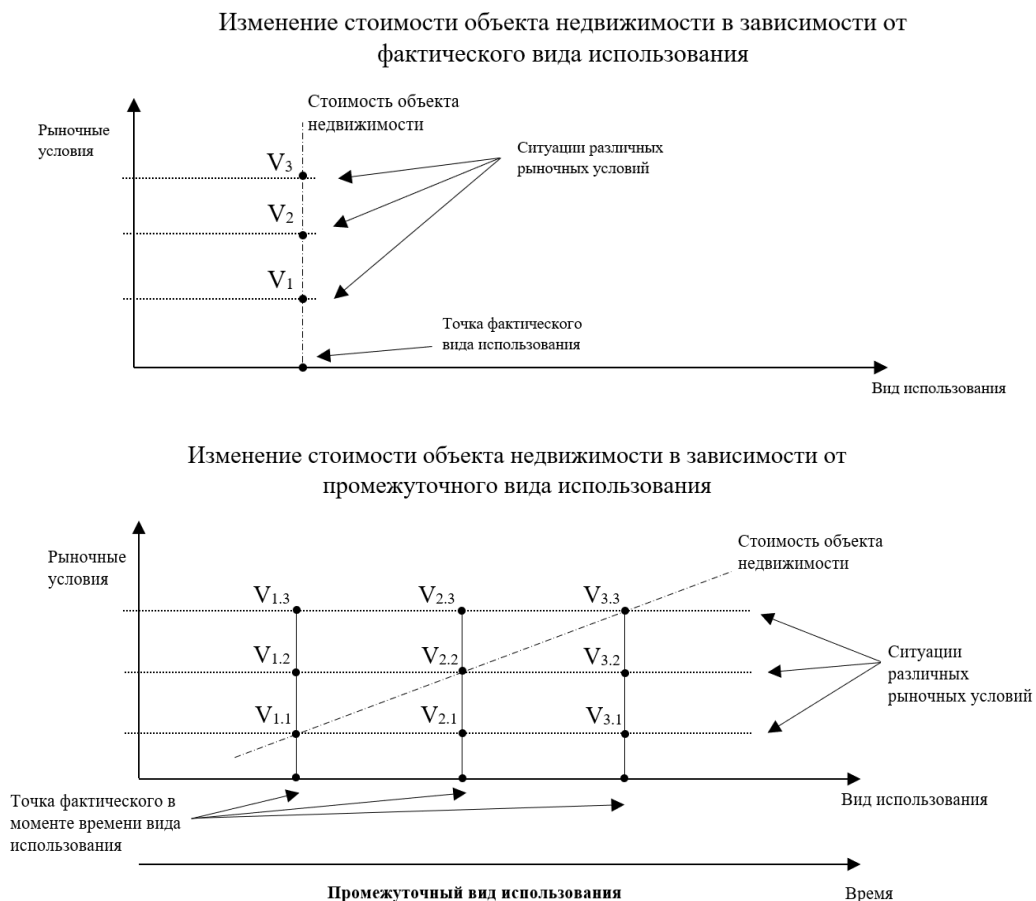
Как объект недвижимости девелоперский проект обладает своей собственной спецификой в виде промежуточного вида использования, что предопределяет его уникальность как объекта оценки. Данная характеристика включает такой элемент девелоперского проекта, как увеличение его стоимости по мере реализации в зависимости от стадии готовности. Это означает, что на стоимость влияют не только рыночные условия (как для прочих, готовых объектов недвижимости), но и вид промежуточного использования. По мере развития проекта стоимость прав землепользования возрастает, поскольку право на земельный участок дополняется правом на улучшение, которое на начальном этапе жизненного цикла проекта представляет собой пакет проектно-разрешительных документов, а на последующих этапах – объект незавершенного жилищного строительства.

Девелоперский проект является узкоспециализированной категорией, которая перестает существовать в виде инвестиционного проекта в момент ввода

объекта недвижимости в эксплуатацию, так как в этот момент теряется специфика промежуточного вида использования.

По итогам анализа генезиса девелоперского проекта предложена его трактовка как объекта недвижимости, обладающего спецификой промежуточного вида использования и являющегося продуктом девелоперской деятельности по преобразованию его технических, экономических, юридических параметров и обеспечению максимизации стоимости объекта в процессе стремления к фактическому использованию.

На рисунке 1 продемонстрирована специфика промежуточного вида использования.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Изменение стоимости объекта недвижимости в зависимости от фактического или промежуточного вида использования

Таким образом, девелоперский проект представляет собой обособленный среди прочих объектов недвижимости сегмент и уникальный объект оценки, что и

определяет необходимость адаптации инструментария стоимостной оценки применительно к его специфике.

Исходя из специфики девелоперского проекта как объекта недвижимости и объекта оценки, обосновано применение принципов формирования инструментария его стоимостной оценки, среди которых: принцип изменения стоимости денег во времени, принцип спроса и предложения, принцип наилучшего и наиболее эффективного использования, принцип учета промежуточного вида использования. Определены его основные ценообразующие факторы: риски реализации, технико-экономические параметры, условия финансирования.

Инструментарий стоимостной оценки девелоперских проектов основан на инструментарии оценки объектов недвижимости, но при этом является более специализированным в силу специфики объекта оценки – земельного участка с улучшениями в виде утвержденной проектной документации, находящегося в процессе девелопмента. По результатам анализа определено, что данная специфика наилучшим образом может быть учтена посредством использования метода дисконтирования денежных потоков с элементами сравнительного подхода. Это обусловлено несколькими причинами: во-первых, каждый девелоперский проект абсолютно уникален и реализуется в определенный период времени, следовательно – неповторим; во-вторых, в процессе проведения оценки его технико-экономических параметров возникает необходимость их количественного выражения; в-третьих, за счет присутствия широкого набора рисков, изменяющихся в зависимости от каждого нового этапа преобразования объекта недвижимости (то есть каждого нового этапа промежуточного использования). Таким образом, обоснованы следующие принципы формирования инструментария стоимостной оценки девелоперского проекта: принцип изменения стоимости денег во времени; принцип наилучшего и наиболее эффективного использования; принцип промежуточного вида использования.

Принцип изменения стоимости денег во времени свойственен всем объектам недвижимости и стоимостной оценке в целом. Фактически, именно данный

принцип отражает суть стоимостной оценки и дисконтирования денежных потоков, в частности. Деньги во времени в отношении девелоперского проекта иллюстрируются изменением вида использования во времени. Отсюда проистекает специфический принцип – принцип учета промежуточного использования.

Принцип спроса и предложения относится к группе принципов, связанных с рыночной средой, и заключается в выявлении взаимосвязи между потребностью в объекте недвижимости и ограниченностью его предложения. Стоимостная оценка девелоперского проекта жилищного строительства, с одной стороны, предполагает анализ рынка земельных участков (за счет объекта оценки в виде прав на участок), который является весьма ограниченным и закрытым, а, с другой стороны, анализ рынка первичной (и иногда вторичной) жилой недвижимости, который, напротив, открыт и весьма развит. В связи с этим применение данного принципа способствует гармонизации показателей при построении прогнозов по рыночным данным.

Третий принцип – принцип наиболее эффективного использования. Данный принцип является крайне важным для любого объекта недвижимости, так как стоимостная оценка строится на определении наиболее эффективного использования объекта недвижимости. Однако для девелоперского проекта данный принцип означает в целом идею его реализации: когда объект недвижимости признан не соответствующим своему наиболее эффективному использованию, которое бы максимизировало его стоимость, то принимается решение об инициации девелоперского проекта. Весь процесс девелопмента недвижимости – это движение к реализации наиболее эффективного использования данного объекта недвижимости.

Специфический принцип учета промежуточного вида использования означает, что каждый момент использования земельного участка в составе девелоперского проекта между началом процесса девелопмента и условно стадией готовности (или операционной стадией) является промежуточным видом использования. В рамках стоимостной оценки девелоперского проекта жилищного строительства принцип промежуточного использования учитывается в два этапа: при корректировке цен продаж аналогов для расчета стоимости цены продажи

удельного метра жилой площади объекта оценки и при моделировании ставки дисконтирования. При моделировании ставки дисконтирования промежуточное использование учитывается по состоянию на дату оценки в виде текущей стадии готовности как элемент риска реализации проекта.

Принцип учета промежуточного вида использования определил набор специфических ценообразующих факторов объекта оценки, состоящий из технико-экономических параметров проекта, рисков реализации и условий его финансирования. Ценообразующие факторы в данном списке соответствуют идее количественного и качественного выражения, суть которой заключается в возможности сравнения показателей отдельных рыночных объектов (девелоперских проектов) по качественным характеристикам и возможности их дальнейшего учета в количественном виде при моделировании стоимости объекта оценки. Кроме того, различные комбинации данных факторов определяют возможное бесконечное многообразие девелоперских проектов в зависимости от местоположения, планируемого класса объекта, компании-девелопера и банка-кредитора, которые реализуют и финансируют проект, и т. д.

Типологизированы модели финансирования девелоперских проектов жилищного строительства в российской и зарубежной практике. На основании текущей модели финансирования с применением эскроу-счетов и анализа распределения рисков между участниками проекта обоснована необходимость учета единой премии за девелоперский риск при расчете ставки дисконтирования кумулятивным подходом и пересмотре алгоритма ее расчета в рамках оценки стоимости объекта.

Важным условием реализации девелоперского проекта является организация его финансирования. В России в последнее время государство взяло под особый контроль регулирование вопроса финансирования девелоперских проектов жилищного строительства, в том числе, за счет нововведений в области проектного финансирования. Это нашло свое отражение в стоимостной оценке девелоперских проектов жилищного строительства.

Прямое влияние на итоговую стоимость объекта оценки оказывают условия финансирования, зависящие от применяемой модели финансирования проекта. Так как используемая ранее модель долевого финансирования, подразумевающая прямое взаимодействие компании-девелопера и покупателей, претерпела ряд изменений за счет ввода обязательного использования эскроу-счетов, обоснована необходимость разработки новой модели на основе модернизации инструмента ставки дисконтирования.

На основании анализа источников и механизмов финансирования девелоперских проектов проведена типологизация моделей финансирования девелоперских проектов жилищного строительства, представленная в таблице 1.

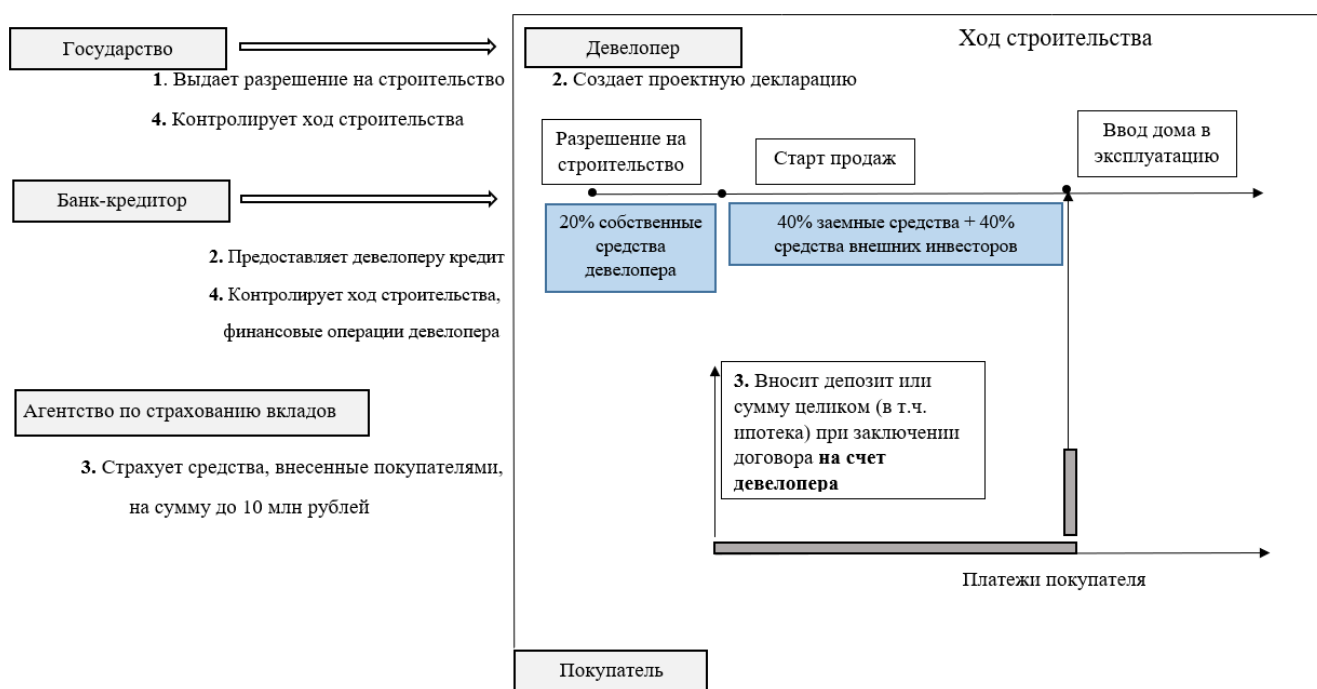
Таблица 1 – Типы моделей финансирования девелоперских проектов

Тип модели	Описание	Пример страны
Модель 1. Использование счета эскроу, раскрытие счета для девелопера после окончания строительства	Покупатель вносит средства на эскроу-счет в размере первого взноса, далее в соответствии с ходом строительства поэтапно вносит оставшуюся сумму (либо вносит всю сумму единовременно). Для компании-девелопера раскрытие счета происходит после окончания работ и сдачи объекта в эксплуатацию	Великобритания, Канада, Россия, США
Модель 2. Использование счета эскроу, раскрытие счета для девелопера поэтапное в соответствии с этапами строительства	Покупатель вносит средства на эскроу-счет в размере первого взноса, далее в соответствии с ходом строительства поэтапно вносит оставшуюся сумму (либо вносит всю сумму единовременно). Компания-девелопер получает доступ к средствам в соответствии с каждым завершённым этапом строительства	Австрия, Франция, Польша
Модель 3. Первоначальные взносы напрямую компании-девелоперу, использование страховых фондов, основной платеж после окончания строительства	Покупатель вносит первоначальный взнос на счет компании-девелопера (без эскроу счетов), по окончании строительства выплачивает оставшуюся сумму. Использование страховых фондов опционально в зависимости от страны	Италия, Испания, Китай (для Китая отсутствуют страховые фонды)

Источник: составлено автором.

Используемая сегодня в России модель финансирования относится к первому типу, согласно которому покупатель целиком вносит сумму цены покупки квартиры на счет эскроу в банке-кредиторе, однако компания-девелопер получает

средства не сразу, а после ввода объекта в эксплуатацию (после оформления первого права собственности). Специфика нового типа модели финансирования, представленной на рисунке 2, заключается в том, что с вводом нового участника процесса финансирования (банка-кредитора) происходит перераспределение рисков между всеми участниками девелоперского проекта. Таким образом, возникла дельта рисков, которая ранее принадлежала компании-девелоперу и которую он перераспределял на покупателей с каждой покупкой. Теперь данная дельта перешла на нового прямого участника процесса – банка-кредитора. Денежным выражением данной дельты риска является плата за пользование кредитными средствами (ранее, при прошлой модели финансирования, девелоперы не платили за пользование средствами дольщиков). Соответственно, необходим пересчет устоявшихся премий за девелоперский риск в ставке дисконтирования.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Схема модели финансирования девелоперского проекта жилищного строительства

Проблема отражения набора рисков в ставке дисконтирования состоит в том, что на сегодня отсутствует единое мнение относительно количества и видов рисков, принимаемых к учету. Большая часть премий определяется экспертно и имеет общепринятые в оценочной практике значения.

Наиболее популярный вид расчета ставки дисконтирования отражен в формуле (1)

$$R_{\text{диск}} = R_{\text{безриск}} + R_{\text{ликв}} + R_{\text{инвест}} + R_{\text{упр}} + R_{\text{девел}}, \quad (1)$$

где $R_{\text{диск}}$ – ставка дисконтирования;

$R_{\text{безриск}}$ – безрисковая ставка;

$R_{\text{ликв}}$ – премия за риск низкой ликвидности;

$R_{\text{инвест}}$ – премия за риск инвестиций в недвижимость;

$R_{\text{упр}}$ – премия за риск управления инвестициями;

$R_{\text{девел}}$ – премия за девелоперский риск.

По результатам анализа состава рисков девелопмента, включаемых в ставку дисконтирования получен следующий вид ставки дисконтирования (2)

$$R_{\text{диск}} = R_{\text{безриск}} + R_{\text{ликв}} + R_{\text{девел}}, \quad (2)$$

где $R_{\text{диск}}$ – ставка дисконтирования;

$R_{\text{безриск}}$ – безрисковая ставка;

$R_{\text{ликв}}$ – премия за риск низкой ликвидности;

$R_{\text{девел}}$ – премия за девелоперский риск.

В формуле (2) в части премии за девелоперский риск предлагается включать совокупный объем девелоперского риска.

До момента поступления кредитных денег от банка и перераспределения дельты риска на него адекватно выглядит использование ставки дисконтирования, рассчитанной по формуле (2), учитывающей совокупный объем девелоперского риска, а с момента вступления банка как участника процесса ставка дисконтирования должна быть уменьшена на размер дельты риска, исходя из того, что девелопер доказывает банку свою репутацию, заверяет надежность проекта и перекладывает на него часть рисков, взамен представляя оплату за нее в виде процентного платежа. Дельта риска, сокращающаяся в этот момент, соответствует процентной ставке, по которой происходит обслуживание займа. Так как ставка динамичная (согласно условиям банка) и зависит от активности покупателей в отношении девелоперского проекта (что равнозначно динамичности его

рискованности в отношении потенциально пониженного спроса), то и ставка дисконтирования будет различаться в зависимости от этого.

Исходя из вышеописанного построена формула расчета ставки дисконтирования (3) для тех этапов реализации девелоперского проекта, когда уже присоединился банк

$$R_{\text{диск2}} = R_{\text{диск1}} - R_{\text{банк}}, \quad (3)$$

где $R_{\text{диск2}}$ – ставка дисконтирования, рассчитанная из условий перехода части рисков на банк;

$R_{\text{диск1}}$ – ставка дисконтирования, рассчитанная для обычных условий;

$R_{\text{банк}}$ – процентная ставка платежа банку за пользование кредитными деньгами.

В целях повышения объективности и прозрачности расчетов ставки дисконтирования и, соответственно, стоимости объекта оценки необходимо создание модели расчета премии за девелоперский риск с возможностью учета в нем совокупного девелоперского риска.

Разработана модель расчета единой премии за девелоперский риск для моделирования ставки дисконтирования, включающая в себя совокупную оценку риска реализации девелоперского проекта жилищного строительства, которая способствует повышению объективности и прозрачности результатов стоимостной оценки девелоперского проекта.

В современном российском оценочном сообществе существуют общепринятые примерные диапазоны для ставок дисконтирования в зависимости от стадии проекта и его функционального назначения (коммерческого или жилого), а также диапазоны премий за девелоперский риск (аналогично – для разных стадий и назначений проекта). Границы диапазонов сформированы на основании накопленной за последние десять лет рыночной практики, и, несмотря на то, что они имеют обоснование, используемое в отчетах об оценке, специфика инструмента ставки дисконтирования и характер ее моделирования позволяют оценщикам совершать ряд маневров при ее расчете. При том, что ставка дисконтирования является важным инструментом стоимостной оценки

девелоперских проектов, формально закрепленные методы расчета ставки дисконтирования для девелоперских проектов и премий за риски отсутствуют, а количественные показатели определяются экспертно.

Сегодня сложилась ситуация, когда установленные диапазоны перестают быть актуальными в силу изменений на рынке девелопмента, изменения привычной модели финансирования и сдвига дельты рисков девелопмента. Изменившиеся условия диктуют необходимость модернизации комплексного инструмента определения ставки дисконтирования с учетом соблюдения требований к простоте, прозрачности и понятности в применении.

Для расчета премии за девелоперский риск, включаемый в состав ставки дисконтирования при кумулятивном построении, проведен анализ девелоперских рисков на базе имеющихся в распоряжении данных по реальным проектам на территории России.

На базе программного обеспечения Python с использованием инструмента машинного обучения Scikit-learn было построено линейное регрессионное уравнение, учитывающее перечисленные выше факторы. Выборку составили 30 девелоперских проектов, расположенных на территории Москвы. Коэффициент детерминации составил 0,865, что показывает достаточно тесный уровень взаимосвязи между факторами и результирующим значением. Уравнение расчета единой премии за девелоперский риск имеет следующий вид формулы (4)

$$R_{\text{девел}} = 0,0060868657 + 0,0027040327 \times X_1 - 0,0239831838 \times X_2 + 0,0000085448 \times X_3 - 0,0000023829 \times X_4 + 0,0000030570 \times X_5 + 0,0014245902 \times X_6, \quad (4)$$

где $R_{\text{девел}}$ – единая премия за риск;

X_1 – фактор стадии готовности;

X_2 – фактор соответствия категории и вида разрешенного использования;

X_3 – фактор ценности территории;

X_4 – фактор удаленности от станции метро;

X_5 – фактор расстояния до ближайшей зоны рекреации;

X_6 – фактор инвестиционного менеджмента.

По результатам практического применения модели в процессе оценки девелоперского проекта жилищного строительства выявлено, что модель

способствует повышению объективности и прозрачности результатов стоимостной оценки девелоперского проекта, так как все используемые факторы в модели находятся в открытых источниках данных, что в свою очередь сглаживает информационное неравенство между оценщиками и иными заинтересованными лицами. Также данная модель исключает экспертный характер присвоения оценок риск-факторам. Помимо этого, в процессе анализа дополнительной выборки (1 000 девелоперских проектов на территории Москвы и Московской области) была проверена и нашла подтверждение гипотеза о перераспределении дельты рисков между участниками, выраженная в виде процентной ставки за обслуживание кредитных средств, что характеризует учет условий финансирования в процессе моделирования стоимости объекта.

Предложены методические рекомендации по совершенствованию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства с использованием разработанного инструментария, включающего в себя модель расчета премии за девелоперский риск, и рекомендации по учету условий финансирования посредством пересчета ставки дисконтирования кумулятивным подходом в зависимости от перераспределения рисков между участниками девелопмента.

Стоимостная оценка любого вида имущества – это комплексный, многогранный и динамический процесс, целью которого является определение реальной стоимости объекта оценки. Основными требованиями, предъявляемыми к процессу, служат адекватность и точность расчетов в рамках всего комплекса мероприятий стоимостной оценки. Достижение и удовлетворение данным требованиям может строиться только с помощью качественной входящей информации, грамотно использованного инструментария обработки и препарирования данной информации и гармонизированного нормативного регулирования, контролирующего и направляющего оценочную деятельность.

В этой связи среди основных предложений внутри методических рекомендаций рассмотрены три направления: совершенствование инструментария, повышение качества информации, гармонизация нормативного регулирования.

В рамках направления по совершенствованию применяемого инструментария рассмотрены три пункта:

1) Внедрение разработанной модели расчета единой премии за девелоперский риск при моделировании ставки дисконтирования кумулятивным подходом, которая будет учитывать единую премию за риск девелопмента. Модель описана формулой (4). Использование данной модели будет способствовать повышению объективности и прозрачности результатов стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства.

2) Учет условий финансирования за счет пересчета ставки дисконтирования кумулятивным подходом в зависимости от перераспределения рисков между основными участниками девелопмента. Данная рекомендация основывается на использовании формулы (3) расчета ставки дисконтирования. Преимущество использования данной техники основано на изменившейся модели финансирования девелоперских проектов жилищного строительства, снятия части рисков с компаний-девелоперов при реализации проектов и перераспределения на банки и, соответственно, необходимости учета данных изменений.

3) Внедрение анализа чувствительности итоговой стоимости девелоперского проекта к различным ценообразующим показателям в качестве обязательного этапа процесса стоимостной оценки (аналогично обязательному проведению анализа наиболее эффективного использования). Проведение анализа чувствительности будет способствовать выработке единой корреляции между стоимостью проекта и набором определенных показателей.

В рамках направления гармонизации нормативного регулятора оценочной деятельности предложено рассмотреть вариант модернизации российской нормативно-правовой базы по оценочной деятельности, а именно разработки дополнительного стандарта, который бы описывал стоимостную оценку девелоперских проектов. При разработке стандарта необходимо закрепление понятия «девелоперский проект» или «недвижимость в процессе девелопмента» (аналогично терминологии, применяемой в Международных стандартах оценки) в качестве объекта оценки, что позволит устранить существующие противоречия в

понимании сути объекта оценки девелопмента как имущественных прав на земельный участок, дополненных улучшениями в виде проектной документации и технико-экономических параметров.

Третье направление методических рекомендаций связано с повышением качества информации, внутри которого предлагается проведение комплексного и всестороннего анализа рынка, в том числе ориентированного на анализ основных ценообразующих факторов со стороны внешней среды и специфических ценообразующих факторов объекта оценки (имущества в процессе девелопмента), мониторинг общих настроений на рынке девелоперских услуг, выраженных во мнениях основных игроков рынка; создание единой базы по мониторингу, сбору и аккумулированию данных по совершенным сделкам, проведенным оценкам стоимости и иным элементам.

III Заключение

В рамках работы проведен анализ подходов к понятию, сущности и инструментарию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства, обоснованы принципы формирования инструментария стоимостной оценки девелоперского проекта и определены его ценообразующие факторы. Типологизированы модели финансирования девелоперских проектов жилищного строительства, проведен анализ рисков, включаемых в состав ставки дисконтирования кумулятивным подходом, разработана модель расчета премии за девелоперский риск как составной части расчета ставки дисконтирования и сформулированы рекомендации по совершенствованию стоимостной оценки девелоперских проектов жилищного строительства.

Реализация основных положений и предложений работы будет способствовать повышению объективности и прозрачности процесса стоимостной оценки, развитию понятий девелоперского проекта и его инструментария. Теоретическая и практическая значимость результатов исследования заключается в развитии положений оценки стоимости различных видов имущества и

потенциальном использовании предложений и рекомендаций при проведении процесса стоимостной оценки.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

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

1. Хейфец, Е.Е. Современная система земельно-правовых отношений и налогов на недвижимость в Китае / Е.Е. Хейфец // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2017. – № 5 (188). – С. 19-33. – ISSN 2072-4098.
2. Хейфец, Е.Е. Жилищные реформы и реновация жилого фонда в Китае. Опыт для России / Е.Е. Хейфец // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2019. – № 2 (209). – С. 18-28. – ISSN 2072-4098.
3. Хейфец, Е.Е. Девелоперские проекты жилищного строительства: сущность и основные риски / Е.Е. Хейфец // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 6 (107). – С. 1078-1080. – ISSN 1999-2300.
4. Хейфец, Е.Е. Структура финансирования девелоперских проектов и переход на эскроу-счета / Е.Е. Хейфец // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 10 (111). – С. 924-926. – ISSN 1999-2300.
5. Хейфец, Е.Е. Анализ источников и механизмов финансирования девелоперских проектов жилищного строительства / Е.Е. Хейфец // Российский экономический интернет-журнал. – 2020. – № 4. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/b57/b5737dda14d007098caf3e70a2c92c1d.pdf>. (дата обращения: 10.10.2020).
6. Хейфец, Е.Е. Инструментарий стоимостной оценки девелоперских проектов / Е.Е. Хейфец // Российский экономический интернет-журнал. – 2020. – № 4. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/1e8/1e8c0db6b5598b6b168b1ab19ea95a89.pdf>. (дата обращения: 21.12.2020).

Публикации в других научных изданиях:

7. Хейфец, Е.Е. Сравнительный анализ международного опыта определения стоимости объектов недвижимости при формировании налоговой базы / Е.Е. Хейфец // Стоимостьная оценка в России: новые вызовы и перспективы : материалы Восьмой Международной конференции; составитель И.В. Косорукова. – Москва : Университет «Синергия», 2017. – С. 83-88. – ISBN 978-5-4257-0317-0.

8. Хейфец, Е.Е. Assessment of economic effects of Moscow programme of renovation = Оценка экономических эффектов московской программы реновации / Е. Kheifetz // Baltic Surveying. International scientific journal. – 2018. – № 1. Volume 8. – ISSN 2255-999X. – Текст : электронный. – DOI 10.22616/j.balticsurveying.2018.006. – URL: http://balticsurveying.eu/Volume_8_journal.pdf. (дата обращения: 10.02.2020).

9. Хейфец, Е.Е. Интегрированная оценка инвестиционно-девелоперских проектов / Е.Е. Хейфец // Экономические науки. – 2020. – № 4 (185). – С.162-166. – ISSN 2072-0858.