

Шилова А.Л.,
аспирант Санкт-Петербургского государственного инженерно - экономического университета

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЪЕКТА ПРОМЫШЛЕННОЙ НЕДВИЖИМОСТИ: СУЩНОСТЬ, ФАКТОРЫ ВЛИЯНИЯ, МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

Статья посвящена решению проблем на рынке промышленной недвижимости. Представлены отличительные особенности недвижимости как источника дохода от иных финансовых активов, систематизированы факторы, определяющие инвестиционную привлекательность региона. Предлагается механизм оценки инвестиционной привлекательности объекта промышленной недвижимости

Экономический рост, декларируемый как основная стратегия устойчивого развития России, невозможен без радикального изменения ее рынка недвижимости. Наиболее существенное отличие недвижимости состоит в том, что она одновременно способна выступать для разных лиц в разных экономических качествах. В экономической теории традиционно принято деление всех активов (вещей, ценностей) на два крупных класса:

§ реальные активы (здания, сооружения, оборудование, товары) непосредственно вовлечены в производственный процесс, их производительное использование приносит доход. В последнее время в составе реальных активов уже с определенной традицией выделяются нематериальные активы, также вовлеченные в процесс производства, но не имеющие вещной природы;

§ финансовые активы (наличные деньги, счета в банках, ценные бумаги) являются отражением определенного вклада в производственный процесс и без видимого участия в нем приносят доход (не случайно их иногда называют фиктивными активами).

Один и тот же объект недвижимости может выступать для разных лиц и как товар и как капитал. Двойственность недвижимости как экономического ресурса ведет к многообразию мотивов приобретения недвижимости и факторов, влияющих на принятие решений о приобретении недвижимости.

Если недвижимость приобретается для получения дохода через сдачу в аренду, в доверительное управление и для других подобных способов использования, то она рассматривается как разновидность финансовых активов, если она приобретается для потребления (производственного или личного), то, как разновидность реальных активов.

Для выделения недвижимости, рассматриваемой с точки зрения обеспечения функционирования предприятия или организации как часть реальных активов, используется понятие «операционная» недвижимость, а недви-

жимости, используемой для извлечения дохода вне производственной деятельности, - «инвестиционная» недвижимость.

Очевидно, что один и тот же объект недвижимости будет иметь разную ценность в зависимости от того, как он используется с экономической точки зрения. Так, производственное здание, построенное по уникальной технологии, может иметь весьма высокую ценность как часть активов конкретного предприятия, но получение дохода от сдачи его в аренду может быть вовсе нереальным как раз в силу этой уникальности.

Если недвижимость рассматривается с точки зрения ее использования как части активов предприятия, то очевидно, что на первый план выходят следующие вопросы.

§ Какая недвижимость необходима предприятию для успешного осуществления его деятельности?

§ Где должна быть расположена недвижимость предприятия?

§ Насколько эффективно используется недвижимость с точки зрения эффективности предприятия в целом?

§ Каков должен быть правовой статус используемых предприятием объектов недвижимости (собственность, аренда) и как должны быть разделены правомочия различных уровней управления и подразделений по отношению к недвижимости?

§ Каким образом должно быть организовано управление недвижимостью?

При выборе недвижимости как объекта инвестирования возникают иные вопросы.

§ Следует ли предпочесть инвестирование в недвижимость другим направлениям инвестиций?

§ Может ли недвижимость рассматриваться рациональным инвестором как актив, который должен занимать место среди иных активов?

§ Какова может быть доля недвижимости в общем портфеле активов?

Ясно, что для ответа на эти вопросы необходимо понять, чем же отличается недвижимость от иных финансовых активов, в чем ее основные характеристики как источника дохода.

Эти характеристики могут быть сведены к следующему.

1. Формы доходов от недвижимости

Доход от недвижимости может выступать в различных формах:

§ в виде будущих потоков денежной наличности;

§ в виде возрастания стоимости недвижимости, т. е. в виде увеличения богатства собственника недвижимости;

§ в виде дохода от будущей продажи недвижимости.

2. Особенности доходов от недвижимости

§ Стабильность дохода. В большинстве случаев доход, который приносит недвижимость, выступает в форме арендной платы. Договоры аренды, как правило, среднесрочные и долгосрочные — от 3-х до 10—15 и более лет. Отсюда - большая стабильность дохода, чем по акциям. Дивиденды, влияющие на курсовую цену акций, производны от прибыли, прибыль - от объема про-

даж, объем продаж может изменяться весьма динамично. Кроме того, на доходность ценных бумаг гораздо более серьезное влияние оказывают спекулятивные мотивы.

§ **Необходимость высокого «порогового» уровня инвестиций.** Недвижимость довольно затруднительно приобрести именно в таком количестве, в котором хотелось бы инвестору. Для приобретения недвижимости необходимы значительные и вполне определенные по масштабам средства, что, с одной стороны, может потребовать уменьшения иных активов, с другой - у инвестора может просто не оказаться достаточных средств.

§ **Необходимость в управлении.** Недвижимость в отличие от иных активов в большей степени нуждается в управлении для получения дохода. От эффективности управления существенно зависит уровень доходности. Отсюда следуют, по меньшей мере, два вывода:

- 1) для большинства инвесторов недвижимость как объект инвестирования представляет довольно сложный актив;
- 2) для инвесторов, обладающих достаточными знаниями в сфере управления недвижимостью, недвижимость может быть более предпочтительным объектом инвестирования, позволяющим извлекать больший доход и обладать контролем над активом.

§ **Неоднородность.** Недвижимость - неоднородный актив. Даже если мы имеем два идентичных по своим техническим характеристикам офисных здания, то как минимум по своему местоположению они различаются. Неоднородность недвижимости - фактор, определяющий существенную дифференциацию в доходах между различными единицами недвижимости одного типа в пределах даже одного региона.

§ **Защищенность доходов от инфляции.** Недвижимость – актив, в большей степени, чем другие, защищенный от инфляции. Через арендную плату или цену (которая является величиной, в определенной мере производной от арендной платы) инфляция переносится в доход так, что доход растет вместе с инфляцией.

§ **Высокие транзакционные издержки.** Недвижимость - актив, сделки с которым требуют высоких транзакционных издержек. Для коммерческой недвижимости эти издержки составляют примерно 1 % от цены недвижимости, для жилой они существенно выше и могут быть до 10 % от цены объекта.

§ **Низкая ликвидность.** Недвижимость - актив, обладающий относительно низкой ликвидностью. Продажа недвижимого имущества может занимать при адекватной оценке ее возможной цены до 90-120 дней, а при завышении цены этот срок может быть гораздо более существенным. Проблема ликвидности отчасти может быть решена путем правильной политики цен, что включает в себя как правильный уровень цены, так и время продаж.

Существенно, что при общем высоком уровне цен и позитивном развитии рынка, даже относительно незначительное снижение цены может ускорить процесс реализации недвижимости, в то время как при пассивном рынке даже существенное снижение может не дать эффекта.

§ Низкая корреляция доходов от недвижимости с доходами от иных активов. Относительная независимость доходов от недвижимости по сравнению с доходами от иных видов активов делает недвижимость своего рода арбитражем для портфелей активов.

§ Особенности ценообразования. Цены на фондовом рынке являются прямым следствием последних сделок с ценными бумагами, прежде всего корпоративными. Ценообразование на рынке недвижимости - результат оценки недвижимости и переговоров между участниками сделки.

§ Сохранность инвестируемых средств. Недвижимость предоставляет инвестору больше гарантий сохранности инвестированных средств. Земля - неуничтожима (если не учитывать возможного ухудшения ее качеств). Здания и сооружения - долговечные конструкции.

В то же время обеспечение сохранности имущества может требовать дополнительных усилий (страхования, например).

§ Сложность финансовых потоков. В большинстве случаев инвестиции в недвижимость связаны с отрицательными денежными потоками в начале жизненного цикла недвижимости - в период создания объекта, затем по мере сдачи объекта в аренду они трансформируются в положительные, а за пределами срока экономической жизни объекта вновь становятся отрицательными. Продажа недвижимости дает еще один положительный денежный поток.

Обладая рядом существенных особенностей по сравнению с другими видами активов, недвижимость может рассматриваться и как часть общего инвестиционного портфеля, позволяя снизить общий портфельный риск в силу своей непосредственной связи с реальной экономикой, и как самостоятельный актив, приносящий доход.

Двойственность недвижимости как экономического актива создает многообразие мотивов и источников для финансирования недвижимости.

Недвижимое имущество в силу двойственности его природы как экономического актива вынуждено одновременно конкурировать и на рынке финансовых активов, и на рынке реальных активов.

Большинство экономистов придерживается точки зрения, что инвестиционная привлекательность любой хозяйственной системы есть обобщенная характеристика совокупности социальных, экономических, организационных, правовых, политических, социокультурных предпосылок, предопределяющих целесообразность её инвестирования [2].

Традиционно понятие инвестиционная привлекательность означает наличие таких условий инвестирования, которые влияют на предпочтения инвестора в выборе того или иного объекта инвестирования. Объектом инвестирования может выступать отдельный проект, предприятие в целом, корпорация, город, регион, страна. Объект каждого уровня (и, соответственно, его инвестиционная привлекательность) обладает собственным набором значимых свойств, но в то же время в силу своих особенностей имеет свою специфику.

Так, инвестиционная привлекательность региона определяется рядом следующих факторов: рисунок 1. Выделяя двойственный характер недви-

мости, оценим факторы влияния как значимые для недвижимости - финансового актива и недвижимости - реального актива (таблица 1).

В таблице 1 перечислены факторы прямого влияния на объект недвижимости, тогда как перечисленные на рис. 1. факторы в данном случае относятся к факторам косвенного влияния, создающим социально-экономическую среду проекта.



Рисунок 1. Факторы влияния на инвестиционную привлекательность региона

Исходя из вышеизложенного, механизм оценки инвестиционной привлекательности объекта промышленной недвижимости в целях выбора стратегии управления может быть следующим (рис.2.).

Для выбора базовой инвестиционной стратегии целесообразно использовать экономико-математическую модель рейтинговой оценки привлекательности инвестиционных проектов, связанных с приобретением и эффективным использованием промышленных и коммерческих объектов недвижимости. В ее основе лежит матрица «привлекательность варианта инвестирования - инвестиционная стоимость промышленного (коммерческого) объекта» [1].

Таблица 1

Факторы влияния на инвестиционную привлекательность объекта
промышленной недвижимости

Факторы влияния	Недвижимость как финансовый актив	Недвижимость как реальный актив
1	2	3
Изменяемые в долгосрочном периоде факторы		
Степень конкуренции на стороне предложения	Цены снижаются, привлекательность растет	Влияет в той мере, в какой на рынке есть полные аналоги объекта
Уникальность профиля объекта промышленной недвижимости	Не значительное влияние	Превалирующее влияние
Развитость инфраструктуры (микросреда)	Влияет незначительно	Значительное влияние
Изменяемые в краткосрочном периоде факторы		
Степень конкуренции на стороне спроса	Привлекательность растет на фоне возможного роста цен	Привлекательность растет на фоне возможного роста цен
Спрос на продукцию, выпускаемую предприятием	Влияет незначительно	Значительное влияние
Доля рынка	Влияет незначительно	Значительное влияние
Рентабельность предприятия	Влияет незначительно	Значительное влияние
Риск	Значительное влияние	Значительное влияние
Размер требуемых инвестиций	Значительное влияние	Влияет незначительно
Продолжительность реализации проекта (новое строительство, реконструкция, капитальный ремонт)	Значительное влияние	Значительное влияние

Матрица основана на сопоставлении двух показателей - привлекательности варианта инвестирования и инвестиционной стоимости объекта недвижимости. При этом отбор факторов инвестиционной стоимости зданий должен быть осуществлен на основании экспертного опроса с использованием методов системного анализа, в частности, принципа Парето, согласно которому из множества факторов, влияющих на стоимость недвижимости, отбираются только те, для которых не выполняется следующее неравенство:

$$f_i(x^*) > f_i(x),$$

где f_i - инвестиционная стоимость объекта недвижимости;

$i = 1, \dots, n$, - варианты стратегии инвестора;

x, x^* - множество факторов инвестиционной стоимости.

Для определения количественного показателя привлекательности варианта инвестирования, отобраным факторам на основании экспертного опроса придают удельные веса в зависимости от отраслевой принадлежности будущего предприятия, а также с учетом базовой инвестиционной стратегии.

Далее каждому фактору присваивается соответствующий балл (рейтинг), отражающий реализуемость выбранного варианта инвестирования.



Рисунок 2. Механизм оценки инвестиционной привлекательности объекта промышленной недвижимости в целях выбора стратегии управления

Взвешенные рейтинги привлекательности варианта инвестирования получают путем умножения рейтинга рассматриваемого варианта по каждому фактору (по шкале от 1 до 10) на удельный вес фактора. Сумма взвешенных рейтингов всех факторов характеризует относительную привлекательность данного варианта инвестирования в баллах:

- 1-4 балла - низкая привлекательность;
- 4-7 баллов - средняя привлекательность;
- 7-10 баллов - высокая привлекательность.

Проведенные исследования, показывают следующее соотношение этих подходов:

§ при реализации инвестиционной стратегии, рассматривающей объект промышленной недвижимости как финансовый актив, удельный вес зданий и сооружений в объеме дохода производственной системы составляет 60 - 75 %;

§ при реализации инвестиционной стратегии, рассматривающей объект промышленной недвижимости как реальный актив, удельный вес зданий и сооружений в объеме дохода производственной системы составляет 6 - 16 %.

Предлагаемый подход [1] к оценке инвестиционной привлекательности промышленных (коммерческих) зданий и сооружений имеет ряд преимуществ по сравнению с существующими. Во-первых, данный подход позволяет инвестору на основе выработанной базовой стратегии и анализа инвестиционной привлекательности объекта принять обоснованное решение по его эффективному использованию. Во-вторых, предлагаемый подход к оценке инвестиционной привлекательности прост в понимании и внедрении его на практике.

Список использованной литературы

1. Король С.В. Методические основы повышения эффективности управления коммерческой недвижимостью социального назначения в промышленном комплексе/ дисс. на соискание уч. степени к.э.н.- СПб.: СПбГИЭУ, 2005
2. Цакунов С. Инвестиции в России: ожидание оттепели//Рынок ценных бумаг. 1988. № 6. с. 105; Управление инвестициями. Т. 1. М., 1998. с. 66.
3. Завлин П.В., Васильев А.В. Оценка эффективности инвестиций. – СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 1998. – 216 с.
4. Организация строительного производства: Учебник для вузов / Т.Н. Цай, П.Г. Грабовый, В.А. Большаков и др. – М.: Изд-во АСВ, 1999 г. - с.347.
5. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2002 г.
6. Тэпман Л.Н. Оценка недвижимости: Учеб. пособие для вузов / Под ред. Проф. В.А. Швандра. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004 г. – 303 с.
7. Федотова М., Уткин Э.А. Оценка недвижимости и бизнеса. Учебник. – М.: Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». Издательство «ЭКМОС», 2002 г. – 352 с.