

УДК 336.64

О НОРМАТИВНОМ ПОДХОДЕ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ТРЕБУЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ В ПРОЕКТЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО АРЕНДНОГО ЖИЛЬЯ

М.А. Лаврентьев

РУДН им. Патриса Лумумбы, Москва, Российская Федерация, email: lavrentyevmaksim@live.ru

Аннотация. Автором предложено оригинальное решение проблемы оценки стоимости капитала для оценки проектов институционального арендного жилья через синтез общепринятых подходов к определению стоимости финансирования теории корпоративных финансов, включая модель WACC, и особенностей правовой рамки регулирования банковской деятельности (Basel III) в рамках авторского нормативного подхода к оценке требуемой доходности на инвестированный капитал при осуществлении таких инвестиций с баланса финансовых институтов.

Ключевые слова: арендное жильё; рынки жилья; оценка недвижимости; инвестиционная стоимость; требуемая доходность; стоимость капитала.

ON A NORMATIVE APPROACH TO DETERMINE REQUIRED RETURNS FOR FINANCIAL INSTITUTIONS' INVESTMENTS IN INSTITUTIONAL RENTAL HOUSING PROJECTS

M.A. Lavrentyev

Patrice Lumumba RUDN, Moscow, email: lavrentyevmaksim@live.ru

Abstract. The author proposes an original solution to the problem of estimating the cost of capital for evaluating institutional rental housing projects through a synthesis of generally accepted approaches to determining the cost of financing in corporate finance theory, including the WACC model, and the specifics of the legal framework for regulating banking activities (Basel III) within the author's normative approach to assessing the required return on invested capital when making such investments from the balance of financial institutions.

Keywords: rental housing; housing markets; real estate valuation; required rate of return; cost of capital.

Дата поступления статьи в редакцию: 11.08.2025

Дата принятия статьи в печать: 18.09.2025

Введение

Одной из центральных задач в процессе оценки стоимости бизнеса или инвестиционного проекта является определение стоимости финансирования (ставки дисконтирования, требуемой доходности). Корректное определение этого показателя напрямую влияет на процесс приведения стоимости будущих денежных потоков к дате оценки, а значит — на итоговую оценку стоимости объекта. Ошибки в определении стоимости капитала могут привести к существенному искажению инвестиционных решений. Этот вопрос системно рассматривался ещё в работах Ф. Модильяни и М. Миллера [1], которые показали фундаментальную связь между структурой капитала, риском и стоимостью предприятия.

Одним из ключевых инструментов, связывающих стоимость собственного и заемного капитала, является средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Этот показатель отражает среднюю ставку доходности, которую инвесторы ожидают от вложений в предприятие с учётом структуры его финансирования. Концепция WACC подробно рассматривалась в работах Брейли и Майерса [2] как центральный элемент в инвестиционном анализе. При расчёте WACC ставка по заемному капиталу корректируется на налоговый щит, а стоимость собственного капитала определяется с использованием таких моделей, как CAPM или кумулятивный метод. Таким образом, WACC служит интегральным показателем, отражающим требуемую доходность всех источников капитала и выступающим основной ставкой дисконтирования при оценке проектов и компаний.

Классическим и широко применяемым подходом к оценке стоимости собственного капитала является модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), предложенная У. Шарпом [3]

и независимо развиваемая Дж. Линтнером [4]. CAPM позволяет определить требуемую доходность на основе безрисковой ставки, премии за рыночный риск и бета-коэффициента, отражающего чувствительность актива к колебаниям рынка. Однако применение данной модели требует наличия торгуемых аналогов, по которым можно достоверно оценить бета-коэффициент и рыночные премии. В отсутствие таких данных использование CAPM становится методологически уязвимым.

В ситуациях, когда публичные аналоги отсутствуют или рынок недостаточно ликвиден, применяется кумулятивный (build-up) метод. Он строится на сложении безрисковой ставки и надбавок за различные типы рисков: рыночный, отраслевой, размер компании, страновой, а также специфический риск объекта оценки. Этот подход был подробно описан в работах М. Гордона [5] и в исследованиях Ш. Пратта [6], где подчёркивается, что ключевое условие его корректности — наличие наблюдаемых и стабильных премий. В противном случае итоговая ставка дисконтирования будет носить субъективный характер и утратит аналитическую обоснованность.

Проекты институционального арендного жилья (ИАЖ, build-to-rent), функционирующие как единый имущественный комплекс под управлением профессионального оператора, имеют существенные отличия от традиционных объектов оценки. Доходность таких проектов формируется преимущественно за счёт чистого операционного дохода (Net Operating Income, NOI), поступающего от сдачи площадей в аренду, либо вознаграждения за управление объектом, а также от возможной переоценки портфеля арендных домов или прав на управление ими. Подобная структура доходов сближает их с коммерческой недвижимостью, но при этом жилая доходная недвижимость имеет свою специфику и свой профиль риска в условиях российского рынка.

Рассмотренные выше классические методы определения стоимости капитала — в первую очередь модель оценки капитальных активов (CAPM) и кумулятивный метод — предполагают наличие достоверных рыночных данных по аналогичным активам. Однако для ИАЖ на российском рынке наблюдается отсутствие торгуемых аналогов: ни публичных компаний, чья структура доходов и рисков совпадала бы с объектом оценки, ни достаточного объёма сделок для построения статистически значимой выборки. Это делает невозможным корректное определение бета-коэффициента и рыночной премии по CAPM, а также затрудняет объективное формирование премий за риск в рамках кумулятивного метода.

Дополнительным ограничением выступает низкая текущая доходность таких проектов, особенно на этапе выхода на операционную окупаемость. В условиях высоких процентных ставок по долговому финансированию становится невозможным прямое использование рыночных долговых инструментов в качестве ориентира для расчёта стоимости заемного капитала. Это снижает применимость классических моделей WACC, ориентированных на баланс между доходностью капитала и степенью риска.

Существует два основных подхода к преодолению указанных ограничений.

Первый вариант заключается в реализации отдельных квартир розничным инвесторам на этапе строительства. Такой механизм позволяет классифицировать проект как стандартное жилищное строительство, что, в свою очередь, обосновывает применение ставок дисконтирования, используемых в практике девелоперов. Данный подход реализован, в частности, в бизнес-модели YES Apartments [7].

Второй вариант предполагает финансирование проекта с баланса финансовых институтов, которые воспроизводят логику долгового финансирования, при этом не ориентированы на получение текущей доходности для обслуживания процентных расходов. Примером такой схемы является бизнес-модель арендного жилья, применяемая ДОМ.РФ [8].

В последнем случае становится возможным использование специального нормативного подхода к определению требуемой доходности, который объединяет методы оценки бизнеса с требованиями регулирования банковской деятельности в соответствии с положениями стандарта Basel III и является предметом рассмотрения в рамках настоящей статьи.

Результаты исследования

Разработка и апробация нормативного подхода

Для применения модели WACC (средневзвешенной стоимости капитала) необходимо определить три ключевых элемента:

1. Стоимость заемного капитала (rD).
 2. Стоимость собственного капитала (rE).
 3. Структура источников финансирования — объем заемного капитала (D) и собственного капитала (E).
- Эти параметры подставляются в классическую формулу:

$$WACC = \frac{D}{D+E} * r_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * r_E,$$

где t — ставка налога на прибыль.

Далее рассмотрим подходы к оценке каждого элемента, ограничения в контексте проектов институционального арендного жилья (ИАЖ) и способы их преодоления при условии реализации с баланса финансовых институтов.

1. Стоимость долга

Оценка данного элемента является самой простой для финансовых институтов, в которых используется трансфертная кривая ставок (по которым финансовая организация может привлекать дополнительные средства с финансового рынка, с учетом своего уровня риска). Далее по трансфертной кривой определяется требуемая доходность по долговому финансированию для конкретной дюрации проекта, которая также является ориентиром доходности к погашению, с учетом которой будет формироваться цена при размещении этим банком облигаций с соответствующей дюрацией.

Для примера произведем оценку стоимости финансирования для Банка ВТБ. Учитывая высокое качество заемщика и максимальный кредитный рейтинг на уровне ruAAA от Эксперт РА [9], используем в расчете пятилетнее значение [10] кривой бескупонной доходности ОФЗ по состоянию на 7 августа 2025 г. — 13,5%, с дополнительной премией 1 п.п. (стандартное значение g-spread, наблюдаемое [11] в 1 половине 2025 г.), что дает теоретическую стоимость долгового финансирования в размере 14,5% годовых.

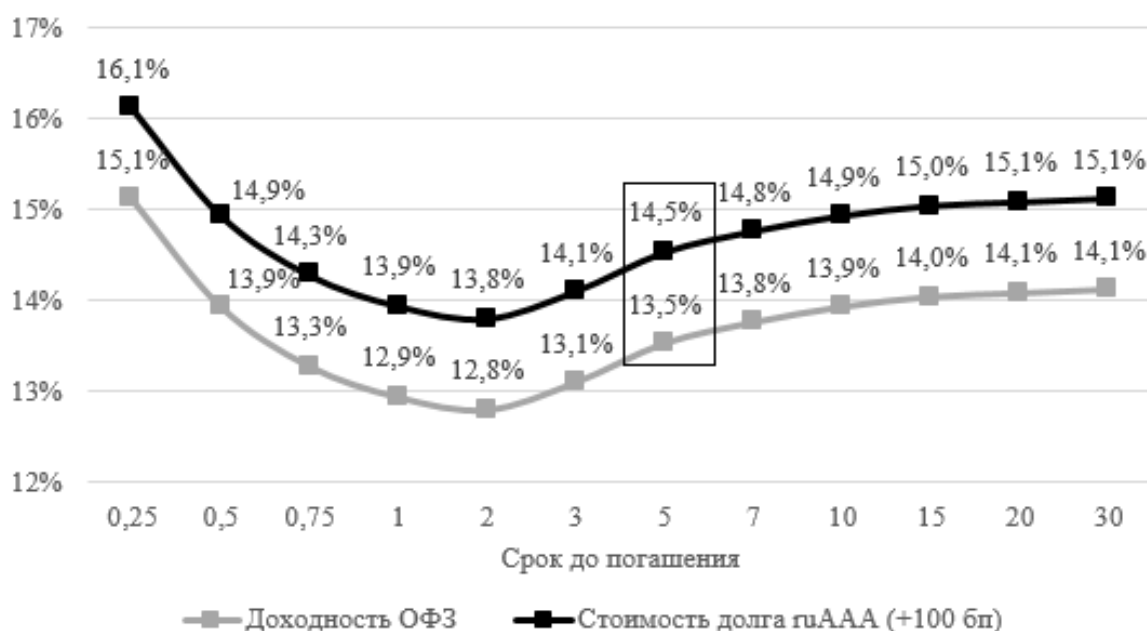


Рис. 1. Кривая бескупонной доходности ОФЗ [10] по состоянию на 08.08.2025 и теоретическая стоимость долга заемщиков с рейтингом ruAAA

Также для сравнения рассчитаем стоимость долга Банка ВТБ в условиях нормализации ситуации на финансовых рынках. Аналогичным образом, при значении нейтральной процентной ставки ЦБ РФ в размере 8% [12] и премии 1 п.п., теоретическая стоимость долгового финансирования составляет 9%.

2. Стоимость собственного капитала

Классический подход к определению стоимости собственного капитала представлены САРМ, реализуемый в условиях наличия торгуемых аналогов, для которых можно определить коэффициенты beta. Однако, проекты ИАЖ в России не соответствуют этому требованию. Стандартным способом преодоления ограничения является применение экспертных кумулятивных моделей, для которых также необходимы наблюдаемые значения премий за различные элементы риска.

При реализации проектов с баланса финансовых институтов целевая доходность собственных средств часто задана в документах стратегического планирования в виде целевой рентабельности собственного капитала, например, для Группы ВТБ 20% [13], для Сбера 22% [14] и т.д.

Далее для оценки требуемой доходности проектов ИАЖ, реализуемых с баланса Банка ВТБ, используем целевую ставку доходности собственного капитала на уровне 20%.

3. Структура капитала

При оценке бизнеса берется в виде целевого соотношения рыночной стоимости долга и собственного капитала, однако, в парадигме финансовых институтов строго задана для различных активов через требование к достаточности капитала (CAR, норматив H1.0 или H20.0 для группы) и риск-веса активов в рамках стандартов Basel III [15].

Действительно, если норматив достаточности капитала (CAR) показывает, сколько единиц собственного капитала должно приходиться на единицу активов, взвешенных по риску (RWA), то риск-вес (RW) показывает, как стоимость актива транслируется в RWA для целей расчета достаточности капитала. При перемножении данных показателей получается показатель, сколько единиц собственного капитала должно приходиться на единицу справедливой стоимости соответствующего актива, в который инвестирует финансовый институт.

Если нормативы ЦБ по достаточности капитала, включая различные буферы, являются публичными и содержатся в инструкции ЦБ РФ [16], то поиск риск-веса для такого специфического актива, как инвестиционная недвижимость, представляет из себя более сложную задачу. Известно, что данный риск-вес для ДОМ.РФ определен правительством России [17] на уровне 150%, предположим, это является стандартным значением для использования далее в рамках апробации. Также возьмем норматив достаточности капитала 9% для Группы ВТБ на 01.07.2025 [18]).

Итоговая доля собственного капитала для ВТБ составляет:

$$d_D = CAR * RW_{RE} = 9\% * 150\% = 13,5\%.$$

Подставим полученные данные, а также налоговый мультипликатор при ставке налога на прибыль 25% в таблицу 1 для расчета искомого показателя WACC по состоянию на август 2025 г.

Таблица 1

Расчет посленалогового WACC по состоянию на август 2025 г.

Вид капитала	Стоимость	Налог. мульт.	Доля	WACC
-	1	2	3	4 = [1]x[2]x[3]
Собственный	20.0%	1.00	13.5%	2.70%
Долговой	14.5%	0.75	86.5%	9.41%
Сумма	-	-	-	12.11%

Посленалоговый WACC получился равным 12,11% в условиях высоких ставок, фактически наблюдаемых на рынке. При использовании показателей, характерных для стабилизированного финансового рынка при нейтральной ставке ЦБ, получим посленалоговый WACC на уровне 8,54%.

Таблица 2

Расчет стабилизированного посленалогового WACC

Вид капитала	Стоимость	Налог. мульт.	Доля	WACC
-	1	2	3	4 = [1]x[2]x[3]
Собственный	20.0%	1.00	13.5%	2.70%
Долговой	9.0%	0.75	86.5%	5.84%
Сумма	-	-	-	8.54%

При необходимости расчета доналогового WACC, например, для целей определения ставки капитализации по NOI, произведем обратную поправку налоговых мультипликаторов (столбец 2).

Таблица 3

Расчет стабилизированного доналогового WACC

Вид капитала	Стоимость	Налог. мульт.	Доля	WACC
-	1	2	3	4 = [1]x[2]x[3]
Собственный	20.0%	1.33	13.5%	3.60%
Долговой	9.0%	1.00	86.5%	7.79%
Сумма	-	-	-	11.39%

Доналоговый WACC для проектов ИАЖ, реализуемых банком ВТБ, составляет 11,39%, что соответствует ставке капитализации для доходного жилья 6-7% при инфляции 4%, на несколько процентных пунктов ниже ставок капитализации для коммерческой недвижимости [19]. Данное соотношение является стандартным для стран с развитым рынком арендного жилья [20], поскольку рынки арендного жилья являются более устойчивыми и характеризуются меньшим системным риском в сравнении с сегментами рынка коммерческой недвижимости.

Выводы

В рамках статьи автором предложен и апробирован нормативный подход к определению требуемой доходности для проектов институционального арендного жилья (ИАЖ), реализуемых с баланса финансовых институтов. Метод объединяет логику WACC и требования банковского регулирования Basel III, связывая ставку дисконтирования с трансфертной стоимостью фондирования, целевым ROE и капитальными нормативами. Это позволяет компенсировать дефицит рыночных бенчмарков и произвести оценку требуемой доходности проектов ИАЖ в условиях финансирования с баланса банковских групп.

Практический эффект подхода состоит в том, что структура капитала выводится из риск-взвешенных активов и нормативов достаточности, стоимость капитала — из документов стратегического планирования финансовой организации, а стоимость долга — из квази-трансфертной кривой. В итоге формируется реалистичный диапазон WACC для оценки и инвестиционного анализа таких проектов.

Ограничения метода связаны с допущениями о риск-весах для инвестиционной жилой недвижимости, стабильности и релевантности целевого ROE банковских групп, налоговых предпосылках, форме кривой доходности и устойчивости премии g-spread. Эти факторы требуют аккуратной калибровки под конкретный финансовый институт и объект оценки.

Дальнейшие исследования целесообразно направить на эмпирическую валидацию нормативного WACC относительно фактических ставок капитализации и IRR, сопоставление с такими банковскими показателями, как RAROC/EVA, уточнение риск-весов по стадиям жизненного цикла и типам активов, анализ влияния альтернативных источников фондирования и инструментов секьюритизации, а также развитие сценарного и стресс-подхода. Отдельной задачей является сопоставление с международной практикой оценки проектов арендного жилья build-to-rent для выявления параметров, пригодных к переносу и локальной адаптации.

Литература

1. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // The American Economic Review. 1958. Vol. 48, № 3. P. 261-297.
2. Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. Principles of Corporate Finance — McGraw-Hill Education, 2019 (13th ed.). 960 p.
3. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // The Journal of Finance. 1964. Vol. 19, No. 3. P. 425-442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
4. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets // The Review of Economics and Statistics. 1965. Vol. 47, № 1. P. 13-37. DOI: 10.2307/1924119.
5. Gordon M.J. The savings investment and valuation of a corporation // The Review of Economics and Statistics. 1962. Vol. 44, № 1. P. 37-51. DOI: 10.2307/1926621.
6. Pratt S.P. Cost of Capital: Applications and Examples. — 4th ed. — Hoboken: John Wiley & Sons, 2008. 576 p.
7. YES Apart. [Электронный ресурс]. URL: <https://yesapart.com/> (дата обращения: 20.07.2025).
8. Аренда ДОМ.РФ. [Электронный ресурс]. URL: <https://аренда.дом.рф> (дата обращения: 10.07.2025).
9. RAEX (Эксперт РА). Рейтинговое агентство — пресс-релиз от 11 апреля 2025 г. [Электронный ресурс]. URL: <https://raexpert.ru/releases/2025/apr11b> (дата обращения: 10.07.2025).
10. Банк России. Параметры расчёта бескупонной доходности государственных облигаций. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 10.07.2025).
11. Cbonds. Индекс Cbonds-CBI AAA-notch G-spread. [Электронный ресурс]. URL: <https://cbonds.ru/indexes/Cbonds-CBI-AAA-notch-G-spread-Index/> (дата обращения: 10.07.2025).
12. Банк России. Основные направления денежно-кредитной политики на 2025–2027 годы. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027/ (дата обращения: 10.07.2025).
13. Стратегия развития Группы ВТБ на 2024–2026. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.vtb.ru/about/bank/strategy/> (дата обращения: 10.07.2025).
14. Стратегия 2026. [Электронный ресурс]. URL: <https://investorday.sber.ru/assets/presentation-ru.cdae762a.pdf> (дата обращения: 10.07.2025).

15. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel: Bank for International Settlements, December 2010 (rev. June 2011). [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (дата обращения: 10.07.2025).
16. Банк России. Банк России совершенствует подходы к расчёту нормативов. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=25789> (дата обращения: 10.07.2025).
17. Правительство Российской Федерации. Приложение № 3 к Методике количественной оценки кредитного риска: Постановление Правительства РФ от 13.10.2020 № 1680. [Электронный ресурс]. URL: <https://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202010160027> (дата обращения: 10.07.2025).
18. ВТБ. Презентация финансовых результатов по МСФО за 6 месяцев 2025 года. [Электронный ресурс]. URL: https://www.vtb.ru/media-files/vtb.ru/sitepages/ir/statements/results/presentation_ifrs_0625_rus.pdf (дата обращения: 10.07.2025).
19. KF.Expert. Рынок инвестиций — 1 квартал 2025. [Электронный ресурс]. URL: <https://kf.expert/publish/rynok-investicij-1-kvartal-2025> (дата обращения: 10.07.2025).
20. Tsui M. Determinants of Cap Rates Across Multifamily, Industrial, Retail, and Office Asset Classes. — Chapel Hill, NC: University of North Carolina at Chapel Hill, 2023. 34 p.