



Институциональная модель рынка коммерческой недвижимости

Е.Н. Бурденюк^{1✉}, А.Б. Коган²

^{1,2}Новосибирский государственный университет экономики и управления,
г. Новосибирск, Россия

Аннотация. Предмет работы – институты рынка коммерческой недвижимости. Цель работы – построение описательной институциональной модели рынка коммерческой недвижимости. Обозначены институциональные границы рынка коммерческой недвижимости. Временные рамки определяются «выравниванием» спроса и предложения через динамику арендных ставок. Географические пределы, несмотря на локальный характер рынка, определяются участием крупнейших девелоперов. Товарные границы формируют назначение коммерческой недвижимости, связанное с ее использованием арендаторами для ведения бизнеса. Это позволяет рассматривать взаимосвязь институтов рынка коммерческой недвижимости с позиций создания ценности. Исходные условия через земельные отношения определяет институт государства, также устанавливающий требования к регистрации. Девелопер «связывает» предложение земли с рынком аренды разрабатывая концепцию объекта, этим влияет на сопутствующие отрасли (застройщиков, производителей строительных материалов). Институт управления коммерческой недвижимости обеспечивает интересы девелопера. Состав его участников многообразен и позволяет доводить до потенциальных арендаторов предложение инвестора как ценность. Институт сопутствующих участников рынка коммерческой недвижимости задействован, преимущественно, в информационном обмене между другими его субъектами, но именно он делает устойчивыми составляющие рынок связи. Арендатор формирует конечный продукт, используя для этого созданную девелопером (арендодателем) ценность в виде назначения и индивидуальных свойств объекта. Арендные ставки влияют на доходность коммерческой недвижимости, этим определяя спрос девелопера на капитал. Результаты данной работы предназначены девелоперам и исследователям. Сделан вывод о недостатках институциональной роли инвестора, связанных с нерациональным привлечением капитала, «переносом» этих затрат на арендатора. Причины состоят как в стратегиях большинства девелоперов, так и в стремлении уменьшить риски через предпочтительное использование заемного капитала

Ключевые слова: рынок коммерческой недвижимости, девелопмент, аренда, доходность, институты

Для цитирования: Бурденюк Е.Н., Коган А.Б. Институциональная модель рынка коммерческой недвижимости // Известия вузов. Инвестиции. Строительство. Недвижимость. 2024. Т. 14. № 2. С. 244–257. <https://doi.org/10.21285/2227-2917-2024-2-244-257>. EDN: UGBJMD.

Original article

Institutional model of commercial real estate market

Evgeniy N. Burdenyuk^{1✉}, Anton B. Kogan²

^{1,2}Novosibirsk State University of Economics and Management, Novosibirsk, Russia

Abstract. The study considers institutions of the commercial real estate market with the aim to develop a descriptive institutional model. Institutional boundaries of the commercial real estate market are outlined. Time limits are determined by the equalization of supply and demand through the dynamics of rental rates. Geographical limits, despite the local character of the market, are determined by the participation of the largest developers. Commodity boundaries form the intended purpose of commercial real

estate related to its use by lessees for business. This allows the interconnection of commercial real estate institutions to be considered from the perspective of value creation. By means of land relations, the initial conditions are determined by the institution of the state, which also establishes registration requirements. The developer connects the land supply with the rental market by developing a concept of the object, thus influencing related industries (developers, producers of construction materials). The institution of commercial real estate management ensures the interests of the developer. The composition of its participants is diverse, allowing the investor's offer to be communicated to potential tenants as a value. The institute of accompanying participants of the commercial real estate market is mainly involved in information exchange between its other subjects; however, this institute is responsible for making the constituent links of the market sustainable. The lessee forms the final product using the value created by the developer (lessor) in the form of the intended purpose and individual properties of the object. Rental rates affect the profitability of commercial real estate, thereby determining the developer's demand for capital. The results obtained can be used by both developers and researchers. The conclusion is made about the limited institutional role of the investor due to irrational capital raising and transferring these costs to the lessee. The reasons lie both in the strategies of most developers and in the desire to reduce risks through the preferred use of debt capital.

Keywords: commercial real estate market, development, rent, profitability, institutions

For citation: Burdenyuk E.N., Kogan A.B. Institutional model of commercial real estate market. *Izvestiya vuzov. Investitsii. Stroitel'stvo. Nedvizhimost' = Proceedings of Universities. Investment. Construction. Real estate*. 2024;14(2):244-257. (In Russ.). <https://doi.org/10.21285/2227-2917-2024-2-244-257>. EDN: UGBJMD.

ВВЕДЕНИЕ

Экономическая теория развивает представления о рынке на протяжении всей истории существования. Генезис охватывает переход от множественности субъектов, характерной для классических представлений, до индивидуальных контрактов. Промежуточное место занимает институциональная теория.

Причина смены парадигм рынка состоит не в стремлении излишне теоретизировать знание о сущности рынка, лишив какой-либо практической составляющей, а, напротив, выявить жизненные закономерности, реально определяющие сущность рынка, через это указав на возможности их практического использования. Такая потребность существует на практическом уровне, спрос предъявляют государство и бизнес.

Рынок коммерческой недвижимости становится одной из таких сфер вследствие формирования неравномерной доходности, обусловленной искажениями рынка капитала, возникшими под воздействием внешних факторов [1]. Построение его описательной модели позволяет идентифицировать движущие им специфические механизмы наравне с общими закономерностями и может выступать одним из шагов к его стабилизации, достижению на паритетных началах приемлемости условий для собственников, арендаторов и других субъектов. Основу исследования составили общенаучные методы (анализ, синтез), основанные на данных литературных источников. При

анализе показателей рынка складской недвижимости были использованы методы статистического анализа (индексный, средних).

РЕЗУЛЬТАТЫ

Институциональное описание рынка традиционно начинается с проведения его границ по товарному, географическому и временному признакам. Внешне «товарная» составляющая имеет приоритет над другими компонентами ввиду обособления этого рынка критерием использования недвижимости. Значимость проведения других границ доказывает более подробный анализ.

Границы приведены на рис. 1. Временные границы задаются площадью коммерческой недвижимости, предлагаемой в течение определенного периода, но вакантные площади отражают скорее неизбежный для этого рынка диспаритет спроса и предложения, а также «естественную» вакантность (смену арендатора). Причиной служит и высокая сезонность, отличающая некоторые сегменты этого рынка. С точки зрения экономической теории, данная закономерность безусловна, поскольку спрос колеблется относительно неэластичного предложения, тем самым побуждая арендодателей регулировать вакантные площади через арендные ставки или, напротив, обеспечивать дополнительную прибыль. В действительности, эта закономерность соблюдается не всегда. Примером тому служит рынок складской недвижимости в Новосибирске. Данные представлены на рис. 2.

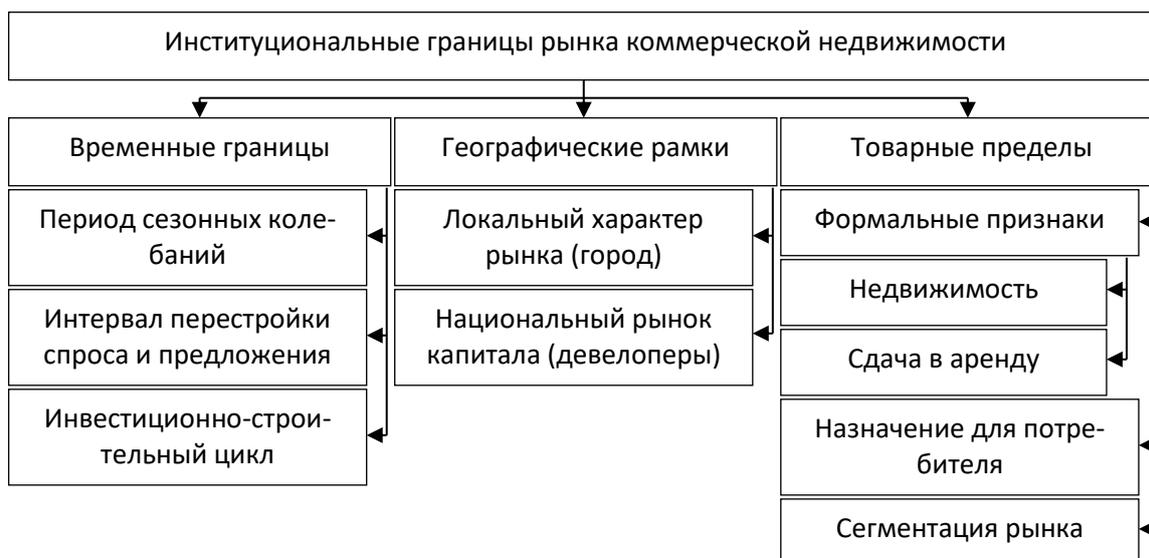


Рис. 1. Институциональные границы рынка коммерческой недвижимости
 Fig. 1. Institutional boundaries of the commercial real estate market

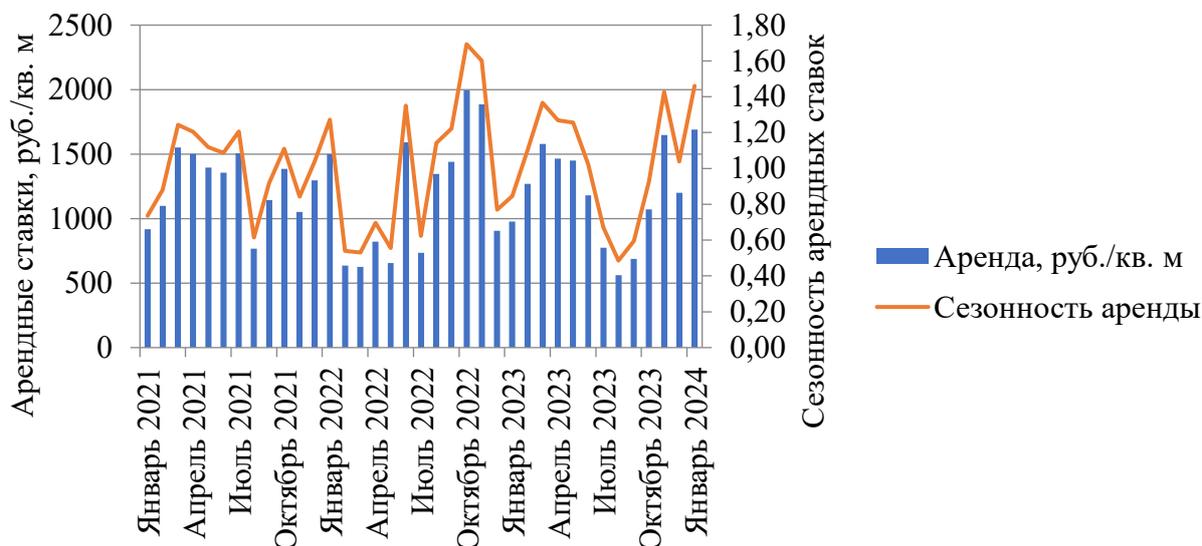


Рис. 2. Средние ставки и сезонность аренды на рынке складской недвижимости в Новосибирске на 01.01.2021–11.01.2024¹
 Fig. 2. Average rental rates and seasonality in the warehouse real estate market in Novosibirsk as of 01.01.2021–11.01.2024

Сезонность арендных ставок проявляется только в июне и частично в апреле и мае (данные 2022 г. не являются показательными). В иные периоды отсутствует четко выраженная сезонность арендных ставок, хотя общая цена аренды складской недвижимости имеет долгосрочную тенденцию к снижению (с 1248 руб./м² в 2021 г. до 1155 руб./м² в 2023 г.), но проявляется это только по усредненным данным.

Поэтому описание институциональных границ рынка коммерческой недвижимости в пределах года не вполне достоверно.

Существуют тенденции более общего порядка, связанные с факторами спроса и капитала. Ориентируясь на спрос, инвестор в расчете на получение высоких арендных ставок и, как следствие, доходности, вкладывает средства в увеличение предложения складских

¹Витрина недвижимости Restate. Режим доступа: <https://novosibirsk.restate.ru/graph/ceny-prodazhi-kommercheskoy/> (дата обращения: 11.04.2024).

площадей. Эта тенденция существует в действительности. Подтверждают ее также

данные рынка складской недвижимости в Новосибирске. Они представлены на рис. 3.

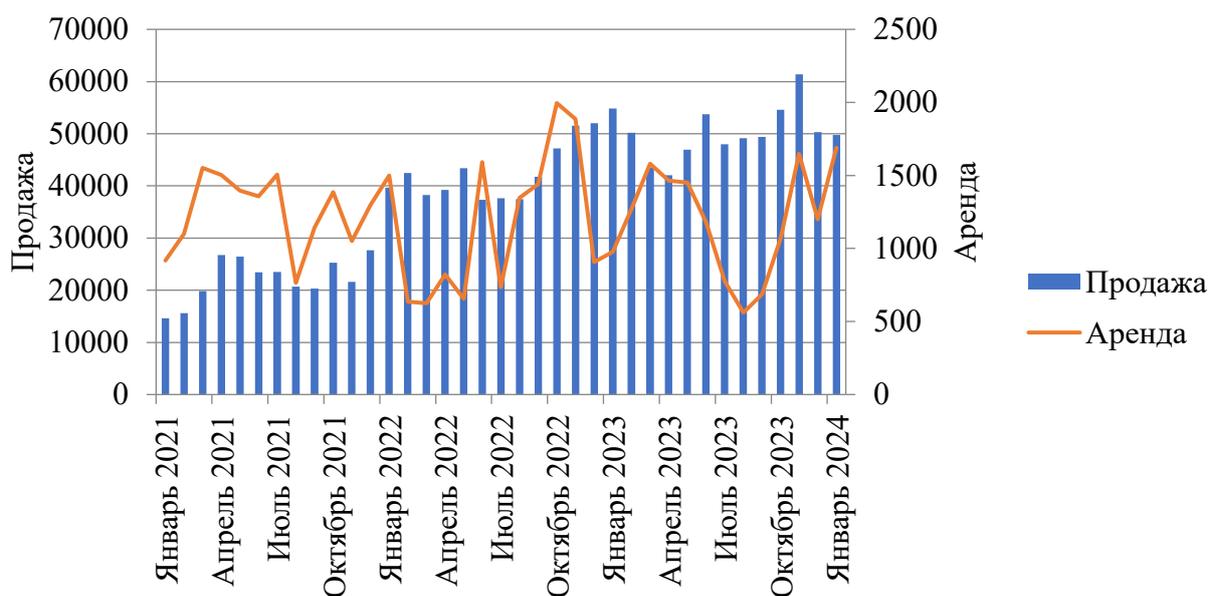


Рис. 3. Цена аренды и продажи на рынке складской недвижимости в Новосибирске на 01.01.2021–11.01.2024, руб./м²

Fig. 3. Rental and sales price on the warehouse real estate market in Novosibirsk as of 01.01.2021–11.01.2024, rub./m²

Наличие долгосрочных закономерностей, определяемых приведением в соответствие предложения и спроса (через регулирование предложения новых складских площадей) уже более очевидно [2].

Период низких цен продажи складской недвижимости в 2021 г. сменился резким увеличением с начала 2022 г. (увеличение на 42,55 % в январе 2022 г. и дальнейший рост на 31,14 % в течение 2022 г.).

Это сопровождалось вначале спадом арендных ставок (причиной было увеличение вакантности под влиянием «ухода» ряда компаний с новосибирского рынка) [3]. При максимуме арендных ставок в октябре 2022 г., действительные причины были связаны с предложением складов класса А+, они уменьшились на 39,61 %.

Несмотря на колебания цены продажи в течение года, в целом за 2023 г. под влиянием снизившейся доходности она уменьшилась на 3,28 % при увеличении стоимости аренды на 32,46 %.

Тенденции 2022 г. объясняются инвестиционными ожиданиями, приведшими к резкому увеличению спроса на складскую недвижимость (мотив снижения риска инвестиций и высокие арендные ставки 2021 г.), затем снижением интереса к данным инвестициям [4].

Результатом стало повышение арендных ставок с августа 2023 г.

Закономерность прослеживается и в других сегментах рынка коммерческой недвижимости и позволяет определить его временные границы как период, за который предложение, ориентированное на доходность, обусловленную арендными ставками, приводится в соответствие обусловленному ими спросу. Движущей силой рынка коммерческой недвижимости в этом отношении являются спрос (обусловлен состоянием конечных рынков, где действуют арендаторы) и предложение капитала. В действительности существует еще более общая закономерность, связанная с продолжительностью инвестиционно-строительного цикла, поскольку дополнительное предложение чаще всего (за исключением небольших объектов) на рынке коммерческой недвижимости обеспечивается вводимыми площадями. Инвесторы в большинстве случаев ускоряют завершение проекта, ориентируясь на возросшие арендные ставки, которые должны окупить удорожание строительства. Предложение в этом отношении действительно является неэластичным.

Поэтому наиболее корректным было бы рассматривать временные границы рынка коммерческой недвижимости как период инвестиционно-строительного цикла, в пределах

которого достигается определенное равновесие между спросом и предложением, формируемым кругом инвесторов с практически неизменным ядром. Учитывая их состав, а также существующие уже длительное время закономерности, можно говорить о сложившихся устойчивых связях.

Имеются, в общем представлении, инвесторы, предоставляющие капитал в форме коммерческой недвижимости арендаторам. Состав инвесторов определяет территориальные границы этого рынка, но в этом отношении также необходимо уточнение. Рынок коммерческой недвижимости большинства крупных городов был изолированным только до конца 2000-х г [5]. На смену этому пришло активное национальное движение капитала, диктовавшееся разницей арендных ставок и уровнем конкуренции между регионами. Объем накопленного капитала в столицах был достаточен, крупным банкам стало предоставляться долгосрочное финансирование. Поэтому крупнейшие девелоперы стали вести бизнес по всей России, сформировав альтернативную модель, в которой реализуются проекты с локальной адаптацией, но в соответствии с общими стандартами девелопера [6]. Это было своего рода адаптацией многонациональной стратегии для экспансии на локальные рынки коммерческой недвижимости регионов.

Стратегия национального девелопмента включает разработку концепции (обычно это обособленное проектное бюро в составе компании), приобретение земельного участка и возведение здания силами местных подрядчиков (девелопер оперирует только капиталом) с дальнейшим управлением дочерней компанией девелопера [7]. Обычно требования к управлению стандартизированы, контролируются головной управляющей компанией девелопера. Модель отличается от локальных девелоперов только масштабами. В финансовом отношении заемный капитал обслуживается денежным потоком уже реализованных проектов до вывода строящегося объекта в эксплуатационную фазу, когда поступлениями начинает покрываться часть вложенного капитала с достижением цели по денежному потоку, способному обеспечить дальнейшее строительство.

Помимо непрерывности строительства и возможности регулирования его темпов без потерь стратегического характера, возникающих при резких колебаниях рынка, достоинством «федеральной» стратегии девелопмента является высокий уровень диверсификации. Диверсификация позволяет не только управлять

риском, снижая потери инвестора от снижения спроса (как следствие роста вакантных площадей и отложения завершения объектов на более поздний срок), но и позволяет формировать более доходный портфель вложений. Обеспечивается это большей свободой выбора географии и сегментов рынка, что в институциональном отношении соответствует восполнению упущений локальных девелоперов. Отдача на такие «сегментные» инвестиции выше в отсутствие аналогов концепций или даже категорий объектов, как следствие, конкуренции со стороны местных участников.

Определяя институциональные параметры рынка коммерческой недвижимости по товарному критерию, можно ограничиться лишь механизмом окупаемости инвестиций через сдачу в аренду возводимых объектов, что тождественно отнесению к этой сфере приобретения жилой недвижимости.

Коммерческая недвижимость отлична от других категорий функциональным назначением, проявляющимся в архитектурно-планировочных решениях, способствующих привлекательности объектов для конечных покупателей арендаторов либо ограничивающихся утилитарной ролью, как в складской недвижимости. Имеются различия конструкционного характера в размещении, подключаемых мощностях, условиях присоединения для арендаторов, перечне услуг и множестве других компонентов, удорожающих проект, требующих для его возведения особых компетенций, и поэтому не позволяющих рассматривать лишь приобретение недвижимости как единственный критерий ее отнесения к сегменту объектов коммерческого назначения.

Инвестор на этом рынке, принимая специфические риски создания концепции и повышенных (для некоторых сегментов) затрат на возведение, может рассчитывать на большую доходность, если эффективно «участвует» в прибыли арендаторов, способствуя ее достижению. Это позволяет иначе рассматривать продуктовые характеристики рынка коммерческой недвижимости (рис. 4).

Коммерческая недвижимость является фактором производства, ее назначение связано с целями бизнеса потенциального арендатора [9].

Поэтому ценность в общем понимании всегда следует из способности арендованной недвижимости создавать прибыль типичным для факторов производства сочетанием (его определяет инициатива бизнеса, конечным результатом объединения факторов является продукт).



Рис. 4. Товарные границы рынка коммерческой недвижимости
Fig. 4. Product boundaries of the commercial real estate market

Большинство факторов производства в классической экономике однородны (кроме земли, имеющей дифференцированную ренту). В действительности свойства многих факторов различаются, а недвижимость зачастую «встраивается» в конечный продукт.

Большое количество посетителей обеспечивает современный торговый центр, расположенный в районе с высоким трафиком [10]. Производство ведется бесперебойно, когда имеются необходимые ресурсы, возможность логистики. Доступность и загруженность транспортных развязок и железнодорожных путей определяет для арендатора ценность складов. Ценность для арендатора зависит от ожидаемой прибыли и формирует ставки. Она следует из соответствия назначения потребностям арендатора, а также индивидуальных свойств (эта совокупность факторов учитывается при оценке рыночной стоимости). Институциональное описание рынка коммерческой недвижимости может быть расширено через установление связей между ним и смежными отраслями в контексте создания «потребительской ценности» (в соответствии с концепцией М. Портера). Это дополнение исходного представления рынка имеет динамический аспект, оно приведено на рис. 5. Исходные компоненты создания ценности включаются в инвестиционно-

строительный цикл на его различных этапах, по времени начала использования они неравноценны. Более существенно различие в свойствах этих компонентов ценности. Рынок строительных материалов достаточно обширен, является конкурентным, некоторые локальные девелоперы придерживаются вертикальной интеграции, предпочитая обеспечивать выпуск общестроительных материалов (чаще всего, бетонных плит и кирпича) силами дочерних компаний.

Поставщики этих ресурсов являются взаимозаменяемыми, цены устанавливаются на рыночных началах. Связи достаточно устойчивы (даже на уровне состава подрядчиков для некоторых девелоперов). Рынок капитала, при наличии влияния банков как более крупного бизнеса на девелоперов, также является конкурентным. Нормальной практикой девелопмента являются различные сочетания источников капитала (обычно в различных банках обеспечивается привлечение финансирования в зависимости от его срочности). Это ведет к удорожанию строительства, завышенная цена которого «переносится» в дальнейшем на арендные ставки, но является общей чертой большинства девелоперских компаний, обусловленной недостатком собственного капитала.

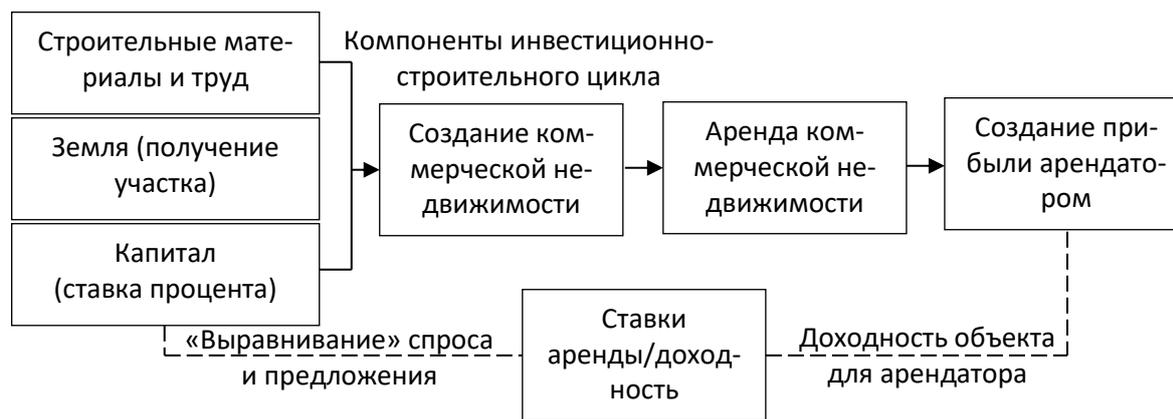


Рис. 5. Укрупненное представление институтов рынка коммерческой недвижимости при создании ценности

Fig. 5. An enlarged view of commercial real estate market institutions when creating value

Сам рынок капитала зависит от ряда макроэкономических факторов, сегодня преимущественное влияние оказывает монетарная политика. Рынок земли строится принципиально иначе не только в силу абсолютной неэластичности предложения и дифференциации ренты по месту расположения. Это рынок, где преобладает административное регулирование, включающее градостроительные планы, назначение участка, порядок его формирования, условия технологического присоединения и множество других составляющих. В очередности создания ценности и по характеру регулирования компонент земли выделяется среди институтов, формирующих начальные условия создания коммерческой недвижимости. По существу, он их задает не только свойствами земельных участков, но и административными ограничениями. Это одна из причин, в силу которых некоторые девелоперы стали предпочитать земельные участки, принадлежащие частным инвесторам, даже если они являются менее привлекательными.

Общая последовательность реализации этих процедур устанавливается нормами земельного и градостроительного законодательства. Выделению участка для возведения объекта предшествуют разработка документов планировки территории, за этим следует подготовка градостроительного плана. Сам земельный участок предоставляется на конкурсных условиях. Архитектурная часть проекта оценивается разрешением на строительство, техническая составляющая подтверждается разрешением на ввод в эксплуатацию. С точки зрения целей административных процедур, каждый из этапов является оправданным. В рыночном отношении это основной фактор увеличения продолжительности инвестицион-

но-строительного цикла, влияющий на доходность инвестированного капитала. На институциональном уровне определяющее значение имеет фактор неопределенности. Устранение административными средствами возможно только в рамках комплексного развития, но это больше соответствует жилой застройке. Коммерческий девелопмент за исключением отдельных проектов ориентирован на строительство единичных объектов. Это нерационально в архитектурном плане, нерационально распределяет нагрузки на коммуникации и условия технического присоединения, но объективно существует. Особенности участка (расположение, коммуникации) [11] в совокупности с административными правилами задают исходные условия девелопмента. Это означает, что данные компоненты создания ценности лежат вне рынка. Возможность повлиять на них через это и на конечный результат (объект коммерческой недвижимости), у девелопера отсутствует. Данная составляющая определяется как земельные отношения, имеющие преимущественно административный характер. Она в значительной мере статична. Развитие происходит в долгосрочном периоде, вслед за расширением городской агломерации, строительством микрорайонов и соединяющих их с основной частью города сетью транспортных магистралей [12]. Инвестор данный фактор может учитывать, но, в целом, формируется своеобразная «обратная связь» между смежными отраслями (рынок подряда и строительных материалов) и земельными отношениями. Реализуется она через конкретный проект (концепцию объекта) [13]. Типичная для девелопера последовательность его участия в создании ценности для рынка коммерческой недвижимости представлена на рис. 6.

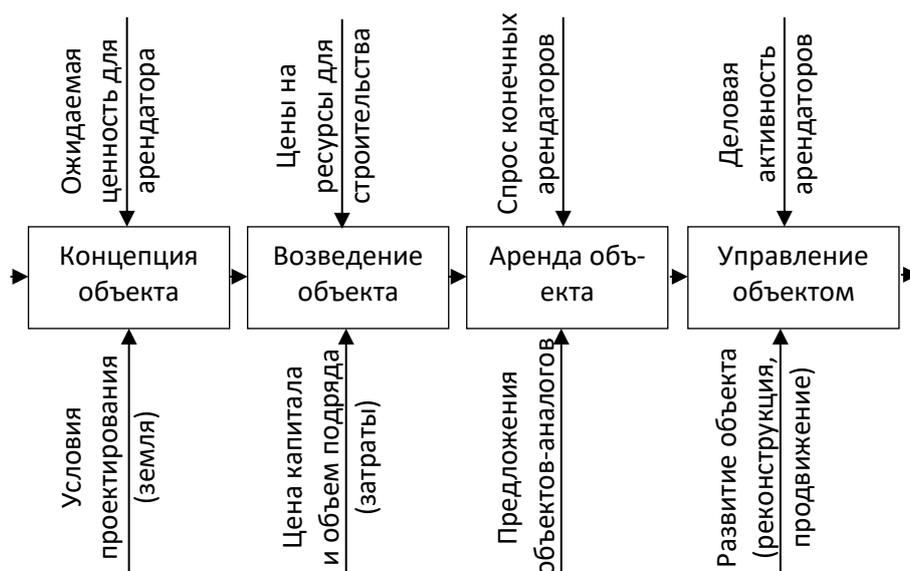


Рис. 6. Создание ценности девелопером
Fig. 6. Value creation by a developer

Институциональная роль девелопера состоит в наиболее эффективном использовании «статических» земельных отношений. Наибольшая эффективность понимается шире, чем в наиболее эффективном использовании (НЭИ) [14], поскольку учитывает временной фактор стоимости капитала, все доступные сочетания ресурсов, включая землю. Оценивая институциональную роль современных российских девелоперов, ее можно определить как среднесрочную, поскольку отказ от тактических решений продиктован как имеющимся опытом, так и продолжительностью инвестиционно-строительного цикла (развитие действующих объектов существует, но обеспечивает небольшой вклад в предложение на рынке коммерческой недвижимости).

Исключение долгосрочных ориентиров диктуется обычной целью девелопера, состоящей в немедленном достижении прибыли, наиболее предпочтительной стратегии в условиях низкой определенности рынка коммерческой недвижимости.

Девелопер мог бы осуществлять инвестиции в долгосрочное освоение перспективных участков, отказываясь от немедленного получения высоких арендных ставок, при условии достаточности собственного капитала и уверенности в долгосрочной отдаче на инвестиции. Эти две особенности составляют институциональные ограничения рынка коммерческой недвижимости.

Поскольку девелопер «связывает» ограниченное предложение земли с рынком аренды,

он стремится действовать наиболее эффективно по отношению к ценности для арендатора через концепцию объекта.

Переменными являются не только позиционирование (целевой сегмент, особые атрибуты) [15] и архитектурно-планировочная составляющая, но и комплексный характер интеграции в городскую инфраструктуру, дополняемый сочетанием различных видов аренды по самому объекту, как продукт.

Техническая сторона возведения объекта связана с ценами на ресурсы и стратегией девелопера. Существует зависимость между контролируемой девелопером частью строительных работ и эффективностью. Безубыточность долгое время определялась выполнением части работ самим инвестором. Сегодня данная закономерность не имеет устойчивого характера, что является одной из причин расширения географических пределов рынка коммерческой недвижимости. Контроль бизнес-процессов участвующих в строительстве подрядчиков, действенные средства воздействия на них при нарушении графиков и более дешевый капитал делают эффективными проекты девелоперов национального уровня. Поэтому компонент интеграции, связанный с долей подрядных работ, следует отнести к индивидуальной стратегии девелопера.

Индивидуальным выбором инвестора определяется способ реверсии первоначального капитала в покрывающие инвестиции прибыль, в равной мере обеспечиваемую как непосредственным управлением, типичным для

локальных участников, так и учреждением подразделения, обеспечивающего управление в географическом сегменте, более характерном для федеральных девелоперов. Передача в управление также не исключена и может оказаться предпочтительной благодаря специализации и большому опыту занимающегося

только взаимодействием с арендаторами участника рынка [16]. Способ установления связей между «основными» институтами рынка коммерческой недвижимости определяет уже непосредственно институциональный аспект его функционирования, представленный на рис. 7.

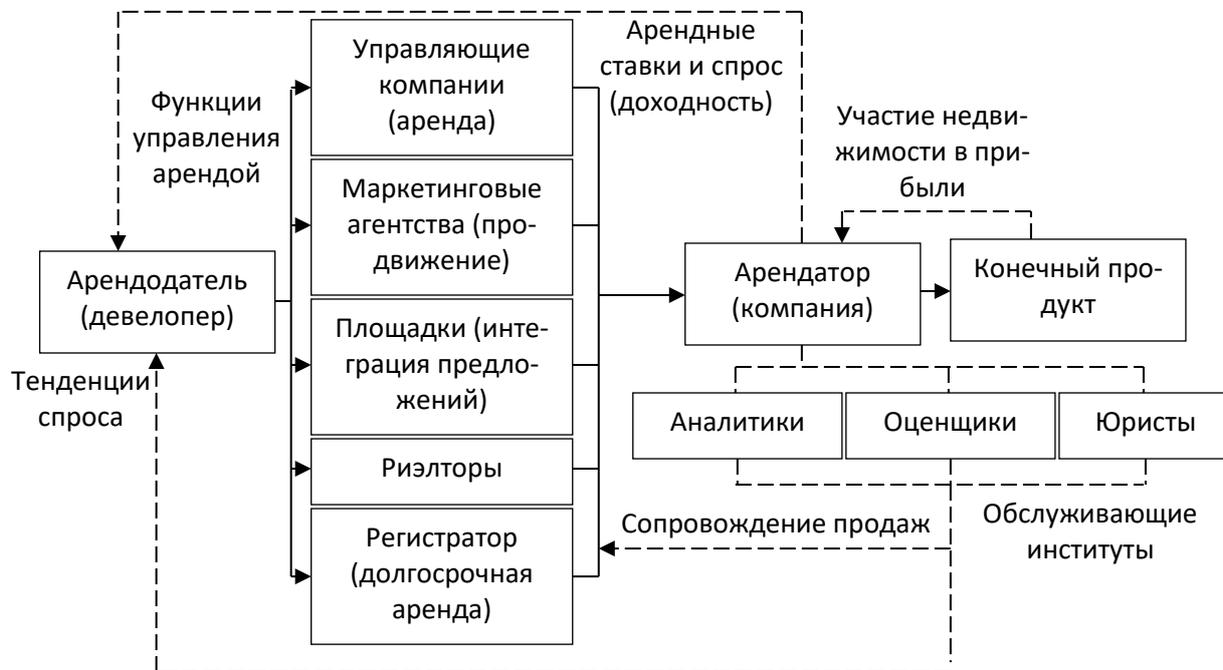


Рис. 7. Институты рынка коммерческой недвижимости
 Fig. 7. Commercial real estate market institutions

Институты, составляющие рынок коммерческой недвижимости в его «классическом» представлении, могут быть сгруппированы по их функциям, хотя имеются различия в выполняемой ими роли. Арендодателем может выступать приобретший объект недвижимости инвестор, девелопер, непосредственно застройщик. Это институт предложения аренды, основной субъект обозначается как девелопер. Его цель (прибыль) достигается сдачей в аренду, обеспечиваемой непосредственно либо институтом управления арендой. Данная группа участников рынка обозначается именно так с позиций инвестора. Для него эффективное управления означает наименьший объем вакантных площадей [17], а не обслуживание недвижимости. Обеспечить это могут интегрирующие предложения ресурсы [18], привлекаемые девелопером маркетинговые агентства [19], посредники. Регистратор выступает институтом государства. Учитывая роль земельных отношений в предшествующем создании ценности, государство обозначается как единый институт, роль которого сводится к защите прав. Целью административного

регулирования земельных отношений также является защита прав частных лиц от злоупотреблений при застройке. Поэтому защитная функция государства реализуется посредством административных предписаний как специфических возложений, на индивидуальном уровне для субъектов рынка неэффективных вследствие порождаемых их соблюдением затрат, но позволяющих этому рынку функционировать как механизму.

Ожидания арендатора всегда составляет прибыль, в достижение которой аренда включается как дифференцированный по свойствам фактор производства, концепцией либо иными функциональными характеристиками (зависит от сегмента), обеспечивающими вклад в достижение этой цели арендатора. Объяснение востребованности объектов коммерческой недвижимости этими причинами дает возможность объяснить существенные различия объектов по доле вакантных площадей и доходности [20]. Институт арендаторов формирует спрос на факторы производства, ценность недвижимости, помимо утилитарных свойств, «встраивается» благодаря

назначению и индивидуальным характеристикам, в конечный продукт, но последующее сохранение за арендатором тех же предпочтений неочевидно. Институт является наиболее многочисленным по субъектам, их запросы всегда являются усредненными.

Появляется необходимость в их оценке, устранении связей между институтами, составляющими основу рынка. Поскольку данный институт «восполняет» недостатки устанавливаемых связей, его функции не

ограничиваются какой-либо группой участников рынка, несмотря на возможную специализацию (аналитика для инвесторов, юридическое обслуживание коммерческой аренды). Общее значение состоит в придании гибкости рынку коммерческой недвижимости, а для инвестора это еще и функция осведомленности о тенденциях. Данный компонент используется в перспективных девелоперских проектах.

Итоговый вариант институциональной модели представлен на рис. 8.

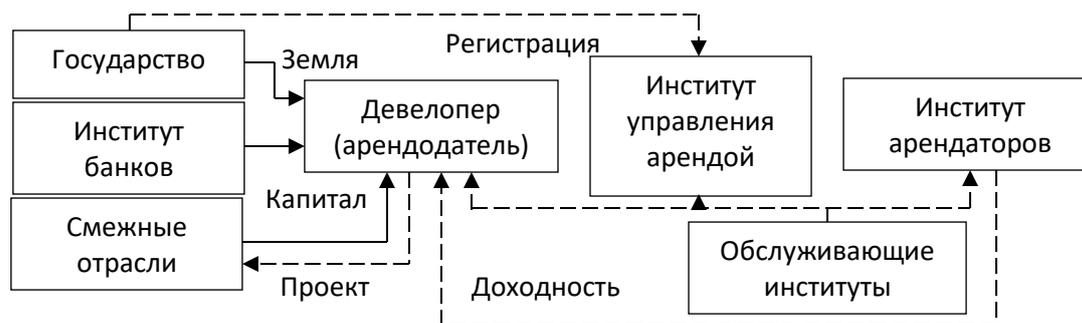


Рис. 8. Институциональная модель рынка коммерческой недвижимости
Fig. 8. Institutional model of the commercial real estate market

Смежные отрасли представлены застройщиками, производителями строительных материалов, проектировщиками, поставщиками смежных услуг в области строительства, саморегулируемыми и научно-исследовательскими организациями. Все они в совокупности обеспечивают возведение объекта. Специфическим образом на объекты влияет и государство через земельные отношения, поскольку эти требования определяют проект (концепцию) недвижимости. Вслед за этим формируется спрос девелопера на конкретные услуги в области строительства (объемы работ, строительных материалов, специализация застройщика). Роль девелопера в этом отношении является интегрирующей по отношению к возможностям, имеющимся при современных земельных отношениях, и удовлетворению спроса арендаторов на недвижимость как условие для ведения бизнеса.

Рынок капитала взаимосвязан с арендой коммерческой недвижимости. Основным поставщиком являются банки, поскольку ставки кредитования приближены к рыночным условиям. Действительный перечень субъектов института капитала значительно шире. Привлечь необходимое финансирование может девелопер и через фондовый рынок. В этом случае взаимосвязь формируется другая, основная

закономерность неизменна. Сводится она к зависимости спроса на капитал и доходности, которая определяется циклом «выравнивания» спроса и предложения.

Очевидно, что цена капитала имеет значительное влияние как на спрос, так и на предложение на рынке коммерческой недвижимости. Цена капитала для девелоперов и арендаторов подвержена влиянию как общих, так и специфических факторов. Это объясняется в первую очередь тем, что бизнес по сдаче помещений в аренду отличается от бизнеса, арендующего эти помещения, а, следовательно, отличаются их риски и доходность, необходимая для компенсации этих рисков.

Рост стоимости капитала для девелопера обуславливает снижение доходности его инвестиций, что является фактором уменьшения предложения. Рост стоимости капитала для арендатора может снизить спрос на аренду недвижимости. А поскольку ставки аренды зависят от места расположения объекта, то такого рода сжатие рынка сузит и его географические границы. Согласно расчетам А.Б. Когана, российская отрасль «строительство» (по классификации Московской биржи) имеет коэффициент b^2 равный 0,839, а российская отрасль Real Estate (Development) (по классификации Standard Industrial Classification Codes) имеет

²Здесь говорится о коэффициентах, рассчитанных в соответствии с Capital Assets Pricing Model.

коэффициент b равный 0,818. Это означает, что девелопмент недвижимости довольно чутко реагирует на большинство колебаний экономики, повторяя их направленность. Это также означает, что минимальная доходность собственного капитала девелопера должна быть несколько ниже доходности российского рынка капитала. Создание финансовых инструментов, позволяющих снижать стоимость капитала, может активизировать предложение и спрос на рынке коммерческой недвижимости, а также расширить инфраструктуру. Схожий эффект может дать и субсидированное кредитование девелоперов (застройщиков) на рынке коммерческой недвижимости. Однако этот способ стимулирования рынка должен применяться с высокой степенью осмотрительности, поскольку может стимулировать разного рода искажения рынка. Данные институты объективно сложились на рынке коммерческой недвижимости. Безусловным недостатком является дефицит собственного капитала девелоперов, их ориентация на среднесрочный эффект, вынуждающая руководствоваться факторами «выравнивания» рынка без учета действительной стоимости капитала, поскольку в дальнейшем она переносится на арендные ставки, хотя для арендатора это снижает ценность предложения, ограничивая тем самым его деловую активность на конечном рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Временные институциональные границы определяются циклом «выравнивания» спроса и предложения, движущей силой для инвестора (арендодателя) является доходность аренды. Поскольку коммерческая аренда является фактором производства, долгосрочная привлекательность для института арендаторов определяется влиянием свойств арендуемой недвижимости на создаваемую прибыль.

2. Институты рынка коммерческой недвижимости формируются под влиянием особой последовательности создания ценности для арендатора, на которую влияют административные предписания, свойственные земельным отношениям и требованиям градостроительного проектирования, а также принятие инвестором риска создания концепции, дифференцирующей объект или территорию застройки по значимым для арендаторов функциональным свойствам.

3. Институциональные связи рынка коммерческой недвижимости формируются специализированными функциями поставщиков ресурсов, представленных группами смежных отраслей и банков. Влияние государства на смежные отрасли проявляется через земельные отношения. Институт капитала независим, существует взаимосвязь доходности аренды коммерческой недвижимости и спроса на капитал. Она реализуется в пределах цикла «выравнивания» спроса и предложения.

4. Влияние института капитала на рынок коммерческой недвижимости является неоднозначным. Девелопер в расчете на ускоренное завершение проекта может привлекать капитал нерационально. Для него это является меньшим риском, чем отложение проекта в условиях начинающегося экономического кризиса, поскольку непроизводительные затраты всегда могут быть перенесены на арендаторов через ставки, а невозможность заполнения объекта в условиях стагнации кроме снижения цены аренды порождает риск окупаемости проекта в целом. Перспективы разрешения данной проблемы связаны как с индивидуальными стратегиями девелоперов, так и с формированием общей тенденции к использованию большего объема собственного капитала в реализации строительных проектов.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Туктарова Л.Р., Лунева С.Д. Влияние факторов внешней среды на уровень арендной платы рынка коммерческой недвижимости // Проблемы развития предприятий: теория и практика. 2022. № 1-1. С. 249–254. <https://doi.org/10.46554/PEDTR-21-2022-1-pp.249>. EDN: AUZOHR.
2. Панфилова А.А. Новые тенденции на отечественном рынке коммерческой недвижимости в условиях экономической нестабильности // Гипотеза. 2022. № 3 (20). С. 25–32. EDN: LBCYVP.
3. Кухалейшвили И.М. Проблемы складской недвижимости после введения санкций против компаний Российской Федерации // Экономика и управление: проблемы, решения. 2022. Т. 4. № 8 (128). С. 30–33. <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2022.08.04.005>. EDN: VDACOZ.
4. Пирогова О.Е., Халецкая Д.А. Анализ рисков в сегменте коммерческой недвижимости на региональном рынке // Международный научный журнал. 2023. № 2 (89). С. 57–68. <https://doi.org/10.34286/1995-4638-2023-89-2-57-68>. EDN: HTMMJG.
5. Демченко А.М., Иванова Н.А. Обзор ситуации на рынке недвижимости // Экономика и управление: проблемы, решения. 2023. Т. 3. № 12 (141). С. 141–148. <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2023.12.03.016>. EDN: BRLABN.

6. Верхотуров И.П., Матвеева М.В. Проблемы и перспективы рынка коммерческой недвижимости в современных условиях // Молодежный вестник ИрГТУ. 2022. Т. 12. № 1. С. 74–79. Режим доступа: <http://xn-b1agjigi1ai.xn--p1ai/journals/2022/01/articles/10> (дата обращения: 10.04.2024). EDN: ILVXSC.
7. Злобина Л.В., Григораш Е.В., Повалюхина М.А. Девелопмент как управление коммерческой недвижимостью // Вопросы управления недвижимостью, землеустройства и геодезии. 2022. № 2 (2). С. 22–24. EDN: CXERMW.
8. Роденя А.М. Коммерческая недвижимость: глобальные тренды и методика формирования рейтинга инвестиционных фондов // Журнал Белорусского государственного университета. Экономика. 2023. № 1. С. 116–120. EDN: VURBPU.
9. Панфилова А.А. Современные тенденции инвестирования в сегменты рынка коммерческой недвижимости // Проблемы современной экономики. 2021. № 4 (80). С. 122–125. EDN: MJTUUP.
10. Довганева Ю.А., Пирогова О.Е., Погорелов Н.В. Методический подход к оценке конкурентоспособности объектов недвижимости предприятий ритейла // Глобальный научный потенциал. 2023. № 7 (148). С. 192–196. EDN: WIHWEA.
11. Булавинова О.В., Касмынина М.Г., Письменная Е.В. Экономические аспекты актуализации кадастровой стоимости земель: на примере г. Ставрополя // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2022. Т. 12. № 9-1. С. 207–214. <https://doi.org/10.34670/AR.2022.31.90.059>. EDN: NCDQIQ.
12. Кошкин В.С., Молочнюк А.А. Прогнозирование рыночной стоимости коммерческой недвижимости на основе показателей территориального и экономического развития территории г. Барнаула // Вестник молодой науки Алтайского государственного аграрного университета. 2023. № 1. С. 147–151. EDN: DUVUTY.
13. Бунеева Е.Ю., Безруких О.А., Зубрицкая К.Ю. Инвестиционные решения на рынке недвижимости с использованием инструментов снижения уровня финансовых рисков // Сибирская финансовая школа. 2023. № 1 (149). С. 72–80. <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-1-72-80>. EDN: WYQAXA.
14. Головин Н.А., Азанова И.А., Балабаев В.Д., Гладких К.Д. Теоретические аспекты оценки коммерческой недвижимости // Экономика и бизнес: теория и практика. 2022. № 12-1 (94). С. 89–94. <https://doi.org/10.24412/2411-0450-2022-12-1-89-94>. EDN: GGJXOH.
15. Строганов И.А., Ковальчук А.Е. Анализ поведения потребителей рынка B2C для разработки маркетинговой стратегии компании // Человеческий капитал и профессиональное образование. 2022. № 2 (40). С. 80–87. EDN: SSDFLR.
16. Измайлов М.Г. Управление коммерческой недвижимостью: теоретический и методологический аспекты // Финансовый бизнес. 2023. № 8 (242). С. 106–108. EDN: CWCJHI.
17. Овчинников Я.А., Мишкина Е.В. Разработка управленческих решений, направленных на устранение проблемы высвобождения площадей торговых центров // Инженерно-строительный вестник Прикаспия. 2022. № 3 (41). С. 114–117. <https://doi.org/10.52684/2312-3702-2022-41-3-114-117>. EDN: QMNCDC.
18. Измайлов М.Г. Инновационное развитие рынка коммерческой недвижимости как фактор устойчивого роста экономики // Финансовый бизнес. 2023. № 11 (245). С. 192–194. EDN: GMSKDT.
19. Калыгина В.В., Сухова Е.И. Инструментарий маркетингового онлайн-продвижения строительных компаний на российском рынке коммерческой недвижимости в современных условиях // Инновационная наука. 2022. № 8-1. С. 29–33. EDN: RCZEVO.
20. Халецкая Д.А., Пирогова О.Е. Исследование доходности торгового сегмента рынков коммерческой недвижимости Российской Федерации и Республики Беларусь // Международный научный журнал. 2022. № 2 (83). С. 15–30. <https://doi.org/10.34286/1995-4638-2022-83-2-15-30>. EDN: NIZBBC.

REFERENCES

1. Tuktarova L.R., Luneva S.D. Influence of Environmental Factors on the Level of Rent Commercial Real Estate Market. *Problemy razvitiya predpriyatii: teoriya i praktika = Problems of Enterprise Development: Theory and Practice*. 2022;1-1:249-254. (In Russ.). <https://doi.org/10.46554/PEDTR-21-2022-1-pp.249>. EDN: AUZOHR.
2. Panfilova A.A. New Trends in the Domestic Commercial Real Estate Market in Conditions of Economic Instability. *Gipoteza = Hypothesis*. 2022;3(20):25-32. (In Russ.). EDN: LBCYVP.
3. Kuhaleishvili I.M. Problems of Warehouse Real Estate After the Introduction of Sanctions Against Companies of the Russian Federation. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya = Economics and Management: Problems, Solutions*. 2022;4;8(128):30-33. (In Russ.). <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2022.08.04.005>. EDN: VDACOZ.
4. Pirogova O.E., Khaletskaya D.A. Risk Analysis in the Commercial Real Estate Segment in the Regional Market. *Mezhdunarodnyi nauchnyi zhurnal = International Scientific Journal*. 2023;2(89):57-68. (In Russ.). <https://doi.org/10.34286/1995-4638-2023-89-2-57-68>. EDN: HTMMJG.

5. Demchenko A.M., Ivanova N.A. Overview of the Situation on the Real Estate Market. *Ekonomika i upravlenie: problema, resheniya = Economics and Management: Problems, Solutions*. 2023;3;12(141):141-148. (In Russ.). <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2023.12.03.016>. EDN: BRLABN.
6. Verkhoturov I.P., Matveyeva M.V. Problems and Prospects of the Commercial Real Estate Market in Modern Conditions. *Molodezhnyi vestnik IRGTU = Young Researchers Journal of ISTU*. 2022;12;1:74-79. Available from: <http://xn--b1agjigi1ai.xn--p1ai/journals/2022/01/articles/10> [Accessed 10th April 2024]. (In Russ.). EDN: ILVXSC.
7. Zlobina L.V., Grigorash E.V., Povalyukhina M.A. Development as Commercial Real Estate Management. *Voprosy upravleniya nedvizhimost'yu, zemleustroistva i geodezii = Issues of Property Management, Land Management and Geodesy*. 2022;2(2):22-24. (In Russ.). EDN: CXERMW.
8. Radenia A.M. Commercial Real Estate: Global Trends and Methods of Rating Investment Funds. *Zhurnal Belorusskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika = Journal of the Belarusian State University. Economics*. 2023;1:116-120. (In Russ.). EDN: VURBPU.
9. Panfilova A.A. Present-Day Tendencies of Investing into The Segments of Commercial Real Estate. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*. 2021;4(80):122-125. (In Russ.). EDN: MJTUUP.
10. Dovganeva Yu.A., Pirogova O.E., Pogorelov N.V. Methodological Approach to Assessing the Competitiveness of Real Estate Retail Enterprises. *Global'nyi nauchnyi potentsial = Global Scientific Potential*. 2023;7(148):192-196. (In Russ.). EDN: WIHWEA.
11. Bulavinova O.V., Kasmynina M.G., Pis'mennaya E.V. Economic Aspects of Updating the Cadastral Value of Land: on the Example of the City of Stavropol. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*. 2022;12;9-1:207-214. (In Russ.). <https://doi.org/10.34670/AR.2022.31.90.059>. EDN: NCDQIQ.
12. Koshkin V.S., Molochnyuk A.A. Forecasting the Market Value of Commercial Real Estate Based on the Indices of Territorial and Economic Development of the City of Barnaul. *Vestnik molodezhnoi nauki Altaiskogo gosudarstvennogo agrarnogo universiteta = Bulletin of Youth Science of Altai State Agrarian University*. 2023;1:147-151. (In Russ.). EDN: DUVUTY.
13. Buneeva E.Yu., Bezrukikh O.A., Zubritskaya K.Yu. Investment Decisions in the Real Estate Market Using Instruments to Reduce the Level of Financial Risks. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*. 2023;1(149):72-80. (In Russ.). <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-1-72-80>. EDN: WYQAXA.
14. Golovin N.A., Azanova I.A., Balabaev V.D., Gladkikh K.D. Theoretical Aspects of Commercial Real Estate Valuation. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economy and Business: Theory and Practice*. 2022;12-1(94):89-94. (In Russ.). <https://doi.org/10.24412/2411-0450-2022-12-1-89-94>. EDN: GGJXOH.
15. Stroganov I.A., Kovalchuk A.E. Analysis of Consumer Behavior of the B2C Market for the Development of the Company's Marketing Strategy. *Chelovecheskii kapital i professional'noe obrazovanie = Human Capital and Vocational Education*. 2022;2(40):80-87. (In Russ.). EDN: SSDFLR.
16. Izmailov M.G. Commercial Real Estate Management: Theoretical and Methodological Aspects. *Finansovyi biznes = Financial Business*. 2023;8(242):106-108. (In Russ.). EDN: CWCJHI.
17. Ovchinnikov Ya.A., Mishkina Ye.V. Development of Management Solutions Directed at Eliminating the Problem of Breaking Up the Space of Shopping Centers. *Inzhenerno-stroitel'nyi vestnik Prikaspiya = Engineering and Construction Bulletin of the Caspian Region*. 2022;3(41):114-117. (In Russ.). <https://doi.org/10.52684/2312-3702-2022-41-3-114-117>. EDN: QMNCDC.
18. Izmailov M.G. Innovative Development of the Commercial Real Estate Market as a Factor of Sustainable Economic Growth. *Finansovyi biznes = Financial Business*. 2023;11(245):192-194. (In Russ.). EDN: GMSKDT.
19. Kalygina V.V., Suhova E.I. Online Marketing Tools for Construction Companies in the Russian Commercial Real Estate Market in Modern Conditions. *Innovatsionnaya nauka = Innovative science*. 2022;8-1:29-33. (In Russ.). EDN: RCZEVO.
20. Haleckaya D.A., Pirogova O.E. Research of Profitability of the Commercial Segment of the Commercial Real Estate Markets of the Russian Federation and the Republic of Belarus. *Mezhdunarodnyi nauchnyi zhurnal = International Scientific Journal*. 2022;2(83):15-30. (In Russ.). <https://doi.org/10.34286/1995-4638-2022-83-2-15-30>. EDN: NIZBBC.

Информация об авторах

Бурденюк Евгений Николаевич,
аспирант,
Новосибирский государственный университет
экономики и управления,
630099, г. Новосибирск, ул. Каменская, 56
Россия,
✉ e-mail: bur@otelit.ru
<https://orcid.org/0009-0004-9248-6278>

Information about the authors

Evgeniy N. Burdenyuk,
Postgraduate Student,
Novosibirsk State University of Economics
and Management,
56, Kamenskaya St., Novosibirsk, 630099,
Russia,
✉ e-mail: bur@otelit.ru
<https://orcid.org/0009-0004-9248-6278>

Коган Антон Борисович,

д.э.н., профессор кафедры экономики
предпринимательской деятельности
и логистики,
Новосибирский государственный университет
экономики и управления.
630099, г. Новосибирск, ул. Каменская, 56
Россия,
e-mail: a.b.kogan@edu.nsuem.ru
<https://orcid.org/0000-0003-2188-0898>
Author ID: 345834

Anton B. Kogan,

Dr. Sci. (Econ.), Professor
of the Department of Business Economics
and Logistics,
Novosibirsk State University of Economics
and Management.
56, Kamenskaya St., Novosibirsk, 630099,
Russia,
e-mail: a.b.kogan@edu.nsuem.ru
<https://orcid.org/0000-0003-2188-0898>
Author ID: 345834

Вклад авторов

Все авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации.

Contribution of the authors

The authors contributed equally to this article.

Конфликт интересов

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflict of interests

The authors declare no conflict of interests regarding the publication of this article.

Все авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The final manuscript has been read and approved by all the co-authors.

Информация о статье

Статья поступила в редакцию 28.02.2024.
Одобрена после рецензирования 11.03.2024.
Принята к публикации 14.03.2024.

Information about the article

The article was submitted 28.02.2024.
Approved after reviewing 11.03.2024.
Accepted for publication 14.03.2024.