

Доклад на научно-практической конференции
«Анализ рисков и оценка инвестиций в условиях нестабильной экономики»
г. Ялта 22-24 сентября 1999 г.

Тема доклада – «Анализ рисков при определении ставки капитализации для оценки стоимости недвижимости»

Докладчик – А.Огаджанян, директор командитного общества «Украинская недвижимость» (г. Черкассы), председатель Черкасского регионального отделения Украинского общества оценщиков

Как известно, принцип капитализации дохода основан на соответствии вложенного капитала доходу, получаемому от этого вложения. Капитализация дохода – это пересчет потока будущих доходов в стоимость капитала. Ставка капитализации – это фактически та ставка дохода, которую инвестор готов был бы рассматривать в качестве адекватной для конкретного вложения с учетом всех присущих этому вложению рисков.

Наиболее распространенным методом расчета ставки капитализации в нынешних условиях является метод суммирования. Между тем кумулятивный метод в последнее время часто необоснованно критикуется как надуманный, «подгончный». В то же время наш опыт подтверждает, что при условии четкого обоснования видов и величины рисков именно кумулятивный метод способен обеспечить системный подход к оценке ставки капитализации.

В конце 1998 г. – начале 1999 г. оценщики командитного общества «Украинская недвижимость» на основании данных Черкасского филиала «Всеукраинской биржи недвижимости» проводили работу по определению мультипликаторов валовой ренты для объектов нежилой недвижимости, проданных в городе Черкассы в 1998 г. – магазинов, складов и административных помещений. Результаты этой работы легли в основу расчета ставок капитализации методом суммирования для различных групп объектов недвижимости.

Работа проводилась в 3 этапа.

1. Определение мультипликаторов валовой ренты на основе анализа рыночной информации. Выявление диапазона ставок капитализации для различных объектов недвижимости.

2. Обоснование безрисковой ставки капитализации.

3. Выбор и обоснование видов рисков.

4. Обоснование величин рисков.

1. Определение диапазона ставок капитализации

Путем анализа продаж, а также рынка аренды нежилой недвижимости выявлено, что ставка капитализации для различных объектов нежилой недвижимости в городе Черкассы может находиться в диапазоне 0,25-0,38 (при капитализации ЧОД – дохода до вычета налога на прибыль). Выявленная картина будет неполной, если не добавить, что величины мультипликаторов для отдельных объектов значительно отличалась от вышеуказанного диапазона ставок капитализации. По отдельным объектам они были ниже 0,15, а по другим достигали 0,55. Объяснялось это как характером отдельных сделок (мотивы покупателя и продавца), так и отсутствием какой-либо информации о доходности объектов, в силу чего вместо использования реально подтвержденных доходов от аренды приходилось прибегать к расчетам гипотетических доходов.

Следует отметить, что МВР и ставка капитализации имеют различный экономический смысл. В отличие от ставки капитализации МВР является одним из

вариантов метода сравнения продаж (рыночных сравнений) и рассчитывается на основе анализа статистики реальных продаж недвижимости и реальных доходов от аренды.

Утверждение, что капитализированные доходы от сдачи недвижимости в аренду представляют собой стоимость недвижимости, основано на предположении о том, что передача недвижимости в аренду является устойчиво доходным видом деятельности. Другими словами, мы исходим из того, что инвестор, вкладывающий деньги в недвижимость, в качестве возможных вариантов ее безубыточного использования готов рассматривать передачу ее в аренду.

(Кстати, именно поэтому метод капитализации дохода, как один из методов оценки стоимости, не может быть применен при оценке **жилья**, во всяком случае, в подавляющем большинстве городов Украины. Принципиальной ошибкой является предположение, что покупатель рассматривает жилье, как потенциально доходную недвижимость. Подробнее эта тема изложена в статье «Доходная недвижимость и пассивный рынок»).

Таким образом, результатом исследований рынка нежилой недвижимости в г. Черкассы был выявлен по состоянию на начало 1999 года диапазон ставки капитализации чистого операционного дохода (дохода до вычета налога на прибыль) при оценке недвижимости, равный 0,25 – 0,38.

2. Обоснование безрисковой ставки капитализации

Термин «безрисковая ставка» не должен вводить нас в заблуждение. Инвестиций (вложений) совершенно безрисковых не существует. Под термином «безрисковое вложение» и, соответственно, «безрисковая» ставка дохода на это вложение следует рассматривать наименее рискованное в существующих социально-экономических условиях вложение денежных средств. Принцип кумулятивного построения базируется на обоснованном предположении, что потенциальный покупатель (инвестор) всегда имеет альтернативный выбор – получать доходы низкие, но с высокой степенью вероятности их получения или высокие, но с высокой степенью риска их недополучения (потерь).

При этом независимо от того, какой вид вложения оценивается (недвижимость, ценные бумаги, бизнес, оборудование), безрисковая ставка должна отвечать своему основополагающему принципу и во всех случаях нести в себе минимум специфических рисков.

В нынешних условиях в Украине наименее рискованным вложением денежных средств является их конвертация в доллары США и вложение на депозитные счета в наиболее надежных банках с высоким рейтингом. При этом более рискованными являются крупные суммы, вкладываемые на длительный период. Наименее рискованные – диверсифицированные путем дробления на небольшие суммы вложения на незначительные сроки с возможностью их продления.

Нами были проанализированы условия, на которых привлекались на депозит валютные вклады юридических и физических лиц банками Украины в 1996 г., 1997 г., 1998 г. Количество банков, чьи данные анализировались – в 1996 г. – 24, 1997 г. – 35, 1998 г. – 41.

Итоги исследований сведены в таблицу.

Сума вкладу, \$	Середні ставки для юридичних осіб			
	1 міс.	3 міс.	6 міс.	12 міс.
1996 рік	12%	11%	14%	15%
\$100-500	11%	10%	13%	16%
\$1000-5000	9%	9%	12%	13%
\$10 000-50 000	12%	11%	14%	17%
\$100 000-500 000	16%	16%	18%	15%
1997 рік	11%	10%	14%	14%
\$100-500	12%	8%		18%
\$1000-5000	11%	8%		12%
\$10 000-50 000	10%	9%	12%	15%
\$100 000-500 000	11%	17%	16%	15%
\$1 000 000	13%			12%
1998 рік	12%	12%	14%	15%
\$100-500	14%	8%	12%	16%
\$1000-5000	11%	12%	14%	15%
\$10 000-50 000	11%	11%	13%	15%
\$100 000-500 000	12%	14%	16%	15%
\$1 000 000	13%	13%		

На основании полученных данных сделан вывод, что оптимальной для расчетов является величина безрисковой ставки на уровне 10-12 %. Мы в своей практике пользуемся ставкой 10%.

Несколько слов о так называемом «риске страны». В некоторых случаях оценщики предпочитают в качестве безрисковой ставки использовать ставку дохода по правительственным ценным бумагам западных стран и прибавлять к ней риски страны (т.е. Украины). Такой подход мне кажется оторванным от реалий нашего рынка. Во-первых приобретение правительственных или иных надежных ЦБ стран Запада для отечественного инвестора выглядит весьма проблематичным. Трудно представить, что такое альтернативное вложение без проблем может совершить покупатель небольшого склада или магазина в каком-либо областном или районном центре Украины. Во-вторых, риск страны для резидента, не имеющего особого выбора – понятие весьма неопределенное. Такой подход к оценке безрисковой ставки отражает поведение иностранного инвестора на новом, рискованном для него рынке чужой страны и только в этом случае может рассматриваться как обоснованный.

3. Выбор и обоснование видов рисков

В большинстве случаев при выборе ставки капитализации для оценки недвижимости используются следующие факторы (виды рисков): компенсация за риск, риск, компенсация за низкую ликвидность, компенсация за инвестиционный менеджмент. Такой подход описан, к примеру, в книге Дж.Фридмана и Н.Ордуэя «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости».

Между тем в книге Е.Тарасевича «Методы оценки недвижимости» описано уже 8 видов рисков. Справедливости ради следует признать, что некоторые из описанных в ней рисков слабо обоснованы.

Например, риск инфляции. Инфляция оказывает определенное влияние и на безрисковую ставку, и поэтому не совсем корректно рассматривать ее, как один из видов

дополнительных рисков для недвижимости. Кроме того метод, прямой капитализации дохода рассматривает реальные, а не номинальные денежные потоки.

Нам кажется обоснованным учет 4 видов рисков при оценке недвижимости методом прямой капитализации.

(Анализ нормы возврата инвестиций прямо не касается темы настоящего доклада, поэтому мы не будем затрагивать эту проблему).

Вид риска	Характеристика	Факторы, которые влияют на риск
Риск вложения в объект недвижимости	Учитывает увеличение риска вложения капитала в объект недвижимости в сравнении с вложением в валютный депозит.	Связан с особенностями вида недвижимости, что оценивается, и зависит, в первую очередь, от ее функционального назначения и привлекательности с точки зрения доходности
Риск низкой ликвидности	Учитывает невозможность быстрой реструктуризации капитала путем продажи недвижимости. Ликвидность показывает, насколько быстро актив может быть преобразован в денежные средства.	Зависит от размеров объекта недвижимости (объема инвестиций) и его общих технических характеристик, которые влияют на привлекательность объекта.
Риск, связанный с управлением недвижимостью (инвестиционный менеджмент)	Инвестиции в недвижимость требуют значительных управленческих усилий. Риск управления недвижимостью отображает потенциальную возможность неадекватного управления недвижимостью.	Чем больше специализирована собственность, тот больший риск, связанный с управлением.
Общеэкономический и законодательный риски (внешний риск)	В сравнении с валютными депозитами инвестиции в недвижимость больше склонны к влиянию внешних факторов: - Финансовых, которые связаны с изменениями стоимости привлеченных средств; - общеэкономических, которые могут прямо влиять на снижение отдачи на инвестированный капитал; - законодательных, которые могут снизить инвестиционную привлекательность и стоимость имущества.	

Как отмечалось выше, выявленный путем анализа рынка недвижимости диапазон ставки капитализации чистого операционного дохода был принят на уровне 0,25 – 0,38.

Безрисковая ставка – 0,1.

Таким образом, поправки на риски для различных объектов недвижимости находятся в диапазоне 0,15 – 0,28.

4. Обоснование величин рисков

1. Риск вложения в объект недвижимости

Учитывает особенности оцениваемого вида недвижимости. Прямо зависит от степени привлекательности, доходности вида деятельности (бизнеса), который можно развернуть с использованием объекта недвижимости.

Анализ заявок на приобретение нежилой недвижимости, зарегистрированных в брокерской конторе «Всеукраинской биржи недвижимости», а также фактических сделок купли-продажи подтверждает тот факт, что наибольшим спросом пользуются и, соответственно, наименее рискованными являются объекты торговли и общественного питания (кафе, рестораны). Наиболее рискованными в этом отношении в настоящее время являются вложения в производственные здания.

Величины поправок сведены в таблицу.

Вид недвижимости	Поправка, %
Магазины и объекты общественного питания	6
Склады, здания административного назначения	7
Производственные здания и комплексные здания	8
Комплексы зданий и сооружений	9

2. Риск низкой ликвидности

При оценке риска низкой ликвидности не следует учитывать вид недвижимости – этот риск уже учтен. Конкретная величина поправки зависит от размеров объекта, т.е. в первую очередь – от необходимой для его приобретения суммы вложений.

Следующая таблица статистических данных рынка нежилой недвижимости г. Черкассы наглядно характеризует зависимость между спросом на недвижимость и его стоимостью.

Стоимость недвижимости	Количество проданных объектов		
	1996 г.	1997 г.	1998 г.
До 60 000 грн	76%	78%	75%
Свыше 60 000 грн	24%	22%	25%

Выявленная в результате анализа закономерность учтена при определении величин поправок, которые сведены в таблицу.

Сумма инвестиций	Поправка, %
До 30 тыс грн	3
30-60 тыс грн	3-5
60 – 120 тыс грн	5-8
Больше 120 тыс грн	8-10

3. Риск, связанный с управлением недвижимостью

В отличие от безрисковых инвестиций инвестиции в недвижимость требуют определенных управленческих усилий. Чем сложнее недвижимость, тем больше риск недополучения доходов.

Величины поправок сведены в таблицу.

Вид недвижимости	Поправка, %
Встроенно-пристроенные помещения, части зданий	1
Отдельностоящие здания	3
Комплексы зданий и сооружений	4

4. Общеэкономический и законодательный риски

Не зависит от характера объекта и определяется только внешней средой. Принят на уровне 5%.

Просуммируем все виды рисков и безрисковую ставку:

- Безрисковая – 0,1
- Поправка на риск вложения в объект недвижимости – 0,06-0,09
- Поправка на риск низкой ликвидности – 0,03-0,1
- Поправка на риск, связанный с управлением недвижимостью – 0,01-0,04
- Поправка на общеэкономический и законодательный риски – 0,05

Общая ставка капитализации для различных объектов недвижимости будет находиться в диапазоне 0,25 – 0,38.

Изложенный подход к определению ставки капитализации помогает избежать главного недостатка кумулятивного метода – субъективности при определении видов и величин рисков. Четкая градация видов рисков и границ, в пределах которых может находиться их величина, позволяют именно рассчитывать и обосновывать величину ставки капитализации, а не «подгонять» ее.