

## Доходная недвижимость и пассивный рынок

Принцип капитализации дохода, как известно, основан на соответствии вложенного капитала доходу, получаемому от этого вложения. Капитализация дохода – это пересчет потока будущих доходов в стоимость капитала.

Проблема оценщика, определяющего стоимость недвижимости методом капитализации дохода, представляет собой задачу с тремя неизвестными. Неизвестны и предполагаемая сумма доходов, и ставка дохода, и, собственно, стоимость недвижимости (т.е. рекомендуемая оценщиком сумма вложения).

Между тем, памятуя достаточно простую формулу перевода доходов от эксплуатации недвижимости в ее стоимость, мы часто забываем об экономической сути этой процедуры, переключив свое внимание на чистую математику.

Как известно, расчет стоимости недвижимости основан на капитализации доходов **от аренды**. Капитализируются именно доходы от аренды, а не доходы от деятельности предприятия, использующего недвижимость. (Полученная в последнем случае стоимость будет учитывать стоимость прочих компонентов, присущих конкретному бизнесу).

На чем основано утверждение, что капитализированные доходы от сдачи недвижимости в аренду представляют собой ее стоимость? В первую очередь, 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.

Однако реалии украинского рынка недвижимости не всегда это подтверждают. Рынок аренды недвижимости, как доходный вид деятельности, у нас не сформирован. **Побудительные мотивы покупателей недвижимости в большинстве случаев далеки от желания получать доходы от сдачи в аренду приобретаемого имущества.** Наиболее убедительные примеры в подтверждение этого дает рынок жилой недвижимости.

Произведем расчет стоимости 3-комнатной квартиры в центре города Черкассы методом прямой капитализации дохода.

Арендная ставка за 1 месяц – \$50.

Чистый операционный доход – \$600.

Здесь следует особо подчеркнуть, что в **качестве ставки капитализации выбирается ставка дохода, которую инвестор готов был бы рассматривать в качестве адекватной для конкретного вложения с учетом всех присущих этому вложению рисков.**

Ставка капитализации дохода, приносимого недвижимостью, не может быть ниже, чем ставка дохода наименее рискованных инвестиций, в качестве которых допустимо рассматривать ставку валютных депозитов наиболее надежных банков Украины. То есть, имея возможность выбора, разумный инвестор за более рискованное вложение всегда ожидает получить более высокий доход. Итак, если т.н. «безрисковую» ставку принять на уровне 10-12%, то ставка капитализации для оценки квартиры не может быть ни в коем случае ниже этой величины. Для упрощения расчетов, пренебрегая специфическими рисками, присущими недвижимости, примем ее на уровне 10%.

Результат - \$6000.

В то же время элементарный расчет методом прямого сравнения продаж показывает, что стоимость такого рода квартир находится на уровне \$9000-\$10000.

В чем же заключается наша ошибка? Ясно, что не в выборе ставки капитализации. О какой ошибке может идти речь, если, приняв ставку капитализации на уровне ставки дохода по безрисковым инвестициям, мы все равно получаем заниженную стоимость. **Наша ошибка в данном случае имеет принципиальный характер и заключается в**

**предположении, что покупатель рассматривает жилье как потенциально доходную недвижимость.**

Таким образом, метод капитализации дохода, как один из методов оценки стоимости, не может быть применен при оценке жилья, во всяком случае, в подавляющем большинстве городов Украины. Другое дело – использование мультипликатора валовой ренты (МВР – отношение доходов от аренды к стоимости недвижимости). МВР рассчитывается на основе анализа статистики реальных продаж (но не оценок стоимости) недвижимости и реальных (но не предполагаемых) доходов от аренды, однако имеет иной, в отличие от ставки капитализации экономический смысл. Метод МВР является одним из вариантов метода сравнения продаж (рыночных сравнений).

Перейдем к анализу рынка нежилой недвижимости. Нежилая недвижимость, безусловно, является доходной недвижимостью. Побудительный мотив покупателя магазина, склада или производственного корпуса – получение прибыли от эксплуатации недвижимости. Однако и на рынке нежилой недвижимости практически отсутствуют примеры приобретения объекта с целью заработка на ренте, позволяющие считать аренду стабильно доходным видом деятельности.

Вместе с тем, для подтверждения вышесказанного было бы опрометчиво пытаться привести такой же элементарный пример, как с квартирой. Примеров, когда достоверно известны **цена продажи недвижимости и факт сдачи в аренду этого объекта недвижимости в целом**, чрезвычайно мало для выявления устойчивых закономерностей. Поэтому любой пример расчета МВР для нежилой недвижимости, во-первых, будет носить сугубо индивидуальный характер, во-вторых, будет содержать элементы гипотезы, как в части стоимости объекта, так и в части размера платы за аренду всего объекта.

Тем не менее, неразвитость, пассивность рынка позволяют утверждать, что к методу капитализации дохода при оценке нежилой недвижимости следует подходить с разумной осторожностью. Это не означает, что по аналогии с рынком жилья расчет методом капитализации дохода дает всегда заниженный результат. Безусловно, фактором, способным снизить стоимость нежилой недвижимости, может быть неоправданно завышенная ставка капитализации. Вместе с тем, противоположный результат можно получить, завысив чистый операционный доход, что достаточно часто имеет место.

К примеру, для оценки склада площадью 2000 кв. м используется факт передачи в аренду 200-300 кв. м площади подобного склада по ставке 3 грн/кв. м в месяц. Предположение, что объект оценки можно сдать в аренду по такой же ставке, может быть ошибочным – далеко не всегда одному или нескольким арендаторам можно сдать по той же ставке площадь в 10 раз большую.

Все вышеизложенное позволяет сделать следующие выводы. В условиях переизбытка предложений на рынке нежилой недвижимости и неразвитости рынка аренды недвижимости является неосмотрительной оценка доходным методом без альтернативного расчета методом аналогов продаж.

Выбрав подходящие по характеру аналоги продаж и определившись с единицей сравнения, элементами сравнения и величинами поправок, можно в результате получить достаточно узкий диапазон, в пределах которого должна находиться стоимость объекта оценки. Более подробное изложение практики применения этого метода выходит за рамки настоящей статьи. Поэтому, не касаясь деталей процедуры, отметим самое существенное: отсутствие должного количества схожих с оцениваемым объектом аналогов в большинстве случаев усложняет определение фиксированной стоимости методом аналогов продаж. Хотя для расчета фиксированной стоимости существует достаточно приемов, более предпочтительной выглядит следующая процедура.

Откорректировав стоимости аналогов и получив приемлемо узкий диапазон, следует перейти к доходному методу оценки. Стоимость, полученная методом капитализации дохода, должна находиться в пределах указанного диапазона. Таким

**образом, метод сравнения продаж будет являться мерилем правильности оценки методом доходности.**

И в заключение, о реальных МВР, рассчитанных для нежилой недвижимости. 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. Опыт именно этой работы позволяет утверждать, что метод МВР, весьма удобный для оценки жилья, следует применять осмотрительно для нежилой недвижимости.

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.

**А.Б.Огаджанян,  
директор командитного общества «Украинская недвижимость», г. Черкассы,  
член Украинского общества оценщиков**

Статья опубликована в Государственном информационном бюллетене «О приватизации», № 1, 2001 г.