

АНАЛИЗ РАЗЛИЧНЫХ МЕТОДОВ, ПРИМЕНЯЕМЫХ В РАМКАХ ДОХОДНОГО ПОДХОДА ПРИ ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ

Автор: Сергей ХУДОЛЕЙ, st.gr. CDI - 1302
Руководитель: ст. преп. Ирина КОЖУХАРЬ

Технический Университет Молдовы

***Резюме:** Исследования направлены на изучение некоторых методов определения ставки капитализации и ставки дисконтирования при оценке коммерческой недвижимости. В статье определены сложности, возникающие при проведении оценки, с использованием вышеперечисленных методов и выделены основные моменты по каждому из них, учитываемые при проведении оценки недвижимости, для получения корректных результатов.*

***Ключевые слова:** метод прямой капитализации, метод капитализации по норме отдачи, техники мультипликаторов валового дохода, техники коэффициентов капитализации, техники остатка, техники непосредственного дисконтирования, модельные техники, техники ипотечно-инвестиционного анализа.*

Введение

Несмотря на наличие довольно обширного количества исследований и разработок, связанных с различными методами определения ставки капитализации и ставки дисконтирования, проведенных Д.В. Виноградовым, С.В. Грибовским, К.С. Лапко, И.А. Бузовой, Л.А. Лейфером, возникает необходимость в применении данных методов при оценке коммерческого объекта и их сравнительном анализе. Отправной точкой при выборе данной статьи послужил тот факт, что, как правило, рыночная стоимость, определенная доходным подходом существенно отличается от рыночной стоимости, определенной методом сравнительного анализа продаж. Совокупность этих факторов и предопределило выбор темы, а также определение целей и задач.

Цель исследования: изучить некоторые методы определения ставки капитализации и ставки дисконтирования при оценке коммерческой недвижимости, установить значимость данных методов.

Для достижения цели были решены следующие задачи:

- Определены сложности, возникающие при использовании доходного подхода при оценке коммерческой недвижимости, выделены основные моменты по каждому из используемых методов, учитываемые для получения корректных результатов оценки.
- Осуществлён сбор и анализ информации о рынке коммерческой недвижимости города Кишинев.
- Выполнен сравнительный анализ методов определения ставки капитализации и ставки дисконтирования, установлена приоритетность и целесообразность их применения.

Сравнительный анализ результатов, полученных методом прямой капитализации, методом капитализации по норме отдачи и методом дисконтирования денежных потоков

Для решения поставленных задач была проведена оценка коммерческого объекта, общая площадь помещений которого составляет 427,8 м², расположенных на первом этаже девятиэтажного жилого дома, по адресу мун. Кишинев, сектор Рышкановка, ул. Петру Рареш, 39/1, с использованием метода прямой капитализации, метода капитализации по норме отдачи и метода дисконтирования денежных потоков. В ходе выполнения расчетов использовались: стоимость оцениваемого объекта (373 189 Евро) и объектов аналогов (318 150 Евро, 225 000 Евро и 293 095 Евро), рассчитанные методом сравнительного анализа продаж, информация о кредитах для физических лиц и информация о доходах объектов аналогов.

В рамках техники инвестиционной группы, техники коэффициента покрытия долга и техник остатка была использована информация о кредите для физических лиц в размере 1 000 000 леев, под 11 % годовых, сроком на 10 лет.

В результате расчетов были получены следующие результаты, представленные в таблице 1

Таблица 1 Результаты, определенные методом прямой капитализации, методом капитализации по норме отдачи и методом дисконтирования денежных потоков

Используемые методы	Стоимость, Евро	Стоимость м², Евро
Техника мультипликаторов ПВД	372 471	871
Техника мультипликаторов ДВД	372 471	871
Техника инвестиционной группы	373 189	872
Техника коэффициента покрытия долга	373 189	872
Техника сравнительного анализа	365 879	855
Техника коэффициента операционных расходов	373 189	872
Техника остатка для собственного капитала	373 189	872
Техника остатка для заемного капитала	373 189	872
Техника кумулятивного построения	266 887	624
Техника без учета амортизации	256 951	601
Техника полной амортизации-	113 809	266
Техника линейной амортизации	165 517	387
Метод дисконтирования денежных потоков	275 002	643

Для получения корректных результатов оценщикам следует учитывать особенности методов определения ставки капитализации и ставки дисконтирования при оценке коммерческой недвижимости (табл.2).

Таблица 2 Особенности методов определения ставки капитализации и ставки дисконтирования

Используемые методы	Особенности
Метод прямой капитализации	
Техники МВД:	Полученная величина рыночной стоимости объекта оценки, практически идентична величине стоимости, полученной методом сравнительного анализа продаж.
ПВД	
ДВД	
Техники коэффициентов капитализации:	
Техника инвестиционной группы или группы компонентов капитала	Недопустимость данной техники в случаях, когда оцененная по доступным альтернативным проектам величина коэффициента капитализации для собственных средств оказывается меньше ипотечной постоянной.
Техника коэффициента покрытия долга	Техника опирается только на банковскую информацию, однако этот метод дает ориентировочное значение ставки капитализации в случаях, когда рыночные данные недостаточно надежны. Поэтому метод используется только как корректирующий.
Техника сравнительного анализа	Использование общего коэффициента капитализации, полученного обработкой данных о сделках с объектами-аналогами, имеет своим результатом потерю независимости доходного подхода от сравнительного подхода.
Техника коэффициента операционных расходов	Существенным достоинством техники является ослабление зависимости инструмента и результата оценки рыночной стоимости по доходу от информации о рыночных сделках и от процедур сравнительного анализа с корректировками цен. Расчет опирается на среднерыночные величины МДВД и на КОР.
Техники остатка:	
для собственного капитала	Обе эти техники весьма редко используются в оценочной практике, но оказываются полезными при обосновании решений о структуре капитала, инвестируемого в оцениваемый объект.
для заемного капитала	
Метод капитализации по норме отдачи	
Модельные техники:	
Техника без учета амортизации	Техника применяется в двух случаях: либо имеется бесконечный поток дохода, либо поток дохода конечен, но цена продажи объекта равна начальной цене покупки, то есть первоначальной инвестиции.
Техника полной амортизации	Техника применяется в случаях, когда доходы от эксплуатации обеспечивают не только формирование дохода на капитал, но и полный возврат капитала.

Используемые методы	Особенности
Техника линейной амортизации	Данную технику применяют для определения настоящей стоимости в случаях, когда и доход, и стоимость недвижимости изменяются известным регулярным образом.

Выводы и предложения

Принимая во внимание результаты, полученные с использованием первых трех техник: техники мультипликатора валового дохода, техники коэффициентов капитализации и остатка, их применение образует взаимосвязь доходного подхода со сравнительным.

Поскольку мультипликаторы определяются путем сравнительного анализа сделок с проданными объектами аналогами, их применение в доходном подходе привело к получению величины рыночной стоимости объекта оценки, практически идентичной величине стоимости, полученной методом сравнительного анализа продаж.

Несмотря на удобство и простоту, имеются и ограничения по использованию метода мультипликатора валового дохода:

1. Оцениваемый объект должен находиться в таком секторе рынка недвижимости, в котором регулярно продаются и покупаются сопоставимые объекты на основе их валовой выручки.

2. Поскольку корректировка составляющих валового рентного мультипликатора не производится, метод считается недостаточно чувствительным к разнице в рисках, нормах возврата капитала и в чистых доходах между сопоставимыми и оцениваемым объектами.

Техника инвестиционной группы капитализации существенно интереснее для практики оценки в условиях развивающегося и, тем более, развитого института ипотечного кредитования, так как кредитные учреждения, конкурируя между собой, задают на рыночно обоснованном уровне свои условия по приемлемой доле заемного капитала в рыночной стоимости объекта и по величине ипотечной постоянной - коэффициента капитализации для заемного капитала. Что касается коэффициента капитализации для собственного капитала, то его можно оценить по альтернативным проектам равной рискованности, в том числе и не связанным с недвижимостью. Заметим, что последнее особенно важно для инвестора, нуждающегося в оценке рыночной стоимости объекта в условиях слабого развития рынка недвижимости. Обратим внимание на недопустимость применения данной техники в случаях, когда оцененная по доступным альтернативным проектам величина коэффициента капитализации для собственных средств оказывается меньше ипотечной постоянной. Такое соотношение указанных коэффициентов делает использование заемного капитала для типичного инвестора невыгодным, и применение техники инвестиционной группы в оценке рыночной стоимости становится бессмысленным.

Техника коэффициента покрытия долга широко применяется в условиях развитой практики ипотечного кредитования. В этих условиях кроме упоминавшихся ранее сведений о величине доли заемных средств и ставки капитализации для заемных средств, банки и другие кредитные учреждения обращают внимание на проявляющуюся в бизнес-плане заемщика величину коэффициента покрытия долга. Величина этого коэффициента должна быть достаточно высокой для обеспечения гарантии возвратности кредита при ожидаемых рисках недополучения заемщиком планируемой величины чистого операционного дохода.

Существенно, что в условиях конкуренции и повсеместного выбора заемщиками максимально возможных размеров ссуды кредитные учреждения устанавливают контрольные значения для коэффициента покрытия долга, как правило, близкие к среднерыночным. Эта техника интересна тем, что - в сравнении с предыдущей техникой - опирается только на банковскую информацию и не требует обращения к труднодоступной информации о доходности на собственный капитал для альтернативных проектов, однако этот метод дает ориентировочное значение ставки капитализации в случаях, когда рыночные данные недостаточно надежны.

Техника сравнительного анализа обладает тем же основным недостатком, который отмечался для техник мультипликаторов валового дохода: использование общего коэффициента капитализации, полученного обработкой данных о сделках с объектами-аналогами, имеет своим результатом потерю независимости доходного подхода от метода сравнительного анализа продаж к оценке объекта.

Существенным достоинством техники коэффициента операционных расходов является ослабление зависимости инструмента и результата оценки рыночной стоимости по доходу от информации о рыночных сделках и от процедур сравнительного анализа с корректировками цен. Расчет опирается на среднерыночные величины мультипликаторов действительного валового дохода и на коэффициенты операционных расходов.

Техники остатка для собственного и для заемного капитала весьма редко используются в оценочной практике, но оказываются полезными при обосновании решений о структуре капитала, инвестируемого в оцениваемый объект.

Таким образом, результаты, полученные методом прямой капитализации, существенно не отличаются от результатов полученных методом сравнительного анализа продаж.

В отличие от вышеперечисленных техник, результаты полученные с использованием методов капитализации по норме отдачи значительно ниже рыночной стоимости определенной методом сравнительного анализа продаж.

Хотелось бы отметить, что техника без учета амортизации применяется в двух случаях: либо имеется бесконечный поток дохода, либо поток дохода конечен, но цена продажи объекта равна начальной цене покупки, то есть первоначальной инвестиции, то есть применение данной техники возможно лишь в теории.

Техника полной амортизации применяется в случаях, когда доходы от эксплуатации обеспечивают не только формирование дохода на капитал, но и полный возврат капитала.

Технику линейной амортизации применяют для определения настоящей стоимости в случаях, когда и доход, и стоимость недвижимости изменяются известным регулярным образом.

Незначительные величины рыночной стоимости, полученные с использованием данных техник можно объяснить тем, что предполагаемый срок использования объекта оценки, принятый условно- 3 года, в случае его увеличения, возрастет и стоимость объекта.

Результаты, полученные с использованием метода дисконтирования денежных потоков приблизительно на 26 % ниже рыночной стоимости определенной методом сравнительного анализа продаж, в связи с использованием в расчетах коэффициентов (безрисковая ставка, ставка ожидаемой инфляции), определенных для экономики страны в целом, не отражающих особенности рынка недвижимости, ставка же риска вложения денег в недвижимость зависит от мнения оценщика.

Проведенные расчеты показали, что все техники метода прямой капитализации просты в употреблении, но не учитывают динамику изменения доходов и цен на рынке недвижимости. С этой задачей более успешно может справляться метод дисконтирования денежных потоков.

Библиография

1. ВИНОГРАДОВ Д.В., Экономика недвижимости: Учебное пособие. Владимир: Владим. гос. ун-т, 2007. 136 с.
2. ГРИБОВСКИЙ С.В. , Оценка доходной недвижимости. Санкт-Петербург: Питер, 2001. 482 с.
3. ГРЯЗНОВА А.Г., ФЕДОТОВА М.А., Оценка недвижимости. Учебник. Москва: Финансы и статистика, 2007. 496 с.
4. ДЮКОВА О.М., ПАСЯДЯ Н.И., Коммерция на рынке недвижимости: учебное пособие. Санкт-Петербург: СПбГУЭФ, 2011. 109 с.
5. ЛЕЙФЕР, Л.А. *Ставка дисконтирования для оценивания недвижимости в условиях кризиса* [online]. Доступ: < http://www.labrate.ru/leifer/lev_leifer_article-stavka-diskonta-vo-vremya-krizisa.htm > [Доступен на дату 1 ноября 2013].
6. ФРИДМАН Д., ОРДУЭЙ Н., Анализ и оценка приносящей доход недвижимости, 1997. 480 с.