В выпуске:
- Уголовная ответственность оценщика. Проект
- Распределение цен на рынке гомогенных товаров
- Рыночная экстракция для коэффициента капитализации
- Анализ и применение модифицированного метода сечений
- Согласование результатов оценки, основанное на нечеткой логике
- Автоматизированная справочная система для оценки сельхозтехники
стандартов оценки и Закона «Об оценочной деятельности»;
+ Осуществление мониторинга рынка;
+ Осуществление регулярного равноправного информационного обмена между оценщиками и потребителями их услуг;
+ Разработка новых, более совершенных способов оценки, учитывающих неопределенность;
+ Повышение профессионального уровня.

Список использованных источников
7. Найт Ф. Понятие риска и неопределенности // THESIS, 1994, вып 5.

Савельев А. В.

Метод рыночной экстракции для обоснования коэффициента капитализации

Предложено решение проблемы согласования результатов сравнительного и затратного подходов с результатами доходного подхода, реализованного методом капитализации. Приведен практический пример вычислений, основанный на реальном рынке недвижимости коммерческого назначения г.Самара.

Подготовлено для озвучивания в ходе ВПНПК.

Фо11-8

Необходимо отметить, коэффициент капитализации характеризует текущую доходность объекта, в то время как норма дохода на капитал (ставка дисконтирования) характеризуют потенциальную (конечную) доходность объекта - недвижимости. Подробно про различие текущей и конечной доходности изложено в работе Грибковского С.В. [3].

В дополнительно к этим, посвященным рассмотрению методических вопросов оценки недвижимости, упомянуто, что норма дохода на капитал (ставка дисконтирования) строится методом хумулятивного построения по формуле [4]:

\[ R_{MK} = R^{on} + R^{of}, \]

где

\[ R_{MK} \] – коэффициент модели капитализации,
\[ R^{on} \] – норма дохода на капитал (ставка дисконтирования),
\[ R^{of} \] – норма возврата капитала.

Безрисковая ставка дохода
+ Премия за риск
+ Премия за низкую ликвидность недвижимости
+ Премия за инвестиционный менеджмент

Ставка дисконтирования

Норма возврата капитала рассчитывается одним из трех способов:
+ прямолинейным возвратом капитала (метод Рингга),
+ возвратом капитала по фонду возмещения и ставке дохода на инвестиции (метод Инвода) или
+ возвратом капитала по фонду возмещения и безрисковой ставке процента (метод Хоскольда).

Журнал либо не публикуется в сети Интернет
При этом предполагается, что необходимо будет возвращать капитал, связанный с уменьшением стоимости объекта в связи с ухудшением его качественных характеристик из-за физического и функционального износа, при этом возврат капитала, связанный с ожидаемым изменением цен на рынке, остается за границами рассмотрения, что некорректно, поскольку снижение цен из-за физического и функционального износов недвижимости обычно менее значимо, чем по причине общего изменения цен на рынке [5]. Корректирующая формула для расчета нормы возврата капитала имеет следующий вид [3]:

\[ R_{0}^{F} = -\Delta_{k} \times SFF(k, i_{p}) \]

где

\[ \Delta_{k} = \frac{(V_{k} - V_{0})}{V_{0}} \]

– относительное изменение стоимости актива за анализируемый промежуток времени.

В докризисный период диапазон ставок дисконтирования, рассчитанных методом кумулятивного построения, для объектов коммерческой недвижимости г. Самара, находился в диапазоне 10..15%. В условиях кризиса рисковые составляющие увеличились, что соответственно привело к увеличению ставки дисконтирования. Ориентированно для коммерческой недвижимости г. Самара по состоянию на 2009 год диапазон ставок дисконтирования, рассчитанных методом кумулятивного построения, был в диапазоне 15-20%. В условиях постепенного выхода из кризисных явлений, по состоянию на конец первого квартала 2012 года, диапазон ставок дисконтирования, рассчитанных методом кумулятивного построения, находился в диапазоне 12..17%.

Что это означает? Ставка дисконтирования характеризует конечную дату, которую ожидает получить инвестор от альтернативных вложений с таким же уровнем риска, поэтому увеличение ставки дисконтирования в условиях кризиса, которое демонстрирует нам метод кумулятивного построения, вступает в противоречие с практически полным отсутствием потенциальных инвесторов, желающих вкладываться в строительство или приобретение объектов коммерческой недвижимости в кризисных условиях. Кроме того, в кризисных условиях значительно увеличиваются заявляемые сроки окупаемости инвестиционных проектов, связанных с коммерческой недвижимостью, что также вступает в противоречие с увеличением ставки дисконтирования в методе кумулятивного построения (в соответствии с общей теорией корпоративных финансов, чем выше ожидаемая доходность, тем выше ожидаемый срок окупаемости инвестиций). Замечание про значительное увеличение рисков вложений не может объяснить тот факт, что на рынке не находятся хотя бы некоторое количество потенциальных инвесторов, которые будут в состоянии рисковать ради 15-20% отдыха (учитывая, что в условиях кризиса практически никакие вложения не позволяют обеспечить сопоставимые уровни доходности). Остаётся единственно объяснение – метод кумулятивного построения не позволяет объективно обосновать величину ставки дисконтирования, и в условиях кризиса ставка дисконтирования не увеличивается, а уменьшается. Правомерность такого объяснения убедительно доказал Лейфер Л.А. в своих работах [5].

На первый взгляд может показаться, что мы оказались в тупике – поскольку метод кумулятивного построения использовать некорректно, то каким образом обосновать величину коэффициента моделия капитализации? Однако решение есть. Как показал в своих работах Трибовский С.В. [3] ставка дисконтирования приближенно может быть определена как величина обратная периоду окупаемости проекта, рассчитанного через эффективный доход:

\[ R_{0}^{on} = \frac{1}{P} \]

где

\[ P \]

– период окупаемости проекта.

В этом случае все встает на свои места – в период кризиса заявляемые сроки окупаемости инвестиционных проектов, связанных с коммерческой недвижимостью, значительно увеличиваются, что подтверждается значительным снижением конечной доходности потенциальных инвесторов с внешним проявлением в практически полной остановке рынка коммерческой недвижимости.

Покажем на примере г. Самара по состоянию на 2012 год различие в величине коэффициента модельной капитализации при различных вариантах:

**Вариант 1** - «классический» вариант расчета с использованием метода кумулятивного построения для обоснования ставки дисконтирования и при учете возврата капитала, вызванного снижением стоимости объекта только из-за физического и функционального износа;

**Вариант 2** – вариант расчета с использованием среднего ожидаемого срока окупаемости аналогичных проектов для обоснования ставки дисконтирования и при учете возврата капитала, вызванного не только снижением стоимости объекта из-за физического и функционального износа, но и в связи с ожидаемым общим изменением цен на рынке.

В примере будем учитывать:
Расчет коэффициентов прямой капитализации по офисным и торговым помещениям г. Самара методом рыночной экстракции показан соответственно в Таблицах 1 и 2. Для минимизации погрешностей расчетов выбрали объекты, которые одновременно продаются и сдаются в аренду. При расчетах использовался скидка на удорожание в размере 10% при обосновании чистого операционного дохода учитывалась величина потери от недозагрузки и неплатежей в размере 10% и величина операционных расходов в размере 30% от ДВД как среднегодовые величины рынка коммерческой недвижимости г. Самара.

По офисным помещениям г. Самара величина коэффициента прямой капитализации находится в диапазоне 0,053..0,086 при среднем значении 0,065 (Таблица 1); по торговым помещениям г. Самара величина коэффициента прямой капитализации находится в диапазоне 0,054..0,084 при среднем значении 0,071 (Таблица 2). Эти данные позволяют сделать вывод о сопоставимости коэффициентов прямой капитализации и коэффициентов модельной капитализации с корректным обоснованием нормы дохода на капитал и с учетом ожиданий по общему изменению цен на рынке при обосновании нормы возврата капитала.

Выводы
Проблему рассогласования результатов доходного подхода, реализованного методом капитализации, с результатами сравнительного и затратного подходов, можно решить расчетом коэффициента модельной капитализации с корректным обоснованием нормы дохода на капитал и с учетом ожиданий по общему изменению цен на рынке при обосновании нормы возврата капитала или использованием коэффициента прямой капитализации, рассчитанным методом рыночной экстракции.

Список использованных источников
2. Михайлов В. В. Еще раз о ставке дисконтирования в оценочной деятельности и методах доходного подхода // Вопросы оценки, 2005, № 1.
5. Лейфер Л. А. Ставка дисконтирования для оценки недвижимости в условиях кризиса // Имущественные отношения в Российской Федерации, 2010, № 2.
6. Расчетный файл http://www.ресторанчиков.pf/files/11Ro-Samara.xls

OR-код расчетного файла >

25
<table>
<thead>
<tr>
<th>Группа элементов сравнений</th>
<th>Характеристика объектов-аналогов</th>
<th>Объект 1</th>
<th>Объект 2</th>
<th>Объект 3</th>
<th>Объект 4</th>
<th>Объект 5</th>
<th>Объект 6</th>
<th>Объект 7</th>
<th>Объект 8</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Дата регистрации прав на объект</td>
<td>Вид прав на здание/сооружение</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
<td>Собственность</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Место расположения здания</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
<td>г. Самара, Октябрьский район, ул. Советский пр., д. 239</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Общая площадь, м²</td>
<td>1 548,2</td>
<td>20 600</td>
<td>3 685</td>
<td>7 685</td>
<td>13 600</td>
<td>18 600</td>
<td>23 600</td>
<td>32 600</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Тип объекта</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
<td>торговый комплекс</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Статус объекта</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
<td>С</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Балконное подъездное устройство</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Отопление</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Энергоснабжение</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
<td>Есть</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Имущественная характеристика</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
<td>торговые помещения</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Стоимость аренды, руб.</td>
<td>1 100 000</td>
<td>1 410 000</td>
<td>1 620 000</td>
<td>1 830 000</td>
<td>1 940 000</td>
<td>2 050 000</td>
<td>2 160 000</td>
<td>2 270 000</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Факторы, влияющие на стоимость аренды</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Величина арендной платы, руб.</td>
<td>1 250 000</td>
<td>1 560 000</td>
<td>1 870 000</td>
<td>2 180 000</td>
<td>2 490 000</td>
<td>2 800 000</td>
<td>3 110 000</td>
<td>3 420 000</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Срок аренды, лет</td>
<td>20</td>
<td>25</td>
<td>30</td>
<td>35</td>
<td>40</td>
<td>45</td>
<td>50</td>
<td>55</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Продолжительность договора, лет</td>
<td>10</td>
<td>15</td>
<td>20</td>
<td>25</td>
<td>30</td>
<td>35</td>
<td>40</td>
<td>45</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Стоимость аренды, руб./м²/год</td>
<td>1 100</td>
<td>1 410</td>
<td>1 620</td>
<td>1 830</td>
<td>1 940</td>
<td>2 050</td>
<td>2 160</td>
<td>2 270</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Табл. 2. Коэффициент капитализации по торговым помещениям г. Самары, которые одновременно продаются и сдаются в аренду.**