



УДК 332.6:657.922

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ТЕНДЕНЦІЙ ЗМІН СТАВКИ КАПІТАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ ТА ЗА КОРДОНОМ

Лапішко Марія Львівна,
професор, кандидат економічних наук,
професор кафедри банківської справи
Львівського навчально-наукового інституту
ДВНЗ «Університет банківської справи»
e-mail: lapishko@i.ua

Поздняков Юрій Володимирович,
експерт-оцінювач
e-mail: jerzy.pozdniakow@gmail.com

Гохберг Ігор Ісаакович,
заслужений оцінювач України
e-mail: galswit@ukr.net

Анотація. Розглянуто і зіставлено огляди кількісних показників ставки капіталізації (СК) для України та деяких закордонних держав. Показано, що в умовах економічної кризи надійним критерієм стану ринку є СК, визначена за методом ринкової екстракції. Відповідно, достовірність визначення СК за методом кумулятивної побудови знижується. Дослідження змін характеристик ринку, що спостерігаються у процесі розвитку економічної кризи, виконано стосовно до ринку житлової та комерційної нерухомості, цінні показники якої визначаються методами незалежної експертної оцінки. З метою збільшення точності та достовірності результатів оціночних робіт за рахунок мінімізації додаткової похибки, привнесеної зростанням ступеня невизначеності чисельного значення СК, запропоновано при розрахунку СК орієнтуватися переважно на метод ринкової екстракції.

Ключові слова: ставка капіталізації, оцінка нерухомості, ринкова вартість, похибка оцінки, точність оцінки, дисконтований грошовий потік, принцип найкращого та найбільш ефективного використання.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 4; бібл.: 15.

COMPARATIVE ANALYSIS OF CHANGES IN CAPITALIZATION RATES IN UKRAINE AND ABROAD

Lapishko Maria,
Professor, Ph. D. in Economics,
Professor of the Department of Banking
of the Lviv Institute
of SHEI «Banking University»
e-mail: lapishko@i.ua

Pozdnyakov Yriy,
An expert appraiser,
e-mail: jerzy.pozdniakow@gmail.com

Gohberg Igor,
honored appraiser Ukraine
e-mail: galswit@ukr.net

Abstract. In this paper quantitative indicators of capitalization rate (CR) for Ukraine and for some foreign countries were compared, the dynamics of change was analyzed and common trends of changes were identified. It is shown that in the conditions of the economic crisis the reliable criterion for determining the state of the market is CR calculated by the method of extraction. Accordingly, the reliability of determining CR by the cumulative method is reduced.

The research of the market's characteristics changes that are observed in the development of the economic crisis, is made in relation to the residential and commercial real estate price indices which are determined by the means of an independent expert review.



To increase the accuracy and reliability of the evaluation work results by minimizing additional errors caused by growing uncertainty of numerical value of CR it is offered to calculate CR focusing primarily on market method of extraction.

The aim of the article is to analyze the differences in the dynamics of changes of CR in Ukraine and abroad; to identify economic reasons of these differences and to study the possibilities to increase the reliability of CR determination.

The conducted analysis showed common for Ukraine and foreign countries trend to subsequent decrease of actual CR, calculated by the method of extraction for the market of commercial and residential real estate. Comparison of levels and dynamics of the CR demonstrates that Ukraine is not unique. On the contrary, the analysis given above shows that, despite the existence of the crisis, the economy of the country is similar to countries with developed market economies, and it has the same global trends.

Keywords: capitalization rate (cap rate), real estate evaluation, market value, evaluation error, evaluation accuracy, discounted cash flow, the highest and the best used principle.

Formulas: 0; fig.: 0; tabl.: 4; bibl.: 15.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ТЕНДЕНЦИЙ ИЗМЕНЕНИЯ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ В УКРАИНЕ И ЗА РУБЕЖОМ

Лапишко Мария Львовна,
профессор, кандидат экономических наук,
профессор кафедры банковского дела
Львовского образовательного-научного института
ГВУЗ «Университет банковского дела»
e-mail: lapishko@i.ua

Поздняков Юрий Владимирович,
эксперт-оценщик,
e-mail: jerzy.pozdniakow@gmail.com

Гохберг Игор Исаакович,
заслуженный оценщик Украины
e-mail: galswit@ukr.net

Аннотация. Рассмотрены и сопоставлены обзоры количественных показателей ставки капитализации (СК) для Украины и некоторых зарубежных государств. Показано, что в условиях экономического кризиса надежным критерием состояния рынка является СК, определенная по методу рыночной экстракции. Соответственно, достоверность определения СК по методу кумулятивного построения снижается.

Исследование изменений характеристик рынка, наблюдаемых в процессе развития экономического кризиса, выполнено применительно к рынку жилой и коммерческой недвижимости, ценовые показатели которой определяются методами независимой экспертной оценки. С целью увеличения точности и достоверности результатов оценочных работ за счет минимизации дополнительной погрешности, привнесенной ростом степени неопределенности численного значения СК, предложено при расчете СК ориентироваться преимущественно на метод рыночной экстракции.

Ключевые слова: ставка капитализации, оценка недвижимости, рыночная стоимость, погрешность оценки, точность оценки, дисконтированный денежный поток, принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 4; библи.: 15.

Вступ. При використанні методу прямої капіталізації СК безпосередньо впливає на показник вартості об'єкта оцінки і, відповідно, на точність його визначення. Дослідження ринку нерухомості показали, що в Україні в останні декілька років значення СК, що визначається за методом ринкової екстракції, має тенденцію до зниження. Виявлене явище потребує наукового осмислення, теоретичного обґрунтування і глибшого дослідження. У зв'язку з цим видається доцільним провести порівняльний аналіз відмінностей у динаміці змін СК в Україні і за кордоном та дослідити економічні підстави виникнення виявлених трендів.

Аналіз досліджень і постановка завдання. Питаннями достовірності визначення СК займалися фахівці в галузі незалежної оцінки як за кордоном (Jack P. Friedman, Nicholas Ordway, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, Richard U. Ratcliff, С. В. Грибовський, В. М. Рутгайзер, Л. А. Лейфер, С. В. Валдайцев, В. Є. Єсіпов), так і в Україні (Я. І. Маркус, С. А. Сивец, В. В. Галасюк, Я. С. Витвицький, В. О. Воронін) [1–6]. Роботи закордонних авторів містять результати, отримані для активно функціонуючого, прозорого і збалансованого ринку. Сучасний стан ринку нерухомості України не цілком відповідає умовам ринків



країн із розвинутою ринковою економікою. Отож, теоретичний і практичний інтерес становить напрям подальших досліджень, пов'язаний із виявленням відмінностей – зокрема в динаміці змін СК.

Метою статті є аналіз відмінностей у динаміці змін СК в Україні та за кордоном; виявлення економічних підстав виникнення цих відмінностей та дослідження можливостей підвищення достовірності визначення СК.

Результати дослідження. У попередніх дослідженнях [7] ми кількісно проаналізували розміри ставок валютних депозитів у вітчизняних комерційних банках і зробили висновок про недоцільність їх використання для розрахунку значення безризикової ставки. Було показано, що в сучасних економіко-політичних умовах цей показник не цілком відповідає визначенню «безризикової ставки». Установлено, що метод кумулятивної побудови СК забезпечує прийнятний результат лише за умови використання найнижчих значень ставок валютних депозитів – на рівні 0,15–1,5% річних, що декларуються тільки нечисленними банками потужних міжнародних фінансових груп. У зв'язку з цим доцільно дослідити, який рівень СК демонструють національні огляди різних країн і як вона змінюється з плином часу.

У Канаді, згідно зі звітом CBRE, що є найбільшою у світі консалтинговою компанією у сфері комерційної нерухомості, за підсумками 2015 року і входить до списку 500 найбільших компаній світу, СК для певних видів активів має тенденцію до зниження. Так, наприкінці 2015 року в Торонто СК опустилася до 6%, тоді як 2010-го вона спостерігалася на рівні 10%. Для апартаментів класу А її рівень ще нижчий – 3,25–4% [8].

У США також спостерігається подібна тенденція. У сегменті квартир зниження СК: 2010 р. – 8,3%; 2015 р. – 6,3%. Для офісів, відповідно, відзначається падіння із 7,9 до 5,9% [9]. Такий самий стан і з нерухомістю комерційного використання (табл. 1).

Так, дані табл. 1 показують, що середні СК знизилась із 7,2% за всіма видами нерухомості в першому

кварталі 2016 року до 7,0% до кінця червня 2016 року. Для квартир ставка знизилась на 50 базисних пунктів, у порівнянні з попереднім роком, і становила 6,5%. Аналогічний стан і з іншими секторами, тобто загальна прибутковість нерухомості має тенденцію до зниження (табл. 2).

Таблиця 1
Стан ринку комерційної нерухомості США, II квартал 2016 року

Профіль нерухомості	СК, %
Офіс класу А	6,5
Офіс класу ВС	7,2
Промислові класу А	6,9
Промисловий клас ВС	7,9
Роздрібна торгівля класу А	6,7
Роздрібна торгівля класу ВС	7,5
Апартаменти класу А	6,2
Апартаменти класу ВС	6,9
Готель класу А	6,4
Готель класу ВС	7,5

Джерело. [10].

Таблиця 2
Стан ринку комерційної нерухомості США, Флорида, лютий 2016 р.

Профіль нерухомості	СК, %
Апартаменти – Південно-Східний регіон	5,30
Апартаменти – загалом у країні	5,68
Офіси – Південна Флорида	7,18
Офіси в міських ділових центрах (CBD) – загалом у країні	5,68
Офіси у приміських зонах (Suburban) – загалом у країні	6,36
Гуртовий склад – загалом у країні	5,48
Торговий центр – загалом у країні	6,38
Регіональний торговий центр – загалом у країні	6,03

Джерело. [11].

Порівняємо наведені вище статистичні дані зі ставками капіталізації комерційної та житлової нерухомості для міста Києва в середині 2016 року (табл. 3 і 4).

СК для нежитлових приміщень міста Києва в середині 2016 року

Профіль нерухомості	СК, %				
	Київ	Центр	Наближені до центру райони	Серединна зона	Периферійна зона
Офіси	6,97	7,02	7,01	6,97	6,88
Офіси (професійні)	6,82	6,97	6,90	6,82	6,67
Торгові приміщення в ТЦ	7,52	7,44	7,51	7,52	7,51
Торгові приміщення (професійні)	6,99	6,94	6,98	6,99	6,95

Джерело. [12].

Таблиця 4
СК для квартир міста Києва у вересні 2016 року

Райони міста	СК, %			
	1-кім.	2-кім.	3-кім.	Середня
Голосіївський	10,6	7,59	6,26	8,15
Дарницький	9,2	7,33	6,24	7,59
Деснянський	12,59	8,15	7,31	9,35
Дніпровський	8,41	7	6,47	7,29
Оболонський	9,3	7,26	6,13	7,56
Печерський	6,59	5,92	5,06	5,86
Подільський	9,7	8,01	6,54	8,08
Святошинський	9,66	7,32	6,39	7,79

Закінчення табл. 4

Райони міста	СК, %			
	1-кім.	2-кім.	3-кім.	Середня
Солом'янський	10,45	7,85	6,47	8,26
Шевченківський	8,15	6,58	6	6,91
Середнє в місті	9,47	7,3	6,29	7,68

Джерело. [13].

Зазначимо, що всі подані вище статистичні дані відображають фактичний стан ринку, оскільки наведені значення СК отримано методом ринкової екстракції. Тож бачимо, що динаміка зміни СК в Україні



принципово не відрізняється від виявленої вище тенденції для закордонних держав. У раніше проведених дослідженнях [7] ми показали, що в період політико-економічної кризи збільшився ступінь невизначеності чисельних значень СК. Розбалансування вітчизняного ринку нерухомості спричинило виникнення і поглиблення розбіжності між модельною СК, що визначається за моделлю кумулятивної побудови, та СК, розрахованою за методом ринкової екстракції.

Слід зазначити, що, за багаторічними спостереженнями, фахівці відзначають зміни вартості нерухомості в широкому діапазоні, однак СК, зазвичай, залишається відносно стабільною протягом довгих періодів. Це спостереження перегукується з висновками Роберта Шиллера, що на відкритому ринку дохідність залишається відносно стабільною, а зміни в дохідності є індикатором зміни вартості [14]. Для прикладу, на ринку офісної нерухомості Лондона дохідність офісної нерухомості коливалася в діапазоні від 4,1 до 9,5% протягом 1981–2014 рр., зі стандартним відхиленням 1,3%, водночас вартість нерухомості змінювалася в діапазоні від -28 до + 34% із стандартним відхиленням 13% [15].

Висновки. Таким чином, виконаний аналіз показав спільну для України і закордонних держав тенденцію до плинного зниження фактичної СК, розрахованої за методом ринкової екстракції для ринку комерційної та житлової нерухомості. Зіставлення рівнів та дина-

міки СК демонструє, що Україна аж ніяк не є унікальною. Навпаки, наведений вище аналіз свідчить, що, попри наявність кризових явищ, економіка країни є близькою до країн із розвинутою ринковою економікою і в ній спостерігаються загальні світові тенденції. Не підлягає сумніву, що СК, розрахована за методом аналізу ринку (ринкової екстракції), відображає реальні тенденції на вітчизняному ринку нерухомості і може вважатись надійним індикатором дохідності.

Крім того, встановлено, що на даний час, за неодноразовими розрахунками, СК для різних сегментів ринку об'єктів нерухомості комерційного призначення становить 6,5–9,5%. Як видно з наведених у статті таблиць, як в Україні, так і за її межами СК для ринку нерухомості дуже рідко перевищує поріг у 10%. Суттєво вищі від цього рівня значення СК, розраховані за методом кумулятивної побудови, є мало достовірними – оскільки вони базуються на завищеному значенні безризикової ставки, яка в наших умовах за своєю економічною сутністю не є в повному сенсі безризиковою. Економічне підґрунтя цього явища має бути предметом дальших досліджень.

Чисельні значення СК, розрахованої за методом кумулятивної побудови, можна вважати достовірними тільки за умови використання в розрахунках найнижчих значень депозитів 0,15–1,5% річних, які декларуються фінансовими установами великих міжнародних банківських груп.

Список використаної літератури

1. Фридман Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / Дж. Фридман, Ник. Ордуэй ; пер. с англ. В. Н. Лаврентьева, О. В. Тихоновой. – М. : Дело Лтд, 1995. – 480 с.
2. Гохберг І. І. Про деякі можливості підвищення достовірності визначення показника ринкової вартості земельних ділянок в сучасних умовах / І. І. Гохберг, Ю. В. Поздняков // Вісник оцінки. – 2010. – № 2. – С. 45–48.
3. Драпиковський О. І. Аналіз підходів до параметризації місця розташування в оцінці нерухомості / О. І. Драпиковський, І. Б. Іванова, М. В. Дубницька // Часопис картографії : зб. наук. пр. – Київ : КНУ ім. Тараса Шевченка, 2013. – Вип. 8. – С. 40–64.
4. Маркус Я. И. Неформальные подходы к оценке недвижимости в современных экономических условиях / Я. И. Маркус, В. В. Маркус, С. А. Мельниченко, Ю. В. Поздняков, И. П. Зубарева и др. // Практика оценки. – 2009. – № 5 (32). – С. 2.
5. Воронін В. О. Аналітика ринку нерухомості: методологія та принципи сучасної оцінки : монографія / В. О. Воронін, Е. В. Лянце, М. М. Мамчин. – Львів : Магнолія 2006, 2014. – 304 с.
6. Маркус Я. И. Относительность оценки: гипотезы, постулаты, следствия / Маркус Я. И., Поздняков Ю. В., Калапуша А. Л., Мещеряков В. В., Чашин Ю. Г., Маркус Т. И. ; под общ. ред. Я. И. Маркуса // Практика оценки имущества. – 2011. – № 3. – С. 1–108.
7. Лапішко М. Л. Підвищення достовірності визначення ставки капіталізації у ситуації незбалансованого ринку нерухомості / Лапішко М. Л., Поздняков Ю. В., Гохберг І. І. // Зб. наук. пр. «Економічні науки». – Луцьк : Луцький національний технічний університет, 2016. – Вип. 13 (49), ч. 2. – С. 154–163. – (Серія «Облік і фінанси»).
8. Commercial Real Estate, Forecasting, Industry Stats, Real Estate Investors, Real Estate Trends [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.brookfieldrps.com/cbre-q3-2015-canadian-cap-rates>.
9. CRE New sand Resources [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reisreports.com/resources/cre-news-and-updates/apartment/q1-2015-cap-rate-trends>.
10. Commercial Real Estate Market Survey [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.realtor.org/reports/2016-q2-commercial-real-estate-market-survey>.
11. Capitalization Rate Expectations [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://blazejack.wordpress.com/2016/02/02/2016-capitalization-rate-expectations>.
12. Обзор рынка недвижимости Киева - итоги II квартала 2016 года [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.samson.com.ua/news/16-obzor-rynka-nedvizhimosti-kieva-itogi-ii-kvartala-2016-goda>.



13. Ставки капитализации рынка недвижимости в г. Киеве по районам за апрель 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kansas.ua/capitalization>.
14. Шиллер Р. О чем думают экономисты: беседы с Нобелевскими лауреатами / Роберт Шиллер ; под ред. Пола Самуэльсона, Уильяма Барнета. – Москва : Альпина, 2016.
15. Cap rates, cycles and how to inflate a real estate bubble [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.weforum.org/agenda/2016/01/cap-rates-cycles-and-how-to-inflate-a-real-estate-bubble>.

References

1. Fridman, Dzh., & Ordueh, Nik. (1995). Analiz i ocenka prinosyashchej dohod nedvizhimosti [Analysis and evaluation of income-producing real estate]. (V. N. Lavrent'ev, O.V. Tihonova, Trans). Moscow : Delo Ltd [in Russian].
2. Gohberg, I. I., & Pozdnjakov, Ju. V. (2010). Pro dejaki mozhlyvosti pidvyshennja dostovirnosti vyznachennja pokaznyka rynkovoї vartosti zemel'nyh diljanok vsuchasnyh umovah [Some opportunities to increase the reliability of determination of the market value of land in modern conditions]. *Visnykocinky – Bulletin of evaluation*, 2, 45–48 [in Ukrainian].
3. Drapikovskyy, O. I., Ivanova, I. B., & Dubnyts'ka, M. V. (2013). Analiz pidhodiv do parametryzaciї miscja roztashuvannja v ocinci neruhomosti [Approaches to parameterize locations in property valuation] *Chasopys kartografii – The journal Cartography*. (Issue 8), (p. 40–64). Kyiv : KNU. Shevchenko [in Ukrainian].
4. Markus, Ja. Y., Markus, V. V., Mel'nychenko, S. A., Pozdnjakov Ju.V., Zubareva Y. P., Fylyppov V. P., et al. (2009). Neformal'nye podhody k ocenke nedvyzhymosti v sovremennyh ekonomycheskyh uslovyjah [Informal approaches to real estate valuation in the current economic conditions]. *Praktyka ocenky – Evaluation practice*, № 5 (32), 2 [in Ukrainian].
5. Voronin V. O., Ljance E. V., & Mamchyn M. M. (2014). Analitika rynku neruhomosti: metodologija ta pryncypys uchasnoї ocinky [Analysis real estate market: methodology and principles of modern assessment]. *Lviv : Magnolija 2006* [in Ukrainian].
6. Markus, Ja. Y., Pozdnjakov, Ju. V., Kalapusha, A. L., Meshherjakov, V. V., Chashhyn, Ju. G., & Markus T. Y. (2011). Otnosytel'nost' ocenky: gypotezy, postulaty, sledstvyja [Relativity comments hypotezy, postulaty, investigation]. *Praktyka ocenky ymushhestva – Property Valuation Practice*, 3, 1–108 [in Ukrainian].
7. Lapihko, M. L., Pozdnjakov, Ju. V., & Gohberg, I. I. (2016). Pidvyshennja dostovirnosti vyznachennja stavky kapitalizaciї u sytuaciї nebalansovanogo rynku neruhomosti [Increased reliability determining capitalization rates in the situation of unbalanced market]. *Zbirnyk naukovykh prats' «Ekonomichninauky». Seriya «Oblik i finansy» – Proceedings of «Economics.» Series «Accounting and Finance»*. Luc'k : Luc'kyjnacional' nyjtetchnyjuniversytet. (Issue 13, part 2), (p. 154–163) [in Ukrainian].
8. Commercial Real Estate, Forecasting, Industry Stats, Real Estate Investors, Real Estate Trends (2015). www.brookfieldrps.com. Retrieved from : <http://www.brookfieldrps.com/cbre-q3-2015-canadian-cap-rates> [in Canada].
9. CRE News and Resources (2015). www.reisreports.com. Retrieved from : <http://www.reisreports.com/resources/cre-news-and-updates/apartment/q1-2015-cap-rate-trends>.
10. Commercial Real Estate Market Survey (2016). www.realtor.org. Retrieved from : <http://www.realtor.org/reports/2016-q2-commercial-real-estate-market-survey> [in USA].
11. Capitalization Rate Expectations (2016). blazejack.wordpress.com. Retrieved from : <https://blazejack.wordpress.com/2016/02/02/2016-capitalization-rate-expectations> [in USA].
12. Obzor rynku nedvijimosti Kieva - itogi II kvartala 2016 goda [Review of the real estate market in Kiev – the results of the second quarter of 2016]. (2016). www.samson.com.ua. Retrieved from : <http://www.samson.com.ua/news/16-obzor-rynka-nedvizhimosti-kieva-itogi-ii-kvartala-2016-goda> [in Ukrainian].
13. Stavki kapitalizatsii rynku nedvijimosti v g. Kiev porayonam za april 2017 [Rates of capitalization of the real estate market in Kiev by districts for April 2017]. (n.d.). www.kansas.ua. Retrieved from : <http://www.kansas.ua/capitalization> [in Ukrainian].
14. Shiller, Robert (2016). O chem dumayut ekonomisty: besedy s nobelevskimi laureatami [What Economists Think: Conversations with Nobel Laureates]. Pol Samuelson & Uilyam Barnet (Ed.). Moscow : Al'pyna [in Russian].
15. Cap rates, cycles and how to inflate a real estate bubble (2016). www.weforum.org. Retrieved from : <http://www.weforum.org/agenda/2016/01/cap-rates-cycles-and-how-to-inflate-a-real-estate-bubble>.