



УДК 303.094.5:330.133.2:330.133.7

## ОБҐРУНТУВАННЯ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕДУМОВ ФОРМУВАННЯ ТРЕНДІВ ЗМІН СТАВКИ КАПІТАЛІЗАЦІЇ

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

Лапішко Марія Львівна,  
професор, кандидат економічних наук,  
професор кафедри фінансів, обліку і аналізу  
Інституту підприємництва і перспективних технологій  
Національного університету «Львівська політехніка»  
e-mail: lapishko@i.ua

**Анотація.** Розглянуто особливості формування довготермінових трендів динаміки змін ставки капіталізації (СК) на вітчизняному ринку нерухомості в умовах економічної кризи. Виявлено і проаналізовано фактори впливу, що спричиняють ріст невизначеності цих показників. Досліджено теоретичні засади функціонування ринкових механізмів формування вартості в ситуації незбалансованого ринку нерухомості. Виявлено та узагальнено наявні тенденції ринку і на підставі їх аналізу сформульовано прогнози подальших змін ринкових характеристик. Узагальнення часових трендів змін характеристик ринку, що спостерігаються в процесі розвитку економічної кризи, виконано щодо сегментів ринку житлової та комерційної нерухомості, цінні показники якої визначаються методами незалежної експертної оцінки. Сформульовано практичні рекомендації щодо збільшення точності й достовірності результатів оціночних робіт.

**Ключові слова:** оцінка нерухомості, ринкова вартість, ставка капіталізації, похибка оцінки, точність оцінки, вартість грошей у часі.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 0; бібл.: 6.

## THEORETICAL JUSTIFICATION OF ECONOMIC PRECONDITIONS FORMING LONG-TERM CAP RATES CHANGES TRENDS

Pozdnyakov Yuri,  
Leading expert appraiser  
Ukrainian Appraisers Association Member  
e-mail: jerzy.pozdniakow@gmail.com

Lapishko Maria,  
Professor, Ph. D. in Economics,  
Professor of the Department of Finance, Accounting and Analysis  
of the Institute of Entrepreneurship and Advanced Technologies  
National University «Lviv Polytechnic»  
e-mail: lapishko@i.ua

**Abstract.** The paper considers the capitalization rate changes long-term trends formation features on the domestic real estate market in the conditions of the economic crisis. The factors influencing the growth of uncertainty of these market indicators are revealed and analyzed. The theoretical principles of value formation market mechanisms functioning in unbalanced real estate market situation are investigated.

The current market trends are identified and summarized. Some forecasts of further market characteristics changes, based on this analysis, are formulated. It is shown that in today's Ukraine conditions the commercial banks foreign currency deposits rates are only formally and nominally risk-free, as they contain a number of rather high country investment risks. For countries with stable economic growth, these country risks are zero or close to zero, and their rates of foreign currency deposits are practically equal to the value of the actual risk-free rate. In the paper is established and generalized some earlier studies by the authors results proved the fact of using the components of the total premium for risk at more than double the size in the calculation of actual capitalization rate in the Ukrainian economy current conditions. The generalization of the capitalization rate changes long-term trends in market characteristics observed during the Ukrainian economic crisis development, is carried out in residential and commercial real estate market segments information base, the price indexes of which was determined by independent expert evaluation methods.



Practical recommendations for the evaluation results accuracy and reliability increasing are formulated.

**Keywords:** real estate appraising, market value, capitalization rate, appraising error, appraising accuracy, time value of money.

Formulas: 0; fig.: 0; tabl.: 0; bibl.: 6.

## ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРЕДПОСЫЛОК ФОРМИРОВАНИЯ ТРЕНДОВ ИЗМЕНЕНИЙ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

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

Лапишко Мария Львовна,  
профессор, кандидат экономических наук,  
профессор кафедры финансов, учета и анализа  
Института предпринимательства и перспективных технологий  
Национального университета «Львовская политехника»  
e-mail: lapishko@i.ua

**Аннотация.** Рассмотрены особенности формирования долгосрочных трендов динамики изменений ставки капитализации на отечественном рынке недвижимости в условиях экономического кризиса. Выявлены и проанализированы факторы влияния, которые вызывают рост неопределенности этих показателей. Исследованы теоретические основы функционирования рыночных механизмов формирования стоимости в ситуации несбалансированного рынка недвижимости. Выявлены и обобщены существующие тенденции рынка и на основании их анализа сформулированы прогнозы дальнейших изменений рыночных характеристик. Обобщение временных трендов изменений характеристик рынка, наблюдаемых в процессе развития экономического кризиса, выполнено применительно к сегментам рынка жилой и коммерческой недвижимости, ценовые показатели которой определяются методами независимой экспертной оценки. Сформулированы практические рекомендации по увеличению точности и достоверности результатов оценочных работ.

**Ключевые слова:** оценка недвижимости, рыночная стоимость, ставка капитализации, погрешность оценки, точность оценки, стоимость денег во времени.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 0; библи.: 6.

**Вступ.** У методі прямої капіталізації дохідного підходу (Income Approach) реалізується можливість перерахувати вартості очікуваних майбутніх грошових потоків у теперішню (поточну) вартість об'єкта нерухомості на дату виконання оцінки. СК, з погляду теорії незалежної оцінки, є показником, який є мірою взаємозв'язку між майбутньою вартістю об'єкта за його подальшого використання і його сучасною вартістю на дату оцінки. Звідси випливає висновок про ймовірнісний характер цього надзвичайно важливого показника — оскільки потоки доходів за подальшого використання об'єкта, що визначають його майбутню вартість, на дату оцінки можуть бути визначені лише шляхом прогнозування, з тією чи іншою ймовірністю, вочевидь, меншою від одиниці [1].

Тому в кризовий період дедалі актуальнішою видається завдання підвищення точності й достовірності методу прямої капіталізації та прогнозування тенденцій змін СК. Теоретичний і практичний інтерес становить напрям подальших досліджень, пов'язаний із практичною перевіркою коректності визначення чисельних значень СК, дослідження трендів її часових змін, теоретичне обґрунтування їхніх передумов і розроблення методів підвищення її достовірності.

**Аналіз досліджень і постановка завдання.** Проведений аналіз показав, що в останні декілька років

значення СК, що визначається за методом ринкової екстракції, має тенденцію до зниження. Водночас чисельне значення СК, що визначається оцінювачами за методом кумулятивної побудови, усе більше відрізняється від її значення, яке визначається за методом ринкової екстракції [2—4]. Збільшення діапазону можливих значень СК, залежно від застосованих методик її визначення, збільшує невизначеність кінцевого результату оціночних робіт. Проблема підвищення точності й достовірності методу прямої капіталізації частково розв'язується шляхом мінімізації методичної похибки знаходження СК.

*Метою статті* є виявлення можливостей підвищення достовірності визначення СК через теоретичне обґрунтування можливих причин та економічних передумов виникнення стійких тенденцій її часових змін. Виявлене попередніми дослідженнями збільшення діапазону розкиду можливих значень СК вимагає також розгляду перспективних напрямів прогнозування можливих змін СК та пошуку методів і засобів збільшення точності та достовірності кінцевого результату оціночних робіт — зокрема, і мінімізації похибки, зумовленої впливом невизначеності чисельного значення СК.

**Результати дослідження.** Загальна ідея визначення СК полягає в тому, що інвестор має певне віяло



альтернатив вкладення грошових коштів, причому різні альтернативи характеризуються різними рівнями прибутковості та різними рівнями інвестиційних ризиків. У [2; 3] показано, що в сучасних умовах України депозитні ставки банків обтяжені набором високих інвестиційних ризиків країни, і саме тому такими дорогими є кредити українських комерційних банків — у порівнянні з кредитними ставками закордонних банків. Зауважимо, що в країнах зі стабільною ринковою економікою вже зараз можна спостерігати нульові або наближені до нуля процентні ставки вкладів за депозитами. Крім того, деякі банки країн Європи та Японії ввели плату за зберігання депозитних коштів. Розглядаються концепції введення безумовного базового доходу для непрацюючого населення. Фактично це означає зниження безризикової базової ставки до рівнів, близьких до нуля, і можливий перехід до її від'ємних значень. Причиною цього можна вважати збій нормального функціонування банківської системи: банки накопичують депозитні кошти, але неефективно виконують функції кредитування бізнесу. Незважаючи на дешевизну пропонованих кредитних коштів, попит на кредити в цих країнах надто низький. Отже, сучасна парадигма фінансового світу від дефіциту грошей зміщується в бік дефіциту ідей їх ефективного використання. Водночас політика суворого державного регулювання спричинила збільшення обов'язкових резервів банків. Подібний стан не може тривати довго — ми можемо його розглядати як перехідний і характерний для крайньої точки циклу коливань базової ставки. Можна очікувати, що в найближчому майбутньому спостерігатимуться ознаки зворотного процесу — тобто збільшення базової безризикової ставки й підйом процентних ставок депозитів і кредитів, хоча це й дещо збільшить ризик переходу до рецесії. Підтвердженням цієї гіпотези є збільшення облікової процентної ставки НБУ з 12,5 (на 26.10.2017) до 16 (на 26.01.2018) відсотків.

Натомість в Україні ситуація є різко відмінною. Можна констатувати, що значення ставки валютних депозитів національних банків у діючих на даний час економічних умовах нашої країни не цілком відповідає визначенню «безризикової». З цього випливає цілком очевидний вислід про наявність принципової різниці в методиці визначення значень СК за методом кумулятивної побудови в країнах із різко відмінним станом економіки — саме через виявлений факт різкої диференціації чисельних значень номінальних безризикових ставок. Якщо економічна система країни стабільна й потужна, розмір ставки банківських валютних депозитів є низьким, і в цьому разі він може використовуватися як показник безризикової СК, так і навпаки. Тим самим виключається можливість застосування в умовах сьогодення ставки валютних депозитів банків України як індикатора розміру безризикової ставки.

Аналізуючи наявні та прогнозовані тенденції зміни СК на ринку нерухомості [2; 3], доцільно прийняти до уваги, що песимістичні сценарії розвитку подій не є єдино можливими — хоча й досить імовірними. Натомість у разі реалізації оптимістичного сценарію, якщо

вплив вказаних вище ризиків зможе бути мінімізований або виключений, у міру поліпшення загально-економічної ситуації, у подальшій перспективі можна очікувати подальшого зниження безризикової ставки. За успішної реалізації стратегії євроінтеграції та збільшення ступеня міжнародної економічної кооперації України, безперечно, слід сподіватися поступового зниження безризикової ставки. Теоретично, у майбутньому вона може знизитися аж до рівнів, близьких до нульової базової ставки, що вже тепер спостерігається у країнах із високорозвиненою стабільною ринковою економікою. Доступність грошових ресурсів на глобальному фінансовому ринку перманентно збільшується, дематеріалізація капіталу зростає — і наша країна не може оминати впливу цих тенденцій. Зростання інформатизації та феномен стрімкого поширення криптовалют ставлять під сумнів можливість існування традиційної економіки в межах попереднього дискурсу, що базується на пріоритеті розширення обсягів матеріального виробництва й перманентного росту споживання.

Наразі збільшення значень безризикової ставки в розвинених економіках світу видається конче необхідним — хоча водночас піднімуться і процентні ставки вкладів за депозитами, і вартість кредитування, і дохідність облігацій державних запозичень. Збільшення вартості кредитів аж ніяк не збільшить попиту на них, але, імовірно, ріст дохідності депозитів зменшить впливи капіталу до країн із більш вигідними умовами інвестування. Усе це, зазвичай, збільшує ризик зростання інфляції — але це є меншим злом, аніж стагнація економіки через порушення нормального функціонування банківської системи.

Отже, як бачимо, зниження безризикової ставки майже до нуля може бути не менш шкідливим, аніж її завищення. Але наразі різкий спад СК національної економіки України не загрожує. Поки що ми маємо справу із високою умовно «безризиковою» СК, у яку вже автоматично включено довгу низку «ризиків країни», цілком відповідних до наявної економічної ситуації. Тож, як показано у [4; 5], моделювання СК за методом кумулятивної побудови у разі виконання оціночних робіт призводить до повторного включення до неї вже попередньо закладених у безризикову ставку прихованих ризиків. Звідси ми виводимо пряму рекомендацію для практикуючих оцінювачів — орієнтуватися переважно на чисельні значення, отримані із застосуванням методу ринкової екстракції. Модельна СК, обчислена за методом кумулятивної побудови, у наявних ринкових умовах, на нашу думку, є ненадійною й містить суттєву похибку, що призводить до значного зростання похибки визначення вартісних показників об'єктів оцінки — тобто до різкого зниження точності та достовірності отриманого результату оціночних робіт.

Установлений дослідженнями [2—5] факт наявності порівняно нижчих від модельної значень СК на ринку житлової та комерційної нерухомості в сучасних ринкових умовах, що спостерігається в разі її розрахунку із застосуванням методу ринкової екстракції, відображує, з одного боку, зниження кількості плато-



спроможних покупців і, з другого боку, достатньо високий рівень пропозиції, що не знизився на фоні спаду активності ринку. Інакше кажучи, можна вважати, що до останнього часу ціни нерухомості були дещо завищеними — що, зрештою, цілком зрозуміло з урахуванням передісторії наявної нині ринкової ситуації. Перегрітий у період розвитку кредитного буму ринок нерухомості нині поступово повертається до попереднього стану — й ознаки зниження попиту на нерухомість і падіння цін попиту на неї однозначно свідчать на користь цього твердження. У разі, якщо продавці прагнуть утримання цін продажу на попередньому, вищому, рівні, розрив між цінами попиту і пропозиції буде лише збільшуватись, спричиняючи наростання розбалансування ринку нерухомості.

Також цей факт можна пояснити падінням попиту на суттєво переоцінену нерухомість, яку раніше гравці ринку розглядали як більш вигідне й надійне розміщення активів, у порівнянні з умовами кредитно-банківських установ. А в період політико-економічної нестабільності, коли ціни на нерухомість виявили довготерміновий спадаючий тренд, нерухомість значною мірою втратила привабливість для інвесторів — як через зниження прибутковості вкладень, так і через зниження ліквідності майна. Зумовлена дією поіменованих вище факторів тенденція зниження цін і, відповідно, значень СК дає підстави для прогнозу її зменшення після дещо штучного завищення в період кредитного буму. Це, вочевидь, поряд з іншими вказаними вище факторами, спричинило відповідне завищення вартості кредитів, що різко знизило попит на них. Подібний стан також не міг тривати довго і не може вважатися нормальним, оскільки веде до перегріву ринку і наступної фази стагнації економіки — що не відповідає ані інтересам учасників ринкових відносин, ані загальнодержавним інтересам.

Водночас у разі реалізації оптимістичного сценарію в довготерміновій перспективі слід очікувати поступового зниження завищених цін на нерухомість і кредитні ресурси, власне завдяки нормалізації стану національної економіки та відповідного приведення реальної безризикової ставки до нижчих рівнів. Цілком імовірним видається припущення, що в разі стабілізації економічної ситуації в країні можна буде очікувати наступного циклу певного зростання цін на об'єкти нерухомості. Отож, є підстави прогнозувати, що позитивні суспільні сподівання та оптимістичні очікування учасників ринкових відносин, пов'язані з обранням Україною політичного курсу на євроінтеграцію та вихід національної економіки з-під впливу іноземних монополій — постачальників енергоносіїв, у майбутньому можуть вплинути на зміну трендів цін нерухомості та відповідних змін СК.

Отже, виявлене попередніми дослідженнями [2—5] явище зниження значень СК у сучасних ринкових умовах, що спостерігається в разі її розрахунку із застосуванням методу ринкової екстракції, можна пояснити, зокрема, певним завищенням реальної безризикової ставки в недалекому минулому, яке поки що не знайшло відображення в суспільній свідомості через наявність довгого переліку високих загально-

державних ризиків, що включаються до неї. Тенденція до зниження реальної безризикової ставки навіть у сучасних, достатньо складних економічних умовах, безумовно, є позитивним сигналом, що свідчить про достатньо ефективно подальше функціонування ринкових механізмів та інституцій — навіть в умовах втрати державою частини території, зростання видатків на оборону й довготривалого військового протистояння. Усі ці чинники стримують ріст попиту на нерухомість та відповідно впливають і на значення реальної СК. У разі довготривалої стабільності тренду зниження реальної безризикової ставки можна буде стверджувати про позитивний вплив обраного економіко-політичного курсу України й наявність певного потенціалу розвитку національної економіки.

**Висновки.** Отже, у разі виконання оціночних робіт слід обов'язково брати до уваги встановлений проведеними дослідженнями факт умовної завищеності сучасної оцінки об'єктів нерухомості, визначеної на підставі цін пропозиції продажу — як довготривалий наслідок попереднього докризового періоду, коли попит на нерухомість був значно вищим. Практично це означає, що за коригування — тобто у разі введення поправки на торг — абсолютний розмір цієї поправки в порівняльному підході зараз має бути за абсолютною величиною вищим, аніж розмір аналогічної поправки в докризовому періоді. У сучасних умовах ціна пропозиції має враховуватися з порівняно більшою знижкою.

Аналогічно, у разі прогнозування розмірів грошових потоків у дохідному підході, а також і при визначенні розміру орендних ставок на довший період прогнозу слід брати до уваги виявлені дослідженнями часові тенденції динаміки змін СК. Використання модельної СК у нинішніх кризових умовах слід вважати небажаним, оскільки це знижує достовірність отриманих результатів. Перевагу, безумовно, варто надати чисельним значенням СК, що отримані із застосуванням методу ринкової екстракції. Модельна СК, обчислена за методом кумулятивної побудови, є небезпечною з розгляду внесення в результат оціночних робіт значної похибки, яку достатньо складно виявити й кількісно оцінити в межах чинної методичної бази. Сформульовані та обгрунтовані вище рекомендації є одним із можливих напрямів збільшення точності та достовірності кінцевого результату оціночних робіт, оскільки вони дають можливість мінімізації похибки, зумовленої впливом зростання ступеня невизначеності чисельного значення СК.

З погляду інформаційного підходу до економічних вимірювань запропонований підхід реалізує процедуру елімінації хибної ринкової інформації, що на незбалансованому ринку віддзеркалює лише рівень пропозиції, а не рівень ринкового попиту на об'єкти нерухомості. З погляду інвестиційного аналізу та теорії інформації, відмова від СК, обчисленої за методом кумулятивної побудови, та її заміна більш достовірними чисельними значеннями, отриманими із застосуванням методу ринкової екстракції, означає перехід від використання сучасних показників вартості в обміні, отриманих на ринку продажу нерухомості, до

прогнозованих на більш тривалий період показників вартості в користуванні, наприклад — визначених за ринковою інформацією із сегмента оренди. Таким чином відбувається більш повне врахування ступеня розбалансування ринку, загального падіння цін на нерухомість у кризовий період і часткова компенсація невизначеності СК.

Наведений у цій роботі системний аналіз отриманих результатів і сформульовані вище практичні рекомендації слід розглядати як наступний крок у напрямі подальшого вдосконалення науково-методичної бази незалежної експертної оцінки, що відбувається як складова частина об'єктивно зумовленого процесу зміни загальної парадигми оцінки [6] та її пристосування до нових умов, що динамічно змінюються.

Зміна економіко-політичних умов вимагає осмислення і теоретичного обґрунтування впливу факторів

системної кризи, із наступним внесенням адекватних змін у методологію оцінки. Водночас ми дотримувалися загального правила опори на незмінні базові принципи незалежної експертної оцінки і забезпечення вимоги «прагматизму та гнучкості у філософії оцінки та її процедурах» [6, с. 19] під час опрацювання нових підходів і рекомендацій. Упровадження викладених вище рекомендацій в оціночну практику показало зрочність їх використання у повсякденній оціночній практиці й достатньо високу ефективність пропонованої процедури, яка за її порівняної простоти реалізації забезпечує суттєве підвищення достовірності одержаного під час виконання оціночних робіт результату. Застосування запропонованих рекомендацій у разі використання підходу прибутковості дає можливість без будь-яких змін у чинній нормативно-методичній базі підвищити точність результатів оціночних робіт.

### Список використаної літератури

1. Фридман Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости : пер. с англ. / Дж. Фридман, Ник. Ордуй. — Москва : «Дело Лтд.», 1995. — 480 с.
2. Лапішко М. Підвищення достовірності визначення ставки капіталізації у ситуації незбалансованого ринку нерухомості / М. Л. Лапішко, Ю. В. Поздняков, І. І. Гохберг // Економічні науки : зб. наук. пр. — Луцьк : Луцький національний технічний університет, 2016. — Вип. 13 (49), ч. 2. — С. 154—163. — (Серія «Облік і фінанси»).
3. Лапішко М. Порівняльний аналіз тенденцій змін ставки капіталізації в Україні та за кордоном / М. Л. Лапішко, Ю. В. Поздняков, І. І. Гохберг // Вісник Університету банківської справи. — 2016. — № 3. — С. 3—7.
4. Поздняков Ю. Методологічне підґрунтя підвищення достовірності ставки капіталізації при оцінюванні нерухомості / Ю. В. Поздняков, М. Л. Лапішко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України : [зб. наук. пр.]. — Львів : ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долішнього НАН України», 2017. — Вип. 4 (126). — С. 23—27.
5. Поздняков Ю. Методична похибка визначення ставки капіталізації за методом кумулятивної побудови / Ю. В. Поздняков, М. Л. Лапішко // Економічні науки : зб. наук. пр. — Луцьк : Луцький національний технічний університет, 2017. — Вип. 41 (53). — С. 152—162. — (Серія «Облік і фінанси»).
6. Гиббонс Дж. Э. Взгляд на изменяющуюся оценочную сцену. Опыт исторического анализа оценки [Электронный ресурс] / Джеймс Э. Гиббонс ; А. И. Артеменков (пер.). — Chicago, Illinois : Appraisal Institute, 1972. — Режим доступа : [http://www.labrate.ru/artemenkov/A\\_View\\_of\\_the\\_Changing\\_Appraisal\\_Scene\\_RUS.htm](http://www.labrate.ru/artemenkov/A_View_of_the_Changing_Appraisal_Scene_RUS.htm).

### References

1. Fridman, Dzh., & Orduehj, Nik. (1995). *Analiz i ocenka prinosyashchej dohod nedvizhimosti [Income property appraisal and analysis]*. (V. N. Lavrent'ev, O. V. Tihonova, Trans). Moscow: Delo Ltd [in Russian].
2. Lapishko, M. L., Pozdnjakov, Ju. V., & Gohberg, I. I. (2016). Pidvyshchennia dostovirnosti vyznachennia stavky kapitalizatsii u situatsii nezbilansovanoho rynku nerukhomosti [Increasing the reliability of determining capitalization rate in the situation of unbalanced real estate market]. *Ekonomichni nauky — Economic sciences*, 13 (2), 154—163. Lutsk : Lutskiy natsionalnyi tekhnichnyi universytet [in Ukrainian].
3. Lapishko, M. L., Pozdnjakov, Ju. V., & Gohberg, I. I. (2016). Porivnialnyi analiz tendentsii zmin stavky kapitalizatsii v Ukraini ta za kordonom [Comparative analysis of changes in capitalization rates in Ukraine and abroad]. *Visnyk Universytetu bankivskoi spravy — Bulletin of the Banking University*, 3, 3—7 [in Ukrainian].
4. Pozdnjakov, Ju. V., & Lapishko, M. L. (2017). Metodolohichne pidhruntia pidvyshchennia dostovirnosti stavky kapitalizatsii pry otsiniuvanni nerukhomosti [Methodological foundations of capitalization rate reliability improvement in real estate appraising]. *Sotsialno-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy — Socio-economic problems of the modern period of Ukraine*, 4, 23—27 [in Ukrainian].
5. Pozdnjakov, Ju. V., & Lapishko, M. L. (2017). Methodychna pokhybka vyznachennia stavky kapitalizatsii za metodom kumuliatyvnoi pobudovy [Methodological error of the capitalization rate obtained by cumulative build-up method]. *Ekonomichni nauky — Economic sciences*, 41, 152—162. Lutsk: Lutskiy natsionalnyi tekhnichnyi universytet [in Ukrainian].
6. Dzhejms Je. Gibbons (1972). *Vzglyad na izmenjajushhujusja ocenochnuju scenu. Opyt istoricheskogo analiza ocenki [A look at the changing appraisal scene. The experience of historical evaluation analysis]*. (A. I. Artemenkov, Trans). Chicago, Illinois: Appraisal Institute. Retrieved from [http://www.labrate.ru/artemenkov/A\\_View\\_of\\_the\\_Changing\\_Appraisal\\_Scene\\_RUS.htm](http://www.labrate.ru/artemenkov/A_View_of_the_Changing_Appraisal_Scene_RUS.htm) [in Russian].