

УДК 332.6:657.922

Лапішко М. Л., к.е.н., професор,

Поздняков Ю. В.

Гохберг І. І.

Львівський інститут ДВНЗ «Університет банківської справи»

ПІДВИЩЕННЯ ДОСТОВІРНОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ СТАВКИ КАПІТАЛІЗАЦІЇ У СИТУАЦІЇ НЕЗБАЛАНСОВАНОГО РИНКУ НЕРУХОМОСТІ

У роботі розглянуто особливості формування складових ставки капіталізації при здійсненні оціночних робіт в умовах економічної кризи та виявлено фактори впливу, що спричинили зміни методології розрахунку ставки. На підставі аналізу наявних тенденцій ринку житлової та комерційної нерухомості, цінні показники якої визначаються методом непрямой капіталізації, сформульовано можливі прогнози подальших змін на ринку нерухомості та пропозиції щодо підвищення точності незалежної експертної оцінки.

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

Lapishko M., Pozdnyakov Y., Gohberg I.

INCREASING THE RELIABILITY OF DETERMINING CAPITALIZATION RATE IN THE SITUATION OF THE UNBALANCED ESTATE MARKET

This article examines the features of formation components of capitalization rate while conducting evaluations in the conditions of the economic crisis and identifies the factors that led to changes in the methodology of calculating interest rate. By analyzing current trends of the residential and commercial real estate where the prices are determined by indirect capitalization the forecasts of possible future changes in the market and proposals for improving the accuracy of independent expert evaluation were formulated.

The analysis showed that in the last few years, value of the capitalization rate that is determined by the market extraction tends to decrease, and the numerical value of the capitalization rate that is calculated by the evaluators with the method of cumulative construction, differs more and more from its value, which is determined by market extraction.

The aim of this article is to study the functioning of the unbalanced real estate market and theoretical justification of the choice of method for determining capitalization

rate for the use of the income approach in the evaluation of residential and commercial real estate. One of the possible ways of solving this problem is to minimize the methodological error that occurs when determining the numerical value of capitalization rate.

We proved that in times of economic crisis there is a growing gap between a model capitalization rate, which is determined by the cumulative model construction, and the capitalization rate, calculated by the method of market extraction. The results of our study showed that during the unbalanced real estate market capitalization rate calculated by the method of market analysis (market extraction) reflects real market trends and can be considered as a reliable indicator of income.

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

Лапишко М. Л., Поздняков Ю. В., Гохберг И. И.

ПОВЫШЕНИЕ ДОСТОВЕРНОСТИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ В СИТУАЦИИ НЕСБАЛАНСИРОВАННОГО РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ

В работе рассмотрены особенности формирования ставки капитализации при осуществлении оценочных работ в условиях экономического кризиса и выявлены факторы влияния, повлекшие изменения методологии расчета ставки. На основании анализа существующих тенденций рынка жилой и коммерческой недвижимости, ценовые показатели которой определяются методом непрямой капитализации, сформулированы предложения по повышению точности независимой экспертной оценки.

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

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Метод прямої капіталізації на даний час є одним із найбільш поширених та найбільш ефективних інструментів незалежної оцінки, що забезпечує можливість отримання результату навіть у тих оціночних ситуаціях, коли інші методичні підходи та методи є непридатними. У процесі проведення оціночних робіт, при застосуванні дохідного методичного підходу та методу прямої капіталізації зокрема, ставка капіталізації безпосередньо впливає на показник вартості об'єкта оцінки та, відповідно, на точність його визначення. Проведений аналіз показав, що в останні декілька років зна-

чення ставки капіталізації, що визначається за методом ринкової екстракції, має тенденцію до зниження, а чисельне значення ставки капіталізації, що обчислюється оцінювачами за методом кумулятивної побудови, все більше відрізняється від її значення, яке визначається за методом ринкової екстракції. Виявлена розбіжність до цього часу ніяк не обгрунтована теоретично: не досліджено передумови виникнення подібної розбіжності та не проаналізовано рівні достовірності обчислення значення ставки капіталізації двома різними методами. Відповідно, відсутні також і практичні рекомендації по застосуванню методичної бази розрахунку чисельного значення ставки капіталізації, які могли би забезпечити можливість збільшення достовірності її визначення, зокрема, у період незбалансованого ринку нерухомості. Усі ці питання вимагають більш глибокого дослідження, оскільки збільшується невизначеність кінцевого результату оціночних робіт.

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми. В основу методу прямої капіталізації (*Income Approach*) покладено базові принципи очікування, заміщення та найбільш ефективного використання нерухомого майна [1]. Дохідний методичний підхід ґрунтується на понятті капіталізації майбутніх доходів, тобто на визначенні їх поточної вартості. Капіталізація майбутніх доходів – це процес перерахунку прогнозованих потоків майбутніх доходів у величину їх поточної вартості за допомогою ставки капіталізації.

Проблематика підвищення точності визначення ставки капіталізації привертала увагу як закордонних фахівців у галузі незалежної оцінки (Jack P. Friedman, Nicholas Ordway, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, Richard U. Ratcliff, Грибовский С. В., Рутгайзер В. М., Лейфер Л. А., Валдайцев С. В., Есипов В. Е.), так і вітчизняних спеціалістів (Маркус Я. І., Сивец С. А., Галасюк В. В., Витвицький Я. С., Воронін В. О., Лянце Е. В., Мамчин М. М.) [2, с. 46; 3, с. 49; 4]. При цьому дослідження стосувалися переважно рівноважного стану ринку, що функціонує в умовах стабільної ринкової економіки. У кризовий період ще більш актуальною видається задача підвищення точності і достовірності методу прямої капіталізації.

Теоретичний та практичний інтерес становить напрямок подальших досліджень, пов'язаний із практичною перевіркою коректності визначення значень ставки капіталізації із застосуванням декількох альтернативних методик, теоретичне обґрунтування та розробка методів підвищення її достовірності, а також опрацювання практичних рекомендацій щодо підвищенню точності визначення ставки капіталізації, придатних для впровадження у повсякденну оціночну практику на нестабільному, малоактивному ринку нерухомості.

Цілі статті: дослідження особливостей функціонування незбалансованого ринку нерухомості та теоретичне обґрунтування вибору методу визначення ставки капіталізації для застосування дохідного підходу в процесі оцінки житлової та комерційної нерухомості. Одним із можливих напрямків вирішення цієї задачі є мінімізація методичної похибки, що виникає при визначенні чисельного значення ставки капіталізації.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Метод прямої капіталізації передбачає безмежно тривалий (необмежений) термін надходження сталих за своєю величиною, доходів, що можуть бути одержані від використання оцінюваного майна Функція ставки капіталізації, з економічної точки зору, полягає у встановленні взаємозв'язку між вартістю у користуванні (оренда, лізинг, прибутки від реалізації продукції/послуг) та вартістю у обміні (продаж, передача майнових прав) одного і того ж самого об'єкта. Таким чином реалізується можливість перерахувати вартості очікуваних майбутніх грошових потоків у поточну вартість об'єкта нерухомості. Ставка капіталізації, з точки зору теорії незалежної оцінки, є показником, який є мірою взаємозв'язку між майбутньою вартістю об'єкта при його подальшому використанні та його поточною вартістю на дату оцінки.

До початку стрімкого наростання політико-економічної нестабільності в країні попередньо «розігрітий» ринок нерухомості підійшов із дещо завищеними ціновими показниками. Зауважимо, що «завищеними» ці показники ми можемо називати умовно – з точки зору сьогодення. На той час їх можна було вважати цілком відповідними до існуючої передкризової економічної ситуації.

Кредитний бум, разом із іншими діючими у ринковому середовищі факторами, призвів до швидкого наростання негативних наслідків, що проявилися у загальному розбалансуванні рівнів попиту-пропозиції на ринку нерухомості, масовому неповерненні кредитів та виникненні численних юридично-правових колізій при спробах вилучення банками заставленого майна у випадках неповернення кредитів. Наростаючі явища незбалансованості ринку нерухомості у період розвитку кризи та швидкий ріст його розбалансованості у період наростання нестабільності національної валюти призвели до утворення досить значного розриву між цінами пропозиції та попиту на житлове та комерційну нерухомість.

Розбалансування ринку нерухомості суттєво ускладнило виконання економічних вимірювань та створило значні труднощі для діяльності оцінювачів, які на протязі тривалого докризового періоду звикли орієнтуватися у своїй роботі на порівняно стабільні ціни пропозиції продажу об'єктів подібної нерухомості та на порівняно більш достовірні значення ставки капіталізації. У докризовий період існували вмотивовані підстави спиратися переважно на методик порівняльного підходу, надаючи йому перевагу перед іншими оціночними підходами.

Але у докризовий період також і використання методик дохідного методичного підходу не складало жодних проблем. В рамках дохідного підходу використовувані значення ставки капіталізації були більш достовірними у порівнянні із сучасними, оскільки не існувало великого розриву між значеннями ставки капіталізації, що визначаються за методом ринкової екстракції та за методом кумулятивної побудови.

За результатами поточного моніторингу та дослідження ринку нерухомості, що їх провадять оцінювачі у процесі своєї повсякденної діяльності, слід зазначити, що найбільш характерними особливостями впливу політико-економічної нестабільності в країні на ринок нерухомості у сучасних кризових умовах, є формування стійкої тенденції падіння цін на нерухомість та невизначеність значень ставки капіталізації, що визначаються за методом ринкової екстракції. Ці фактори не слід розглядати як відхилення від норми або ж порушення функціонування ринкових механізмів. З нашої точки зору, їх виникнення свідчить лише про настання

певних змін ринкових умов у секторі нерухомості. В процесі розвитку ознак фінансово-економічної кризи збільшується ступінь розбалансованості ринку нерухомості. На ньому стають присутні більш різко диференційовані групи цінових пропозицій. При цьому верхня частина діапазону цін відповідає, переважно, цінам пропозиції, що не знаходять попиту (характерні власне для розбалансованого ринку); натомість нижня частина діапазону цін, відповідно, віддзеркалює ціни пропозиції, що знаходять попит потенційних покупців (характерні для збалансованого ринку).

На сучасному етапі функціонування ринку нерухомості чисельні значення ставки капіталізації, що визначаються оцінювачами за методом ринкової екстракції, виявляються значно нижчими, аніж розраховані за методом кумулятивної побудови. У окремих секторах ринку нерухомості, чисельні значення ставки капіталізації, отримані оцінювачами за методом ринкової екстракції, наближаються до рівня безризикової ставки, визначеної за даними ставок валютних депозитів. І цю різницю неможливо пояснити лише інерційністю мислення оцінювачів, що продовжують традиційно додавати до безризикової ставки той самий набір ризиків з приблизно тими ж самими чисельними значеннями.

Ці явища, безперечно, потребують пояснення, поглибленого аналізу та теоретичного обґрунтування. Розглянемо більш докладно проблеми достовірності результатів при кумулятивній побудові ставки капіталізації.

Нормативно метод кумулятивної побудови затверджено в Національному стандарті №1 (пункт 45) [5, с. 16], де вказано, що ставка капіталізації визначається шляхом порівняльного аналізу дохідності інвестування в альтернативні об'єкти (депозити, цінні папери, майно тощо).

Класична формула кумулятивної моделі розрахунку ставки капіталізації має наступний вигляд:

$$R = R_{\sigma p} + \sum_i R_{pi}, \quad (1)$$

де $R_{\sigma p}$ – безризикова ставка доходу;

R_{pi} – i -а компонента сумарної премії за ризик.

Відповідно до теорії оцінки метод кумулятивної побудови якнайкраще враховує усі види ризиків інвестиційних вкладень, пов'язані як з чинниками загального для галузі і економіки характеру, так і із специфікою оцінюваного об'єкту [1, с. 264].

Кумулятивний метод визначення ставки капіталізації ґрунтується на експертній оцінці ризиків, пов'язаних з вкладенням засобів в оцінюваний об'єкт.

Компоненти премії за ризик визначаються по наступних найбільш впливових чинниках:

- премія за ризик вкладення в об'єкт нерухомості;
- премія за низьку ліквідність;
- премія за інвестиційний менеджмент.

Проаналізуємо окремі складові ставки капіталізації і проведемо тест на достовірність вхідних даних.

Безризикова ставка доходу. У західній практиці в якості безризикового приймається дохід по довгострокових урядових облігаціях з терміном погашення 10 років, оскільки даний вид інвестицій вважається найменш ризикованим, і рівень їх доходності періодично публікується в засобах масової інформації. Номінальна ставка доходу по довгострокових урядових облігаціях із терміном погашення 10 років у США, Японії і провідних європейських країнах становить близько 6–8% річних, а реальна – від 2,5% до 4,5%, в залежності від рівня інфляції. У державах з нестабільною грошовою одиницею та незбалансованим бюджетом такий підхід застосувати неможливо, оскільки частка ризикової складової в нормі доходу по державних цінних паперах досить значна. В умовах України, оцінювачі в якості безризикової, традиційно використовують ставку за депозитними внесками юридичних осіб в доларах США, які на даний час є найбільш доступним еквівалентом безризикового вкладання інвестицій.

Розглянемо надійність безризикової складової. Станом на 1 вересня 2016 року в Україні функціонують 100 банків (без врахування неплатоспроможних банків), з них 25 – банки з іноземним капіталом. Впродовж 2014–2016 років 82 банки були виведені з ринку. 17 банків були виведені з ринку в 2016 році. Загалом на сьогодні у категорії неплатоспроможних перебуває 4 банки, у стадії ліквідації – 78 банків. Звідси очевидно є певна умовність

безризиковості валютного депозиту для юридичних осіб – на фоні неперервного і систематичного скорочення числа банків на ринку.

Іншою проблемою є варіабельність вхідних даних по відсоткових ставках валютних депозитів, яка теж вносить свій вклад у загальне зниження достовірності результату (табл. 1).

Таблиця 1

Ставки валютних депозитів для юридичних осіб *

Найменування банку	Ставка депозиту для юридичних осіб з строком вкладу 1 рік, %
Райффайзенбанк Аваль	0,15
ОПІ банк	0,25
Прокредитбанк	1,5
Кредобанк	2,5 (для депозитів в € – 1,5%)
Ідея банк	4 (довідкова до обговорення)
Укргазбанк	5,5
Платіnumбанк	8,5
Приватбанк	10
Середня за даними НБУ станом на 30 вересня 2016 р.	6

* складено авторами на основі офіційних даних банків

Такий діапазон значень безризикової депозитної ставки звичайно призводить до значної варіабельності отриманих результатів оціночних робіт, що зводить нанівець достовірність методу в цілому. Реальності відповідають лише ставки депозитів, задекларовані провідними банками з іноземним капіталом, які співмірні з визначеними за методом ринкової екстракції за умови, якщо орієнтуватися на нижню третину діапазону розкиду цін пропозицій.

Проаналізуємо премії за ризики, зокрема – за низьку ліквідність, або фактор повернення інвестицій (депозиту) з банку та компетентність управління інвестованими коштами (інвестиційний менеджмент). Якщо покласти, наприклад, 100 000 USD в середньостатистичний банк, а потім (через місяць або через рік) спробувати їх швидко повернути, то інвесторові доведеться зіштовхнутись із значними проблемами. З урахуванням лімітів банку по видачі 200 USD в день, всю суму можна отримати за 500 робочих днів. За такої поточної ситуації премію за ризик на компетентність управління можна вважати визначальною, оскільки критично низький рівень ліквідності та якості керування коштами банків лежить поза

межами уявлень інвестора країн з ринковою економікою. Порівняльно із банківськими депозитами, більш надійними видаються інвестиції в нерухомість, оскільки з орендарями менше клопоту.

Використовуючи середні ринкові дані, оцінювачі можуть досягати мінімального рівня ставки капіталізації 12÷14%. Очевидно, що подібний рівень не відповідає дійсності і значно відрізняється від значень ставки капіталізації, що визначається за методом ринкової екстракції.

Недоліком методу ринкової екстракції, вказаного в Національному стандарті № 2 (пункт 15), де описана оціночна процедура порівняння прогнозованого річного чистого операційного доходу (рентного доходу) і ціни продажу (ціни пропонування) щодо подібного нерухомого майна [6; с. 10] є проблемність розрахунків ставки капіталізації на пасивних ринках, де відсутня будь-яка інформація по ринку нерухомості.

Висновки:

1. Аналіз динаміки ринку житлової та комерційної нерухомості показав, що у останні роки, в процесі розвитку політико-економічної кризи значно збільшився ступінь невизначеності чисельних значень ставки капіталізації. Розмивання її значень зумовлене, зокрема, розбалансуванням ринку нерухомості, на якому має місце певний розрив поміж цінами пропозиції та цінами попиту. Доведено, що у період економічної кризи спостерігається збільшення розриву між модельною ставкою капіталізації, що визначається за моделлю кумулятивної побудови, та ставкою капіталізації, розрахованою за методом ринкової екстракції.

2. Значення безризикової ставки в нинішніх економіко-політичних умовах нашої країни за своєю економічною сутністю не цілком відповідає визначенню «безризикової». Оскільки, всі зареєстровані банки в Україні за типом власника можна умовно поділити на три основні категорії: контрольовані державними органами; перебувають у володінні великих міжнародних банківських груп; банки приватних власників, то кумулятивна побудова ставки капіталізації на сьогодні може застосовуватись лише за умови використання у розрахунках найнижчих значень депозитів 0,15÷1,5% річних, які декларуються фінансовими установами великих міжнародних банківських груп.

3. Результати проведеного нами дослідження показали, що в період незбалансованого ринку нерухомості ставка капіталізації розрахована за методом аналізу ринку (ринкової екстракції) відображає реальні тенденції на ринку і може вважатись надійним індикатором дохідності. За нашими розрахунками ставка капіталізації для різних сегментів ринку об'єктів нерухомості комерційного призначення складає $6,5 \div 9,5\%$. Модельна ставка капіталізації, обчислена за методом кумулятивної побудови, в існуючих ринкових умовах, на наш погляд, є ненадійною і містить в собі 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.

4. Не слід вважати Україну надто унікальною, а нашу економіку настільки ексклюзивною, що в ній не діють загальні світові тенденції. Фактично, як в Україні, так і за її межами ставка капіталізації дуже рідко перевищує 10%. Штучно завищені її значення, що можуть бути отримані у сучасних умовах за методом кумулятивної побудови, свідчать лише про завищеність використовуваного значення безризикової ставки та неадекватну оцінку ризиків, що додаються до неї як премії.

1. Фридман Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / Дж. Фридман, Ник. Ордуэй // Пер. с англ. – 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. Иванова, М. В. Дубницька // Часопис картографії. – 2013. – Вип. 8. – С. 40–64.
4. Шалаев В. М. Тенденции рынка недвижимости Украины: реалии и прогнозы – 2007–2013 рр. / В. М. Шалаев, И. Б. Иванова, А. И. Драпиковский, С. М. Смольникова, А. С. Гусельников, А.В. Илич, В. В. Галасюк, С. П. Запотоцкий // Арт Экономика», 2013. – 312 с.
5. Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» // Затверджено постановою КМУ від 10.2003 р. №1440.
6. Національний стандарт №2 «Оцінка нерухомого майна» / Затверджено постановою КМУ від 28.10.2004 р. №1442.