Раздел 3. ЭКОНОМИКА, МЕНЕДЖМЕНТ

УДК 332.64

ОСОБЕННОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КОЭФФИЦИЕНТА КАПИТАЛИЗАЦИИ, ВАЛОВОГО РЕНТНОГО МУЛЬТИПЛИКАТОРА И МУЛЬТИПЛИКАТОРА АРЕНДА/ПРОДАЖА В ПРАКТИКЕ ОЦЕНКИ НЕДВИЖИМОСТИ

Федосеев Вадим Николаевич (4932421318@mail.ru)
Бегунков Николай Николаевич
Острякова Юлия Евгеньевна
Зайцева Ирина Александровна
ФГБОУ ВО «Ивановский государственный политехнический университет»

В статье дается оценка возможности использования при расчете рыночной стоимости недвижимости таких показателей как коэффициент капитализации, валовой рентный мультипликатор, мультипликатор аренда/продажа. Приводиться сравнение экспертных мнений профессиональных участников рынка недвижимости.

Ключевые слова: рыночная стоимость, метод валового рентного мультипликатора, коэффициента капитализации, мультипликатор валовой ренты, мультипликатор аренда/продажа.

Традиционно сложилось так, что при оценке недвижимости основным источником доходов считается аренда оцениваемого объекта. Аренда объекта, как правило, проявляется в двух основных формах: аренда объекта в целом (здание, земельный участок); аренда части объекта (комнаты, квартиры, офиса в бизнес-центре, номера в гостинице, парковочного места, гаража в кооперативе, палаты или койко-места в коммерческой больнице, кресла в кинотеатре и т.п.). Однако, как показывает практика, эти две классические формы не исчерпывают все многообразие источников доходов. Большое распространение в последнее время получил способ оценки объекта, при котором источником доходов является доход от продажи объекта по частям в течение определенного промежутка времени (аналог классического метода освоения земельного участка). Такой способ часто применяется для оценки стоимости участка земли, на котором возводится здание с последующей продажей отдельных его частей более чем одному покупателю. Могут быть и другие источники доходов. Главное, чтобы источник дохода был непосредственно и неразрывно связан с оцениваемым активом, т.е. доход должен быть функцией только оцениваемого актива. Товар или какая-либо услуга несвязанные с оцениваемым объектом недвижимости не могут рассматриваться как источник дохода при оценке недвижимости. В этом случае необходимо говорить об оценке бизнеса, включающем в себя кроме стоимости недвижимости и стоимость движимого имущества и нематериальных активов. Доход, генерируемый некоторым бизнесом включает в себя доход, генерируемый собственно объектом недвижимости и активами, присущими бизнесу. Тем не менее, теория оценки не исключает возможности оценки недвижимости с точки зрения бизнеса. Но в этом случае необходимо выделить в общем доходе от бизнеса, доход, приходящийся на недвижимость, и использовать его для оценки последней.

Метод валового рентного мультипликатора (далее - *ВРМ*) и метод прямой капитализации достаточно широко используются практикующими оценщиками благодаря своей простоте реализации и понятной интерпретации. При этом, не смотря на сходство процессов оценки, реализуемых с помощью этих методов, они основываются на существенно различающихся идеях и предпосылках. Сравним несколько точек зрения:

С точки зрения Лейфера Л.А. [1], метод *ВРМ* выражает основную идею сравнительного подхода: вся информация о рыночной стоимости объекта оценки содержится в рыночных ценах подобных объектов. Поэтому, опираясь только на данные рынка, определяется некоторое соотношение между потенциальным доходом, который обеспечивает сдача в аренду по рыночным ставкам объекта недвижимости, и его рыночной стоимостью. Используя в качестве исходных данных среднее значение отношения цен продаж к ценам годовой аренды (мультипликатора), и рыночную ставку аренды для оцениваемого объекта, определяется его рыночная стоимость. Мультипликатор позволяет также решать обратную задачу: определять рыночную величину арендной ставки по известной рыночной стоимости объекта недвижимости.

Возможно использование других мультипликаторов, например, мультипликатора действительного рентного дохода и т.п. В основе этого метода лежит существенный факт: рыночная стоимость объекта недвижимости и рыночная величина арендной платы примерно одинаково зависят от потребительских свойств объекта. С повышением потребительских качеств обе величины растут пропорционально, с понижением потребительских свойств - падают. Таким образом, этот метод возможно использовать, если есть основания предполагать, что в данном

сегменте рынка существует статистически устойчивая, прямо пропорциональная зависимость между рыночной стоимостью объекта недвижимости и потенциальным рентным доходом, который может быть получен при сдаче этого объекта в аренду.

Здесь важно отметить одно обстоятельство. Метод валового рентного мультипликатора, рассчитанный по данным, относящимся к объектам недвижимости из одного сегмента, характеризует свойства группы объектов. Он не является индивидуальной характеристикой конкретного объекта недвижимости, поскольку не учитывает особенности конкретного объекта оценки, а именно: оставшийся срок службы; уровень операционных расходов, характерных для данного объекта; финансовые условия сделки и т.п. Данный мультипликатор характеризует соотношение между выручкой от сдачи в аренду и рыночной стоимостью объекта недвижимости, характерное для данного класса объектов. При этом *ВРМ* не несет конкретного экономического смысла. Он представляет собой статистически устойчивый коэффициент, характеризующий среднее отношение арендной ставки и цены продажи, и является лишь инструментом для перехода от арендной ставки к стоимости объекта и обратно: от стоимости объекта к требуемой арендной плате.

В этом принципиальное отличие *ВРМ* от коэффициента капитализации. Коэффициент капитализации характеризует конечную доходность и способ возмещения капитала, характерные для конкретного объекта недвижимости. Поэтому он может быть рассчитан, исходя из анализа доходности альтернативных вариантов инвестирования, с учетом ожидаемого роста или падения стоимости оцениваемой недвижимости на прогнозный период. От *ВРМ* его отличает то, что он зависит от индивидуальных характеристик объекта оценки. Поэтому коэффициенты капитализации могут существенно отличаться для двух подобных объектов, если эти объекты различаются, например, оставшимся сроком службы.

Метод прямой капитализации позволяет учесть более тонкие эффекты, относящиеся как к конкретному объекту, так и к условиям конкретной сделки (возраст объекта, использование кредитных средств и тому подобное). Его использование представляется более эффективными для оценки индивидуальной рыночной стоимости, чем метод *ВРМ*, опирающийся на средние характеристики группы объектов.

Однако, это отличие и, соответственно, преимущества метода прямой капитализации, не являются такими значимыми, если коэффициент капитализации определяется на основе рыночных данных методом экстракции, так как традиционный подход предполагает получение усредненного для группы подобных объектов недвижимости коэффициента капитализации. Главное его преимущество - в возможности учета индивидуальных особенностей объекта и характера финансирования сделки нивелируется [1].

С точка зрения Грибовского С .В., ставка капитализации как аналог банковской процентной ставки является показателем текущей доходности активов, аналогичных оцениваемому активу. Под текущей доходностью следует понимать отношение текущего дохода I, который генерирует актив, к текущей стоимости этого актива *V:*

$$R = \frac{I}{V} \qquad (1)$$

Словосочетания «текущая доходность» и «текущая стоимость» здесь следует понимать как доходность и стоимость, определенные на текущую дату. Существуют разные методы оценки текущей доходности. Наиболее достоверным из них считается метод сравнения продаж или рыночной выжимки. В соответствии с этим методом ставка капитализации рассчитывается как средневзвешенная величина ставок капитализации доходов от наиболее близких по уровню рисков альтернативных инвестиций:

$$R = \sum_{i=1}^{n} w_k + R_k \qquad (2)$$

где w_k, R_k - ставка капитализации доходов от *k-ой* инвестиции и её вес соответственно.

Для недвижимости в качестве альтернативных инвестиций рассматриваются сделки с объектами недвижимости, аналогичными оцениваемому объекту, по которым есть информация о доходах, расходах на момент сделки.

При оценке актива методом сравнительного анализа аналитик для корректировок определяет зависимость дохода или стоимости от тех или иных ценообразующих факторов. Таким образом, стоимость можно представить в виде соответствующих функций:

$$I_k = f_i(a_1, a_2, \dots . a_n) \qquad (3)$$

$$V_k = f_v(a_1, a_2, \dots . a_m), \mathrm{m} \neq \mathrm{n} \qquad (4)$$

где $a_к$ - значение *k* - го ценообразующего фактора.

Ставку капитализации k - го актива можно представить в виде отношения:

$$R_k = \frac{f_i(a_1, a_2, \dots a_n)}{f_v(a_1, a_2, \dots a_m)} \qquad (5)$$

Для оценки общей ставки капитализации принято использовать следующие классические методы: метод распределения инвестиций между заемными и собственными средствами и метод распределения инвестиций между компонентами земли и здания.

Метод распределения инвестиций между заемными и собственными средствами позволяет определить ставку капитализации, если известна доля заемных средств (M), ставка капитализации собственного капитала (R_e) и ипотечная постоянная $R_м$:

$$R_0 = M \cdot R_M + (1 - M) \cdot R_e \quad (6)$$

Данная формула носит название формулы ипотечно - инвестиционной группы. Формулу можно использовать, если есть достоверная информация о ставке капитализации доходов собственного капитала.

Метод распределения инвестиций между заемными и собственными средствами позволяет определить общую ставку капитализации, если известна доля земли в общей стоимости объекта(L), а также ставка капитализации доходов от земли (R_L) и ставка капитализации доходов от улучшений $R_В$:

$$R_0 = L \cdot R_L + (1 - L) \cdot R_B \quad (7)$$

Этот метод можно использовать, если априори известна доля стоимости земли и ставка капитализации доходов от земли и улучшений. При этом ставки капитализации земли и улучшений должны рассчитываться на основе информации о текущей доходности инвестиций в земельный участок и улучшения земельного участка.

Для расчета общей ставки капитализации может быть использована формула коэффициента покрытия долга, которая позволяет рассчитать общую ставку капитализации доходов объектов, приобретаемых с использованием заемных средств, на основе информации о коэффициенте покрытия долга *(DCR)*, доли заемных средств (*M)* и ипотечной постоянной ($R_м$):

$$R_0 = DCR \cdot M \cdot R_M \quad (8)$$

Коэффициент *DCR* представляет собой отношение общего чистого операционного дохода, который генерирует объект недвижимости, к расходам по обслуживанию долга или, что то же самое, к чистому операционному доходу кредитора:

$$DCR = \frac{I_o}{I_M} = \frac{V_o \times R_o}{V_M \times R_M} = \frac{R_o}{M \times R_M} \quad (9)$$

Привлекательность расчета с использованием формулы 9 состоит в том, что информацию о составляющих, входящих в неё (DCR, M, Rм), достаточно просто получить в ипотечном банке, так как они являются условиями, на которых выдается кредит.

Рентный мультипликатор может иметь две модификации: мультипликатор валовой ренты или мультипликатор чистой ренты.

Мультипликатор валовой ренты (*BPM)* является отношением стоимости к потенциальному или действительному валовому доходу:

$$BRM = \frac{V}{\text{ПВД}} \quad (10)$$

Мультипликатор чистой ренты (*ЧРМ*) можно определить как отношение стоимости к чистому операционному доходу:

$$\text{ЧРМ} = \frac{V}{\text{ЧОД}} \quad (11)$$

Главным достоинством *BPM* является то, что при его использовании нет необходимости «влезать» в финансовые дела собственника сопоставимого объекта для того, чтобы оценить уровень операционных расходов. Однако оценка рыночной стоимости с помощью мультипликатора валовой ренты не позволяет учесть разницы в чистых операционных доходах сравниваемых объектов, то есть предполагается одинаковый уровень операционных расхода объектов-аналогов и объекта оценки. Исходя из этого, метод мультипликатора валовой ренты в целом считается менее точным инструментом оценки и имеет ограниченное применение. Хорошие результаты он может дать при оценке простых и близких по своим финансовым характеристикам объектов, например квартир, которые используются в качестве источника дохода [2].

ПАО Сбербанк исходит из разделения показателей:

1. Ставка капитализации;
2. Коэффициент капитализации (мультипликатор аренда/продажа).

Ставка капитализации – это фактор, принимаемый во внимание сторонами сделок, в которых объекты приобретались с целью последующей сдачи их в аренду и инвестор (покупатель) определял приемлемую цену, основываясь на понятиях доходности, которую он может получить от владения объектом. Данный под-

ход характерен для позиции инвестора, например, при покупке торговых центров, а также иных сравнительно крупных объектов недвижимости, представляющих собой профессиональные генерирующие институционального качества денежный поток объекты.

Коэффициент капитализации – это расчетный коэффициент, который чаще используется в рамках оценочных процедур при определении стоимости встроенно-пристроенных помещений. Покупатели подобных помещений при анализе стоимости объекта руководствуются ценами продаж на подобные помещения, а не на потенциальный доход, который можно получить от сдачи помещения в аренду.

Коэффициент капитализации (мультипликатор аренда/продажа) рассчитывается как обратная величина валового рентного мультипликатора, а именно, на базе соотношения расчетного значения чистого операционного дохода и скорректированных цен предложения небольших помещений, экспонируемых на рынке.

Расчетное значение коэффициента капитализации (мультипликатора аренда/продажа), полученное на базе соотношения расчетного значения чистого операционного дохода и скорректированных цен предложения небольших помещений, не может быть использовано в качестве ставки капитализации при определении стоимости торговых центров и крупных объектов недвижимости, так как отражает факторы иного субсегмента рынка, учитывающие специфику сравнительного подхода, как основного для определения стоимости.

Применение коэффициента капитализации (мультипликатора аренда/продажа) возможно только для определения стоимости встроенно-пристроенных помещений, с учетом корректного применения скидки на торг и логики расчета.

При определении стоимости инвестиционных объектов, целесообразно использовать данные международных аналитических компаний и/или данные профессиональных «игроков» на рыке, которые отражают мнение профессиональных инвесторов на рынке, или данные локального рынка относительно продаж подобных объектов (при наличии такой информации).

С точки зрения консалтинговой компании ИЗО- Центр, валовой рентный мультипликатор показывает, соотношение выручки от объекта к его цене. Таким, образом, данный мультипликатор не учитывает операционных расходов по объектам, уровень загрузки арендопригодных площадей. Кроме того, в отличие от ставки капитализации мультипликатор аренда/продажа не учитывает норму рекапитализации, свойственную объекту оценки.

Использование термина коэффициент капитализации - некорректно, так как под коэффициентом капитализации понимается отношение собственного и заемного капитала ("финансовый рычаг").

Мультипликатор аренда/продажа (1*/BPM)* выступает элементом сравнительного подхода при оценке объекта недвижимости. Использование мультипликатора дает "грубую" оценку объекта недвижимости, которая может быть применена при оценке однородных объектов (при массовой оценке).

Использование *BPM* опирается на текущие данные рынка без учета состояния оцениваемого объекта недвижимости и будущих перспектив изменение стоимости объекта. Таким образом, являясь элементом сравнительного подхода, мультипликатор опирается, на текущие данные, а не прогнозные, используемые в доходном подходе.

Использование ставки капитализации, относимой к элементам доходного, а не сравнительного подхода, может дать более точную оценку при прогнозировании денежных потоков с учетом изменения денежных потоков в будущем и капитализации стабильных чистых операционных доходов с учетом необходимой нормы возврата капитала.

Использование мультипликатора аренда/продажа для крупных коммерческих объектов имеет трудности в связи с ограниченным одновременным предложением арендных ставок и продажи объектов-аналогов. Кроме того, крупные коммерческие объекты могут иметь отличающийся уровень операционных расходов и остаточный срок использования.

Таким образом, применение мультипликатора аренда/продажа как элемента сравнительного подхода возможно для определения стоимости в рамках сравнительного подхода для однородных объектов, имеющих развитый рынок (встроенные помещения).

Использование мультипликатора в доходном подходе некорректно в силу следующих причин:

1. различие в уровне операционных расходов сравниваемых объектов;

2. различие в периоде оставшегося срока использования объекта оценки и объектов-аналогов, влияющего на уровень рекапитализации объектов аналогов и объекта оценки

Согласны с такой точкой зрения и такие эксперты как консалтинговые компании ЛАИР, МАГИСТР, Балт-Аудит –Эксперт, Институт Проблем Предпринимательства.

С точки зрения компании Аверс, при соблюдении «Единства» сегментов оценки, использование любого из показателей мультипликатора в рамках сравнительного подхода не вызывает вопросов и является общепризнанной практикой. Однако, под валовым рентным мультипликатором традиционно понимается отношение цены объекта к валовой («грязной») годовой арендной плате. Следовательно, обратная ве-

личина 1/BRM не пригодна для капитализации «чистой» арендной платы любого сегмента [3].

Таким образом, на практике применение валового рентного мультипликатора и мультипликатора аренда/продажа может быть оправдано при определении рыночной стоимости или рыночной величины годовой арендной платы однотипных объектов недвижимости, относящихся к одному сегменту рынка: встроено-пристроенные торгово-офисные помещения, квартиры, при массовой оценки недвижимости. При оценке рыночной стоимости объектов недвижимости или инвестиционных проектов, имеющих индивидуальные отличительные особенности, применяют коэффициент капитализации, позволяющий учесть более тонкие экономические эффекты (конечную доходность и способ возмещения капитала, характерные для конкретного объекта недвижимости).

Литература

1. Лейфер, Л. А. Доходный подход при оценке недвижимости. Типизация моделей прогнозируемых денежных потоков [Текст]/ Л. А. Лейфер // Вопросы оценки. – 2007.- № 3. С. 19-28
2. Лейфер, Л. А. Определение валового рентного мультипликатора и коэффициента капитализации на основе «исторических» данных (Метод экстракции) [Текст]/ Л. А. Лейфер // Регистр оценщиков 2010.- №2.- С.16-21
3. Грибовский, С. В. Оценка рыночной стоимости объекта недвижимости с использованием доходного подхода [Текст]/ С. В. Грибовский // Имущественные отношения в Российской Федерации.- 2007. -№№ 6-7.- С. 85-94
4. Грибовский, С. В. Оценка стоимости недвижимости [Текст]: учебное пособие / С. В. Грибовский. - М.: Издательство «Маросейка», 2009. - 432 с.
5. Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса [Текст]: учебное пособие / А. Г. Грязнова.- М: Финансы и статистика, 2007.- 736 с.
6. Новиков, А. В. Разработка модели выбора метода оценки объектов недвижимости для управления недвижимым имуществом города [Текст]/ А. В. Новиков, А. Б. Петрухин // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. - 2012. № 4 (14). С. 26-32.
7. Петрухин А. Б. Оценка инвестиционной привлекательности городской недвижимости [Текст]/ А. Б. Петрухин, М. А. Петрухин //Генезис экономических и социальных проблем субъектов рыночного хозяйства в России. - 2015. -Т. 1. - № 9. С. 98-101.
8. Вестник оценщика [Электронный ресурс]. – URL: http:www.appraiser.ru
9. Оценщик.ру - Все для оценки и для оценщика [Электронный ресурс]. – URL: http:www.ocenkchik.ru
10. Профессиональная оценка [Электронный ресурс]. – URL: http:www.proocenka.ru