

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДЛЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ В МЕТОДЕ ПРЯМОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ: ТРЕБОВАНИЯ, МЕТОДЫ И КОММЕНТАРИИ

Ключевые слова: ставка капитализации, метод прямой капитализации, ставка аренды, рыночная экстракция, упорядоченные выборы, ипотечная постоянная, группа инвестиций

Аннотация

Выполнена классификация методов определения ставки капитализации для использования в методе прямой капитализации оценки рыночной стоимости. Приведены алгоритмы определения ставки капитализации для каждого из девяти методов. Даны ссылки на примеры практического определения ставки капитализации каждым из методов.

ВВЕДЕНИЕ

Тема корректного определения ставок капитализации объектов коммерческой недвижимости является основополагающей в методе прямой капитализации доходного подхода. Между тем, как показывает практика, в этой теме существуют существенная неразбериха и путаница, приводящие порой к существенно разным представлениям о процессах определения ставок и следом — к существенно различающимся значениям ставок, получаемым в одних и тех же условиях, на одном и том же рынке разными оценщиками, а значит, и к расхождению результатов оценок. При этом в известной методической литературе данный вопрос очень слабо освещен (если вообще как-то освещен) с методологической и практической сторон, что, как представляется, является значительным упущением, в значительной мере дезорганизующим практическую оценку.

Устранению этого недостатка посвящена данная статья.

ОБЩИЕ ТРЕБОВАНИЯ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

В соответствии с п. 23 е) Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)», «структура... используемых ставок... капитализации должна соответствовать структуре... (капитализируемого) дохода».

Это означает, что при выполнении этого условия:

– рыночная стоимость, получаемая методом прямой капитализации, не зависит от структуры капитализируемого дохода, т. е. капитализировать можно операционный доход любой структуры при условии, что используемая ставка капитализации ей соответствует;

– результаты капитализации операционных доходов разной структуры по разным, но соответствующим разным структурам операционных доходов, ставкам капитализации будет одинаковым.

При этом, в соответствии с п. 23 в) Федерального стандарта оценки «Оценка недви-

жимости (ФСО № 7)», ставка капитализации для метода прямой капитализации «определяется на основе анализа рыночных данных о соотношениях доходов и цен объектов недвижимости, аналогичных оцениваемому объекту».

По аналогии с требованием п. 22 в) Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)» при определении ставок капитализации необходимо использовать весь объем доступной оценщику информации. Абсолютно недопустимым является подбор для определения ставок капитализации информации, дающей заниженные или завышенные относительно среднерыночного уровня ставки капитализации.

МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

На основании собственного практического опыта можно выделить следующие **девять методов определения ставок капитализации, основанные на анализе «рыночных данных о соотношениях доходов и цен объектов недвижимости, аналогичных оцениваемому объекту».**

- Методы рыночной экстракции:
 - метод группы пар данных:
 - на объектах арендного бизнеса,
 - на объектах бизнеса, основным активом, формирующим стоимость которого, является объект недвижимости,
 - на объектах одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду;
 - метод пары групп данных:
 - метод упорядоченных выборок,
 - метод кросс-корреляции.
- Данные, публикуемые в разных источниках.
 - Метод простого (не дисконтированного) срока окупаемости инвестиций.
 - Метод группы инвестиций.
 - Метод рыночно обоснованных корректировок.

Далее приведено описание перечисленных методов, а также отмечены некоторые особенности их применения.

ОПИСАНИЕ МЕТОДОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВОК КАПИТАЛИЗАЦИИ И НЕКОТОРЫХ ОСОБЕННОСТЕЙ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ

Методы рыночной экстракции

Под рыночной экстракцией здесь понимается процесс определения ставки капитализации на основе усреднения соотношения арендных ставок и цен по выборке объектов недвижимо-

сти из того же сегмента рынка, что и объект оценки, расположенных на той же территории, что и объект оценки. При этом:

– под «территорией, на которой расположен объект оценки», понимается географическая территория поиска объектов исследования, на которой имеется достаточное для анализа количество объектов, пригодных для исследования. Это может быть географический район города или административной области, город или административная область целиком, а также (при необходимости) несколько административных областей или регионов России целиком;

– термин «усреднение» здесь применяется в смысле более широком, нежели определение среднего арифметического значения, а именно как определение срединной меры, в роли которой помимо среднего арифметического могут выступать мода, медиана, середина интервала или значение, определяемое с помощью метода наименьших квадратов по уравнению аппроксимирующего тренда.

Обязательное условие проведения рыночной экстракции — удаление из расчетных параметров величины НДС в случае, если он там содержится. Таким образом осуществляется приведение всех расчетных величин к единой расчетной базе.

Метод группы пар данных

Метод группы пар данных может быть реализован в виде трех техник.

Техника группы пар на объектах арендного бизнеса

Ставка капитализации, определенная с помощью техники группы пар на объектах арендного бизнеса, для случая среднего арифметического как меры срединности определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{гпн аб}} = \frac{\text{Корр}_T}{n} \sum_{k=1}^n \left(\frac{\text{ФСА}}{\text{УЦП}} \right)_k, \quad (1)$$

где $СК_{\text{гпн аб}}$ — ставка капитализации, определенная техникой группы пар на объектах арендного бизнеса;

Корр_T — корректировка на торг;

n — количество объектов в выборке;

ФСА — фактическая ставка аренды k -го объекта;

УЦП — удельная цена предложения на продажу того же k -го объекта.

Техника группы пар данных на объектах арендного бизнеса реализуется в следующем порядке:

– по принципу «чем больше, тем лучше» получают выборку объектов арендного бизнеса, предлагаемых на продажу¹;

– ставку капитализации продавца каждого объекта арендного бизнеса находят делением фактического годового арендного потока на скорректированную на торг цену предложения на продажу;

– из выборки удаляют значения ставки капитализации, меньшие и большие заранее определенных барьерных ставок (см. ниже), как не являющиеся адекватными для рынка и для решения поставленной задачи;

– полученные значения усредняют по выборке.

Этот метод является наиболее приемлемым методом экстракции ставки капитализации, поскольку основан на фактической ставке аренды.

Доступность требуемых для анализа данных неоднородна:

– данные легко доступны для сегментов стрит-ритейла крупных городов и регионов с активными рынками;

– кроме того, на таких рынках могут быть доступны данные для офисного и торгового сегментов;

– как правило, даже на активных рынках не имеется достаточного количества данных о производственно-складском сегменте рынка;

– метод, как правило, неприменим на неактивных рынках — данные в количестве, необходимом для получения достоверного результата, как правило, отсутствуют.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации с помощью техники группы пар на объектах арендного бизнеса для объектов стрит-ритейла в Московском регионе можно увидеть, например, в [1].

Техника группы пар на объектах бизнеса, основным активом, формирующим стоимость которого, является объект недвижимости

Ставка капитализации, определенная с помощью техники группы пар на объектах бизнеса, основным активом, формирующим стоимость которого, является объект недвижимости, для случая среднего арифметического как меры срединности определяется по формуле (1) и в том же порядке, что и для объектов арендного бизнеса, с тем исключением, что вместо факти-

ческой ставки аренды используется фактическая прибыль бизнеса за год, а вместо удельной цены предложения на продажу объекта арендного бизнеса — цена предложения на продажу объекта бизнеса.

Метод применим для таких объектов, как гостиницы, базы отдыха, гостевые дома, дома рыбака и охотника и т. д., предложения о которых легкодоступны на специализированных сайтах по продаже бизнеса.

При использовании метода необходимо учитывать большие региональные различия в инвестиционной привлекательности такого рода бизнеса (как минимум, резко выделяются Москва, Санкт-Петербург, Московская и Ленинградская области, Краснодарский край, Крым, Карелия).

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации с помощью техники группы пар на объектах бизнеса, основным активом, формирующим стоимость которого, является объект недвижимости, для баз отдыха, расположенных в регионах России, можно увидеть в [2].

Техника группы пар на объектах, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду

Ставка капитализации, определенная с помощью техники группы пар на объектах, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду, для случая среднего арифметического как меры срединности определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{гпп опа}} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \left(\frac{ЗСА}{УЦП} \right)_k, \quad (2)$$

где $СК_{\text{гпп опа}}$ — ставка капитализации, определенная техникой группы пар на объектах, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду;

ЗСА — запрашиваемая ставка аренды k -го объекта;

УЦП — удельная цена предложения на продажу того же k -го объекта;

n — количество объектов в выборке.

При записи формулы (2) предполагается равенство корректировок на торг для аренды и продажи.

Техника группы пар данных на объектах, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду, реализуется в следующем порядке:

– по принципу «чем больше, тем лучше» получают выборку объектов, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду;

¹ Практика свидетельствует о том, что величина среднего значения перестает заметно изменяться при количестве расчетных пар больше 15–20.

– ставку капитализации продавца каждого объекта находят делением фактического годового арендного потока на цену предложения на продажу;

– из выборки удаляют значения ставки капитализации, меньшие и большие заранее определенных барьерных ставок (см. ниже) как не являющиеся адекватными для рынка и для решения поставленной задачи;

– полученные значения усредняют по выборке.

Этот метод является вторым по приемлемости методом экстракции ставки капитализации, поскольку основан на представлениях о ставках аренды и ценам продажи одних и тех же объектов одних и тех же лиц.

Доступность требуемых для анализа данных неоднородна:

– данные легкодоступны для офисного и производственно-складского сегментов рынка крупных городов и регионов с активными рынками;

– кроме того, на таких рынках могут быть доступны данные для сегмента стрит-ритейла;

– как правило, даже на активных рынках не имеется достаточного количества данных по торговому сегменту рынка;

– метод, как правило, неприменим на неактивных рынках — данные в количестве, необходимом для достоверности результата, как правило, отсутствуют.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации с помощью техники группы пар на объектах, одновременно продаваемых и сдаваемых в аренду, для офисов класса А в Москве можно увидеть в [3].

Метод пары групп данных

Метод пары групп данных является эрзац-вариантом метода группы пар данных для относительно не активных локальных рынков и сегментов рынка. Он может быть реализован в виде двух техник.

Техника кросс-корреляции

Ставка капитализации, определенная с помощью метода пары групп техникой кросс — корреляции, для случая среднего арифметического, как меры срединности, определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{тип кк}} = \frac{m \sum_{k=1}^n (ЗСА)_k}{n \sum_{i=1}^m (УЦП)_i}, \quad (3)$$

где $СК_{\text{тип кк}}$ — ставка капитализации, определенная методом пары групп техникой кросс-корреляции;

m — количество в выборке объектов, предлагаемых на продажу;

n — количество в выборке объектов, предлагаемых в аренду;

$ЗСА_k$ — запрашиваемая ставка аренды k -го объекта;

$УЦП_i$ — удельная цена предложения на продажу i -го объекта.

Метод пары групп данных техникой кросс-корреляции реализуется в следующем порядке:

– по принципу «чем больше, тем лучше» формируют две выборки: 1) объектов, предлагаемых в аренду в данной локации; 2) объектов, предлагаемых на продажу в данной локации;

– строят две диаграммы рассеяния: 1) для объектов, предлагаемых на продажу, в координатах площадь объектов — цена предложения на продажу; 2) для объектов, предлагаемых в аренду, в координатах площадь объектов — запрашиваемый годовой арендный поток (произведение запрашиваемой ставки аренды на площадь объекта);

– для обеих диаграмм рассеяния строят линейные тренды, выходящие из нуля² (при этом коэффициенты детерминации трендов R^2 должны быть как можно ближе к 1,00, желательно — более 0,80, но не менее 0,50);

– по коэффициентам уравнений трендов определяют наиболее вероятные значения удельных цен предложения на продажу и запрашиваемых ставок аренды³;

– ставку капитализации получают делением наиболее вероятного значения запрашиваемой ставки аренды на наиболее вероятное значение удельной цены предложения на продажу.

Этот метод, как правило, применим даже на не активных рынках, на которых может рассматриваться в качестве основного метода рыночной экстракции ставки капитализации.

При использовании метода надо учитывать, что он может давать искажения результата при использовании объектов с разной плотностью застройки. Например, большая величина удельной цены единого объекта недвижимости может быть обусловлена большей площадью улучшений — более высоким коэффициентом плотности застройки, и наоборот, меньшая величина удельной цены единого объекта недвижимости может быть обусловлена меньшей площадью улучшений — менее высоким коэффициентом плотности застройки.

² Предполагается, что объект нулевой площади имеет нулевые цену и арендный поток.

³ Альтернативно можно использовать средние значения удельных цен предложения на продажу и ставок аренды. Принципиальным является наличие значимых корреляций между указанными характеристиками.

Дополнительной мерой достоверности результата, получаемого в данном случае, является сила корреляции, определяемая значением коэффициента детерминации R^2 (см., например определение в Википедии⁴).

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Отметим, что в данном методе определения ставки капитализации наиболее целесообразной мерой срединности ставок аренды и удельных цен представляются значения, получаемые из уравнения аппроксимирующего тренда (коэффициенты при площади), т. е. методом наименьших квадратов.

Пример определения ставки капитализации с помощью техники кросс-корреляции для складов класса А в локальном районе Москвы можно увидеть в [4].

Техника упорядоченных выборок

Техника упорядоченных выборок является вариантом методики определения валового рентного мультипликатора, предложенного Л.А. Лейфером [5].

Ставка капитализации, определенная с помощью метода пары групп техникой упорядоченных выборок для случая среднего арифметического как меры срединности определяется по следующей формуле:

$$СК_{\text{упр. ув}} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n \frac{ЗСА_k}{УЦП_k}, \quad (4)$$

где $СК_{\text{упр. ув}}$ — ставка капитализации, определенная методом пары групп техникой упорядоченных выборок;

n — количество объектов в обеих выборках;

$ЗСА_k$ — запрашиваемая ставка аренды k -го объекта в выборке ставок аренды;

$УЦП_k$ — удельная цена предложения на продажу k -го объекта в выборке удельных цен продаж.

Метод пары групп данных техникой упорядоченных выборок реализуется в следующем порядке:

– по принципу «чем больше, тем лучше» формируют две выборки одинаковой мощности⁵: 1) объектов, предлагаемых в аренду в данной локации, и 2) объектов, предлагаемых на продажу в данной локации;

– выписывают ряды значений арендных ставок и значений удельных цен предложения на продажу A_1, A_2, \dots, A_n и V_1, V_2, \dots, V_n ;

– наблюдения, представленные в обеих выборках, упорядочивают в порядке возрастания: $A(1), A(2), \dots, A(n)$ и $V(1), V(2), \dots, V(n)$, где индекс, указанный в скобках, означает порядковый номер наблюдения в вариационном ряду⁶;

– находящиеся на одинаковом месте в каждом вариационном ряду значения цен продаж и арендных ставок объединяют в пары. В результате формируется n пар значений: $A(1), V(1); A(2), V(2); \dots; A(n), V(n)$; при этом значения $A(1), V(1)$ равны минимальным значениям соответственно цены продажи и арендной ставки, а $A(n), V(n)$ — соответствующим максимальным значениям⁷;

– рассчитывают парциальные значения R_i ставки капитализации: $R_1 = A(1) : V(1), R_2 = A(2) : V(2), \dots, R_n = A(n) : V(n)$;

– из выборки удаляют значения ставки капитализации, меньшие заранее определенного обоснованного минимума, как не являющиеся адекватными для рынка (для устранения объектов, продажа которых может носить вынужденный характер, может быть установлен максимум, при превышении которого наблюдения подлежат удалению из выборки);

– полученные значения усредняют по выборке.

Метод имеет все те же преимущества и недостатки, что и техника кросс-корреляции, однако, в отличие от техники кросс-корреляции, требует выборок равной мощности. В случае же, если полученные выборки имеют разную мощность, ее требуется уравнивать, исключая необходимое число объектов из выборки большей мощности. Последнее же в силу высокой субъективности процесса сильно снижает достоверность результата. При всем этом метод кросс-корреляции свободен от этого серьезного недостатка — индифферентен к мощностям выборок — и применим во всех случаях, когда применим метод упорядоченных выборок. В силу этого метод упорядоченных выборок нельзя признать релевантным решению задачи определения ставки капитализации.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Использование данных, публикуемых в разных источниках

При использовании этого метода ставку капитализации принимают равной ставке, опуб-

⁶ Упорядоченные таким образом наблюдения называют порядковыми статистиками.

⁷ В соответствии с принятым допущением сходные по потребительским свойствам объекты занимают примерно одинаковые места, как при упорядочивании цен продажи, так и при упорядочивании арендных ставок. Исходя из такого предположения, можно считать, что образованные пары значений цены продажи и арендной ставки относятся к одинаковым или, по крайней мере, близким по основным потребительским характеристикам объектам.

⁴ Коэффициент детерминации. Материал из Википедии — свободной энциклопедии; Шкала Чеддока, <https://math.semestr.ru/corel/cheddok.php>

⁵ Мощность выборки — число объектов в ней.

ликованной в том или ином источнике информации.

Метод прост в понимании и использовании, однако достоверные данные легкодоступны только для Москвы и в меньшей степени Санкт-Петербурга, поскольку на регулярной основе публикуются международными консультантами рынка недвижимости в обзорах рынка инвестиций для сегментов офисов, торговых центров и складов.

Получаемые этим методом ставки капитализации соответствуют исключительно чистому операционному доходу объекта, целиком заполненного арендаторами при полностью своевременной оплате арендной платы. Их применение с операционным доходом иной структуры (например, валовым операционным доходом) даст заведомое завышенный результат. Особо отметим, что публикуемые данные относятся только к объектам высокого класса и вряд ли прямо применимы для объектов низкого класса. Таким образом, для большинства регионов данные, как правило, недоступны.

В отсутствии данных международных консультантов в целом ряде источников публикуются данные, в отношении которых, как правило, непонятны ни источники информации, ни метод получения, ни тип операционного дохода, с которым надлежит применять ставку, что исключает возможность получения достоверного результата с использованием таких данных. В любом случае нельзя признать достоверными любые данные, полученные методами экспертного опроса.

В результате, по нашему мнению, применение этого метода можно рекомендовать:

– для Москвы и Санкт-Петербурга на основе данных международных консультантов;

– для всех регионов на основе иных данных, в которых указаны источники получения информации, использованный метод определения ставки капитализации и описан порядок проведения расчетов.

При использовании метода в Москве имеет смысл выполнить сводку данных, опубликованных разными международными консультантами. За меру срединности в этом случае целесообразно выбрать середину интервала имеющих значения.

При использовании данных, публикуемых международными консультантами, метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации с помощью данных, опубликованных международными консультантами, для офисов класса А в Москве можно увидеть в [6], для апартаментов в Санкт-Петербурге — в [7].

Метод простого (не дисконтированного) срока окупаемости инвестиций

Метод простого (не дисконтированного) срока окупаемости инвестиций основан на том, что простой срок окупаемости (см., например, [8]), выраженный в годах, — величина, обратная ставке капитализации. В то же время дисконтированный срок окупаемости, выраженный в годах — величина, обратная ставке дисконтирования (внутренней норме доходности проекта).

В предположении, что стоимость объекта недвижимости остается неизменной на протяжении прогнозного периода, ставка капитализации равна ставке дисконтирования, а простой срок окупаемости — дисконтированному сроку окупаемости. Поэтому ставка капитализации определяется делением единицы на простой срок окупаемости, определенный на основании данных участников рынка или в процессе анализа предложений на продажу объектов недвижимости, оцениваемых на основании их бизнес — потенциала (ресторанов, гостиниц, топливных заправок, трансформаторных подстанций и т. д.)

Тем не менее, как правило, используемые данные имеют общий и интервальный характер и могут вызывать сомнения.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации с помощью метода простого (не дисконтированного) срока окупаемости для трансформаторной подстанции можно увидеть в [8], а для средств гостеприимства — в [9].

Метод (техника) группы инвестиций

Метод (техника) группы инвестиций основывается на том, что ставка капитализации коммерческой недвижимости является производной от рыночных ставок кредитования покупок коммерческой недвижимости и требуемой инвестором доходности собственных средств, затрачиваемых на покупку. Соответственно, данный метод — единственный из описанных здесь, который позволяет получить не эндогенную, а экзогенную ставку капитализации. Интервал рыночных ставок капитализации, которые дает этот метод, лежит между рыночной ставкой кредитования и ипотечной постоянной ставкой кредитования при рыночном сроке кредитования и ежемесячном аннуитетном гашении кредита [10]. При этом:

1) ставка капитализации, равная ставке по кредиту $СК_{\text{гггг мин}}$, соответствует случаю, когда

в течение всего срока кредита и покупатель, и кредитор получают только процентный доход на вложенные средства, а возврат сумм вложенных денежных средств возможен только за счет продажи объекта недвижимости;

2) ставка капитализации, равная ипотечной постоянной ставке кредита $СК_{\text{тгн max}}$, соответствует случаю, когда в течение срока кредита и покупатель, и кредитор получают и процентный доход на остаток вложенных средств, и полный возврат вложенных средств.

Соответственно, первый случай является наименее комфортным и для покупателя, и для кредитора, а второй — наиболее комфортным для обоих.

Промежуточным случаем, отражающим рыночные реалии, является вариант, когда в течение срока кредита и доход, и полный возврат вложенных денежных средств получает только кредитор. Покупатель в этом случае в течение срока кредита не получает никакого денежного дохода и возврата вложенных средств в денежной форме. Однако в связи с тем, что размер его долга в это время снижается, постепенно увеличивается его доля в объекте недвижимости, выраженная в натуральной форме.

Ставка капитализации $СК_{\text{тгн}}$ в этом случае определяется как

$$СК_{\text{тгн}} = LTV \cdot СК_{\text{тгн max}}, \quad (5)$$

где LTV — начальное рыночное отношение рыночной стоимости (цены покупки) объекта недвижимости к величине долга.

Метод (техника) группы инвестиций реализуется следующим образом:

— на основании анализа данных кредитного рынка определяются рыночные значения ставки и срока банковского кредитования сделок покупки коммерческой недвижимости и осуществляется расчет ипотечной постоянной при ежемесячном аннуитетном гашении кредита — $СК_{\text{тгн max}}$;

— на основании анализа данных кредитного рынка определяются рыночное значение LTV и осуществляется расчет ставки капитализации $СК_{\text{тгн}}$.

Отметим, что и ставка, и срок кредитования, определенные таким образом, будут представлять собой интервальные величины. Соответственно, значение $СК_{\text{тгн}}$ также будет представлять собой интервальную величину, наилучшей оценкой — мерой срединности, — которой будет середина полученного интервала.

Главным преимуществом этого метода является то, что он применим всегда, везде и для любых сегментов рынка коммерческой недвижимости. Он прост в понимании и использовании и, помимо всего прочего, может учитывать ликвидность рынка — ставку капитализации, рав-

ная ставке кредитования, соответствует минимальной ликвидности рынка, а ставка капитализации, равная ипотечной постоянной ставки кредитования, — соответствует максимальной ликвидности рынка.

Тем не менее метод слабо распространен на практике, он никак не учитывает сегментарные и региональные особенности рынков недвижимости. Однако в некоторых случаях, например, при оценке морских судов и летательных аппаратов, он может быть безальтернативным.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

Пример определения ставки капитализации методом группы инвестиций можно найти в [11].

Метод рыночно обоснованных корректировок

Метод рыночно обоснованных корректировок позволяет на основе известной ставки капитализации в некотором региональном центре Российской Федерации сегменте рынка коммерческой недвижимости, полученном, например, методами рыночной экстракции, определить ставку капитализации в ином сегменте рынка коммерческой недвижимости, а также за пределами регионального центра (на территории субъекта федерации).

В данном случае ставка капитализации в некотором сегменте рынка коммерческой недвижимости составляет

$$СК_{\text{мрок}} = C_{\text{кис}} \cdot K_{\text{межс}} \cdot K_{\text{рцр}}, \quad (6)$$

где $СК_{\text{мрок}}$ — искомая ставка капитализации, определенная методом рыночных корректировок;

$C_{\text{кис}}$ — известная ставка капитализации в региональном центре в некотором сегменте рынка (как правило, стрит-ритейл и/или офисы), определенная, например, методами рыночной экстракции;

$K_{\text{межс}}$ — межсегментная корректировка;

$K_{\text{рцр}}$ — корректировка «региональный центр — регион» при нахождении объекта оценки не в региональном центре, а в регионе.

Метод рыночно обоснованных корректировок реализуется в следующем порядке:

— некоторым методом, например, методами рыночной экстракции, определяют ставку капитализации в региональном центре в некотором сегменте рынка (как правило, стрит-ритейл и/или офисы);

— при нахождении объекта оценки на территории регионального центра на основании данных, приведенных в [12], определяют рыночно обоснованную межсегментную корректировку;

– при нахождении объекта оценки на территории вне пределов регионального центра (в регионе) на основании тех же данных определяют рыночно обоснованную корректировку «региональный центр — регион».

Очевидным преимуществом метода является его применимость на относительно неактивных региональных рынках. Однако широкого распространения в настоящее время этот метод не имеет. В целом его следует рассматривать в качестве резервного метода определения ставок капитализации, применяемого в условиях невозможности применения иных методов или в совокупности с иными методами.

Метод дает ставку капитализации, соответствующую 100%-ной заполненности объекта недвижимости с полностью собираемыми арендными платежами.

БАРЬЕРНЫЕ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

Барьерные ставки капитализации — ставки доходности, ограничивающие рыночный интервал значений ставок капитализации, полученных методами рыночной экстракции, снизу и сверху. Однако существование барьерных ставок необходимо иметь в виду и при определении ставок капитализации и иными — не экстракционными — методами.

Нижняя барьерная ставка

Требование ограничения интервала ставки капитализации снизу определяется исходя из общих представлений теории инвестиций — требованием инвесторов к минимальной доходности вложений свободных денежных средств, исходя из возможных для инвестора альтернатив: сопоставляя доходность различных альтернатив с разным уровнем риска, инвестор выбирает ту альтернативу, которая при сопоставимом уровне риска имеет более высокую доходность.

Выбирая приемлемый уровень риска (как вероятность потерь и степень нестабильности ожидаемых выгод) и анализируя денежные поступления по различным рыночным активам, которые соответствуют этому уровню риска, можно сформировать для инвесторов понятие «требуемая доходность» [13].

Согласно финансовой теории, отдача, ожидаемая от реализации инвестиционного проекта, включает две составляющих:

- свободную от риска ставку;
- премию за риск.

Свободная от риска ставка является базовой или опорной. Она представляет собой минимально приемлемый доход от инвестиций в от-

сутствие практически всех рисков. Хорошим приближением для свободной от риска ставки служит доходность государственных облигаций соответствующего срока [14, 15]. Соответствующим сроком для определения доходности можно считать 10 лет — срок, традиционно используемый для сопоставления ставок капитализации коммерческой недвижимости и доходности государственных облигаций.

С учетом того что речь идет о нижней барьерной ставке, премия за риск должна быть минимальна, но должна быть обязательно. Поэтому дальнейших обоснований ее можно принять на уровне 1 % годовых.

В настоящее время верхняя барьерная ставка капитализации составляет примерно 0,08 отн. ед. в год.

Верхняя барьерная ставка

Требование ограничения ставки капитализации сверху определяется необходимостью исключить из рассмотрения не рыночные предложения, очень вероятно определяемые ликвидационным, вынужденным характером продажи — снижение цены предложения относительно рыночно обусловленной величины операционного дохода, очевидно, приводит к росту ставки капитализации.

В качестве верхней барьерной ставки можно использовать ипотечную постоянную рыночной ставки кредитования сделок покупки коммерческой недвижимости при сроке кредитования в те же самые 10 лет и ежемесячном аннуитетном платеже (подробнее см. [16]).

В настоящее время верхняя барьерная ставка капитализации составляет примерно 0,18 отн. ед. в год.

Ограничения в применении барьерных ставок

Верхняя барьерная ставка не применяется в случае экстракции ставки капитализации техникой группы пар на объектах бизнеса, основным активом, формирующим стоимость которого, является объект недвижимости. В этом случае ставка капитализации, как правило, зависит от характера бизнеса и класса объекта недвижимости. Например, для средств размещения и отдыха низких классов ставка капитализации составляет 0,30 отн. ед. в год и более (подробнее см. [17]). То же самое может относиться и определению ставок капитализации методом простого (не дисконтированного) срока окупаемости инвестиций. Поэтому при использовании этого метода стоит проявлять осторожность.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВОК КАПИТАЛИЗАЦИИ, ПОЛУЧЕННЫХ РАЗНЫМИ МЕТОДАМИ

Определение ставки капитализации одним методом является нормальным для практики оценки коммерческой недвижимости. Однако определение ставки капитализации более чем одним методом, повышает доверие к результату и должно рассматриваться как лучшая практика.

В случае если при определении ставки капитализации применялся более чем один метод, для определения итогового значения ставки капитализации, используемого в оценке рыночной стоимости в виде конкретного числа, результаты, полученные каждым из методов, должны быть согласованы между собой.

Литература

1. *Слуцкий А.А., Слуцкая И.А.* Ставки капитализации объектов стрит-ритейл в Московском регионе в начале 2-го квартала 2020 г. // Теория, методология и практика оценки. 20.04.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-sluckaya-i-a-stavki-kapitalizacii-obektov-strit-ritejl-v-moskovskom-regione-v-nachale-2-go-kvartala-2020-g/> (дата обращения 12.10.2020).
2. *Слуцкий А.А.* Метод группы пар на объектах бизнеса определения ставки капитализации коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 09.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-gruppy-par-na-obektax-biznesa-opredeleniya-stavki-kapitalizacii-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 11.10.2020).
3. *Слуцкий А.А., Слуцкая И.А.* Мониторинг ставок капитализации офисов класса А в Москве 2 кв. 2020 г. // Теория, методология и практика оценки. 14.06.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-sluckaya-i-a-monitoring-stavok-kapitalizacii-ofisov-klassa-a-v-moskve-2-kv-2020/> (дата обращения 12.10.2020).
4. *Слуцкий А.А.* Метод пары групп определения ставок капитализации объектов коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 11.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-pary-grupp-opredeleniya-stavok-kapitalizacii-obektov-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).
5. *Лейфер Л.А.* Определение валового рентного мультипликатора на основе «исторических» данных // Онлайн-библиотека LABRATE.RU. 09.10.2009. URL: <http://www.labrate.ru/leifer/determination-of-the-gross-rental-multiplier-2009.htm> (дата обращения 12.10.2020).
6. *Слуцкий А.А.* Оценка качества результата оценки рыночной стоимости в виде конкретного числа, определение интервала, в котором оно может находиться и сопоставление результатов двух оценок. Научно-методическая разработка. Комментарии разработчика // Теория, методология и практика оценки. 03.04.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-rekomendacii-po-kriteriyam-kachestva-i-neopredlyonnosti-ocenki-kommentarii-razrabotchika/> (дата обращения 12.10.2020).
7. *Слуцкий А.А.* Ставки капитализации апартаментов в Санкт Петербурге // Теория, методология и практика оценки. 23.06.2020. URL: <http://tmpo.ru/stavki-kapitalizacii-apart-otelej-v-sankt-peterburge/> (дата обращения 12.10.2020).
8. *Грибовский С.В.* Еще раз о ставках капитализации и дисконтирования // Вопросы оценки. 2007. № 3. URL: http://sr000.ru/upload/iblock/bf0/vo_3_07.pdf (дата обращения 12.10.2020).
9. *Слуцкий А.А., Слуцкая И.А.* К вопросу об оценке. Ставка капитализации трансформаторной подстанции // Теория, методология и практика оценки. 27.01.2020. URL: <http://tmpo.ru/k-voprosu-ob-ocenke-stavka-kapitalizacii-tranformatornoj-podstancii/> (дата обращения 12.10.2020).
10. *Слуцкий А.А.* Метод простого (не дисконтированного) срока окупаемости определения ставок капитализации коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 08.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-prostogo-ne-diskontirovannogo-sroka-okupaemosti-opredeleniya-stavki-kapitalizacii-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).
11. *Слуцкий А.А.* Метод группы инвестиций определения ставок капитализации коммерческой недвижимости, Теория, методология и практика оценки, 11.07.2020, <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-gruppy-investicij-opredeleniya-stavok-kapitalizacii-obektov-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).

Один из вариантов согласования результатов определения ставки капитализации, полученных разными методами, приведен в [18].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье показано, что на практике оценщик имеет в распоряжении значительное количество методов, позволяющих гибко реагировать на особенности конкретного рынка, на котором находится объект оценки. Между тем методологические особенности применения метода прямой капитализации не исчерпываются вопросами определения ставки капитализации, поскольку требуют очень тщательного отношения к структуре операционного дохода, объектов-аналогов, используемых непосредственно в оценке, и их соответствия структуре операционных доходов, для которых определена ставка капитализации.

12. *Слуцкий А.А.* Метод рыночно обоснованных корректировок определения ставок капитализации коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 07.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-rynochno-obosnovannykh-korrektirovok-opredeleniya-stavok-kapitalizacii-obektov-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).
13. *Теплова Т.В.* Требования инвесторов по отдаче на капитал и компетенции финансового директора, Эффективный финансовый директор: учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры, 2-е изд., перераб. и доп. Гл. 4. М.: Юрайт, 2018. URL: <https://www.hse.ru/data/2010/07/09/1218700106/Теплова%20ЭФД%20Глава%204.pdf> (дата обращения 12.10.2020).
14. Ставка барьерная // Энциклопедия по экономике. URL: <https://economy-ru.info/info/93521/> (дата обращения 12.10.2020).
15. *Теплова Т.В.* Инвестиции: учебник: в 2 ч. М.: Юрайт, 2011.
16. *Слуцкий А.А.* Метод группы инвестиций определения ставок капитализации коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 11.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-gruppy-investicij-opredeleniya-stavok-kapitalizacii-obektov-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).
17. *Слуцкий А.А.* Метод группы пар на объектах бизнеса определения ставки капитализации коммерческой недвижимости // Теория, методология и практика оценки. 09.07.2020. URL: <http://tmpo.ru/sluckij-a-a-metod-gruppy-par-na-obektax-biznesa-opredeleniya-stavki-kapitalizacii-kommercheskoj-nedvizhimosti/> (дата обращения 12.10.2020).
18. *Слуцкий А.А.* Практические методы определения полной ставки капитализации при оценке коммерческой недвижимости в США // Библиотека оценщика LABRATE.RU. 10.11.2013. URL: http://www.labrate.ru/sloutsky/art_2013-4.pdf (дата обращения 10.10.2020).

Слуцкий Александр Анатольевич, e-mail: a.sloutsky@gmail.com

Статья поступила в редакцию 17.11.2020