

29.07.2010

В.А. Вольнова
сертифицированный РОО оценщик недвижимости,
сертифицированный специалист согласно требованиям Европейских стандартов

О коэффициенте капитализации и безрисковой ставке при оценке недвижимости

Практикующего оценщика каждодневно волнуют вопросы, однозначных ответов на которые либо не существует в природе, либо их пока еще недостаточно осветили в оценочной литературе. Один из многих - конкретный профессиональный вопрос о необходимости согласованности оценщиками величины, принимаемой в качестве безрисковой ставки при оценке недвижимости. Почти ежедневно оценщики сталкиваются с необходимостью определения данной величины при расчете ставки дисконтирования кумулятивным методом в рамках доходного подхода.

После изучения имеющейся учебной и методической литературы, анализа адекватных финансовых инструментов и обмена опытом по аналогичным расчетам, эксперты Новосибирской палаты оценщиков на одном из своих собраний пришли к единому мнению о необходимости тщательного формирования модели доходного подхода.

Так, например, при использовании метода капитализации по норме отдачи, нужно обратить внимание на две величины: годовой доход и коэффициент капитализации, включающий в себя ставку дисконтирования, которая при ее построении кумулятивным методом, напрямую зависит от безрисковой ставки.

На практике при расчете годового дохода используются арендные ставки, сложившиеся на момент оценки, то есть фактически оценщиком формируется реальный поток дохода без учета инфляции. В связи с этим, участвующий в расчете коэффициент капитализации, также должен строиться на реальной основе, а значит и безрисковая ставка приниматься реальной.

Для определения адекватной величины безрисковой ставки, применяемой оценщиками, может быть рассмотрен рынок государственных ценных бумаг ГКО-ОФЗ в части срочной структуры процентных ставок по бескупонной доходности (<http://www.cbr.ru/GCurve/Curve.asp>). Так как недвижимость является долгоживущим активом, логично рассмотреть доходность бумаг со сроком гашения 30 лет, которая на начало июня текущего года составила 8,92%.

Данная ставка является номинальной, а значит должна быть приведена к реальной ставке, то есть, очищена от инфляции. По данным МЭР России (<http://www.economy.gov.ru/mines/main>) прогнозируемый уровень инфляции в 2010г. - 6,5%. Известно, что при инфляции менее 15% в год известная формула Фишера преобразуется в выражение:

$$C_p = (C_n - I), \text{ где:}$$

C_p – реальная ставка;

C_n – номинальная ставка;

I – инфляция.

Таким образом, реальная безрисковая ставка составит: $8,92 - 6,5 = 2,42\%$.

В качестве примера в таб. 1 приведен расчет коэффициента капитализации методом кумулятивного построения, для условного офисного здания (с учетом средних уровней рисков и среднего состояния объекта оценки по шкале 0-5%).

Таб. 1 – Построение коэффициента капитализации

Наименование	Значение
Безрисковая ставка дохода	2,42%
Риск вложений в аналогичные объекты	2,5%
Риск ликвидности	2,5%
Риск инвестиционного менеджмента	2,5%
Норма возврата капитала	1%
Коэффициент капитализации	10,92%

Адекватность данной величины может быть проверена путем соотнесения кумулятивно построенного коэффициента капитализации для условного офисного здания с рыночными данными, например, по данным Мониторинга рынка коммерческой недвижимости (RID Analytics, www.ridasib.com).

Таб. 2 – Соотнесение коэффициента капитализации с рынком

№ п/п	Наименование	Значение	Расчет
1	Предложения по продаже офисов, руб./кв.м	57 910	
2	Предложения по аренде офисов, руб./кв.м	521	
3	Валовый рентный мультипликатор	9,26	ст. 1/(ст. 2*12)
4	Коэффициент капитализации, %	10,79	(1/ст. 3)*100

Полученные в таб. 1 и таб. 2 значения коррелируют с экспертным опросом новосибирских оценщиков, проведенным Экспертно-консультационным комитетом Новосибирского регионального отделения Российского общества оценщиков в апреле текущего года. В числе других тем был выделен вопрос о возможном диапазоне коэффициента капитализации при оценке недвижимости. После обобщения экспертных мнений было выявлено его значение для офисно-торговых объектов: от 7% до 17%.

Проведенная экспертами работа по обсуждению конкретного методологического вопроса показала, что совместными усилиями оценщиков Новосибирской Палаты Оценщиков и Новосибирского регионального отделения РОО, при объединении опыта специалистов из разных СРО, можно решить любые задачи, каждодневно стоящие перед оценщиками, расширить методики и разработать методологии, которые будут помогать практикующим оценщикам в работе.