

ВАЛОВОЙ РЕНТНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР КАК БАЗА ДЛЯ РАСЧЕТА КОЭФФИЦИЕНТА КАПИТАЛИЗАЦИИ. ЕГО ПРИМЕНЕНИЕ В ПРАКТИКЕ ОЦЕНКИ



Алексей Гурьянов,
член Экспертного совета
РОО, генеральный директор
«Институт независимой оценки
и аудита», судебный эксперт
по недвижимости

При расчете стоимости недвижимости в оценочной практике используются различные мультипликаторы (коэффициенты):

- коэффициент капитализации;
- валовой рентный мультипликатор (ВРМ);
- коэффициент, отражающий соотношение между протяженностью фасада на торговых улицах и стоимостью объекта;
- коэффициент, отражающий соотношение между пешеходным или автомобильным трафиком и стоимостью объекта.

Все эти и другие мультипликаторы имеют право на существование, но при расчете стоимости определенных видов недвижимости некоторые из них дают более точный результат.

Метод валового рентного мультипликатора основывается на предположении о существовании прямой зависимости между рыночной стоимостью объекта недвижимости и потенциальным рентным доходом (ПВД), который может быть получен при сдаче этого объекта в аренду. В теории существует разночтение по поводу того, каким образом рассчитывается ВРМ: как отношение ПВД к цене объекта или цены объекта к ПВД. Данный показатель с точки зрения автора можно рассчитывать обоими способами, главное правильно его применять. В данной статье примем, что ВРМ* представляет собой отношение ПВД к цене:

$$\text{ВРМ} = \frac{\text{ПВД}}{\text{Ц}},$$

где

Ц — цена продажи (предложения на продажу);

ПВД — годовой потенциальный валовой доход.

Данный показатель характеризует долю ПВД в стоимости объекта.

Теперь перейдем к понятию «коэффициент капитализации». Коэффициент капитализации — величина, обратная сроку окупаемости капиталовложений в объект; процент (доля), который составляет чистый средний годовой доход, приносимый вложениями в объект, по отношению к суммарной величине вложений капитала в объект или к стоимости объекта:

$$K_{\text{кап}} = \frac{\text{ПВД} - \text{Потери}}{\text{Ц}} = \frac{\text{Ц}}{\text{ВРМ} \times \text{Ц}} - \frac{\text{Потери}}{\text{Ц}} = \text{ВРМ} - \frac{\text{Потери}}{\text{Ц}},$$

* Обращаю внимание читателя на то, что данные для расчета ВРМ можно легко найти на рынке, где всегда достаточно предложений о продаже или аренде объектов недвижимости и не надо делать дополнительных допущений.

где Потери — сумма годовых потерь от недозагрузки объекта, неплатежей, расходов собственника на коммунальные платежи и прочее.

Сумма потерь, деленная на цену объекта, представляет собой долю потерь в стоимости. Это важный показатель для собственника, но он не меняет экономической сущности, при этом влияние этого показателя на итоговый результат незначительно.

Вывод: валовой рентный мультипликатор является базой для расчета коэффициента капитализации.

Есть мнение, что расчет рыночной стоимости с использованием ВРМ является грубым методом оценки, однако вышеуказанные размышления указывают на обратное. Коэффициент капитализации не может быть более тонким инструментом при определении рыночной стоимости, чем ВРМ. С учетом расчета доли потерь погрешность в цене объекта может только увеличиваться.

В классической теории под потерями понимают:

- потери, связанные с недозагрузкой помещения (в теории принято считать их равными 10 %);
- потери, связанные с содержанием помещения (коммунальные расходы).

Однако на практике к этим расходам, как правило, у собственника добавляются:

- потери, связанные с проведением текущих ремонтов;
- потери, связанные с поддержанием объекта в состоянии, которое обеспечивает полезность объекта (принцип полезности в оценке);
- потери, связанные с уплатой налогов, в том числе при продаже объекта.

То есть для расчета коэффициента капитализации по рыночным данным оценщик должен

знать величину потерь для каждого аналога, используемого для расчета $K_{\text{кап}}$. Таким образом, отсутствует не только полный набор расходов при расчете рыночной стоимости объектов оценки методом капитализации, но и статистика по данным показателям. Информация о потерях у аналогов отсутствует, с рынка их взять невозможно, есть только определенным образом сформировавшееся мнение об их уровне, ничем не подтвержденное или малодостоверное.

Существует еще метод кумулятивного построения коэффициента капитализации. Я не буду на нем останавливаться, однако хотел бы отметить, что в моем понимании этот метод «от лукавого», позволяет сильно манипулировать показателем «рыночная стоимость», при этом возникает большая погрешность в расчетах. Приведу пример. Нужно рассчитать рыночную стоимость помещения. У оценщика имеется следующая информация: ЧОД = 100 ед., примем за правильный первый вариант, при этом существуют четыре варианта расчета коэффициента капитализации (табл. 1).

Как видим, разница составляет 46,5 %, а оценщик ошибся всего лишь на 6 пунктов.

Теперь дадим статистическое подтверждение вышесказанному. Я проанализировал рынок коммерческой недвижимости по г. Самаре и Самарской области. Анализ был направлен на определение показателя ВРМ и проведен в разрезе районов и по видам использования. В связи с тем, что выборка достаточна большая, я не сегментировал рынок по дополнительным факторам и не определял доверительные интервалы (табл. 2).

Валовой рентный мультипликатор по районам находится в диапазонах от 11,7 % (Самарский район) до 19,2 % (Кировский район). Значение ВРМ для Куйбышевского района не является по-

Таблица 1. Различные варианты расчета коэффициента капитализации

Показатель	Значение			
	1-й вариант	2-й вариант	3-й вариант	4-й вариант
Безрисковая ставка, %	6,44	6,44	6,44	6,44
Премия за инвестиционный риск, %	1,0	2,00	3,00	4,00
Премия за риск низкой ликвидности, %	3,22	3,22	3,22	3,22
Премия за риск инвестиционного менеджмента, %	1,00	2,00	3,00	4,00
Требуемая норма доходности, %	11,66	13,66	15,66	17,66
Возврат капитала, %	1,23	1,23	1,23	1,23
Коэффициент капитализации, %	12,90	14,90	16,90	18,90
Стоимость объекта	775,4	671,3	591,9	529,2

Таблица 2. Валовой рентный мультипликатор по районам
(вид использования — офисное)

Район	Средний ВРМ по районам, %
Железнодорожный	15,6
Кировский	19,2
Красноглинский	0,0
Куйбышевский	17,5
Ленинский	11,9
Октябрьский	14,1
Промышленный	17,3
Самарский	11,7
Советский	12,3
Средний по Самаре	14,5

Таблица 3. Валовой рентный мультипликатор по районам
(вид использования — торговое)

Район	Средний ВРМ по районам, %
Железнодорожный	17,5
Кировский	16,0
Красноглинский	7,5
Куйбышевский	0,0
Ленинский	16,2
Октябрьский	16,3
Промышленный	12,7
Самарский	11,8
Советский	16,0
Средний по Самаре	15,3

Таблица 4. Валовой рентный мультипликатор по парам

№ п/п	Район	Площадь, м ²	Стоимость продажи, руб./м ²	Стоимость аренды, (руб./м ²)/мес.	ВРМ, %
1	Железнодорожный	476	10504	200	22,8
2	Железнодорожный	90	100000	1000	12,0
3	Ленинский	342,1	64999	653	12,1
4	Кировский	396,5	45397	600	15,9
5	Красноглинский	105	47619	400	10,1
6	Ленинский	450	17778	350	23,6
7	Ленинский	91,5	120219	710	7,1
8	Ленинский	200	60000	500	10,0
9	Ленинский	110	51818	350	8,1
10	Ленинский	576	90000	799	10,7
11	Октябрьский	215	53488	500	11,2
12	Октябрьский	38	78947	789	12,0
13	Октябрьский	522	63218	460	8,7
14	Октябрьский	120	52000	400	9,2
15	Октябрьский	120	44000	1600	43,6
16	Октябрьский	100	75000	800	12,8
17	Промышленный	116,2	43029	500	13,9
18	Промышленный	567	43038	650	18,1
19	Промышленный	1036	47036	1000	25,5
20	Промышленный	138	123188	320	3,1
21	Промышленный	86	46512	500	12,9
22	Промышленный	345	130435	1000	9,2
23	Промышленный	50	16000	360	27,0
24	Самарский	320,3	25000	312	15,0
25	Самарский	200	37500	400	12,8
26	Самарский	138,8	23775	250	12,6
27	Самарский	450	20000	350	21,0
28	Советский	370	25000	350	16,8
29	Советский	2800	33929	250	8,8
30	Железнодорожный	209	38278	182	5,7
31	Железнодорожный	225,2	50000	450	10,8
32	Железнодорожный	431,3	64920	600	11,1

В ПОМОЩЬ ОЦЕНЩИКУ

Окончание табл. 4

№ п/п	Район	Площадь, м ²	Стоимость продажи, руб./м ²	Стоимость аренды, (руб./м ²)/мес.	ВРМ, %
33	Кировский	345	130000	1000	9,2
34	Кировский	1401	34939	450	15,5
35	Самарский	138,8	21000	250	14,3
36	Кировский	743,7	29582	400	16,2
37	Кировский	2144,7	33090	433	15,7
38	Ленинский	2112	65000	650	12,0
39	Ленинский	342,1	65000	653	12,1
40	Октябрьский	50	38000	370	11,7
41	Октябрьский	197	50000	650	15,6
42	Октябрьский	20	55000	500	10,9
43	Октябрьский	33	127273	1000	9,4
44	Самарский	489	44990	500	13,3
45	Кировский	1000	40000	200	6,0
46	Ленинский	328,4	79172	600	9,1
47	Ленинский	197,2	129310	1500	13,9
48	Октябрьский	104	68269	577	10,1
49	Октябрьский	96,5	82902	600	8,7
50	Октябрьский	86	43605	500	13,8
51	Промышленный	165,4	66505	700	12,6
52	Промышленный	101,6	73819	500	8,1
53	Промышленный	97,5	100000	1000	12,0
54	Советский	257,2	31000	450	17,4
55	Кировский	217,1	46062	450	11,7
56	Октябрьский	18	55556	500	10,8
Среднее значение по выборке					13,2
Медиана					12,0
Средневзвешенное значение по выборке					12,5

казательным, так как в этом районе малый объем выборки (табл. 3).

Валовой рентный мультипликатор по районам находится в диапазонах от 7,5 % (Красноглинский район) до 17,5 % (Железнодорожный район). Значение ВРМ для Красноглинского района не является показательным, так как в этом районе малый объем выборки. *Вывод:* средний показатель ВРМ по Самаре по видам использования имеет близкие значения (расхождения в районе 5 %).

Теперь проанализируем данный показатель исходя из пар, найденных на рынке коммерческой недвижимости (кроме производственной и складской). Пара — это одновременное существование на рынке предложения и на продажу и на сдачу в аренду одного и того же объекта. Расчет делается в допущении, что на рынке продаж и рынке аренды действуют одни и те же скидки на торг (табл. 4).

Таблица 5. Распределение ВРМ по интервалам

Интервал, %	Количество
До 5	1
Св. 5 до 6	2
Св. 6 до 7	0
Св. 7 до 8	1
Св. 8 до 9	5
Св. 9 до 10	6
Св. 10 до 11	5
Св. 11 до 12	8
Св. 12 до 13	7
Св. 13 до 14	4
Св. 14 до 15	2
Св. 15 до 16	4
Св. 16 до 17	2
Св. 17 до 18	1
Св. 18	7

Таблица 6. Выборка ВРМ

№ п/п	Район	Площадь, м ²	Стоимость продажи, руб./м ²	Стоимость аренды, (руб./м ²)/мес.	ВРМ, %
1	Железнодорожный	90	100000	1000	12,0
2	Ленинский	342,1	64999	653	12,1
3	Кировский	396,5	45397	600	15,9
4	Красноглинский	105	47619	400	10,1
5	Ленинский	200	60000	500	10,0
6	Ленинский	110	51818	350	8,1
7	Ленинский	576	90000	799	10,7
8	Октябрьский	215	53488	500	11,2
9	Ленинский	91,5	120219	710	7,1
10	Октябрьский	38	78947	789	12,0
11	Октябрьский	522	63218	460	8,7
12	Октябрьский	120	52000	400	9,2
13	Октябрьский	100	75000	800	12,8
14	Промышленный	116,2	43029	500	13,9
15	Промышленный	86	46512	500	12,9
16	Промышленный	345	130435	1000	9,2
17	Самарский	320,3	25000	312	15,0
18	Самарский	200	37500	400	12,8
19	Самарский	138,8	23775	250	12,6
20	Советский	2800	33929	250	8,8
21	Железнодорожный	225,2	50000	450	10,8
22	Железнодорожный	431,3	64920	600	11,1
23	Кировский	345	130000	1000	9,2
24	Кировский	1401	34939	450	15,5
25	Самарский	138,8	21000	250	14,3
26	Кировский	2144,7	33090	433	15,7
27	Ленинский	2112	65000	650	12,0
28	Ленинский	342,1	65000	653	12,1
29	Октябрьский	50	38000	370	11,7
30	Октябрьский	197	50000	650	15,6
31	Октябрьский	20	55000	500	10,9
32	Октябрьский	33	127273	1000	9,4
33	Самарский	489	44990	500	13,3
34	Ленинский	328,4	79172	600	9,1
35	Ленинский	197,2	129310	1500	13,9
36	Октябрьский	104	68269	577	10,1
37	Октябрьский	96,5	82902	600	8,7
38	Октябрьский	86	43605	500	13,8
39	Промышленный	165,4	66505	700	12,6
40	Промышленный	101,6	73819	500	8,1
41	Промышленный	97,5	100000	1000	12,0
42	Кировский	217,1	46062	450	11,7
43	Октябрьский	18	55556	500	10,8
Среднее значение по выборке					11,5
Медиана					11,7
Средневзвешенное значение по выборке					11,5

Как видно из табл. 4, разброс значений ВРМ довольно велик, однако среднее значение, медиана и средневзвешенное значение достаточно близки. Посмотрим, как показатели ВРМ распределены по интервалам (табл. 5).

Проанализировав данные табл. 5, можно сделать вывод о том, что выборка имеет нормальное распределение.

Для дальнейшего анализа отбросим значения, попадающие в три самых низких и три самых высоких интервала (табл. 6, 7).

Мой вывод о нормальном распределении подтверждается, среднее значение, медиана и средневзвешенное значение изменились незначительно. Разброс между этими показателями уменьшился.

ВЫВОДЫ:

- валовой рентный мультипликатор является базой для расчета коэффициента капитализации;
- погрешность при расчете рыночной стоимости с помощью коэффициента $K_{\text{кап}}$ выше, чем при расчете через ВРМ;
- по экономической сути $K_{\text{кап}}$ и ВРМ являются

Таблица 7. Распределение ВРМ по интервалам

Интервал, %	Количество
От 7 до 8	1
Св. 8 до 9	5
Св. 9 до 10	6
Св. 10 до 11	5
Св. 11 до 12	8
Св. 12 до 13	7
Св. 13 до 14	4
Св. 14 до 15	2
Св. 15 до 16	4

нормой отдачи на капитал, исходя из этого ВРМ стремится к среднему значению на рынке и для дальнейших расчетов его можно принять равным средневзвешенному значению 11,5 %;

- расчет рыночной стоимости недвижимости доходным подходом точнее и проще осуществлять с помощью ВРМ, отсутствует экономическая целесообразность применения $K_{\text{кап}}$ при возможности применения ВРМ.

