

Компания, успешно работающая на традиционном рынке, при помощи Интернет-сайта может охватить большую целевую аудиторию, хотя бы потому, что расстояние не играет в Сети такого принципиального значения, как в реальной жизни.

3. Предоставить информацию о бизнесе большому количеству людей.

Полноценный Интернет-сайт компании предоставляет документы, фото, аудио - и видеоматериалы, необходимые для формирования правильного представления о деятельности и возможностях компании, всем желающим.

4. Улучшение имиджа компании и ознакомление потенциальных клиентов с фирменным стилем.

Удачный и красивый дизайн привлекает внимание к фирме и может создать в сознании потребителя положительный образ о солидности данной компании.

5. Реализовать удаленную демонстрацию товара.

На Интернет-сайте компании может быть представлена развернутая информация о товарах и услугах, возможна публикация рейтингов и аналитических отчетов, организация консультаций клиентов, партнеров и дилеров.

6. Проводить информационную поддержку клиентов.

Посредством Интернет-сайта можно не только оперативно отвечать на вопросы, возникающие у пользователей продуктов и услуг, но и формировать базу часто задаваемых вопросов. Тем самым удастся избежать многократных разъяснений по решению одних и тех же задач.

7. Обеспечить круглосуточное предоставление услуг клиентам и партнерам.

В Интернете не бывает перерывов на обед и сон и сайт может функционировать круглосуточно. Таким образом, фирма не потеряет клиента, которому потребуются услуги или информация о бизнесе в три часа ночи.

8. Реализовать оперативную обратную связь с клиентами в любой точке мира.

Создание сайта позволяет компании не только предоставлять информацию посетителям, но и проводить маркетинговые исследования. Анализ результатов опросов, интерактивного общения, а также статистики посещений помогут скорректировать работу сайта и максимально приблизить информационное наполнение ресурса к запросам целевых аудиторий.

И.В. Климентьева

ГОУ ВПО «Российский государственный профессионально-педагогический университет»

ВЗАИМОСВЯЗЬ РИСКОВ И СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Для принятия решений об инвестировании в недвижимость наиболее важным и сложным является вопрос определения нормы сложного процента или нормы дисконтирования денежных потоков, которая должна отражать с

одной стороны, все связанные с объектом инвестирования риски, с другой - требуемую инвестором норму прибыли на инвестированный в недвижимость капитал.

В инвестиционном анализе и практике оценки инвестиций в недвижимость методам определения нормы дисконтирования всегда уделялось особое внимание как у нас в стране, так и за рубежом. Вместе с тем, по мнению большинства специалистов в области финансового анализа и оценки инвестиций эта величина является наиболее трудноопределимой характеристикой.

В применяемой терминологии определений нормы дисконтирования существуют некоторые разночтения. «Словарь по оценке недвижимости» определяет норму дисконтирования как «норму прибыли, соизмеримую с предполагаемым риском и используемую для приведения будущих издержек или поступлений к текущей стоимости». Принятые в Великобритании «Основные понятия и термины по анализу инвестиций в недвижимость» определяют этот термин как «*discount rate, target rate of return* - норма дисконтирования или целевая норма прибыли - минимальный уровень поступлений, ниже которого предприниматель считает нецелесообразным инвестировать имеющийся капитал». Наконец, Государственный стандарт Российской Федерации определяет норму дисконтирования как «норму сложного процента, применяемую при пересчете стоимости денежных потоков на определенный момент времени».

На наш взгляд, все представленное определения в той или иной мере отражают содержание данного термина, поэтому мы, принимая во внимание специфику данного исследования, определим эту величину следующим образом:

Норма дисконтирования или норма прибыли инвестиции - норма сложного процента, применяемая при пересчете стоимости будущих денежных потоков объекта инвестирования на определенный момент времени, соизмеримую с предполагаемым риском вложений и минимальным уровнем поступлений, ниже которого предприниматель считает нецелесообразным инвестировать имеющийся капитал. Термины «норма дисконтирования» и «норма прибыли» инвестиций используются как взаимозаменяемые.

При инвестиционном анализе оцениваются наиболее вероятные, а не единственно возможные параметры. Используются следующие термины:

Риск – это неопределенность получения (или неполучения) доходов, это возможность отклонения фактических итоговых данных от ожидаемых запланированных результатов. Риск связан с тем, что направление вложения капитала отличается от надежного безопасного варианта. Инвестору необходимо учитывать, что вариант, позволяющий обеспечить большую доходность капиталовложений, характеризуется большей степенью риска.

Вероятность – относительная возможность того, что какие-то события состоятся. При оценке инвестиций в недвижимость вероятность наступления какого-либо события прямо связана с риском инвестиционного проекта.

Как было отмечено выше, одной из основных проблем определения нормы дисконтирования инвестиций в недвижимость является проблема определения риска в сфере недвижимости.

Ожидаемый уровень риска учитывается в ставке дохода на инвестированный капитал: чем выше уровень ожидаемого риска, тем выше должна быть требуемая ставка дохода на инвестированный капитал. В общем виде ставку доходности на инвестированный капитал можно рассчитать по формуле $R_i = R_f + \text{плата за риск}$.

Данный подход к определению требуемой ставки доходности является общим как для инвестиций в недвижимость, так и для инвестиций в традиционные финансовые активы. Основой расчета платы за риск является определение систематического риска, отражающего неуправляемые риски макроуровня или риски отрасли.

Уровень риска инвестиций в коммерческую недвижимость относительно инвестиций в другие активы определяется особенностями доходной недвижимости:

- значительные капитальные вложения;
- жесткая взаимосвязь потока доходов от недвижимости в зависимости от ситуации в регионе и перспектив его развития;
- низкая ликвидность в сочетании с большими затратами на поддержание товарного вида.

Необходимость поддержания высокого уровня доходности инвестиций в недвижимость требует выбора наиболее оптимальных инструментов инвестирования, поскольку для каждого из них характерна своя ставка доходности, уровень риска, ликвидность, уровень контроля и методы оценки.

Риски, связанные со сферой недвижимости, с одной стороны, подчиняются общим закономерностям теории рисков, а с другой стороны, имеют свою собственную специфику, отличающую их от рисков, связанных с инвестициями на финансовых рынках. В общем виде риски инвестирования в недвижимость можно разделить на систематические и несистематические.

Под систематическими рисками понимаются в общем случае риски, возникающие у всех участников хозяйственной деятельности. В качестве таких рисков можно назвать следующие:

- низкая ликвидность недвижимости как актива;
- неопределенность законодательного регулирования сделок с недвижимостью;
- неопределенность в налогообложении;
- конкуренция на рынке капитала и рынке недвижимости;
- длительность делового цикла;
- тенденции занятости и изменения платежеспособности населения;

Несистематические риски – это риски конкретного проекта, связанные с его особенностями:

- тип проекта;
- местоположение недвижимости;
- условия арендного договора;
- уровень операционного и финансового левереджа;
- структура инвестиционного капитала и его стоимость;
- доля рынка недвижимости определенного типа;

– структура арендаторов.

Помимо выделения систематических и несистематических рисков, для инвестора важно разделять их в зависимости от факторов, вызывающих риски.

В связи с тем, что недвижимость как актив обладает физической, экономической и юридической определенностью и одновременно относится к финансовым и реальным активам, можно выделить следующие группы рисков:

– юридические (возможность утраты права собственности, невозможность возмещения убытков в связи с ошибками при заключении договоров и контрактов, возможность предъявления претензий третьих лиц и пр.);

– градостроительные, проектные и технологические (неправильный выбор места реализации проекта, ошибки в конструктивных решениях, неверный выбор материалов и пр.);

– административные (возможность изменения налогового режима, появление новых требований по выполнению новых обязательств перед органами власти, ведение ограничений на использование здания);

– экономические и организационно-экономические (ошибки в прогнозировании спроса и предложения, неправильная оценка конкурентной среды и т.д.);

– финансовые (обусловленные связью инвестиционных процессов в сфере недвижимости с состоянием финансового рынка в целом, а также качеством финансового сопровождения проектом).

Из анализа различных видов рисков видно, насколько сложна и многогранна проблема определения риска в сфере недвижимости.

В практике для расчета ставки дисконтирования применяются следующие методы:

1. Метод суммирования.
2. Метод сравнения альтернативных инвестиций.
3. Метод рыночного анализа.
4. Метод экстракции.

1. Определение нормы дисконтирования методом суммирования.

Метод основан на сопоставлении доходности и рисков и основывается на предпосылке о том, что норма дисконтирования является только функцией риска и может быть определена как сумма всех рисков, которые присущи каждому конкретному объекту недвижимости.

Ставка дисконтирования = Безрисковая ставка + Премии за риск

В общем случае расчеты, выполняемые методами суммирования риска, можно представить в следующем виде:

$$Y = Y_0 + r_{инф} + \Delta r, \quad (1)$$

где Y – норма дисконтирования или норма прибыли инвестиций;

Y_0 – реальная безрисковая ставка;

$r_{инф}$ – норма инфляции;

Δr – премия за риск.

Безрисковая ставка компенсирует стоимость денег во времени при практически нулевом уровне риска. Обычно, под безрисковой ставкой понимают

норму сложного процента, которую в виде прибыли можно получить при вложении денег в абсолютно надежные финансовые активы.

Норма инфляции учитывает регулярное прогнозируемое снижение покупательной способности денег в течение срока реализации инвестиционного проекта. Степень этого риска для инвестиций в недвижимость невелика, т.к. при инфляции стоимость недвижимости и уровень арендных ставок имеют тенденцию к увеличению.

Премия за риск предполагает учет основных рисков, наиболее актуальных для инвестиций в недвижимость.

Данный метод определения нормы прибыли инвестиций является наиболее распространенным. Метод суммирования достаточно наглядно демонстрирует структуру нормы прибыли инвестиций в недвижимость. В условиях развитого рынка, для которого характерна осведомленность экспертов о рынке недвижимости, данный метод дает хорошие результаты.

2. Определение нормы дисконтирования методом сравнения альтернативных инвестиций.

Данный метод основан на анализе рынка недвижимости с финансовым рынком. В основе расчетов лежит теория о том, что инвесторы требуют большего дохода на капиталовложения с большим риском. В соответствии с моделью, доход на некоторый актив или ценную бумагу равен доходу на безрисковое вложение плюс премия за риск:

$$Y = Y_0 + \beta \cdot (Y_m - Y_0) + S_1 + S_2 + C \quad (2)$$

где Y_m –общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

β – коэффициент, который является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

S_1 – дополнительная премия для малых предприятий;

S_2 –дополнительная премия за закрытость компании, чьи акции покупаются инвестором;

C – дополнительная премия за страновой риск.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычно ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям и векселям). Однако, в условиях России государственные ценные бумаги не воспринимаются как безрисковые. Поэтому нельзя однозначно утверждать, какие финансовые инвестиции можно сравнить с инвестициями в недвижимость. Одни берут в расчет ставку по валютным депозитам в Сбербанке, другие - только акции, третьи - только акции определенных компаний.

В мировой практике коэффициенты β обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах β публикуются в ряде финансовых источников и в некоторых периодических изданиях, анализи-

рующих фондовые рынки. В России первой стала публиковать данные о коэффициенте β известная консалтинговая фирма *AK&M*.

Дополнительная премия за риск S_1 и S_2 объясняется недостаточной кредитоспособностью и финансовой неустойчивостью предприятий с небольшим размером уставного капитала. Величина этой премии может составлять до 75% от номинальной безрисковой ставки ссудного процента.

Методы суммирования и методы альтернативных вложений отличаются разным количеством учитываемых факторов при опросе экспертов, но каждому из них внутренне присущ субъективный подход, что также делает их применение в оценке недостаточно точным.

3. *Определение нормы дисконтирования методом рыночного анализа.*
Данный метод основан на публикуемых или доступных оценщику данных об основных экономических показателях инвестиций в недвижимость. При наличии достаточной информации обоснованность применения этих методов выше, чем у перечисленных вариантов 1 и 2, так как позволяет более точно учитывать мнение типичных продавцов и покупателей, риски, особенности местоположения, характеристики дохода. Однако субъективность, низкая степень достоверности исходных данных и отсутствие возможностей учета большого числа факторов, оказывающих влияние на формирование реальных значений, позволяют использовать данные методы только в качестве поверочных.

4. *Определение нормы дисконтирования методами экстракции.*

Ставка дисконтирования рассчитывается на основе данных о совершенных сделках с аналогичными объектами на рынке недвижимости.

Данный метод является достаточно надежными и доказательными из перечисленных выше методов, поскольку отражают процессы, непосредственно происходящие на рынке недвижимости, но для их использования необходима достоверная информация о реальных сделках по объектам, сопоставимым с оцениваемым.

Механизм расчета заключается в реконструкции предположений о величине будущих доходов и последующем сопоставлении будущих денежных потоков с начальными инвестициями (ценой покупки). При этом расчет будет варьироваться в зависимости от объема исходной информации. Наилучший вариант расчета ставки дисконтирования – интервьюирование инвестора и выяснение, какая ставка была использована при определении цены продажи, как строился прогноз будущих денежных потоков. На основании полученной информации можно рассчитать внутреннюю норму прибыли (конечную отдачу) аналогичного объекта. Также на размер ставки дисконтирования влияют характеристики объекта, по которым можно определить: насколько объект будет востребован на рынке, надежен ли ожидаемый доход, является ли покупка рассматриваемого объекта недвижимости рискованным вложением денег.

Норма дисконтирования по данному методу рассчитывается следующим способом:

1. Подбор объектов, сопоставимых с оцениваемым, с известными ценами продаж;

2. Расчет арендных ставок для сопоставимых объектов с учетом их наилучшего и наиболее эффективного использования;

3. Моделирование потоков расходов и доходов для сопоставимых объектов. При этом, стоимость реверсии объекта может быть принята равной стоимости покупки с учетом: затрат на доведение объекта до наилучшего и наиболее эффективного использования, инфляционного удорожания по сложному проценту, удешевления вследствие естественного устаревания.

4. Расчет конечных отдач (внутренних норм рентабельности).

5. Определение ставки дисконтирования для оцениваемого объекта как средней или средневзвешенной из ставок конечных отдач сопоставимых объектов.

Следует отметить, что рассмотренный способ оценки ставки дисконтирования применим для действующих объектов недвижимости. То есть для объектов, не требующих серьезных финансовых вложений в их реконструкцию.

Для объектов, требующих крупных затрат на строительство или реконструкцию норма дисконтирования определяется в следующем порядке:

1. Подбор объектов с известными ценами продаж, сопоставимых по характеристикам с оцениваемым, использование которых соответствует наилучшему и наиболее эффективному использованию объекта оценки;

2. Расчет арендных ставок для сопоставимых объектов;

3. Моделирование потоков расходов и доходов для сопоставимых объектов;

4. Расчет конечных отдач по формуле или ее компьютерному аналогу;

5. Определение ставки дисконтирования для оцениваемого объекта как средней или средневзвешенной из ставок конечных отдач сопоставимых объектов.

Таким образом, обзор специальных экономических исследований по проблеме расчета нормы прибыли инвестиций в практической деятельности экономических субъектов показал, что в инвестиционном анализе и в практике оценки этой проблеме всегда уделялось большое внимание как у нас в стране, так и за рубежом, однако универсальных и общепризнанных методов определения нормы дисконтирования разработано не было. Более того, методы, наиболее часто применяемые практикующими оценщиками, основаны на субъективном понимании данной величины, поскольку основаны на экспертном мнении или на полученных от инвесторов субъективных и не подлежащие проверке данных. Во многих методах используется определение нормы дисконтирования из предпосылки альтернативности вложений в недвижимость или в финансовые активы, однако практика инвестиционного процесса в нашей стране показала, что мотивации инвесторов на фондовом рынке и рынке ссудного капитала несопоставимы с мотивациями инвесторов на рынке недвижимости. Инвестиции в недвижимость существенно отличаются от других альтернативных вложений по срокам реализации инвестиционных проектов, по размерам необходимых денежных средств, по требованиям к экономическому обоснованию инвестиционных решений и т.д. Подробное исследование всех существующих в теории оценки методов определения нормы прибыли инвестиций позволило

сделать вывод о том, что только метод конечной отдачи позволяет наиболее обоснованно определить значение нормы дисконтирования, применяемой для определения текущей стоимости будущих доходов от объекта недвижимости.

И.В. Климентьева, С.А. Чубарова

ГОУ ВПО «Российский государственный профессионально-педагогический университет»

ДОХОДНЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Доходный подход (income approach to value) - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки. Данный метод основан на теоретическом положении о том, что текущая стоимость имущества равна приведенной стоимости ожидаемых в будущем доходов от его эксплуатации и/или продажи. Доходный подход представляет собой процедуру оценки стоимости исходя из того принципа, что стоимость объекта непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые может принести данный объект.

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку под стоимостью предприятия в нем понимается не стоимость набора активов (здания, сооружения, машины, оборудование, нематериальные ценности и т.д.), а оценка потока будущих доходов. Доходный подход предполагает, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса.

Существует несколько методов определения стоимости действующего предприятия в рамках данного подхода. Выбор конкретного метода зависит от объекта и цели оценки, имеющейся в распоряжении оценщика, информации, состояния рыночной среды и ряда других факторов, оказывающих влияние на конечные результаты.

В рамках доходного подхода стоимость бизнеса может быть определена:

- методом капитализации прибыли;
- методом дисконтирования денежных потоков.

Метод дисконтирования денежных потоков. Определение стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее, существуют ситуа-