

**ВСЕУКРАЇНСЬКЕ ОБ'ЄДНАННЯ «ГРОМАДСЬКА ОРГАНІЗАЦІЯ
«УКРАЇНСЬКЕ ТОВАРИСТВО ОЦІНЮВАЧІВ»**

ВІСНИК ОЦІНКИ

НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ

Заснований у квітні 1996 року

№ 3 (68) липень-вересень 2023

КИЇВ

Редакційна рада

Головний редактор
Відповідальний
секретар

Драпіковський О.І.
Крижановська Т.В.

Члени редакційної ради

Берая Н. Б., доктор економіки (Грузія)
Воронін В.О., доктор технічних наук, професор
Заяць В.М., доктор економічних наук
Ігнатенко Н.С. (Киргизстан)
Калінін О. М., кандидат економічних наук (Казахстан)
Кірічек Ю.О., доктор технічних наук, професор
Коваль О.В., кандидат економічних наук
Маркус Я.І., кандидат технічних наук
Огаджанян А.Б.
Розенфельд О.І., доктор економічних наук, професор
Сімонова Л.М., кандидат технічних наук
Теребурке Д. Є. (Молдова)
Чиркін А.М.
Шалаєв В.М.

Адреса 01133, Київ, вул. Генерала Алмазова, 18/7, офіс 209
e-mail: assetuto@i.kiev.ua
Сайт видання <http://www.uto.com.ua>
Свідоцтво про Державну реєстрацію друкованого засобу масової інформації – серія КВ №1937 – видане міністерством України у справах преси та інформації 24 квітня 1996 року.
Заснований квітень 1996 року
Засновник та видавець Всеукраїнське об'єднання «Громадська організація «Українське товариство оцінювачів»
Виходить 4 рази на рік
Мова видання українська та російська

Редакція може не поділяти думку авторів

© **ВІСНИК ОЦІНКИ**

ЗМІСТ**ТЕОРІЯ ТА МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ**

Зозуля О.В. КОНТРОЛЬ ЯКОСТІ ЗВІТІВ З ОЦІНКИ З УРАХУВАННЯМ ВИМОГ МСА	4
Ігнатенко Н.С. ВІДОБРАЖЕННЯ ВЛАСТИВИХ РИНКУ ЗЕМЛІ ВІДНОСИН ЯК ПЕРЕДУМОВА ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ	7
Гагауз В.М., Шелудько С.А. ВИКЛИКИ В ОЦІНЦІ БІЗНЕСУ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ	11
Берая Н.Б. ОЦІНКА БІЗНЕСУ ПІД ЧАС КРИЗИ: ПРИКЛАД ІНДУСТРІЇ ГОСТИННОСТІ	16

МЕТОДИ ТА ПРАКТИКА ОЦІНЮВАННЯ

Чиркін А.М. ЛОГІКА ТА ТЕХНІКА ДИСКОНТУВАННЯ ЗА ЗМІННОЮ СТАВКОЮ	22
Герасименко В.В. АНАЛІЗ РЕТРОСПЕКТИВНОЇ ДОХІДНОСТІ НА РИНКУ ТОРГІВЕЛЬНОЇ НЕРУХОМОСТІ ХАРКОВА (1998-2022)	28
Драпіковський О.І., Іванова І.Б. ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ НЕРУХОМИХ ОБ'ЄКТІВ КУЛЬТУРНОЇ СПАДЩИНИ	43
Артеменков А.І., Тулкинов, Ш.С. ОЦІНКА ОБ'ЄКТІВ СПАДЩИНИ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРА В КОНТЕКСТІ ПІСЛЯВОЄННОГО ВРЕГУЛЮВАННЯ В АЗЕРБАЙДЖАНІ: РОЗГЛЯД СУСПІЛЬНОЇ ВАРТОСТІ ТА УРАХУВАННЯ ЗОВНІШНІХ ЕФЕКТІВ	55
Верьовкін Д.В. ЗАСТОСУВАННЯ ЕКОНОМІКИ ЗАМКНЕНОГО ЦИКЛУ У ВІДБУДОВІ УКРАЇНИ: ПЛОТНИЙ ТА РЕАЛІЗОВАНИЙ ПРОЄКТ КОМПАНІЇ НЕО-ЕКО В ГОСТОМЕЛІ	63

СТОРІНКА АНТИКВАРА

Стефанович І.О. ВСТУП ДО ОЦІНКИ КУЛЬТУРНИХ ЦІННОСТЕЙ	66
---	----

КОНТРОЛЬ ЯКОСТІ ЗВІТІВ З ОЦІНКИ З УРАХУВАННЯМ ВИМОГ МСА

*Олександр Зозуля,
Crowe AVR, Ukraine*

*заступник голови Ради Українського товариства оцінювачів,
сертифікований аудитор, REV*

Вступ

Сучасний оцінювач, в силу характеру своєї діяльності і економічною важливістю результатів оцінки, все більше інтегрується в колективну діяльність фахівців суміжних консалтингових спеціальностей.

Давно звичною і зрозумілою для оцінювачів є:

- реєстрація звітів про оцінку в Єдиному реєстрі Звітів (ФДМУ), де користувачами є фізичні особи та нагляд з боку регулятора;
- співпраця з банками та фінансовими небанківськими установами з подальшим контролем НБУ;
- оцінка цінних паперів та інтересів в бізнесі з можливим контролем Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) тощо...

Проте, при виконанні завдань з оцінки для приватних і державних компаній, таких як: переоцінка основних засобів з тестом на зменшення корисності активів; нематеріальних активів; цінних паперів; майнових прав; прав, пов'язаних з земельними ділянками, – з метою, не пов'язаною з відчуженням або передачею в якості застави майже завжди колеги вважають, що Замовник – це кінцевий користувач.

Викладений в статті матеріал в основному стосується оцінок, виконаних для господарських товариств, особливо, тих оцінок, результати яких суттєво впливають на фінансову звітність та які проходять обов'язковий та ініціативний аудит.

Актуальність теми статті зумовлена тим, що професійні знання оцінювача в сучасному консалтингу не повинні обмежуватись лише знанням нормативних актів, які регулюють оцінку і, в свою чергу, бути обізнаними з основними положеннями та регламентами фахівців суміжних професій, які перетинаються з професійною діяльністю оцінювача.

Проблема полягає в тому, що оцінювач сьогодні не завжди розуміє майбутній вплив результатів оцінки на фінансову звітність підприємства-замовника та наслідки, які можуть бути спричинені діями, або бездіяльністю.

Тож, говоримо про трикутник: Замовник – Оцінювач – Аудитор.

Мета статті – інформувати колег-оцінювачів про ще одного користувача Звіту про оцінку – аудитора та про його обов'язки, спрямовані на перевірку результатів Звіту про оцінку.

Впевнений, що цей матеріал допоможе колегам в подальшій діяльності, в тому числі застереже від можливих негативних професійних наслідків, в тому числі, від втрати клієнтів.

Аудитор не тільки користувач Звіту про оцінку, а й зобов'язаний впевнитись у достовірності результату і застосованих в оцінці методів і підходів.

Законодавство з оцінки в частині контролю якості передбачає рецензування – примусове чи ініціативне. В той же час в Міжнародних стандарта аудиту вже давно закріплено вимоги до аудитора щодо перевірки достовірності інформації стороннього експерта – це ми, оцінювачі, в тому числі.

І якщо звіт оцінювача лежить на підприємстві, не важливо коли виконаний, то це – аудиторський доказ. І аудитор не має права не перевірити достовірність інформації у звіті. Далі про це коротко.

Міжнародний Стандарт Аудиту 500 «Аудиторські докази»

Цей МСА розглядає з чого складаються аудиторські докази, на яких ґрунтуватиметься думка аудитора.

Серед доказів – Звіт оцінювача (обов'язково), тому, що:

- інформація зі Звіту про оцінку зазначена в облікових бухгалтерських даних, які є основою для фінансової звітності та впливає на неї (на звітність);
- на якості та надійності інформації зі Звіту про оцінку (в тому числі) ґрунтується думка аудитора щодо підтвердження/не підтвердження окремих статей балансу.

У п. 6, 7, 8 МСА 500 написано в імперативній формі, що аудитор зобов'язаний розробити і виконати процедури щодо прийнятності доказів, що він повинен брати до уваги доречність і надійність інформації і що Аудитор повинен (щодо оцінювача):

- оцінити компетентність, можливості та об'єктивність, тобто, перевірити кваліфікацію, досвід і ділову репутацію оцінювача;
- отримати розуміння його роботи;
- впевнитись в точності і повноті використаної інформації;
- впевнитись у відсутності розбіжностей отриманої інформації з різних джерел;
- перевірити сумісність даних оцінювача з іншими аудиторськими доказами.... Тощо.

Якщо аудитор не виконує вимоги МСА (не перевіряє Звіт), то відповідальність за результати в звіті про оцінку, і які впливають на фінансову звітність в цілому, він бере на себе, що є гарною новиною для будь-якого оцінювача.

Але, такий перебіг подій маловірогідний і на себе ніякий аудитор при здоровому глузді відповідальності не візьме ні при яких обставинах.

Тому, Звіти оцінювача, виконані не професійно чи не якісно потрапляють під особливу увагу.

Звіти з неякісною, або дуже стислою описовою частиною, або без додатків та розрахункової частини потребують пояснень та надання додаткової інформації аудитору.

Якщо аудитор не отримує пояснення та має сумніви щодо результату – не підтверджує статті балансу та як результат, негативний аудиторський висновок для підприємства, яке є і вашим замовником.

Тож всі сторони зацікавлені у всебічних поясненнях та консультаціях, щоб не нашкодити підприємству та викладення в аудиторському звіті об'єктивної інформації.

Міжнародний Стандарт Аудиту 620 «Використання роботи експерта аудитора»

Для того, щоб перевірити звіт оцінювача аудитор використовує положення МСА 620 «Використання роботи експерта аудитора».

Експерт аудитора – це оцінювач, який здійснюватиме огляд Вашого звіту про оцінку, якого залучає аудитор, і судження якого ляже в основу думки аудитора. Погоджуюсь, що і тут існує професійний суб'єктивізм, але, враховуючи професійну етику, колега зв'яжеться з вами в разі необхідності отримання додаткових пояснень по звіту.

Чому аудитор залучає для перевірки звіту про оцінку іншого оцінювача?

Тому, що МСА 620 розкриває відповідальність аудитора і аудитор несе **виняткову відповідальність** за висловлену аудиторську думку, і ця відповідальність не зменшується при використанні ним роботи експерта.

Крім проведення запитів, перегляду робочих документів зупинимось на інших деяких істотних моментах, які аудитор може перевіряти у відповідності до вимог МСА:

- дослідження опублікованих даних, таких як статистичні звіти з авторитетних, достовірних джерел;
- підтвердження доречних питань третіми сторонами;

- повторне виконання розрахунків;
- перевірку правильності джерела даних;
- огляд даних щодо їх повноти та внутрішньої відповідності.

В МСА 540 (А76) прямо передбачено, що при визначенні справедливої вартості, може використовуватись певна математична модель і Аудитор може перевірити здатність моделі до використання.

Процес підтвердження правильності моделі може включати перевірку:

- теоретичної обґрунтованості та математичної цілісності моделі, включаючи прийнятність її параметрів;
- послідовності та повноти вхідних даних моделі порівняно з ринковою практикою;
- результату використання моделі порівняно з фактичними операціями.

І це все Міжнародні стандарти аудиту, де письмово зазначено більше процедур з контролю якості роботи оцінювача, ніж у нас у оцінювачів.

Звісно, що Міжнародні стандарти і оцінки і аудиту вирвалися далеко вперед і професійні регулюючі організації, такі як Орган Суспільного Нагляду за Аудиторською діяльністю (ОСНАД) вже сьогодні вимагає від суб'єктів аудиторської діяльності виконання вищезазначених положень МСА, вимагають робочі документи, підтверджуючі дії аудитора.

Аудитори, в свою чергу, вимагають якість і доречність інформації від нас, оцінювачів.

Висновки

Оцінювач сьогодні просто зобов'язаний мати уявлення про роботу аудитора в частині, де у нас спільні завдання, або є суттєвий вплив.

Впевнені знання основних (пов'язаних) МСА не тільки підвищить професійний рівень, а й дозволить оцінювачам спілкуватись з аудиторами на спільній мові в робочих групах та захищати законні інтереси наших замовників.

Розуміючи майбутні дії користувачів свого звіту, оцінювач передбачитиме можливі майбутні запитання, відобразивши їх в описовій частині, та багато іншого.

Основним документом, настільною книгою аудитора з питань контролю якості є *«Міжнародні стандарти контролю якості, аудиту, огляду, іншого надання впевненості та супутніх послуг»*.

У цій книзі закріплено зазначені в статті МСА. Рекомендовано до ознайомлення.

Впевнений, що це видання мусить бути настільною книгою і у нас – оцінювачів.

ВІДОБРАЖЕННЯ ВЛАСТИВИХ РИНКУ ЗЕМЛІ ВІДНОСИН ЯК ПЕРЕДУМОВА ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ

Ніна Ігнатенко, REV

доцент Киргизько-Російського Слов'янського університету імені І.В. Лукашової

Анотація

Поняття ринку передбачає, що права володіння, користування та розпорядження земельними ділянками можуть без зайвих обмежень переходити з рук до рук на основі цінового механізму. Найбільш тісно ринок землі пов'язаний із ринком нерухомості, основу якого він становить; з ринком ресурсів, де земля є частиною активів підприємства, та з фінансовим ринком, на якому земельна власність виступає самостійним об'єктом інвестицій, що обумовлює зовнішні умови та фактори розвитку ринку землі та його внутрішню структуру. Але основу реального обсягу ринку становить лише платоспроможний попит – кількість об'єктів, які покупці не тільки бажають, а й можуть придбати на ринку за певний період.

Ключові слова: ринок, земля, структура, оцінка, сторони, розвиток, фактори, характер.

Ринок землі – це особлива форма організації земельних відносин, за допомогою якої передаються права на власність та пов'язані з нею інтереси і де складається певна кон'юнктура попиту та пропозиції, встановлюються цінові параметри та здійснюється перерозподіл землі між різними видами використання.

Поняття ринку передбачає, що права володіння, користування та розпорядження земельними ділянками можуть без зайвих обмежень переходити з рук до рук на основі цінового механізму. При цьому кожна із зацікавлених сторін діє в міру своїх можливостей та компетенції, розуміння відносної корисності конкретних об'єктів, а також з урахуванням своїх індивідуальних потреб та бажань.

Властиві ринку землі відносини мають характерні риси. Насамперед, вони пов'язані з такими **властивостями земельної власності/нерухомості**, як стаціонарність, унікальність, довговічність, природна обмеженість та невідтворюваність землі.

Це проявляється:

- у специфічному характері обороту землі (через оборот прав на неї);
- в особливій взаємодії попиту та пропозиції, що обмежує можливість саморегулювання ринку;
- в особливості ціноутворення та високому рівні трансакційних витрат;
- у нижчій проти іншими товарами ліквідності;
- у локальності ринку та пов'язаної з нею високою залежністю процесів, що відбуваються на ринку землі, від стану регіональної економіки та місцевого адміністрування.

Системоутворюючим підґрунтям земельного ринку є сукупність цивільно-правових угод з купівлі-продажу земельних ділянок, передачі в оренду, заставу та інших. Це визначає, з одного боку, відносну самостійність земельного ринку, оскільки він виконує специфічні і лише йому властиві функції по обороту об'єктів земельної власності, забезпечуючи взаємодію між суб'єктами земельних відносин та узгодження їх інтересів. З іншого боку, ринок землі є складовою загальної ринкової системи, беручи участь у досягненні необхідних пропорцій між факторами виробництва та реалізації єдиного циклу товарного та грошового обороту, встановлення рівноважних цін, а також у конкуренції за інвестиції.

Найбільш тісно ринок землі пов'язаний із ринком нерухомості, основу якого він становить; з ринком ресурсів, де земля є частиною активів підприємства, та з фінансовим

ринком, на якому земельна власність виступає самостійним об'єктом інвестицій, що обумовлює зовнішні умови та фактори розвитку ринку землі та його внутрішню структуру. Зрештою саме ці зв'язки визначають потреби та можливості суспільства та окремих осіб щодо використання землі та є підставою для його сегментації.

Сегментація ринку землі

За суб'єктами цивільно-правових угод:

- первинний;
- вторинний

За суб'єктами земельної власності:

- приватні землі (фізичних осіб, підприємств та організацій);
- громадські землі (держави, територіальної громади)

За метою використання:

- для особистих потреб;
- для підприємництва/ведення бізнесу;
- для державних та суспільних потреб

За функціональним призначенням:

- сільськогосподарські землі;
- землі житлової забудови;
- землі промисловості;
- землі комерційного використання

За ступенем облаштування:

- не освоєні;
- освоєні, але незабудовані;
- забудовані

За обсягом переданих прав:

- повне право;
- часткове право (оренди, забудови, сервітути)

За місцем розташування:

- регіон;
- населений пункт;
- район населеного пункту

Найчастіше ринок землі структурується за типом земельної власності та складом переданих прав. Фактично він розвивається та функціонує як сукупність відокремлених і, як правило, неконкуруючих між собою окремих сегментів ринку землі (субринків): ринок сільськогосподарських земель, ринок земель житлової забудови, ринок земель промисловості, ринок земель комерційного використання тощо, що пов'язано із функціональним призначенням земель.

Для цих сегментів ринку характерно і переважання різних типів угод. Наприклад, земельні ділянки промислових підприємств переважно представлені над ринком купівлі-продажу, оскільки найчастіше вони купуються задля забезпечення виробничих потреб. Водночас земельні ділянки комерційного використання мають широкий ринок оренди, що зумовлено мобільністю діяльності у сфері торгівлі та послуг.

Враховуючи локальний характер земельного ринку, можна також говорити, що він існує і як сукупність ринків землі *конкретної території*, кожен із яких має свою кон'юнктуру та цінові параметри.

Крім того, як історично конкретна категорія земельного ринку постійно розвивається. При цьому кожній стадії його розвитку відповідає певний склад об'єктів та суб'єктів земельних відносин, що забезпечують їхню взаємодію механізми, інститути та організаційні структури, і, як наслідок, характер і тісноту зв'язку з іншими ринками.

Все це вимагає *адекватного відображення при оцінці*, особливо, в період становлення ринку, коли його відносини носять нестійкий, нерідко суперечливий, характер.

У Киргизстані, наприклад, період 1995-2000 рр. відрізнявся непослідовним та половинчастим ставленням до землі як товару, коли ринкові механізми поєднувалися з адміністративно-розподільчими заходами; коли за земельними відносинами не визнавався їхній майновий характер; коли для земельних ділянок встановлювалися особливі умови ринкового обороту, відмінні з інших об'єктів нерухомості, а саме поняття землі як нерухомості не було визначено в правовому відношенні.

Головною рисою аграрної реформи у Киргизстані став перерозподіл земельного фонду за формами власності, а не формування інститутів нової системи земельних відносин. Безпосередньо це виявилось щодо сільськогосподарських земель, які спочатку в масовому порядку передали до колективної власності, а потім, у тому ж масовому порядку, – з колективної власності до приватної.

Природно, що в умовах перехідного періоду, пов'язаного з роздержавленням усієї економіки, перерозподільним процесам належить важлива роль, яка сформувала потенціал земельного ринку.

Першими своє право на землю стали реалізовувати громадяни, які отримали під час безоплатної передачі земельні ділянки під садибами, дачами, гаражами, садами, фермерськими та особистими підсобними господарствами.

У 2001 р. у Киргизстані було скасовано мораторій на продаж землі. Фактично ці об'єкти і формують сьогодні реальний обсяг пропозиції на вторинному ринку землі.

Проте лише зміна форми власності не вирішує проблему включення землі до ринкового обороту. Не менш важливим є спосіб здійснення цих процесів.

Адже зміна структури земельного фонду за формами власності – це майже стовідсотковий результат адміністративно-розподільчих заходів, а не ринкових механізмів. Якоюсь мірою ці механізми були присутні при приватизації земельних ділянок на платній основі, яка, за суттю, є первинним ринком землі.

Поділ на *первинний* і *вторинний* – важлива відмінність ринку землі. Будучи двома складовими єдиного ринку, первинний і вторинний ринок землі відрізняються, перш за все, характером угод, що здійснюються.

Так, на **первинному ринку** здійснюються угоди щодо викупу у приватну власність земельних ділянок, які перебувають у власності держави або територіальної громади. При цьому в силу специфіки продавця – органів державної влади або місцевого самоврядування – угоди, як правило, мають дозвільний характер, а право доступу до придбання є регульованим у частині об'єктів, суб'єктів та змісту земельних правовідносин.

На **вторинному ринку** об'єктом купівлі-продажу виступають уже приватизовані земельні ділянки, коли їхні власники самостійно приймають рішення про форму та спосіб відчуження власності. Роль держави при цьому фактично може зводитися лише до реєстрації даних угод.

Водночас, земельне законодавство, яке діє у більшості країн, містить значну кількість обмежень щодо категорій земель, які не можуть бути передані у приватну власність; суб'єктів, які не можуть бути власниками землі; порядку набуття та реалізації права приватної власності на земельні ділянки, що не лише регламентує дії суб'єктів ринку землі, а й окреслює реальну пропозицію.

Аналіз пропозиції вимагає врахування як правового стану земель, так і їхнього існуючого використання. Але, наголошуючи на відносній відокремленості ринків земель різного

функціонального використання, не можна забувати, що це використання склалося ще в рамках соціалістичної системи. Тому в період трансформації економіки, зміни його галузевої структури неминучим стає перерозподіл земельних ресурсів за функціональним використанням, спрямоване на ефективніше використання землі.

Природно, можливості збільшення обсягу пропозиції у продавця на первинному ринку – органів державної влади та місцевого самоврядування – значно вищі, оскільки саме до їхньої компетенції входить ухвалення рішення про зміну цільового призначення земель, характеру їх використання та забудови, а за необхідності та розширення меж населеного пункту. Безумовно, це потребує певного часу на виконання цілого комплексу землевпорядних та проектно-планувальних робіт. Однак ринок все одно працюватиме на те, щоб вивести землю з неефективного використання та обрати той варіант, який забезпечить максимальну дохідність.

При оцінці пропозиції також необхідно враховувати, що земля, як і будь-який об'єкт нерухомості, одночасно може виступати в різних економічних якостях. Земельна ділянка може бути придбана для того, щоб вести на ній господарство самостійно, а може і для того, щоб надати її в оренду або перепродати через деякий час. Тому серед мотивів їх придбання поряд із споживчими інтересами є й інвестиційні, і навіть спекулятивні інтереси, що зрештою формує попит на землю.

Але основу реального обсягу ринку становить лише *платоспроможний попит* – кількість об'єктів, які покупці бажають, а й можуть придбати над ринком за певний період. Адже купівля земельних ділянок потребує одноразового залучення значних за масштабами коштів, які практично завжди непорівнянні з поточними доходами покупців.

Як правило, подолання існуючого розриву між ціною землі та доходами потенційних покупців вирішується шляхом залучення фінансових ресурсів на ринок землі ззовні, наприклад, через систему іпотечного кредитування, що дозволяє трансформувати земельну власність покупця у його поточну платоспроможність. Однак іпотека передбачає тісний зв'язок між земельним та фінансовим ринками, який на даному етапі відсутній через те, що земля сьогодні не забезпечує отримання порівнянного з іншими об'єктами інвестування доходу.

Таким чином, на ринку землі є свої особливості щодо формування попиту та пропозиції, без знання та врахування яких, оцінювачам важко провести адекватну оцінку землі.

ВИКЛИКИ В ОЦІНЦІ БІЗНЕСУ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ

*Віталій Гагауз, к.е.н., REV TEGoVA, провідний експерт-оцінювач УТО,
директор Департаменту оцінки та заставних операцій ПАТ Акціонерний банк «Південний»*

*Сергій Шелудько, к.е.н., доцент,
керівник проектів та програм Департаменту оцінки та заставних операцій
ПАТ Акціонерний банк «Південний»*

Умови глобальної невизначеності, в яких світова економіка перебуває практично 3 роки (з початку пандемії коронавірусу навесні 2020 р.), накладають свій відбиток на кожен аспект функціонування бізнесу: як у макро-, так і в мікроекономічному масштабі. Додатковим дестабілізуючим фактором є нечисленні, але помітні військові конфлікти, що незримо впливають на повсякденність не тільки воюючих сторін, а й більшості найбільших економік світу. Нині найбільш масштабною – як за кількістю задіяних сил, так і за прямими та непрямими наслідками – є війна в Україні, яку експерти вже встигли назвати найкривавішим конфліктом у Європі з часів Другої світової війни.

Визначальною в оцінці бізнесу є довгострокова перспектива його роботи, оскільки саме здатність генерувати дохід у принципі, а також очікування щодо розширення або скорочення такої спроможності прямо впливають на судження оцінювача з приводу дійсної вартості об'єкта оцінки. З цієї точки зору війна, як зовнішній фактор, що виводить ринок і економіку в цілому з рівноваги (або змінює сформований тренд їх розвитку), істотно ускладнює завдання побудови адекватних прогнозів перспектив бізнесу, який оцінюється.

Вплив воєн і збройних конфліктів на ділову активність неодноразово ставав предметом спеціальних досліджень. Наприклад, О. Тосун довів, що теракти 11 вересня 2001 р. і наступна за ними антитерористична кампанія суттєво позначилася на стані економік залучених країн, зокрема – на курсах їх суверенних облігацій [1]. Подібний вплив ретроспективи військових конфліктів на стан фондового ринку, сировинних бірж і стабільності фінансових систем обґрунтовували й інші сучасні дослідники [2; 3]. До основних проявів економічних шоків, викликаних військовими діями, належать: зростання цін на енергоносії та споживчі товари, порушення логістичних ланцюжків і зростання виробничих витрат, розбалансування державних фінансів. Загалом вплив війни на вартість активів реалізується як безпосередньо, через мікроструктурні канали (деформація бізнес-моделі, критичне зростання витрат виробництва, фізичні збитки), так і опосередковано, завдяки регуляторним обмеженням та екстремальному зростанню ризику країни.

Варто зазначити, що актуальні питання оцінки бізнесу в умовах воєнного конфлікту стають предметом дослідження набагато рідше, ніж загальноекономічні аспекти. При цьому основна частина профільних публікацій присвячена оцінці збитків, завданих бойовими діями, тоді як визначення вартості неушкодженого майна та ЦМК в умовах паралізованих ринків залишається без уваги.

Оцінка бізнесу в умовах війни стикається з безліччю викликів, левова частка яких породжується однією фундаментальною причиною – невизначеністю екзистенційної природи. Це означає, що з економічної точки зору війну можна розглядати як глибоку кризу, первинними наслідками якої є фізичні збитки, пряма небезпека пошкодження матеріальних активів, реальна загроза здоров'ю та життю людей. У той самий час господарські наслідки війни (такі як прямі та непрямі збитки, ринкова стагнація, порушення виробничих і збутових циклів) є вторинними, оскільки не мають суто економічних підстав. Подібні характеристики мають також кризи, викликані неполітичними катастрофами – стихійними лихами, пандемією.

Серед ключових проблем, необхідність мати справу з якими виникає в оцінювачів під час військових конфліктів, можна назвати такі:

- заморозка угод, зупинка ринків;
- відсутність актуальних прогнозів, припинення статистичних спостережень;
- спотворення довоєнних закономірностей ринку;
- екстремальне зростання основних макроекономічних індикаторів;
- нестача або відсутність методологічного та нормативного супроводу.

Усі перелічені виклики так чи інакше стосуються інформаційних аспектів функціонування ринку, оскільки міжнародні стандарти та національні нормативні вимоги до об'єктивності передбачають, що всі судження оцінювача мають спиратися на факти, а будь-які зовнішні відомості мають підтверджуватись конкретними джерелами [4, с. 11].

Події березня – травня 2022 р. в Україні показують, що внаслідок повномасштабних бойових дій та в умовах реальної небезпеки падіння столиці органи влади в якості заходів із забезпечення інформаційної безпеки блокують роботу всіх загальнодержавних реєстрів, у тому числі пов'язаних з фіксацією прав власності на рухоме та нерухоме майно. Ця обставина не лише заморожує роботу ринків, блокуючи юридичну можливість укладання угод купівлі-продажу, а й істотно впливає на уявлення продавців, покупців і професійних посередників про рівень цін, що може призводити до перекосів у результатах оцінки.

Більше того: в умовах фактичної відсутності угод на ринках майна величезної актуальності набуває питання доречності та, взагалі, об'єктивного існування такого поняття як «ринкова вартість». Виходячи з конвенційного трактування цього поняття [4, с. 7], фактична відсутність «ринкових умов» на дату оцінки ставить під сумнів і отриману в ході оцінки «ймовірну суму», незважаючи на виконання інших умов (наявність зацікавлених сторін, належний маркетинг, обізнаність, розсудливість та відсутність примусу).

Відчутною перешкодою для якісної оцінки бізнесу є і перебої в роботі статистичних органів (як державних, так і приватних), що не лише обмежує можливості оперативного аналізу ринкової та загальноекономічної ситуації, а й звужує горизонт навіть для короткострокового прогнозування – невід'ємного етапу визначення вартості компанії. Навіть в умовах часткового відновлення збору та публікації статистичної інформації, хід розвитку конфлікту, що швидко і радикально змінюється, серйозно ускладнює достовірне прогнозування. Зокрема, в квітні 2022 р. Міжнародний валютний фонд відкликав усі свої попередні прогнози щодо України (крім темпів приросту ВВП) та відмовився прогнозувати ключові показники до закінчення війни через «надзвичайно високий рівень невизначеності» [5]. Одним із наочних результатів реалізації ризику достовірності прогнозів є неможливість оцінювача гарантувати дійсність його висновку про вартість протягом деякого проміжку часу після дати оцінки (3, 6, 12 місяців).

Синтез двох вищеописаних проблем (зупинка ринку та відсутність статистики) породжує третю: кардинальну трансформацію закономірностей роботи ринків, що склалися та існували до початку воєнних подій. Через стрімкі зміни в регіональному розподілі продуктивних сил (міграції споживачів та персоналу, релокації підприємств, руйнуванні колишніх і формуванні нових логістичних маршрутів) накопичена оцінювачем поінформованість про основні параметри ринку (наприклад, про розмір дисконту на торг, строк експозиції, інтервали параметрів порівняння) стрімко втрачає актуальність. Це не лише ускладнює процес оцінки, а й відкриває широкі перспективи для оскарження її результатів у подальшому, оскільки виведені самостійно закономірності ринку можуть мати тимчасовий, не-фундаментальний характер.

Остання обставина пояснюється високою волатильністю макроекономічних індикаторів, що формуються в період війни під впливом суб'єктивного сприйняття економічними агентами ходу та перспектив розвитку бойових дій. Стрімке зростання таких базових показників стану економіки, як валютний курс, інфляція, ставки за кредитами та депозитами, біржові індекси, ринкова доходність суверенних облігацій, істотно впливає на результати оцінки бізнесу, оскільки вони формують зовнішні умови функціонування

компанії та впливають на поточну та майбутню інтенсивність генерованих грошових потоків. У якості ілюстрації доцільно розглянути динаміку споживчих цін, прибутковості євробондів України та ринкового валютного курсу в 2022 – 1 пол. 2023 рр. (рис. 1).

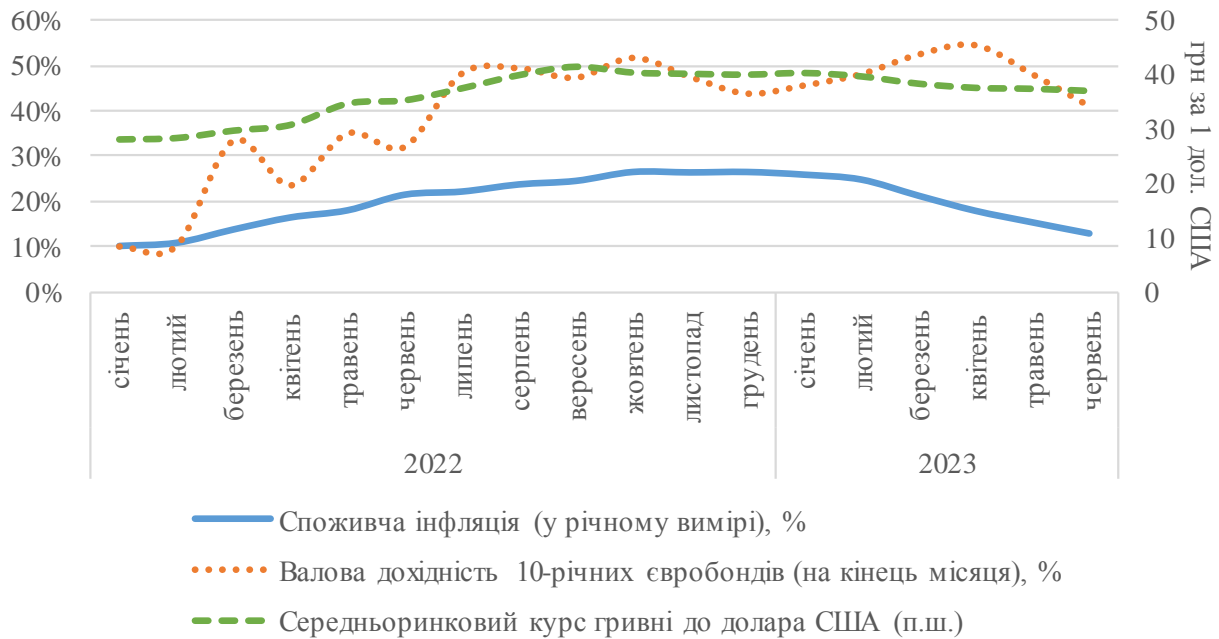


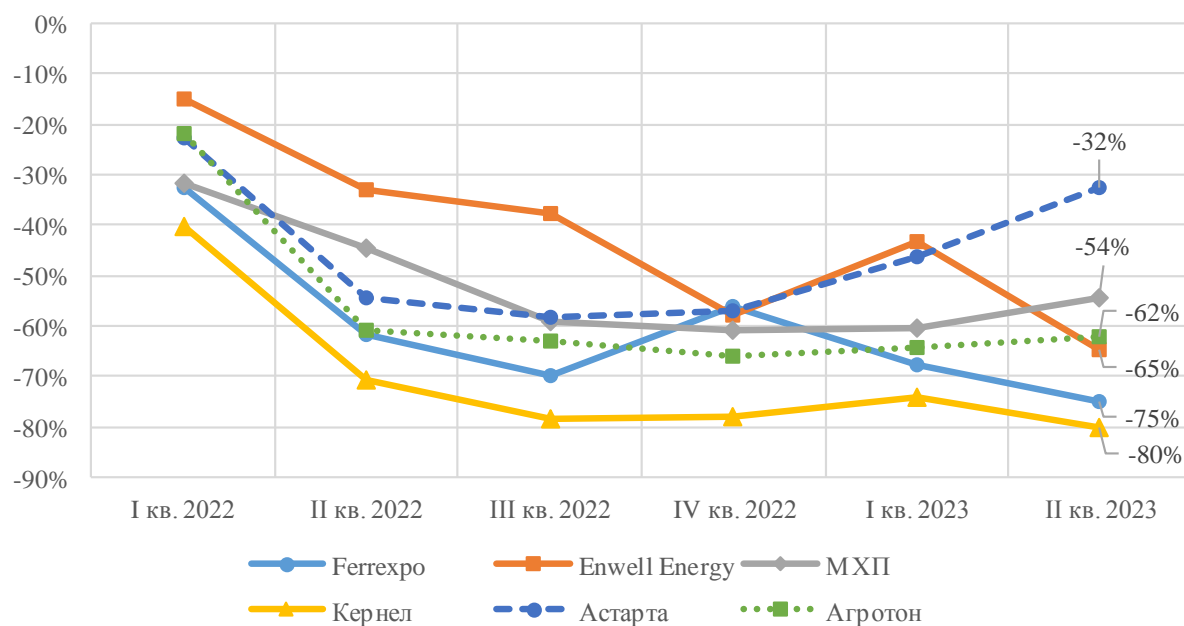
Рис. 1. Динаміка вибраних індикаторів економіки України в 2022 – червні 2023 рр. [6; 7]

Наведені на рис. 1 тенденції зміни індикаторів ілюструють дві фундаментальні закономірності. По-перше, частотність інфляційної та курсової динаміки під впливом воєнних подій практично збігаються, що можна пояснити синхронним впливом зовнішньоекономічних і внутрішніх факторів на монетарні умови всередині країни. По-друге, реакція фондового ринку є більш чутливою, що видно за значними коливаннями прибутковості єврооблігацій.

Беручи до уваги те, що дохідність суверенних боргових цінних паперів є одним із показників ризику країни, за даними на рис. 1 можна зробити висновок, що станом на кінець червня 2023 р. (майже через півтора роки після початку війни) ризик інвестицій в Україні зріс у 4 рази порівняно з довоєнним періодом. Оскільки ризик країни враховується при побудові ставки капіталізації та дисконтування в оцінці бізнесу дохідним підходом, подібним чином зросла й сама ця ставка – а визначена з її використанням вартість компаній скоротилася.

Наочною ілюстрацією такої невтішної динаміки є представлені на рис. 2 темпи падіння котирувань акцій найбільших корпоративних емітентів реального сектору економіки України, що торгуються на зовнішніх фондових ринках. Відповідне падіння обчислене по відношенню до довоєнного рівня (станом на 21.02.2022 р.) та ілюструє втрати у ринковій вартості відповідних корпорацій внаслідок негативного впливу воєнних подій як на галузеві драйвери економічного зростання (металургія, паливно-енергетичний комплекс, аграрний сектор), так і на національне господарство в цілому.

Зазначимо, що загалом із галузевої приналежності емітента складно вивести беззаперечну залежність щодо зниження вартості бізнесу, оскільки, наприклад, на кінець аналізованого періоду котирування акцій представників АПК впали по-різному: від -32 % для «Астарти» до -80 % для «Кернела». При цьому, найбільше цінні папери всіх розглянутих компаній впали в IV кв. 2022 року (середній темп падіння склав -63 %).



**Рис. 2. Падіння котирувань акцій відносно довоєнного рівня
вибраних корпоративних емітентів України в 2022 – червні 2023 рр. [7]**

Розглянуті вище виклики для оцінювачів в умовах війни додатково посилюються й запізненням (а нерідко – повною відсутністю) адекватної реакції органів, що регламентують методика оцінки: це має свій прояв у відсутності офіційних рекомендацій та роз'яснень, узагальнення оціночної практики, забезпечення інформаційної підтримки. Спираючись на власний досвід оцінки бізнесу під час війни, слід наголосити на необхідності уніфікації структури ризиків та поновленні підходів до побудови грошових потоків та ставки дисконтування.

Практика доводить доцільність відображення впливу на грошові потоки компанії циклічності погіршення та поліпшення економічної ситуації в країні, що воює, – насамперед, шляхом коригування ставки дисконтування для кожного періоду дисконтування. Сам по собі підхід до оцінки ризиків доцільно уніфікувати шляхом застосування ієрархічної моделі, виділивши три рівні ризику: ризик країни, галузеві ризики та специфічний ризик інвестування в компанію. Варто наголосити, що парадоксальні (для мирного часу) ситуації, коли прогнозоване зростання грошових потоків буде сусідити зі зростанням ставки дисконтування за рахунок посилення ризиків, є досить частими в оцінці бізнесу в умовах війни.

Ще однією незвичною ситуацією є протиріччя між активним розвитком окремих компаній (та, навіть, цілих галузей) під час колапсу економіки внаслідок воєнних подій. Ступінь та напрямок впливу війни на перспективи розвитку бізнесу залежать, насамперед, від характеру його активів: такі, що пов'язані з циклічністю економіки перебувають у прямій пропорційній залежності від загального стану глобального та національного господарства; такі, що стосуються поставок товарів чи послуг постійного споживання майже не підпадають під вплив макроекономічних коливань [8, с. 16-17].

З особливою увагою слід розглядати бізнес, пов'язаний з товарами та послугами екстремального попиту: електрогенераторами, акумуляторами, супутниковим і оптоволоконним зв'язком під час війни; дезінфекційними засобами, медичними масками, лабораторними аналізами під час пандемії. Зростання грошових потоків таких компаній,

хоч і є контрциклічним, але несе, як правило, короткочасний характер, тому збільшення виручки слід прогнозувати лише для початкових періодів дисконтування.

Підсумовуючи, слід зазначити, що фактор війни вносить суттєві корективи у звичні методи та моделі оцінки бізнесу. Адаптація оцінювача до таких екстремальних обставин має полягати у перегляді звичних підходів до роботи з джерелами інформації, оцінці ризиків, побудові прогнозів майбутніх грошових потоків.

Список використаних джерел

1. Tosun, O. K.; Eshraghi, A.; Muradoglu, G. (2021). Staring Death in the Face: The Financial Impact of Corporate Exposure to Prior Disasters. *British Journal of Management*, 32 (4), pp. 1284-1301.
2. Kannadhasan, M.; Das, D. (2020). Do Asian emerging stock markets react to international economic policy uncertainty and geopolitical risk alike? A quantile regression approach. *Finance Research Letters*, Vol. 34, no. 101276.
3. Phan, D.H.B.; Tran, V.T.; Iyke, B.N. (2021). Geopolitical risk and bank stability. *Finance Research Letters*, Vol. 46, no. 102453.
4. *International Valuation Standards*. Effective 31 January 2022. URL: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf.
5. *World Economic Outlook Database*. April 2022. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April>.
6. *Національний банк України*. Статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/>.
7. *Eavex Capital*. Аналітика. URL: <https://www.eavex.com.ua/ukr/research/>.
8. Гагауз В. М. Конкурентоспроможність та її вплив на вартість бізнесу в умовах акселерації циклічності економіки. // *Стратегічні напрямки підвищення конкурентоспроможності вітчизняних підприємств: монографія*. – Одеса: Бондаренко М.О., 2022. – С. 6-37.

ОЦІНКА БІЗНЕСУ ПІД ЧАС КРИЗИ: ПРИКЛАД ІНДУСТРІЇ ГОСТИННОСТІ*

*Ніно Берая, доктор економіки, MRICS, REV,
президент Товариства незалежних оцінювачів Грузії,
член Ради Європейських стандартів оцінки*

Ми живемо в часи суперечливих криз і високої волатильності фінансових ринків, які суттєво впливають на практику оцінки бізнесу, особливо в невеликих країнах, таких як Грузія, з громадянськими заворушеннями та економічною турбулентністю, що є результатом регіональних конфліктів, і з місцевими валютами під сильним впливом ринків євро та доларів.

Є три основні чинники вартості бізнесу: очікувані грошові потоки; ризики, пов'язані з цими грошовими потоками, і темпи зростання. Дослідження індустрії гостинності п'ятизіркового готелю може допомогти нам побачити, як ці компоненти змінюються в поточній ситуації особливо високої невизначеності.

У 2019 році ринок гостинності процвітав, але на початку 2020 року він майже повністю зупинився з високою невизначеністю. 2021 рік був роком незначного прогресу, тоді як 2022 рік приніс повільне, але стабільне відновлення, яке, як очікується, продовжиться у 2023 році.

Оцінювачі всіх видів бізнесу повинні зосереджуватися на доходах, постачальниках і операційній діяльності. Для готелю це дає:

1. Дохід – Як зміна зовнішніх економічних факторів впливатиме на попит у цьому конкретному сегменті? Як зміни вплинуть на попит?
2. Постачальники – строки доставки та наявність товарів і послуг. Період Covid-19 особливо вплинув на логістику, тепер війна в регіоні робить її ще гіршою та складнішою.
3. Операційна діяльність – захворюваність на Covid вплинула на персонал, який працює в готелі, обмеживши робочий час і продуктивність. У Грузії готелі не змогли відновити свою кваліфіковану робочу силу після тимчасового закриття.

2020 рік і початок 2021 року виявилися кращими, ніж очікувалося: низка готелів у Грузії були перетворені на «ковідні» та отримали дохід від уряду; інші вжили спеціальних заходів для максимізації прибутку, а саме:

- спеціальні ціни для постійних клієнтів
- створення корпоративних пакетів
- знижки при довгостроковому бронюванні
- корпоративні заходи
- спеціальні пропозиції для міжнародних організацій тощо.

Рекордно високі показники заповнюваності, які очікуються у 2022 році, не мають жодного зв'язку з високими доходами, оскільки вони пов'язані виключно з напливом біженців із війни.

Щоб оцінити майбутні потоки доходів готелю, ми використали прогнози Організація економічного співробітництва та розвитку (OECD), Міжнародного валютного фонду (IMF) та Всесвітньої туристичної організації (UNWTO). Наприкінці 2020 року вони вказали, що відновлення сфери гостинності очікується на 2023 рік, але наприкінці 2021 року його перенесли на 2024 рік.

* **Рекомендоване посилання:** Beraia N. Business valuation in times of crisis – A hospitality industry case study // European Valuer, Issue n 30, July 2023. – P. 19-23.

Таблиця 1

Показники роботи 5* готелів в Батумі, Грузія, приморське місто

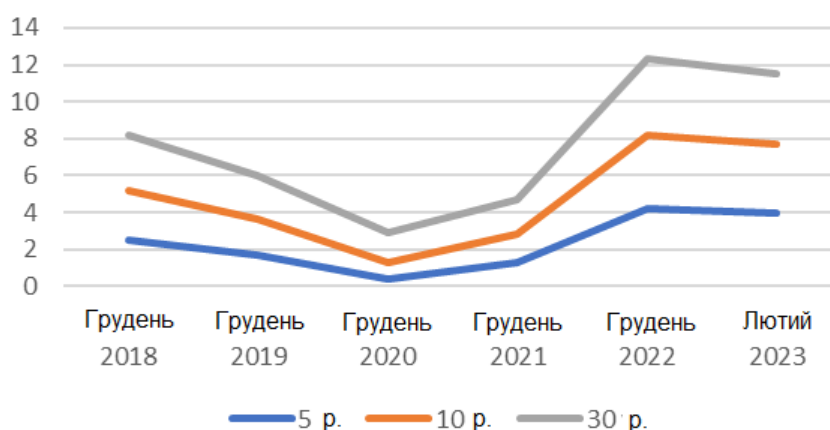
Показники	2019	2020	2021
Заповнюваність, %	67	21	30
Середня вартість номеру, USD	101,91	76,43	80,00
Кількість вільних номерів (рік)	61 320	61 320	61 320
RevPAR (дохід на доступний номер), USD	68,28	16,05	24,00
Кількість зайнятих номерів (рік), од.	41084	12877	18396
Дохід від номера (без ПДВ), USD	4 186 911	984 204	1 471 680

Другим фактором, що впливає на вартість компанії, є ризики, пов'язані з грошовими потоками. У цій моделі ми використовували CAPM (модель оцінки капітальних активів) – компонент WACC (середньозважена вартість капіталу), – щоб отримати вартість власного капіталу.

Безризикова ставка та премія за ризик власного капіталу (ERP) є ключовими вхідними даними, які використовуються для розрахунку вартості власного капіталу в контексті CAPM та інших моделей, що використовуються для розробки ставок дисконтування. У Грузії ми не маємо державних облігацій з тривалим строком погашення, і, як правило, безризикова ставка розраховується як сума безризикової ставки країн із ставкою AA та ризику країни.

До 2020 року оцінювачі використовували так звані «спотові» безризикові ставки як компонент оцінки вартості власного капіталу, але криза COVID-19 змусила нас засумніватися, чи цей підхід все ще надійний.

На рис. 1 показано високу волатильність щоденної довгострокової ставки казначейства:

**Рис. 1. Волатильність щоденної довгострокової ставки казначейства**

Джерело: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2023>

Причиною різкого зниження безризикових ставок у 2020 році стала реакція головних центральних банків на кризу та запровадження однієї з найпомітніших форм нетрадиційної грошово-кредитної політики – кількісного пом'якшення (QE) – і значного розширення балансів центрального банку, за допомогою якого центральні банки намагаються довести

інфляцію споживчих цін до відповідних цільових рівнів (зазвичай близько 2%). Після грудня 2021 року основні центральні банки продовжували підвищувати процентні ставки, щоб приборкати високу інфляцію, яка досягла рекордно високих рівнів у деяких країнах (70-річний рекорд для Німеччини). Є надія, що процентні ставки перестануть зростати в 2023 році, оскільки довгострокові очікування щодо інфляції становлять 2,4% для США та 2,8% для Німеччини станом на 1 січня 2023 року.

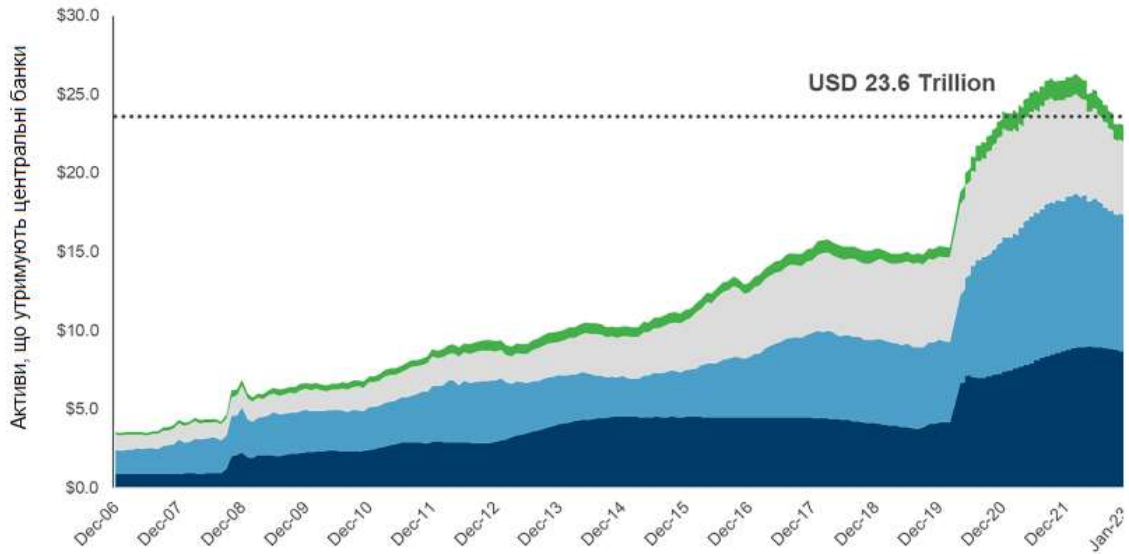


Рис. 2 Загальна сума активів, що утримують основні центральні банки за певний час (дані на січень 2023 року)

Джерело: Capital IQ, FRED Economic Data, Bank of England, Bank of Japan, European Central Bank

Щоб уникнути значних неточностей у розрахунках, ми покладемося на рекомендації, опубліковані консалтинговою фірмою з фінансів і ризиків Kroll (колишній Duff & Phelps), щодо використання так званої нормалізованої безризикової ставки. Поточні рекомендації полягають у встановленні ставки на рівні 3,5%.

Інший безризиковий компонент ставки, ризик країни Грузії, також різко змінився: з 2,91% наприкінці 2020 року до 5,19% наприкінці 2022 року. Цікаво, що у 2008 році, коли російські танки були лише за 30 км від столиці Тбілісі, ризик країни не змінився. Згодом, тоді як вторгнення в Україну в 2014 році спричинило різке зростання країнового ризику Грузії, тобто наша країна занадто мала, щоб на щось впливати, але зміна регіональної рівноваги сильно на неї впливає.

Третім компонентом CAPM є ERP, який коливається від 3,5% до 6%. Поточна рекомендація Kroll США становить 6% (табл. 2).

Таблиця 2

Рекомендації щодо країнового ризику Грузії

Дата	Безризикова ставка (R_f)	R_f (%)	Рекомендований Kroll ERP (%)	Що змінилося
18 жовтня 2022 р. – до подальшого повідомлення	Нормалізована прибутковість 20-річних казначейських облігацій США	3.50%	6	ERP

Дата	Безризикова ставка (R_f)	R_f (%)	Рекомендований Kroll ERP (%)	Що змінилося
16 червня 2022 р. – 17 жовтня 2022 р.	Нормалізована прибутковість 20-річних казначейських облігацій США	3.50%	5.5	R_f
7 квітня 2022 р. – 15 червня 2022 р.	Нормалізована прибутковість 20-річних казначейських облігацій США*	3.00%	5.5	R_f
7 грудня 2022 р. – 6 квітня 2020 р.	Нормалізована прибутковість 20-річних казначейських облігацій США	2.50%	5.5	ERP

Джерело: <https://www.kroll.com/-/media/cost-of-capital/kroll-us-erp-rf-table-2022.pdf>

Kroll США рекомендує використовувати спотову дохідність 20-річних казначейських облігацій США як приблизний показник безризикової ставки, якщо переважна дохідність на дату оцінки вища за рекомендовану нами нормалізовану безризикову ставку США в 3,5% (у таблиці 2 позначено знаком «*»)

Як приклад, нижче наведені аналогічні показники в Єврозоні (табл. 3).

Таблиця 3

Безризикові ставки та рекомендовані премії за ризик для Єврозони

	Грудень 2019	Березень 2020	Квітень 2021	Листопад 2021	Жовтень 2022	Січень 2023
Нормалізована безризикова ставка - Німеччина	2%	2%	2%	1,50%	Вища за 3,0% або спот*	Вища за 3,0% або спот*
Рекомендація щодо премії за ризик капіталу Єврозони	4,5% - 5,0%	5,5% - 6,0%	5,5% - 6,0%	5,5% - 6,0%	5,5% - 6,0%	5,5% - 6,0%

* Дохідність спотових 15-річних державних облігацій Німеччини як приблизний показник безризикової ставки, якщо вона вища за рекомендовану нормалізовану безризикову ставку

Інший компонент CAPM, бета-коефіцієнт, демонструє наступну динаміку, яка є абсолютно логічною: під час Covid бета-коефіцієнт перевищив середній ринковий рівень, повернувшись до норми у 2023 році (рис. 3).

Розрахунки WACC готельної індустрії Грузії показали зростання WACC приблизно на 1% з 2019 по 2020 рік, цифра залишилася майже такою ж у 2021 році, але порівняно з 2019 роком у 2023 році значення зросло на приголомшливі 3% (WACC після сплати податків у доларах США). Це сильно вплине на вартість компанії.

Для оцінки станом на 31 грудня 2020 р. була розроблена модель розрахунку чистого грошового потоку компанії на наступний період, за якою прогнозувалося досягнення докризового рівня заповнюваності готелів та докризової середньої ціни за номер у 2023 році. Але в моделі 31 грудня 2021 р. ці рівні були перенесені на рік вперед. Залишається багато питань щодо розвитку майбутніх грошових потоків для оцінки на 31 грудня 2022 р.: який прогноз глобальних організацій для цієї галузі? Чи варто покладатися на дуже високі доходи 2022 року чи краще нормалізувати прогнозований грошовий потік 2023 року і таке інше?

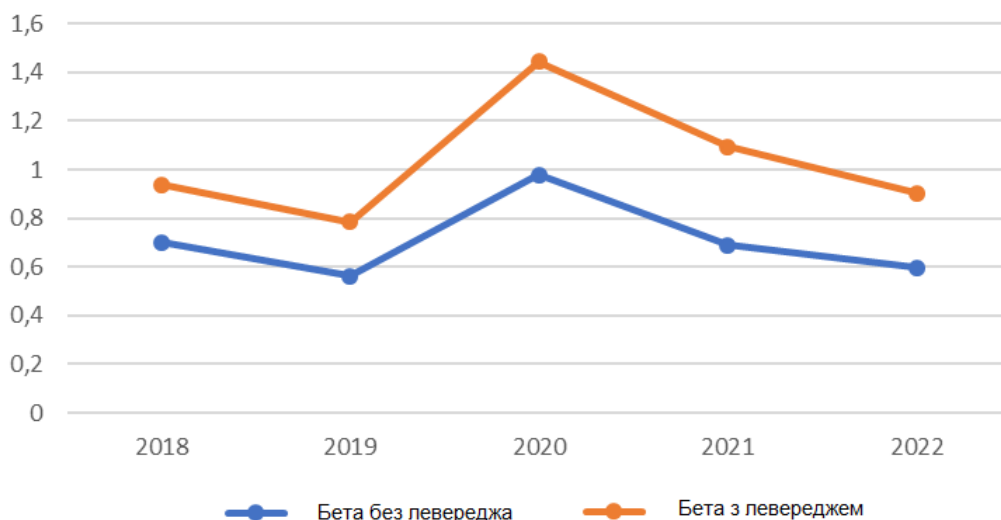


Рис. 3. Бета-коефіцієнт для готельної індустрії в країнах, що розвиваються

Джерело: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Розрахунки показали, що вартість п'ятизіркового готелю в Батумі до кінця 2020 року знизилася на 23% в порівнянні з 2019 роком, а в 2021 році відбулося відновлення.

Якщо ми подивимося на дослідження CBRE Hotel Advisory, зміна вартості чітко відповідає середнім тенденціям у цій галузі (рис. 4).



Рис. 4. Зниження вартості внаслідок COVID-19

Джерело: CBRE Hotels Advisory. Transaction and Appraisal Data

Мої рекомендації для оцінювачів бізнесу в ситуаціях, коли зовнішні економічні фактори різко змінюються:

- Слід приділяти увагу прогнозуванню майбутніх грошових потоків, які суттєво змінюються.
- Ризики, пов'язані з грошовими потоками, також істотно змінюються: один із підходів полягає у використанні нормалізованих безризикових ставок країн ризику AA, пам'ятаючи, що середній ринковий ризик є циклічним. Що стосується бета-коефіцієнта, то існують різні джерела, і їх слід використовувати з певною обережністю.

• При розрахунку вартості компанії в умовах високої невизначеності доцільно використовувати кілька сценаріїв, а потім зважити результати згідно з вимогами Європейських стандартів оцінки бізнесу (*EBVS 3: Підходи та методи оцінки*):

6.3.1.13 Залежно від конкретних обставин і невизначеностей, пов'язаних із відповідним бізнесом, галуззю та економікою, аналіз чутливості може бути застосований для перевірки результату дисконтування грошових потоків на основі зміни ключових припущень, використаних у прогнозах (наприклад, зміна темпів зростання), маржа, ставка дисконтування, залишкове зростання тощо)

6.3.1.14 Окрім аналізу чутливості, також можна розробити кілька сценаріїв грошових потоків (наприклад, найбільш песимістичний, найбільш ймовірний, найбільш оптимістичний), особливо якщо цей тип аналізу зазначено в умовах завдання.

На завершення я хотіла б процитувати невідомого автора: «Оцінка компанії говорить вам більше про аналітика, ніж про компанію»*.

* цитата за Mark Kantšukov, Priit Sander, Value in the eye of the beholder: a survey of valuation practices of Estonian financial professionals. Investment Management and Financial Innovations, Volume 13, Issue 2, 2016. – P. 157-172.

ЛОГІКА ТА ТЕХНІКА ДИСКОНТУВАННЯ ЗА ЗМІННОЮ СТАВКОЮ

*Андрій Чиркін, MRICS, REV, Заслужений оцінювач УТО,
ТОВ «УВЕКОН-ХАРКІВ»*

Актуальність теми

Протягом багатьох років оцінювачі, зокрема й українські, зазвичай використовували моделі DCF за припущення постійності значення ставки дисконтування. При цьому це постійне значення ставки дисконтування обґрунтовувалося на підставі ринкових значень складових, що були зафіксовані саме на дату оцінки – хоча, безумовно, той же оцінювач помічав, що значення таких складових моделей CAPM та WACC, як безризикова складова, премія за систематичний ризик, вартість запозиченого капіталу та інші, декілька змінювалися з часом. В принципі, таке припущення мало свої сенс та логіку, оскільки у відносно стабільних економічних умовах ставка дисконтування (як, зокрема, міра ризику інвестування в проект) змінювалася досить повільно, і такі зміни не мали принципового впливу на значення вартості. Крім того, як влучно зазначав А. Глен «з певністю можна сказати одне: якщо вам коли-небудь скажуть, що можна точно визначити вартість капіталу компанії до десятої частки відсотка, знайте, що ви маєте справу з людиною, яка не усвідомлює складності питання» [1].

Загальновідомо, що для значної частини об'єктів оцінки ставка дисконтування не може бути отримана безпосередньо з ринку; вона визначається опосередковано, тим самим накопичується помітна похибка такого аналітичного значення ставки дисконтування. В стабільній економічній ситуації вплив на вартість можливих повільних та незначних змін ставки дисконтування в майбутньому вочевидь знаходився в межах похибки, що вже була закладена в модель попередньою похибкою у визначенні ставки дисконтування, про яку вказано вище.

Але на цей час, в умовах повномасштабної військової агресії РФ проти України, поточні умови інвестування в комерційні активи стрімко змінилися в бік погіршення (ризикованості), при чому з явними очікуваннями на покращення протягом досить стислого проміжку часу. Таке погіршення своє відображення й у значенні ставки дисконтування – точніше, її складових, що можна спостерігати на ринку. Нижче наведені приклади індикаторів таких змін, що отримані з відкритих джерел.

Таблиця 1

Спрощений ілюстративний приклад – оцінка премії за ризик країни як різниці між показниками дохідності державних цінних паперів

Дата	YTM, Україна	YTM, USA	$\Delta = CRP$
20.09.2021	6,1%	1,3%	4,8%
20.12.2021	8,7%	1,4%	7,3%
21.02.2022	11,0%	1,9%	9,1%
28.03.2022	28,0%	2,5%	25,5%
20.06.2022	30,1%	3,3%	26,8%
19.09.2022	40,0%	3,5%	36,6%
20.02.2023	49,0%	4,0%	45,1%
22.05.2023	51,0%	3,7%	47,3%
12.06.2023	50,0%	3,7%	46,3%
24.07.2023	34,0%	3,9%	30,1%

Джерела: дані Інвестиційної компанії Eavex Capital та U.S. Department of the Treasury

Таблиця 2

**Спрощений ілюстративний приклад – динаміка вартості запозиченого капіталу,
суб'єкти господарювання**

Період	Відсоткові ставки за кредитами в національній валюті, термін до 1 року
листопад 2021	8,9%
січень 2022	9,9%
липень 2022	18,0%
листопад 2022	21,1%
лютий 2023	20,7%
травень 2023	20,0%

Джерело: дані Національного банку України

Вочевидь, що застосування постійної (тобто, єдиної для всього подальшого строку економічного життя активу) ставки дисконтування, яка б засновувалася на показниках, що зафіксовані на дату оцінки, призвело б до поточного значення вартості, що однозначно б відбивало логічну потребу в моментальному згортанні та ліквідації будь-якого звичайного бізнесу на базі цього активу. І це зрозуміло, оскільки застосування такої постійної ставки дисконтування фактично б моделювало ту ситуацію, в якій війна з РФ продовжувалася б, а притаманні їй ризики зберігалися б в Україні з дати оцінки і на десятки років в майбутнє. Безумовно, на сьогодні серед чисельних політичних та економічних прогнозів є й такі; але можна однозначно констатувати, що ринкові реалії свідчать про те, що більшість інвесторів в активи на території України поки що не збираються згортати свій бізнес і не планують свою діяльність на середньострокову перспективу, виходячи з припущення про продовження військової агресії РФ протягом десятків років.

Було б зайвим нагадувати, що ринкова вартість на конкретному ринку активів і формується уявленнями інвесторів, що є типовими саме для цього сегменту ринку. Тобто, саме застосування змінної ставки дисконтування є одним із технічних засобів відбити у вартості об'єкта оцінки різкі та середньострокові в часі зміни в зовнішніх економічних умовах.

Можна довго обговорювати характер, причини та модельну динаміку зміни ставки дисконтування в часі, але Автор не розглядав це як тему цієї публікації, тим більше, що погляди на зазначене питання в Україні на цей час не усталилися та представлені досить широким спектром позицій. Темою цієї публікації обране коректне технічне застосування змінної ставки дисконтування як інструменту врахування стрімких змін економічного середовища, зокрема рівня ризикованості інвестицій.

Стислий аналіз публікацій

Згадки про розрахункові моделі DCF, що використовують змінні значення ставки дисконтування протягом періоду прогнозування, нечасто, але зустрічаються у світовій оціночній літературі [2-4].

Зокрема, Ш. Пратт [4] зазначає наступне: «Зазвичай аналітики [тобто, оцінювачі] та інвестори виходять зі спрощеного припущення про те, що вартість капіталу [тобто, ставка дисконтування] протягом терміну існування інвестиції є незмінною, і використовують одну й ту саму вартість капіталу для застосування до кожного приросту очікуваного майбутнього доходу. Однак бувають особливі випадки, у яких аналітику слід використовувати розрахунок вартості капіталу окремо для застосування до очікуваного доходу в кожному майбутньому періоді (прикладом може слугувати ситуація, у якій аналітик очікує зміни середньозваженої вартості капіталу через зміну структури капіталу)».

Згадки про застосування змінної ставки дисконтування як технічний прийом аналізу також зустрічаються в літературі, що присвячена аналізу та оцінці інвестиційних проектів. В цьому випадку логіку зміни значення ставки пов'язують з тим, що інвестиції на перших етапах втілення інвестиційного проекту є помітно більш ризикованими, оскільки невизначеність щодо результату проекту максимальна як раз на самому початку його реалізації.

Тем не менш, жоден з доступних Автору літературних джерел не наводить опису конкретної техніки розрахунку дисконтних множників, що відповідають кожному з періодів дисконтування у складі прогнозного періоду.

Виклад основного матеріалу

1. Загальновідомі моделі дисконтування.

Найбільш звична, «класична» формула математичної моделі DCF («Common Case»), що описує ситуацію, коли грошові надходження здійснюються в кінці кожного з періодів дисконтування, які входять до складу прогнозного періоду, нагадаємо, виглядає таким чином:

$$PV_{Common} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^i} + \frac{TV_{Common}}{(1+Y)^n}, \quad (1)$$

де PV_{Common} поточна вартість потоків, розрахована для випадку Common Case;
 n тривалість прогнозного періоду;
 CF_i грошовий потік (надходження) за i -ий період дисконтування у складі прогнозного періоду;
 Y ставка дисконтування (незмінна в цій моделі);
 TV_{Common} термінальна вартість (вартість реверсії), яка також формується, виходячи з припущення, що в постпрогнозний період всі майбутні грошові надходження здійснюються в кінці кожного з періодів часу.

Термінальна вартість у такому випадку визначається (в припущенні про подальше надходження всіх грошових потоків наприкінці відповідних часових періодів протягом достатньо довгого строку) зазвичай з використанням моделі Гордона як:

$$TV_{Common} = \frac{CF_{n+1}}{Y - g}, \quad (2)$$

де CF_{n+1} грошовий потік (надходження) за $n+1$ -ий період, тобто перший грошовий потік після закінчення прогнозного періоду;
 g очікувані сталі темпи зростання грошового потоку в постпрогнозному періоді.

Саме в такій ситуації, коли грошові потоки надходять наприкінці періодів дисконтування, а ставка капіталізації визначається класичним методом екстракції, альтернативним видом математичної моделі DCF є формула метода прямої капіталізації:

$$PV_{Common} = \frac{CF_1}{R}, \quad (3)$$

де CF_1 грошовий потік (надходження) за 1-ий період після дати оцінки;
 R ставка капіталізації.

У граничному випадку, коли модель відбиває ситуацію постійних, безкінечних у часі очікуваних грошових потоків та постійної у часі ставки дисконтування, формула (3) взагалі «вироджується» до такого вигляду:

$$PV_{Common} = \frac{CF_1}{Y}. \quad (4)$$

Але в деяких випадках дохідним підходом оцінюють, наприклад комерційну нерухомість, що приносить дохід власнику у формі орендних платежів, при цьому характер сплати цих платежів – авансовий (див., наприклад, С. Сейс із співавторами [5]). Тоді модель оцінки має описувати декілька іншу ситуацію, коли грошові надходження здійснюються на початку, а не наприкінці кожного з періодів дисконтування, що входять до складу прогнозного періоду («Preliminary Case»). Тоді модель має виглядати таким чином:

$$PV_{PLM} = (1+Y) \times \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^i} + \frac{TV_{PLM}}{(1+Y)^n}, \quad (5)$$

де PV_{PLM} – поточна вартість потоків, розрахована для випадку Preliminary Case;
 TV_{PLM} – термінальна вартість (вартість реверсії), яка також формується виходячи з припущення, що в постпрогнозний період всі майбутні грошові надходження здійснюються на початку кожного з періодів часу.

Тоді множник $(1+Y)$, що з'являється в першому доданку, має відбивати ту обставину, що перший платіж за перший період дисконтування надходить не в кінці цього періоду, а на його початку, тобто на дату оцінки (відповідно, він не має дисконтуватися), і такий «зсув» по часу надходження в сторону дати оцінки відбувається і для всіх наступних платежів.

У свою чергу, термінальна вартість для такої моделі за інших рівних умов також має зазнавати подібні зміни:

$$TV_{PLM} = \frac{(1+Y) \times CF_{n+1}}{Y-g} = TV_{Common} \times (1+Y). \quad (6)$$

Відповідно, формула (5) тоді може бути перетворена до вигляду:

$$PV_{PLM} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^{i-1}} + \frac{TV_{Common}}{(1+Y)^{n-1}}. \quad (7)$$

Аналогічно, у випадку використання математичної моделі DCF з урахуванням середньорічної концепції дисконтування («Middle-Period Case»), що також обґрунтовано набула практичного поширення в Україні, вищенаведені формули мають наступне розкриття:

$$PV_{MidPeriod} = (1+Y)^{0,5} \times \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^i} + \frac{TV_{MidPeriod}}{(1+Y)^n}, \quad (8)$$

де $PV_{MidPeriod}$ – поточна вартість потоків, розрахована для випадку Middle-Period Case;
 $TV_{MidPeriod}$ – термінальна вартість (вартість реверсії), яка також формується виходячи з припущення, що в постпрогнозний період всі майбутні грошові надходження здійснюються в середині кожного з періодів часу.

$$TV_{MidPeriod} = \frac{(1+Y)^{0,5} \times CF_{n+1}}{Y-g} = TV_{Common} \times (1+Y)^{0,5} \quad (9)$$

$$PV_{MidPeriod} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^{i-0,5}} + \frac{TV_{Common}}{(1+Y)^{n-0,5}} \quad (10)$$

До речі, саме для цього випадку – середньорічної концепції дисконтування – подібні викладки наводить Ш. Пратт [4].

2. Зміни вигляду математичних моделей DCF у випадку переходу до змінної ставки дисконтування.

Оскільки основні загальновідомі моделі дисконтування були детально розглянуті вище, основні зміни цих моделей, на яких варто зосередитися, має сенс розглянути на прикладі саме «Middle-Period Case».

Один із принципових моментів зводиться до того, що, наприклад, грошовий потік (надходження) за k -ий період дисконтування не має дисконтуватися просто за ставкою дисконтування того ж k -го періоду із застосуванням показнику ступіню $k - 0,5$. Оскільки ризики, що пов'язані з отриманням грошового потоку за k -ий період, обумовлені не тільки ризиками, що притаманні виключно k -му періоду (та, відповідно, відбиваються ставкою дисконтування для k -го періоду), але й ризиками, що характеризували попередні періоди, то й дисконтний множник для майбутнього грошового потоку k -го періоду має послідовно базуватися на ставках дисконтування попередніх періодів аж до дати оцінки.

Цю обставину можна проілюструвати на іншому прикладі. Припустимо, що до поточної вартості потрібно привести потік 2 прогностного року (тобто, за 2 періоди дисконтування), а ставка дисконтування протягом 2 років змінюється. Тоді логіка процедури дисконтування (яка, власне, й покликана служити інструментом для порівняння грошових надходжень різного часу), передбачає наступну послідовність дій: спочатку потік другого року приводиться до вартості на кінець першого року з використанням ставки дисконтування другого року, а після цього отримане таким чином значення з використанням ставки першого року приводиться до поточної (на дату оцінки) вартості.

Відповідно, формула математичної моделі в загальному випадку набуває такого вигляду:

$$PV_{MidPeriod}^{VarDR} = \frac{CF_1}{(1+Y_1)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+Y_1) \times (1+Y_2)^{0,5}} + \dots + \frac{CF_n}{(1+Y_1) \times (1+Y_2) \times \dots \times (1+Y_n)^{0,5}} + \frac{TV_{MidPeriod}^{VarDR}}{(1+Y_1) \times (1+Y_2) \times \dots \times (1+Y_n)} \quad (11)$$

де $PV_{MidPeriod}^{VarDR}$ поточна вартість потоків, розрахована для випадку Middle-Period Case в припущенні про змінну ставку дисконтування;

$TV_{MidPeriod}^{VarDR}$ термінальна вартість (вартість реверсії), яка також формується виходячи з припущення, що в постпрогностний період всі майбутні грошові надходження здійснюються в середині кожного з періодів часу.

Також важливо, що в даному випадку термінальна вартість буде мати наступний вигляд (в припущенні, що модель передбачає застосування вже знов незмінного значення ставки дисконтування після n -го періоду):

$$TV_{MidPeriod}^{VarDR} = \frac{(1+Y_{n+1})^{0,5} \times CF_{n+1}}{Y_{n+1} - g} = TV_{Common} \times (1+Y_{n+1})^{0,5}. \quad (12)$$

Для випадку декілька простіших моделей, що теж наразі обговорюються в оціночному суспільстві України і передбачають використання двох значень ставок дисконтування – єдину (постійну) для всього прогнозного періоду та іншу для постпрогнозного періоду – ситуація дещо спрощується, але особливості визначення термінальної вартості тем не менш присутні:

$$\begin{aligned} PV_{MidPeriod} &= \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y_1)^{i-0,5}} + \frac{TV_{MidPeriod}}{(1+Y_1)^n} = \\ &= \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y_1)^{i-0,5}} + \frac{(1+Y_2)^{0,5} \times \frac{CF_{n+1}}{Y_2 - g}}{(1+Y_1)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y_1)^{i-0,5}} + \frac{TV_{Common} \times (1+Y_2)^{0,5}}{(1+Y_1)^n} \end{aligned} \quad (13)$$

Висновки

Таким чином, в цій публікації Автор зробив спробу надати прозорі та логічні модифікації класичних формул дисконтування для різних моделей у випадках розрахунків з використанням змінних в часі ставок дисконтування.

Список використаних джерел

1. Глен, А. Порадник з корпоративних фінансів: Посібник з фінансових ринків, рішень та методів / Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б. Максимової. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. – 752 с.
2. Хитчнер, Дж. Р. Стоимость капитала / Под научн. ред. В.М. Рутгайзера. – М.: Маросейка, X52 2008. – 176 с.
3. Рош, Дж. Стоимость компании: От желаемого к действительному / Джулиан Рош; пер. с англ. Е. И. Недбальская; науч. ред. П. В. Лебедев. – Минск: Гревцов Паблицер, 2008. – 352 с.
4. Пратт, Ш.П. Стоимость капитала. Расчет и применение / Пер. с англ. Бюро переводов Ройд. 2-е изд. – ИД «Квинто-Консалтинг», 2006. – 455 с.
5. Оценка недвижимого имущества: от стоимости к ценности / [С. Сейс и др.]; пер. с англ. Г.И. Микерина, А.И. Артеменкова; под ред. Г.И. Микерина, И.Л. Артеменкова. М.: ООО РОО, 2009. – 504 с.

АНАЛІЗ РЕТРОСПЕКТИВНОЇ ДОХІДНОСТІ НА РИНКУ ТОРГІВЕЛЬНОЇ НЕРУХОМОСТІ ХАРКОВА (1998-2022)

*Віктор Герасименко, кандидат технічних наук,
старший науковий співробітник,
ТОВ «ПРОКОНСУЛ»*

Актуальність

Питання визначення рівня ставок дисконтування при оцінці нерухомості вже понад 30 років продовжує залишатися актуальним для оцінювачів, інвестиційних аналітиків, розробників бізнес-планів інвестиційних проектів та інших учасників ринку. У цій роботі викладаються результати аналізу дохідності на сегменті ринку торгівельної нерухомості (вторинний ринок) на основі історичних даних щодо ринку м. Харкова за 25 років, що передували цьому дослідженню. Усвідомлюючи те, що ретроспектива не визначає перспективу, проте може бути хорошим орієнтиром величин ставок дисконтування залежно від минулого та очікуваної кон'юнктури ринку, з урахуванням зроблених у прогнозах припущень, автор роботи сподівається, що викладені в ній результати можуть бути корисними учасникам ринку.

Вхідні дані

Досліджуваний період (горизонт інвестування) – 1998-2022 рр. Базовий рік – 1997 р.

Вхідними даними слугували середні ціни пропозицій та орендних ставок у розрахунку на 1 кв.м. загальної площі, а також знижки на торгу на сегменті вторинного ринку торгівельної нерухомості наприкінці року. Значення орендних ставок є чистими, тобто комунальні та інші витрати оплачуються за формулою «орендна плата +». У розрахунковій моделі враховувалися також середньорічні рівні вакантності, що склалися за відповідний рік.

За моделі (сценарії) інвестування прийняті моделі, зумовлені тривалістю періоду інвестування: 1 рік; n років ($n > 1$).

Відповідно до моделі однорічного періоду інвестування передбачається купівля 1 кв.м нерухомості наприкінці року та надання її в оренду на один рік за ставками, що склалися на момент придбання (в даному випадку 1997, 1998, і так далі аж до 2021 року). Передбачається, що орендна ставка протягом року не змінюється.

При розрахунку чистого операційного доходу (ЧОД або в англomовному позначенні NOI – Net Operating Income) були враховані знижки на торгу і рівні вакантності, що склалися. Оскільки нерухомість надається в оренду за формулою «орендна плата +», операційні витрати прийняті рівними нулю. Передбачається також, що нерухомість продається в кінці року за цінами пропозиції, що склалися до цього часу, з урахуванням відповідного торгу. Зауважимо, що трансакційні витрати ігноруються.

Відповідно до моделі n -річного (2 роки і більше) періоду інвестування передбачається купівля 1 кв.м нерухомості наприкінці року та надання її в оренду на n років за такими ставками: за перший рік оренди – існуючими на момент придбання; за другий рік – за ставками, що склалися наприкінці першого року володіння і т.д. Припускається, що орендна ставка протягом року не змінюється. Крім того, передбачається, що після закінчення n -річного інтервалу володіння, нерухомість продається за цінами пропозиції, що склалися в кінці останнього року володіння, з урахуванням відповідного торгу.

З огляду наведеного, тривалість інтервалу дослідження становить 25 років.

Порядок розрахунку показників дохідності

Дохідність за однорічний період (d_i), розраховується за такою формулою:

$$d_i = \frac{C_i - C_{i-1} + NOI_i}{C_{i-1}}, \tag{1}$$

де C_i – вартість продажу 1 м² об’єкта нерухомості в кінці періоду володіння i , що склалась на ринку з урахуванням знижки на торг;

C_{i-1} – вартість придбання (продажу) 1 м² об’єкта нерухомості на початок періоду володіння i чи на кінець періоду ($i - 1$);

NOI_i – чистий операційний дохід (ЧОД_{*i*}) за 1 м², що генерується об’єктом нерухомості за i -й період (у даному випадку за рік).

Середнє значення дохідності d_{cp} за однорічні періоди на всьому інтервалі дослідження може розраховуватися як середнє арифметичне [2] або середнє геометричне [3].

Середнє арифметичне розраховується за формулою (2):

$$d_{cp.ap}^{(1)} = \frac{\sum_{i=1}^{N_1} d_i}{N_1}, \tag{2}$$

де N_1 – кількість однорічних періодів на всьому інтервалі дослідження.

Середнє геометричне $d_{cp.гм}^{(1)}$ розраховується за формулою (3):

$$d_{cp.гм}^{(1)} = \sqrt[N_1]{\prod_{i=1}^{N_1} (1 + d_i)} - 1. \tag{3}$$

Уточнення виду усереднення здійснюється безпосередньо за текстом.

Дохідність $d^{(n)}$ за n періодів (в даному випадку два і більше років в річному численні розраховується за формулою (4) шляхом рішення рівняння відносно IRR . У даному випадку $d^{(n)} = IRR$.

$$\sum_{i=1}^n \frac{NOI_i}{(1 + IRR)^i} + \frac{C_n}{(1 + IRR)^n} - C_0 = 0, \tag{4}$$

де IRR – внутрішня норма дохідності інвестицій в нерухомість строком на n періодів (років);

n – кількість періодів володіння об’єктом (в даному випадку – років), які визначають одноразовий горизонт інвестування;

C_n – вартість продажу 1 м² об’єкта нерухомості в кінці періоду володіння n , яка склалась на ринку з урахуванням знижки на торг.

Середнє значення дохідності $d_{cp.ap}^{(n)}$ за n періодів розраховується аналогічно описаному вище для однорічних періодів інвестування (одноперіодних вкладень). Замість N_1 використовується N_n :

$$d_{cp.ap}^{(n)} = \frac{\sum_{i=1}^{N_n} d_i}{N_n}, \tag{5}$$

де N_n – кількість n -річних періодів інвестування на всьому інтервалі дослідження.

Кількість n -річних періодів на інтервалі дослідження визначається за формулою:

$$N_n = 25 - n + 1.$$

З огляду наведеного передбачається, що інвестування за моделлю *n*-річного періоду (наприклад, 10-ти річного) на всьому інтервалі дослідження може бути здійснено 16 раз.

Структура та форми дохідності

У формулі (1) відношення $(C_i - C_{i-1})/C_{i-1}$ є темпом зміни вартості об'єкта нерухомості за *i*-й період q_i : *досягнений* – у разі ретроспективного аналізу, *такий, що очікується* – у разі перспективного аналізу (аналізу на майбутнє), а r_{i-1} – поточною дохідністю відносно вартості нерухомості на кінець (*i-1*)-го періоду [або, що є тим же, на початок *i*-го періоду ($r_{i-1} = \frac{NOI_i}{C_{i-1}}$)], яка іменується ще ставкою капіталізації.

Як можна бачити з (1), повна дохідність (кінцева віддача, за термінологію Дж. Фрідмана і Нік. Ордуея [1]) при інвестуванні в нерухомість на один період однозначно визначається сумою поточної дохідності (ставки капіталізації) і темпом зміни вартості нерухомості за цей період (адитивна форма):

$$d_i = \frac{\Delta C_i}{C_{i-1}} + r_{i-1} = q_i + r_{i-1}, \quad (6)$$

Такий же результат можна отримати на основі рівняння в мультиплікативній формі. Далі покажемо за яких умов це можливо.

Запишемо рівняння (1) в дещо іншому вигляді і виконаємо нескладні перетворення. При цьому очікувану поточну дохідність на кінець *i*-го періоду позначимо k_i , яка розраховується за формулою:

$$k_i = \frac{NOI_i}{C_i}.$$

Цей вираз показує, що поточна дохідність k_i на відміну від r_{i-1} , визначається відношенням чистого операційного доходу за *i*-й період до вартості об'єкта нерухомості на кінець цього періоду. З урахуванням введених позначень запишемо:

$$d_i = \frac{C_i - C_{i-1} + NOI_i}{C_{i-1}} = \frac{C_i + NOI_i}{C_{i-1}} - 1 = \frac{C_i + NOI_i}{C_i} * \frac{C_i}{C_{i-1}} - 1 = (1 + k_i) * (1 + q_i) - 1.$$

Тоді повна дохідність при інвестуванні в нерухомість на один період однозначно визначається поточною дохідністю і темпом зміни вартості нерухомості за цей період в мультиплікативній формі:

$$d_i = (1 + k_i) * (1 + q_i) - 1. \quad (7)$$

Таким чином, результати розрахунку повної дохідності (кінцевої віддачі) за формулами (6) і (7) є тотожними.

Результати аналізу вторинного ринку торгівельної нерухомості

Динаміка цін пропозицій в розрахунку на 1 кв.м загальної площі з продажу та оренди об'єктів торгівлі на кінець відповідних періодів наведена на рис. 1.

Насамперед слід зазначити, що на вторинному ринку торгівельної нерухомості за вказаний період ступінь кореляції цін пропозицій та орендних ставок становила майже 83%. Як ціни пропозицій, так і орендні ставки досліджені та наведені на кінець року.

Як видно з рисунку 1 за досліджуваний 25 річний період на ринку були і злети, і падіння:

- період 1-ї в історії розвитку ринку нерухомості України кризи – 1998-2001 рр.;
- період стрімкого зростання ринку – 2001-2007 рр.;

період 2-ї у масштабах національної економіки кризи, яка відбилася і на розвитку ринку нерухомості – 2008-2013 рр.;

період посилення (продовження) 2-ї кризи, спричиненої анексією Криму Росією (березень 2014 р), розв'язанням Росією війни на Донбасі (з квітня 2014 р) та світовою кризою міжнародної торгівлі (2014-2016 рр.) – 2014-2019 рр.;

період, який обумовлений світовою пандемією COVID-19 – 2019-2021 рр.;

період відкритої військової агресії Росії проти України, який почався з військового нападу Росії на Україну 24.02.2022 р – 2022-20?? рр.

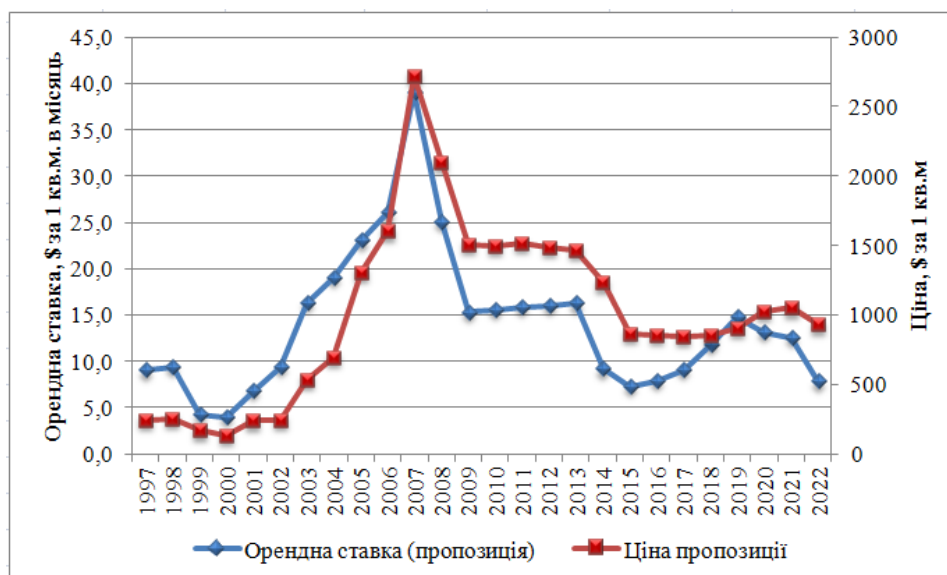


Рис. 1. Ціни пропозиції до продажу і оренди за 1 кв.м загальної площі об’єктів торгівлі

У таблиці 1 наведено показники зміни цін пропозицій та орендних ставок у різні фази розвитку ринку (часові періоди різної тривалості) в доларах США:

Таблиця 1

Фаза розвитку ринку	Тривалість, років	Темп зміни, % річних	
		Цін пропозиції	Пропозиції орендних ставок
Період 1998-2022 рр. (базовий 1997 р.)	25	5,6%	-0,6%
Період 1-ої кризи 1998-2001 рр.	4	-0,3%	-6,8%
Період зростання ринку 2001-2007 рр.	7	53,6%	38,9%
Період 2-ї кризи 2008-2013 рр.	6	-9,8%	-13,6%
Період поглиблення 2-ї кризи 2014-2019, спричинений захопленням Росією Криму та війною на Донбасі (базовий 2013 р.)	6	-7,7%	-1,5%
Період 2019-2021 кризи, пов'язаної з епідемією COVID-19	2	7,6%	-8,1%
Період 2008-2022 рр.	15	-6,9%	-10,2%

Як можна побачити з рис.1 та табл. 1 з 25 років досліджуваного періоду розвитку ринку був тільки один, 7 річний, період бурхливого зростання цінових показників, який становив менше третини (28%) від тривалості всього періоду дослідження. Темпи зростання цін пропозицій в річному вимірі (53,6%) в цей період випереджали темпи пропозиції орендних

ставок (38,9%). Отже, темпи зростання пропозиції орендних ставок становили майже 73% від темпів зростання цін пропозицій до продажу.

А ось з кінця 2000 р. (цінове «дно» кризи) до кінця 2007 р. (ціновий «пік» в річному вимірі) ціни пропозиції до продажу зросли трохи більше, ніж в 20 раз, тоді як пропозиція орендних ставок за цей же період збільшилася тільки в 10 разів (50% від темпів зростання цін пропозицій до продажу).

Зростання ж цінових показників від цінового «дна» (кінець 2000 р.) до цінового «піку» (кінець вересня 2008 р.) склало 23,6 та 12,6 разів цін пропозицій до продажу та пропозицій орендних ставок відповідно (34,2% та 26,5% в річному вимірі відповідно). Темпи зростання пропозиції орендних ставок становили 53,3% від темпів зростання цін пропозицій до продажу.

За весь же досліджуваний період (див. табл. 1) темпи зростання цін пропозицій до продажу склали вже всього 5,6% (за весь період ціни пропозицій зросли в 3,86 рази), тоді як темпи зростання пропозиції орендних ставок зафіксовано в мінусовій зоні (-0,6% річних), оскільки в кінці 2022 р вони становили всього 0,87 від аналогічного показника на кінець 1997 року.

Пандемія COVID-19 у більшій мірі негативно вплинула на сегмент ринку оренди, що призвело до падіння орендних ставок (-8,1% щорічно протягом двох років), тоді як ціни пропозицій до продажу продовжували, хоча і незначно, але зростати (7,6% за рік).

Як видно з табл. 1 в періоди падіння цінових показників на ринку більш динамічним показником був показник щодо темпів зміни пропозиції орендних ставок, ніж темпів зміни пропозиції до продажу, і він знижувався, як правило, випереджаючими темпами відносно показника пропозицій до продажу (1998-2001 рр.: -6,8% проти -0,3%, 2008-2013 рр.: -13,6% проти -9,8%, 2008-2022 рр.: -10,2% проти -6,9%).

А ось за шестирічний період 2014-2019 рр. орендні ставки з 2013 і до кінця 2015 року хоча і знизилась більше ніж ціни пропозиції до продажу (-54,9% проти -41,2%), однак до 2019 р встигли зрости відносно 2015 р аж на 102,5%, тоді як на сегменті продажів за цей же період зростання цін спостерігалось тільки на рівні 5%.

У табл. 2 наведені темпи падіння цін пропозицій до продажу та орендних ставок в різні кризові періоди.

Таблиця 2

<i>Кризовий період розвитку ринку</i>	<i>Тривалість періоду, років</i>	<i>Темп зміни, % за період</i>	
		<i>Цін пропозицій</i>	<i>Пропозиції орендних ставок</i>
Кінець 2000 р відносно кінця 1998 р	2	-46,4%	-58,5%
Кінець 2009 р відносно кінця 2007 р	2	-44,7%	-60,8%
Кінець 2015 р відносно кінця 2013 р	2	-41,2%	-54,9%

Характерною особливістю зміни цінових показників у зазначені кризові періоди є випереджаючі темпи падіння пропозицій орендних ставок відносно темпів падіння цін пропозицій до продажу.

З огляду наведеного можна дійти висновку, що в періоди зростання цінових показників на ринку (стабільного розвитку ринку) випереджаючими темпами змінюються ціни пропозицій до продажу, тоді як у періоди нестабільності – пропозиції орендних ставок.

Динаміка цін продажу торгової нерухомості на кінець відповідних періодів та ЧОД у розрахунку на 1 кв.м наведена на рис. 2.

Слід зазначити, що при розрахунку вказаних показників використані знижки на торг відносно цін пропозицій на кожному із сегментів (продажів та оренди) та показники рівня

вакантності, які склалися на ринку в відповідні періоди. Знижки на торг щодо цін пропозицій до продажу в різні роки знаходились переважно в діапазоні 3%-30%. Чим стабільнішим та впевненішим був розвиток ринку, тим нижче були знижки на торг, а в 2007 та першій половині 2008 року, продажі окремих об'єктів здійснювались в формі аукціону, коли наявні потенційні покупці боролись не за знижку до заявленої ціни продажу об'єкту, а пропонували більшу ціну за виставлену продавцем. Таким чином, в окремих випадках, але далеко не поодиноких, в цей період знижки на торг були мінімальними, а то й з підвищенням первісної ціни продавця.

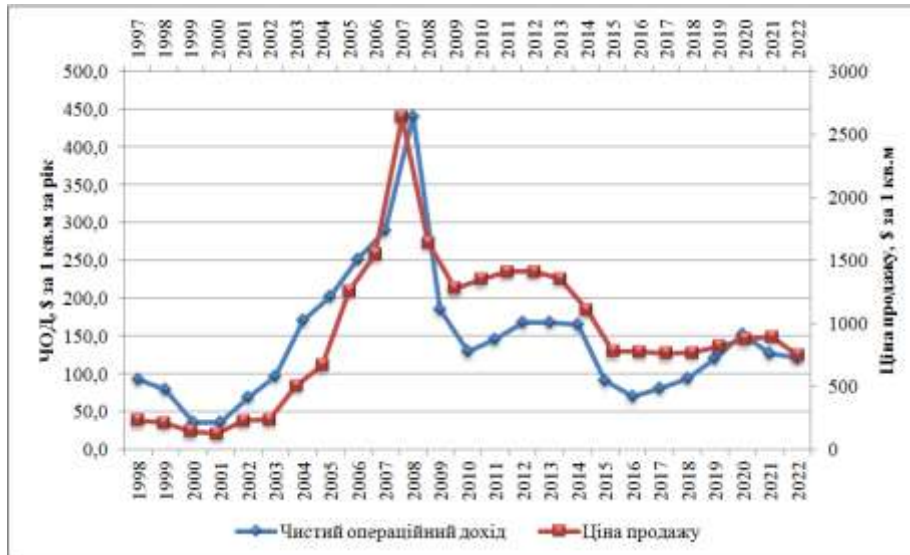


Рис. 2. Ціни продажу і ЧОД в розрахунку на 1 кв.м загальної площі об'єктів торгівлі

Знижки на торг щодо цін пропозицій орендних ставок знаходились в різні роки переважно в діапазоні 3%-20%. Оскільки орендодавці за період, що досліджується, були менш схильні до суттєвого завищення пропозицій орендних ставок і більш договороздатними, особливо в кризові періоди ринку, то ринок оренди виявлявся в багатьох випадках більш динамічним і, як наслідок, з меншими знижками та торг.

Рівень вакантності на сегменті торгівельної нерухомості коливався в діапазоні 3%-30% в різні роки залежно від стабільності розвитку ринку.

Усереднені значення також включають угоди з відомими цінами продажу та відомими ставками оренди по укладеним договорам оренди.

Розрахунок ЧОД_i здійснюється за формулою (8):

$$ЧОД_i = \frac{OC_{i-1} * (1 - TO_{i-1}) * (1 - B_i) * 12}{C_{i-1} * (1 - TP_{i-1})}, \tag{8}$$

де OC_{i-1} – середня пропозиція орендної ставки за 1 кв. м на місяць торгівельної площі нерухомості на кінець (i-1) року;

TO_{i-1} – середня знижка на торг на сегменті оренди, яка склалася на кінець (i-1) року;

TP_{i-1} – середня знижка на торг на сегменті продаж, яка склалася на кінець (i-1) року;

B_i – середній рівень вакантності використання об'єктів торгівлі, яка сформулась в i-му році. (При прогнозуванні ЧОД, на відміну від ретроспективного аналізу, за рівень вакантності може використовуватися значення, яке очікується в i-му періоді та склалось на кінець (i-1) періоду);

12 – передбачається дванадцятимісячний період використання нерухомості без зміни умов договорів оренди. Випадки іншої тривалості періодів використання виходять за межі дослідження, що описується в цьому матеріалі.

У таблиці 3 наведено показники зміни цін угод та ЧОД у різні фази розвитку ринку (часові періоди різної тривалості).

Як видно з табл. 3 перехід від цін пропозицій до цін угод переважно не суттєво вплинув на темпи зміни останніх: від -3% до 1,7%. Що ж до переходу від пропозицій орендних ставок до ЧОД слід відмітити наявність фазового зсуву (див. формулу (7)). З огляду на це порівнювати зміни цих показників у зазначені періоди не зовсім коректно.

ЧОД та ціни продажів за досліджуваний період перебували у прямо пропорційній залежності. За досліджуваний період ступінь кореляції цін продажу та ЧОД на вторинному ринку торговельної нерухомості становила майже 78%. Темпи зростання ЧОД за досліджуваний період були дещо нижчими (1,1%) за темпи зростання цін продажів, які склали 4,8% в річному вимірі.

Таблиця 3

Фаза розвитку ринку	Тривалість, років	Темп зміни, % річних	
		Ціни угоди	ЧОД
Період 1998-2022 рр. (базовий 1997 р.)	25	4,8%	1,1%
Період 1-ої кризи 1998-2001 рр.	4	-0,3%	-21,3%
Період зростання ринку 2001-2007 рр.	7	55,2%	35,2%
Період 2-ї кризи 2008-2013 рр.	6	-10,5%	-8,6%
Період поглиблення 2-ї кризи 2014-2019, спричинений захопленням Росією Криму та війною на Донбасі (базовий 2013 р.)	6	-9,5%	-5,3%
Період 2019-2021 кризи, пов'язаної з епідемією COVID-19	2	4,6%	2,7%
Період 2008-2022 рр.	15	-8,1%	-5,6%

Дохідність інвестування у торговельну нерухомість строком на 1 рік (тобто із року в рік) в період з 1998 по 2022 роки у доларовому обчисленні показана на рис. 3.

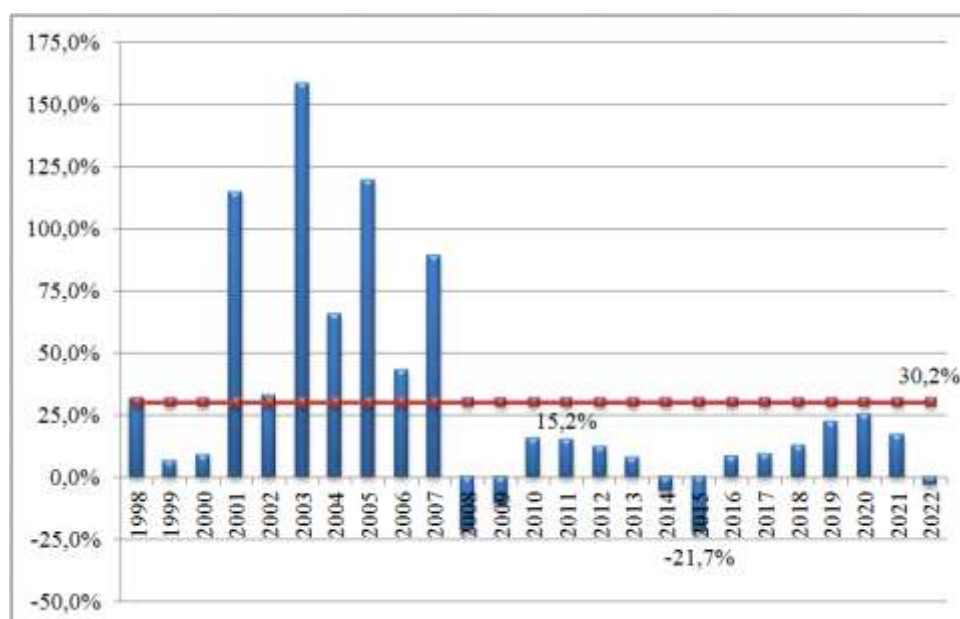


Рис. 3. Дохідність інвестування у торговельну нерухомість в залежності від періоду інвестування на 1 рік

Як видно з графіка сучасна історія розвитку ринку торгівельної нерухомості розподілена на 2 періоди: до 2007 р. включно і з 2008 р. по теперішній час. Після кризи 1998-2001 рр. спостерігався семи річний період (2001-2007 рр.) бурхливого зростання ринку, тоді як після обвалу ринку в 2008-2009 рр. спостерігався період стагнації ринку, спричинений негативним впливом на нього цілого ряду подій як в країні, так і за її межами.

В табл. 4 наведені дані щодо діапазонів дохідності та середніх їх значень по характерним періодам розвитку ринку на всьому інтервалі дослідження.

У період 2008-2022 рр. коливання дохідності в цьому сегменті ринку продовжувало залишатися досить значним і знаходилося в діапазоні (-21,7%...25,3%), що свідчить про розбалансованість ринку і продовження стадії його стагнації.

У період 2013-2022 рр. (10-ти річний період, що передував даті дослідження) середні арифметичні та геометричні значення дохідності становили 7,2% та 6,3% відповідно.

Таблиця 4

<i>Роки періоду</i>	<i>Діапазон дохідності, %</i>	<i>Середнє арифметичне, %</i>	<i>Середнє геометричне, %</i>
1998-2000 рр.	6,7%...31,7%	15,8%	15,3%
2001-2007 рр.	33,1%...158,6%	89,1%	84,5%
2008-2013 рр.	-21,2%...15,6%	3,1%	2,1%
2014-2018 рр.	-21,7%...12,7%	0,6%	-0,3%
2019-2021 рр.	17,0%...25,3%	21,5%	21,5%
2008-2022 рр.	-21,7%...25,3%	5,5%	4,5%
За весь досліджуваний період 1998-2022 рр.	-21,7% ... 158,6%	30,2%	24,0%

Дохідність інвестування у нерухомість на різних його сегментах *строком на 1 рік* (тобто із року в рік) в період з 1998 по 2022 роки в доларах США показана в табл. 5.

Таблиця 5

<i>Сегмент ринку нерухомості</i>	<i>Дохідність, %</i>			
	<i>За період 1998-2022 рр.</i>		<i>За період 2013-2022 рр.</i>	
	<i>Сер. ар.</i>	<i>Сер. геом.</i>	<i>Сер. ар.</i>	<i>Сер. геом.</i>
Торгівельна	30,2%	24,0%	7,2%	6,3%
Офісна*	24,3%	20,0%	8,0%	7,0%
Виробничо-складська*	23,0%	19,8%	12,2%	11,1%
Житлова*	17,0%	14,2%	5,5%	4,6%

* за більш детальною інформацією щодо результатів дослідження за зазначеними сегментами можна звертатися за електронною адресою: v.gerasimenko2023@gmail.com, Віктор Володимирович

Як свідчать дані табл. 5 за 10-ти річний період до дати дослідження дохідність на ринку нерухомості знизилась в середньому на 65% відносного дохідності, яка була досягнута на ринку нерухомості за весь досліджуваний період.

В табл. 6 показано перевищення в дохідності за період 1998-2022 рр. на інших сегментах ринку відносно аналогічних показників на ринку житлової нерухомості (вторинний ринок квартир). Цей сегмент ринку нерухомості вважається найбільш розвиненим.

Залежність дохідності від тривалості періоду одноразового інвестування на всьому інтервалі дослідження показано на рис. 4. При розрахунку цих показників дохідності передбачалося, що період володіння нерухомістю закінчувався наприкінці 2022 р, тоді як купуватись вона могла (щоб інвестування тривало більше 2-х років) наприкінці будь-якого року (1997-2020 рр.).

Таблиця 6

<i>Сегмент ринку нерухомості</i>	<i>Середня арифметична</i>	<i>Середня геометрична</i>
Житлова	0,0%	0,0%
Виробничо-складська	6,0%	5,6%
Офісна	7,3%	5,8%
Торгівельна	13,2%	9,8%

Придбання об'єкта торгівлі на вторинному ринку наприкінці 1997 р. та продаж його наприкінці 2022 р. визначають 25 річний період інвестування, а 20-ти річний період інвестування починається з придбання торгової нерухомості наприкінці 2002 р. та закінчується її продажем наприкінці 2022 р. і т.д. Передбачається, що в період володіння об'єкт торгівлі здається в оренду за ставками, що склалися на кінець кожного року володіння, окрім року продажу. Упродовж року орендна плата не змінюється.

Як видно із рис. 4 у досліджуваній період любе інвестування терміном 2 роки і більше мало позитивну дохідність. Найменше її значення у розмірі 1,5% було при інвестуванні на 15 років. Тобто торгівельна нерухомість була придбана в кінці 2007 року за ціною 2638 \$/кв. м, потім щорічно з 2008 по 2022 здавалась в оренду по ринковим орендним ставкам, а в кінці 2022 року була продана за ціною 744 \$/кв. м.

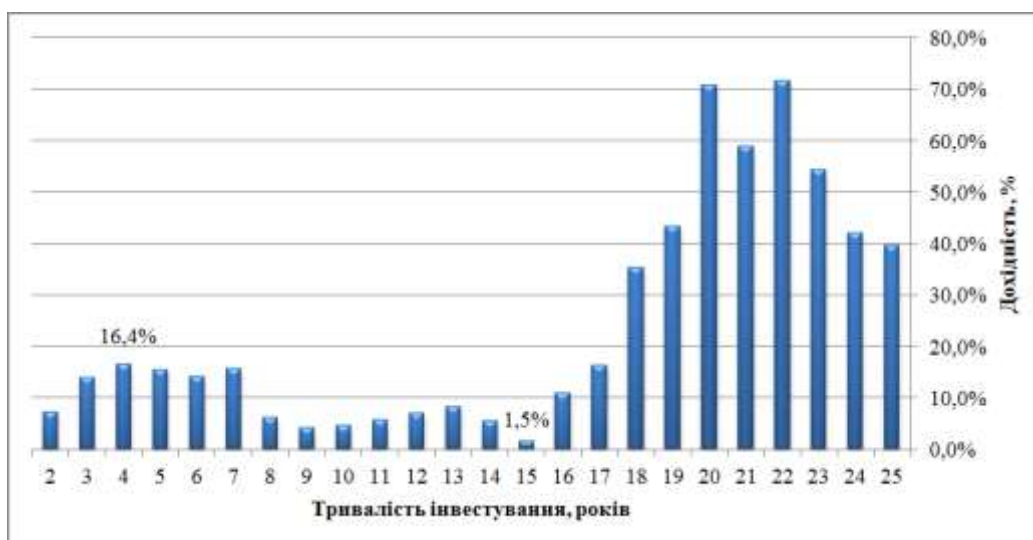


Рис. 4. Дохідність інвестування у торговельну нерухомість на вторинному ринку в залежності від тривалості періоду інвестування, що перевищує 2 роки

Інвестування з дохідністю, що перевищувала 30% спостерігалось за тривалості інвестування на строк, що перевищує 18 років. При тривалості інвестування від 2 до 17 років (що відповідає придбанню з кінця 2020 по кінець 2005 р. відповідно) на всьому інтервалі дослідження дохідність коливалася в діапазоні 1,5%...16,4% річних у доларовому обчисленні (середнє арифметичне становило 9,5%).

Графік усереднених за формулою (5) значень дохідності інвестування в торговельну нерухомість за різної тривалості інвестування показано на рис. 5. При інвестуванні на період певної тривалості (наприклад, 10-ти річний) передбачається ймовірність

інвестування в будь-які роки, що йдуть підряд, на всьому інтервалі дослідження, наприклад, 2001-2010 рр. або 2006-2015 рр., однаковою (див. рис. 6).

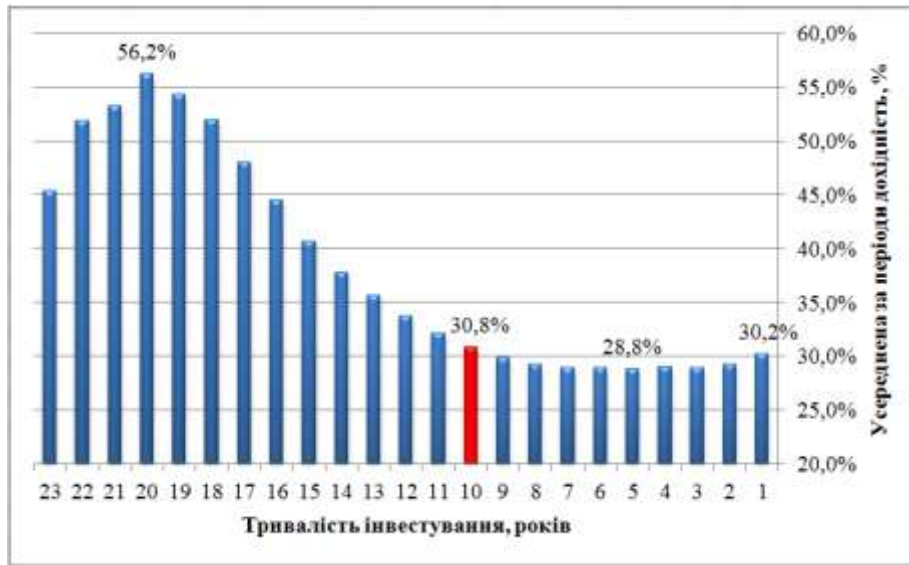


Рис. 5. Усереднена за періоди дохідність інвестування в об’єкти торгівлі на вторинному ринку в залежності від тривалості періодів інвестування

Як видно із рис. 5 зі збільшенням тривалості періоду володіння нерухомістю зростала і середня за періодами відповідної тривалості дохідність з 10-ти річної аж до тривалості інвестування в 20 років, за якої середнє значення дохідності становило 56,2%. Зменшення дохідності при подальшому збільшенні періоду володіння обумовлено впливом криз і 1998-2001 рр., і 2008-2013 рр., і 2014-2019 рр. Усереднені значення дохідності інвестування в об’єкти торгівлі на вторинному ринку у період 1998-2022 років коливалися в діапазоні 28,8%...56,2% (середня 38,2%) у номінальному доларовому обчисленні. Мінімальна усереднена дохідність інвестицій у торговельну нерухомість за останні 23 роки становила 28,8%.

Дохідність на ринку торговельної нерухомості за відповідні 10-ти річні періоди та усереднене значення наведені на рис. 6.

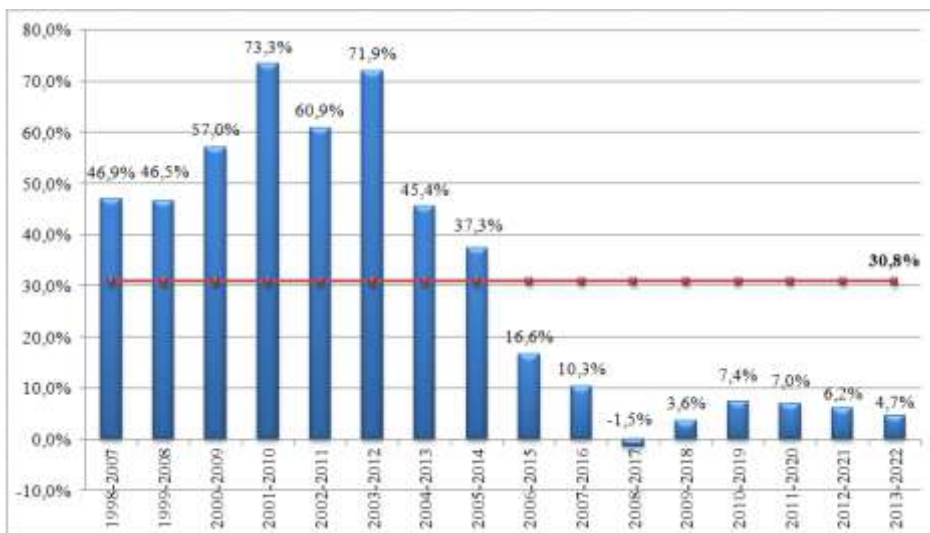


Рис. 6. Дохідність за 10-ти річні періоди інвестування в об’єкти торгівлі на вторинному ринку та усереднена дохідність на інтервалі дослідження за період тривалістю 10 років

Аналіз рис. 6 свідчить, що за перші вісім 10-ти річних періодів інвестування (початок інвестування з 1998 по 2005 рр.) досягалась дохідність, що перевищувала 30% (37,3%...73,3%, середнє **54,9%**), тоді як в другі вісім 10-ти річних періодів інвестування (початок інвестування з 2006 по 2013 рр.) досягалась дохідність, що не перевищувала 20,0% (-1,5%...16,6%, середнє **6,8%**). З огляду наведеного, дохідність інвестування на 10 років в об'єкти торгівлі на вторинному ринку з початком інвестування з 2006 по 2013 рр знизилась майже на порядок (87,7%) відносно періодів з початком інвестування з 1998 по 2005 рр.

На рис. 7, 8 показані ставки капіталізації r та ставки поточної дохідності k за досліджуваний період.

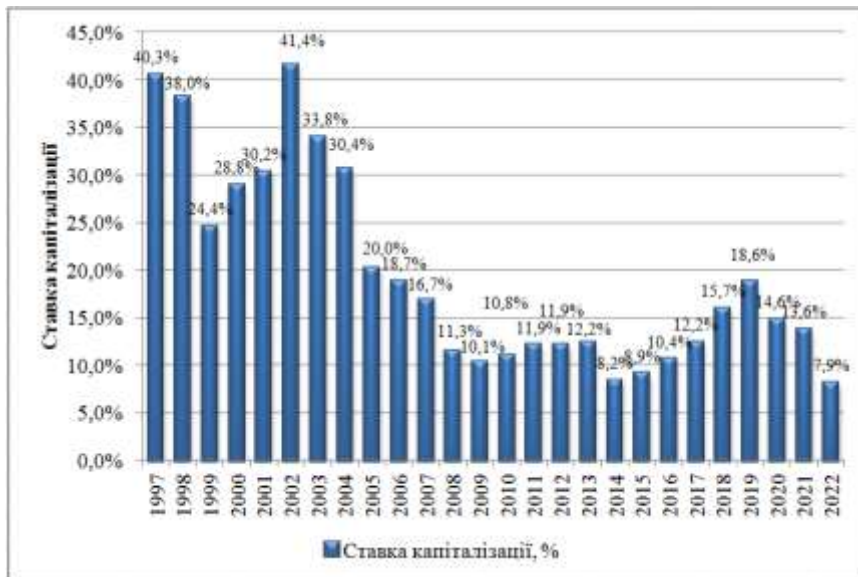


Рис. 7. Ставки капіталізації r на сегменті вторинного ринку об'єктів торгівлі

Різне падіння ставки капіталізації у 2022 році майже на 42% відносно 2021 року обумовлено переважно зниженням орендних ставок із-за війни. В той же час власники не поспішають знижувати ціни. З огляду на це ризики на ринку зросли, а ставки впали.

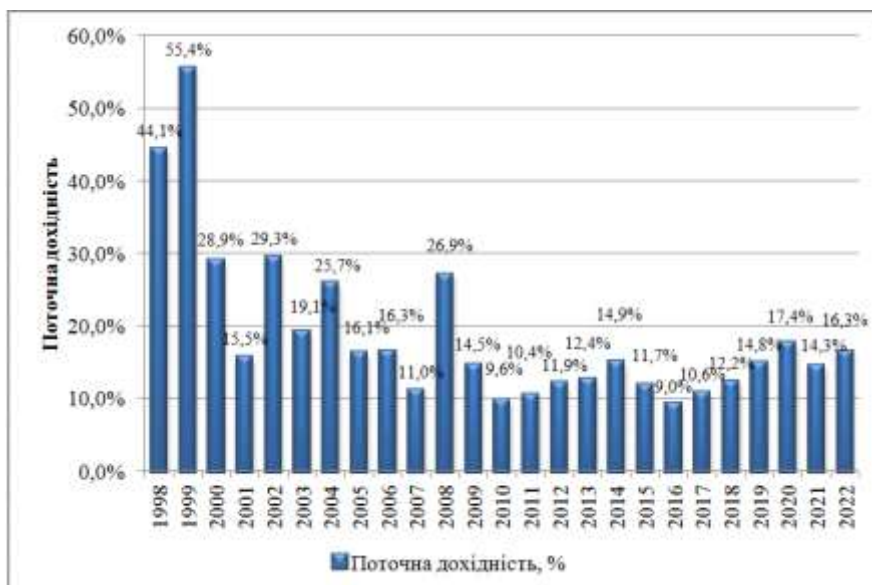


Рис. 8. Поточна дохідність k на сегменті вторинного ринку об'єктів торгівлі

В табл. 7 показано середні значення ставок капіталізації та поточної дохідності в різні періоди розвитку ринку.

Зіставний аналіз ставок свідчить, що значення ставки поточної дохідності в переважній більшості періодів є більшими за значення ставки капіталізації, окрім періоду бурхливого зростання цінних показників на ринку (2001...2007 рр.), тобто коли темпи зростання цін суттєво випереджали темп росту орендних ставок. За весь досліджуваний період середні значення ставок практично є співставними, хоча ставка поточної дохідності на 0,3% виявилася більшою за ставку капіталізації.

Таблиця 7

<i>Роки періоду</i>	<i>Середнє значення ставки капіталізації r, %</i>	<i>Середнє значення ставки поточної дохідності k, %</i>
1998-2000 рр.	30,4%	42,8%
2001-2007 рр.	27,3%	19,0%
2008-2013 рр.	11,4%	14,3%
2014-2018 рр.	11,1%	11,7%
2019-2021 рр.	15,6%	15,5%
2008-2022 рр.	11,9%	13,8%
2013-2022 рр.	12,2%	13,3%
За весь досліджуваний період 1998-2022 рр.	18,4%	18,7%

Наведені на рис. 7, 8 ставки отримані методом безпосередньої екстракції ринкових даних. Застосування методу екстракції ринкових даних можливо здійснити також шляхом побудови парної лінійної регресії, в якій результативною ознакою є ЧОД, а факторною – ціна (див. рис. 9). Ставка капіталізації становить 14,33%. R^2 характеризує тісноту (силу) кореляційної залежності. Чим ближче R^2 до одиниці, тим сильніше залежить ознака-результат «ЧОД» від ознаки-фактора «Ціна продажу» - тим жорсткіше реагують значення «ЧОД» на зміну значень «Ціна продажу». За шкалою Чеддока $R^2 = 0,5503$ свідчить про існування «помітної» кореляційної залежності між «ЧОД» та «Ціна продажу».

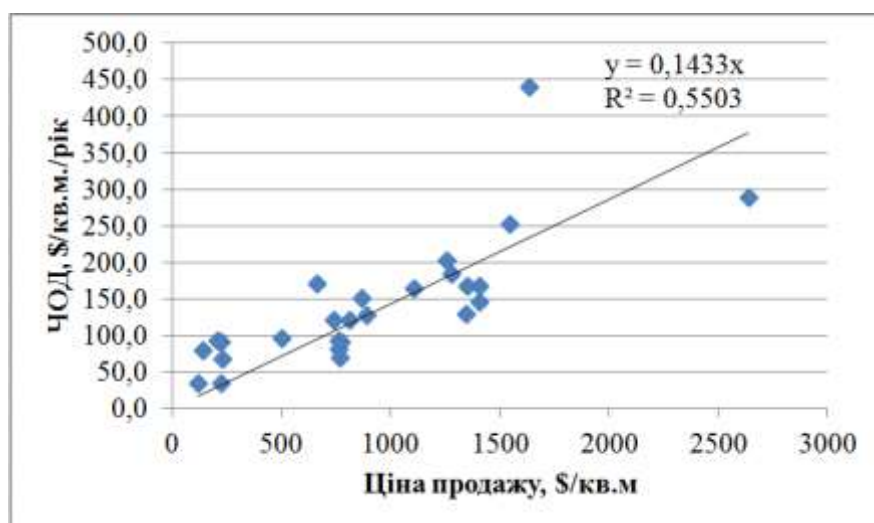


Рис. 9. Взаємозв'язок між ЧОД і ціною продажу на сегменті вторинного ринку об'єктів торгівлі в період 1997-2022 рр.

Результати побудови аналогічних залежностей для двох підперіодів (до і після кризи 2008 р.) наведені в табл. 8.

Результати свідчать про те, що в період 2008-2022 рр. ставка капіталізації на 1,4% менше, ніж була в період – 1997-2007 рр., який охоплював також і кризи 1998-2000 рр.

Таблиця 8

Роки періоду	Ставки капіталізації, %
1997-2007 рр	13,9%
2008-2022 рр	12,5%

Для перевірки тотожності результатів розрахунку повної дохідності за формулами (6) і (7) на рис. 10 наведені темпи зміни ціни продажу q із року в рік.

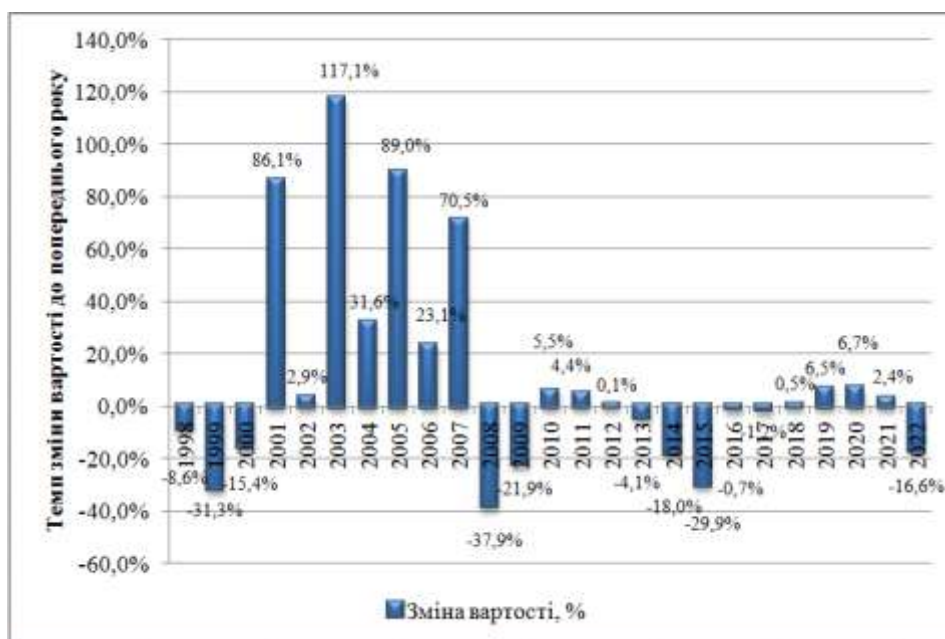


Рис. 10. Темпи зміни Ціни продажу на сегменті вторинного ринку об’єктів торгівлі

З огляду наведеного, повна дохідність (кінцева віддача) на підставі формул (6) і (7) за результатами, наприклад, 2011 р та 2015 р, розраховується за формулами (9) та (10) і (11) та (12) і становить **15,2%** та **-21,7%** відповідно (див. рис.3).

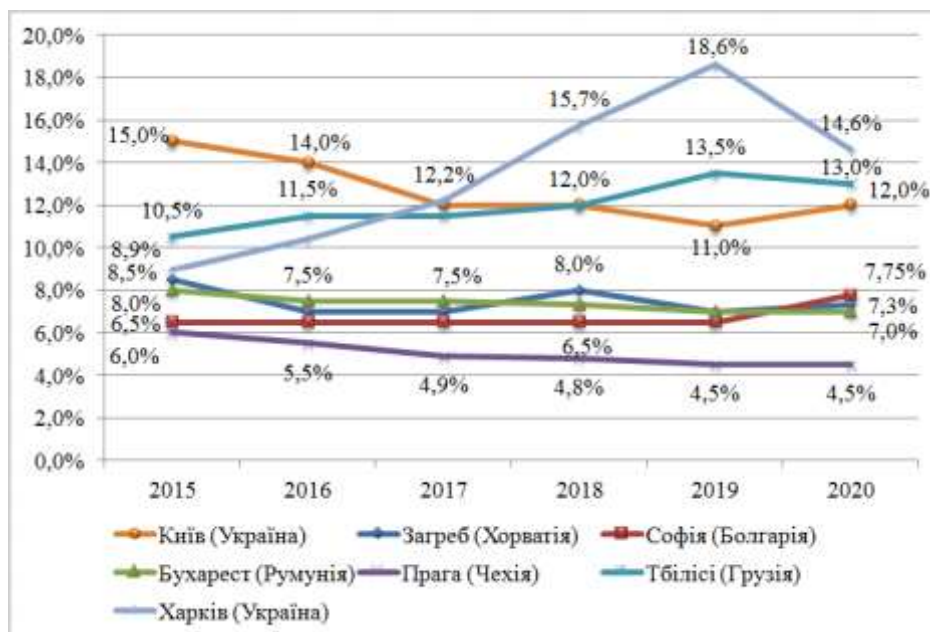
$$d_{2011} = r_{2010} + q_{2011} = 10,8\% + 4,4\% = 15,2\%. \tag{9}$$

$$d_{2011} = (1 + k_{2011}) * (1 + q_{2011}) - 1 = (1 + 10,4\%) * (1 + 4,4\%) - 1 = 15,2\%. \tag{10}$$

$$d_{2015} = r_{2014} + q_{2015} = 8,2\% + (-29,9\%) = -21,7\%. \tag{11}$$

$$d_{2015} = (1 + k_{2015}) * (1 + q_{2015}) - 1 = (1 + 11,7\%) * (1 + (-29,9\%)) - 1 = -21,7\%. \tag{12}$$

Для визначення наявності потенціалу розвитку ринку торгівельної нерухомості в Україні здійснено порівняльний аналіз ставок капіталізації на цьому сегменті ринку за 2015-2020 рр. двох українських міст (двох столиць – сучасної і першої), столиці Грузії і 4-х столиць Східної Європи (див. рис. 11). На рис.12 демонструється ранжований ряд міст Європи за середніми ставками капіталізації за зазначений період.



Джерело: [4], автор

Рис. 11. Ставки капіталізації на ринку торгівельної нерухомості по містах Східної Європи за 2015-2020 рр.

Завдяки розвитку ринку нерухомості, збільшення конкуренції та пропозиції на ринку, зниження ризиків та підвищення ступеня їх прогнозованості відбувається процес поступового зниження ставок капіталізації. У міру збільшення ліквідності на ринку нерухомості ставки капіталізації зменшуються і ціни на нерухомість зростають.

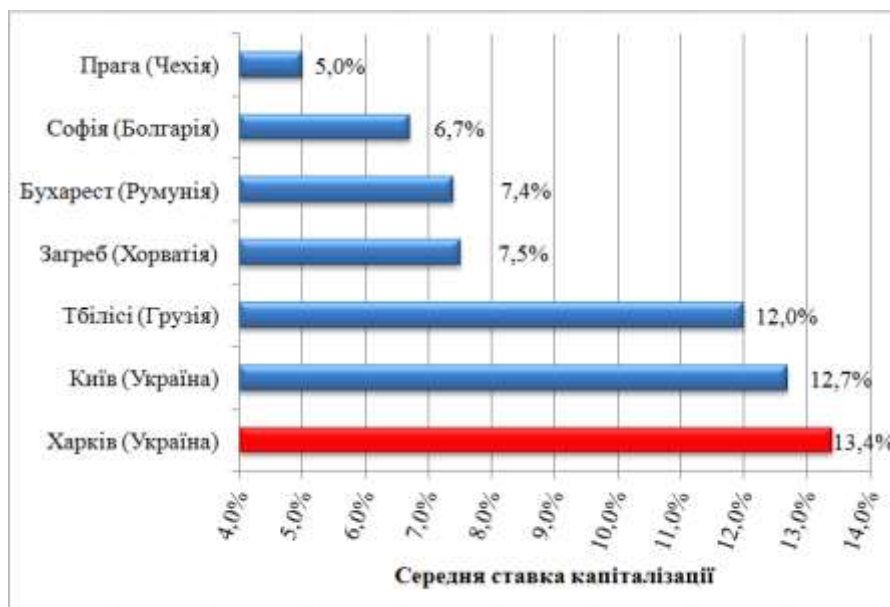


Рис. 12. Середні ставки капіталізації за 2015-2020 рр. на ринку торгівельної нерухомості по містах Східної Європи

Як видно з рис. 12 найбільш розвиненим ринком торгівельної нерухомості на зазначений період є ринок Праги в Чехії, за яким слідує ринок Софії в Болгарії. Більш розвиненими по критерію мінімуму ставки капіталізації є ринки торгівельної нерухомості Бухаресту в Румунії та Загребу в Хорватії. За рівнем розвитку за вказаним критерієм ринок

торгівельної нерухомості в Тбілісі (Грузія) незначно випереджає українські ринки Києва і Харкова.

За даними Statista [5], у першому кварталі 2022 року середня ставка капіталізації торговельної нерухомості в США, як більш розвинутого ринку нерухомості, ніж в Україні, становила 6,14%. Максимальні ставки для роздрібних об'єктів у торгових центрах протягом цього часу становили 6,75% порівняно з 5,63% для незалежних магазинів.

З огляду наведеного щодо ставок капіталізації на розвинутих ринках для розвитку українського ринку торговельної нерухомості мається потенціал з цільовим орієнтиром ставки капіталізації у розмірі 4,5%-6,0%.

Висновки

1. Показано, що дохідність при інвестуванні в нерухомість на один період однозначно визначається поточною дохідністю і темпом зміни вартості нерухомості за цей період в адитивній та мультиплікативній формах, які дають однаковий результат.

2. ЧОД та ціни продажів за досліджуваний період на торговельну нерухомість перебували у прямо пропорційній залежності. Коефіцієнт кореляції мав значення 0,78. Темпи зростання ЧОД (1,1%) за досліджуваний період дещо відставали від темпів зростання цін продажів, які становили 4,8%.

3. Дохідність інвестування в торговельну нерухомість терміном понад 1 рік (середнє значення 38,6%) була вищою за дохідність інвестування терміном 1 рік (середнє значення 30,2%). Премія за інвестування на період понад рік щодо річного періоду становила 8,4%.

4. За весь досліджуваний період із збільшенням тривалості періоду володіння нерухомістю зростала і середня за періодами відповідної тривалості дохідність (10-20 років). Максимальне значення дохідності становило 56,2% при тривалості інвестування (періодах володіння) рівним 20 років. При вкладенні на період 21-23 років дохідність була вже нижчою за максимальну.

5. Ставка капіталізації за досліджуваний період мала виражену тенденцію зниження. Її значення у 2008 р становило 11,3%. Після 2008 р значення ставки капіталізації на сегменті торговельної нерухомості коливалося в діапазоні (7,9%...18,6%) за середнього значення 11,9%.

Список використаних джерел

1. Фридман Дж., Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости, Перевод с английского. – М.: Дело, Лтд. М., 1995. – 480 с.
2. Фінансова енциклопедія: середнє арифметичне, електронний ресурс, режим доступу: <https://ua.nesrakonk.ru/arithmeticmean/>
3. Середнє геометричне – що це таке, визначення та поняття, електронний ресурс, режим доступу: <https://uk.economy-pedia.com/11037000-geometric-mean>
4. Ринок нерухомості – річний звіт 2020, NAI Ukraine, електронний ресурс, режим доступу: <https://naiukraine.com/wp-content/uploads/2021/02/Rynok-neruhomosti-2020-rik.pdf>
5. Мир Нвадіке, Максимальна ставка нерухомості: яка хороша максимальна ставка оренди у 2023 році, 2022, електронний ресурс, режим доступу: <https://businessyield.com/uk/real-estate-investment/real-estate-cap-rate/?currency=AUD>

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ НЕРУХОМИХ ОБ'ЄКТІВ КУЛЬТУРНОЇ СПАДЩИНИ

Олександр Драпиковський, заслужений оцінювач УТО, REV
Ірина Іванова заслужений оцінювач УТО, REV

Вступ

Серед нерухомого майна є об'єкти, що мають історичну цінність для суспільства і формують його культурну спадщину. Значимість цих об'єктів для держави та громадськості зумовлює потребу в законодавчій та планувальній регламентації питань щодо їх володіння, користування та розпорядження.

Разом з тим нерухомі об'єкти культурної спадщини, як і будь-який об'єкт нерухомого майна, існують насамперед тому, що вони свого часу були створені для певного використання, а згодом були адаптовані їхніми власниками та користувачами для задоволення своїх потреб або потреб учасників ринку, тобто набули і підтримують вартість.

Оцінка нерухомих об'єктів культурної спадщини може знадобитися з багатьох причин: купівля-продаж, надання в оренду, інвестування, забезпечення позики, оподаткування, фінансова звітність, страхування, забезпечення фінансування, а також примусового викупу.

Незалежно від мети, будь-яка оцінка відобразить основні ринкові чинники, спільні для всього сектора нерухомості: розташування, співвідношення попиту та пропозиції, економічні та політичні сили, соціальні запити, фізичне середовище тощо.

Проте оцінка нерухомих об'єктів культурної спадщини має ряд важливих особливостей, пов'язаних з їх історико-культурним потенціалом та законодавчою і планувальною регламентацією їх використання, які будуть урахування при визначенні вартості таких об'єктів. Тому цілком природно, що це питання стало предметом розгляду інституцій, які розробляють загальноновизнані у світі стандарти оцінки – Ради з Міжнародних стандартів оцінки, Європейської групи асоціацій оцінювачів, Королівського інституту сертифікованих сюрвеєрів [2; 3; 4; 5].

У рамках цієї статті будуть розглянуті особливості застосування традиційних і альтернативних методичних підходів до оцінки нерухомих пам'яток та їх відповідність положенням загальноновизнаних стандартів оцінки.

1. Преференції та обмеження, пов'язані зі статусом нерухомої пам'ятки

В Україні нерухомими пам'ятками вважається нерухоме майно, яке офіційно визначено як таке, що має культурне чи історичне значення внаслідок його зв'язку з історичними подіями або періодом, з архітектурним стилем чи з культурною спадщиною країни.

До нерухомих об'єктів культурної спадщини можуть бути віднесені:

- *об'єкти архітектури* – окремі будівлі, архітектурні споруди, що повністю або частково збереглися в автентичному стані і характеризуються відзнаками певної культури, епохи, певних стилів, традицій, будівельних технологій або є творами відомих авторів;

- *об'єкти містобудування* – історично сформовані центри населених пунктів, вулиці, квартали, площі, комплекси (ансамблі) зі збереженою планувальною і просторовою структурою та історичною забудовою, у тому числі поєднаною з ландшафтом, залишки давнього розпланування та забудови, що є носіями певних містобудівних ідей;

- *об'єкти садово-паркового мистецтва* – поєднання паркового будівництва з природними або створеними людиною ландшафтами.

Таке майно незалежно від форм власності підлягають державній реєстрації, що визначає їх правову статусність як пам'ятки національного та місцевого значення. Зауважимо, що до державного реєстру нерухомих пам'яток заносять лише об'єкти, що зберегли свою автентичність.



Рис. 1 Свіржський Замок – фортифікаційна споруда XV ст., пам'ятка архітектури національного значення (охоронний номер 481)

На кожен об'єкт, включений до реєстру, виготовляється *паспорт пам'ятки*, що є як правовим, так і історико-культурним документом. У паспорті наводиться вся історія визначеної пам'ятки, історико-культурні підстави включення її у реєстр, окреслюються предмет охорони, тобто, параметри і показники, які мають бути збережені при будь-яких роботах на цьому об'єкті.

Юридичні та фізичні особи, у власності та користуванні яких перебувають пам'ятки, відповідають за їхню збереженість і зобов'язані дотримуватися вимог органів охорони культурної спадщини відповідно до *охоронних договорів* щодо утримання та використання пам'яток. Одночасно, для стимулювання власників і користувачів нерухомих пам'яток щодо їх збереження, держава та/або органи місцевого самоврядування зазвичай запроваджують стимулюючі заходи, насамперед фіскального характеру: надання пільг або звільнення від майнових податків та місцевих зборів; інвестиційні податкові пільги тощо.

Крім того, власникам і користувачам таких об'єктів можуть надаватися субсидії, дотації, гранти та благодійні внески і пожертви на охорону культурної спадщини.

Таким чином, оцінка нерухомих пам'яток потребує врахування низки чинників, що обумовлені такими особливостями:

- історичною та/ або культурною цінністю об'єкта нерухомості, пов'язану з його унікальністю та іншими складовими, що формують нематеріальну складову вартості;
- збереження первинного стану об'єкту нерухомості як у цілому, так і окремих його елементів (автентичність);
- наявних правових і законодавчих форм захисту, зокрема охоронних зобов'язань щодо використання нерухомості;
- імовірних значних витрат на відновлення та обслуговування нерухомості;
- імовірного обмеження щодо використання ділянки землі, на якій знаходиться об'єкт.

Оцінювач має розглянути усі зазначені особливості оцінюваного об'єкту, а також вивчити можливий вплив цих особливостей на вартість, врахувати цей вплив при визначенні вартості, або обґрунтувати відмову від врахування.

2. Процес оцінювання нерухомих пам'яток

Достовірна оцінка нерухомих об'єктів культурної спадщини вимагатиме розуміння архітектурних та історичних характеристик і фактичної інформації, що стосується будівлі чи споруди, збирання та аналізу порівнянних даних та інших фізичних і правових питань, які вплинули на використання. При цьому сам процес оцінки має залишатися повністю об'єктивним і не призводити до необґрунтованих суджень та припущень чи упередженого ставлення до об'єкта оцінки та до фізичного, історико-культурного і правового середовища його існування.

Очевидно, що в той час як багато елементів оцінки, таких, як вплив місця розташування та місцевих ринкових умов, можна оцінити з ясністю та впевненістю, вплив статусу пам'ятки на вартість є більш складним для оцінювання. Щоб сформулювати остаточне судження про вартість історичної нерухомості на ринку, часто необхідно враховувати не лише звичайні фактори оцінки, а й кількісно оцінити вплив менш відчутних чинників, таких, як значення спадщини.

Таким чином, будь-який вплив на вартість, що випливає зі статусу пам'ятки або розміщення в межах заповідної території, не може розглядатися окремо, і його слід зважувати з іншими ринковими факторами, такими, як місце розташування, оточення, естетика, пристосованість, можливості альтернативного використання та ймовірні зобов'язання щодо утримання та обслуговування.

Характер та обсяг законодавчого і планувального захисту можуть обмежити або звужити види та інтенсивність використання майна, що має історичну цінність. Наприклад, найкраще та найбільш ефективне використання буде обмежено лише одним юридично дозволеним використанням або буде порушено принцип пропорційності, коли розмір земельної ділянки не відповідатиме обсягу земельних поліпшень.

Окрім того, вимога до збереження автентичності історичної будівлі чи її окремих частин може зумовити неусувну функціональну застарілість об'єкта. При цьому має бути врахована можливість, що дотримання охоронних зобов'язань, які призведуть до надлишкових капітальних чи операційних витрат, буде компенсоване пільгами (дотаціями тощо), щоб не призвести до штучного знецінення об'єкта.

У свою чергу обмеженість в альтернативному використанні суттєво впливатиме на можливість вибору виду вартості, детермінованого метою оцінки нерухомого майна, що має історичну цінність.

Визначення ринкової вартості можливе у випадку, коли історична нерухомість, що оцінюється, є типовим зразком фонові забудови міста, отже, порівняння з об'єктами «подібного майна» не вимагає проведення «особливих» коригувань. Окрім того, визначений охоронним договором напрям використання будівлі оцінюваного об'єкта культурної спадщини визнається найкращим та найбільш ефективним.

Визначення інвестиційної вартості виправдане, коли подальша експлуатація історичної нерухомості забезпечить економічну доцільність передбачених договірними зобов'язаннями витрат на її відновлення чи реконструкцію.

При цьому оцінка нерухомого майна, що має історичну цінність [1: 423], не виключає випадків, коли вартість, що визначається, буде:

- *не-ринковою*, тому що відсутні ринкові порівняння, а накладені зобов'язання не мають необхідних свідчень для здійснення коректування;
- *не-інвестиційною*, оскільки такі зобов'язання є об'єктно, а не суб'єктно орієнтованими і стосуються не конкретного учасника, а поширюються на всіх учасників ринку.

За таких обставин суму угоди швидше за все визначатиме справедлива вартість (за визначенням Міжнародних стандартів оцінки), що є прийнятною для конкретних покупця і продавця.

При проведенні оцінки нерухомого майна, що має історичну цінність, залежно від його типу і цілей оцінки необхідно враховувати витрати на його відновлення і обслуговування, що можуть бути доволі значними і мати суттєвий вплив на вартість цього майна. У більшості випадків визначення вартості історичної нерухомості має спиратися на результати спеціальних досліджень стосовно характеру старих методів будівництва та матеріалів; поточної ефективності та продуктивності таких об'єктів порівняно із сучасними еквівалентними об'єктами; прийнятності (доцільності) заходів, що використовуються для ремонту, реставрації, відновлення або реабілітації об'єктів.

Якщо оцінку проводять у контексті капітального відновлення, реконструкції або зміни об'єкта культурної спадщини, інформація про можливі витрати на виконання цих робіт є важливим елементом процесу оцінки. При цьому варто брати до уваги і раніше здійснені ремонтні чи реставраційні роботи, особливо якщо при їх виконанні були використані невідповідні матеріали та/або будівельні технології, що могли б спричинити незворотні фізичні пошкодження конструкції та втрати автентичності. Як наслідок, для усунення цих недоліків будуть потрібні додаткові витрати, без яких об'єкт може втратити статус пам'ятки.

Витрати на виконання ремонтних чи реставраційних робіт мають бути розглянуті також у контексті майбутньої вартості об'єкта. Цілком можливо, що така вартість буде меншою за обсяг витрат на відновлення об'єкта. Тобто матиме місце «дефіцит збереження», подолати який можна або за допомогою додаткового фінансування, наданого у формі субсидії, гранту чи позики, або шляхом отримання податкових пільг, що мають ефект компенсації історичних зобов'язань і сприяють збільшенню ринкового попиту на нерухомі об'єкти культурної спадщини.

3. Методичні підходи до оцінки нерухомих пам'яток

До оцінки нерухомих об'єктів культурної спадщини, як уже зазначалося, можуть бути застосовані всі основні оціночні підходи. Однак оцінка такої нерухомості може вимагати певної адаптації традиційних підходів задля врахування більш індивідуального характеру історичної нерухомості.

Ринковий підхід

Метод зіставлення продажів

Застосування ринкового підходу до оцінки нерухомих об'єктів культурної спадщини можливе за наявності достатньої і достовірної ринкової інформації відносно цін продажу/пропозицій об'єктів, подібних об'єкту оцінки.

Для багатьох історичних об'єктів, представлених на ринку житлової та комерційної нерухомості, метод зіставлення продажів буде найбільш прийнятним і потенційно найточнішим способом оцінювання. Разом з тим потрібно визнати деякі обмеження щодо оцінки історичної нерухомості з використанням ринкових даних із порівнянних угод.

По-перше, буде менше транзакцій з подібними об'єктами для об'єктивного порівняння. І хоча неоднорідність є однією з ключових характеристик, яка виділяє ринок нерухомості серед інших товарних ринків, обмежена пропозиція та індивідуальні особливості багатьох історичних об'єктів посилюють елемент унікальності.

У роз'ясненнях Королівського інституту сертифікованих оцінювачів щодо оцінки історичних об'єктів неодноразово підкреслюється, що порівнянні дані, можливо, доведеться шукати не тільки на місцевому, а й на регіональному та навіть національному рівнях, щоб отримати діапазон значень для об'єктів певного типу [4: 15, 20, 21].

При цьому доступні порівнянні дані про об'єкти як з історичними, так і неісторичними будівлями, співвідношення між вартостями цих об'єктів може бути використано для визначення вартості об'єкта оцінки.

По-друге, ринок об'єкта, ймовірно, буде обмежений, а в деяких випадках – штучно збільшений через уявну привабливість «старовинної» будівлі. Частку вартості, пов'язану з фактором спадщини, може бути важко виділити в рамках порівнянних угод. Деякі вказівки щодо вартісної оцінки будь-якої «історичної премії» можуть бути отримані з дослідження впливу на вартість об'єктів, розташованих у межах охоронної чи заповідної території.

При реалізації ринкового підходу до сукупності елементів порівняння доцільно включати елементи, які дозволяють враховувати вплив показників історичної/культурної цінності об'єктів на їх інвестиційну привабливість і, відповідно, на ринкову вартість. Це, як зазначено в Міжнародних стандартах оцінки [3: 71], може змінити звичайний порядок пріоритетності елементів порівняння, коли на передній план виходять історичні особливості об'єкта оцінки: архітектурний стиль; автентичність і характерні культурні чи історичні асоціації, пов'язані з об'єктом; подібність юридично дозволеного використання; обмежуючі умови або охоронні зобов'язання; необхідність здійснення ремонтних чи реставраційних робіт.

Зазначені елементи порівняння застосовують у разі, якщо наявна ринкова інформація піддається спостереженню і дозволяє визначити розміри коригувань.

Дохідний підхід

Більшість об'єктів нерухомості, що мають історичну цінність, здатні приносити дохід, тому для визначення їх вартості можна застосовувати традиційні методи дохідного підходу: інвестиційний метод і метод зисків.

Інвестиційний метод

Інвестиційний метод буде доречним для оцінки будь-якої, включаючи історичну, нерухомість, що надається чи може бути надана в оренду.

Проте для історичної нерухомості в застосуванні інвестиційного методу можуть існувати проблеми з порівнянними даними для визначення ставок орендної плати та рівня поточної і потенційної дохідності.

Оцінка належної дохідності (норма віддачі) може бути додатково ускладнена впливом «історичного» фактора, оскільки обмеження щодо використання та зміни, а також вищі витрати на обслуговування і ремонт можуть негативно вплинути на ставлення інвестора.

Однак із цього не обов'язково витікає, що дохід від інвестицій, досягнутий на ринку, для історичної нерухомості завжди буде значно нижчим порівняно із сучасними об'єктами. Може статися так, що історична нерухомість надає усвідомлюваний престиж, що у свою чергу підвищує її товарність і, як наслідок, збільшує вартість та інвестиційну привабливість.

Обмежена пропозиція і підвищений попит також можуть означати, що історичні будівлі матимуть більшу вартість. І навпаки, обмеження на фізичні зміни та альтернативне використання у поєднанні з більшими витратами на ремонт та обслуговування можуть знизити віддачу. Навіть якщо вважається, що історична будівля надає престижу, її привабливість як інвестиції може бути знижена, якщо внутрішній простір і планування не будуть універсальними та відповідати сучасним вимогам.

У випадку, якщо фізичні особливості нерухомого майна, що має історичну цінність, сприяють збільшенню його здатності у генеруванні доходу, особливо важливо відобразити витрати на будь-які роботи, необхідні для реставрації, адаптування або утримання об'єкта. Там, де у проведенні таких робіт є потреба, необхідно зробити поправки на час і витрати, пов'язані з отриманням відповідних дозволів.

Загалом побудова дисконтованого грошового потоку, пов'язаного з історичним майном, є найбільш доречною при застосуванні інвестиційного методу, оскільки дозволяє врахувати особливі елементи, що впливають на вартість цього майна, такі, як фізичний знос і функціональна застарілість або надбавки на субсидії, що мають бути включені в оцінку.

Разом з тим із застосуванням техніки дисконтованих грошових потоків пов'язана низка проблем.

Перша проблема – визначення строку економічного життя об'єкта оцінки.

Особливістю нерухомого майна, що має історичну цінність, є те, що строк їх корисного використання практично необмежений. Навпаки, з часом їхня цінність може навіть зростати. Тому для розрахунків поточної вартості майбутніх грошових потоків при використанні моделі дисконтованих грошових потоків для функціонуючої нерухомості доцільно застосовувати строк економічного життя, що залишився, земельних поліпшень нерухомості найближчого оточення [1: 428].

Таке припущення виправдане (правомірне) як мінімум двома обставинами:

1) після закінчення строку економічного життя земельних поліпшень нерухомості найближчого оточення ці поліпшення будуть замінені іншими, що змінить оточення об'єкта оцінки та вимагатиме перегляду практично всіх вартісних показників;

2) для приведення майбутніх потоків у поточну вартість використовується ставка дисконтування (капіталізації), значення якої для об'єкта оцінки (якщо визначається його ринкова вартість) має визначатися типовим рівнем дохідності нерухомості в цьому районі міста, а це означає, що явно (при визначенні норми віддачі) або неявно (при визначенні ставки капіталізації) буде враховано строк життя земельних поліпшень нерухомості найближчого оточення, що залишився.

Друга проблема пов'язана зі встановленням розмірів дотацій або пільг власнику нерухомого майна, що має історичну цінність.

Очевидно, що дотримання власником такого майна охоронних зобов'язань збільшить витратну складову грошових потоків нерухомості, що функціонує. Проте компенсація цих додаткових витрат здійснюватиметься не за фактично понесеними витратами, а за розміром втрати доходу, необхідного для забезпечення типового рівня дохідності нерухомого майна у районі розміщення об'єкта оцінки.

Насамперед наблизити рівень дохідності об'єкта оцінки до типового рівня можна шляхом надання пільг за майновим податком (тобто шляхом скорочення операційних витрат), а якщо цей захід виявиться недостатнім, то шляхом надання дотацій, тобто шляхом збільшення дійсного валового доходу.

Метод зисків

Багато історичних будівель використовують для певної форми комерційної діяльності, наприклад, місця публічних заходів, театри, концертні зали, музеї, ресторани тощо. У таких випадках можлива оцінка з урахуванням комерційного потенціалу об'єктів нерухомого майна, що мають історичну цінність.

Проте більшість об'єктів функціонують таким чином, що отримують незначний річний операційний дохід або взагалі не отримують його. Приклади включають історичні будинки, відкриті для громадськості, мотивація яких не є суто комерційною, а зумовлена поєднанням потреби зменшити витрати на утримання та збереження будівлі (і часто контенту) для загального блага суспільства.

Якщо характерні архітектурні риси і престижність нерухомого об'єкта культурної спадщини роблять доцільним його використання у комерційних цілях і якщо таке використання є найкращим та найбільш ефективним, оцінка такого об'єкта має враховувати:

1. Усі роботи з реставрації, пристосування або реабілітації об'єкта культурної спадщини повинні відповідати існуючим планувальним вимогам та охоронним зобов'язанням.
2. Час, потрібний для отримання необхідних погоджень на реконструкцію історичних будівель, зміну функції їх використання та/або на отримання податкових пільг.
3. Додаткові витрати на утримання об'єкта, особливо, якщо ці витрати пов'язані з усуненням ознак функціональної застарілості або спрямовані на резервування додаткових коштів до фонду відшкодування.

Отже, при прогнозуванні грошових потоків у рамках методу зисків слід проаналізувати можливість як збільшення доходів, зумовлених культурною цінністю, місцем розташування, експлуатаційною придатністю нерухомого майна, так і зменшення доходів, зумовлених обмежувальними умовами, місцем розташування, технічним станом, невідповідністю окремих характеристик об'єкта сучасним ринковим вимогам.

Також необхідно враховувати додаткові ризики, пов'язані з особливостями отримання доходу з нерухомих об'єктів культурної спадщини. Зокрема, *законодавчий ризик*, пов'язаний з недосконалістю правового регулювання, ускладненою процедурою отримання необхідних погоджень, та *ризик некомпетентного управління*, пов'язаний з нехтуванням умов охоронних зобов'язань, яке призводить не тільки до штрафних санкцій, а й в окремих випадках – до примусового відчуження об'єкта культурної спадщини.

Витратний підхід

У витратному підході можливі два способи визначення вартості нерухомих пам'яток: метод залишкової вартості заміщення (відтворення) та метод розвитку. Перший метод дозволяє визначити вартість об'єкта нерухомого майна, що має історичну цінність, після завершення відновлення (реставрації, ремонту, реконструкції); другий – вартість такого об'єкта до проведення відновлюваних робіт, тобто в його теперішньому стані.

Метод залишкової вартості заміщення (відтворення)

Нерухоме майно, що має історичну цінність, може бути оцінене з використанням методу залишкової вартості заміщення чи відтворення, в основі якого зазвичай лежить саме вартість відтворення – сьогоденні витрати на створення точної копії історичної будівлі з використанням подібних матеріалів, методів і майстерності з урахуванням її сукупного знецінення. Така вимога ускладнює визначення вартості через більш високий ступінь невизначеності стосовно матеріалів і будівельних технологій.

Для адекватної оцінки витрат на створення точної копії необхідно мати відповідну компетентність, інакше справжній стан будівлі може бути неправильно ідентифікований, обсяг витрат може бути збільшений за рахунок непотрібних робіт, а основні дефекти

упущені. Тому слід звернутися за консультацією до спеціалістів щодо оцінки технічного стану будівлі. Крім того, у витратах на відновлення мають бути враховані додаткові збори, пов'язані з отриманням необхідних дозволів уповноважених органів на виконання робіт.

Існує також перспектива значних затримок у виконанні робіт, спричинених виявленням раніше невідомих і незареєстрованих пам'яток та необхідністю подальших археологічних досліджень. Останні можуть не тільки збільшити строк відновлення, а й вплинути на економічну життєздатність об'єкта, оскільки запропоновані зміни можуть бути більше неможливими.

У всіх випадках вартість відтворення історичної будівлі потребуватиме коригування на фізичний знос і функціональну застарілість. Навіть у разі повного фізичного відновлення будівлі вона може мати функціональну застарілість, зумовлену додатковими (надлишковими) капітальними чи операційними витратами.

Вартість землі може бути так само важко встановити на тій підставі, що для нерухомих об'єктів культурної спадщини мало ймовірно знайти прямі порівнянні докази для ділянок, що мають таке саме використання. Тому для визначення вартості землі швидше за все необхідно буде зробити ряд припущень і коригувань до ринкових даних.

Загалом метод залишкової вартості заміщення (відтворення), на думку фахівців Європейської групи асоціацій оцінювачів (TEGOVA), «можна застосувати в дуже особливих обставинах, але він, як правило, буде недоречним, враховуючи як складність оцінки залишкової вартості будівлі для еквівалентної нерухомості, так і сумнівну доречність такого завдання в світло статусу будівлі» [5: 275].

Метод розвитку

Ідея про застосування методу розвитку (за Міжнародними стандартами оцінки – *метод залишку*), який найчастіше асоціюється з девелопментом нерухомості, здається такою, що суперечить концепції збереження історичної природи та архітектурних особливостей нерухомих об'єктів культурної спадщини. Проте приведення історичного об'єкта до стану, що забезпечує його довгострокове корисне використання, може стати чи не єдиною можливістю його збереження.

В основі застосування методу розвитку лежить ряд припущень.

По-перше, необхідність збереження (відтворення) земельних поліпшень дозволяє класифікувати нерухомий об'єкт культурної спадщини як такий, що має потенціал розвитку.

По-друге, вартість завершеного розвитком (реконструйованого) об'єкта детермінована ціною, яку можна отримати за такий об'єкт на ринку та/або поточною вартістю періодичних і разових доходів, які можна отримати від його використання.

По-третє, збереження об'єктів, що мають історичну цінність, практично завжди вимагатимуть вкладення коштів у їхнє відтворення (стадія розвитку).

На підставі цих припущень вартість нерухомого об'єкта культурної спадщини визначатиметься як різниця між ринковою вартістю завершеною реконструкцією об'єкта і всіма витратами, пов'язаними з оплатою реставраційних робіт, послуг консультантів, місцевих зборів, маркетингу, а також фінансуванням та прибутком девелопера.

Основна проблема при застосуванні цього методу полягає у високій чутливості вартості залишку до будь-яких варіацій або невизначеностей у вхідних даних, що потребуватиме проведення додаткового аналізу стійкості отриманого результату.

За деяких обставин жодний з вищезазначених методів оцінки не буде вважатися прийнятним, особливо для тих історичних об'єктів та активів, які мають унікальні культурні, художні, екологічні чи наукові характеристики та які зберігаються головним чином на благо суспільства та для майбутніх поколінь. Прикладами таких об'єктів

нерухомої спадщини є замки, собори, парки та історична транспортна інфраструктура, якими зазвичай опікуються органи державної влади та місцевого самоврядування, а також благодійні організації. Тому підхід до оцінки для цього типу об'єктів може бути складнішим, ніж для інших історичних будівель.

Часто через брак ринкових даних для визначення вартості об'єктів нерухомого майна, що мають історичну цінність, використовують методи економічної оцінки.

4. Методи економічної оцінки нерухомих пам'яток

Для оцінки грошової вартості неринкових товарів пропонується використання методів економічної оцінки – *методи виявлених і заявлених переваг*, – за допомогою яких стає можливим врахувати вплив суб'єктивних аспектів історичної та соціальної цінності; нематеріальний внесок контексту нерухомого об'єкта культурної спадщини, а також економічний вплив нерухомої пам'ятки на оточення та спільноту в цілому.

Згідно принципів економічної оцінки спадщина є економічним благом, тобто сприяє добробуту, а не применшує його. Незалежно від того, представлені нерухомі об'єкти культурної спадщини на ринку нерухомості чи ні, попит на ці об'єкти як економічне благо визначатиметься «готовністю платити» (WTP), а їх капітальна вартість визначатиметься сумою WTP протягом певного часу.

Однак, ми не можемо просто підсумувати WTP, оскільки люди надають майбутньому менше значення, ніж теперішньому і, тим самим, «знецінюють» майбутнє. Тому ми повинні підсумувати дисконтовані значення WTP. При цьому має бути чиста поточна вартість, яка включатиме не тільки вигоди, а й витрати на поточний ремонт, обслуговування тощо. Тобто, ми маємо справу з типовим аналізом витрат і вигід, за яким визначаються всі відповідні грошові потоки стосовно об'єкту, потім їм надається фінансова оцінка, дисконтована до чистої поточної вартості і зважується з точки зору їхньої важливості.

Методи виявлених переваг

Ці методи мають на меті опосередковано виявити перевагу респондентів і спираються на дані, які фіксують фактичний вибір людей.

Метод витрат на подорож

До методів виявленої переваги передусім слід віднести метод витрат на подорож, що ґрунтується на концепції, згідно з якою особи, які відвідали об'єкт спадщини, несучи витрати часу та грошей, демонструють готовність платити за конкретне місце, навіть якщо офіційна плата за вхід до об'єкту не сплачується. Тобто, основна передумова цього метода полягає в тому, що витрати, понесені особами під час подорожі до нерухомої пам'ятки, можуть використовуватися як сурогатні ціни.

Витрати на подорож включають будь-які вхідні збори, які сплачуються за відвідування об'єкта, інші кишенькові витрати, знос у разі подорожі власним автомобілем та економічну цінність часу, витраченого на поїздку до та з місця та відвідування об'єкта.

Вибірка відвідувачів місця (об'єкту) здійснюється за допомогою методів опитування, щоб визначити ключову інформацію, таку як частота відвідувань, пройдена відстань, час, витрати на поїздку та демографічні характеристики. Узагальнюючи спостережувані витрати на подорож, пов'язані з кількома особами, які отримують доступ до нерухомої пам'ятки, можна побудувати криву попиту та отримати загальну вартість цього об'єкту.

Основна проблема у застосуванні цього метода полягає в тому, що витрати на подорож, самі по собі, не можуть повністю пояснити попит людини на об'єкти культурної спадщини. Попит також залежатиме від інших факторів, таких як витрати на подорож до інших альтернативних місць, характеристики об'єкта спадщини (такі як, історична цінність, архітектурна цінність та цінність автентичності тощо), обізнаність щодо об'єкта, дохід і вік респондентів.

До виявлених переваг можна віднести й інші економічні цінності, менш прямого характеру. Припустімо, що нерухомий об'єкт культурної спадщини надає престижу та привабливості навколишній території. Тому будь-хто, хто живе в цьому районі, може отримати переваги від цього місця, і це може відобразитися на вартості його нерухомості.

Сума цінностей відвідувачів і цінностей мешканців дає загальну споживну вартість (вартість використання) об'єкта спадщини.

Існує ще одна основна категорія економічної цінності, яку необхідно розглянути. Крім мешканців і відвідувачів, широка громадськість регіону чи країни або навіть міжнародна спільнота можуть бути готові платити певні кошти на утримання нерухомої пам'ятки, незважаючи на те, що вони можуть не відвідувати її чи мешкати поблизу неї.

Ця форма вартості відома як неспоживна вартість (вартість невикористання) або пасивна споживна вартість. Неспоживна вартість може бути значною і навіть переважати вартість використання нерухомого об'єкта культурної спадщини, особливо якщо цей об'єкт є унікальним.

Така готовність платити виникає з низки мотивів. Одним з очевидних мотивів є те, що багато людей відчують на собі вплив минулого і бачать себе розпорядниками національної спадщини. У більшості випадків ці мотиви не мають великого значення для економічної оцінки. Важливо те, що люди можуть бути готові платити за збереження спадщини, незважаючи на те, що вона не має споживної вартості.

Методи заявлених переваг

Неспоживну вартість нерухомих об'єктів культурної спадщини в економічних термінах у багатьох випадках можна оцінити лише за допомогою техніки заявленої переваги, що використовує гіпотетичний ринок, на якому уподобання людей не враховуються, а висловлюються, відповідаючи на запитання «Чи готові б ви заплатити за конкретний нерухомий об'єкт культурної спадщини певну суму?» або «Якому з варіантів А та Б ви б віддали перевагу?».

Найвідомішою формою аналізу громадської думки, що передбачає створення гіпотетичного ринку, на якому учасникам пропонується вказати грошову вартість певних товарів або послуг через їхню готовність платити (WTP) або готовність прийняти компенсацію (WTA), є метод контингентної (умовної) оцінки.

Метод контингентної оцінки

За методом контингентної оцінки гіпотетичний ринок зазвичай містить опис конкретного нерухомого об'єкта культурної спадщини, зміни в його доступності, платіжний засіб, за допомогою якого респондент може придбати певний набір зручностей.

Цей метод використовує різні формати опитування – відкрите запитання, «платіжна картка» та дихотомічний вибір. Відкрите запитання передбачає відповідь респондентів на питання «скільки б вони заплатили». Формат платіжної картки припускає можливість для респондентів обрати найбільшу з запропонованих сум, яку вони б заплатили за об'єкт чи послугу. Питання з дихотомічним вибором починається із запитання респондентам «заплатили б ви чи ні конкретну грошову суму» за збереження певного об'єкта спадщини, що дозволяє визначити рівень корисності цього об'єкта.

Передбачається, що перевага респондента стосовно нерухомого об'єкта культурної спадщини та ймовірність його вибору будуть пропорційні корисності, яку особа може отримати.

Основним недоліком метода контингентної оцінки є залежність її результатів від складу респондентів за їх майновим станом, віком та соціальним статусом.

Крім того, ми не можемо знати всі чинники, які впливають на індивідуальні рішення про вибір, оскільки їх детермінанти спостерігаються частково або не можуть бути адекватно виміряні.

Разом з тим застосування апарату математичної статистики дозволяє врахувати неспостережувані фактори, пов'язані з (а) альтернативами вибору; (б) варіаціями смаків у людей (міжособистісна неоднорідність) і варіаціями в часі (внутрішньоіндивідуальна динаміка вибору) та (в) гетерогенними наборами вибору, – і, тим самим, прогнозувати результати контингентної оцінки залежно від статусу респондентів та/або характеристик об'єктів нерухомих пам'яток. Крім того, це дозволить сегментувати попит – встановити для кожної релевантної групи граничну готовність платити за ту чи іншу характеристику нерухомого об'єкта культурної спадщини.

Метод гедонічного ціноутворення

Метод гедонічного ціноутворення – ще один з методів заявлених переваг, що дозволяє оцінити вплив об'єктів нерухомих пам'яток на оточення.

Гедонічне ціноутворення працює за принципом, що деякі об'єкти спадщини можна оцінити з точки зору їх впливу на інші об'єкти нерухомості, розташовані в їх оточенні. Для цього кожна характеристика останніх розглядається окремо з метою визначення її грошового внеску у ринкову вартість нерухомості, і в такий спосіб оцінити додаткову премію, яку отримує покупець об'єкта, що знаходиться в зоні впливу нерухої пам'ятки (або зниження ціни на нерухомість у протилежному випадку).

Вважається, що метод гедонічного ціноутворення є більш реалістичним, ніж інші методи заявлених переваг, оскільки економічна вартість визначається безпосередньо на основі поведінки учасників ринку та порівнянних доказів.

Метод реальних опціонів

Готовність платити WTP як основа для визначення економічної вартості нерухомих пам'яток культурної спадщини відрізняє високий рівень невизначеності, що потребує застосування релевантних методів оцінки, найкращі перспективи серед яких має метод реальних опціонів.

На думку англійських фахівців з економічних питань навколишнього середовища [6: 8] нерухому пам'ятку можна розглядати як опціон розвитку, вартість якого визначатиметься готовністю платити WTP за цю пам'ятку (базовий актив) та додатковими капітальними інвестиціями на збереження пам'ятки в належному стані (ціна виконання опціону). Враховуючи значний вплив на економічну вартість суб'єктивних чинників, що змінюються залежно від статусу респондентів, метод реальних опціонів має очевидну цінність.

Висновки

Оцінка нерухомого майна, що має історичну цінність, за своєю суттю нічим не відрізняється від оцінки будь-якої іншої нерухомості. В основі процесу – дотримання основних принципів, прийняття одного або кількох методів оцінки та в разі потреби адаптація вибраних методів для урахування специфічних чинників, що впливають на вартість конкретного майна. Сама ж вартість підтримується силами попиту та пропозиції, при цьому ринок зазвичай надає більшу цінність об'єктам, які демонструють певні позитивні характеристики (наприклад, розташування, технічний стан, розмір тощо).

Однак існує низка додаткових, необхідних для врахування при оцінці історичної нерухомості, чинників, пов'язаних зі статусністю цих об'єктів, у тому числі законодавчих і планувальних форм захисту, різних обмежень стосовно їх використання, модернізації та розпорядження, а також можливого фінансування, податкових ставок або податкових пільг для власників і користувачів такого майна. Багато в чому обсяг і дієвість цих додаткових чинників залежатиме від вимог щодо збереження: чи всього об'єкта та його планування, чи лише екстер'єру та/або інтер'єру.

Ці вимоги можуть унеможливити альтернативне використання, тобто найкраще та найбільш ефективно буде обмежено лише одним юридично дозволеним використанням, а необхідність збереження оточення історичної будівлі може призвести до порушення

принципу пропорційності, коли розмір земельної ділянки не відповідатиме обсягу земельних поліпшень. Відтворення конструктивного аналога всієї будівлі або її окремих частин, екстер'єру чи інтер'єру може спричинити неусувну функціональну застарілість об'єкта, а дотримання охоронних зобов'язань може призвести до збільшення обсягу операційних витрат, які мають бути компенсовані пільгами (дотаціями тощо), щоб уникнути штучного знецінення об'єкта.

Таким чином, особливістю нерухомих об'єктів культурної спадщини є конкретні вимоги, які накладаються на його використання, модернізацію та розпорядження, що робить це майно нетиповим об'єктом ринкового обміну.

Зокрема, для застосування ринкового підходу будуть відсутні порівнянні дані щодо продажу подібних об'єктів; для застосування дохідного підходу ключовими питаннями можуть стати не тільки обмеженість порівнянних даних щодо орендної плати, а й проблематичність визначення рівня дохідності історичної нерухомості, в тому числі зумовлену порушенням принципу пропорційності (розподіленням доходу між фізичними складовими нерухомості – землею та поліпшеннями); для застосування витратного підходу ключовими питаннями будуть: (1) визначення витрат на відтворення земельних поліпшень (для них можуть бути відсутні порівнянні дані); (2) визначення сукупного знецінення (методи ринкового порівняння та метод економічного віку-життя матимуть обмежене застосування); (3) визначення вартості землі, значення якої має відображати прогресивний або регресивний ефект впливу об'єкта, що оцінюється, на вартість землі в найближчому оточенні.

Загалом оцінка нерухомих об'єктів культурної спадщини орієнтована на врахування впливу більш суб'єктивних аспектів історичної та соціальної цінності; нематеріального внеску, зробленого контекстом об'єкта та оточення, а також економічного впливу майна на оточення і спільноту в цілому, що суттєво ускладнює визначення вартості таких об'єктів. Тому цілком природно, що нерухомі об'єкти культурної спадщини, для яких немає надійних або прийнятних даних про порівнянні ціни продажу чи оренди, які не мають потенціалу комерційного використання та які не можуть бути заміщені (відтворені), навряд чи можуть бути надійно оцінені.

Список використаних джерел

1. Оцінка нерухомого майна: підручник / О.І. Драпиковський, І.Б. Іванова, С.М. Смольнікова Під редакцією В.М. Шалаєва. – К.: Видавництво «Арт Економі», 2021. – С.418-430.
2. Оцінка нерухомих об'єктів культурної спадщини // Міжнародні стандарти оцінки. Восьме видання. 2008 / пер. з англ. С. О. Пузенко. – К.: «АртЕк», 2008. – С. 350-359.
3. Майно, що має історичну цінність // Міжнародні стандарти оцінки 2011 / пер. з англ. УТО. – К.: «Аванпост-Прим», 2012. – С. 69-72.
4. Valuation of historic buildings. 1st edition. RICS professional information, UK. – London: Royal Institution of Chartered Surveyors, 2014. – 25 p.
5. Listed Residential Property (property protected by law) // European Valuation Standards. Ninth edition. – Brussel: TEGOVA, 2020. EVS 2020. – P. 272-276.
6. Valuation of the Historic Environment: The scope for using results of valuation studies in the appraisal and assessment of heritage-related projects and programmes. – London: Economics for the Environment Consultancy, 2005 – 91 p.

ОЦІНКА ОБ'ЄКТІВ СПАДЩИНИ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРА В КОНТЕКСТІ ПІСЛЯВОЄННОГО ВРЕГУЛЮВАННЯ В АЗЕРБАЙДЖАНІ: РОЗГЛЯД СУСПІЛЬНОЇ ВАРТОСТІ ТА УРАХУВАННЯ ЗОВНІШНІХ ЕФЕКТІВ

*Андрій Артеменков, доктор філософії, MRICS
науковий співробітник Аріельського університету, Ізраїль
старший викладач університету TEAM, Узбекистан*

*Шахзод Тулкинов,
Вестмінстерський міжнародний університет у Ташкенті, Узбекистан*

Анотація. У статті досліджуються підходи до оцінки об'єктів спадщини Азербайджанської держави, відвойованих у 2020 році в результаті післявоєнного врегулювання після 44-денної війни. Стверджується, що необхідно переглянути значення положень Міжнародного стандарту оцінки щодо ринкової вартості, щоб належним чином включити виміри суспільної вартості як частину концепції ринкової вартості. Методологічно стаття виступає за використання контингентних оцінок у поєднанні з підходом «витрати на відновлення» для вирішення питання оцінки нещодавно придбаної спадщини Азербайджану для потреб кадастру та державного сектора.

Стаття базується на пропозиціях, представлених 13-14 червня 2023 року на Міжнародній науковій конференції «Реінтеграція територій, звільнених від окупації, в економіку країн: цілі та напрямки», організованій Міністерством науки і освіти Азербайджанської Республіки.

Ключові слова: умовна оцінка; об'єкти спадщини, ринкова вартість, суспільна вартість, найкраще та найбільш ефективно використання.

Коди Jел: G12, D46

Вступ

Актуальним є питання оцінки об'єктів спадщини (історичного майна) в контексті передачі права власності, в тому числі між державними суб'єктами. Поки що жодна фіксована методологія не була визнана достатньою для вирішення проблеми оцінки таких об'єктів відповідно до загальноприйнятого стандарту, і дослідження в цьому відношенні тривають. Попередня консенсусна спроба включити вказівки щодо оцінки нерухомих об'єктів спадщини до Міжнародних стандартів оцінки (IVSC (2007)) була відкинута в наступних виданнях стандартів через невирішений стан наукових дебатів у цій галузі. Подібним чином Рада з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в публічному секторі (PSASB) у нещодавно опублікованому стандарті МСБОПС 45 (IPSASB, 2023, р. 100) дійшла висновку, що «оскільки характер спадщини об'єкта сам по собі не є підставою для спеціальних вимог до фінансової звітності, окремий МСБОПС, орієнтований на спадщину, є непотрібним», таким чином завершуючи свій багаторічний проект визнання активів спадщини та усуваючи будь-які виключення для активів спадщини в контексті обліку майна та обладнання на основі МСБОПС.

Отже, дослідження питання триває переважно на державному рівні в інтересах різних державних суб'єктів. Biondi et al (2021), скептично ставлячись до зусиль зі стандартизації оцінки нерухомих об'єктів спадщини в рамках діяльності по проекту МСБОПС «Спадщина» (IPSASB (2017)), підкреслюють, що відсутність еталонного підходу до обліку об'єктів спадщини та складнощі у визначенні надійних і значущих оцінок об'єктів спадщини призводять до того, що лише 43% урядів країн Організації економічного співробітництва та розвитку звітують про об'єкти спадщини у своїй системі державного обліку.

У цій статті ми намагаємося запропонувати загальну методологію того, як проводити оцінку активів громадської спадщини, придбаних державою Азербайджан у контексті післявоєнного врегулювання, пов'язаного з 44-денним конфліктом з Вірменією наприкінці 2020 року, для цілей державного обліку та державного управління ними, включаючи оренду та продаж приватним особам. Дослідницька проблема, яка буде розглянута в статті, полягає в тому, щоб запропонувати оптимальний алгоритм для оцінки активів громадської спадщини з критерієм оптимальності, що включає виміри суспільної вартості/суспільного інтересу, але використовується в контексті загальноприйнятих стандартів оцінки (Міжнародних стандартів оцінки та їх національних похідних). З технічної точки зору, стаття підтримує використання підходу контингентної оцінки на фоні витратного підходу до оцінки майна.

1. Огляд літератури

Наразі існує низка вагомих дослідницьких звітів і статей у цій галузі. У звіті групи експертів Кінгстонського університету (Kingston University (2009)), підготовленому на замовлення Міністерства фінансів, досліджується питання оцінки об'єктів спадщини для суспільних і приватних потреб у багатовимірному та політичному контексті. Він класифікує метод контингентної оцінки, заснований на готовності платити, серед «альтернативних підходів до оцінки», але, незважаючи на це, підтримує використання «тіньового обліку» для відображення не лише ринкової, а й суспільної вартості спадщини.

Нещодавно уряд Великої Британії підтримав проект «Капітал культури та спадщини», спрямований на створення бази даних про вартість активів спадщини та набору рахунків національної культури та капітальної спадщини для імітації системи рахунків природного капіталу в Системі національних рахунків (СНР). Sagger et al (2021) надають опис цього проекту, підкреслюючи, зокрема, що Проект повинен буде розробити ряд способів оцінки вартості культурних послуг і капітальних послуг спадщини, і що «наразі більшість досліджень [у цій області] використовують контингентну оцінку». Вони також надають вказівки щодо того, як можна вдосконалити посібник з оцінки активів Казначейства Її Величності, який називається «Зелена книга», щоб полегшити оцінку активів спадщини в різних групах.

Питання оцінки об'єктів спадщини також досліджується на національному рівні серед інших країн Співдружності. У Новій Зеландії (New Zealand Treasury (2002)) протягом тривалого часу існує стандарт оцінки культурних активів і культурної спадщини, хоча він є корисним лише для надання вказівок високого рівня з цього питання. Mashilo (2019) досліджує це питання в південноафриканському контексті, беручи до уваги Національний стандарт бухгалтерського обліку для об'єктів спадщини GRAP 103, щоб проаналізувати застосовність міжнародних методів для оцінки двох випадків місцевих об'єктів спадщини.

Питання інституційної практики, пов'язаної з регіонами Північної Америки та Італії, щодо перевезення та оцінки нерухомих об'єктів спадщини державними та приватними організаціями досліджується в Landriani L, Pozzoli M. (2014). Вони зосереджуються на порівняльному методі, щоб надати нову інформацію про аналізований предмет. Незвично з точки зору вибору техніки, Mohamad et al (2017) намагаються застосувати багатовимірний регресійний аналіз для оцінки вибірки з 25 об'єктів спадщини в Індонезії; вони також розробляють оригінальну класифікацію методів оцінки спадщини.

У регіоні нашого дослідження попередні дослідження були зосереджені на застосуванні витратного підходу до оцінки об'єктів спадщини, зокрема Boiko (2016), Serazetdinov & Pukita (2017), Kurashov (2017) і Gasparyan (2021). Техніки та ілюстративні тематичні дослідження, що містяться в цих джерелах, виступають за застосування методів вартості відтворення з набором висхідних множників для факторів культурної цінності на основі ряду законодавчо встановлених коефіцієнтів. Однак механізм цих коефіцієнтів здебільшого

ґрунтується на чистому врахуванні. Таким чином, сучасний рівень оцінки об'єктів спадщини не вийшов за рамки акценту на витратному підході, що є характерною рисою практики оцінки культурних цінностей у СНД загалом. Однак використання законодавчо визначених висхідних коригуючих коефіцієнтів для врахування факторів культурної спадщини є цікавою подією в контексті проблеми «повинен/має» в теорії оцінки нерухомості (Мооуа (2017)).

2. Методи

Наш основний метод вирішення проблеми дослідження – метод аналізу документів. Ми зосереджуємося насамперед на глобальних рамкових документах, що регулюють міжнародні професії оцінки та бухгалтерського обліку, такі як стандарти IVSC, IAS та IPSAP. Ми дотримуємося дедуктивно-вивідного підходу, щоб підтримати використання суспільних вартостей у контексті аналізу. Далі ми пропонуємо конкретний алгоритм оцінки об'єктів спадщини, узгоджений із положеннями проаналізованих документів.

3. Аналіз

Концепція ринкової вартості передбачає ринкове середовище, яке не є ізольованим, а регулюється національним законодавством і відповідно до національних макроекономічних інтересів. Крім того, ринкова вартість базується на понятті «найкращого та найбільш ефективного використання». Найкраще та найбільш ефективно використання – це використання активу, яке максимізує його потенціал і є можливим, юридично допустимим і фінансово здійсненним (IVSC (2020), IVS 104, Розділ 30.4); IVSC (2021)). Потенціал активу можна інтерпретувати як з точки зору приватної, так і суспільної сфери його корисності.

Стосовно аспектів громадської спадщини стандарт МСБОПС 17 «Основні засоби» (р. 10) має наступну думку щодо цього питання «Деякі об'єкти спадщини мають сервісний потенціал, відмінний від їх цінності спадщини, наприклад, історична будівля, яка використовується для розміщення офісу. У цих випадках вони можуть бути визнані та оцінені на тій самій основі, що й інші об'єкти основних засобів. Для інших об'єктів спадщини їхній сервісний потенціал обмежується характеристиками спадщини, наприклад, пам'ятниками та руїнами. Наявність альтернативного сервісного потенціалу може вплинути на вибір бази вимірювання»

У той час як трактування приватної сфери корисності активів ґрунтується на очікуваній фінансовій прибутковості активу та добре закріплено в теорії оцінки професійної оцінки, суспільна сфера корисності активів є концепцією, яка потребує подальшої розробки, яку ми зараз коротко спробуємо тут.

Соціальні екстерналії як вимір суспільних вартостей: нова роль професійної оцінки, яка бере свою репліку зі спеціалізації з оцінки інвестиційних проектів

Професійна оцінка, як визнають МСО, має підстави існувати як професія суспільного інтересу, розташована в континуумі економічних вимірювань між інвестиційно-фінансовою оцінкою (IFV), яка має справу з активами майже ідеальної ліквідності, та оцінкою інвестиційних проектів, яка має справу з неліквідними активами у формі інвестиційних проектів. Отже, спеціалізація професійної оцінки формується під тиском спільного впливу, що надходить з обох сторін континууму економічних вимірювань (Michaletz & Artemenkov, 2019).

Професійні стандарти щодо оцінки інвестиційних проектів (ADB (2017), EIB (2023), ЕС (2014)) містять чітку концепцію *суспільного інтересу*, викладену мовою *соціальних зовнішніх ефектів*, які необхідно враховувати для великомасштабних інвестиційних проектів (Smolyak, 2012), через систему нормативів монетизації. Наприклад, під час оцінки ефективності проектів громадської інфраструктури, пов'язаних із будівництвом доріг, слід

чітко монетизувати наступні *соціальні та екологічні зовнішні ефекти*: економія часу в дорозі, зменшення кількості жертв і смертельних випадків, зовнішні ефекти шуму, зменшення викидів забруднюючих речовин і вуглецю, збереження або втрата біорізноманіття. Використовуються різні нормативи монетизації, включаючи навіть ті, що базуються на статистичній вартості життя (VSL) і роках життя з поправкою на якість (QALY). (TIGER, 2010).

В оцінці проекту процес інтерналізації соціальних зовнішніх ефектів у вартість, наприклад у формі чистої поточної вартості є звичайним загальноприйнятим протоколом. У професійній оцінці, в тому числі майна, це вже стає *звичним*. Наприклад, з 2016 року Європейські стандарти оцінки приділяють більше 1/3 свого обсягу розгляду екологічних (зелених) зовнішніх ефектів (але все ще мовчать про належні протоколи монетизації). Можна припустити, що в міру переходу глобальної економіки до шостої технологічної парадигми, заснованої на «Зеленій угоді» (Perez, 2010), потреба у *вимірі суспільних вартостей*, тобто потреба в явній монетизації соціальних і екологічних зовнішніх ефектів у межах *ринкової вартості* (як це роблять оцінювачі), також стане звичайною рутинною. Ринкова вартість на шляху до того, щоб швидко стати видом *суспільної вартості*. Дійсно, саме нещодавня логіка прискореного переходу до 6-ї технологічної парадигми («Зелена угода») вимагає *преференційного режиму валоризації* технологій, пов'язаних із Зеленою угодою. Оскільки технології «Зеленої угоди» рекламуються в основному на основі їх суспільної, а не стільки комерційної корисності, тому для їхньої належної оцінки аспекти суспільної вартості вимагатимуть включення в звичайні звіти про оцінку. Відповідний процес – справа кількох років.

Нам не потрібно довго шукати інструменти, які дозволяють включати виміри суспільної вартості в ринкову вартість. Дійсно, інструментарій аналітиків інвестиційних проектів, представлений у стандартах Європейського інвестиційного банку та Азіатського банку розвитку, наповнений необхідними атрибутами. Структура DCF доходного підходу є гнучким середовищем, яке дозволяє включати негрошові елементи, включно з тими, що отримані через монетизацію зовнішніх ефектів, у грошовий потік. Концептуальний момент полягає в обґрунтуванні вседозволеності такого підходу. Цього можна досягти шляхом поєднання концепції найкращого та найбільш ефективного використання з певними явними міркуваннями суспільної вартості/суспільного сервісного потенціалу, що є поняттям, яке вже знайоме у поєднанні з оцінкою активів публічного сектора відповідно до МСБОПС. Заковика полягає в тому, що новий стандарт вимірювання МСБОПС 46 (прийнятий у травні 2023 року) наочно пропускає згадку про доходний підхід (методи аналізу витрат і вигод) під час обговорення застосування бази поточної операційної вартості. Причини цього не зовсім зрозумілі, оскільки будь-які активи публічного сектора, за визначенням, представляють собою потік комерційних або соціальних вигод, які можна виміряти прямо чи опосередковано.

Однак у новому стандарті IPSAS 46 нічого не йдеться про застосування неспоживних вартостей (вартостей невикористання), маючи на увазі, що такі методи, засновані на дослідженні, як контингентна оцінка, вимірювання сукупної готовності платити (WTP), в принципі не є поза законом. Крім того, слід зазначити, що стандарти IPSAS за замовчуванням не застосовуються до питань реєстрації об'єктів спадщини в державних кадастрах (тобто системах реєстрації майна), а лише регулюють перенесення об'єктів спадщини в бухгалтерські книги державного сектору.

4. Метод контингентної оцінки (CVM)

Метод контингентної оцінки (CVM) – це економічний метод, заснований на опитуванні, який використовується для оцінки вартості, яку люди надають товарам або послугам, які

зазвичай не мають ринкової ціни. У сукупності за окремими особами метод може генерувати оцінку суспільної вартості для оцінюваних активів.

Основна передумова методу контингентної оцінки полягає в тому, щоб безпосередньо запитувати людей про їхню готовність платити (WTP) або готовність прийняти (WTA) компенсацію за певний екологічний товар чи послугу. Це робиться за допомогою опитувань або інтерв'ю, де респондентам пропонуються гіпотетичні сценарії та запитують, скільки вони готові були б заплатити або прийняти за таких сценаріїв.

Метод SVM зазвичай використовується в галузі екологічної економіки для оцінки вартості неринкових екологічних ресурсів або для оцінки впливу екологічної політики. Примітно, що американська адміністрація використовувала SVM для оцінки шкоди навколишньому середовищу від розливу нафти Exxon Valdez на Алясці в 1989 році. У багатьох контекстах державні адміністрації застосовують цю техніку для оцінки вартості використання та невикористання екологічних ресурсів, які вони контролюють (Diamond & Hausman (1994)).

Під час оцінки нерухомості SVM можна використовувати для оцінки вартості, яку люди надають певній нерухомості або певному атрибуту нерухомості, яка не є предметом продажу на ринку нерухомості (включно з об'єктами спадщини). Lipscomb et al (2011) рекомендують використовувати SVM для оцінки зіпсованих або пошкоджених об'єктів і надають докладні рекомендації щодо найкращих практик використання цього методу.

Для застосування SVM у контексті оцінки нерухомості, зазвичай виконують наступні кроки:

1. Розробка оціночного опитування: Добре розроблене опитування має вирішальне значення для отримання надійних результатів. Опитування має включати чіткі описи нерухомості чи атрибута, що оцінюється, потенційних змін або впливів, які розглядаються, а також гіпотетичних сценаріїв, які респондентам пропонують оцінити.

2. Вибірка: обирається репрезентативна вибірка осіб, на яких впливає відповідна нерухомість чи атрибут або мають інтерес до них. Це можна зробити за допомогою методів випадкової вибірки або цільової вибірки.

3. Запитання про вподобання: учасникам пропонуються гіпотетичні сценарії та просять висловити свої переваги або готовність платити (WTP) для різних рівнів нерухомості чи атрибута, що оцінюється. Наприклад, респондентів можуть запитати, скільки вони готові були б платити за утримання певного об'єкта спадщини в своєму районі.

4. Збір даних: Опитування можна проводити за допомогою різних засобів, таких як особисті інтерв'ю, опитування поштою, онлайн-анкети або телефонні опитування. Зібрані дані включають демографічну інформацію респондентів, їхні заявлені вподобання та причини їхньої оцінки.

5. Аналіз даних і агрегація для суспільної вартості: зібрані дані аналізуються за допомогою статистичних методів для оцінки середнього WTP або вартості, яке респонденти приписують властивості чи атрибуту. Ця оцінка може включати економетричні моделі або інші кількісні методи.

Метод SVM схильний до багатьох підводних каменів (Lipscomb et al (2011)), проте існує багато прецедентів у використанні цього методу для оцінки портфелів об'єктів спадщини – навіть історичний мавзолей Фірдоусі в Ірані був оцінений за методом SVM (Daneshdoust (2015)).

5. Обговорення та пропозиції

Пропозиція статті полягає в тому, щоб запропонувати, загалом, протокол для застосування методу SVM для оцінки об'єктів спадщини на нещодавно реінтегрованих територіях Азербайджану.

Оцінка об'єктів спадщини державного сектору, переданих Азербайджану після післявоєнного врегулювання:

В результаті 44-денного врегулювання війни в 2020 році Азербайджан отримав контроль над кількома сотнями об'єктів культурної спадщини на реінтегрованих територіях. Передбачається, що деякі з них були перебувають в пошкодженому стані, що потребувало розгляду економічних питань, пов'язаних з їх потенційною реконструкцією (RFI, 2021). Таким чином, кадастровий облік цих нових об'єктів у вартісному вираженні створює значні проблеми, які ще належить подолати, а концептуальні роботи в цьому відношенні лише починаються.

Як наведені вище теоретичні вихідні положення статті можна застосувати до розглянутого предмета оцінки об'єктів спадщини для цілей реконструкції? Для азербайджанського контексту можна запропонувати наступний базовий підхід, який можна конкретизувати деталями в міру просування робіт з оцінки:

1) Розробка таксономії об'єктів спадщини, що підлягають реконструкції.

2) Введення в експлуатацію та проведення обстежень контингентної вартості об'єктів спадщини в таксономії (відповідним чином згрупованих) – на регіональному рівні поблизу місця розташування об'єктів спадщини. (Для об'єктів спадщини, внесених до списку на національному рівні або глобального значення, діапазон умовних протоколів оцінки може бути розширений до національного та глобального рівнів відповідно). Ці обстеження дадуть оцінку суспільної вартості об'єктів, що підлягають реконструкції.

3) Розробка оцінки кадастрової та ринкової вартості об'єктів спадщини повинна включати як звичайний капіталізований грошовий потік (та/або «порівняння» продажів: очевидно, що об'єкти культурної спадщини мають кілька порівнянних продажів, тому підхід до порівняння продажів нечасто доступний сам по собі або без коригувань, що застосовуються в тому ж ключі), пов'язаний із найкращим та найбільш ефективним комерційним використанням, так і доплату суспільної вартості на основі методів контингентної оцінки.

4) Витрати на відновлення також повинні включатися в такі оцінки та порівнюватися з добутком оцінок у пункті 3). Порівняння вкаже на доцільність продовження реконструкції об'єктів спадщини чи іншого.

Об'єкти спадщини також можуть мати аспекти культурної цінності, які не враховуються методами умовної оцінки; це можна вирішити в кожному конкретному випадку. Також особливо важливо враховувати вплив поточних реконструкційних робіт на місцеві громади в грошовому еквіваленті, включно з додатковими ефектами для зайнятості, мультиплікаторів регіонального ВВП та підвищення регіонального туристичного потенціалу. Треба виконати багато передової економетричної та оціночної роботи, яка просуне азербайджанську професію оцінщика вперед.

Висновок

Попередній аналіз і обговорення свідчать про важливу роль, яку можуть відігравати методи контингентної оцінки (CVM) в оцінці нових та/або пошкоджених об'єктів спадщини. Як зазначено в пропозиції, метод є значущим лише в тій мірі, в якій його результати порівнюються з результатами традиційних методів визначення ринкової вартості, встановлених МСО (дохідний, ринковий і витратний підходи): вартість зареєстрованих активів спадщини не може бути меншою за їхню ринкову вартість, як це традиційно визначено, але її можна підвищити з міркувань суспільної вартості, оцінених за допомогою використання CVM (щоразу, коли оцінки CVM пропонують вищі значення). З такими оцінками буде зарахована вартість відновлення пошкоджених об'єктів спадщини, а отримане порівняння вкаже на доцільність і обсяг реставраційних робіт.

Список використаних джерел

1. ADB (2017). Guidelines for the economic analysis of projects. Asian Development Bank (2017) <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/32256/economic-analysis-projects.pdf>
2. Biondi L., Giulio Grandis F. and Mattei G. (2021) "Heritage assets in financial reporting: a critical analysis of the IPSASB's consultation paper" *Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management*, Vol. 33 No. 5, 2021, pp. 533-551 DOI 10.1108/JPBAFM-09-2020-0158
3. Boiko A. (2016). On methodological guidelines for valuation of heritage property, in *Imushestvennye otnoshenia v Rosiiskoi Federatsii*, (10 (181)), 66-72
4. Daneshdoust Dousa (2015). Value assessment of built heritage: a case study of Ferdowsi mausoleum, *Journal of Cultural Heritage Management and Sustainable Development* 5(3):263-273 November 2015 DOI: 10.1108/JCHMSD-07-2014-0026
5. De Wolf, A., Christiaens, J., & Aversano, N. (2020). Heritage assets in the due process of the International Public Sector Accounting Standards Board (IPSASB). *PUBLIC MONEY & MANAGEMENT*, 41(4), 325–335. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1727114>
6. Diamond, Peter A.; Hausman, Jerry A. (1994). "Contingent Valuation: Is Some Number better than No Number?", *Journal of Economic Perspectives*. 8 (4): 45–64. doi:10.1257/jep.8.4.45. JSTOR 2138338.
7. EIB (2023). The Economic Appraisal of Investment Projects at the EIB, 2nd edition, 2023, Projects Directorate, European Investment Bank, March 2023 https://www.eib.org/attachments/lucalli/20220169_economic_appraisal_of_investment_projects_en.pdf
8. European Commission (2014). Guide to Cost-Benefit Analysis of Investment Projects, Economic appraisal tool for Cohesion Policy 2014-2020, December 2014 https://ec.europa.eu/regional_policy/en/information/publications/guides/2014/guide-to-cost-benefit-analysis-of-investment-projects-for-cohesion-policy-2014-2020
9. Gasparyan M. (2021). A Qualimetric valuation of a cultural heritage property and damages from culturocide, in *Armenian Economic Journal* 2021(2). <https://arar.sci.am/dlibra/publication/322734/edition/295744/content>
10. IPSASB (2017). Financial Reporting for Heritage in the Public Sector Consultation Paper. April 2017 https://www.ifac.org/_flysystem/azure-private/publications/files/IPSASB-Consultation-Paper-Financial-Reporting-for-Heritage-in-the-Public-Sector.pdf
11. IPSASB (2023) IPSAS 45 "Property, Plant, and equipment" released May 26th, 2023 <https://www.ipsasb.org/publications/ipsas-45-property-plant-and-equipment>
12. IVSC (2007). The International Valuation Standards 2007, International Valuation Guidance Note: The valuation of historic property, published by the International Valuation Standards Council. London (draft version available: <https://www.iasplus.com/en/binary/resource/0603/ivscedhistoric.pdf>)
13. IVSC (2022). The International Valuation Standards 2022, published by the International Valuation Standards Council. London 2022 https://propertyinstitute.nz/Category?Action=View&Category_id=1402
14. IVSC (2021). Perspective Paper. Market value: an established basis of value. International Valuation Standards Council. November 2021 <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-market-value-an-established-basis-of-value/>
15. Kingston University (2009) Valuing heritage assets, Final report of a research project Examining the case for valuation of heritage assets, London, March 2009 <https://eprints.kingston.ac.uk/id/eprint/15845/1/Sayce-S-15845.pdf>

16. Kurashov Y. (2017). Criteria for assessing cultural heritage sites: cultural and historical aspects and legal decisions RAASN Academic herald 2017(4). https://uniip.ru/wp-content/uploads/2018/04/07_4_2017.pdf
20. Landriani L, Pozzoli M. (2014). Management and Valuation of Heritage Assets: A Comparative Analysis Between Italy and US, Springer, pp. 154 <https://www.amazon.com/Management-Valuation-Heritage-Assets-SpringerBriefs-ebook/dp/B00GAQS604>
21. Lipscomb C., Kummerow M., Kilpatrick J. (2011). Contingent Valuation and Real Estate Damage Estimation, in Journal of Real Estate Literature 19(2), October 2011 DOI: 10.1080/10835547.2011.12090303 https://www.researchgate.net/publication/228267714_Contingent_Valuation_and_Real_Estate_Damage_Estimation
22. Michaletz V. & Artemenkov I. (2019) "The transactional asset pricing approach: Its general framework and applications for property markets", Journal of Property Investment & Finance, Vol. 37 Issue: 3, pp.255-288, <https://doi.org/10.1108/JPIF-10-2018-0078>
23. Mohamad Junainah, Suriatini Ismail, Abdul Iman, Thuraiya Mohd (2017). Assessment of Heritage Property Values Using Multiple Regression Analysis and Rank Transformation Regression, in Environment-Behaviour Proceedings Journal 2(6): 207, November, 2017 DOI: 10.21834/e-bpj.v2i6.972 https://www.researchgate.net/publication/320925654_Assessment_of_Heritage_Property_Values_Using_Multiple_Regression_Analysis_and_Rank_Transformation_Regression
24. Mooya M. (2022). Hume's guillotine – the 'is-ought' problem in property valuation theory, Journal of Property Research, 39:1, 77-96, DOI: 10.1080/09599916.2021.1918222
25. New Zealand Treasury (2002). Valuation Guidance for Cultural and Heritage Assets, New Zealand <https://www.treasury.govt.nz/sites/default/files/2007-09/val-guide-cultural.pdf>
26. Perez C. (2010). Technological revolutions and techno-economic paradigms Cambridge Journal of Economics Vol. 34, No. 1 (January 2010), pp. 185-202
27. Pitjeng, Mashilo (2019). Valuation of Heritage Assets: Implications for South Africa. In Developing New Frontiers for the African Real Estate Sector: the 19th Annual AfRES Conference, 72. AfRES. Arusha, Tanzania: African Real Estate Society, 2019. <https://ideas.repec.org/p/afr/wpaper/2019-064.html>
28. RFI (2021). The Armenian heritage of Nagorno-Karabakh is under threat: Le Monde about destroyed churches. Stable URL: <https://www.rfi.fr/ru/Artzakh-heritage-under-threat> Accessed July 13th, 2023
29. Sagger H, Philips J, Haque M. (2021). Valuing culture and heritage capital: a framework towards informing decision making: research and analysis; UK Department of culture, Media and Sport, January 21, 2021 <https://www.gov.uk/government/publications/valuing-culture-and-heritage-capital-a-framework-towards-decision-making/valuing-culture-and-heritage-capital-a-framework-towards-informing-decision-making>
30. Sánchez, K. and Mocavini, F. (2023), "The Applicability of the Current Operational Value for the Measurement of Assets in the Public Sector", Caruana, J., Bisogno, M. and Sicilia, M. (Ed.) Measurement in Public Sector Financial Reporting: Theoretical Basis and Empirical Evidence (Emerald Studies in Public Service Accounting and Accountability) pp. 85-102. <https://doi.org/10.1108/978-1-80117-161-820231005>
31. Serazedtinov R, Pukita A. (2017). Features in the market valuation of heritage assets. Russian Journal of Entrepreneurship 18(23), December, 2017 DOI: 10.18334/rp.18.23.38613
32. Smolyak S. (2012). Discount Rates in Investment Project Evaluations: A connection to the optimal financial asset management, LAP Lambert publishing. 2012

ЗАСТОСУВАННЯ ЕКОНОМІКИ ЗАМКНЕНОГО ЦИКЛУ У ВІДБУДОВІ УКРАЇНИ: ПЛІТНИЙ ТА РЕАЛІЗОВАНИЙ ПРОЄКТ КОМПАНІ НЕО-ЕКО В ГОСТОМЕЛІ

*Дмитро Верьовкін,
проектний менеджер Нео-Еко Україна*

Ще до повномасштабної війни **будівельні відходи** складали основну частку відходів на сміттєвих полігонах, адже вони мають великий об'єм, а під час реконструкції чи будівництва залишається дуже багато такого будівельного сміття. Так, станом на червень 2023 р. в Україні за даними Міндовкілля вже утворилося понад 12 млн тонн відходів, серед яких значну частку становлять будівельні відходи, що містять бетон, залізобетон, цеглу, скло, деревину, а також небезпечні матеріали, такі як азбест, різні смоли, елементи живлення.

Існує два способи поводження з будівельними відходами: вивезення на сміттєзвалище або перероблення та повторне використання.

В Україні вивіз будівельних відходів є обов'язковим як для комерційних компаній, так і для приватних осіб, при цьому утилізація, переробка та повторне використання здійснюється за бажанням, а таке бажання виникає вкрай нечасто, бо потребує відповідних зусиль та інвестицій. Тому зазвичай схема така: замовник укладав договір із компанією, яка надає послуги з вивезення будівельного сміття, й надалі не переймається його долею.

Відповідно до інформації Українського Інституту майбутнього, майже 50% всього будівельного сміття вивозиться на полігони, і це далеко не завжди полігони для будівельного сміття. Загалом, ситуація з полігонами дуже критична по країні – більшість давно вже працюють за межами своєї спроможності.

Таке поводження з будівельним сміттям, особливо з вмістом шкідливих речовин, становить загрозу екологічній катастрофи в майбутньому. Наприклад, відходи, що містять азбест, потрапляючи в повітря, при їх вдиханні, можуть викликати такі захворювання, як рак легень, гортані, яєчників, фіброз легень та інші.

Другий підхід поводження з будівельними відходами – це їх перероблення та повторне використання. Застосування такої методології циркулярної економіки (або як її ще називають економіки замкнутого циклу) – єдине правильне та оптимальне рішення щодо поводження з будівельними відходами.

Методологія циркулярної економіки має на меті максимально ефективно та раціонально використовувати наявні матеріали/відходи, переробляючи їх на нові ресурси. Завдяки цьому зменшується кількість відходів, які треба вивозити на полігони та відповідно зменшується негативний вплив на навколишнє середовище.

Переваги циркулярної економіки у будівництві:

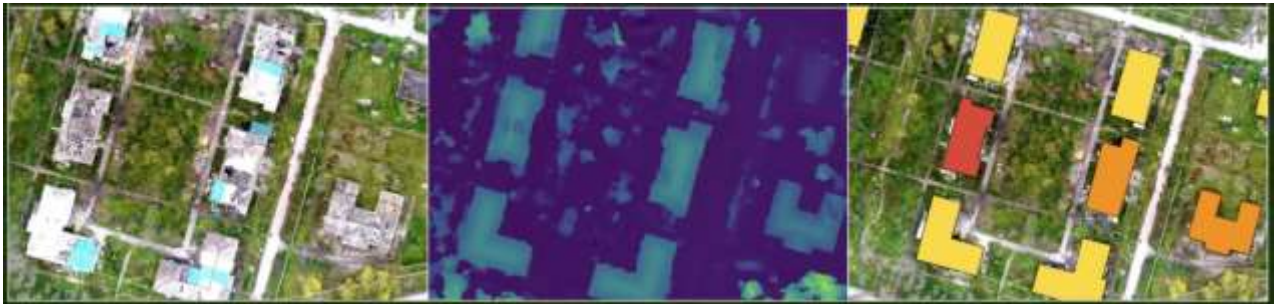
- зменшення використання сировини та уникнення дефіциту матеріалів;
- зменшення енергетичних витрат на видобуток і транспортування;
- створення нових робочих місць;
- розвиток місцевої промисловості;
- зменшення токсичних викидів в навколишнє середовище;
- скорочення викидів CO₂ та інших шкідливих речовин у навколишнє середовище;
- відходи не вивозяться на полігони.

Французька компанія Нео-Еко має більше 17 років досвіду в економіці замкнутого циклу та переробці відходів будівництва на нові матеріали.

У 2022 році завдяки ініціативі компанії та підтримки від уряду Франції була створена дочірня компанія Нео-Еко в Україні з метою показати всі переваги застосування методів циркулярної економіки та поділитися досвідом з Україною.

Першим пілотним проектом нової створеної компанії стала відбудова воєнного містечка в Гостомелі із застосуванням принципів циркулярної економіки.

Розрахунок об'єму будівельного сміття



Класифікація руйнацій будівель

Генерація карти висоти

Об'єм зруйнованої будівлі

Першим етапом проекту став аналіз наявних об'єктів та матеріалів. Ми робили відбір зразків з декількох точок будинків та їх аналіз в лабораторії. Загалом направляли біля 200 кг зразків, де їх максимально прискіпливо досліджували на наявність забруднювачів та можливість використання матеріалів або їх частин удруге для житлового будівництва.

Результати лабораторних досліджень допомагають визначити технології переробки та використання будівельних відходів з мінімальним ризиком для здоров'я людей та стану довкілля. Після ми розробили чітку інструкцію та прописали всі етапи та вимоги до робіт.

У подальшому таку інструкцію надавали підрядним місцевим організаціям, що виконували роботи по демонтажу, сортуванню та переробці. Також розробили рецептури по бетону, щоб бетон, який буде вироблятися, відповідав вимогам по якості, міцності, теплопровідності тощо.

Роботи з демонтажу ми проводили поетапно, починали з підготовки. Наприклад, при підготовці першого будинку спочатку були видалені елементи пінопласту та шиферу з вмістом азбесту. Азбест – це небезпечний матеріал, тому утилізація цього типу сміття у нас проходила на спеціальному полігоні, з ліцензією на поводження з небезпечними відходами. На другому етапі ми розробляли та проводили моніторинг екоматеріалів, придатних для виробництва бетону. Ми сортували всі відходи окремо – дерево до дерева, скло до скла, цеглина до цеглини, залізо до заліза, бетон до бетону тощо.

Проект в Гостомелі



Нижче приведемо приклад деяких розрахунків по проекту в Гостомелі, щоб показати переваги застосування переробки будівельних відходів.

Дані, які ми брали для аналізу

- Загальна вага бетону для відбудови: 21 150 тонн
- Кількість будівельних відходів : 15 000 тонн
- Заміщення вторинних матеріалів (30% від природних матеріалів = 10% від загального об'єму) = 2 150 тонн
- Заміщення вторинного піску (10% від природного піску) = 640 тонн

Економічний аналіз:

- Ціна тонни природної підсіпки з доставкою до Києва (матеріал + транспорт): €18 + €5 = €23/т
- Ціна тонни природного піску з доставкою до Києва (матеріал + транспорт): €8 + €5 = €13/т
- Ціна тонни природних заповнювачів (20–40мм для засипки): €10 + €5 = €15/т
- Вартість сортування небажаних матеріалів: €1/т
- Вартість знезалізнення: €1/т
- Вартість дроблення 0-40 мм: €2,50/т
- Вартість просіювання 0-5 мм і 5-20 мм: €2,50/т
- Відсоток піску / заповнювачів / засипки: 25% / 25% / 50%
- Надлишок перероблених заповнювачів і піску використовується в якості засипки.

Прибуток отриманий завдяки переробці 15 тис. тонн матеріалів:

Прибуток = вартість природної підсіпки + вартість природного піску + вартість природних заповнювачів – витрати на переробку матеріалів.

$$(23 \times 2150) + (13 \times 640) + 15 \times (15000 - 2150 - 640) - (1 + 1 + 2,5 + 2,5) \times 15\,000 = \text{€ } 135\,920$$

Екологічний аналіз (джерело: French agence data ADEME):

- Дроблення заповнювачів на місці викидає 6,3 кг CO₂ на тонну (при використанні невеликої продуктивної дробарки)
- Дроблення природних матеріалів з кар'єру викидає 11 кг CO₂ на тонну
- Вантажівка може перевезти 25 тонн, отже, потрібно 600 вантажівок на середню відстань 25 км
- Витрата палива на повністю завантажену 40-тонну вантажівку: 39,2 л/100 км
- Витрата палива на порожню 40-тонну вантажівку: 29,3 л/100 км
- Вплив 40-тонного самоскида PTRА на навколишнє середовище 111 кг еквівалента CO₂/км

Переваги:

$(11\text{кг CO}_2 - 6,3\text{кг CO}_2) \times 15\,000\text{т} + 600 \text{ вантажівок} \times 25\text{км} \times 111\text{кг еквіваленту CO}_2 =$
= 1 735 тонн CO₂ вдалося уникнути завдяки відсутності потреб у транспортуванні, оскільки всі відходи перероблялись локально на будівельному майданчику.

Також маємо і інші переваги:

- Демонтаж і сортування відходів створили більше 20 додаткових робочих місць протягом трьох місяців у порівнянні з традиційним будівельним майданчиком.
- Відходи не вивозилися на полігони, що дозволило уникнути неконтрольованого захоронення 7 150 м³ відходів у природі та пов'язаного з цим забруднення ґрунту і ґрунтових вод.

Компанія Нео-Еко має на меті показати, що «зелена» відбудова України можлива і для цього є всі необхідні ресурси, техніка та потенціал. Використовуючи принципи циркулярної економіки можна зекономити до 20% на будівництві, перероблюючи та повторно використовуючи наявні будівельні відходи. Також це дозволяє значно зменшити негативний вплив на навколишнє середовище. Особливу увагу треба приділяти матеріалам, які містять небезпечні матеріали (такі як азбест та інші), утилізуючи їх згідно з нормами та вимогами чинного законодавства і тільки на спеціально обладнаних для цього майданчиках.

ВСТУП ДО ОЦІНКИ КУЛЬТУРНИХ ЦІННОСТЕЙ

*Інна Стефанович, провідний оцінювач УТО, REV,
магістр культурології*

Передмова

У цьому випуску журналу «Вісник оцінки» виходить перша публікація з серії статей, присвяченій рухомим речам, що становлять культурну цінність та є предметами оцінки. Всі розглядаємі в статтях речі є власністю автора або особисто ним оглянуті та сфотографовані. По задуму автора, статті будуть складатись зі стислої теоретичної частини знань і опису речі з певної категорії культурних цінностей, з зазначенням ринкової вартості, що склалася в Україні на момент написання статті.

У цій статті будуть розглянуті речі з категорій фотопродукції – фотографії початку ХХ ст., виготовлені в Одесі, та образотворчого мистецтва – гравюра.

Законодавчі засади

Відповідно до законодавства України культурними цінностями є:

- культурні цінності, створені на території України громадянами України;
- культурні цінності, створені на території України іноземцями чи особами без громадянства, які постійно проживають або проживали на території України;
- культурні цінності, виявлені на території України;
- ввезені на територію України культурні цінності, придбані археологічними, археографічними, етнографічними, науково-природничими та іншими експедиціями за згодою відповідних органів країни походження цих цінностей;
- ввезені на територію України культурні цінності, придбані в результаті добровільного обміну;
- ввезені на територію України культурні цінності, отримані в дарунок або законно придбані за згодою відповідних органів країни походження цих цінностей;
- незаконно вивезені культурні цінності України, що перебувають за межами її території;
- культурні цінності, евакуйовані з території України під час війн та збройних конфліктів і не повернуті назад;
- культурні цінності, тимчасово вивезені з території України і не повернуті в Україну;
- культурні цінності, переміщені на територію України внаслідок Другої світової війни як часткова компенсація за заповдіяні окупантами збитки.

Згідно Закону України «Про вивезення, ввезення та повернення культурних цінностей», культурні цінності – об'єкти матеріальної та духовної культури, що мають художнє, історичне, етнографічне та наукове значення і підлягають збереженню, відтворенню та охороні відповідно до законодавства України, а саме:

- оригінальні художні твори живопису, графіки та скульптури, художні композиції та монтажні з будь-яких матеріалів, твори декоративно-прикладного і традиційного народного мистецтва;
- предмети, пов'язані з історичними подіями, розвитком суспільства та держави, історією науки і культури, а також такі, що стосуються життя та діяльності видатних діячів держави, політичних партій, громадських і релігійних організацій, науки, культури та мистецтва;

- предмети музейного значення, знайдені під час археологічних розкопок;
- складові частини та фрагменти архітектурних, історичних, художніх пам'яток і пам'яток монументального мистецтва;
- старовинні книги та інші видання, що становлять історичну, художню, наукову та літературну цінність, окремо чи в колекції;
- манускрипти та інкунабули, стародруки, архівні документи, включаючи кіно-, фото- і фонодокументи, окремо чи в колекції;
- унікальні та рідкісні музичні інструменти;
- різноманітні види зброї, що має художню, історичну, етнографічну та наукову цінність;
- рідкісні поштові марки, інші філателістичні матеріали, окремо чи в колекції;
- рідкісні монети, ордени, медалі, печатки та інші предмети колекціонування;
- зоологічні колекції, що становлять наукову, культурно-освітню, навчально-виховну або естетичну цінність;
- рідкісні колекції та зразки флори і фауни, мінералогії, анатомії та палеонтології.

Фотографії початку ХХ століття

Перша фотографія в світовій історії з'явилась у 1826 році. Щоб зробити найперші фото, людина мала сидіти мовчки і зовсім нерухомо дуже довгий час. Щоб «моделі» не так болісно було очікувати на закінчення процесу, фотографи використовували зручні крісла з підлокітниками та спеціальні важкі підставки з тримачами для голови. Голову фіксували у потрібному положенні, щоб її не можна було повернути чи опустити та зіпсувати фото. Ймовірно, через те, що цей процес був дуже трудомістким, фотографи більше любили знімати інтер'єри та вулиці, а не людей. Після винаходу дагеротипії – процесу з використанням йодистого срібла – процес створення фотографії скоротився до 15 хвилин. Але спочатку люди зверталися до фотографів нечасто, оскільки вартість фотографій була дуже високою, і в 1850-х роках вона іноді наближалася до середньої зарплати. Готову фотографію наклеювали на картонну підкладку, а на звороті наносили інформацію про фотографа, ательє, місце зйомки та ставили дату.

Історія фотографії в Одесі починається 27 лютого 1843 року з оголошення про відкриття фотоательє, яке належало Філіпу Гаазу. Свої світлини він робив вдосконалим власноруч методом дагеротипії. Як згадує О. М. Дерібас, до найкращих фотографів старої Одеси також належали Р. Федоровець, О. Хлопонін та К. І. Мігурський.

Карлу-Йосипу Мігурському належить перша спроба створення фотографічного товариства. У 1858 році він подав Міністру народної освіти прохання про створення в Одесі товариства шанувальників світопису, яке було відхилене. У 1864 році він відкрив в Одесі фотографічний інститут. Одеське фотографічне товариство стало першим самостійним об'єднанням фотографів. Воно було засноване за сприяння Одеського міського голови Г. Г. Маразлі.

Саме такі фотографії представлені до розгляду в цій статті.

На сьогодні такі фотографії можливо придбати в Одесі за 300...500 гривень.



Художня фотографія «РУБЕНСЬ», Одеса вулиця Садова, 17, 1914 р.



Фотографія П.А.Морозова, Одеса, вулиця Преображенська



Фоторграфія З.Юханова в Одесі, 1908 р.



Фотографія В.А.Вайць, Одеса, вулиця Колонтаївська, 10



Художня фотографія С.В.Войтковського, Одеса Преображенська 52, 1909 р.

Офорти XIX століття

Одним із видів образотворчого мистецтва є гравюра. Гравюра (фр. *gravure*) або ритина – вид графічного мистецтва, створення тиражованих зображень шляхом контрастного друку з рельєфних поверхонь або через трафарет. Кожен відбиток з друкарської форми вважається авторським твором.

Основні види гравюри за технікою виконання:

- ліногравюра (основою є малюнок на лінолеумі),
- ксилографія (зображення виконане різцями на дерев'яній поверхні),
- офорт (гравюра на металі). *До речі, Тарас Шевченко, відомий як аквалеріст, був також справжнім майстром офорту. Він створив серію офортів «Живописна Україна». 1844 року ця серія була видана окремим альбомом і набула великої популярності. Цікаво, що після його виходу Шевченко ще довго отримував замовлення на створення додаткових примірників цих офортів.*

- літографія (основою є літографський камінь).

Офорт виник на початку XVI ст. в Німеччині як альтернативна техніка виготовлення друкарських форм. Перші художні офорти, виготовлені в Аугсбурге Даніелем Хопфером (Daniel Hopfer), датуються 1501 роком. Пізніше новим видом друкарської графіки захопився видатний живописець епохи Відродження Альбрехт Дюрер (Albrecht Dürer). Він створив багату кількість чудових гравюр на сталевих і мідних дошках.

Вашій увазі представляю серію офортів XIX століття англійського майстра William French (1815 Sussex - 1898 East Grinstead), розмір аркуша 32×24 см, зображення (в середньому) 17×13 см.





Твори цього автора представлені на багатьох аукціонних площадках.
Для прикладу, нижче представлені дані поточного аукціону на www.invaluable.com:

William French (1815 Sussex - 1898 East Grinstead) after George Stubbs (1724 Liverpool - 1806 London)
 Lot 1118: W. FRENCH (*1815) after STUBBS (*1724), Sporting Dog, Hundepoortrait, 1850, Steel engraving



Bidding closes in **4d 13s 52s left**

Est: €120 EUR - €200 EUR
€300 EUR (1 bid)

Set Max Bid: €400 EUR

Place Bid

Secure Bidding
[Register for Auction](#)

Discover 1448 Works of Art - Prints, Drawings, Watercolors and Photographs
 August 18 7:00 AM 2:06:41 - Timed Auction
 Don't miss the timed auction!

William French (1815 Sussex - 1898 East Grinstead) after Paulus (18th century)
 Lot 750: W. FRENCH (*1815) after PAUDESS (18th), Interior of a peasant hut, 1821, Etching



Bidding closes in **4d 11s 84s left**

Est: €45 EUR - €75 EUR
€30 EUR (0 bids)

Set Max Bid: €50 EUR

Place Bid

Secure Bidding
[Register for Auction](#)

Discover 1448 Works of Art - Prints, Drawings, Watercolors and Photographs
 August 18 7:00 AM 2:07:33 - Timed Auction
 Don't miss the timed auction!

William French (1815 Sussex - 1898 East Grinstead) after Adriaen van Ostade (1612 Haarlem - 1685 Jod.)
 Lot 743: W. FRENCH (*1815) after OSTADE (*1610), The painter's mother, Copper engraving



Bidding closes in **4d 11s 57s 12s left**

Est: €45 EUR - €75 EUR
€30 EUR (0 bids)

Set Max Bid: €50 EUR

Place Bid

Secure Bidding
[Register for Auction](#)

Discover 1448 Works of Art - Prints, Drawings, Watercolors and Photographs
 August 18 7:00 AM 2:08:02 - Timed Auction
 Don't miss the timed auction!

На поточний момент такі гравюри можна придбати в Україні за 1000-1500 гривень.