

KRYTERIA WYBORU TECHNIKI WYCENY W PODEJŚCIU DOCHODOWYM

(głos w dyskusji środowiskowej na temat noty interpretacyjnej podejścia dochodowego)

Na wstępie naszych rozważań przyjmijmy, że „działamy” tylko w obszarze ograniczonym obowiązującym rozporządzeniem Rady Ministrów, które w szczególności zdefiniowało dwie metody i dwie techniki podejścia dochodowego. Założenie to ma znaczenie o tyle, iż w literaturze przedmiotu, jak też w zagranicznych standardach wyceny, identyfikuje się również inne procedury obliczeniowe związane z podejściem dochodowym.

Metody wyceny to algorytmy kalkulacji spodziewanych dochodów z nieruchomości i są poza zakresem naszego zainteresowania (przynajmniej, jeśli chodzi o ten artykuł). Z kolei **techniki wyceny** są pewnymi matematycznymi procedurami przekształcania przyszłych dochodów w wartość bieżącą. Rozporządzenie definiuje dwie techniki wyceny:

- technikę kapitalizacji prostej,
- technikę dyskontowania strumieni dochodów.

Warto przy tym wyraźnie zaznaczyć, iż stosowana w rozporządzeniu klasyfikacja metod i technik wyceny niekoniecznie znajduje odzwierciedlenie w klasyfikacjach stosowanych na świecie. W szczególności w niektórych standardach technika kapitalizacji prostej jest traktowana tylko jako szczególny przypadek techniki DCF, zaś w innych jest traktowana jako metoda rynkowa (porównawcza).

Pytanie, na które spróbujemy sobie odpowiedzieć, brzmi następująco:

Jakie warunki muszą być spełnione, żeby wartość nieruchomości można było określić stosując technikę kapitalizacji prostej, czyli na podstawie jednorocznego dochodu, a co za tym idzie pomijając zmienność dochodów w kolejnych latach, jak również okres zdolności nieruchomości do generowania tych dochodów?

Zapomnijmy na chwilę o nieruchomościach i przenieśmy się na rynek akcji spółek, w tym w szczególności spółek giełdowych. Jedną z metod wyceny akcji spółki, a co za tym idzie (m.in. po uwzględnieniu poziomu zadłużenia) majątku spółki, są **metody mnożnikowe**. Polegają one na tym, iż wartość akcji wyznacza się jako iloczyn określonego rodzaju zysku i odpowiedniego mnożnika (**mnożnik zysku**). Mnożnik ten wyznaczany jest na podstawie analizy cen akcji spółek działających w tej samej branży (a co za tym idzie obarczonych podobnym ryzykiem rynkowym) oraz wysokości rocznych zysków przypadających na pojedynczą akcję.

Zauważmy, że z tego punktu widzenia nie interesuje nas poziom ryzyka rynkowego, cykle koniunkturalne, perspektywy branży, itp. Zakłada się bowiem, iż takim samym ryzykiem obarczona jest zarówno wyceniana spółka, jak i spółki, które posłużyły do wyznaczenia mnożnika zysku. Innymi słowy – jeżeli na rynku płaci się za pojedynczą akcję spółki danej branży np. 8-krotność rocznego zysku to zakładamy, iż uczestnicy rynku skalkulowali ogół rodzajów ryzyka związanych z inwestycją w akcje spółki tej branży, i właśnie dlatego płacą za akcję 8-krotność rocznego zysku, a nie np. 6-krotność lub 10-krotność.

Warto przy tym zaznaczyć, iż w prezentacji obliczeń stosuje się mnożnik zysku, nie zaś jego odwrotność. Jednym z powodów jest to, by nie miała miejsca błędna interpretacja odwrotności mnożnika zysku jako odpowiednika stopy dyskontowej.

Oczywiście nie oznacza to, że akcje wszystkich spółek danej branży są szacowane przy użyciu takiego samego, co do wartości liczbowej, mnożnika zysku. Każdorazowo brana jest pod uwagę specyfika wycenianej spółki, w tym w szczególności takie czynniki ryzyka, jak: wielkość oraz udział w rynku, struktura aktywów operacyjnych, poziom zadłużenia itp. Każdorazowo jednak punktem wyjścia jest średni (reprezentatywny dla danej branży) mnożnik zysku, który podlega późniejszemu skorygowaniu ze względu na czynniki ryzyka specyficzne dla wycenianej spółki, czyli po prostu tzw. **ryzyko specyficzne**.

Jeżeli teraz „wrócimy” na rynek nieruchomości, a co za tym idzie pod pojęciem zysku będziemy rozumieć **dochód operacyjny**, a pod pojęciem mnożnika zysku odpowiednio **współczynnik kapitalizacji**, to można sformułować ogólny wniosek:

Technikę kapitalizacji prostej można stosować w sytuacji, gdy możliwe jest wyznaczenie współczynnika kapitalizacji wprost na podstawie analizy cen i dochodów nieruchomości, które są porównywalne z nieruchomością stanowiącą przedmiot wyceny pod względem czynników ryzyka rynkowego. Współczynnik kapitalizacji może podlegać skorygowaniu ze względu na tzw. ryzyko specyficzne, związane z wycenianą nieruchomością.

Jest jeszcze druga sytuacja, w której wartość przyszłych przepływów pieniężnych można oszacować jako iloczyn rocznego dochodu oraz odpowiedniego mnożnika, a konkretnie tzw. **współczynnika łącznego dyskonta**. Taka sytuacja ma miejsce wtedy, gdy spełnione są łącznie następujące warunki:

- Długoterminowe (wieloletnie) generowanie przepływów pieniężnych.
- W miarę stabilna, w relatywnie długim okresie, dynamika (tempo) zmian poziomu przepływów pieniężnych, co można zapisać wzorem:

$$CF_{t+1} = CF_t \cdot (1 + q)$$

gdzie q oznacza okresową (z reguły roczną) zmianę (z reguły wzrost) poziomu przepływów pieniężnych, np. wzrost dochodów 3% w skali roku.

W takiej szczególnej sytuacji ogólny wzór na wartość bieżącą przyszłych przepływów pieniężnych (formuła modelu DCF) ulega matematycznemu przekształceniu:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = CF_1 \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+q}{1+r}\right)^n}{r-q}$$

gdzie r to stopa dyskontowa, właściwa do dyskontowania przepływów pieniężnych, a mnożnik przepływu pieniężnego CF_t to właśnie ww. współczynnik łącznego dyskonta.

Jest to przekształcenie matematyczne, a co za tym idzie można przyjąć, że nadal mamy do czynienia z procedurą dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, tyle tylko iż przy użyciu innej formuły matematycznej.

Z kolei, jeżeli liczba okresów (lat) będzie dążyć do nieskończoności, czyli:

$$n \rightarrow \infty$$

to następuje kolejne przekształcenie (przekształcenie, a nie uproszczenie wzoru):

$$PV = CF_1 \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+q}{1+r}\right)^n}{r-q} = CF_1 \cdot \frac{1}{r-q}$$

Oznacza to, że również w takiej szczególnej sytuacji wartość bieżącą można oszacować jako iloczyn rocznego przepływu pieniężnego i odpowiedniego mnożnika. Biorąc to pod uwagę można sformułować drugi wniosek, jeśli chodzi o możliwość szacowania wartości nieruchomości przy użyciu techniki kapitalizacji prostej:

Technikę kapitalizacji prostej można stosować w sytuacji, gdy uprawnione jest założenie, że wyceniana nieruchomość jest zdolna do generowania stabilnych dochodów w długim okresie. Poziom stopy kapitalizacji należy wyznaczyć na podstawie stopy dyskontowej adekwatnej do dyskontowania dochodów z wycenianej nieruchomości, z uwzględnieniem dynamiki (tempa) zmian tych dochodów w długim okresie.

Pomimo podobieństwa obydwu formuł matematycznych mamy tu do czynienia z istotnie odmiennymi sytuacjami:

1. W pierwszym przypadku, w którym współczynnik kapitalizacji wyznaczono na podstawie analizy nieruchomości podobnych pod względem ryzyka rynkowego, przyjmuje się założenie, iż mnożnik ten odzwierciedla wszelkie ryzyka związane z nieruchomościami danego rodzaju, w szczególności co do zmienności rynkowego poziomu dochodów, jak również okresu ich generowania. Oznacza to, że nie muszą być spełnione warunki stabilnych dochodów w długim okresie, gdyż te czynniki ryzyka są już uwzględnione wprost we współczynniku kapitalizacji. Jednocześnie, w celu uniknięcia błędnej interpretacji, postuluje się prezentację obliczeń wartości jako **iloczyn rocznego dochodu oraz współczynnika kapitalizacji** (z powodów, o których była mowa wcześniej – brak bezpośredniej matematycznej zależności pomiędzy współczynnikiem kapitalizacji i stopą dyskontową).
2. W drugim przypadku, w którym mnożnik jednorocznego dochodu jest wynikiem matematycznego przekształcenia, które dopuszczalne jest tylko i wyłącznie przy spełnieniu określonych warunków, dochody musi cechować stabilna dynamika w relatywnie długim okresie. W tym przypadku dopuszcza się możliwość prezentacji obliczeń jako **iloraz rocznego dochodu oraz stopy kapitalizacji**, gdyż teraz ma miejsce określona zależność pomiędzy stopą kapitalizacji a stopą dyskontową:

$$R = r - q$$

Trywializując zagadnienie, można to podsumować w sposób następujący: wyróżnia się dwie sytuacje, w których, z punktu widzenia metodyki wyceny, wartość nieruchomości można określić na podstawie jednorocznego dochodu. Są to jednak odmienne sytuacje, modele wyceny bazują na istotnie różnych założeniach, zaś podobieństwo formuły wzoru na wartość bieżącą jest w pewnym stopniu „przypadkowe”.

Jak można się domyśleć, technikę dyskontowania strumieni dochodów należy stosować, gdy niemożliwe jest zastosowanie techniki kapitalizacji prostej; w szczególności (1) gdy brak jest danych na temat cen i dochodów z nieruchomości obarczonych porównywalnym ryzykiem rynkowym, albo (2) jeżeli brak jest podstaw do przyjęcia założenia o zdolności nieruchomości do generowania stabilnych dochodów w relatywnie długim okresie.

Z kolei przyjmując założenie, iż stosowana procedura wyceny wartości rynkowej ma być modelem sposobu kalkulowania akceptowalnej ceny przez typowych uczestników rynku, można sformułować następujące postulaty:

- Jeżeli typowy (rynkowy) inwestor, kalkulując możliwą do zaakceptowania cenę, bierze pod uwagę w zasadzie wyłącznie szacunkowy roczny poziom dochodów, to możliwe jest odwzorowanie tego sposobu kalkulowania ceny przy zastosowaniu techniki kapitalizacji prostej.
- Jeżeli typowy (rynkowy) inwestor, kalkulując możliwą do zaakceptowania cenę, szacuje spodziewane dochody z nieruchomości w kolejnych latach, uwzględniając zarówno możliwą zmienność tych dochodów wynikającą ze stanu nieruchomości (np. obowiązujące umowy najmu), jak również ze względu na czynniki zewnętrzne (np. realizacja konkurencyjnej inwestycji w bliskim sąsiedztwie), to procedurą wyceny odzwierciedlającą taki sposób postrzegania nieruchomości i kalkulowania ceny jest technika dyskontowania strumieni dochodów.

Na koniec jeszcze parę słów o technice dyskontowania strumieni dochodów:

- a) Wartość nieruchomości można określić albo poprzez dyskontowanie dochodów wyrażonych w **ujęciu nominalnym** (rozwiązanie dominujące na świecie), albo poprzez dyskontowanie dochodów wyrażonych w **ujęciu realnym** (rozwiązanie stosowane w Polsce). Z matematycznego punktu widzenia wynik musi być ten sam, a uzyskanie odmiennych wyników jest dowodem błędu w obliczeniach. Działa tutaj bowiem **zasada współmierności**, zgodnie z którą, w zależności od tego, czy dochody są wyrażone w ujęciu nominalnym czy realnym, do ich dyskontowania konsekwentnie stosuje się stopę dyskontową wyrażoną w ujęciu nominalnym albo w ujęciu realnym. Innymi słowy – albo inflacja jest uwzględniona w dochodach (ujęcie nominalne) albo w stopie dyskontowej (ujęcie realne). Tak czy siak, poziom przewidywanej inflacji jest uwzględniany w obliczeniach w sposób bezpośredni.

- b)** Z reguły dyskontowaniu podlegają dochody wyrażone w **ujęciu rocznym**. Nie ma jednak żadnych metodycznych i merytorycznych powodów, dla których dochody nie mogłyby być wyrażane w ujęciu kwartalnym lub miesięcznym. Wykonywanie obliczeń na dochodach wyrażonych w ujęciu rocznym to nic innego, jak bardzo uproszczony model rzeczywistości, który w dużym stopniu wynika z naleciałości historycznych – kiedyś nie było komputerów, a co za tym idzie wykonywanie obliczeń z dokładnością kwartalną lub miesięczną było niezwykle uciążliwe, przy niewielkim wpływie na wynik końcowy. Dzisiaj nie mamy już tych ograniczeń, a co za tym idzie można wierniej modelować przepływy pieniężne z nieruchomości. Oczywiście do dyskontowania okresowych (np. kwartalnych lub miesięcznych) dochodów, zgodnie z zasadą współmierności, należy stosować odpowiednie **stopy okresowe** (konsekwentnie wyrażone np. w ujęciu kwartalnym lub miesięcznym).
- c)** Można spotkać się ze stanowiskiem, iż określone czynniki ryzyka, mające wpływ na wartość nieruchomości, można uwzględniać albo na poziomie dochodów, albo w stopie dyskontowej. Jest to stanowisko o tyle prawdziwe, o ile prawdziwe jest stanowisko, że taki sam wynik można uzyskać dzieląc większą liczbę większym dzielnikiem, albo mniejszą liczbę mniejszym dzielnikiem. Generalnie na świecie dominuje rozwiązanie polegające na tym, iż dyskontowaniu podlegają dochody spodziewane (lub najbardziej prawdopodobne), a wszelkiego rodzaju czynniki ryzyka, których efektem może być uzyskanie dochodów innych, niż spodziewane, są uwzględniane w stopie dyskontowej. Jednocześnie oznacza to, iż wymagana stopa zwrotu (stopa dyskontowa) jest miarą ryzyka inwestycji.
- d)** W praktyce często może się zdarzyć, iż dochody z nieruchomości są obarczone różnym ryzykiem (np. część nieruchomości jest oddana w długoterminowy najem wiarygodnemu podmiotowi, a część nieruchomości w najem na czas nieoznaczony podmiotom o nieustalonej reputacji). W krajach zachodnich może być stosowane rozwiązanie polegające na dekompozycji dochodów z nieruchomości i obliczaniu ich wartości bieżącej przy zastosowaniu adekwatnych stóp dyskontowych, które uwzględniają odmienny poziom ryzyka oraz są różne co do wartości liczbowych. Z kolei w Polsce, ze względu na to, że rozporządzenie posługuje się terminem „*stopa dyskontowa*” w liczbie pojedynczej, stosuje się odpowiednie „uśrednianie” stopy dyskontowej. Jest to jednak efekt takiego, a nie innego sformułowania zawartego w rozporządzeniu, które nie ma merytorycznych podstaw, ani z punktu widzenia matematyki finansowej, ani z punktu widzenia zasad analizy dochodu i ryzyka.