

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА РЫНКА ДОХОДНОЙ НЕДВИЖИМОСТИ.

В последние годы все большее внимание российских инвесторов привлекает рынок доходной недвижимости, так как он обладает высокой инвестиционной привлекательностью: в периоды спада производства и инфляционного роста цен обеспечивает получение более устойчивого потока доходов, относительно более высокую ставку доходности (по сравнению с финансовыми активами) на собственный капитал и защиту от инфляции. Необходимо отметить, что для получения стабильных высоких доходов от инвестиций в доходную недвижимость необходим тщательный анализ рынка недвижимости, поскольку его преимущества не реализуются автоматически. Более того, если нет тщательного анализа состояния и перспектив развития рынка недвижимости в конкретном регионе, как основы для оценки рисков, характерных для недвижимости, вложения в недвижимость могут привести к банкротству даже в самый благоприятный период развития. Практикующие оценщики в отчетах по оценке объектов недвижимости проводят анализ рынка недвижимости, однако, довольно часто анализ или перегружен излишними данными, или проводится чисто формально. Например, в отчете об оценке встроенного торгового помещения в Сергеево-Посадском районе Московской области при анализе региона даны следующие данные: подробная характеристика рельефа местности, среднегодовая температура и климатические особенности, количество докторов и кандидатов наук в районе, структура и количество крупного рогатого скота, урожайность сельскохозяйственных культур, объемы заготовки кормовых единиц на условную голову крупного рогатого скота, перечислены памятники архитектуры и музеи, указано количество писем и бандеролей, полученных жителями района, и количество аптечных киосков, число посещений медицинских учреждений в сравнении с нормативами,. Очевидно, что перечисленные данные не имеют отношения к анализу рынка недвижимости и затрудняют понимание проблемы.

При анализе рынка доходной недвижимости необходимо учитывать, что каждый из сегментов рынка недвижимости имеет свои существенные особенности. Например, для понимания особенностей функционирования рынка жилой недвижимости необходимо учесть особые экономические характеристики жилья и факторы, ока-

зывающие влияние на рынок жилой недвижимости:

1. Уникальность каждого объекта недвижимости;
2. Местные ограничительные факторы (налоги, доступность услуг, контроль за окружающей средой);
3. Общий экономический климат и его тенденции;
4. Наличие механизмов «быстрой» продажи
5. Изменчивость улучшений;
6. Долговременные договора аренды, ведущие к уменьшению предложения на рынке;
7. Финансовые и другие условия, влияющие на цены.

Рынок недвижимости подвержен многим внешним влияниям, таким как:

- ◆ колебания сезонной активности;
- ◆ Изменения общей социально-экономической и региональной экономической конъюнктуры;
- ◆ изменения в денежной политике Правительства и политике коммерческих банков, определяющих доступность средств финансирования сделок купли-продажи недвижимости;
- ◆ изменения в законодательстве по регулированию рынка недвижимости и в налоговом законодательстве.

Методологически верный подход к анализу рынка недвижимости определяет и структуру анализа: большое внимание в отчете по оценке объекта недвижимости должно быть уделено дифференциации занятости работоспособного населения в регионе, росту безработицы, динамике платежеспособного спроса и факторам, влияющим на объемы предложения жилой недвижимости.

Анализ рынка ипотеки требует учета основных тенденций социально-экономического развития, состояния и перспектив развития финансового рынка. Прогноз развития рынка ипотеки необходимо рассматривать в органической взаимосвязи с перспективами развития финансового рынка на многовариантной основе. Однако необходимо призвать, что в большинстве отчетов по оценке объектов доходной недвижимости проводится весьма условный анализ рынка недвижимости. Недостатки в отчетах многих российских оценщиков недвижимости порождены слабой разработанностью методов и основных принципов анализа рынка недвижимости вообще и рынка доходной недвижимости в частности. Уточнению основных прин-

ципов анализа рынка доходной недвижимости и формулировке основных этапов анализа посвящена данная статья.

Особенности концептуального подхода к анализу рынка доходной недвижимости заключаются в учете взаимосвязи и взаимодействия рынка доходной недвижимости и рынка капитала. Состояние рынка недвижимости вообще и рынка доходной недвижимости в частности определяются в значительной степени положением и перспективами развития рынка капитала. Исходя из данной основной предпосылки, в анализе рынка доходной недвижимости целесообразно выделить несколько этапов.

Этап первый - независимо от типа оцениваемой недвижимости (жилая, офисная или многофункциональная) первым шагом в анализе рынка недвижимости является четкое определение **целей анализа** рынка, поскольку недвижимость можно рассматривать с трех точек зрения:

- ◆ недвижимость как потребительная стоимость, удовлетворяющая потребность в жилище, отдыхе, развлечениях;
- ◆ недвижимость как фактор производства, в форме основные производственных фондов;
- ◆ недвижимость как источник дохода.

Цель анализа обуславливает рамки его проведения, используемую информацию и уровень детализации.

Причин для анализа может быть много, например: изучить процессы, протекавшие на конкретном рынке в прошлом, чтобы сделать вывод о рыночных условиях, преобладающих в текущий период, или спрогнозировать деятельность рынка в будущем. Цель анализа может быть обусловлена необходимостью решить вопросы:

- о целесообразности инвестирования в строительство нового объекта недвижимости;
- по определению уровня риска кредитора в связи с финансированием покупки односемейного дома;
- по определению наиболее перспективных сегментов рынка недвижимости или поиск активов, которые позволили получать устойчиво высокие доходы при стабильном уровне риска;
- о наиболее доходных сегментах рынка недвижимости в долгосрочном периоде;
- связанные с оценкой стоимости отдельных видов недвижимости.

Этап второй - проблемы, затрагиваемые при проведении рыночного анализа следует подразделить на два крупных блока :

- 1) относящиеся к краткосрочным целям;
- 2) относящиеся к долгосрочным целям.

Например, строитель может быть озабочен срочной продажей его домов. Кредитор может быть обеспокоен стабильностью рынка недвижимости в ближайшие 5 лет.

Четкое определение целей анализа помогает установить, какой из этих двух периодов (краткосрочный или долгосрочный) должно иметь большее значение, на какой сектор рынка следует сделать упор, а также определить глубину изучения рынка.

Этап третий - каждый отдельный исследуемый сегмент рынка недвижимости необходимо выделить и идентифицировать, учитывая, что рынок в целом, его конъюнктура влияют на отдельные сегменты рынка.

Анализ любого сегмента рынка недвижимости требует изучения факторов спроса, предложения и сочетания этих факторов.

- ◆ **Этапа четвертый**- выяснение уровня риска, характерного для рынка доходной недвижимости. Источниками риска могут быть:
 - ◆ тип недвижимости (собственности, имущества);
 - ◆ изменения соотношения предложения и спроса;
 - ◆ местоположение (региональный риск);
 - ◆ условия арендного договора и предоставления кредитов;
 - ◆ физическое старение и изнашивание (порчи);
 - ◆ изменения в законодательном регулировании и изменения налогообложения;
 - ◆ инфляция;
- ◆ возможности реинвестирования;
- ◆ Снижение ликвидности.

Риск типа собственности (недвижимости, имущества) означает не верный выбор конкретного типа недвижимости при общей благоприятной ситуации для развития рынка недвижимости. Например, в условиях, когда более высокую ставку доходности могли дать вложения в многофункциональную недвижимость, сделаны реальные вложения капитала в офисную недвижимость. Общенациональное избыточное предложение офисных зданий превратило реальные и номинальные ставки арендной пла-

ты в мертвый груз.

Риск изменения соотношения спроса и предложения, поскольку основными факторами, регулирующими рынок любых товаров и услуг, являются спрос и предложение, в результате взаимодействия которых создается рынок продавцов или рынок покупателей. Однако на рынке доходной недвижимости есть ряд существенных особенностей для выяснения которых необходимо в каждый определенный период времени проанализировать факторы, воздействующие на рынок недвижимости.

Основными факторами, определяющими величину спроса являются:

- платежеспособность населения;
- изменения общей численности населения (прошлые, текущие и прогнозируемые тенденции);
- изменения в соотношениях между различными слоями населения, то есть процентное соотношение между группами населения с различным уровнем образования, уровень миграции, количество браков и разводов;
- изменения во вкусах и предпочтениях населения. (Изменения в предпочтениях и вкусах населения представляют важный фактор спроса. Однако в рамках любого рынка недвижимости, изменения в предпочтениях и вкусах потребителей довольно трудно уловить. Многие профессионалы в сфере недвижимости полагаются на собственный опыт и наблюдения и распознают их почти интуитивно, что позволяет им следовать за данными изменениями. Предпочтения и вкусы в высшей степени субъективны, поэтому их очень сложно количественно определить и спрогнозировать.);
- условия и доступность финансирования.

Рост спроса вызывает усиление активности на рынке недвижимости. Обязательным условием роста спроса является расширение экономических возможностей потенциальных потребителей, рост их доходов, который приводит к усилению активности на рынке недвижимости. Аналогично, снижение платежеспособного спроса обычно ведет к депрессии на рынке.

Общепризнанно, что важным фактором роста спроса на рынке недвижимости является рост численности населения. Однако необходимо иметь ввиду, что сам по себе рост численности населения не вызывает активности на рынке недвижимости. Необходимо увеличение платежеспособности населения. Точно также отсутствие роста населения не обязательно отрицательно сказывается активности рынка, ко-

торая может иметь место при стабильной или даже снижающейся численности населения но обязательно в условиях роста доходов и доступности финансовых ресурсов. Результатом роста спроса на недвижимость является рост арендной платы и цен продажи недвижимости, хотя в этом же направлении действуют и инфляционные тенденции, которые могут повлиять на повышение цен на всех сегментах рынка.

В краткосрочном периоде параметры спроса имеют более важное значение, чем характеристики предложения, характерной чертой которого является неэластичность. Значительные колебания активности в операциях с недвижимостью во многом объясняются неэластичностью предложения в краткосрочном периоде. Если целью анализа является прогнозирование ситуации на рынке недвижимости (например, для расчета возможной цены реализации объекта недвижимости в некоторый период в будущем), необходимо особое внимание уделить анализу факторов предложения, поскольку в долгосрочном периоде объемы предложения высоко эластичны.

Факторы, определяющие величину предложения.

- ◆ Наличие резерва пустующих объектов недвижимости в определенном сегменте рынка.
- ◆ Объемы нового строительства и затраты на него, включая:
 1. Интенсивность строительства - определяет объемы нового жилья.
 2. Положение в строительной индустрии, в какой мере оно влияет на уровень строительных затрат- определяет доступность и цены факторов производства.
 3. Текущие и потенциальные изменения в строительной технологии и их возможное влияние на строительные затраты.
 4. Соотношение затрат на строительство и цен продажи объектов недвижимости.
 5. Затраты на улучшение не освоенных земельных участков и имеющееся их предложение.

Процент всех незанятых или не сданных в аренду домов или помещений (вакансий) является одним из важнейших индикаторов состояния и тенденций рынка недвижимости. Высокий процент вакансий влечет за собой понижение цен и ставок арендной платы, даже при наличии высокого спроса. Обычно уровень вакансий для односемейных жилых домов составляет менее 5%, а для многоквартирных домов - несколько

более 5%. Для помещений под бизнес этот процент несколько выше. Это - основные соотношения, которые могут меняться в зависимости от ситуации в регионе. Если предложение вакантных единиц превышает нормальный процент, на рынке имеется избыточное предложение и/или недостаточный спрос. Конкуренция может привести к вынужденному падению цен и ренты, за которым следует сокращение нового строительства. Когда уровень вакансий падает, цены и ставки арендной платы возрастают, активность инвестирования в недвижимость растет.

Информацию о динамике уровня вакансий целесообразно накапливать и иметь базу данных фирмам, работающим на рынке по недвижимости. Необходимо учитывать, что уровни вакансий для различных сегментов рынка недвижимости должны рассчитываться отдельно, так как в одном сегменте рынка может быть нехватка недвижимости, а в другом - избыток.

Риск местоположения определяется условиями местного рынка и перспективами социально-экономического развития региона, которые определяются притоками и оттоками капитала из региона, уровнем дифференцированности занятости работоспособного населения, криминогенной ситуацией в регионе, отношением населения к частному и иностранному капиталу, возможностями межэтнических и социально-экономических и вооруженных конфликтов, экологией региона и т. д., то есть теми факторами в силу которых доходная недвижимость в пределах местного рынка может стать менее привлекательной.

Арендный риск связан с тем, что арендатор не может заплатить всю арендную плату, предусмотренную контрактом. Убытки по арендному кредиту несет владелец, потому что для выселения арендатора и подготовки помещения для нового арендатора требуется время. Этот тип риска чаще всего проявляется для недвижимости с одним единственным арендатором.

Физический износ и старение также могут снизить доходность недвижимости.

Владельцы часто предпочитают нести значительные материальные затраты, чтобы сделать свои здания современными. Трудно определить степень физического износа, потому что она в большой степени зависит от разработок новых технологий. Когда новые технологии, такие, как лифты, контроль климата и безопасности введены в новые конкурирующие здания, более старые здания теряют свою привлекательность для арендаторов, и владелец должен либо запрашивать меньшую арендную плату и тратить деньги на усовершенствование домов, либо терпеть более низкую занятость помещений.

Риск законодательного регулирования и изменения налогообложения заключается в том, что власти требуют непредвиденных расходов или повышают налоги на собственность (имущество, недвижимость). Изменения либо в законодательном регулировании, либо в налогообложении в том случае, если они непредвиденные, могут изменить денежный поток доходов от недвижимости по сравнению с ожидаемым.

Риски инфляции и реинвестирования - относительно более мелкие риски для инвестирования недвижимости. Инфляционный риск связан с тем, что реальные предусмотренные договором денежные потоки доходов от аренды могут быть много ниже, чем ожидалось, из-за инфляции. Чем длиннее срок аренды, тем выше такой риск. В особом положении находятся инвестиции в проданную и взятую в аренду недвижимость, которые содержат самый большой инфляционный риск из всех видов инвестиций собственного капитала из-за длительных сроков аренды.

Риск реинвестирования противоположен риску инфляции, так как полученные денежные доходы не могут быть реинвестированы с той же ставкой дохода, что и первоначальные инвестиции. Он так же ниже для собственных капиталов инвестированных в незаложенную недвижимость

Риск снижения ликвидности. Ликвидность рынка недвижимости по всем типам недвижимости определяется на макроуровне:

- ◆ социально-экономической ситуацией в стране, регионе ;
- ◆ доступностью кредитов, определяемой государственной политикой (если правительство проводит политику « дорогих денег», кредит менее доступен в силу высоких процентных ставок);
- ◆ политикой коммерческих банков, сокращающих или расширяющих кредитование под залог недвижимости.

На уровне региона ликвидность недвижимости определяется перспективами развития региона, степенью дифференциации занятости населения, экологией.

Этап пятый - риски, характерные для рынков недвижимости, необходимо подразделить на три группы:

1. Управляемые или не систематические риски, которые поддаются диверсификации за счет формирования портфеля недвижимости;

2. Систематические риски, которые не поддаются диверсификации и указывают на характер связи уровня риска инвестиций в недвижимость со среднерыночным по рынку капитала уровнем риска;

3. Случайные риски как результат не качественного управления объектами недвижимости.

К управляемым рискам на рынке недвижимости относятся микрориски:

- условия арендного договора;
- уровень операционного и финансового лeverеджа;
- структура инвестированного капитала и его стоимость;
- доля рынка недвижимости определенного типа;
- местоположение недвижимости;
- структура арендаторов.

Источниками неуправляемых рисков являются :

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

При расчете уровня риска, характерного для различных объектов недвижимости, необходимо учитывать, что степень риска инвестиций в коммерческую недвижимость, относительно инвестиций в другие активы, определяется особенностями доходной недвижимости, так как требуются значительные капитальные вложения и существует жесткая зависимость потока доходов от недвижимости в зависимости от ситуации в регионе и перспектив его развития.

Этап шестой – независимо от целей анализа учесть влияние рынка капитала на рынок доходной недвижимости, поскольку для рынка недвижимости характерно циклическое избыточное вложение капитала. Влияние рынка капитала на рынок доходной недвижимости определяется изменением ставки доходности на инвестированный в недвижимость капитал. Для того, чтобы возможно точнее определить воздействие рынка капитала на рынок доходной недвижимости, необходимо уточнить их

общие черты и различия. Инвестиции в недвижимость и инвестиции в финансовые активы имеют как ряд общих черт, так и существенные различия, что отражено в таблице:

Общие черты и различия рынка недвижимости и рынка капитала

общие черты	Различия:	
	Рынок капитала	рынок недвижимости
<p>цели инвестирования:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● получение текущего дохода; ● рост стоимости актива ; ● защита от налогов; 	Объем предложения высоко эластичен	объем предложения в краткосрочном периоде неэластичен
риски делятся на управляемые (диверсифицируемые) и не управляемые (систематические)	Ставка доходности подвержена значительным колебаниям	ставка доходности относительно стабильная
соотношение спроса и предложения определяет цены активов.	Ликвидность более высокая	ликвидность более низкая
величина безрисковой ставки доходности является основой для определения приемлемой ставки доходности	в период инфляции инвестиционная привлекательность финансовых активов падает	в период инфляции инвестиционная привлекательность растет
находятся под значительным влиянием макроэкономических изменений (валютные курсы, темпы инфляции, инфляционные ожидания, социально - экономическое развитие, стабильность налогообложения)	Поток доходов неустойчивый	поток доходов в виде арендной платы относительно устойчивый
высокая ставка доходности – показатель более высокого риска	$R = R_f + \text{плата за риск}$	$R = R_f + \text{плата за риск} + \text{возмещение инвестированного капитала.}$

		Более высокая ставка доходности отражает необходимость возмещения основной суммы инвестированного капитала
--	--	--

Рынок недвижимости находится в непосредственной зависимости от развития рынка капитала, поскольку основные параметры его развития определяет ситуация на рынке капитала, что отражено в таблице:

Влияние переменных рынка капитала на рынок недвижимости.

переменная рынка капитала	Влияние на стоимость на рынке недвижимости
CF- рост денежного потока	Рост стоимости недвижимости как результата оживления и развития деловой активности на макроуровне
β- мера систематического риска - рост	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости
R_f рост безрисковой ставки доходности на рынке капитала	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости
R_m- рост среднерыночной ставки доходности	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости и роста коэффициента капитализации
рост стоимости кредитов	Снижение стоимости недвижимости в результате роста требуемой ставки доходности инвестированного капитала

R_i - рост доходности i актива на рынке капитала	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости
срок службы актив- рост	Рост стоимости недвижимости в связи с инфляционными ожиданиями и величиной ликвидационной стоимости недвижимости
стоимость кредита на рынке капитала -рост	Снижение стоимости недвижимости

Этап восьмой - определить стадию развития рынка недвижимости (кризис, депрессия, оживление и подъем, учитывая, что цикл развития рынка недвижимости несколько сдвинут по отношению к промышленному циклу: этап оживления начинается на рынке доходной недвижимости в условиях высокой инфляции и инфляционных ожиданий. Инвестиционная привлекательность рынка доходной недвижимости резко падает с сокращением инфляции, развитием производства и, следовательно, ростом инвестиционной привлекательности традиционных финансовых активов. Показателями оживления и подъема рынка доходной недвижимости являются:

- ◆ снижение стандартной нормы вакансий на рынке недвижимости;
- ◆ рост арендной платы;
- ◆ снижение коэффициента капитализации, так как в период оживления и подъема рынка недвижимости снижается плата за риск инвестирования в недвижимость.

В процессе анализа рынка доходной недвижимости необходимо учитывать следующие особенности недвижимости как актива для инвестирования:

- * Нетрадиционные денежные потоки, так как на стадии разработки и сооружения объекта денежные потоки отрицательны, затем в период постепенной сдачи объекта в аренду денежные потоки превращаются из отрицательных в положительные. Во время эксплуатации объекта могут быть произведены существенные затраты на его обновление или прирост капитала. В отдельные годы деньги могут изыматься посредством рефинансирования. Наконец, получение крупной суммы денег ожидается при продаже собственности. Потому для инвестиций в недвижимость нет единой внутренней нормы окупаемости.

- * Важнейшей характеристикой недвижимости является разная направленность движения стоимости ее составных частей. Так земля имеет потенциальную возможность повышения ее стоимости. Причиной этого могут стать изменения в системе землепользования, относительный дефицит участков со сходным местоположением, инфляция и другие факторы. В то же время относительная стоимость зданий и сооружений с течением времени снижается. Это снижение происходит из-за изнашивания зданий и сооружений в процессе их использования, воздействия окружающей среды, изменений в технологии и действия других внешних факторов.
- * Важной особенностью недвижимости является и неоднородность актива - то есть при определении характеристик объектов недвижимости практически не возможно найти два одинаковых объекта, что осложняет процесс оценки недвижимости.
- * Для недвижимости характерны гибкие условия финансирования. У приносящей доход недвижимости может быть несколько «слоев» финансирования за счет собственных и заемных средств. Финансирование может быть достаточно сложным по времени осуществления, методам расчета процентов, долевого участию и различным частичным интересам. Инструменты инвестирования в коммерческую недвижимость – права преимущественной аренды, гибридные обязательства, ипотека, собственный капитал, заемный капитал, опционы (более подробно см. Белых Л.П. «Формирование портфеля недвижимости» изд-во «Финансы и статистика» 1999 г.)
- * Особенностью недвижимости является и то, что каждая собственность может включать различное сочетание юридических прав и интересов.
- * Для недвижимости характерны особые налоговые соображения. Федеральное и муниципальное правительство развитых стран создали сложную сеть налоговых законов и регулирующих норм, которые влияют на инвестиции в доходную недвижимость.

Особенности налогообложения недвижимости как открывают новые возможности, так и накладывают определенные ограничения. Во многих случаях налоговые последствия инвестиций в приносящую доход собственность являются основной причиной сделки. В России этот процесс находится в стадии становления.

Подводя итоги, следует отметить, что инвестиции в доходную недвижимость в большей степени, по сравнению с инвестициями в традиционные финансовые активы, подвержены риску и неопределенности, поскольку являются малоликвидными, так как это «запертый» капитал, и осуществляются капиталовложения на более длительные сроки. Для качественного управления рисками, характерными для недвижимости, в процессе анализа рынка и последующей оценки объектов недвижимости необходимо соблюдать основные принципы и ограничивающие условия оценки. Однако основные принципы и ограничивающие условия, лежащие в основе оценки объектов недвижимости, - это основные, исходные положения теории оценки, соблюдение которых необходимо в условиях высокой неопределенности будущего рыночной экономики. Одним из основных принципов теории и практики оценки является соответствие выбранных оценщиком стандартов стоимости целям оценки, которые влияют на выбор оценочных процедур, на применяемые методы оценки и на окончательную величину оценочной стоимости объекта.

Важнейшими принципами оценки стоимости объекта являются принципы, основанные на представлениях пользователя, что предполагает, что выбранные концептуальные подходы к оценке (доходный, затратный или сравнительный) должны соответствовать критериям, приемлемым для тех, кто в конечном счете решает, какое действие следует предпринять исходя из полученного в ходе оценки результата. Среди данных принципов необходимо отметить представление пользователя о полезности, замещении и ожидании. Полезность - способность удовлетворять определенные потребности пользователя в данном месте в течение определенного периода времени. Замещение - означает, что рациональный покупатель не заплатит за актив больше минимальной цены, взимаемой с другого актива такой же полезности. Принцип ожидания непосредственно связан со стоимостью будущих денежных доходов от оцениваемого объекта, продолжительности поступления будущих денежных доходов и возможной ликвидационной стоимости актива. Рассмотренные три принципа наиболее четкое обобщающее выражение получили в принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, который выражает законное, физически возможное, финансово обоснованное и наиболее вероятное использование оцениваемого объекта, выражающего в определенных условиях наивысшую текущую стоимость денежных доходов.

Особую группу принципов оценки составляют принципы непосредственно связанные с рыночной средой. К ним относятся: соответствие, спрос и предложение, уровень конку-

ренции, зависимость от макроэкономической ситуации, экономического развития региона.

Принцип соответствия означает, что оцениваемый объект отвечает определенным рыночным стандартам, что является обязательным условием реализации объекта, так как объект, не имеющий определенной полезности, как формы выражения потребительной стоимости, не имеет и стоимости.

Принцип спроса и предложения означает, что на стоимость объекта влияют изменения рыночной ситуации, так как рынок на любые оцениваемые активы практически не бывает в состоянии равновесного спроса и предложения, а формируется рынок продавцов или рынок потребителей. Принцип спроса и предложения неизбежно связан с принципом конкуренции.

Принцип конкуренции - принцип в соответствии с которым усиление конкуренции среди производителей приводит к снижению средней ставки доходности на инвестированный капитал. Если на оцениваемый объект в период оценки сложился рынок производителей, то есть цены определяются продавцами (производителями), ставка доходности собственного капитала на определенном сегменте рынка возрастает, что неизбежно ведет к росту уровня конкуренции между производителями (продавцами) и постепенному изменению рыночной ситуации, которую можно охарактеризовать как возникновение рынка потребителя. Применительно к рынку недвижимости данный принцип имеет свою ярко выраженную специфику, поскольку предложение объектов недвижимости в краткосрочном периоде не эластично. Принцип зависимости от макроэкономической ситуации или от экономического развития региона означает необходимость учета при оценке стоимости объекта таких факторов как устойчивость национальной валюты, этап экономического цикла, устойчивость политики правительства, особенно налогового законодательства, степень государственного регулирования отрасли, конвертируемость национальной валюты. Учитывая специфику развития рыночной экономики в России, необходимо учитывать уровень регионального риска, отражающего экономический потенциал региона, социальную напряженность, возможность межэтнических и военных столкновений. Значение учета регионального риска особенно возрастает при оценке объектов недвижимости, поскольку экономический потенциал региона и местоположение являются одним из наиболее важных факторов, определяющих стоимость недвижимости. Необходимость учитывать рыночный характер оцениваемого объекта означает, что в процессе оценки обязательно учитывается совокупность таких рыночных факторов как фактор

времени, фактор риска, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночные "реноме".

Фактор времени - один из основных принципов теории и практики оценки стоимости, состоит в том, что текущая стоимость определенной суммы денег - это функция от времени возникновения денежных доходов или расходов. Этот принцип действует независимо от изменения общего уровня цен и учитывается при использовании метода дисконтированных денежных потоков, когда стоимость оцениваемого объекта определяется суммой текущих стоимостей ожидаемых потоков будущих доходов.

Фактор риска выражает степень неопределенности получения будущих денежных доходов и учитывается при определении ставки доходности (ставки дисконта) собственного или всего инвестированного капитала. Ожидаемые потоки доходов рассматривают в двух измерениях: величины ожидаемых потоков доходов и уровень риска получения или не получения этих доходов. Оценщик может провести понижающую корректировку будущих денежных доходов (прибыли, денежного потока, дивидендов, чистого операционного дохода) с тем, чтобы отразить неопределенность их получения. При заданном уровне будущих денежных доходов, уровень риска учитывается за счет использования более высокой ставки дисконта, так как чем выше уровень риска, тем ниже текущая стоимость будущих денежных потоков. Наиболее часто на практике используется учет уровня риска при расчете стоимости привлеченного капитала, которая в значительной степени определяется рынком. Между стоимостью привлеченного капитала и текущей стоимостью будущих денежных доходов обратная связь - чем выше стоимость капитала (то есть чем выше уровень риска), тем ниже текущая стоимость будущих потоков денежных доходов и наоборот.

Учет уровня риска при оценке стоимости возможно проводить рассчитывая чистую текущую стоимость денежных доходов с учетом различной вероятности наступления событий, что более приемлемо для условий неопределенности.

Особую группу принципов составляют принципы, связанные с землей, зданиями и сооружениями:

- ◆ остаточной продуктивности (земля имеет остаточную стоимость только при условии возникновения ренты как разницы между потоком доходов и расходами, связанными с оплатой факторов производства - выплатой заработной платы работникам и процентов или дивидендов на вложенный капитал). Остаточная про-

дуктивность земли возникает в результате дифференциальной ренты по местоположению или плодородию или в результате монополии частной собственности на землю, препятствующей выравниванию цен;

- ◆ вклада - сумма на которую увеличивается или уменьшается стоимость объекта или чистый доход от него вследствие воздействия (или не воздействия) какого-либо дополнительного фактора производства;
- ◆ возрастающие или уменьшающиеся доходы непосредственно связаны с принципом уменьшающейся предельной полезности, то есть прирост вложений капитала на определенном этапе дает уменьшающуюся отдачу;
- ◆ сбалансированности- оптимальное сочетание всех факторов производства, при котором земля дает максимальную отдачу;
- ◆ экономического размера - оптимальный размер земельного участка, определяемого рыночными условиями в конкретном регионе, и экономического разделения - раздел имущественных прав должен стимулировать рост стоимости объекта собственности.

При оценке стоимости объекта методом сопоставимых сделок большое значение имеет принцип сопоставимости оцениваемых объектов - то есть если определение стоимости оцениваемого объекта, или долевого участия в нем, проводится на основе рыночной информации по сопоставимым сделкам, необходимо использовать финансовые показатели рассчитанные на одной и той же основе в и за один и тот же период времени, по сопоставимым объектам и по оцениваемому объекту.

Важным принципом является и принцип определенной сравнимости стоимости оцениваемого объекта, полученных при использовании различных концептуальных подходов. Например, при использовании ретроспективных данных оценка стоимости объекта не должна резко противоречить оценке, основанной на дисконтированных потоках денежных доходов. При этом следует учитывать, что стоимость оцениваемого объекта не "точечная величина", она варьируется в определенных пределах.

Помимо основных принципов в процессе анализа необходимо учитывать ограничивающие условия оценки. Ограничивающие условия оценки - совокупность определенных условий, в том числе и условий, ограничивающих использование собственности, четко очерчивающих рамки возможных подходов оценщика при решении поставленной задачи, подобно тому как любая математическая задача имеет решение

только при наличии определенных ограничений . Важнейшим ограничивающим условием является обязательное указание в отчете профессиональных оценщиков, что данная оценка действительна только на дату или даты оценки, которые указаны в отчете, что обусловлено неопределенностью рыночной ситуации в будущем и возможностью ее качественного изменения. Отсутствие данного ограничения сделало бы необходимым расчет вероятности наступления определенных событий и оценку объекта недвижимости, как минимум, при трех вариантах развития событий: оптимистического, пессимистического и усредненного .

При использовании метода дисконтированных денежных потоков расчет будущих денежных потоков целесообразно проводить с учетом вероятности наступления определенного события . Данное ограничивающее условие оценки необходимо поскольку, когда это целесообразно, в исследование и отчет об оценке следует включать анализ наилучшего и наиболее эффективного использования собственности.

Следующее ограничение заключается в том, оценка объекта недвижимости, действительна только для целей, указанных в отчете. Это ограничение обусловлено тем, что в отличие от поставленных целей оценки применяются различные законодательные и регулирующие акты, стандарты стоимости. Существует множество причин делового порядка, по которым критерии оценки меняются в зависимости от ситуации.

К ограничивающим условиям относится и обязательное при заключении договора об оценке положение о том, что клиент гарантирует, что любые сообщения, аналитические разработки или другие документы, подготовленные в рамках отчета, будут использованы исключительно в соответствии с действующими законодательными и регуливающими актами. Данное ограничение обусловлено тем, что изменения в законодательстве, например, относительно прав на объект собственности или при оценке прав контроля в недвижимости, могут оказать влияние на оценку стоимости того или иного процента участия.

При оценке стоимости прав долевого участия в оцениваемом объекте необходимо учитывать особые ограничения, накладываемые в связи с использованием различных инструментов инвестирования, особенно ограничения, связанные со сложными взаимоотношениями кредиторов и владельцев собственности, причем эти ограничения различны в зависимости от конкретных инструментов инвестирования в недвижимость и касаются как уровня ликвидности, так и уровня контроля .

Необходимо учитывать, что любое ограничивающее владельца собственности условие, увеличивает размер скидки на ликвидность.

Важными ограничивающими условиями оценки являются положения, ограничивающие права собственности. Например, договоры об обязательной продаже-покупке или требование о согласии на продажу. К ограничивающим условиям относятся и договоры об объединении или наличие голосующих трастов (специальная форма бизнеса, которым принадлежит недвижимость или инвестиции в недвижимость).

Таким образом, качественный анализ рынка недвижимости требует соблюдения основных этапов рассмотренного концептуального подхода в сочетании с принципами и ограничивающими условиями оценки.