

Курс лекций по дисциплине «Основы оценки»

1. Теоретические основы и предмет оценки имущества

П Л А Н

1. Понятие рынка имущества его признаки и классификация.

2. Субъекты оценки. Объекты имущественного рынка.

3. Необходимость и цели оценки движимого и недвижимого имущества.

4. Основные требования, предъявляемые к оценщику. Профессиональные и этические нормы оценщика.

Происходящие в экономике процессы перехода к рыночной модели экономики возродили права частной собственности и свободу предпринимательства, позволяющие субъектам рынка владеть, распоряжаться и пользоваться объектами движимого и недвижимого имущества: зданиями, сооружениями, а также земельными участками определенного целевого назначения, машинами и оборудованием, бизнесом, интеллектуальной собственностью и т.д.

Объектом оценки могут быть:

- недвижимое имущество;
- предприятие в целом, как действующее, так и находящееся в процессе ликвидации;
- движимое имущество;
- машины и оборудование;
- ценные бумаги;
- имущественные права, не овеществленные в ценных бумагах и могущие являться предметами сделок до их отчуждения;
- интеллектуальная собственность и нематериальные активы;
- различные услуги.

Необходимым элементом рыночной экономики выступает институт независимой оценки собственности, без которого невозможно становление права

собственности и демократизация экономической жизни. В первую очередь это касается рынка недвижимости, развитие которого может определить в перспективе характер изменений всей экономики.

Экономическая функция рынка имущества сведение вместе покупателей и продавцов. В силу специфических свойств недвижимости рынок недвижимого имущества существенно отличается от рынка других секторов рыночной экономики. Деление имущества на движимое и недвижимое берет свое начало со времен римского права. В понятие недвижимого имущества входят физические объекты с фиксированным местоположением в пространстве и все, что неотделимо с ними связано как под поверхностью, так и над поверхностью земли или является обслуживающим предметом, а также права, интересы и выгоды, обусловленные владением объектами.

Отличительной чертой движимого имущества является возможность его перемещения без ущерба либо ему самому, либо объектам недвижимости, с которыми оно связано.

Рынок недвижимости - это рынок товаров, обладающих индивидуальными характеристиками. Недвижимость может обладать различными физическими потребительскими свойствами: материалом изготовления, степенью новизны, архитектурным стилем, внутренней планировкой, отделкой, сроком службы и т.д. Даже при совпадении внешних и эксплуатационных свойств недвижимость может различаться местоположением к подъездным путям, предприятиям инфраструктуры, экологической особенностью региона и т.д. Для жилой недвижимости важен вид из окна (во двор, на улицу, на соседний дом), близость к центру, месту работы и т.д.

Рынок недвижимости - это рынок ограниченных ресурсов, продавцов и покупателей. Ограничено количество продавцов недвижимости, находящейся в экологически чистых и центральных районах, объектов с высокими потребительскими свойствами, новых объектов, объектов с выразительным художественным стилем. Ограничено и число покупателей такой недвижимости, так как последняя, в силу перечисленных потребительских свойств, имеет

высокую цену. Ограниченность продавцов и покупателей приводит к формированию практически индивидуальных цен.

Период времени для реализации товара на рынке недвижимости высокий. Время между выставлением объекта недвижимости на рынок и его продажей называется экспозицией товара на рынке. Время экспозиции зависит и от потребительских свойств, и от цены, если она завышена при продаже. Индивидуальные, а иногда уникальные свойства объектов недвижимости в условиях ее стационарности (нельзя перенести ближе к покупателю) приводят к высоким издержкам как времени, так и денег на поиск нужного объекта недвижимости для покупателя, более длительным периодам времени реализации для продавцов и более длительной реализацией по сравнению с другими товарами на рынке. Разное время пребывания товара на рынке формирует его экономическое свойство известное как ликвидность товара. Быстрый переход товара из натуральной формы в денежную означает высокую ликвидность. Длительный период времени для перехода товара в денежную форму для его продавца означает низкую ликвидность. Ликвидность недвижимости ниже ликвидности других товаров.

Низкая ликвидность товаров на рынке недвижимости порождает высокий уровень издержек у покупателя и продавца. Эти издержки определяются сложными условиями осуществления сделок по недвижимости. Издержки, которые несут покупатели и продавцы недвижимости по заключению сделок называются, по предложению Р.Коуза, **транзакционными издержками**. Величина издержек при проведении сделок с жилой недвижимостью в странах с развитым рынком недвижимости - около 5 - 6%. На рынке нежилой недвижимости транзакционные издержки ниже, так как часть (причем значительная) относится к постоянным затратам, прямо не связанным с ценой индивидуального объекта. Ввиду высокой цены на нежилую недвижимость абсолютная величина транзакционных издержек, безусловно, выше аналогичных издержек на рынке жилой недвижимости. Наличие транзакционных издержек приводит к тому, что цена предложения существенно отличается от цены

продажи. Последняя завышается на величину комиссионных расходов, пошлин, налогов и иных издержек. Снижение уровня издержек, связанных с осуществлением сделок с недвижимостью, достигается снижением комиссионных, введением ряда бесплатных услуг (например, консультационных) и т.д. и, в свою очередь, является важным средством победы в конкурентной борьбе за покупателя. Экономия на **транзакционных** издержках для покупателя может обернуться завышением цены покупки, дополнительными затратами на ремонт, модернизацию объектов недвижимости, отсутствием юридической чистоты оформленной сделки. Оптимизация затрат качественно оформленной сделки явилась бы весомым условием для снижения издержек у покупателя недвижимости.

Высокий уровень транзакционных издержек на рынке недвижимости по сравнению с другими секторами экономики, вероятность повышения текущих издержек у покупателя недвижимости делают актуальной задачу информационного и правового обеспечения реализуемых объектов недвижимости (информация о правовом статусе объекта сделки, полнота сведений о физических и потребительских свойствах объекта недвижимости, получение официальных справок-сведений о технических характеристиках объектов недвижимости, проведение предварительных переговоров, консультаций, соблюдение требований правового оформления договора, государственной регистрации сделки).

Что касается получения информации о рынке недвижимости, то она не является такой открытой и достаточной как на потребительском рынке товаров и услуг. Здесь трудно получить сведения о ценах, фактически состоявшихся сделок, их содержании. Высокий уровень государственных пошлин, налогообложения сделок с недвижимостью ведет к сокрытию реальной цены сделки. Часто сделки оформляются как обмен, дарение и др. Большая часть сделок купли-продажи нежилой недвижимости проводится через продажу акций, смену учредителей и т.д. Практически отсутствует инвентаризация недвижимости, нет единой информационной системы.

Не только реализация недвижимости, но и ее создание занимает длительный период времени. Поэтому при дефиците на рынке недвижимости предложение не может быстро отреагировать на изменение спроса. Низкая эластичность предложения на данном рынке имеет место при достаточно эластичном спросе, но это обстоятельство ограничивает возможности саморегулирования рынка недвижимости с помощью механизма цен. Если спрос и предложение не сбалансированы, привести их в равновесие с помощью цен можно только в ограниченных случаях.

На рынке недвижимости сформировались и активно действуют различные рыночные структуры, способствующие повышению эффективности его оборота. Различают следующие **субъекты оценки на рынке** недвижимости. Это, прежде всего, покупатели (юридические и физические лица), инвесторы-покупатели (юридические и физические лица). Во-вторых, продавцы недвижимости - собственники недвижимости, фонды имущества, органы, уполномоченные местной властью, конкурсные управляющие.

Продавцами и покупателями могут быть предприятия всех форм собственности, домохозяйства, ипотечные банки. Среди продавцов недвижимости особое место занимают строительные организации. Они строят новое жилье, нежилые объекты и могут продавать объекты недвижимости либо сами, либо привлекать посредников-продавцов, оплачивая их услуги. Самый короткий путь, когда фирма сама реализует покупателю недвижимость. Если строительная фирма привлекает посредническое агентство для реализации, то покупателю приходится покупать недвижимость по цене, увеличенной на стоимость услуг агентства, т.е. примерно на 8% и выше.

Сегодня ситуация на рынке меняется. Агентства по недвижимости продают недвижимость, а их услуги оплачивает не покупатель, а строительная фирма. Как утверждают специалисты, строительные фирмы получают ряд выгод: быстрее идет реализация недвижимости, тем самым ускоряется оборот денежных средств, появляется возможность быстро начать новое строительство. Агентство помогает застройщику определить оптимальную продажную цену. Например,

профессиональная консультация может повысить цену реализуемой недвижимости на 5-10%, чем это предполагалось первоначально. Участниками рынка недвижимости являются профессиональные посредники, обеспечивающие реализацию объектов недвижимости: агенты по недвижимости, брокеры, риэлтеры, оценщики, юридические фирмы, биржи недвижимости, страховые компании, диллеры, уполномоченные лица. Рассмотрим деятельность некоторых из них.

Агентства по недвижимости представляют специалисты, выполняющие функции консультантов по сделкам с недвижимостью: купля-продажа, сдача в аренду, залоговые операции.

Брокеры - агенты или посредники, представляющие в сделке интересы продавца или покупателя недвижимости.

Основная задача профессионального **риэлтера** максимизировать прибыль от проводимой операции, стремление снять "сливки" из наметившегося нового направления деятельно. Риэлтерские фирмы продают не саму недвижимость, последняя не является их собственностью, а свои услуги. Основным источником доходов риэлтерской фирмы является получение комиссионных за услуги, оказываемые продавцам и покупателям недвижимости. Поэтому, чем выше сервис и круг оказываемых услуг, тем больше клиентов стремится работать с такой риэлтерской фирмой.

Никакая сделка на рынке недвижимости не может быть осуществлена без предварительной оценки стоимости недвижимости. Процедура оценки предшествует принятию решения, связанного с недвижимостью. Оценка представляет обоснованное мнение независимой стороны о рыночной стоимости недвижимости.

В странах с рыночной экономикой существует государственная служба оценки недвижимости, с помощью которой определяется рыночная цена недвижимости. В Азербайджане учетом и определением стоимости недвижимости занимались бюро технической инвентаризации (БТИ). Оценка БТИ не соответствует рыночным ценам, так как не учитывает уровень инфляции. Потребность в

профессиональной оценке необходима при залоге недвижимости, для получения кредита, при инвестировании, страховании и самое главное - при продаже недвижимости. Оценка нужна по заказу продавца перед выставлением недвижимости на продажу, по заказу потенциального покупателя во многих случаях перед заключением сделки, для определения стартовой цены объекта недвижимости на конкурсах, аукционах. Институт оценки недвижимости в нашей стране развивается по следующим направлениям: государственные структуры, общественные организации оценщиков, частные фирмы.

Развитие рынка оценочных услуг будет совершенствоваться по мере совершенствования законодательной базы и углубления рыночных отношений в области недвижимости.

В условиях господства рыночных отношений в области недвижимости возникает и возрастает роль профессионального предпринимателя-застройщика, которого называют **девелопером**. В общем понимании девелопер это тот, кто преобразует землю к новому использованию, это предприниматель, строящий на земле. Деятельность, связанная с развитием территории и преобразованием земель к новому использованию получила название девелопмент. За рубежом в сфере деятельности девелоперов находится освоение земельных участков под застройку, строительство (реконструкция, реставрация) объектов. Девелопер сам не строит, он организует создание объекта недвижимости таким образом, чтобы окупались инвестированные в объект недвижимости ресурсы и была получена достаточная прибыль от реализации объекта. Содержание деятельности девелопера следующее: выбор экономически эффективного проекта; получение всех необходимых разрешений на его реализацию от органов власти; определение условий привлечения инвестиций, разработка механизмов и форм их возврата; поиск и привлечение инвесторов; отбор подрядчиков, финансирование их деятельности и контроль за их работой; передача созданного объекта недвижимости в эксплуатацию; продажа отстроенного, реконструированного объекта, возврат финансовых ресурсов. Девелопер является ключевой фигурой в развитии недвижимости. Он отвечает перед

инвесторами за расходование их средств, перед банками за возврат кредитных ресурсов, несет ответственность за качество проекта перед государственными органами, перед подрядчиками за финансирование, перед потребителями за своевременность и качество сдаваемой недвижимости. Девелопер должен учитывать структуру собственных и заемных средств при решении вопроса о привлечении инвестиций, заключении договора, определения форм финансирования и возврата вложенных средств.

Самая консервативная структура, действующая на рынке недвижимости, - банки. Чтобы заработать на рынке недвижимости, банки используют многие пути: вложение денег в те или иные девелоперские проекты, кредитование под залог недвижимости, создание собственных риэлтерских структур. Основной деятельностью банков на рынке недвижимости должно быть участие в инвестиционных и девелоперских проектах, ипотечное кредитование покупки жилья.

Объективная оценка различных видов стоимости (рыночной, инвестиционной, залоговой, страховой, налогооблагаемой и других) недвижимого имущества необходима:

- при операциях купли-продажи или сдачи в аренду;
- при акционировании предприятий и перераспределении имущественных долей;
- для привлечения новых пайщиков и дополнительной эмиссии акций;
- при кадастровой оценке для целей налогообложения объектов недвижимости: зданий и земельных участков;
- для страхования объектов недвижимости;
- при кредитовании под залог объектов недвижимости;
- При внесении объектов недвижимости в качестве вклада в уставный капитал предприятий и организаций;
- при разработке инвестиционных проектов и привлечения инвесторов, в том числе и зарубежных;
- для принятия обоснованного решения о партнерстве;

- для преобразования и ликвидации объектов недвижимости;
- в целях переоценки основных фондов;
- при исполнении прав наследования, судебного приговора;
- при других операциях, связанных с реализацией имущественных прав на объекты недвижимости.

Рассмотрение рынка недвижимости невозможно без его сегментации. Сегментация рынка недвижимости - это разделение его на однородные группы покупателей. В основу сегментации могут быть положены и характеристики недвижимости, за которой стоят соответствующие группы покупателей. Различают следующие сегменты рынка недвижимости: рынок жилья, рынок коммерческой недвижимости, рынок земельных участков.

Рынок жилья. Бесплатная приватизация жилья за короткий срок создала широкую прослойку собственников - владельцев квартир и комнат из муниципального и ведомственного жилого фонда. Действовавшая ранее распределительная система жилья привела к невысокой дифференциации групп населения и социальных слоев

по обеспеченности жильем. Большая потребность в жилье существует при одновременно низком среднем уровне доходов современной азербайджанской семьи, что не позволяет большей части населения, имеющего низкие и средние доходы, претендовать на покупку жилья. Рынок жилья в свою очередь подразделяется на рынок городского жилья и рынок загородного жилья.

Городской жилой фонд делится на несколько групп, учитывающих характер застройки: жилье низкого качества, типовое жилье, застройка сталинских времен, дома улучшенной планировки, элитное жилье. При этом качество жилья и его местоположение являются основными параметрами, влияющими на спрос на рынке жилья и учитываемыми в ценах на жилье. Формирование рынка загородного жилья связано со снятием ограничений на индивидуальное загородное строительство. Несмотря на сложную экономическую ситуацию в стране, связанную с ростом цен на новостройки, рост достаточно зажиточной прослойки населения активизировал спрос на загородные дома, коттеджи. Спрос

на загородное жилье зависит от месторасположения (предпочтение отдается ближайшему пригороду, направлению от города, наличию современных коммуникаций (электричество, газ, канализация, водопровод, телефон), близость мест отдыха (водоемы, лес), обеспечение личной безопасности и сохранности имущества. Основные составляющие на рынке загородного жилья: новое строительство (застройка), старая застройка, незавершенное строительство. На всплеск деловой активности на этом рынке влияет время года (осень - затухание рынка, весна-лето - период подъема).

Рынок нежилых помещений, или рынок коммерческой недвижимости, стал формироваться в связи с приватизацией предприятий, он гораздо меньше, чем рынок жилья, количество проводимых операций невелико, но в связи с высокой стоимостью объектов является привлекательным для структур, работающих на данном рынке.

На рынке коммерческой недвижимости преобладают сделки аренды, а не купли-продажи или мены, как на рынке жилья. Рынок имеет большие перспективы и резервы для своего развития, особенно в крупных городах, но развивается медленно. Приобретая права на аренду нежилых помещений у муниципального фонда, арендаторы обязаны проводить за свой счет текущий ремонт, благоустраивать прилегающую территорию и т.д. Величина арендной ставки зависит от типа и месторасположения помещения, наличия отдельного входа, охраны, мест для парковки автомобилей, количества телефонных линий, близость к основным городским магистралям, удобство подъезда.

Этот рынок подразделяется на несколько сегментов, которые дифференцируются по функциональному назначению: офисные, торговые, складские, производственные.

На рынке офисов сформировалось три основных сектора: 1) престижные офисы, соответствующие мировым стандартам для административных помещений. Арендная ставка в таких помещениях очень высокая. Вторую группу образуют офисы, находящиеся в хорошо отделанных и оборудованных помещениях, а иногда и в расселенных и качественно отремонтированных квартирах большого

размера. Арендные ставки здесь приемлемы для успешно работающих фирм, на этом секторе наблюдается активный спрос, который постоянно растет.

Третью группу составляют помещения в зданиях муниципального и ведомственного нежилого фонда, государственных предприятий (в основном научных учреждений), кооперативных и частных предприятий. Это помещения без отделки и ремонта и сопутствующих услуг. Арендные ставки здесь невысокие.

Рынок офисных помещений имеет хорошую перспективу для своего развития, так как свобода ведения предпринимательской деятельности ведет к созданию все новых предпринимательских структур, нуждающихся в помещениях для их функционирования.

Рынок торговых помещений. Главным фактором успешной деятельности предприятий торговли является выгодное месторасположение, именно оно определяет объем товарооборота. Наибольшим спросом пользуются торговые помещения, расположенные рядом с главными транспортными узлами, станциями различных видов сообщения. Преобладающей формой сделок на рынке торговых помещений в центре города является купля-продажа торговых помещений, за пределами центра - аренда помещений. Ставки арендной платы в центре и на окраине отличаются в несколько раз. Получает развитие практика, когда арендуется земельный участок, на котором осуществляется торговля с автомашин или из контейнеров.

Динамично развивающимся сегментом рынка недвижимости является рынок складских помещений. Для него характерна стабильность, устойчивость спроса и предложения, цен. На рынке предлагаются специализированные склады, оснащенные погрузоразгрузочной техникой, отапливаемые, имеющие надежную охрану, ангары, подвальные и полуподвальные помещения в административных помещениях и др. Особо выделяются таможенные склады. В настоящее время применяются следующие основные формы предоставления складских помещений: аренда, ответственное хранение груза, ответственное хранение со страхованием.

Ставки арендной платы на рынке складских помещений дифференцированы в зависимости от степени оборудованного склада, его месторасположения, удаленности от транспортных узлов. Предложение на рынке складов имеет тенденцию роста. Затраты на складское хозяйство значительно ниже затрат на жилье, офисные помещения. Увеличение потребности на складские объекты по мере увеличивающегося числа хозяйствующих субъектов будет предъявлять гарантированный спрос на складские помещения.

Рынок промышленной недвижимости. Для вновь образующихся производственных структур, для репрофилирования действующих нужны производственные площади. Большая часть производственных площадей предлагается в долгосрочную аренду. Требования к производственным помещениям зависят от специфики и технологии производства, требований по пожарной и экологической безопасности. В связи с продолжающимся экономическим кризисом продажа предприятий как имущественных комплексов не получила широкого распространения.

Рынок земельных участков. Во многих странах земля является одной из основных ценностей, обращающихся на рынке недвижимости. В Азербайджане рынок земельных участков находится на стадии становления. Имеют место операции с садово-огородными участками, дачными участками, операции с землями выкупленных предприятий.

Рассмотрим классификацию объектов недвижимости по следующим существенным признакам.

1. По происхождению:

на естественные (природные объекты), на искусственные объекты (постройки).

2. По назначению: естественные (природные): свободные земельные участки (под застройку), природные комплексы (месторождения) для их эксплуатации, искусственные объекты (постройки): жилье, офисные, торговые и т. д.

3. В зависимости от масштаба подразделяют:

свободные земельные участки (под застройку); земельные массивы, отдельно земельные участки; комплексные жилые постройки; здания (микрорайон, дачный поселок, гостиница и пр.).

Данную классификацию можно продолжать до бесконечности, то есть признаков, по которым можно отличать один объект от другого, очень много.

Классификация объектов недвижимости позволяет оценщикам более глубоко анализировать состояние объекта и, исходя из его особенностей, подбирать методы оценки.

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оценивающего субъекта.

Объектом оценки является любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен его владелец, в нашем случае это недвижимость.

Без оценки стоимости не обходится ни одна операция с недвижимостью.

Стоимость недвижимости оценивается при операциях по купле - продаже, кредитовании под залог, ипотечном кредитовании, страховании, наследовании, имущественных спорах, налогообложении, ипотечном инвестировании, создании долевой собственности. Субъектом оценки выступают профессиональные оценщики, владеющие специальными знаниями и практическими навыками.

В развитой рыночной экономике существует целый спектр профессий, работающих на рынке недвижимости: риэлторы, эксперты по недвижимости, брокеры, страховщики, государственные чиновники по контролю за рынком недвижимости, девелоперы. Особенностью процесса оценки стоимости является ее рыночный характер. Это означает, что оценка не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта. Она обязательно учитывает совокупность рыночных факторов: фактор времени, фактор риска, рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта и др. Основными факторами являются время и риск.

Фактор времени - важнейший фактор, влияющий на все рыночные процессы: цену, стоимость, принятие решений. Непродуктивно потраченное время означает

потерю денег. Единственный способ избежать этого - заставить капитал работать.

Рыночная стоимость объекта изменяется во времени, поэтому она рассчитывается на конкретный момент времени. Завтра рыночная стоимость может быть уже иной. Следовательно, оценка и переоценка объектов собственности в целом являются необходимыми в условиях рыночной экономики.

Нельзя работать в рыночной экономике без анализа рисков.

Под риском понимаются непостоянство и неопределенность, связанные с конъюнктурой рынка, с макроэкономическими процессами. Риск-это вероятность того, что доходы, которые получают от недвижимости, окажутся больше или меньше прогнозируемых. При оценке важно помнить, что существуют различные виды рисков и что ни одно из вложений в условиях рыночной экономики не является абсолютно безрисковым.

Остановимся на основных типах недвижимости: сельскохозяйственные земли, лесные угодья, коммерческая недвижимость, промышленная недвижимость, жилая недвижимость.

Инвестиционный интерес в лесных угодьях обычно связан с полным правом собственности, инвестиции делаются не столько в землю, сколько в растущий товарный лес.

К коммерческой относят, прежде всего, офисную и торговую недвижимость, которая составляет большую часть портфелей инвестиций в недвижимость. В более широком смысле, к коммерческой недвижимости можно отнести: гостиницы, рестораны, клубы, бары, дискотеки, спортивно-оздоровительные комплексы и зрелищные сооружения, использование которых предполагает получение арендного дохода.

Промышленная недвижимость - инвестиции в основном в производственно-складскую недвижимость —более уязвима «колебаниям экономики».

Жилая недвижимость - квартиры, общежития, дома-интернаты.

Рассмотрим основные особенности недвижимости как товара. Все объекты недвижимости обладают уникальными физическими характеристиками, которые отличают их от других товаров. Любой объект недвижимости, который включает улучшения, состоит из двух компонентов - земли и зданий (сооружений), имеющих разную экономическую сущность и характеристики. Жизненный цикл, определенный долговечностью недвижимости. Так, теоретически земля имеет бесконечный срок жизни и не изнашивается. Здания и сооружения имеют ограниченный срок жизни, хотя по сравнению с другими товарами они относительно долговечны, в конечном счете, требуют либо ремонта, либо замены.

Фиксированное местоположение во многом определяет экономические характеристики и позиционирование объекта на рынке.

Эластичность запаса. В краткосрочной перспективе вследствие долговечности недвижимости и достаточно больших сроков строительства новых объектов запас недвижимости неэластичен, в долгосрочной перспективе - эластичен.

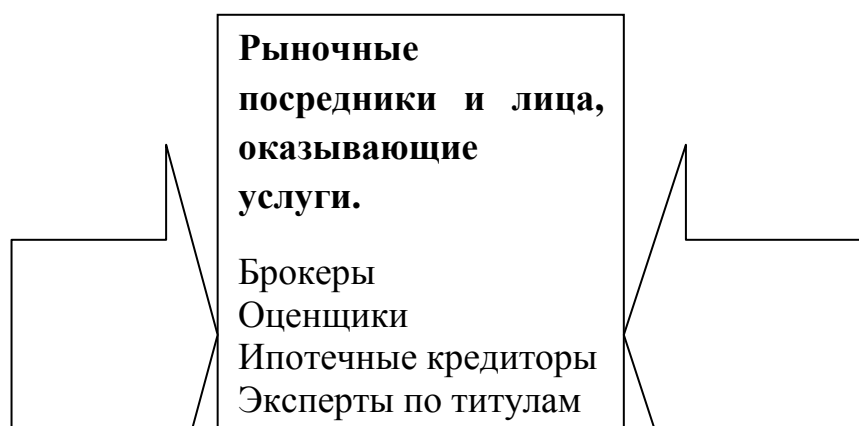
Вообще, недвижимость-товар инвестиционный, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем.

Затраты и доходы разъединены во времени. Причем размер дохода может только прогнозироваться, так как не всегда известен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Потребность в товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде.

Рынок недвижимости по своей сути соответствует общему определению рынка.

Рынок недвижимости - это сложная структура, цель которой - свести вместе покупателей и продавцов (отношение спроса и предложения).

Схема 1. Упрощенная модель участников рынка недвижимости.



ПОКУПАТЕЛИ

ПРОДА

ВЦЫ

Ценовой механизм на совершенном рынке предполагает, что цены - это своеобразные сигналы, отражающие изменения в спросе и предложении.

Ценовой механизм функционирует через рынок.

К основным функциям рынка недвижимости относятся:

1. Распределение существующих ресурсов недвижимости и прав на них - главная особенность рынка недвижимости.

Большое разнообразие потребительских предпочтений создает различные виды интересов или прав на недвижимость.

2. Отражение изменений спроса на недвижимость и права владения. Это результат ожидания изменений будущих доходов, как функции цены конечного продукта из-за правительственных ограничений, роста экономики и инфляции, порядка налогообложения, социальных предпочтений населения, политических ситуаций.

3. Мотивация предложения в соответствии с изменениями спроса за счет строительства новой или реконструкции существующей недвижимости или изменения существующих прав на недвижимость без физического изменения недвижимости.

4. Отражение изменений условий, на которые предлагаются ресурсы недвижимости. Например, современные технологии строительства высотных зданий могут привести к снижению строительных издержек на офисы в таких домах по сравнению с малоэтажными домами, предложения при строительстве многоэтажных домов будут увеличиваться, что повлечет за собой снижение равновесной цены в этих домах.

5. Обеспечение владельцев доходом. Общая продуктивность недвижимости определяется значительной временной перспективой. Являясь постоянным фактором производства, недвижимость обеспечивает вознаграждение в соответствии со спросом, что по своей сути является экономической рентой. Величина экономической ренты зависит от конкретных рыночных условий и связана с риском, присущим недвижимости, как постоянному фактору производства.

Рынок недвижимости сегментирован, поскольку различные пользователи обладают разными потребностями и разными ресурсами. В теории существует несколько подходов к структуризации и сегментации рынка недвижимости.

Один из них - на рынке недвижимости выделяются три основных сектора: аренда, инвестиции и девелопмент.

На рынке аренды товаром являются интересы прав пользования недвижимостью, соответственно данный рынок определяет цену товара - арендную стоимость, которая является результатом взаимодействия рыночных сил спроса и предложения на пользование недвижимостью.

На рынке инвестиций в недвижимость инвестиционные интересы определяются взаимодействием рыночных сил спроса и предложений на инвестиции.

На рынке девелопмента цены определяются аналогичным образом, исходя из взаимодействия рыночных сил предложений и спроса на новые или реконструированные объекты.

Дальнейшая сегментация рынка недвижимости обычно предполагает деление каждого сектора на субрынки по типу использования, местоположению, качеству и размеру объектов. При этом на каждом субрынке действуют свои экономические условия. Остановимся на сегментировании рынка по ряду параметров.

1. Использование для собственности жилого, коммерческого, промышленного и сельскохозяйственного назначения, где существуют различные рынки.

2. Географический фактор - каждый район может представлять собой отдельный рынок. В одной части города могут существовать одни рыночные условия, а в другой - другие.

3. Качество продукта - офисные помещения класса А могут принадлежать к совсем другому сегменту рынка, чем офисные помещения класса Г, хотя оба объекта могут находиться на одной улице.

4. Тип прав собственности - для различных видов прав на недвижимость существуют различные рынки (права на аренду, недра).

5. Цена - покупатели домов стоимостью от 150000 до 200000 долларов будут иными, чем покупатели домов стоимостью от 70000 до 90000 долларов.

Сделки с недвижимостью по своей природе носят частный характер.

Остановимся на главнейших отличительных особенностях рынка недвижимости.

1. Неоднородность. Каждый объект недвижимости уникален в смысле физических характеристик и инвестиционных интересов.

2. Неделимость. Прямые инвестиции в интересы недвижимости в большинстве случаев неделимы и имеют высокую стоимость.

3. Неэластичность предложения. Запас физической недвижимости в краткосрочной перспективе неэластичен. В силу этого рынок инвестиций не может адекватно среагировать на изменение спроса изменением предложения.

4. Высокие транзакционные издержки. Инвестиции в недвижимость характеризуются высоким уровнем издержек на проведение сделок, маркетинговые расходы и налоги на сделки, что требует достаточно высоких гонораров профессиональным консультантам.

5. Особые проблемы управления, вызванные решением экономических и юридических проблем с недвижимостью.

6. Особые риски, включающие:

физические повреждения в результате воздействия природных и техногенных факторов; обязательства перед третьей стороной в результате дефектов физической недвижимости; финансовые, связанные с условиями пересмотра арендной платы; экономический и функциональный износ.

7. Бессрочность - неизнашиваемая земля и здания, имеющие долгий срок службы.

8. Несовершенство информации - на рынке недвижимости фактически отсутствует возможность получения полной и достоверной информации по сделкам.

9. Децентрализованный рынок. Большая часть сделок имеет место на отдельных локальных рынках, имеющих своих покупателей и продавцов. Информация о таких сделках часто недоступна участникам других локальных рынков.

10. Государственное регулирование: ограничение арендной платы и защита позиций арендаторов; неравномерное налогообложение; контроль за использованием земли с точки зрения типа и плотности застройки; принудительное отчуждение и др.

Таким образом, рынки недвижимости отличаются от других видов рынков тем, что зачастую насчитывается несколько покупателей или продавцов. Недвижимость привязана к конкретному местоположению. Строительство занимает определенное время. Здания и сооружения относительно долговечны. В коротком плане все эти факторы обуславливают низкую эластичность предложения объектов недвижимости. Спрос может быть очень изменчивым. Например, недостаток средств ипотечного кредитования, высокие процентные ставки могут сдерживать спрос на недвижимость. Все эти факторы указывают на то, что оценщик должен быть осведомлен об изменениях в условиях и тенденциях развития рынка.

2. Основные факторы и особенности формирования рынка имущества.

ПЛАН

1. Факторы внешней среды, оказывающие влияние на оценку: экономические, политические, правовые, социальные, организационные.
2. Рыночные факторы, оказывающие влияние на цену оцениваемого объекта.
3. Факторы спроса, определяющие величину стоимости оцениваемого объекта.
4. Факторы предложения, определяющие величину стоимости оцениваемого объекта.

1. Изменение стоимости любой недвижимости зависит от целого ряда факторов, которые проявляются на различных стадиях процесса оценки. Все факторы, влияющие на стоимость недвижимости, можно разделить на объективные и субъективные. При этом последние связаны с поведением конкретного продавца, покупателя или посредника на стадии заключения сделки (например, осведомленность, честность, темперамент, личные симпатии и т. д.), т. е. факторы, в основном психологического характера.

Объективные факторы в основном являются экономическими, определяющими в конечном счете средний уровень цен конкретных сделок. Объективные факторы делятся на макроэкономические и микроэкономические.

К макроэкономическим факторам относятся: налоги, пошлины, инфляция, исходный уровень потребности в объектах недвижимости, курс доллара, уровень и условия оплаты труда, уровень безработицы, развитие экспортно-импортных операций и т. д.

Микроэкономические факторы характеризуют объективные параметры конкретных сделок и связаны с описанием объекта купли-продажи недвижимости и с правовым характером сделки.

Для краткосрочных периодов макроэкономические факторы можно считать условно-постоянными (они изменяются довольно медленно), а общую конъюнктуру рынка — фиксированной. Для того, чтобы определить стоимость

объекта недвижимости, необходимо иметь представление о совокупности факторов, влияющих на стоимость недвижимости, а также о влиянии каждого конкретного фактора. Оценщик при этом должен поставить себя на место владельца или потенциального владельца недвижимой собственности.

Рассмотрим основные факторы, влияющие на стоимость недвижимости.

Местонахождение — один из наиболее важных факторов. Нахождение в зоне с конкретным набором характеристик влияет на стоимость недвижимости в том или ином направлении. Наличие общественного транспорта и мест стоянки автомобилей увеличивает стоимость оцениваемого вида недвижимости. Хорошее состояние школ привлекает покупателей жилья с детьми дошкольного возраста и увеличивает доходность предприятий, обслуживающих эту сферу.

Архитектурно - конструктивные решения проекта. Недвижимость должна соответствовать климатическим условиям, быть хорошо спланирована, иметь привлекательный внешний вид и т. д. Все это факторы, которые отражаются на эксплуатационных расходах и, как следствие, на рыночной стоимости. Например, с увеличением количества этажей с 1 до 3-4 стоимость строительства снижается на 3-5%.

Планировочные решения проекта. Планировка и размещение объектов недвижимости очень важны для жителей или других пользователей, так как они напрямую влияют на эффективность использования зданий для определенных целей. Например, установлено, что если расширить функциональные помещения в каком-то здании (операционный зал, комната для переговоров, зрительный зал, спортивный зал и т. п.), то проектное решение становится более экономичным, а стоимость в расчете на 1м² общей площади уменьшается.

Наличие коммунальных услуг (газа, воды, электричества). Если коммуникации не подключены, при оценке необходимо подсчитать расходы на их подключение.

Наличие машин и оборудования, оцениваемых вместе со зданиями. Оценка земли и здания обычно включает оценку дополнительного оборудования, которое устанавливается владельцем для обеспечения наилучшего

использования земли и зданий. Такое оборудование отличается от машин и оборудования, предназначенных для технологических процессов.

Необходимости в отдельной оценке вспомогательного оборудования нет, но оценщик должен учитывать его наличие в своем отчете, поскольку состояние вспомогательного оборудования и эффективность его работы влияют на стоимость зданий.

Состояние здания. Если для ремонта здания необходимо истратить значительное количество денег, покупатель вычтет данные затраты из стоимости сделки. Однако если требуется только косметический ремонт, это существенно не повлияет на стоимость недвижимости.

Сейсмические факторы — весьма важны, особенно для сейсмоопасных районов. Оценщик должен быть уверен в том, что сейсмостойкость конструкции позволит выдержать любое землетрясение, возможное в данном регионе, или что затраты для обеспечения сейсмозащиты будут не очень высоки.

Экологические факторы. В процессе подготовки к оценке активов учитывается влияние многих факторов окружающей среды. В случае необходимости оценщик должен выяснить природу и размеры загрязнения на основе данных санитарно-экологической экспертизы. Определение стоимости затрат по ликвидации загрязнений не входит в компетенцию оценщика.

Основными факторами, регулирующими рынок любых товаров и услуг, являются спрос и предложение, в результате взаимодействия которых создается рынок продавцов или рынок покупателей. Основная движущая сила развития рынка - конкуренция среди продавцов - действует и на рынке недвижимости, что ведет к регулированию спроса и предложения.

Факторы, определяющие величину спроса:

- платежеспособность населения;
- изменения общей численности населения (прошлые, текущие и прогнозируемые тенденции);

- изменения в соотношениях между различными слоями населения, т.е. 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 ведет к депрессии на рынке. Общеизвестно, что важным фактором роста спроса на рынке недвижимости является рост численности населения. Однако следует иметь в виду, что сам по себе рост численности населения не вызывает активности на рынке недвижимости. Необходимо увеличение платежеспособности населения. Точно так же отсутствие роста населения не обязательно отрицательно сказывается на активности рынка, которая 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.

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 неосвоенных и имеющихся в предложении земельных участков.

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 - 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 об уровне вакансий можно получить в местных комитетах по недвижимости, местных компаниях по коммунальному обслуживанию и у менеджеров 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.

Расширение рынка недвижимости проходит ряд этапов.

В условиях экономической депрессии новое строительство имеет тенденцию к сокращению, так как при существующем низком уровне цен продажи объектов недвижимости строить невыгодно.

По мере роста численности населения и его покупательной способности большое предложение пустующих домов, характерное для периодов спада, обычно быстро исчезает на рынке. Когда процент пустующего жилья достигает низкого уровня, цены начинают расти. Норма прибыли увеличивается, и новое строительство становится вновь выгодным.

На первом этапе экономической экспансии обычно доминирует строительство отдельных жилых домов, которые строятся для потребителей, имеющих достаточные доходы для полной оплаты, даже если рентные доходы от владения будут недостаточны для компенсации произведенных издержек. Аналогично торговые фирмы могут расширить свои мощности или складские помещения.

На втором этапе становится выгодным строительство многоквартирных домов, промышленных зданий, торговых центров и офисных зданий, которые финансируются главным образом с целью получения соответствующей прибыли от инвестиций.

На третьем этапе становится возможным легко финансировать проекты различных типов. По мере того, как новые здания занимают пустующие земли и активность застройщиков новых участков расширяется, продолжение роста строительных работ может вызвать земельный бум. Крупные земельные участки могут включаться в предложение земли, имеющейся в регионе. По мере «движения» предлагаемых земельных участков от центра города и дальше за его

пределы размеры участков увеличиваются подобно росту площади круга по мере увеличения радиуса.

Одновременно с ростом объема строительства возрастают расходы на общественные улучшения. Природа такого типа экспансии не позволяет ей двигаться шаг за шагом или медленным темпом. Например, прокладка канализационной магистрали может сделать пригодными для освоения тысячи акров земли.

Сокращение рынка недвижимости.

В силу «несбалансированности» функционирования рынка на нем возникает эффект «плохих качелей». Предложение начинает превышать спрос. Возрастают проблемы с реализацией недвижимости. Ужесточаются условия кредитования сделок с недвижимостью. Растет число судебных процессов по искам о передаче прав собственности заемщика кредитору в силу нарушения финансовых обязательств, что сигнализирует о периоде экономического спада. Однако многие сектора рынка недвижимости сохраняют пиковые уровни активности, так как явного сокращения рентных платежей еще не наблюдается.

Тем не менее, операционные расходы растут, и растет число случаев лишения заемщиков прав собственности. Поскольку покупка недвижимости большей частью финансируется за счет заемных, а не собственных средств, сокращение рынка недвижимости вызывает существенные изменения на рынке капитала.

Если по мере ужесточения кредита количество неплатежеспособных заемщиков увеличивается, то это отражается на состоянии рынка: цены падают, стоимость земли снижается. Активность рынка недвижимости резко падает.

Рецессия на рынке недвижимости интенсивно развивается на фоне одновременного общего снижения деловой активности. По мере того, как снижается количество сдаваемой в аренду недвижимости (квартиры или офисные здания), поскольку арендная плата сокращается более быстрыми темпами, чем снижаются эксплуатационные расходы, рецессия принимает затяжной характер. В результате цены на недвижимость вынуждены снижаться.

Депрессия на рынке недвижимости характеризуется растущим объемом нарушений финансовых обязательств. После завершения депрессии происходит процесс возвращения к периоду экспансии, который обычно начинается с увеличения спроса на недвижимость. Существенным индикатором тенденций на рынке является любое изменение рыночных цен или ставок арендной платы, которое сохраняется в течение года или более лет. Особое значение имеют различия между ценами, заявленными в листингах (реестрах объектов, выставленных на продажу), и текущими ценами продаж, а также разница между запрашиваемой арендной платой и конечной выплачиваемой суммой, которая отражает устойчивость рынка.

Отрезок времени, за который происходят сделки с недвижимостью (торги, купля-продажа) также свидетельствует об устойчивости рынка. Когда период реализации объекта недвижимости возрастает, это говорит о снижении ликвидности рынка, конечно, при допущении, что цены установлены на разумном конкурентном уровне. Рост числа сделок с недвижимостью свидетельствует об оживлении рынка недвижимости.

Емкость рынка недвижимости, в силу особенностей его функционирования, определяется на уровне регионального рынка.

Первым этапом в определении емкости рынка недвижимости является четкое определение границ региона и выделение анализируемого сегмента рынка. Наиболее простым методом определения границ региона является его идентификация как административного района, функционирующего как единое целое.

Вторым этапом является анализ общеэкономической и социально-политической ситуации, поскольку на развитие региональных рынков решающее влияние оказывает макроэкономическая ситуация. Данные макроэкономического характера содержат:

- информацию об общем состоянии экономики;
- информацию об общей занятости населения на национальном, региональном и локальном уровнях;

- объемы произведенной продукции и их динамику на общенациональном и региональном уровнях;
- абсолютные и относительные процентные ставки на рынке капитала;
- состояние торгового баланса, определяющее притоки и оттоки капитала.

Общие данные имеют важнейший характер для оценки эффективности инвестиций в недвижимость, так как они:

- 1) обеспечивают предпосылки, на основе которых будет проводиться оценка конкретных объектов недвижимости;
- 2) представляют информацию, на основе которой можно определить тенденции, влияющие на стоимость земли, и получить цифровые данные, которые можно использовать при оценке стоимости;
- 3) формируют основу для вывода о наиболее эффективном использовании как инвестируемого капитала, так и объектов недвижимости.

Третьим этапом является анализ экономического потенциала и перспектив развития региона. При анализе состояния и тенденций развития регионального рынка необходимо учитывать степень совпадения или отличия местных условий от общеэкономической ситуации. Наиболее важными факторами, которые следует учитывать при изучении конъюнктуры местного бизнеса, являются достоверные и по возможности наиболее полные данные о сделках с недвижимостью, начало нового жилищного строительства и производство электроэнергии. Последние изменения в сфере занятости или доходов оказывают сильное влияние на фазы активности местного рынка недвижимости. Особое значение имеют тенденции, направленные на усиление или ослабление спроса на конкретные типы недвижимости. Например, притоки или оттоки инвестиций в коммерческую недвижимость в краткосрочном периоде в значительной степени определяются динамикой нормы пустующих помещений как показателя состояния этого сегмента регионального рынка. Снижение нормы пустующих офисных помещений при благоприятной общей конъюнктуре рынка вызывает рост инвестиций в строительство новых объектов недвижимости. На рынке жилой недвижимости высокие доходы трудоспособного населения будут

способствовать повышенному спросу на жилье. Дальнейшее оживление деловой активности ведет к повышению спроса на коммерческую недвижимость.

Таковы самые общие подходы к определению емкости рынка. Более детальное изучение емкости регионального рынка делает необходимым анализ экономического потенциала региона, в основе которого лежит выделение отдельных сфер деятельности на основные и вспомогательные виды деятельности.

К основному виду деятельности относится такой вид деятельности в регионе, на оплату труда которого идут деньги, получаемые от покупателей и потребителей, находящихся за пределами региона, т.е. это те виды деятельности, которые обеспечивают приток капитала в регион и являются основой для развития экономики региона. Например, в регионах, развитие которых зависит от туризма, основными видами деятельности являются все виды, связанные с обслуживанием туристов (любое предприятие, отрасль, регион развиваются только при условии притока нового капитала).

К вспомогательному виду деятельности относятся те виды труда, которые создают доход в рамках анализируемого региона.

Основные виды деятельности подразделяются на три группы занятости:

- в промышленности;
- в оптовой и розничной торговле и на транспорте;
- на финансовом рынке.

Такое подразделение производится для того, чтобы рассмотреть каждый из основных видов деятельности в процессе качественного анализа региона.

Качественный анализ основан на:

- прогнозируемых тенденциях занятости;
- диверсификации занятости;
- циклических колебаниях.

Рассмотрим данные направления анализа более подробно.

Первый аспект - *прогноз тенденций занятости* - требует анализа состояния местной промышленности по сравнению с другими регионами и со всей страной.

Если результаты сравнения покажут, что в регионе средний уровень занятости по сравнению со всеми другими регионами и общенациональными показателями, то данный фактор приведет к иному прогнозу, чем если бы регион вошел в верхние 10%. В данном случае применим сравнительный анализ валового продукта региона и валового национального продукта.

Расчет прогнозируемых тенденций занятости требует от аналитика точного и объективного *определения типа экономического развития* (снижение, увеличение или стабильность занятости в регионе). Такой анализ должен отражать реальное положение дел, поскольку является основой для определения емкости регионального рынка в настоящее время и в перспективе.

Вторым аспектом качественного анализа является определение степени *диверсификации занятости*. Понятно, что если на одном или на нескольких предприятиях одной отрасли промышленности занято до 50% и более работников данного региона, риск быстрого «сжатия» рынка недвижимости крайне велик.

Третьим аспектом качественного анализа являются *циклические колебания*. Оценка этого фактора основана на анализе и периодизации деловой активности, т.е. на определении, находится ли регион в периоде развития, застоя, упадка или депрессии.

Общепризнано, что некоторые виды деловой активности более надежно защищены от упадка или депрессии. Например, индустрия основных пищевых продуктов меньше подвержена влиянию депрессии, а производство предметов роскоши резко сокращается в период кризисов. Однако практика работы российских предприятий в период переживаемого системного кризиса не подтверждает этого положения.

Данные о состоянии и перспективах развития региона можно получить из типичных общих сведений, полученных из вторичных источников, и конкретных сведений:

- предложение новых объектов недвижимости в определенном сегменте рынка в регионе, норма свободных объектов недвижимости на данном рынке;

- уровень занятости и платежеспособности населения региона и перспективы изменения данных показателей;

- данные по сопоставимым продажам, которые используются при подходе с точки зрения сопоставимых продаж.

Эти данные можно получать из первичных источников, например, путем исследования местного рынка на предмет определения количества свободных объектов недвижимости, и из вторичных источников, как, например, данные о числе лиц, занятых в местной обрабатывающей промышленности.

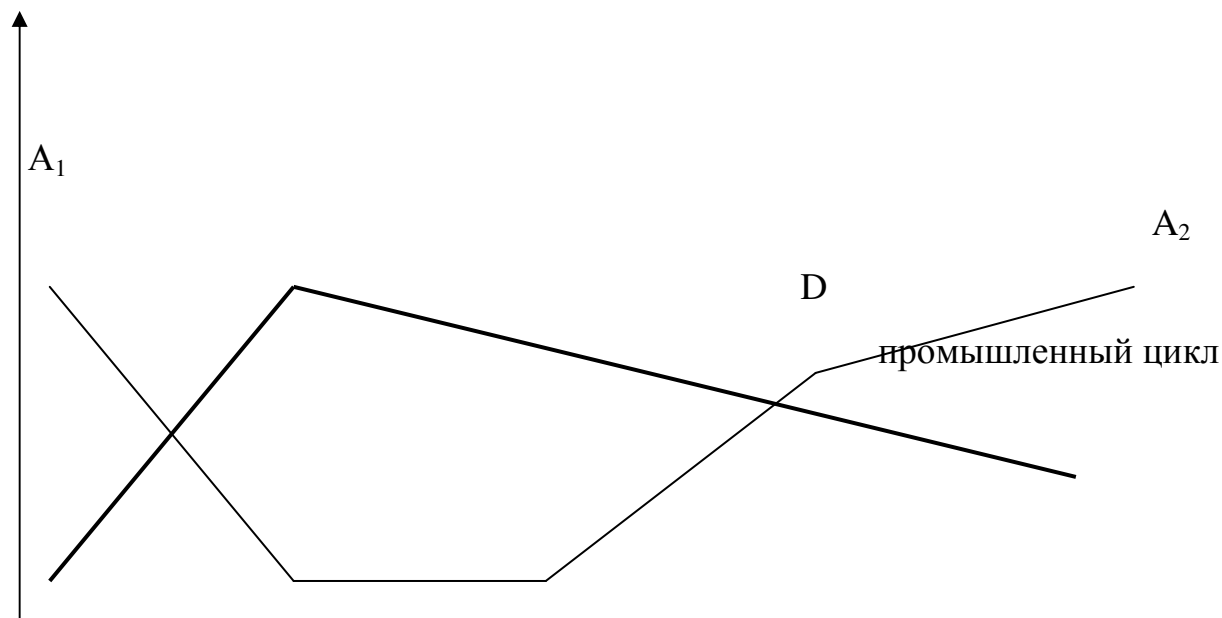
Четвертый этап - количественный анализ, основанный на расчете емкости рынка на основе определения взаимосвязи отдельных факторов, непосредственно влияющих на уровень спроса и предложения. Коэффициент емкости рынка определенного типа недвижимости определяется по формуле

$$\text{Коэффициент емкости рынка} = \frac{\text{Количество единиц, сданных в аренду за период}}{\text{Общее количество единиц недвижимости для сдачи в аренду}}$$

Рынки недвижимости имеют ряд существенных особенностей, которые необходимо учитывать в процессе оценки недвижимости. Прежде всего, при расчете потока доходов и возможной цены реализации недвижимости в период времени $t_0 + n$ необходимо учитывать цикличность рынка недвижимости и влияние рынка капитала на рынок недвижимости.

График. Развитие рынка недвижимости и этапы промышленного цикла.

Уровень развития
рынка недвижимости



- рост стоимости активов; - защита от налогов		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 доход неустойчив	Поток доходов в виде арендной платы относительно устойчивый
Высокая ставка доходности – показатель более высокого риска	$R = R_f + \text{плата за риск}$ (ставка доходности = безрисковая ставка доходности + 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.

Таблица. Влияние переменных рынка капитала на рынок недвижимости

Переменная рынка капитала	Влияние на стоимость на рынке недвижимости
CF - рост денежного потока	Рост стоимости недвижимости как результат оживления и развития деловой активности на макроуровне
B - мера систематического риска - рост	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости
R_f - безрисковая ставка 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 -го актива на рынке капитала	Снижение стоимости недвижимости в результате роста ставки дисконта денежных потоков от доходной недвижимости
Срок службы активов - рост	Рост стоимости недвижимости в связи с

	инфляционными ожиданиями и величиной ликвидационной стоимости недвижимости
Стоимость кредита на рынке капитала - рост	Снижение стоимости недвижимости

Зависимость между безрисковой ставкой дохода и требуемой ставкой дохода можно отразить на графике.

Поскольку приемлемая ставка доходности инвестиций в недвижимость, как и в финансовые активы, рассчитывается по модели оценки капитальных активов, то очевидно, что рост безрисковой ставки доходности и среднерыночной ставки доходности ведут к росту требуемой ставки доходности на инвестиции в недвижимость и, следовательно, к снижению стоимости недвижимости. Модель оценки капитальных активов показывает зависимость требуемой ставки доходности на инвестиции в недвижимость от меры систематического риска, среднерыночной по фондовому рынку ставки доходности и безрисковой ставки доходности на рынке капитала. Величина $(R_m - R_f)$ - премия за риск, или рыночная цена риска, отражающая уровень допустимого риска для поддержания в целом высокорискового рынка капитала.

Объемы предложения на рынке недвижимости определяются притоком капитала в строительство и рядом факторов, характеризующих положение на рынке капитала:

- динамикой абсолютной ставки доходности на рынке недвижимости, поскольку рост доходности инвестированного капитала повышает инвестиционную привлекательность рынка недвижимости;
- относительными ставками доходности на рынке недвижимости и рынке капитала, поскольку появление высокодоходного актива на рынке капитала неизбежно повлияет на приток (или отток) капитала на рынке недвижимости;
- темпами инфляции и инфляционными ожиданиями на рынке капитала, поскольку рост инфляции вызывает рост номинальных ставок дисконтирования

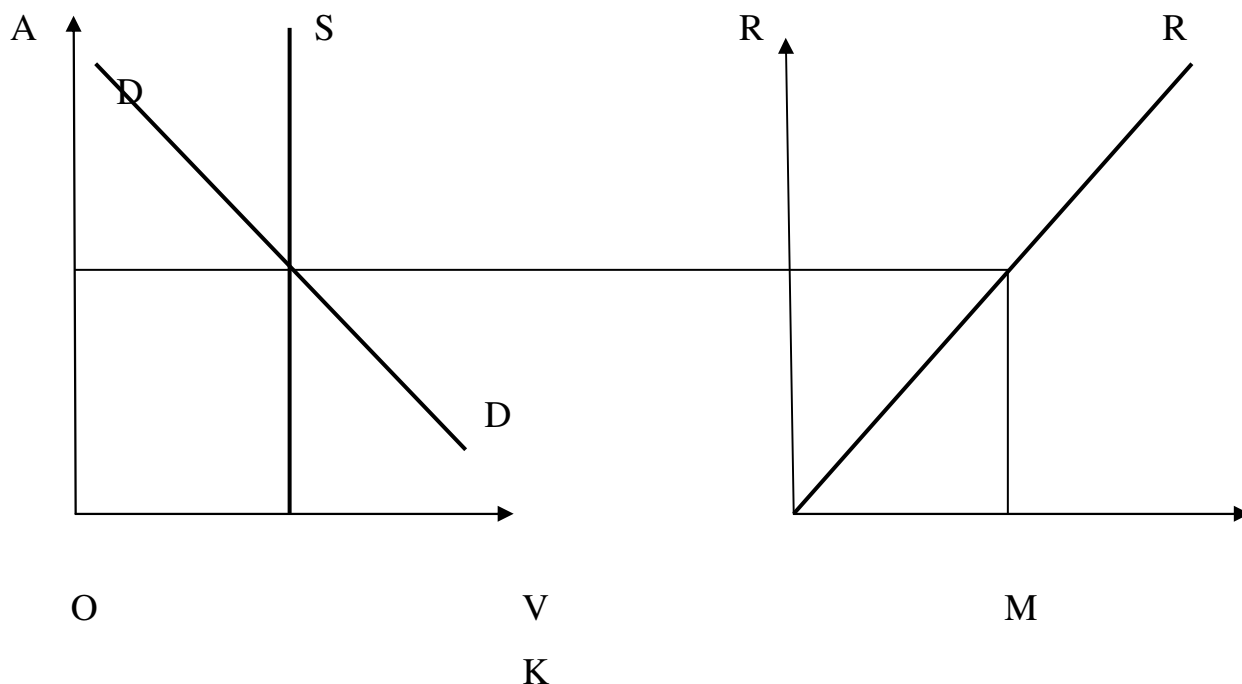
будущих денежных потоков от финансовых активов и, следовательно, снижение стоимости традиционных финансовых активов.

Необходимо учитывать, что на рынке недвижимости в краткосрочном периоде «удары» по рынку «гасятся» за счет изменения стандартной нормы свободной недвижимости, поскольку объем предложения неэластичен.

График. Взаимодействие рынка недвижимости и рынка капитала.

Рынок недвижимости

Рынок капитала



OO_1 - линия спроса, SS - линия предложения, A - арендная плата, V - единицы недвижимости. K - объем капиталовложений, R - ставка доходности инвестированного капитала.

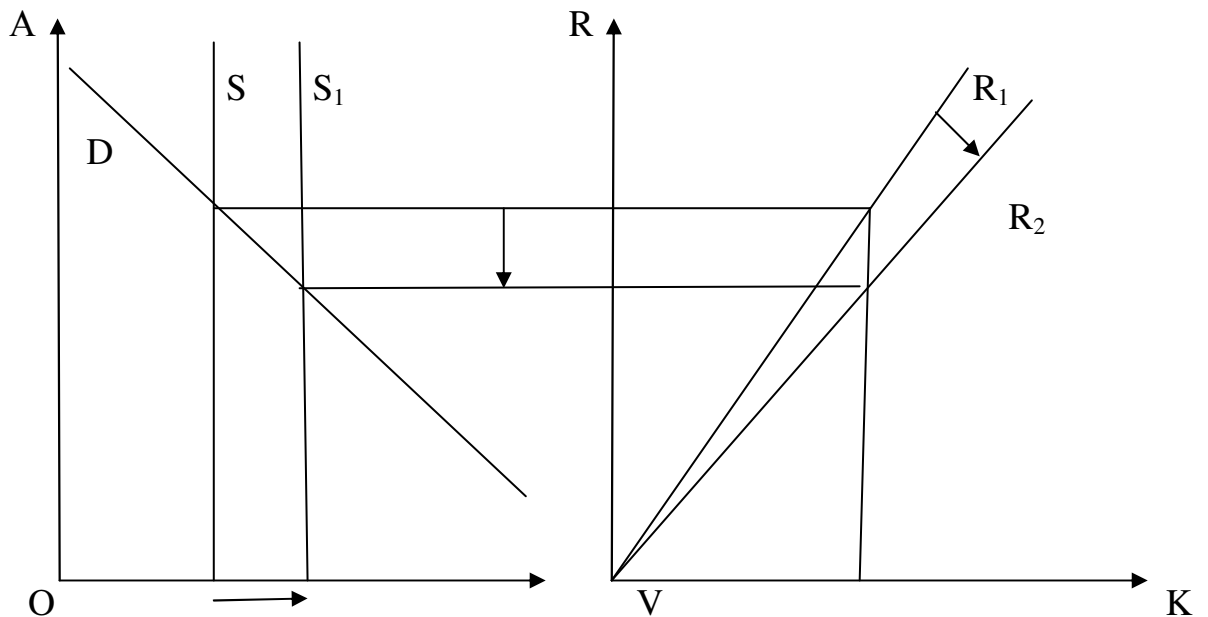
В краткосрочном периоде объем предложения недвижимости неэластичен. Рост спроса в краткосрочном периоде в значительной мере погашается за счет изменений стандартной нормы свободной недвижимости, которая в определенной степени гасит удары рынка. Спрос на недвижимость в значительной степени определяется арендной платой, а величина арендной платы зависит от объема спроса. Очевидно, что эти две переменные находятся под влиянием рынка капитала, и равновесие на рынке недвижимости устанавливается под влиянием рынка капитала, т.е. арендная плата стабильна, и коэффициент капитализации потока доходов от недвижимости не повышается и

не понижается. Для равновесного рынка недвижимости характерен стабильный объем предложения недвижимости, поскольку нет побудительных причин для вложения капитала в строительство объектов недвижимости. Изменения на рынке недвижимости начинаются с роста инвестиционной привлекательности недвижимости на рынке капитала. Если растет ставка доходности инвестиций в недвижимость на рынке капитала, то растет и инвестиционная привлекательность недвижимости, что вызывает приток капитала в строительство новых объектов недвижимости. Рост объемов предложения на рынке недвижимости является результатом оживления на рынке капитала и притока капитала в строительство.

На рынке капитала спрос на инвестора на объекты недвижимости повышается или понижается в зависимости от абсолютной и относительной ставки доходности инвестиций в недвижимость. Равновесие на рынке недвижимости и рынке капитала достигается тогда, когда стоимость недвижимости равна стоимости строительства и нет побудительных причин для инвестирования капитала в недвижимость. Предположим, что рынок капитала и рынок недвижимости находятся в состоянии равновесия. Рост спроса на объекты недвижимости со стороны арендаторов первоначально погашается за счет снижения стандартной нормы свободной недвижимости. Дальнейшее расширение спроса, обусловленное экономическим ростом, вызывает в условиях стабильного предложения повышение арендной платы и, соответственно, рост ставки доходности инвестированного в недвижимость капитала. Эти процессы повышают инвестиционную привлекательность объектов недвижимости. На рынке капитала наблюдается прилив инвестиций в строительство объектов высокодоходной недвижимости, что приводит через некоторое время к росту предложения. В период, когда предложение недвижимости не возрастает, поскольку новые объекты недвижимости находятся в процессе строительства, коэффициенты капитализации снижаются в результате конкуренции инвесторов за наиболее привлекательные инвестиции, растет поток доходов в виде арендной платы и стоимость недвижимости. Однако рост предложения объектов

недвижимости существенно изменяет ситуацию на рынке недвижимости и на рынке капитала. Инвесторы вкладывают капитал в строительство новых объектов недвижимости до тех пор, пока стоимость недвижимости превышает стоимость строительства.

График. Взаимодействие рынка недвижимости и рынка капитала в долгосрочном периоде.



М

Как результат повышения инвестиционной привлекательности объектов доходной недвижимости включается механизм приведения рынка недвижимости к состоянию равновесия на новом уровне:

- 1) рост предложения объектов доходной недвижимости неизбежно приводит к снижению арендной платы;
- 2) ставка доходности инвестиций в недвижимость падает;
- 3) коэффициенты капитализации растут, поскольку растет уровень риска;
- 4) стоимость недвижимости падает;
- 5) стоимость строительства превышает стоимость объектов недвижимости.

Инвесторы и строители не видят возможности получения относительно более высокой ставки дохода на инвестированный капитал при вложениях в недвижимость.

Низкая ликвидность недвижимости в сочетании с ростом коэффициента капитализации как платы за повышенный риск побуждает инвесторов рассматривать возможные варианты вложения капитала в другие активы. Приток инвестиций на рынке недвижимости прекращается. Однако капитал, инвестированный в строительство объектов доходной недвижимости в период их высокой инвестиционной привлекательности, является, по сути, избыточным инвестированием, которое приводит к росту объемов предложения недвижимости в период, когда предложение начинает значительно превышать спрос и арендная плата падает. Эти процессы в еще большей степени стимулируют падение арендной платы и дальнейший рост коэффициентов капитализации, что влечет за собой убытки у инвесторов в недвижимость. Эти взаимообусловленные процессы на рынке недвижимости и рынке капитала продолжаются до тех пор, пока не установится состояние равновесия на рынке недвижимости на новом уровне.

Подводя итоги, необходимо отметить, что для рынка недвижимости характерны следующие процессы:

- уровни арендной платы на рынке доходной недвижимости имеют устойчивую тенденцию к цикличности;
- стоимость объектов доходной недвижимости определяется факторами, действующими на рынке капитала;
- неизбежно циклическое избыточное инвестирование на рынке недвижимости;
- коэффициент капитализации определяет в краткосрочном периоде рыночную стоимость недвижимости, а в долгосрочном - стоимость строительства (или переоснащения объектов недвижимости), и относительная инвестиционная привлекательность недвижимости определяет стоимость недвижимости;
- состояние рынка капитала определяет предложение недвижимости в долгосрочном периоде, а спрос на недвижимость определяет общеэкономическая конъюнктура;

- объекты недвижимости конкурируют на рынке недвижимости за более высокую ставку арендной платы, а на рынке капитала - за конкурентоспособную ставку доходности на инвестированный капитал.

Тема 3. Стоимость имущества и ее основные виды.

ПЛАН

1. Две формы проявления стоимости.
2. Формы проявления стоимости в обмене.
3. Формы проявления стоимости в пользовании.

1. Движимое и недвижимое имущество является объектом различных сделок, что порождает потребность в оценке его стоимости, т.е. в определении денежного эквивалента различных видов имущества в конкретный момент времени.

Стоимость имущества, как и любого товара, имеет две формы проявления - потребительную и меновую стоимость.

Потребительная стоимость обусловлена совокупностью естественных и общественных свойств и процессов объекта недвижимости с точки зрения конкретного пользователя, который исходит из сложившегося варианта ее использования, а также естественными и общественными свойствами товара, которые определены уровнем технического развития и общественными потребностями.

Плодородие и местоположение земельного участка, количественные и качественные характеристики зданий и сооружений, их уникальность и долговечность, вкусы и предпочтения собственника и многие другие факторы формируют потребительную стоимость объекта недвижимости. Например, устаревший в архитектурном и инженерном плане жилой дом может представлять для семьи высокую потребительную стоимость, обусловленную историческими, или родословными факторами, однако его меновая стоимость будет небольшой.

Меновая стоимость возникает в процессе обмена объектов недвижимости. При этом в товарном хозяйстве всеобщим эквивалентом измерения выступают деньги. На конкурентном рынке цена, как денежное выражение стоимости, является фактором, уравнивающим силы спроса и предложения. Форма

проявления меновой стоимости - цена, которая отражает суммарное действие всех рыночных факторов.

Полезность - форма выражения потребительной стоимости.

Затраты — это выраженные в денежной форме расходы на создание или реконструкцию объекта недвижимости. Прежде всего, они представляют собой меру издержек, необходимых для воспроизводства точной копии объекта или объекта, аналогичного по полезности объекту оценки.

Местоположение, которое в значительной мере определяет величину эксплуатационных затрат, особенно транспортных, часто выступает необходимым элементом технологии (например, далеко не в каждом месте можно построить речной порт или гидроэлектростанцию), наконец, элементом удобства для покупателя.

Спрос и предложение. При снижении спроса вероятная цена продажи объекта может упасть ниже издержек на его воспроизводство.

Нахождение в гражданском обороте — разрешенная возможность передачи прав собственности на объект недвижимости. Если объект не находится в гражданском обороте (например, земельный участок, находящийся в зоне исторической застройки, предоставленный в бессрочное пользование без права продажи и аренды), то его нельзя передать в обмен на какой-либо эквивалент. Он будет обладать только потребительной стоимостью для его пользователя.

Таким образом, **цена - это денежное выражение стоимости объекта недвижимости, с точки зрения типичных субъектов рынка, на конкретную дату продажи, исходя из варианта его наилучшего использования. Цена как форма проявления стоимости, выражающая результат, неизбежно отклоняется от стоимости заключения сделки между покупателем и продавцом в конкретных рыночных условиях под влиянием различных финансовых факторов.**

Задача практикующих оценщиков - оценить стоимость объекта как фундаментальную основу оценки.

Для этого практикующим оценщикам необходимо правильно выбрать вид определяемой стоимости, соответствующий целям и условиям оценки с учетом:

- международных стандартов оценки;
- перехода национальной экономики на международные требования бухгалтерского учета и аудита;
- принципов финансового менеджмента и инвестиционного проектирования.

В зависимости от цели проводимой оценки, количества и подбора учитываемых факторов оценщик рассчитывает различные стоимостные показатели.

Стоимость (value) - это денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость отличается от цены и затрат.

Цена (price) - это фактический показатель, указывающий, что денежные средства уплачены за собственность в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. Только с помощью анализа можно определить, насколько реальные цены отражают рыночную стоимость.

Затраты (cost) - это мера издержек, необходимых для того, чтобы создать объект собственности, сходный с оцениваемым.

Затраты могут быть выше, равны или ниже стоимости на дату оценки. Таким образом, издержки влияют на рыночную стоимость, однако однозначно ее не определяют. Дорогостоящий объект недвижимости может иметь низкую полезность и поэтому - невысокую стоимость.

В практике оценки рассчитываются разные виды стоимости, которые можно классифицировать по следующим признакам,

1. Рыночная и нормативная стоимость.

Рыночная стоимость - это наиболее вероятная цена при осуществлении сделки между типичным покупателем и продавцом. Определение отражает тот факт, что рыночная стоимость рассчитывается, исходя из ситуации на рынке на конкретную дату, поэтому при изменении рыночных условий рыночная стоимость будет меняться. На покупателя и продавца не оказывается внешнее

давление, и обе стороны достаточно информированы о сущности и характеристике продаваемого имущества.

Под рыночной стоимостью в Международных стандартах оценки понимается расчетная величина, за которую предполагается переход недвижимости из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая сторона действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

В некоторых случаях рыночная стоимость может выражаться отрицательной величиной. Например, это может быть в случае оценки устаревших объектов недвижимости, сумма затрат на снос которых превышает стоимость земельного участка, или в случае оценки экологически благоприятных объектов.

Нормативная стоимость - это стоимость объекта собственности, рассчитываемая на основе методик и нормативов, утвержденных соответствующими органами (Госкомимуществом, Госкомстатом, Роскомземом). При этом применяются единые шкалы нормативов. Как правило, нормативно рассчитываемая стоимость не совпадает с величиной рыночной стоимости, однако нормативы периодически обновляются в соответствии с базой рыночной стоимости.

2. Инвестиционная, страховая, налогооблагаемая, залоговая, утилизационная стоимости.

При оценке собственности как объекта продажи на открытом рынке используется рыночная стоимость.

При обосновании инвестиционных проектов рассчитывают инвестиционную стоимость. **Инвестиционная стоимость** - стоимость собственности для конкретного инвестора при определенных целях инвестирования.

В отличие от рыночной стоимости, определяемой мотивами поведения типичного покупателя и продавца, инвестиционная стоимость зависит от индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором. Существует ряд причин, по которым инвестиционная стоимость

может отличаться от рыночной. Основными причинами могут быть различия в оценке будущей доходности; в представлениях о степени риска; в налоговой ситуации; в сочетаемости с другими объектами принадлежащими владельцу или контролируемыми им.

Страховая стоимость - стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

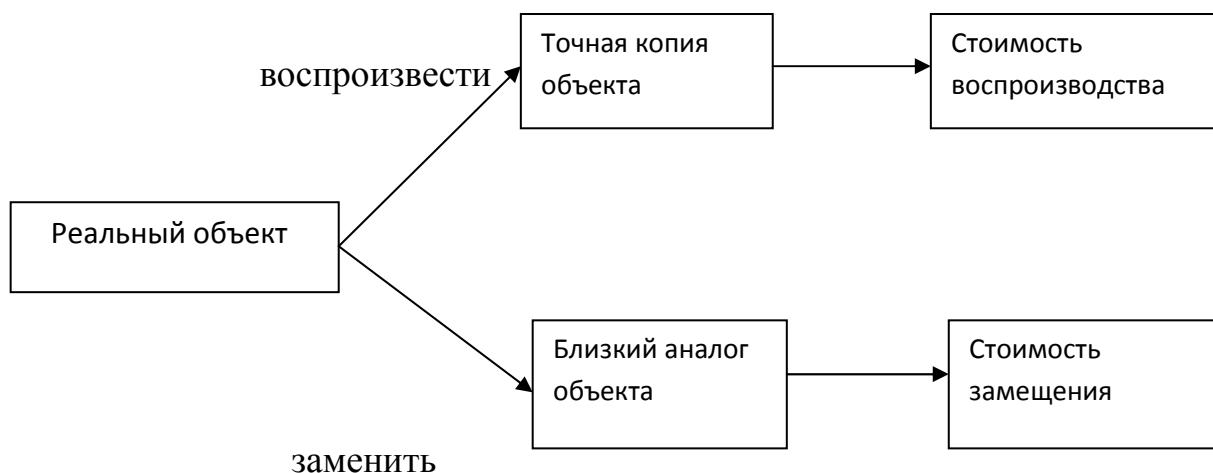
Налогооблагаемая стоимость - стоимость, рассчитываемая на базе определений, содержащихся в соответствующих нормативных документах, относящихся к налогообложению собственности.

Залоговая стоимость - стоимость недвижимости, из которой кредитор имеет право удовлетворить свои требования при неисполнении обязательств должником.

Утилизационная (скраповая) стоимость - стоимость объекта собственности (за исключением земельного участка), рассматриваемая как совокупная стоимость материалов, содержащихся в нем, без дополнительного ремонта.

3. Стоимость воспроизводства и замещения.

Схема. Формирование стоимости воспроизводства и стоимости замещения.



Стоимость воспроизводства - это стоимость объекта собственности, создаваемой по той же планировке и из тех же материалов, оцениваемая, но по ныне действующим ценам.

Стоимость замещения - это стоимость близкого аналога оцениваемого объекта.

Стоимость воспроизводства и стоимость замещения широко используют в сфере страхования

4. Стоимость в обмене и пользовании.

Стоимость в обмене - это цена, которая будет преобладать на свободном, открытом и конкурентном рынке.

Ее называют объективной стоимостью, поскольку она определяется реальными экономическими факторами (обычно это рыночная стоимость), то есть это - идеальный стандарт, который не всегда достижим. Цена сделки часто не совпадает с обоснованной рыночной стоимостью.

Стоимость в пользовании - это стоимость собственности для конкретного пользователя или группы пользователей (ее называют субъективной собственностью) - примером может служить инвестиционная стоимость.

В таблице приведена взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости, используемыми для оценки.

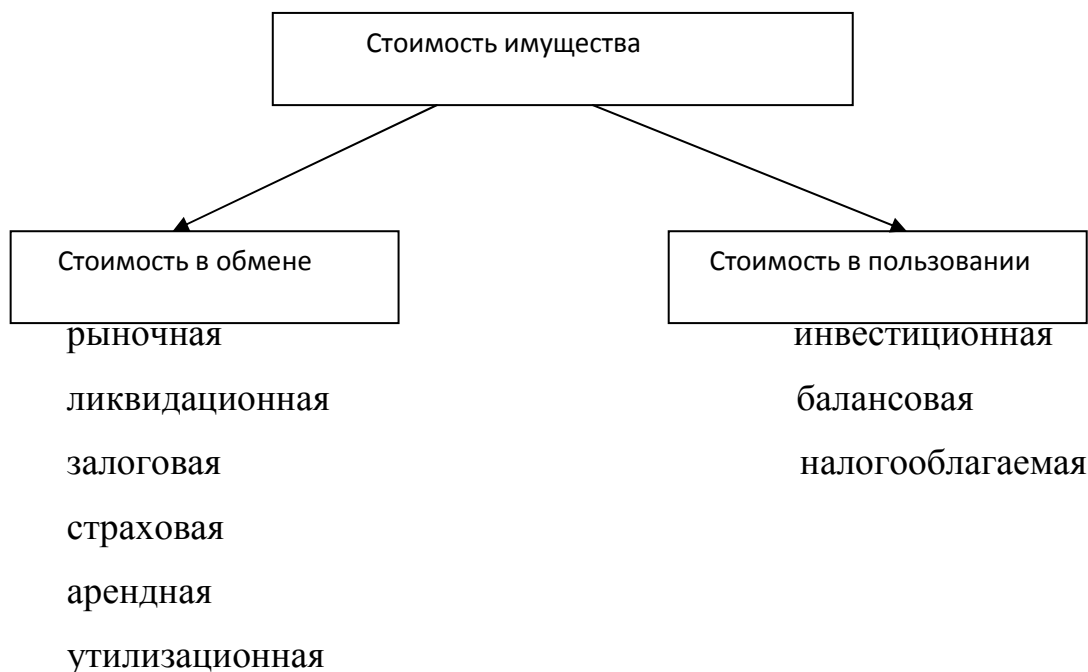
Таблица

Цель оценки	Виды стоимости
Определить предполагаемую цену	Рыночная
Определить целесообразность инвестиций	Инвестиционная
Обеспечить заявки на получение ссуды	Залоговая
Имущественная оценка	Рыночная или иная стоимость, признаваемая налоговым законодательством
Определить сумму покрытия по страховому договору или сформулировать требования в связи с потерей или повреждением застрахованных активов	Страховая
Возможная ликвидация (частичная или	Ликвидационная

полная) действующего предприятия

В зависимости от целей оценки, полноты оцениваемых прав на недвижимость различные виды стоимости могут быть объединены в две основные группы:

- стоимость в обмене как выражение меновой стоимости;
- стоимость в пользовании как выражение потребительной стоимости.



Стоимость в обмене характеризует способность объекта недвижимости обмениваться на деньги или на другие товары, носит объективный характер и лежит в основе проведения операций с недвижимостью на рынке: купли-продажи, передачи в залог, в том числе и под кредиты, сдачи в аренду, внесения в уставные фонды предприятий и т.п.

Формы проявления стоимости в обмене:

- рыночная;
- ликвидационная;
- залоговая;
- страховая;
- арендная;
- утилизационная.

Стоимость в пользовании обусловлена полезностью объекта недвижимости при определенном варианте его использования и носит субъективный характер, отражая сложившиеся возможности эксплуатации объекта конкретным владельцем, не связанные с куплей-продажей объекта и с другими рыночными операциями.

Оценка стоимости в пользовании объекта недвижимости производится исходя из существующего профиля его использования и тех финансово-экономических параметров, которые наблюдались в начальный период функционирования объекта и прогнозируются в будущем.

Стоимость в пользовании рассчитывается исходя из текущего использования объекта и приближается к рыночной стоимости по мере увеличения количества покупателей, желающих и способных приобрести недвижимость для подобных целей.

Формы проявления стоимости в пользовании:

- инвестиционная;
- балансовая;
- стоимость для целей налогообложения и другие. Каждый из перечисленных видов стоимости в обмене и в пользовании имеет свою область применения и ограничения.

Краеугольный камень теории оценки недвижимости - это понятие «рыночная стоимость».

Рыночная стоимость определяется исходя из варианта наилучшего использования объекта недвижимости. На практике используются различные определения рыночной стоимости, причем в юридических инстанциях, кредитных организациях, финансовых и страховых компаниях ее трактовка имеет определенные особенности.

Рыночная стоимость - наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией,

а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т.е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая - не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Частой ошибкой начинающих оценщиков является принятие цены предыдущих похожих сделок за стоимость аналогичной недвижимости без анализа условий, в которых произошли эти сделки. Пока не проведен детальный анализ условий сделки, нельзя сделать обоснованный вывод о рыночной стоимости недвижимости.

Если условия сделок с недвижимостью отличаются от типичных для данного сегмента рынка, например, по формам финансирования, то для определения рыночной стоимости необходимо ввести поправки, отражающие реакцию рынка на изменившиеся условия.

Типичной ошибкой является и сопоставление рыночной цены с издержками на строительство сопоставимого объекта. Только в редких случаях сбалансированного рынка, когда относительно новое здание или сооружение будет соответствовать наилучшему и наиболее эффективному использованию земельного участка, издержки и рыночная стоимость будут близки по значению. Во всех остальных ситуациях величина издержек и рыночной стоимости недвижимости будут в той или иной степени расходиться.

Ликвидационная стоимость - денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации объекта недвижимости и расходами на ее проведение. Это стоимость, с которой приходится соглашаться продавцу при вынужденной продаже недвижимости в ограниченный период времени, не позволяющий

значительному числу потенциальных покупателей ознакомиться с объектом и условиями продажи.

Залоговая стоимость - стоимость объекта недвижимости, обеспечивающего ипотечный кредит, которую кредитор надеется получить при вынужденной продаже на рынке данного объекта недвижимости в случае неплатежеспособности заемщика. Величина залоговой стоимости служит верхним пределом ссуды, которая предоставляется под залог объекта недвижимости. Залоговая стоимость меньше рыночной стоимости на величину рискованной составляющей, а также дохода кредитного учреждения от данной операции.

Страховая стоимость - денежная сумма, на которую могут быть застрахованы разрушаемые элементы недвижимости, рассчитанная в соответствии с методиками, используемыми в сфере государственного и частного страхования. Основана на принципе замещения или воспроизводства с учетом накопленного износа объектов недвижимости, подверженных риску уничтожения. Рассчитывается как остаточная стоимость замещения. Стоимость замещения представляет собой оценку совокупных издержек на восстановление объекта недвижимости в сложившихся рыночных условиях.

На практике страхуются земельные участки со зданиями и сооружениями или, что чаще, только строения. Во многих развитых странах широкое распространение получило страхование сельскохозяйственных земель от экологического загрязнения, эрозии почвы и снижения ее плодородия.

Рыночная стоимость аренды (арендная стоимость) - величина арендной платы, за которую может быть сдан в аренду объект недвижимости на дату оценки при типичных рыночных условиях, т.е. если:

- на дату оценки объект не занят и готов к сдаче в аренду на условиях конкурентного рынка, а арендодатель и арендатор достаточно осведомлены о характеристиках объекта и действуют разумно и без принуждения;
- период экспозиции объекта недвижимости достаточен для того, чтобы банк был доступен для потенциальных арендаторов, а также для согласования

величины арендной платы, заключения договора об аренде и других условий, необходимых для сдачи объекта в аренду;

- состояние рынка, динамика ставок арендной платы и другие условия являются типичными на дату оценки стоимости аренды, т.е. не являются чрезмерно обременительными или выгодными для аренды такого типа и данного вида недвижимости;

- при определении стоимости аренды не учитываются предложения завышенных (заниженных) арендных ставок потенциальным арендатором, имеющим особый интерес к данному объекту недвижимости, а также находящимся в родственных или деловых связях с арендодателем.

Рыночная стоимость аренды является разновидностью рыночной стоимости и оценивается при сдаче объекта недвижимости в краткосрочную или долгосрочную аренду. Местные органы власти специально утверждают методику расчета размера арендной платы и ежегодные ставки арендной платы за муниципальные объекты недвижимости.

Инвестиционная стоимость - стоимость объекта недвижимости для конкретного инвестора (группы инвесторов), основанная на его инвестиционных требованиях и предпочтениях. Расчет стоимости основан на субъективной оценке дисконтированных издержек и доходов инвестора, ожидаемых от использования данного объекта недвижимости в перспективном инвестиционном проекте.

В основе расчета инвестиционной стоимости лежит целесообразность инвестирования, с точки зрения типичных инвесторов, на данном сегменте рынка недвижимости. Например, инвестиционная стоимость здания, расположенного в центре города, может быть определена исходя из наиболее эффективного использования аналогичных объектов недвижимости с учетом насыщенности рынка данными услугами и соизмерена с текущими доходами, которые потерял бы собственник здания при его продаже.

Инвестиционная стоимость недвижимости для конкретного инвестора отличается от ее рыночной стоимости в результате разных оценок требуемой

ставки доходности, престижности, перспективности местоположения, возможности получения «спиритического» эффекта. Она рассчитывается при застройке вакантных земельных участков, расширении и реконструкции объектов недвижимости, внесении объектов недвижимости в качестве вклада в уставные капиталы предприятий и в других случаях.

Балансовая стоимость - стоимость объекта, отраженная в балансе предприятия или организации. Она состоит из первоначальной стоимости недвижимости на момент ввода в эксплуатацию, скорректированной (проиндексированной) на все проведенные переоценки основных фондов за вычетом бухгалтерской амортизации, а также за вычетом стоимости произведенных улучшений за период эксплуатации.

Стоимость для целей налогообложения (налогооблагаемая стоимость) - устанавливается на основе нормативных документов, относящихся к налогообложению недвижимости. В странах с переходной экономикой эта стоимость, как правило, не соответствует рыночной стоимости. По мере развития рыночных отношений предусмотрен переход к исчислению налога от рыночной или кадастровой стоимости, как это принято в развитых странах. Например, в Испании, для целей налогообложения производится периодическая (один раз в 8 лет) ревизия кадастровой стоимости всех единиц недвижимости муниципалитетов для приведения ее в соответствие с рыночной стоимостью.

Тема 5. Принципы оценочной деятельности и основные этапы оценки.

ПЛАН

1. Принципы, основанные на представлениях потенциального собственника.
2. Принципы, вытекающие из процесса эксплуатации имущества.
3. Принципы, обусловленные действием рыночной среды.
4. Принципы лучшего и наиболее эффективного использования.
5. **Основные этапы проведения оценки имущества.**

1. Теоретической основой процесса оценки является система оценочных принципов. В мировой практике принято выделять четыре группы оценочных принципов:

1-я группа: принципы, основанные на представлениях потенциального собственника;

2-я группа: принципы, вытекающие из процесса эксплуатации собственности;

3-я группа: принципы, обусловленные действием рыночной среды;

4-я группа: принцип лучшего и наиболее эффективного использования.

1. С позиции потенциального собственника

2. Обусловленные процессом эксплуатации

3. Обусловленные рыночной средой

Большое количество принципов не означает, что можно применять их все сразу.

В каждом случае выделяются основные и вспомогательные принципы. Когда речь идет о принципах, то появляются лишь основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальной жизни целый ряд факторов может исказить их действие.

Первая группа принципов.

1. Полезность (utility) - способность недвижимости удовлетворять потребности пользователя в данном месте в течение данного периода времени. Полезность проявляется и в способности предприятия приносить доход. Таким образом, чем выше стоимость полезности, выше доход, тем выше оценка.

2. Замещение (substitution) - разумный инвестор не заплатит за данный объект больше, чем наименьшая цена, запрашиваемая за другой объект с эквивалентной полезностью. Сходным с принципом замещения является понятие "альтернативных издержек" - это то, что потеряет инвестор, отказавшись от альтернативных вариантов вложения средств и инвестируя именно в данный объект.

Схема 1. Принципы оценки собственности.



Этот принцип лежит в основе трех подходов в оценке стоимости: затратного, доходного, прямого сравнительного анализа продаж.

3. Ожидание (anticipation) - инвестор вкладывает средства в объект сегодня, так как ожидает от объекта получения потока доходов в будущем. Оцениваемая стоимость - это текущая стоимость всех будущих доходов. Процесс приведения будущих доходов к их текущей стоимости называется дисконтированием.

Вторая группа принципов. Оценка недвижимости обусловлена эксплуатацией собственности и связана с представлением производителей.

1. Остаточная продуктивность (surplus productivity) земельного участка. Остаточная продуктивность определяется как чистый доход, отнесенный к земельному участку, после того, как оплачены расходы на менеджмент, труд и эксплуатацию капитала, то есть факторы производства.

Таблица 1.2.

Факторы производства и их компенсация

Факторы	Компенсация
Труд	Зарплата, жалованье, компенсационные вознаграждения
Капитал (деньги)	Проценты, дивиденды
Предпринимательская деятельность	Прибыль, вознаграждение управляющему
Земля	Рента

2. Вклад (предельная продуктивность) (contribution, marginal productivity) - это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость объекта, или чистый ДОХОД ОТ НЕГО вследствие наличия или отсутствия какого-либо дополнительного фактора производства.

Пример. Застройщик решает построить при жилом комплексе бассейн. Затраты на строительство бассейна составляют 17500\$. При наличии бассейна комплекс будет стоить 1165000\$, без него- 1140000\$. Таким образом, бассейн добавляет к общей стоимости 25000\$. Поскольку затраты на это удобство ниже, чем его вклад в стоимость, застройщик должен построить бассейн.

3. Возрастающие и уменьшающиеся доходы (increasing and decreasing returns). По мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы. Этот

принцип базируется на теории предельного дохода и называется еще принципом предельной полезности.

Таблица.

Пример. Расчет прибыли для застройки различной плотности

Число домов	Прибыль на дом	Общая прибыль
0	0	0
1	10000	10000
2	15000	30000
3	12000	36000
4	10000	40000
5	8000	40000
6	6000	36000
7	4000	28000

До четырех, пяти домов прибыль растет, а с шестого дома - падает.

4. Сбалансированность (пропорциональность) (balans, proportionality) - согласно которому максимальный доход от объекта можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

5. Экономическая величина (economic size) - это количество земли, необходимое для достижения оптимального масштаба землепользования в соответствии с рыночными условиями в данном местоположении.

Пример. Застройщик может купить лот А за 15000\$, а Б - за 10000\$. Если их объединить, то новый массив будет стоить 33000\$, то есть приростная стоимость 8000\$.

6. Экономическое разделение (economic division) имеет место, если права на недвижимую собственность могут быть разделены на два или более имущественных интереса, в результате чего возрастает общая стоимость объекта.

Разделение может происходить различными путями.

Физическое разделение - разделение массива земли на отдельные участки.

Разделение по времени владения - различные виды аренды, пожизненное владение, будущие имущественные права.

Разделение по праву пользования - лицензия, ограничение на использование имущества.

Третья группа принципов. Она напрямую обусловлена действием рыночной среды.

1. Зависимость (dependency) - это стоимость конкретного объекта недвижимости подвержена влиянию и сама влияет на природу и величину стоимости других объектов в районе его расположения.

Местоположение является одним из наиболее важных факторов, влияющих на стоимость недвижимости. Ситус - экономическое местоположение недвижимости.

2. Соответствие (contormity) - это то, в какой степени архитектурный стиль и уровни удобств и услуг, предлагаемых застройкой земли, отвечают потребностям и ожиданиям рынка.

С принципом соответствия связаны **принципы регрессии и прогрессии**. Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такого предприятия, вероятно, не будет отражать его реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например, объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данного предприятия, скорее всего, окажется выше его стоимости. Проект, который не соответствует рыночным стандартам, проигрывает в финансовом отношении.

3. Предложения и спрос (supply and demand). Предложение - это количество товаров, имеющихся в наличии по определенным ценам, спрос - это количество товаров, желаемых по определенным ценам. Взаимодействие предложения и спроса определяют цены. Если спрос и предложение находятся в равновесии, то

цены остаются стабильными. Наличие дефицита, то есть превышение спроса над предложением, повышает цену, и наоборот.

4. Конкуренция (competition) - когда доходы на рынке превышают уровень, необходимый для оплаты факторов производства. На данном рынке обостряется конкуренция, что, в свою очередь, приводит к снижению среднего уровня чистых доходов.

5. Изменение (change) - стоимость объектов недвижимости обычно не остается постоянной, но меняется с течением времени. Объекты постоянно изнашиваются, среда расположения объекта проходит через фазы роста, зрелости, упадка и обновления. Так, стоимость объекта на стадии развития данного района будет выше, чем этот же объект в том же районе, но в стадии упадка.

На оценку объекта недвижимости влияют множество факторов, которые подразделяются следующим образом.

1. Природные (климат, наличие ресурсов, сезонность).
2. Социальные и демографические (размер семьи, стиль и уровень жизни, здоровье населения).
3. Экономические (доход, цены, кредит, циклы деловой активности).
4. Политические.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ЛНЭИ) (highest and best use) - это синтез принципов всех трех групп, которые были рассмотрены ранее. Принцип разумного и возможного варианта использования, который обеспечит объекту наивысшую текущую стоимость, определенную на эффективную дату оценки.

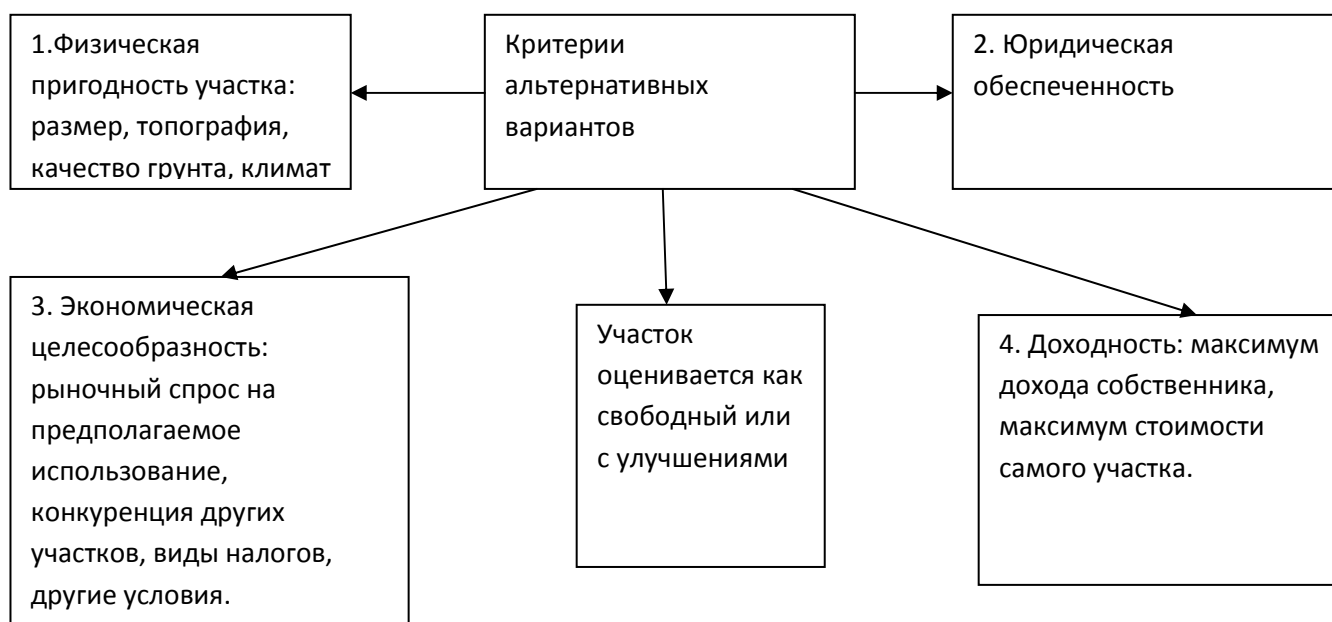
Как следует из определения рыночной стоимости недвижимости, ее расчет следует выполнять с учетом возможного альтернативного использования, при котором в текущей рыночной ситуации стоимость будет максимальной.

Наилучшее и наиболее эффективное использование - это вероятное использование свободной земли с улучшениями, которое юридически

обосновано, физически и финансово осуществимо, экономически целесообразно.

В анализе должны быть использованы четыре критерия. На практике анализ ЛНЭИ выполняется путем проверки соответствия рассматриваемых вариантов использования данным критериям.

Схема. Критерии выбора лучшего и наиболее эффективного использования.



Причем проверка юридических вопросов и проверка физической осуществимости должны выполняться в первую очередь. Если один из критериев не выполняется, вариант не рассматривается. Для выбора варианта ЛНЭИ рассматривают следующие факторы, приведенные на схеме.

Рассмотрим главнейшие из них.

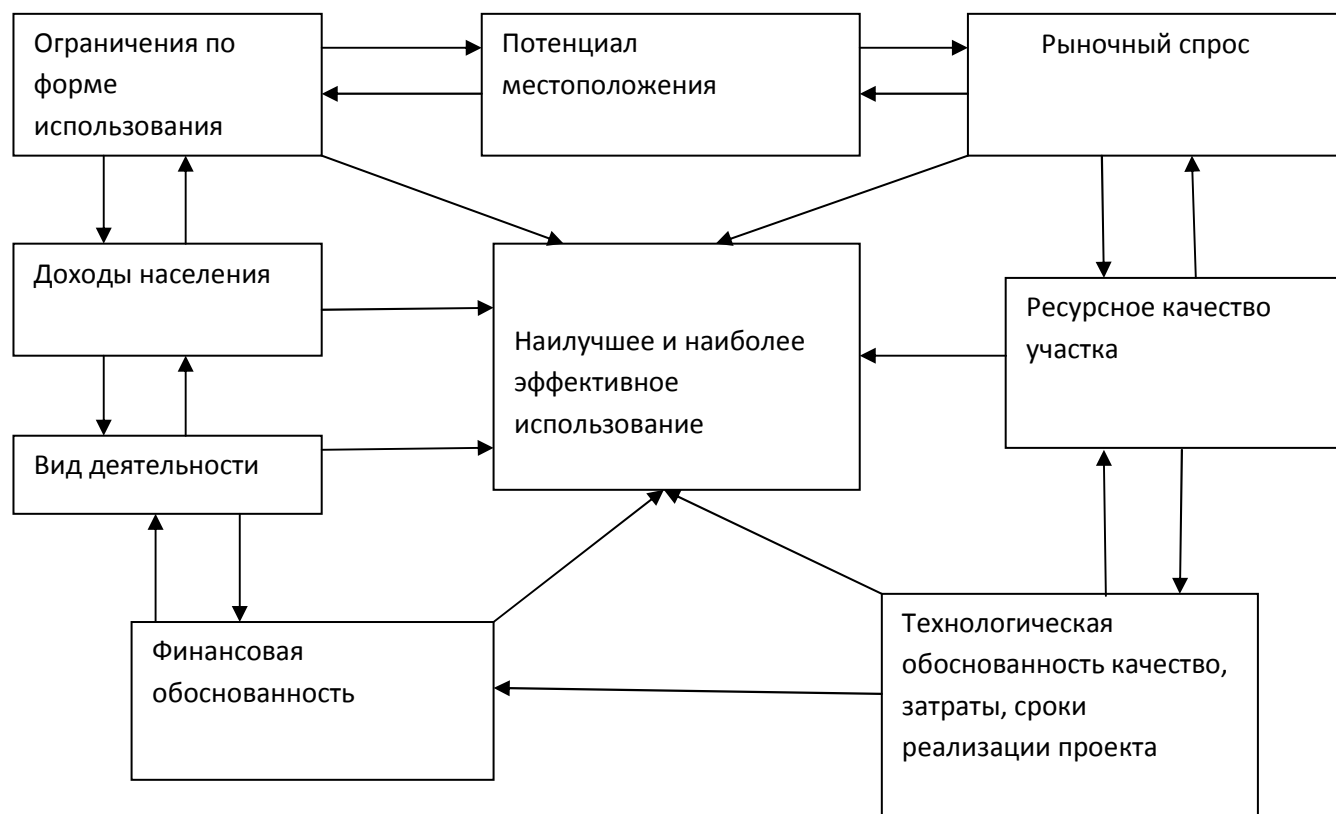
Потенциал местоположения - основной фактор, определяющий стоимость земли. Удобство местоположения с точки зрения наличия дорог, транспорта для работников, близости источника сырья и потребителей.

Ресурсное качество участка связано с емкостью и эффективностью. Емкость - показатель того, сколько факторов может быть приложено к участку (этажность здания). Эффективность определяет, какой уровень доходности может обеспечить сочетание факторов в случае реализации различных проектов.

Технологическая обоснованность - существует ряд ограничений, определяющих обоснованность проекта, это - физические, правовые ограничения, требования обеспечения безопасности, возможности использовать определенные виды материалов, финансовые ресурсы, рабочую силу, менеджмент.

Финансовая обоснованность. При этом принимают во внимание: время поступления и оттока денежных средств, валовую выручку, затраты, платежи по обслуживанию долга, выручку от продаж, рефинансирование.

Схема. Факторы, определяющие вариант наилучшего и наиболее эффективного использования



Земельный участок является неотъемлемой частью имущественного комплекса предприятия, и стоимость участка неотделима от стоимости всего комплекса. Нередко бывают случаи, когда стоимость участка нужно оценить отдельно (налогообложение, страхование, в аренду, ипотека и др.).

Следует учитывать, что земля не подвержена износу, и ее стоимость с годами не только не снижается, а, наоборот, повышается. Вложения в земельные участки наилучшим образом защищены от инфляции. Можно представить множество

возможных вариантов использования земельного участка, и каждый вариант характеризуется своей величиной дохода.

ЛНЭИ позволяет оценить наибольшую текущую стоимость участка при таком осуществимом варианте, когда наиболее полно раскрываются его потенциальные возможности.

Анализ ЛНЭИ можно проводить по двум направлениям: когда участок анализируется как незастроенный (свободный) или как улучшенный.

В первом случае рассматриваются те варианты использования земли, которые принципиально отличаются от существующего (например, новое строительство, замена существующих зданий на новые с другим назначением и т. д.). Этот случай характерен для вариантов, когда оцениваемый участок мало застроен или имеющиеся здания большой ценности не представляют.

Во втором случае берутся варианты реконструкции или модернизации существующих зданий и сооружений на участке.

В практике традиционно применяют три основных подхода определения стоимости недвижимости, в том числе и земли; прямое сравнение рыночных продаж, доходный, затратный.

5. Основные этапы проведения оценки имущества.

1. Оценка стоимости предприятия — сложный и трудоемкий процесс, состоящий из следующих стадий:

1. Определение проблемы.
2. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку.
3. Сбор и анализ информации.
4. Анализ конъюнктуры рынка.
5. Оценка земельного участка.
6. Выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого объекта.
7. Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов.
8. Подготовка отчета и заключения об оценке.
9. Доклад об оценке.

Каждая стадия в свою очередь состоит из нескольких этапов.

Тема 5. Правовые аспекты проведения оценки стоимости имущества.

ПЛАН

- 1. Имущество – как юридическое понятие.**
- 2. Основные правомочия на собственность, включая землю.**
- 3. Виды прав на недвижимость, подлежащей оценке.**
- 4. Имущество – как юридическое понятие.**

В государственном регулировании оценочной практики можно выделить две часто встречающиеся ситуации: 1) оценка имущества, когда отношения лиц регулируются в большей степени нормами публичного права; 2) оценка имущества, когда отношения лиц регулируются в большей степени нормами частного права.

Нормы публичного права:

- налогообложение недвижимости;
- принудительное отчуждение имущества для государственных нужд;
- приватизация недвижимости. Нормы частного права:
- сделки купли-продажи недвижимости;
- кредитование под залог недвижимости;
- страхование недвижимости.

Имущество - как юридическое понятие - это совокупность подлежащих денежной оценке юридических отношений, в которых находится данное лицо.

Юридические отношения, подлежащие денежной оценке, в свою очередь достаточно часто называют имущественными отношениями.

Содержание имущества, принадлежащего какому-либо лицу, представляет собой:

- 1) Актив: а) совокупность вещей, принадлежащих лицу на праве собственности или в силу иного вещного права; б) совокупность прав на чужие действия (долговое имущество).
- 2) Пассив: а) совокупность вещей, принадлежащих другим лицам, но временно находящихся во владении данного лица; б) совокупность обязательств,

существующих у данного лица. Таким образом, каждое лицо обладает имуществом, и каждое лицо обладает только одним имуществом.

Понятие об имуществе как совокупности юридических отношений не должно быть сравнимо с совокупностью вещей, физически не связанных, но объединенных общим именем и выступающих как- целое (музей, магазин, библиотека и т.п.), поскольку рассматриваемое нами понятие - не набор вещей вообще, а система юридических и экономических отношений, возникающих в отношении прав на определенное лидерство, набор вещей или отдельную вещь.

Отношения, возникающие по поводу недвижимости, регулируются:

- гражданским законодательством Азербайджанской Республики;
- законодательством, относящимся к предметам совместного ведения (например, жилищное, земельное, водное, лесное законодательство, законодательство о недрах - все эти виды законодательства входят в число предметов совместного ведения и устанавливают нормы для регулирования отношений применительно к соответствующим видам недвижимых вещей);
- градостроительным законодательством, не отнесенным Конституцией ни к предметам ведения, ни к предметам совместного ведения.

Принадлежность недвижимой вещи - движимая вещь, которая служит недвижимой вещи и связана с ней общим назначением. Права и обязанности, предметом которых является недвижимая вещь, могут распространяться также и на принадлежность. Принадлежность недвижимой вещи может быть отделена от недвижимой вещи, если на то будет выражена воля правомочного лица. Недвижимая вещь может иметь различные обременения (ограничения).

Обременения (ограничения) устанавливаются на основе закона или договора. Например, недвижимость может быть обременена правом залога, сервитутом, правом преимущественного приобретения и т.д. Наличие обременения (ограничения) может влиять на оцениваемую стоимость такой недвижимости, в общем случае снижая оценку этой стоимости.

Целевое назначение и разрешенное использование являются важными характеристиками недвижимости. Целевое назначение недвижимой вещи.

Целевое назначение земель - установленный законодательством порядок, условия, предел эксплуатации (использования) земель для конкретных целей в соответствии с категориями земель.

Разрешенное использование земельного участка включает перечень всех ее обременений и ограничений использования.

«1. Разрешенное использование земельного участка - использование земельного участка с учетом целевого назначения, установленных ограничений и обременений. Разрешенное использование земельного участка устанавливается на основе зонирования земель, градостроительной и землеустроительной документации.

3. Перечень требований, включаемых в разрешенное использование земельного участка, устанавливается вне зависимости от прав на данный земельный участок.

4. Разрешенное использование земельных участков определяется органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации и органами местного самоуправления при зонировании земель, а также при предоставлении конкретных земельных участков...

5. Самовольное изменение разрешенного использования земельных участков не допускается». Разрешенное использование должно устанавливаться органами государственной власти на основании закона.

Право хозяйственного ведения или право оперативного управления имуществом, в отношении которого собственником принято решение о закреплении этого права за унитарным предприятием, казенным предприятием или учреждением, возникает у этого предприятия или учреждения с момента передачи имущества, если иное не установлено законом и иными правовыми актами или решением собственника.

Если права собственности на государственное или муниципальное предприятие как имущественный комплекс переходят к другому собственнику государственного или муниципального имущества, то предприятие сохраняет право хозяйственного ведения на принадлежащее ему имущество.

Право пожизненного наследуемого владения земельным участком, находящимся в государственной или муниципальной собственности, приобретается гражданами по основаниям и в порядке, которые предусмотрены земельным законодательством. По действующему в настоящее время законодательству субъектом права пожизненного наследуемого владения земельным участком может быть только гражданин, т.е. физическое лицо, которое имеет правомочия владения и пользования земельным участком, передаваемые по наследству. Владелец земельного участка вправе:

- возводить на нем здания, сооружения и создавать другое недвижимое имущество в соответствии с установленными законодательством правилами, приобретая на него право собственности;
- передавать его другим лицам в аренду или безвозмездное срочное пользование-Продажа, залог земельного участка и совершение его владельцем других сделок, которые влекут или могут повлечь отчуждение земельного участка, не допускаются.

Право постоянного (бессрочного, т.е. без установления срока) пользования земельным участком, находящимся в государственной или муниципальной собственности, предоставляется гражданам и юридическим лицам на основании решения государственного или муниципального органа, уполномоченного предоставлять земельные участки в такое пользование.

Если право постоянного пользования земельным участком приобретено собственником здания, сооружения и иного недвижимого имущества, то он не является собственником земельного участка, на котором расположены такие здания и сооружения.

При реорганизации юридического лица данное право переходит в порядке правопреемства. Лицо, которому земельный участок предоставлен в постоянное пользование, осуществляет владение и пользование этим участком в пределах, установленных законом, иными правовыми актами и актом о предоставлении участка в пользование. Оно вправе:

- самостоятельно использовать участок в соответствии с целевым назначением;

- передавать участок в аренду или безвозмездное срочное пользование только с согласия собственника участка.

Сервитут - вещное право пользования чужой вещью в интересах определенного лица, которое связано с вещью, а не с субъектом права собственности, поэтому при переходе вещи, обремененной сервитутом, к другому лицу юридическая сила сервитута не меняется.

Право пользования, устанавливаемое сервитутом, всегда меньше объема прав собственника, поскольку оно ограничено строго целевым использованием. Сервитут не распространяется на правомочие распоряжения вещью, которое всегда остается за ее собственником.

«Сервитут может устанавливаться для обеспечения прохода и проезда через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи и трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации, а также других нужд собственника недвижимого имущества, которые не могут быть обеспечены без установления сервитута». Сервитутом могут обременяться здания, сооружения и другое недвижимое имущество, ограниченное пользование которыми необходимо вне связи с пользованием земельным участком.

Основные характеристики сервитута:

- устанавливается по соглашению между лицом, требующим установления сервитута, и собственником соседнего участка;
- подлежит регистрации в общепринятом порядке;
- если соглашения об установлении или условиях сервитута не достигнуто, вопрос решается в судебном порядке;
- является предметом купли-продажи, залога и не может передаваться каким-либо способом лицам, не являющимся собственниками недвижимого имущества, для обеспечения использования которого сервитут установлен;
- может быть прекращен ввиду отпадения оснований, по которым он был установлен;

- если земельный участок в результате обременения сервитутом не может использоваться в соответствии с его назначением, собственник участка вправе требовать по суду прекращения сервитута.

Тема 6: Стандарты и нормы оценки имущества.

П Л А Н

- 1. Понятие и цели стандартизации. Характерные особенности национальных стандартов.**
- 2. Общая характеристика и структура международных стандартов оценки.**
- 3. Характерные особенности и содержание Американских стандартов оценки.**
- 4. Общая характеристика и содержание европейских стандартов оценки.**

Одной из основных форм государственного регулирования оценочной деятельности является разработка стандартов оценки, которые устанавливают определения фундаментальных понятий, относящихся к оценке имущества, и предлагают основные принципы осуществления оценочной деятельности. Стандартизация представляет собой деятельность по установлению норм, правил, характеристик продукции, услуг, процессов.

Требования Стандартов являются обязательными к применению субъектами оценочной деятельности при определении вида стоимости объекта оценки, подходов к оценке и методов оценки, а также при проведении оценки.

Различают международные и национальные стандарты оценки. Международные стандарты оценки

Международные стандарты оценки разрабатываются Международным комитетом по стандартам оценки (International Valuation Standards Committee – IVSC), международной организацией, объединяющей профессиональные организации оценщиков более чем 50 стран мира. Ни в США, ни в Европе «нормативы», или «стандарты», оценки не рассматриваются в качестве незыблемого свода законов. Вот почему одной из основных задач IVSC является достижение согласованности между национальными стандартами оценки и стандартами, которые наиболее подходят для нужд международного сообщества.

Стандарты и связанные с ними нормативные материалы на данный момент выражают общее мнение около 50 государств - членов IVSC. Международные стандарты оценки имеют некоторую единую основу, прочный фундамент, отражающий единство экономических принципов, не зависящих от политических границ.

В настоящее время IVSC в своей деятельности уделяет особое внимание взаимной увязке Стандартов оценки и Стандартов финансовой отчетности, разрабатываемых Международным комитетом по стандартам Финансовой отчетности.

1 июля 2000 г. IVSC принял новую редакцию Международных стандартов оценки (МСО - 2000), практически в два раза превышающих по количеству включенных в него документов ранее действовавших МСО, а 26 июля 2001 г. были приняты МСО в редакции 2001 г. (МСО-2001). Это издание развивает и углубляет положения издания МСО-2000 и отражает актуальные изменения на рынке оценочных услуг. В МСО-2001 включены рекомендации по оценке для целей финансовой отчетности, доработанные с участием Международной комиссии по стандартам финансовой отчетности (IASB).

Исчерпывающее обсуждение области знаний, включающей в себя методы и практические процедуры оценки, выходит за рамки задач, стоящих перед Стандартами. Однако для обеспечения лучшей согласованности между различными профессиональными дисциплинами и для уменьшения трудностей, связанных с языковыми барьерами, Стандарты включают в себя вступительный раздел, посвященный общим понятиям и принципам оценки, который служит основой для каждого из Стандартов. Рыночная стоимость и базы, отличные от рыночной стоимости, рассматриваются в Стандартах 1 и 2 соответственно. В стандартах 3 и 4 рассматриваются особенности применения стандартов для целей финансовой отчетности, рекомендация по применению стандартов № 2 - применение стандартов при оценке, проводимой для целей кредитования под залог.

МСО-2001 содержит две Рекомендации по применению стандартов. Рекомендация по применению № 1 рассматривает особенности применения стандартов для целей финансовой отчетности, рекомендация по применению стандартов № 2 - применение стандартов при оценке, проводимой для целей кредитования под залог.

МСО-2001 включают в себя также семь методических руководств, посвященных вопросам оценки недвижимости, арендных прав, машин и оборудования, нематериальных активов, бизнеса, а также учета токсичных загрязнений при оценке. В трех Комментариях (1-3) к МСО рассмотрены особенности проведения оценки на развивающихся рынках, оценки активов общественного (государственного) сектора, а также вопросы, связанные с оценкой активов в соответствии с требованиями Базельского комитета по банковскому надзору (Bazel committee of banking supervision). Стандарт снабжен развернутым глоссарием используемых терминов.

Многолетняя деятельность IVSC по разработке стандартов привела к осознанию того факта, что сама стандартизация на международном уровне существенно отличается от процесса создания национальных стандартов.

Во многих странах торговое право и соответствующий комплекс регулирующих процедур определяют некоторое направление, иногда весьма специфическое, для стандартизации оценочной деятельности. Фонд оценки США, различные организации в рамках ЕС и регулирующие учреждения стран Центральной и Восточной Европы — вот далеко не полный перечень национальных организаций и властных структур, которые на национальном уровне закладывают фундамент стандартов практической оценки.

Национальные стандарты оценки отражают:

- внутреннюю политику и установившиеся принципы практической деятельности;
- национальные политические и общественные цели;
- влияние самых разнообразных обычаев и языковых особенностей.

Стандарты оценки США

Единые стандарты профессиональной оценочной практики (ЕСПОП), являющиеся обязательными для применения в США и в других странах (Канада, Мексика), разрабатываются и утверждаются Советом по стандартам оценки Фонда оценки - некоммерческой образовательной организацией, основанной в 1987 г. ведущими профессиональными организациями США (Институт оценки, Американское общество оценщиков. Национальная ассоциация магистров оценки) для достижения единообразия и профессионализма в оценке. Сейчас более 50 организаций вступили в Фонд либо в качестве организаций-спонсоров (попечителей), либо в качестве членов консультативных советов.

Фонд оценки управляется Советом попечителей, который выполняет две основные функции:

- обеспечивает финансовую поддержку деятельности;
- назначает членов Совета по стандартам оценки и Совета по квалификации оценщиков.

В данное время Совет попечителей состоит из 32 членов. Каждая профессиональная оценочная и попечительская организация назначает одного представителя в Совет попечителей. Кроме того, 14 независимых постоянных попечителей избираются Советом самостоятельно. Для участия в Совете попечителей его члены не обязательно должны быть оценщиками. Раз в полугодие Совет попечителей проводит публичные заседания.

Совет по стандартам оценки (ССО) разрабатывает, интерпретирует и вносит поправки в ЕСПОП, которые являются обязательными для применения оценщиками в своей практической деятельности. ССО состоит из пяти высококвалифицированных оценщиков и проводит публичные совещания каждый месяц. Все предлагаемые положения и дополнения к ЕСПОП выносятся на публичные обсуждения перед принятием ССО. Для рассмотрения и оценки работ, проводимых под эгидой ССО, в Фонде оценки создан Консультативный совет по стандартам оценки (КССО), который включает представителей 32 организаций и правительственных агентств, представляющих потребителей услуг по оценке. КССО заседает каждый квартал, консультирует ССО по

важным проблемам технического характера и по списку проектов, вынесенных на повестку дня ССО. Все совещания КССО проводятся в Вашингтоне и открыты для публики.

Единые стандарты профессиональной оценочной практики были первоначально разработаны Специальным комитетом по разработке Единых стандартов в 1986-1987 гг. и переданы Фонду оценки в 1987 г. К этому времени Фонд установил свои авторские права на ЕСПОП. На своей организационной встрече 30 января 1989 г. ССО единодушно принял и утвердил ЕСПОП в качестве двух первоначальных оценочных стандартов, выработанных ССО.

Данные Стандарты предназначены для оценщиков и пользователей услуг оценки. Соблюдать данные Стандарты необходимо профессиональным оценщикам для повышения уровня оценки. Потребителям услуг оценщиков надлежит требовать проведения работ в соответствии с данными Стандартами.

Согласно реформе законодательства в области оценки, одобренной конгрессом, все оценки недвижимости, связанные со сделками федерального уровня, должны проводиться на основе и в соответствии с ЕСПОП.

Закон о реформе финансовых институтов, подъеме экономики и соблюдении законов, принятый конгрессом в 1989 г., требует, чтобы оценки, подготовленные государственными сертифицированными и лицензированными оценщиками, составлялись в соответствии с ЕСПОП. В 1992 г. Административно-бюджетное управление (ОМВ) выпустило бюллетень 92-06, в котором также обусловлено, чтобы при федеральном приобретении земли и предоставлении земельных займов кредитными организациями были представлены оценки в соответствии с требованиями ЕСПОП.

В ЕСПОП представлены:

- условия, которым нужно следовать при осуществлении оценки, проверке отчета об оценке или предоставлении консультативных услуг;
- способы, которыми производятся оценка, ревизия или консультативные услуги.

СТАНДАРТЫ 1 и 2 регулируют процесс оценки и составления отчета по оценке недвижимости. СТАНДАРТ 3 устанавливает нормы проверки отчетов по оценке

и составлению отчета на основании этих норм. СТАНДАРТЫ 4 и 5 направлены на развитие и обобщение консультативных функций оценщика по оценке недвижимости и недвижимого имущества. СТАНДАРТ 6 устанавливает необходимые критерии для разработки и сообщения результатов по массовой оценке для целей налогообложения недвижимого имущества или любых других видов собственности. СТАНДАРТЫ 7 и 8 устанавливают нормы для развития и обобщения оценок личной собственности. СТАНДАРТЫ 9 и 10 устанавливают нормы для развития и обобщения оценок бизнеса.

Стандарты включают в себя Положение о стандартах оценки, выпущенное Комитетом по стандартам оценки для целей прояснения, интерпретации, толкования или выработки Стандартов или Правил стандартов.

Пояснительные комментарии являются неотъемлемой частью Единых стандартов и должны рассматриваться в качестве толкования к Положениям, Определениям и Правилам стандартов. Комментарии предоставляют интерпретации Комиссии по Оценочным стандартам (ASB) относительно предпосылок и приложений к определенным Положениям, Определениям или Правилам стандартов. Комментарии не прилагаются к тем Положениям, Определениям или Правилам стандартов, которые являются аксиоматическими или не требуют дальнейших разъяснений. Однако дополнительные комментарии будут разрабатываться, устаревшие - пересматриваться по мере возникновения необходимости. Примечания к Правилам стандартов, относящиеся к Консультативным мнениям, служат лишь ориентиром и не включают Консультативные мнения в Правила стандартов.

Важную роль в деятельности оценщика занимают этические обязательства. Стандарты включают в себя разъяснительные комментарии и начинаются с ПОЛОЖЕНИЙ ОБ ЭТИКЕ, которые включают четыре раздела:

Поведение, Менеджмент, Конфиденциальность и Ведение отчетности и обуславливают требования целостности, объективности, независимости суждения и этического поведения. Дополнительно данные Стандарты включают в себя ПОЛОЖЕНИЯ О КОМПЕТЕНТНОСТИ, налагающие Прямую

ответственность на оценщика до принятия решения. Также включены ОПРЕДЕЛЕНИЯ для данных Стандартов. Стандарты содержат как Обязательные, так и специфические требования, к которым при определенных ограниченных условиях применимы ПОЛОЖЕНИЯ ОБ ОТКЛОНЕНИЯХ. Эти определенные условия не включают в себя отклонения от ПРЕАМБУЛЫ, ПОЛОЖЕНИЙ ОБ ЭТИКЕ, ПОЛОЖЕНИЙ О КОМПЕТЕНТНОСТИ и ОПРЕДЕЛЕНИЙ.

В дополнение к 10 Стандартным правилам ЕСПОП включают также Документы о стандартах, которые специально служат для упрощения, толкования, разъяснения или совершенствования ЕСПОП. Документы наряду с Правилами стандартов обязательны к применению. ССО также публикует консультативные мнения, в которых содержатся его советы по решению спорных вопросов при применении ЕСПОП в оценочной практике.

Начиная с издания 1994 г., ЕСПОП содержит также глоссарий всех оценочных терминов.

Европейские стандарты оценки.

Европейская группа оценщиков основных фондов (TEGOVOFA) была создана как некоммерческая ассоциация национальных организаций оценщиков западноевропейских стран в 1977 г. После слияния с аналогичной организацией EUROVAL, группа в настоящее время называется «Европейская группа ассоциаций оценщиков» (The European Group of Value Associations TEGOVA). Одной из главных целей при создании этой организации было создание общих стандартов оценки, представляющих взгляды профессиональных организаций во всех странах Европейского союза.

В настоящее время членами TEGOVA являются профессиональные оценочные организации Европейского союза с активным и возрастающим участием партнеров из стран Центральной и Восточной Европы, включая Россию (Российское общество оценщиков), Чешскую Республику, Венгрию, Польшу, Болгарию, Румынию и Албанию.

TEGOVA работает в тесном сотрудничестве с Международным комитетом по стандартам оценки. Особенности Европейских стандартов. Одной из главных особенностей Европейских стандартов оценки (ЕСО) является их ориентация на оценки, выполняемые для целей составления финансовой бухгалтерской отчетности в соответствии с принятым европейским законодательством.

Указывается на возможность распространения их действия и на другие виды оценок, выполняемых в общественно значимых целях.

С точки зрения рядового оценщика и клиента-потребителя оценочных услуг настоящие стандарты являются ориентиром, устанавливающим минимально допустимый уровень качества выполнения оценки, обусловленный статусом и квалификацией оценщика, содержанием договоров на выполнение оценки и отчетов об оценке, а также применяемыми методическими подходами к оценке в конкретных ситуациях.

Следует отметить, что Европейские стандарты оценки не имеют обязательного характера для членов организации, но рекомендуются для применения как представляющие лучший опыт, разработанный для включения в соответствующие нормативные акты Европейского союза и дающие импульс к принятию соответствующих национальных стандартов стран ЕЭС. Цели ЕСО - это обеспечение;

- помощи оценщикам в подготовке согласованных отчетов для их клиентов путем предоставления ясных руководств;
- согласованных оценок путем использования стандартного определения рыночной стоимости и подходов к оценке;
- стандартов качества с помощью утверждения общепринятого уровня квалификации;
- точной основы для экономического анализа эффективного использования земли и строительных ресурсов;
- повышения понимания роли оценщика;

- установления процедур, обеспечивающих ясное, точное, однозначное определение стоимости в соответствии с национальным законодательством и с международными стандартами оценки и бухгалтерского учета.

Международные стандарты оценки, изданные МКСО, должны поддерживаться в тех странах ЕС, где они совместимы с национальным законодательством, для того чтобы гарантировать согласованность оценки в соответствии с лучшей мировой практикой.

В соответствии со статьей 110 Римского Договора от 1957 г., а также последующими договорами, ТЕГОВА поручено устанавливать стандарты, которые являются совместимыми с интернационализацией деловой активности и мировой торговли. ГАТТ (General Agreement on Trade and Tariffs) - генеральное соглашение по тарифам и торговле, особо оговаривает необходимость соблюдения международных стандартов во всех случаях, когда это необходимо, для обеспечения ясности понимания и избежания дискриминации, что является двумя ключевыми областями либерализации торговли.

В то же время Международные стандарты оценки разрабатываются в тесном сотрудничестве с МКСО и ЕГАО, которые поддерживают принципы свободной конкуренции и развития мировой торговли. Если требования ЕСО сильно отличаются от МСО, то в тексте стандартов приводятся соответствующие комментарии. Следует также отметить, что ЕСО отличаются большей детальностью изложения, и в них также освещаются дополнительные вопросы, которые не рассматриваются в МСО, однако по своим основным принципам они сходны с МСО.

Европейские стандарты оценки (так называемая «Голубая книга») были приняты в последней редакции в 2000 г. Данный документ включает 9 стандартов и 13 методических рекомендаций. При этом в стандартах 1-3 рассматриваются вопросы, связанные с соответствием данных стандартов Международным стандартам оценки, а также другие вопросы, связанные с квалификацией оценщика и с его профессиональной этикой.

В Стандарте 4 рассматриваются основные принципы оценки и основные подходы к составлению отчета об оценке. Данный стандарт также включает определение основных целей оценки и баз оценки, а также определения различных видов стоимости, таких как рыночная стоимость, рыночная стоимость прав аренды, рыночная стоимость в соответствии с законодательством ЕС, справедливая стоимость, стоимость при существующем использовании, стоимость при альтернативном использовании, стоимость замещения с учетом износа.

В Стандарте 5 рассматриваются вопросы, связанные с оценкой для целей финансовой отчетности. В нем дается классификация активов и основанный на ней выбор базы оценки. Стандарт также включает раздел, в котором даются основные определения, освещаются вопросы методологии оценки, особенности оценки земли, зданий, а также особенности оценки специальных объектов.

Стандарт 6 посвящен проблемам оценки недвижимости в качестве залога, а также иных предметов залога при ипотечном кредитовании. В данном стандарте даются определения таким понятиям, как залоговая стоимость, специальная стоимость обязательств, а также определяются особые требования к оценщику, такие, как его независимость, ответственность и наличие специальных знаний. Данный раздел требует от оценщика в процессе оценки учета наличия токсичных веществ. Также в процессе оценки для ипотечного кредитования, согласно стандартам, необходимо учитывать такие факторы, как принуждение к продаже, а также такие понятия, как альтернативное использование объекта оценки и его предполагаемая будущая стоимость. В данном стандарте также рассматриваются вопросы, связанные с оценкой собственности, занимаемой собственником или являющейся объектом инвестиций, а также проблемы оценки, связанные с вынужденной продажей.

Стандарт 7 посвящен оценкам, связанным с предполагаемой стоимостью на будущую дату, и предполагаемым оценкам.- В данном стандарте раскрываются такие понятия, как инвестиционная стоимость (стоимость при существующем

использовании), оценка на определенную дату в будущем или прошлом, предсказание будущей стоимости.

Стандарт 8 посвящен вопросу инвестиций в ценные бумаги инвестиционных и страховых компаний и пенсионных фондов. В Стандарте рассматриваются вопросы, связанные с определением рыночной стоимости в соответствии с директивами ЕС, а также вопросы методологии оценки, квалификации оценщика.

Стандарт 9 рассматривает вопросы, связанные с представлением результатов оценки, и формы сертификата оценки.

Данный документ также включает 13 следующих методических рекомендаций по оценке:

- 1) факторы, влияющие на стоимость;
- 2) оценка специальных объектов;
- 3) оценка машин и оборудования;
- 4) оценка активов, предназначенных для инвестиций;
- 5) оценка сельскохозяйственных объектов;;
- 6) оценка исторических объектов;;
- 7) оценка бизнеса;
- 8) оценка нематериальных активов;
- 9) оценка индексов недвижимости;
- 10) международные оценки;
- 11) оценка совместных предприятий и обществ с ограниченной ответственностью;
- 12) распределение стоимости между землей и зданиями;
- 13) особенности оценки в различных странах.

К ЕСО даются приложения, где рассмотрены вопросы, касающиеся сертификации оценщиков, рецензирования отчетов об оценке, этики оценщика.

Следует отметить, что оценка для целей налогообложения и принудительного отчуждения собственности не является предметом Европейских стандартов

оценки. Однако общие принципы, изложенные в них, могут применяться в тех случаях, когда какого-либо другого определенного руководства не существует.

Любое отклонение от рекомендаций в ЕСО может повлечь коммерческие или правовые санкции. И наоборот, соответствие стандартам может являться частью действенной правовой защиты при отсутствии доказательства в пользу противного в ходе рассмотрения судебного иска по вмененной небрежности.

В некоторых случаях неприменение или уклонение от применения стандартов оправдано особыми обстоятельствами. Подобные отклонения должны быть указаны в официальном договоре на выполнение оценки и в Отчете об оценке.

ТЕМА 7. Затратный подход и его методы в оценочной деятельности.

ПЛАН

- 1. Характеристика и целесообразность применения затратного подхода.**
- 2. Этапы проведения оценки затратным подходом.**
- 3. Методы оценки стоимости нового строительства.**
- 4. Методы определения стоимости земельного участка.**
- 5. Методы определения стоимости нематериальных активов.**

1. Затратный подход предполагает оценку имущественного комплекса, состоящего из земельного участка и созданных на нем улучшений, на основе расчета затрат, необходимых при его воссоздании на конкретную дату оценки. При этом необходимо учитывать износ (обесценения) оцениваемых улучшений в период эксплуатации под воздействием различных факторов. Расчет стоимости земельного участка производится с учетом принципа «наилучшего и наиболее эффективного использования». В основе применения затратного подхода лежит принцип «замещения».

К основным характеристикам затратного подхода относятся:

- оценка имущественного комплекса, состоящего из земельного участка и созданных на нем улучшений, на основе расчета затрат, необходимых при его воссоздании на конкретную дату (дату оценки);
- учет износа (обесценения) оцениваемых улучшений в период эксплуатации под воздействием различных факторов;
- принцип «замещения».

Необходимое условие для использования затратного подхода - достаточно детальная оценка затрат на строительство идентичного (аналогичного) объекта с последующим учетом износа оцениваемого объекта.

Основные методы оценки стоимости недвижимости на основе затратного подхода отражены на схеме 1.

Схема 1. Процедура оценки стоимости недвижимости затратным подходом



3. Исходное положение затратного метода состоит в том, что стоимость улучшений определяется как сумма затрат, которые должен понести типичный покупатель для получения на дату оценки путем строительства на этом же участке земли зданий и сооружений, адекватных по своей полезности объекту оценки. Другими словами, стоимость улучшений определяется как стоимость строительства на дату оценки объекта аналогичной полезности. Здесь следует заметить, что при оценке недвижимости, и отличие от строительного проектирования, срок строительства считается пренебрежительно малым. Рассматривая термин "стоимость строительства" с точки зрения благоразумного инвестора и применяя принцип замещения, можно сделать вывод, что он означает либо стоимость строительства точной копии оцениваемого сооружения, либо стоимость строительства на этом же участке современного сооружения, которое имеет полезность, равную полезности оцениваемого объекта. Так как обе стоимости обеспечивают инвестору одинаковую полезность, то обе они могут рассматриваться как стоимость строительства для инвестора,

Восстановительная стоимость — это расчетная стоимость строительства в текущих ценах на дату оценки точной копии оцениваемого здания из таких же материалов, с соблюдением тех же способов производства строительных работ и квалификацией рабочей силы, по такому же проекту, которые применялись при строительстве оцениваемого здания.

Существующие здания, однако, могли быть созданы из материалов, но строительным технологиям или проектам, которые сегодня вышли из употребления, а затраты на возведение их копий в современных условиях рассчитать либо невозможно, либо они несопоставимы с затратами на возведение современных зданий аналогичного функционального назначения и равной полезности. В качестве примеров можно привести многоэтажные здания

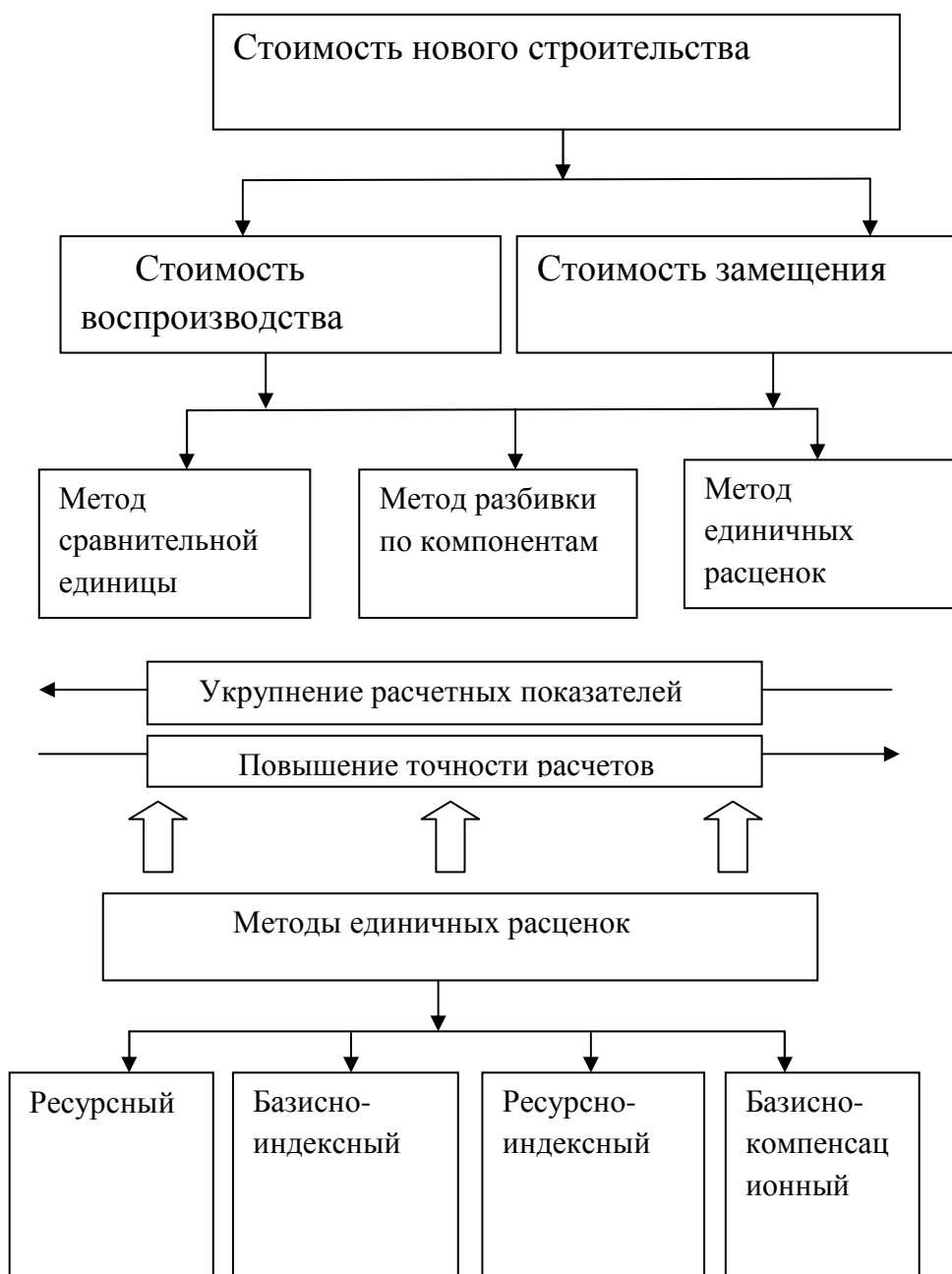
исторической застройки городов, имеющих кирпичные стены большей толщины, чем требуется по современным представлениям, либо возведенных с дополнительными избыточными конструктивными мероприятиями для повышения несущей способности (с армированием кладки полосовой сталью, с разгрузочными арками и т.п.). В этой ситуации общепринятая оценочная практика — оценивать стоимость сооружения равной полезности с объектом оценки, возведение которого во всех аспектах соответствует современному уровню строительного производства.

Заменяющая стоимость - это оцениваемая стоимость строительства в текущих ценах на дату отценки сооружения с полезностью, равной полезности оцениваемого сооружения, с применением современных материалов, современных способов производства работ и проектных решений.

Структура стоимости строительства

Восстановительная и заменяющая стоимости по сути аналогичны стоимости возведения в сегодняшних условиях нового здания и являются стоимостями нового строительства. При этом в структуре стоимости нового строительства отражаются затраты и интересы всех участников процесса создания здания и сооружения в современных рыночных условиях.

Схема 2. Стоимость нового строительства



Структура стоимости строительства при оценке недвижимости

В практике оценки стоимости недвижимости структура затрат или издержек на **строительство** представляется в виде трех основных частей:

$$CC = \text{ПИ} + \text{КИ} + \text{ПП},$$

где CC — стоимость нового строительства;

ПИ — прямые издержки;

КИ — косвенные издержки;

ПП — прибыль предпринимателя.

Прямые издержки - это расходы, непосредственно связанные со строительными работами на объекте и включающие:

- стоимость строительных материалов, изделий и инженерного оборудования;
- заработную плату строительных рабочих;
- стоимость эксплуатации строительных машин и механизмов;
- стоимость временных зданий, сооружений, инженерных сетей, коммунальных услуг в период возведения здания;
- прибыль и накладные расходы подрядчика;
- стоимость мероприятий по контролю за ходом строительства.

Косвенные издержки - это расходы, которые необходимы для организации и сопровождения процесса строительства. К косвенным издержкам относят:

- гонорары архитекторам и инженерам за проектирование, экспертизу проектов, исследование природных условий на площадке застройки;
- дополнительная заработная плата и пособия рабочим;
- все виды страховок, налогов и обязательных отчислений;
- стоимость инвестиций в землю;
- проценты по кредитам ;
- рекламные выплаты в течение строительства;
- дополнительные инвестиции капитала в арендуемые помещения или арендная плата;
- административные расходы застройщика.

Прибыль предпринимателя - это установленная рынком цифра, отражающая сумму, которую предприниматель ожидает получить в виде премии за использование своего капитала, инвестированного в строительный проект. Прибыль предпринимателя является, в основном, функцией риска и зависит от конкретной рыночной ситуации.

В зависимости от сложившейся рыночной практики прибыль предпринимателя оценивают как процент от различных составных частей стоимости нового строительства. При этом абсолютное выражение прибыли предпринимателя не изменяется.

Индексы цен в строительстве

Важным этапом определения стоимости строительства является переход от базисного уровня цен, в котором: разработаны сметы или определена стоимость аналога, к стоимости на дату оценки. Подобная актуализация выполняется с помощью **индексов цен**.

Индексы цен представляют собой отношение стоимости строительной продукции, работ или ресурсов в текущем уровне цен, к стоимости в базисном уровне цен:

$$I_{\text{тек/баз}} = C_{\text{тек}} / C_{\text{баз}}$$

Например, в России базисными являются уровни цен 1955, 1969, 1984, 1991 годов. В общем случае могут быть использованы следующие виды индексов:

1. Индексы на весь комплекс работ для зданий и сооружений (в зависимости от конструктивного исполнения).
2. Индексы на весь комплекс работ по некоторым видам общестроительных и монтажных работ.
3. Индексы к элементам структуры прямых затрат в составе стоимости СМР (заработная плата, стоимость эксплуатации машин и механизмов, стоимость строительных материалов).
4. Индексы к отдельным элементам технологической структуры (СМР, оборудованию, прочим затратам).

Источниками регулярно обновляемой информации по текущим индексам, как правило, являются ежемесячные бюллетени Региональных центров по ценообразованию в строительстве (РЦЦС).

Для определения рыночной стоимости земельного участка используется следующая информация:

- титул собственности и регистрационные данные по земельному участку, сервитуты;
- категория земель, в границах которых расположен земельный участок;
- физические характеристики участка;

- данные о взаимосвязи участка с окружением;
- экономические факторы, характеризующие участок. Источниками этих данных могут быть городские, районные и поселковые земельные комитеты и органы, где осуществляется регистрация сделок с земельными участками, риэлторские фирмы, специализирующиеся на сделках с недвижимостью, ипотечные кредитные организации, оценочные фирмы, периодическая печать и другие источники.

Оценка методом сравнения продаж является наиболее объективной в тех случаях, когда имеется достаточно сопоставимой информации по прошедшим на рынке сделкам. Как показывает практика, **метод сравнения продаж** дает неудовлетворительные результаты в условиях высоких темпов инфляции, при недостатке данных о рыночных продажах сопоставимых объектов или их низкой достоверности, а также при резких изменениях экономических условий. Когда продаж незастроенных земельных участков недостаточно для использования метода сравнения продаж, приходится обращаться к косвенным и менее надежным способам. Успешное их применение требует проведения тщательного анализа исходной информации и определенного опыта оценщика.

Метод переноса или соотнесения, который предполагает, что для каждого типа застройки земельного участка существует определенная пропорция между стоимостью земли и стоимостью улучшений.

Метод переноса основан на определении соотношения между стоимостью земли и стоимостью возведенных на ней строений. Цена продажи объекта недвижимости разделяется на две части — стоимость здания и стоимость земельного участка. Для каждого типа застройки земельного участка в данной местности существует устойчивая пропорция между стоимостью земли и стоимостью сооружений. Этот факт подтверждается принципами сбалансированности и предельной производительности.

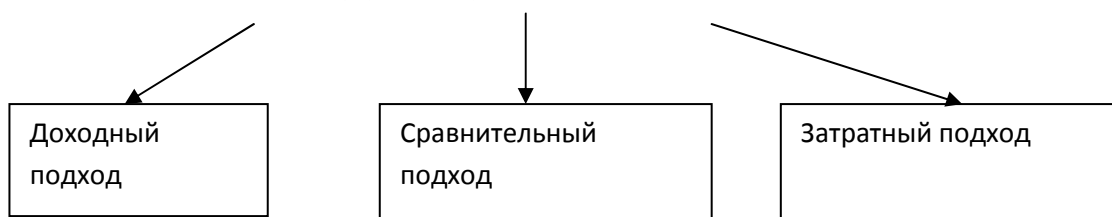
Если в районе оценки нет достаточного числа продаж неосвоенных земельных участков, то можно подобрать сопоставимый район с имеющимися продажами как застроенных, так и незастроенных земельных участков. Определив типичное

соотношение между стоимостью земли и общей стоимостью объекта недвижимости (долю земли), его переносят для анализа продаж аналогичных земельных участков в районе, где производится оценка.

$$\text{Доля земли в стоимости объекта} = \frac{\text{Стоимость земли}}{\text{Стоимость объекта}} = \frac{\text{Стоимость земли}}{\text{стоимость земли} + \text{стоимость зданий}}$$

Рассмотренные методы оценки земли можно изобразить с помощью следующей схемы.

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЗЕМЛИ



-метод прямой капитализации
- капитализация дохода по периодам
- техника остатка дохода для земли

-метод сравнения продаж (способы типичного участка и единицы сравнения)
- метод переноса

- метод изъятия
- метод определения затрат на освоение
- оценка по затратам на инфраструктуру

5. Оценка стоимости нематериальных активов

К нематериальным активам относятся активы:

- либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности;
- способные приносить доход;
- приобретенные с намерением использовать в течение длительного периода времени (свыше одного года).

Нематериальные активы можно подразделить на четыре основные группы:

1. Интеллектуальная собственность (ИС).
2. Имущественные права;

3. Отложенные или отсроченные расходы.

4. Цена фирмы (гудвилл).

I. Интеллектуальная собственность. В рамках ИС выделяются:

— права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров и меры по пресечению недобросовестной конкуренции). Состав объектов промышленной собственности

собственности определяется согласно ст. 1/2) Парижской конвенции по охране промышленной собственности. Изобретения и полезные модели рассматриваются как техническое решение задачи. Под промышленным образцом понимается соответствующее установленным требованиям художественно-конструкторское решение изделия, определяющее его внешний вид. Товарные знаки, знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров — обозначения или названия, служащие для отличия товаров или услуг другого производителя, для отличия товаров, обладающих особыми свойствами. Право на пресечение недобросовестной конкуренции включено в промышленную собственность в связи с тем, что акты недобросовестной конкуренции часто являются нарушением права на объекты промышленной собственности:

— права на секреты производства (ноу-хау);

— права на объекты авторского права и смежных прав: все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты для ЭВМ и базы данных, топологии интегральных микросхем.

2. Имущественные права (права пользования земельными участками, природными ресурсами, водными объектами) — вторая группа нематериальных активов. Подтверждением таких прав служит лицензия. Юридическое или физическое лицо, получив лицензию на право пользования недрами, земельными участками и т.д., получает исключительное право пользования в отведенных границах в течение указанного срока.

3. Отложенные или отсроченные расходы — издержки, представленные в виде организационных расходов (гонорары юристам за составление учредительных документов, услуги за регистрацию фирмы, оплата получения лицензии), но все эти расходы осуществляются в момент создания предприятия.

4. Цена фирмы (гудвилл). Под ценой фирмы понимается стоимость ее деловой репутации. Гудвилл в деловом мире рассматривается как стоимость деловой репутации фирмы. Одни экономисты интерпретируют гудвилл как стоимость практически всех элементов нематериальных активов, другие определяют гудвилл как величину, на которую стоимость бизнеса превосходит рыночную стоимость его материальных активов и той части нематериальных активов, что отражена в бухгалтерской отчетности (учтена в балансе). В процессе оценки целесообразно использовать понятие «гудвилл» во втором значении. Сторонники и первой, и второй точки зрения сходятся в том, что гудвилл

— присутствует только при наличии избыточной прибыли,

— не может быть отделен от действующего предприятия, т.е. не может быть продан отдельно от него.

Гудвилл возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доход на активы (или на собственный капитал) — выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. Гудвилл как экономическая величина принимается на баланс только в момент смены владельца предприятия.

В практической деятельности предприятия часто встает проблема оценки нематериальных активов. Это происходит в связи с:

— куплей-продажей прав на объекты интеллектуальной собственности;

— добровольной продажей лицензий на использование объектов интеллектуальной собственности;

— принудительным лицензированием и определением ущерба в результате нарушения прав интеллектуальной собственности;

— внесением вкладов в уставной капитал;

- оценкой бизнеса;
- акционированием, приватизацией, слиянием и поглощением;
- оценкой нематериальных активов предприятия, проводимой в целях внесения изменений в финансовую отчетность.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость стоимости от:

- объема передаваемых прав;
- возможности несанкционированного использования;
- уровня готовности к коммерческому использованию.

Работа по оценке нематериальных активов, прежде всего интеллектуальной собственности, в составе нематериальных активов производится в определенной последовательности:

- экспертиза объектов интеллектуальной собственности;
- экспертиза охранных документов;
- экспертиза прав на интеллектуальную собственность;
- экспертиза бухгалтерских документов¹.

Проверяется факт наличия объектов интеллектуальной собственности, а также факт их использования. Для этого необходимо проверить первичные документы, в которых данный объект зафиксирован.

Это может быть конструкторско-технологическая документация, изображения образцов продукции, программы для ЭВМ, базы данных и другая документация.

Для объектов промышленной собственности должны иметься официальные охранные документы, подтверждающие права на них — патенты на изобретение и промышленные образцы, свидетельства на полезные модели и товарные знаки.

Экспертиза охранных документов проводится прежде всего по территории и срокам действия.

При экспертизе охранного документа по территории необходимо учитывать, на какой территории действует охранный документ.

Действие охранного документа может быть досрочно прекращено в связи с неуплатой в установленный срок пошлин за поддержание охранного документа в

силе. Сведения о досрочном прекращении действия охранных документов публикуются в официальных изданиях Патентного ведомства.

Оценщик должен провести проверку документов, подтверждающих права предприятия на объекты интеллектуальной собственности: патентов, лицензий, свидетельств, учредительных договоров о передаче имущественных прав в уставные капиталы предприятия, контрактов или авторских договоров между предприятием и разработчиками ОИС актов, актов приема-передачи при безвозмездной передаче прав на ОИС. На предприятии, использующем ОИС в качестве нематериального актива, должен быть акт о передаче первого в эксплуатацию и постановке на учет. Оценщик должен помнить, что официально незарегистрированные договоры по полной переуступке патента, а также официально незарегистрированные лицензионные договоры на использование изобретений, полезных моделей, промышленных образцов и товарных знаков признаются недействительными. Оценщик также должен помнить, что при внесении ОИС в качестве вклада в уставной капитал наряду с учредительным договором одновременно должен быть заключен лицензионный договор на передачу прав.

Применение затратного подхода в оценке нематериальных активов

При использовании затратного подхода при оценке нематериальных активов используются:

- метод стоимости создания;
- метод выигрыша в себестоимости.

Метод стоимости создания. Основные этапы:

1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. Выявляются все фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением его в действие. При приобретении и использовании нематериального актива необходимо учитывать следующие виды затрат:

- на приобретение имущественных прав;

— на освоение в производстве товаров с использованием нематериального актива;

— на маркетинг: исследование, анализ и отбор информации для определения аналогов предполагаемых объектов промышленной собственности.

При создании же нематериального актива на самом предприятии необходимо учитывать следующие затраты:

— на поисковые работы и разработку темы;

— на создание экспериментальных образцов;

— на услуги сторонних организаций (например, на выявление ОИС, за выдачу охранных документов);

— на уплату патентных пошлин (поддержание патента в силе);

— на создание конструкторско-технической, технологической, проектной документации;

— на составление и утверждение отчета.

При оценке стоимости нематериального актива иногда используется такой **метод затратного подхода как метод выигрыша в себестоимости**. Он содержит элементы как затратного, так и рыночного подходов. Стоимость нематериального актива измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования, например, при применении ноу-хау.

Тема 8. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ (РЫНОЧНЫЙ) ПОДХОД В ОЦЕНКЕ ИМУЩЕСТВА.

П Л А Н

- 1. Условия и принципы применения сравнительного подхода.**
- 2. Этапы осуществления сравнительного подхода.**
- 3. Основные критерии при выборе сопоставимых объектов.**
- 4. Метод сравнения продаж.**
- 5. Экспертный метод.**
- 6. Метод валового рентного мультипликатора.**

Сравнительный подход к оценке недвижимости базируется на информации о недавних сделках с аналогичными объектами на рынке и сравнении оцениваемой недвижимости с аналогами. Далее вносятся поправки, учитывающие различия между оцениваемым объектом и аналогами. Это позволяет определить цену продажи каждого аналога, как если бы он обладал теми же основными характеристиками, что и оцениваемый объект. Скорректированная цена дает оценщику возможность сделать заключение о том, что наиболее вероятная цена продажи аналогичных объектов отражает рыночную стоимость. Безусловно, фактическая цена продажи объекта может отклоняться от рыночной стоимости из-за мотивации участников сделки, степени их осведомленности, условий сделки. Однако в подавляющем большинстве случаев цены индивидуальных сделок имеют тенденцию отражать направление развития рынка. Если имеется достаточная информация по большому числу сделок и предложений на продажу, то можно определить ценовые тенденции, служащие индикатором динамики рыночной стоимости недвижимости.

Учитывая, что данный подход оценки недвижимости основывается на сравнении продаж, его называют сравнительным. В силу того, что рассматриваемый подход использует данные о сделках на рынке, его еще называют рыночным.

Однако и два других подхода к оценке недвижимости - доходный и затратный — также черпают информацию с рынка. Первый из них использует информацию о

среднесрочных ставках арендной платы. Кроме того, коэффициент капитализации также определяется на основе рыночных данных. Затратный подход использует информацию о рыночных ценах на материалы и рабочую силу, о среднесрочной величине накладных расходов и среднеотраслевой рентабельности.

Основополагающим принципом сравнительного подхода к оценке недвижимости является **принцип замещения**. Он гласит, что при наличии на рынке нескольких схожих объектов рациональный инвестор не заплатит больше суммы, в которую обойдется приобретение недвижимости аналогичной полезности.

Под полезностью понимается совокупность характеристик объекта, которые определяют его назначение, возможность и способы использования, а также размеры дохода от владения им, сроки и вероятность получения этого дохода. Полезность учитывает также наличие и иных позитивных факторов, вытекающих из владения, пользования и распоряжения объектом, таких как, например, престижность.

Полезность является следствием всей совокупности свойств объекта, а также условий сделки с данным объектом. Например, применительно к рынку жилой недвижимости, офисных помещений данный принцип означает, что если объект может быть заменен на рынке, то его стоимость обычно устанавливается на уровне затрат на приобретение недвижимости равной степени привлекательности при допущении, что не понадобится много времени на осуществление замены. Мнение о том, что недвижимость можно продать за любую цену, если продавец может позволить себе достаточно долго ждать покупателя, который готов будет купить данный объект за любую цену, в большинстве случаев является ошибочным. Недвижимость, внесенная в листинг на продажу по цене, значительно превышающей рыночную стоимость, обычно остается непроданной, вне зависимости от того, как долго она была выставлена на продажу. Принцип замещения обеспечивает основу той предпосылки, что рыночная стоимость,

указанной информированными покупателями и продавцами для сопоставимой по важнейшим характеристикам недвижимости.

Принцип замещения применим также и к доходной недвижимости. Типичный информационный инвестор сравнивает объекты доходной недвижимости, выставленные на продажу, а также рассматривает альтернативные варианты вложения капитала. Инвесторы сравнивают сроки окупаемости инвестиций. Для различных проектов, нормы прибыли, а капиталовложения — при разных вариантах, учитывая при этом налоговые преимущества, затраты на управление и другие факторы.

Можно выделить следующие основные этапы оценки недвижимости сравнительным подходом:

1. На первом этапе изучают состояние и тенденции развития рынка недвижимости и особенно того сегмента, к которому принадлежит данный объект. Выявляются объекты недвижимости, наиболее сопоставимые с оцениваемым, которые были проданы недавно.

2. На втором этапе собирается и проверяется информация по объектам-аналогам; анализируется собранная информация и каждый объект-аналог сравнивается с оцениваемым.

3. На третьем этапе вносятся поправки в цены продаж сопоставимых объектов.

4. На четвертом этапе согласовываются скорректированные цены объектов-аналогов и выводится итоговая величина рыночной стоимости объекта недвижимости на основе сравнительного подхода.

На первом этапе оценки недвижимости сравнительным подходом изучается состояние рынка недвижимости и тенденции его развития, проводится его сегментирование и определяется, к какому сегменту рынка относится оцениваемый объект. Далее в этом сегменте по определенным критериям выявляются объекты, наиболее сопоставимые с исследуемым (объекты-аналоги). Сегментирование рынка — это процесс разбивания рынка на секторы (сегменты). Разбивание происходит на сектора, имеющие сходные объекты и субъекты.

Объекты должны быть сходными по назначению использования, качеству, передаваемым правам, местоположению.

Субъекты должны быть сходными по платежеспособности, возможностям финансирования, инвестиционной мотивации.

Сопоставимые объекты должны относиться к тому же сегменту рынка недвижимости, что и оцениваемый; сделки с ними должны быть осуществлены на типичных для данного сегмента условиях. В частности, необходимо отслеживать следующие моменты:

Срок экспозиции — это время, которое объект должен находиться на рынке, для того, чтобы быть проданным. Срок экспозиции отличается для разных сегментов рынка. В случае, если объект был продан за период времени гораздо меньший стандартного срока экспозиции, это скорее всего свидетельствует о том, что цена была занижена. Напротив, если объект находился на рынке значительно дольше стандартного срока экспозиции, цена, по всей вероятности, завышена. В обоих случаях сделка не является типичной для сегмента рынка и не должна рассматриваться в качестве сравнимой.

Независимость субъектов сделки. Если покупатель и продавец находятся в родственных отношениях, либо являются представителями холдинга и независимой дочерней компании, либо имеют иную взаимозависимость и взаимозаинтересованность, сделки между ними обычно заключаются не по рыночной цене и данные по ним не могут использоваться для сравнения.

Инвестиционная мотивация. Инвесторы должны иметь аналогичные мотивы, а объекты — аналогичное наилучшее и наиболее эффективное использование. Так, покупка здания в целях организации в нем офиса не может использоваться в качестве аналога, если здание планируется использовать под гостиницу, т.к. ожидаемые потоки доходов и расходов будут иными.

Основными критериями при выборе сопоставимых объектов (аналогов) являются:

- 1) Права собственности на недвижимость.
- 2) Условия финансирования.

- 3) Условия и время продажи.
- 4) Местоположение.
- 5) Физические характеристики.

1. Права собственности

В основном при сделках с недвижимостью происходит покупка передаваемых прав на владение и распоряжение имуществом. Полное право собственности определяется при рыночной арендной плате и доступном текущем финансировании. Корректировка на права собственности есть не что иное, как разница между рыночной и договорной арендной платой.

2. Условия финансирования сделки

Если условия финансирования сделки купли — продажи объекта недвижимости нетипичны (например, в случае полного кредитования сделки купли — продажи), то в таком случае необходим тщательный анализ, в результате которого вносится соответствующая поправка к цене данной сделки.

3. Условия продажи и время продажи

Те же самое можно сказать применительно к условиям самих продаж. Поскольку затруднительно рассчитать поправку на условия финансирования и налогообложения, а также на передаваемые юридические права и ограничения, условия продажи, лучше, при наличии возможности, не рассматривать для анализа и сравнения подобные сделки. В прошеном случае поправки на эти характеристики делаются в первую очередь.

Время продажи является одним из основных элементов сравнения сопоставимых продаж. Для внесения поправки на данную характеристику в цену продажи аналога необходимо знать тенденции изменения цен на рынке недвижимости с течением времени.

4. Местоположение

Местоположение является также весьма существенным элементом сравнения сопоставимых продаж. Внесение поправки на местоположение довольно ощутимо сказывается на стоимости оцениваемого объекта.

5. Физические характеристики

Под физическими характеристиками объекта недвижимости подразумеваются размеры, вид и качество материалов, состояние и степень изношенности объекта и другие характеристики, на которые также вносятся поправки.

Единицы сравнения

Поскольку объекты часто различаются по размеру и числу входящих в них единиц, при проведении сравнения проданных объектов с оцениваемой собственностью можно столкнуться с большими сложностями; поэтому имеющиеся данные необходимо привести к общему знаменателю. Таким общим знаменателем может быть либо физическая единица (цена за кв. м.), либо экономическая.

Различными сегментами рынка недвижимости используются различные единицы сравнения. Единицы сравнения земли:

- цена за 1 га;
- цена за сотку;
- цена за 1 фронтальный метр;
- цена за 1 кв. м.

Единицы сравнения застроенных участков:

- цена за 1 кв. м. общей площади;
- цена за 1 кв. м. чистой площади, подлежащей сдаче в аренду;
- цена за 1 куб. м.

В качестве экономической единицы сравнения при оценке проектов на основе соотношения дохода и цены продажи может использоваться валовой рентный мультипликатор или общий коэффициент капитализации.

Сравнительный (рыночный) подход представлен методами: сравнения продаж и валового рентного мультипликатора.

Метод сравнения продаж.

Данный метод основан на сопоставлении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости, как правило, за последние 3-6 месяцев. основополагающим принципом метода сравнительных продаж является

принцип замещения, гласящий, что при наличии на рынке нескольких объектов инвестор не заплатит за данный объект больше стоимости недвижимости аналогичной полезности. Под полезностью понимается совокупность характеристик объекта, определяющих назначение, возможность и способы его использования, а также размеры и сроки получаемого в результате такого использования дохода. Данный метод является объективным лишь в случае наличия достаточного количества сопоставимой и достоверной информации по недавно прошедшим сделкам.

Метод валового рентного мультипликатора

Мультипликатор дохода представляет собой отношение цены аналогичного объекта к ежегодному доходу его владельца, применим к тем объектам, функционирование которых приносит доход. Если оценивают имущественный комплекс предприятия в целом, то применяют мультипликатор **Р/Е** (цена к доходу на акцию), если оценивают недвижимость предприятия, то расчет ведут с помощью валового рентного дохода **ВРМ**, который представляет собой отношение цены аналогичного объекта к валовой ренте его владельца.

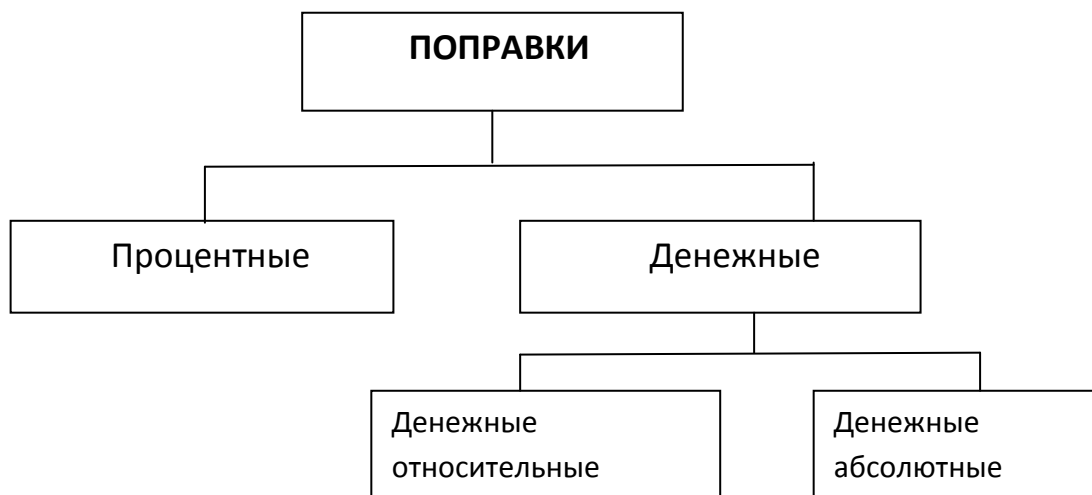
Тема 9. ПОПРАВКИ В СРАВНИТЕЛЬНОМ ПОДХОДЕ.

П Л А Н

- 1. Классификация поправок.**
- 2. Методы расчета поправок.**

Объектом корректировки является цена продажи сопоставимого объекта недвижимости. Если элемент сопоставимой продажи превосходит по качеству тот же элемент в оцениваемом объекте, то делается минусовая поправка, если же уступает, то вносится плюсовая поправка.

Разные способы расчета и внесения корректировок на различия, имеющиеся между оцениваемым объектом и сопоставимым аналогом, позволяют классифицировать вводимые поправки следующим образом:



Процентные поправки вносятся путем умножения цены продажи аналога или его единицы сравнения на величину процентной ставки. Стоимость оцениваемого объекта с учетом процентной ставки выглядит следующим образом:

$$V = (C_{ед.} \times K_{ед.}) \times P_{пр} = (C_{ед.} \times P_{пр}) \times K$$

где: V - стоимость оцениваемого объекта;

$(C \times K_{ед.})$ - цена продажи аналога до учета поправки;

$P_{пр}$ - величина процентной поправки;

$C_{ед.}$ - цена продажи единицы сравнения;

$K_{ед.}$ - количество единиц сравнения.

Из формулы видно, что процентная поправка может быть отнесена как к цене продажи аналога в целом, так и к цене продажи его единицы сравнения. Это свидетельствует о том, что величины процентных поправок не зависят от количества единиц сравнения. К процентным поправкам можно отнести, например, поправки на местоположение, время продаж.

Денежные поправки. Относительная денежная поправка изменяет цену лишь одной единицы сравнения. Стоимость оцениваемого объекта с учетом относительной денежной поправки рассчитывается следующим образом:

$$V = (C_{ед.} \times K_{ед.}) + (P_{од} \times K_{ед.}) = (C_{ед.} + P_{од}) \times K_{ед.},$$

где $P_{од}$ - величина относительной денежной поправки.

Относительную денежную поправку удобнее относить к цене продажи единицы сравнения, поэтому общая величина для всего объекта зависит от количества единиц сравнения. Абсолютная денежная поправка относится к цене продажи аналога в целом, изменяет на определенную величину цену всего объекта, и ее величина не зависит от количества единиц сравнения. К абсолютным денежным поправкам относятся поправки на дополнительные улучшения, например, наличие автостоянки. Поэтому стоимость оцениваемого объекта с учетом абсолютной денежной поправки выглядит следующим образом:

$$V = (C_{ед} \times K_{ед}) + П_{ад},$$

где П - величина абсолютной денежной поправки.

Существуют следующие основные методы расчета поправок:

- 1) метод, связанный с анализом парных продаж;
- 2) экспертный метод расчета и др.

1. Метод, связанный с анализом парных продаж. Парной продажей называется продажа двух объектов, идентичных почти во всем, за исключением одной, как правило, характеристики. Ее аналитик и пытается оценить. В основе данного метода лежит следующее логическое рассуждение: если между двумя сопоставимыми объектами имеется единственное различие, то разница в продажных ценах может быть приписана этому различию. Объекты парной продажи совсем не обязательно должны быть сопоставимы с объектом и его аналогами. Причем необходимо, чтобы парная продажа была выявлена на том же сегменте рынка, что и оцениваемый объект.

Экспертный метод расчета поправок.

Этот метод основан на представлениях оценщика о преимуществах или недостатках оцениваемого объекта по сравнению с аналогом. В этом случае поправки рассчитываются, как процентные.

Тема 11. ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ВО ВРЕМЕНИ.

ПЛАН

1. Экономическая сущность временной оценки денежных потоков.
2. Функции сложного процента.
3. Взаимосвязь между функциями сложного процента.

1. Принятие решения о вложении капитала определяется, в конечном счете, величиной дохода, который инвестор предполагает получить в будущем. Например, приобретая сейчас облигацию, мы рассчитываем в течение всего срока займа регулярно получать доход в виде начисленных процентов, а по окончании получить основную сумму долга. Вложение капитала выгодно только в том случае, если предполагаемые поступления превысят текущие расходы. В нашем примере инвестиционный доход равен сумме полученных процентов, так как затраты на покупку облигаций будут совпадать с выплатами по принципу, однако положительные денежные потоки (выплата процентов и основной суммы долга) и отрицательные денежные потоки (инвестирование капитала) не будут совпадать по времени возникновения и, следовательно, будут не сопоставимы. Теория стоимости денег исходит из предположения, что деньги, являясь специфическим товаром, со временем меняют свою стоимость и, как правило, обесцениваются. Изменение со временем стоимости денег происходит под влиянием целого ряда факторов.

Важнейшими факторами можно назвать инфляцию и способность денег приносить доход при условии их разумного инвестирования в альтернативные проекты.

Таким образом, в нашем примере мы должны сравнивать затраты на приобретение облигации с суммой предстоящих доходов, приведенных по стоимости к моменту инвестирования.

Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется **временной оценкой денежных потоков**. Временная оценка денежных потоков необходима для объективного сопоставления денежных сумм, возникающих в различное время.

Сложный процент — базовая функция сложного процента, позволяющая определить будущую стоимость при заданном периоде, процентной ставке и текущем взносе.

Дисконтирование — позволяет рассчитать настоящую (приведенную) стоимость при заданном периоде, процентной ставке и известной сумме в будущем.

Текущая стоимость аннуитета — дает возможность определить текущую стоимость взноса, обеспечивающего в будущем получение заданных равновеликих поступлений при известном числе периодов и процентной ставке.

Периодический взнос на погашение кредита позволяет рассчитать величину аннуитета при заданных текущей стоимости аннуитета, процентной ставке и периоде.

Будущая стоимость аннуитета позволяет определить будущую стоимость периодических равновеликих взносов, при заданных величине аннуитета, процентной ставке и периоде.

Периодический взнос на накопление фонда позволяет рассчитать величину равновеликих взносов, при заданных будущей стоимости аннуитета, процентной ставке и периоде.

2. Временная оценка денежных потоков основана на использовании шести функций сложного процента.

1. Сложный процент.
2. Будущая стоимость аннуитета.
3. Периодический взнос в фонд накопления.
4. Дисконтирование.
5. Текущая стоимость аннуитета.
6. Периодический взнос в погашение кредита.

Теория и практика использования указанных функций сложного процента базируется на ряде допущений.

1. Денежный поток — это денежные суммы, возникающие в определенной хронологической последовательности.

2. Денежный поток, в котором все суммы различаются по величине, называются обычным денежным потоком.
3. Денежный поток, в котором все суммы равновеликие, называются аннуитетом.
4. Суммы денежного потока возникают через одинаковые промежутки времени, называемые периодом.
5. Денежный поток может возникать в конце периода, а также в начале и середине периода.
6. Предварительно рассчитанные таблицы сложного процента без корректировки применимы только к денежному потоку, возникающему в конце периода.
7. Доход, получаемый на инвестированный капитал, из хозяйственного оборота не изымается, а присоединяется к основному капиталу.
8. Временная оценка денежных потоков учитывает риски, связанные с инвестированием.
9. Риск — это вероятность получения в будущем дохода, совпадающего с прогнозной величиной.
10. Уровень риска должен иметь адекватную ставку дохода на вложенный капитал.
11. Ставка дохода на инвестиции - это процентное соотношение между чистым доходом и вложенным капиталом.

Для приведения денежных потоков к сопоставимому виду существуют так называемые множительные таблицы. Таблицы тип — **A** систематизированы по видам функций сложного процента. Для их использования необходимо определить используемую функцию и на пересечении строки, соответствующей периоду, и столбца, адекватного ставке дисконта, найти множитель, позволяющий откорректировать ту или иную сумму. Таблицы тип — **B** сгруппированы по величине процентной ставки. Для решения задачи в этом случае необходимо сначала найти страницу, совпадающую со ставкой дисконта,

а затем на пересечении столбца, совпадающего с нужной функцией, и строки, соответствующей периоду, найти множитель.

Сложный ПРОЦЕНТ. Символ функции— FV.

Таблицы тип — А — А-3.

Таблицы тип В — колонка № 1.

Данная функция позволяет определить будущую стоимость суммы, которой располагает инвестор в настоящий момент, исходя из предполагаемой ставки дохода, срока накопления и периодичности начисления процентов.

Расчет будущей стоимости основан на логике сложного процента, который представляет геометрическую зависимость между первоначальным вкладом, процентной ставкой и периодом накопления.

$$FV = PV \times S^n ; \quad S^n = (1+i)^n$$

где: PV — величина накопления,

S — первоначальный вклад,

i — процентная ставка,

n — число периодов начисления процентов.

Сложный процент предполагает начисление процентов не только на сумму первоначального взноса, но и на сумму процентов, накопленных к концу каждого периода. Это возможно только в случае реинвестирования суммы начисленных процентов, т.е. присоединения их к инвестиционному капиталу. Техника простого процента предполагает арифметическую зависимость между суммой вклада, процентной ставкой и периодом накопления. Следовательно, простой процент начисляется только один раз в конце срока депозитного договора. Периодичность начисления процентов оказывает влияние на величину накопления. Чем чаще начисляются проценты, тем больше накопленная сумма. При более частом накоплении необходимо откорректировать процентную ставку и число периодов начисления процентов:

$$\text{Процентная ставка} = \frac{\text{Годовая ставка} \times \text{Число месяцев в периоде начисления}}{12}$$

Число периодов = Число периодов начисления в год x Число лет накопления

Для определения периода времени, необходимого для удвоения первоначального вклада, используется правило 72-х. Это правило дает наиболее точные результаты, если процентная ставка находится в интервале 3—18%.

Удвоение первоначального вклада произойдет через число периодов, равное частному от деления 72 на процентную ставку соответствующего периода.

Например, если годовая ставка 24% и начисление процентов осуществляется ежегодно, — удвоение произойдет через $72:24 = 3$ года.

Дисконтирование

Символ функции — PV

Таблицы тип А — А - 1

Таблицы тип Б — колонка № 4

Функция дисконтирования дает возможность определить настоящую стоимость суммы, если известна ее величина в будущем при данном периоде накопления и процентной ставке. Настоящая стоимость, а также текущая или приведенная стоимости являются синонимичными понятиями.

Формула дисконтирования:

$$PV = \frac{1}{S(1+i)^n} \quad \text{или} \quad V^n = 1 / S^n$$

где: PV - текущая стоимость;

S — известная в будущем сумма;

i —процентная ставка;

n— число периодов начисления процентов.

Функция дисконтирования является обратной по отношению к функции сложного процента.

Текущая стоимость аннуитета

Символ функции - PVA;

Таблицы тип А — А-2;

Таблицы тип Б — колонка № 5.

Аннуитет — это денежный поток, в котором одинаковые по величине суммы возникают через одинаковые промежутки времени. Аннуитет может быть исходящим денежным потоком по отношению к инвестору (например, осуществление периодических равных платежей), либо входящим денежным потоком (например, поступление арендной платы, которая обычно устанавливается одинаковой фиксированной суммой).

Обычный и авансовый аннуитет. На практике возможна ситуация, когда первый платеж произойдет одновременно с начальным поступлением. В последующем аннуитеты будут возникать через равные интервалы. Такой аннуитет называется авансовым или причитающимся аннуитетом.

$$a_n = \frac{1}{i} \frac{1 - (1+i)^{-n}}{1} \text{ или } \frac{1 - V^n}{i}$$

Для того чтобы определить текущую стоимость авансового аннуитета, необходимо проследить движение денежного потока. Поскольку первый аннуитет по времени совпадает с депонированием основного вклада, его не следует дисконтировать. Все последующие аннуитеты дисконтируются в обычном порядке, однако период дисконтирования всегда будет на единицу меньше. Следовательно, фактор текущей стоимости авансового аннуитета соответствует фактору обычного аннуитета для предыдущего периода, к которому добавлена единица. Эта добавленная единица обеспечивает заданный поток аннуитета.

Авансовый аннуитет (причитающийся) – первое поступление (платёж) в потоке доходов происходит немедленно, а последующие платежи производятся через равные интервалы. Первый платёж производится немедленно, поэтому дисконтировать его не следует, последующие платежи дисконтируются. Текущую стоимость авансового аннуитета определяют:

$$a_n = \frac{1 - (1+i)^{-(n-1)}}{i} + 1$$

Меняющаяся, конъюнктура рынка, мероприятия собственника по усовершенствованию эксплуатационных характеристик объекта, инфляция и многие другие факторы оказывают существенное влияние на величину

ежегодного дохода, определение текущей стоимости меняющейся суммы потока доходов требует определенных навыков работы с коэффициентами, приведенными в колонке № 5.

4. Периодический взнос на погашение кредита

PMT

Символ функции

PУА

Таблица тип А — А-2, фактор используется как делитель

Таблица тип Б — колонка № 6

Временная оценка денежных потоков может поставить перед аналитиком проблему определения величины самого аннуитета, если известна его текущая стоимость, число взносов и ставка дохода.

Коэффициент взноса на амортизацию единицы при заданном числе периодов n , норме процента i , рассчитывается :

$$\frac{1}{a_n} = \frac{i}{1 - V^n} = \frac{i}{1 - 1 / (1+i)^n}$$

где: a_n – текущая стоимость аннуитета, $1/a_n$ – коэффициент взноса на амортизацию единицы.

V^n - текущая стоимость единицы.

Зависимость суммы платежей от срока выплаты и ставки процента;

1. Чем выше процентная ставка и (или) короче срок амортизации кредита, тем выше должен быть обязательный периодический платеж.
2. Чем ниже ставка процента и более продолжительный срок выплат, тем ниже обязательный регулярный платеж.
3. Каждый равновеликий взнос на амортизацию единицы включает процент (доход на инвестиции) и возврат инвестиций.

Взнос на амортизацию единицы широко применяется при расчете платежей по погашению кредита, если эти платежи предполагаются одинаковыми по величине.

Математическая модель задачи имеет вид:

$$PMT = PV \times i / a_n$$

Необходимо настоящую стоимость кредита умножить на коэффициент взноса на амортизацию денежной единицы (колонка 6 Приложения).

Взнос на амортизацию единицы является обратным по отношению к функции "текущая стоимость аннуитета".

Если текущая стоимость аннуитета = Аннуитет \times Фактор текущей стоимости аннуитета, то определение величины аннуитета при помощи фактора текущей стоимости аннуитета (колонка 5 Приложения) возможно по формуле:

Аннуитет = Текущая стоимость аннуитета \times 1/ фактор текущей стоимости аннуитета

Аннуитет, по определению, может быть как поступлением (то есть входящим денежным потоком), так и платежом (то есть исходящим денежным потоком) по отношению к инвестору. Поэтому данная функция может использоваться в случае необходимости расчета величины равновеликого взноса в погашение кредита при заданном числе взносов и заданной процентной ставке. Такой кредит называют самоамортизирующимся.

5. Будущая стоимость аннуитета.

Символ функции — FVA. Таблица тип А — А-4 Таблица тип Б - колонка № 2

Данная функция позволяет рассчитать величину накопленных равновеликих взносов при заданной ставке дохода. Величина коэффициентов накопления единицы за период рассчитывают по формуле:

$$S_n = \frac{S^n - 1}{i} \text{ или } \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$$

где S_n – накопление единицы за период, S^n – будущая стоимость единицы.

$$FV = PMT \times S_n$$

6. Периодически взнос на накопление фонда

Символ функции $\frac{PMT}{PVA}$

Таблица тип А — А-4, фактор используется как делитель

Таблица тип Б — колонка № 3

Данная функция позволяет рассчитать величину периодически депонируемой суммы, необходимой для накопления нужной стоимости при заданной ставке процента

Функция «периодический взнос на накопление фонда» является обратной по отношению к функции «будущая стоимость аннуитета».

3.Взаимосвязи между различными функциями сложного процента.

Расчет факторов всех шести функций основан на использовании базовой формулы сложного процента. Главным условием, обеспечивающим математическую взаимосвязь между функциями, является предположение, что начисленный процент не снимается с депозитного счета и капитализируется.

Взаимосвязь функций

Основная функция	Обратная функция
Сложный процент (колонка №1, А-3)	Дисконтирование (колонка № 3, А-1)
Будущая стоимость аннуитета (колонка № 2, А-4)	Периодический взнос на накопление фонда (колонка №3, А-4 фактор используется как делитель)
Текущая стоимость аннуитета (колонка № 5, А-2)	Периодический взнос на погашение кредита (колонка № 6, А-2 фактор используется как делитель)

Использование таблиц требует четкого понимания экономической сущности функции. При решении различных проблем, возникающих в процессе оценки недвижимости, аналитик должен сформулировать ответы на ряд вопросов:

- правильность применения конкретной функции;
- необходимость использования комбинации функций;
- необходимость корректировки процентной ставки и периодов в зависимости от частоты начисления процентов;
- конструкцию денежного потока, т.е. возможность его возникновения в начале или конце периода.

ТЕМА 12. ОЦЕНКА МЕТОДОМ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА.

П Л А Н

1. Общая характеристика и условия применения метода капитализации дохода.
2. Основные этапы процедуры оценки методом капитализации дохода.
3. Структура общего коэффициента капитализации.
4. Метод кумулятивного построения.
5. Метод определения коэффициента капитализации с учетом возмещения капитальных затрат.
6. Метод связанных инвестиций.

1. Данный метод используется только при доходной недвижимости, т.е. такой недвижимости, единственной целью которой является получение дохода.

Доходы от владения недвижимостью могут поступать в виде:

- текущих и будущих денежных поступлений (в т.ч. периодических платежей);
- текущей и будущей экономии на налогах;
- доходов от прироста стоимости недвижимости, полученных при ее продаже в будущем или залоге под ипотечный кредит;
- налоговых сбережений от продажи, обмена или дарения этого имущества в будущем;
- других возможных денежных поступлений и выгод.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРОЦЕДУРЫ ОЦЕНКИ МЕТОДОМ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА

1. Оценка потенциального валового дохода. Делается на основе анализа текущих ставок и тарифов на рынке для сравнимых объектов.

Потенциальный валовой доход (ПВД) — доход, который можно получить от недвижимости при 100% занятости без учета всех потерь и расходов.

ПВД зависит от площади объекта и арендной ставки.

$$\text{ПВД} = S \times C_a,$$

S — площадь в кв. м., сдаваемая в аренду;

C_a — арендная ставка за 1 кв. м.

Как правило, величина арендной платы зависит от местоположения объекта, его физического состояния, наличия коммуникаций, времени аренды (срока) и т.д.

2. Оценка потерь от недогруженности и неуплат. Производится на основе анализа рынка, характера его динамики (трендов) применительно к арендованной недвижимости.

ДВД = ПВД — скидки на простой и неплатежи.

3. Расчет издержек по эксплуатации оцениваемой недвижимости.

Основывается на анализе фактических издержек по ее содержанию или типичных издержек на данном рынке. При анализе доходов и расходов принято использовать как ретроспективные (за прошлые года), так и прогнозные (прогнозируемые в будущем) данные. При этом можно использовать данные как до, так и после налогообложения. Единственное условие, которое необходимо учитывать при капитализации доходов, — потоки денежных средств для различных объектов должны рассчитываться на одной основе, т.е. нельзя сравнивать потоки, рассчитанные на основе ретроспективных данных, с потоками, рассчитанными на основе прогнозных данных, то же самое касается и учета налогообложения.

4. Определение итогового показателя потоков денежных средств (ЧОД),

который затем пересчитывается в текущую стоимость объекта несколькими способами. Выбор способа пересчета зависит от качества исходной информации на рынке.

ЧОД — действительный валовой доход за вычетом всех статей расходов, за исключением задолженности по кредитам, налогам и амортизационным отчислениям.

5. Далее, после расчета ЧОД, необходимо определить коэффициент капитализации (R) - Понятие коэффициента капитализации применительно к недвижимости включает **доход на капитал и возврат капитала.**

Доход на капитал — это компенсация, которая должна быть выплачена инвестору за ценность денег с учетом фактора времени, риск и другие факторы,

связанные с конкретными инвестициями. Доход на капитал называют также отдачей.

Возврат капитала означает погашение суммы первоначального вложения. Возврат капитала называют возмещением капитала.

Теоретически коэффициент капитализации для текущего дохода должен прямо или косвенно учитывать следующие факторы:

1. Компенсацию за безрисковые, неликвидные инвестиции.
2. Компенсацию за риск.
3. Компенсацию за низкую ликвидность.
4. Компенсацию за инвестиционный менеджмент.
5. Поправку на прогнозируемое повышение или снижение стоимости недвижимости.

Существует несколько методов определения коэффициента (ставки) капитализации:

1. Метод рыночной выжимки.
2. Метод кумулятивного построения (суммирован).
3. Метод связанных инвестиций (метод инвестиционной группы).
4. Метод инвестиционной группы.
5. Метод определения коэффициента капитализации с учетом возмещения капитальных затрат.
6. Метод Элвуда (метод капитализации заемного и собственного капитала).

Тема 13: ОЦЕНКА ИМУЩЕСТВА МЕТОДОМ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ.

П Л А Н

- 1. Условия применения ДДП.**
- 2. Этапы осуществления ДДП.**
- 3. Способы определения ставки дисконта.**

1. Метод дисконтных денежных потоков используется для определения текущей стоимости будущих выгод, которые принесут использование и, возможно, дальнейшую продажу собственности.

Метод ДДП основан на принципе ожидания (стоимость определяется тем, какой чистый доход ожидает получить потенциальный покупатель) и принципе замещения (потенциальный инвестор не заплатит за недвижимость больше, чем затраты на приобретение другой недвижимости, способной приносить аналогичный доход).

Метод ДДП применим к объектам недвижимости:

1. Приносящим доход;
2. Имеющим неравные потоки доходов и расходов;
3. Имеющим равные (аннуитетные) потоки расходов;
4. Приносящим доход объектам недвижимости после проведения реконструкции (то есть при отсутствии дохода в первые годы прогнозного периода).

Расчеты по методу ДДП можно разделить на три основных этапа:

1. Прогноз потока будущих доходов (расходов) и предполагаемой перепродажи объекта недвижимости (реверсии), даже если в действительности продажа не планируется.
2. Расчет ставки дисконта.
3. Приведение будущей стоимости денежных потоков к текущей с использованием техники сложного процента.

Стоимость объекта, рассчитанная с помощью метода ДДП, есть текущая стоимость всех будущих денежных потоков и реверсии с учетом степени риска и альтернативных вариантов использования.

Прогноз потока будущих доходов и стоимости перепродажи объекта недвижимости. Анализируемый период в ходе оценки подразделяется на прогнозный и постпрогнозный периоды. Величина прогнозного периода определяется исходя из следующих тенденций:

1. Оценщик стремится сократить его продолжительность для обеспечения большей реалистичности прогнозов.
2. Оценщик обязан продлевать прогнозный период для выявления тенденций в получении денежных потоков и их величине.
3. В различных странах существуют типичные представления о длине прогнозного периода. Например, в Голландии — не более 4 лет. В России в связи с неустойчивостью экономической и политической ситуации длина прогнозного периода составляет в среднем 3 — 4 года.
4. Продолжительность прогнозного периода должна соответствовать сроку службы объекта.
5. Периодичность поступления будущих доходов может быть различной (год, квартал, месяц). Так как на рынке объектов недвижимости наблюдается равномерность поступления доходов (например, арендной платы), за шаг расчета, как правило, принимается 1 год.

В качестве прогнозируемой базы в ходе оценки объектов недвижимости может использоваться:

1. Чистый доход.
2. Денежный поток (до или после уплаты налогов).

Прогнозируемые потоки доходов и расходов могут быть номинальными и реальными. В России влияние инфляции велико, поэтому расчеты проводятся на основе скорректированных на темп инфляции данных.

Темп инфляции — относительный прирост цен за период.

Наиболее простым методом инфляционной корректировки является пересчет данных по курсу валют. Если прогнозируются реальные денежные потоки, то и ставки дисконта должны быть очищены от влияния инфляции. Для этого используется формула:

где r_p — реальная ставка дисконта; r_a - номинальная ставка дисконта; I - темпы инфляции.

Чистый доход (эксплуатационный) — действительный валовый доход за вычетом эксплуатационных расходов и расходов по управлению, но до обслуживания долга по кредитам, налогообложения и амортизационных отчислений.

Денежный поток (до уплаты налогов)— чистый доход за вычетом расходов по обслуживанию долга и амортизации.

Расчет реверсии, то есть выручки от продажи объекта в конце последнего прогнозного периода с учетом возможных изменений в стоимости объекта недвижимости. Затраты, связанные с издержками на продажу и темпами износа в течение прогнозного периода, вычитаются. Стоимость перепродажи может быть насчитана на основе прогнозирования потока дохода в постпрогнозный период с использованием базовой формулы капитализации.

Расчет ставки дисконта. Ставка дисконта — коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой для выплачивания в будущем. Ставка дисконта показывает эффективность вложений капитала с учетом риска получения будущих доходов.

Риск — оцененная степень неопределенности получения в будущем доходов.

Общий риск представляет собой сумму всех рисков, связанных с принятием инвестиционного решения. Различают систематический (рыночный) и несистематический (специфический) риск.

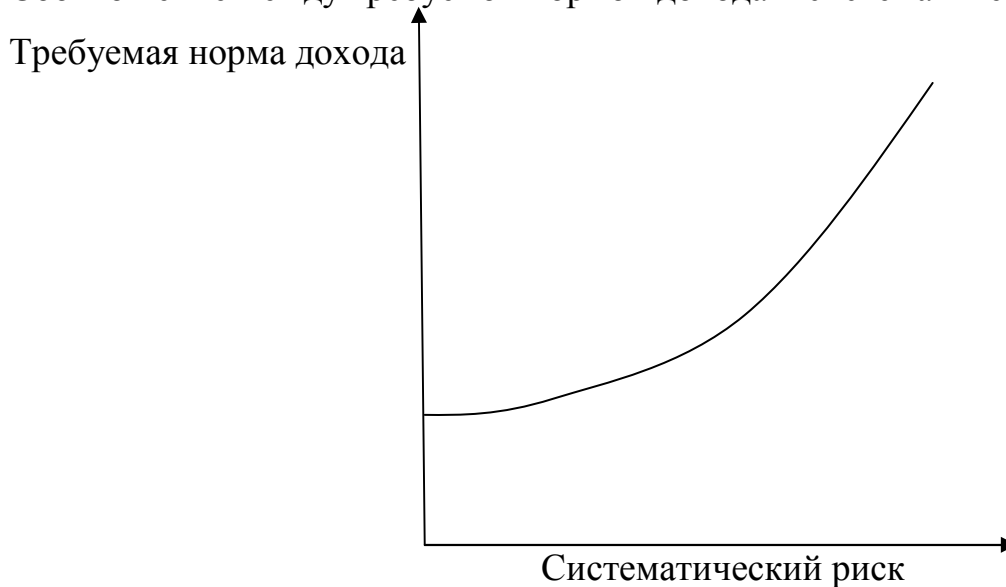
Систематические риски:

— Общая политическая ситуация;

- Общая экономическая ситуация;
- Изменение законодательства;
- Увеличение числа конкурирующих объектов. Несистематические **риски**:
- Менеджмент;
- Неполучение арендных платежей;
- Износ зданий;
- Чрезвычайные ситуации;
- Юридическая некомпетентность.

По мере повышения степени риска инвестиций увеличивается норма дохода.

Соотношение между требуемой нормой дохода и систематическим риском



При оценке объекта недвижимости ставка дисконта рассчитывается, как правило, кумулятивным методом.

За основу берется безрисковая норма дохода, к которой добавляется норма дохода за риск инвестирования в рассматриваемый сектор рынка и поправка на неликвидность. С учетом особенностей объекта недвижимости оценщик может вносить дополнительные поправки.

Расчет ставки дисконта методом кумулятивного построения. Безрисковая ставка (доходность по долгосрочным государственным ценным бумагам; ставкам по депозитам банков высшей категории надежности); Темпы инфляции доллара в среднем в год; Страховой риск; Риски, связанные с функционированием данного объекта недвижимости (несистематические).

Расчетная величина ставки дисконта. Заключительный этап расчета ставки дисконта — поправка на неликвидность.

При дисконтировании денежных потоков и будущей стоимости реверсии могут использоваться различные ставки дисконта.

Приведение будущей стоимости денежных потоков к текущей с использованием техники сложного процента.

Дисконтирование основано на использовании формулы сложного процента.

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} \times FV$$

PV - текущая стоимость, **FV** - будущая стоимость; **r** - ставка дисконта; **n** — число периодов;

$$\frac{1}{(1 + r)^n}$$

фактор текущей стоимости, значение которого представлено в таблице «Шесть функций денежной единицы» в колонке 4.

Таким образом, для расчета текущей стоимости денежных потоков и стоимости предполагаемой перепродажи, необходимо значение будущих стоимостей умножить на соответствующие значения фактора текущей стоимости по следующим характеристикам:

- число периодов;
- ставка %.

4. Метод дисконтированных денежных потоков

Этот метод применяется для определения текущей стоимости тех будущих доходов, которые принесут использование объекта недвижимости и возможная его продажа.

Определение обоснованной рыночной стоимости с применением метода дисконтированных денежных потоков можно разделить на несколько этапов:

1. Сопоставляется прогноз денежных потоков для оцениваемого объекта на протяжении периода владения.

2. Рассчитывается реверсионная стоимость - будущая цена продажи в конце периода владения.

3. Выводится ставка дисконта для оцениваемой недвижимости на существующем рынке. В общем случае ставка дисконта - это сумма безрисковой ставки и премии за риск.

5. Производится приведение будущей стоимости доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии к текущей стоимости. Таким образом,

$$\text{Стоимость недвижимого имущества} = \text{Текущая стоимость периодического потока дохода} + \text{Текущая стоимость реверсии}$$

Тема 14: Риск в оценке имущества.

ПЛАН

- 1. Понятие риска.**
- 2. Классификация риска по типам.**
- 3. Классификация риска по области влияния.**

Концепция рынка неразрывно связана практически с любыми решениями. Проблемы риска являются предметом многолетнего изучения учеными, и эти проблемы настолько многообразны и сложны, что не позволяют сформулировать простые и однозначные практические рекомендации по применению решений в условиях, когда фактор времени делает будущее неопределенным.

Условия, в которых принимаются решения, в общем случае можно разделить на три типа;

определенность;

риск;

неопределенность.

Определенность характеризуется абсолютно точным знанием того, что случится в течение того времени, которое может быть отнесено к горизонту влияния на принимаемое решение. Однако в области экономики вообще, и в области экономики недвижимости в особенности ситуация определенности может иметь место только в виде теоретической гипотезы.

Риск - возможная опасность потерь. Можно дать определение, что риск - это неопределенная, вероятностная ситуация, в процессе развития которой возможен как положительный доход, так и отрицательный результат.

Под неопределенностью понимается неполнота или неточность информации об объекте, в том числе о связанных с ними затратах и результатах.

В настоящее время в мировой практике можно выделить несколько основных видов неопределенности:

1. Неопределенность, связанная с поведением покупателей. Этот вид неопределенности носит случайный характер, и ее принято называть природной неопределенностью. Особенность здесь состоит в том, что она не носит злонамеренный характер. Природная неопределенность изучается с помощью теории вероятности, а исследуется с помощью теории статистических игр.

2. Неопределенность, связанная с поведением конкурентов. Такая неопределенность имеет другую природу, и ее особенностью является то, что неопределенность поведения конкурентов носит противодейственный или злонамеренный характер. Эта неопределенность также исследуется с помощью теории статистических игр.

3. Неопределенность, связанная с расплывчатым характером принимаемых менеджером решений.

4. Неопределенность природно-климатических условий, возможность стихийных бедствий.

5. Неопределенность политической ситуации, риск неблагоприятных социально-политических изменений в стране или регионе.

6. Неопределенность целей, интересов и поведения участников. Считается, что условия риска имеют место в том случае, когда есть возможность оценить интуитивно или на основе предыдущего опыта вероятность наступления какого-либо события.

Понятие "вероятность" имеет также несколько формулировок. Наиболее известным является классическое определение вероятности как отношения количества определенных событий к общему числу равновероятных событий.

Выделяются два метода определения вероятности: Объективный метод определения вероятности основан на вычислении частоты, с которой происходят некоторые события. Частота при этом рассчитывается на основе фактических данных по формуле:

$$f(A) = n(A) / n$$

где: f - частота возникновения некоторого уровня потерь; $n(A)$ - число случаев наступления этого уровня потерь; n - общее число случаев в статистической

выборке, включающее как успешно осуществленные, так и неудавшиеся инвестиционные решения.

Субъективная вероятность является предположением относительно определенного результата, основывающемся на суждении или личном опыте оценивающегося, а не по частоте, с которой подобный результат был получен в аналогичных условиях. Субъективная вероятность принимается на основе имеющейся неполной информации, возможно широкое оперирование с одной и той же информацией. Вероятность, равная нулю, означает невозможность наступления конкретного события; вероятность, равная единице, - неперенное наступление события. Сумма вероятности всех возможных вариантов равна единице.

На основе вероятностей рассчитываются стандартные характеристики риска:

Математическое ожидание (среднее ожидаемое значение) - средневзвешенное всех возможных результатов, где в качестве весов используются вероятности их достижения;

$$E = \sum X_i P_i (X_i),$$

где: X_i - результат (события или исход, например, величина ренты); P_i - вероятность получения результата X_i .

Среднее ожидаемое значение-это то значение величины события, которое связано с неопределенной ситуацией, то есть измеряет результат, который ожидаем в среднем. Средняя величина представляет собой обобщенную количественную характеристику и не позволяет принять решения в пользу какого-либо варианта вложения инвестиций.

Для окончательного принятия решения необходимо измерить колеблемость показателей, т.е. определить меру колеблемости возможного результата.

Колеблемость возможного результата представляет собой степень отклонения ожидаемого значения от средней величины. Для этого на практике обычно применяют два близко связанных критерия: дисперсия и среднее квадратическое отклонение.

Дисперсия (σ^2) - представляет собой среднее взвешенное из квадратов отклонений действительных результатов от средних ожидаемых.

$$\sigma^2 = \frac{\sum (x - \bar{x})^2 n}{\sum n}$$

где: \bar{x} - ожидаемое значение для каждого случая наблюдения; x - среднее ожидаемое значение; n - число случаев наблюдения.

Среднее квадратическое отклонение:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2 n}{\sum n}}$$

Дисперсия и среднеквадратическое отклонение являются мерами абсолютной колеблемости. Для анализа используют коэффициент вариации (c). Коэффициент вариации служит относительной мерой риска:

$$c = \sigma / \bar{x}$$

Коэффициент вариации может изменяться от 0 до 100 %. Чем больше коэффициент, тем сильнее колеблемость. На практике установлена следующая качественная оценка различных значений коэффициента вариации:

до 10 % -слабая колеблемость;

от 10 - 25 % - умеренная колеблемость;

свыше 25 % - высокая колеблемость.

Классификация рисков.

Классификация рисков может выполняться с различной степенью детализации и исходя из различных принципов.

РИСК — степень определенности, которой характеризуется достижимость в будущем ожидаемых результатов.

Как правило, риск воспринимается как возможность потери, хотя, по определению, любое возможное отклонение (+ или -) от прогнозируемой величины есть отражение риска. Анализ факторов риска имеет субъективный

характер: оценщики, уверенные в будущем росте компании, определяют ее текущую стоимость выше по сравнению с аналитиком, составляющим пессимистический прогноз. Иными словами, чем шире разброс ожидаемых будущих доходов вокруг наилучшей оценки, тем рискованнее инвестиции.

Различия в оценках рисков ведут к множеству заключений о стоимости предприятия.

Текущая стоимость компании, деятельность которой связана с высоким риском, ниже, чем текущая стоимость аналогичной компании, но функционирующей в условиях меньшего риска.

Большинство заказов на оценку связаны с анализом закрытых компаний, владельцы которых не диверсифицируют свои акции в той же мере, что и владельцы открытых компаний. Поэтому при оценке закрытых компаний наряду с анализом систематического риска должны учитываться и факторы несистематического риска. К ним относятся отраслевые риски и риски инвестирования в конкретную компанию.

Основные факторы макроэкономического риска:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение обменного курса валют;
- уровень политической стабильности.

2. Классификация рисков по области влияния может быть представлена в следующем виде: риски окружающей среды; риски рынка; риски отдельной компании; риски индивидуального проекта.

Риски окружающей среды, или внешние риски, воздействуют на все субъекты экономического сообщества. По своей природе подразделяются на физические риски и риски социально - экономического и политического характера.

К физическим относят риски, связанные с природными или техногенными факторами. Землетрясения, наводнения, оползни, нехарактерно низкие или

высокие температуры, снегопады, дожди, техногенные экологические катастрофы и т. д.

Социально - экономические и политические риски могут быть частично контролируемы на уровне правительства. В условиях формирования рыночной экономики в России данные риски играют важнейшее значение для инвестиций, в том числе и на рынке недвижимости. Нечеткость и зачастую противоречивость законодательства, неопределенность налоговой политики, неустойчивое внутреннее политическое равновесие, по сути, являются главными сдерживающими факторами для инвесторов на рынках России в 90-х годах. Данные типы рисков иногда обобщенно относят к категории странового риска.

По отношению к отдельным отраслям, компаниям и инвестициям риски окружающей среды, как правило, неконтролируемые и должны обсуждаться с точки зрения приемлемости их величины.

Риски рынка относятся к событиям, которые могут влиять на весь рынок в какой-либо отрасли. Для рынка инвестиций в недвижимость к подобным рискам можно отнести: риск увеличения стоимости строительных материалов (вне контекста общей информации), риск увеличения стоимости коммунальных услуг, риск увеличения стоимости заемного капитала для ипотечного кредитования, риск увеличения арендной стоимости земли и пр. Для финансового рынка под рыночным риском понимается риск, оказывающий влияние на все активы финансового рынка.

Риски компании имеют место на уровне отдельной компании, работающей на рынке. Обычно компания на рынке недвижимости ведет несколько проектов, которые определяют общий уровень риска. Таким образом, риск компании и риски проектов неразрывно связаны между собой. Для особенно рискованных проектов на практике иногда создают отдельную компанию для того, чтобы не перекладывать риск конкретного проекта на финансовые показатели основной компании.

Риски индивидуального проекта могут быть вызваны множеством источников, связанных с особенностями его реализации.

Тема 15. Экономическая сущность оценки инвестиционного проекта.

ПЛАН

1. Понятие инвестиционного проекта.
2. Классификация инвестиционных проектов.
3. Основные разделы инвестиционного проекта.
4. Оценка инвестиционного проекта.
5. Показатели оценки эффективности инвестиционного проекта.

1. Многие существующие определения связывают инвестиции исключительно с целями прироста капитала или получения текущего дохода (прибыли). Хотя в условиях рыночной экономики эта цель является определяющей, инвестиции могут преследовать и иные как экономические, так и внеэкономические цели вложения капитала.

Частая ошибка, встречающаяся в литературе, — идентификация понятия "инвестиции" с понятием "капитальные вложения". Инвестиции в этом случае рассматриваются как вложение капитала в воспроизводство основных средств — как производственного, так и непроизводственного характера. Вместе с тем, инвестиции могут осуществляться и в прирост оборотных активов, и в различные финансовые инструменты, и в отдельные виды нематериальных активов. Следовательно, капитальные вложения являются более узким понятием и могут рассматриваться лишь как одна из форм инвестиций, но не как их аналог.

Во многих определениях инвестиций отмечается, что они являются вложением денежных средств. С такой трактовкой этой категории также нельзя согласиться. Инвестирование капитала может осуществляться не только в денежной, но и в других формах — движимого и недвижимого имущества (капитальных товаров), различных финансовых инструментов (прежде всего, ценных бумаг), нематериальных активов и т.п.

И наконец, в ряде определений отмечается, что инвестиции представляют собой долгосрочное вложение средств. Безусловно, отдельные формы инвестиций (в первую очередь, капитальные вложения, инвестиции в акции и т.п.) носят долгосрочный характер, однако инвестиции могут быть и краткосрочными (например, краткосрочные финансовые вложения в облигации, депозитные сертификаты с периодом обращения до одного года).

Многообразие понятий термина "инвестиции" в современной отечественной и зарубежной литературе в значительной степени определяется широтой сущностных сторон этой сложной экономической категории. Поэтому для уточнения содержания этой категории следует рассмотреть основные характеристики, формирующие ее сущность.

Предваряя рассмотрение основных сущностных характеристик категории "инвестиции" в свете современных экономических подходов, отметим, что это

исследование направлено на последующее практическое использование отдельных формулируемых теоретических положений в системе инвестиционного менеджмента предприятий.

Такое ограничение сознательно исключает из поля исследования категории инвестиций все абстрактные их понятия, отражающие характеристику этой категории как формы общественно-экономических отношений, а также нюансы ее содержания на государственном уровне или на уровне отдельных домашних хозяйств.

С учетом рассмотренной цели исследования основные сущностные характеристики категории инвестиций предприятия как объекта управления представлены на схеме.

Основные характеристики инвестиций



Инвестиции как объект экономического управления. Предметная сущность инвестиций непосредственно связана с экономической сферой ее проявления. Несмотря на рассмотренные ранее достаточно значимые терминологические различия, инвестиции трактуются всеми исследователями как категория экономическая, хотя и связанная с технологическими, социальными, природоохранными и иными аспектами их осуществления. Иными словами, категория "инвестиции" входит в понятийно-категориальный аппарат, связанный со сферой экономических отношений, экономической деятельности. Соответственно, выступая носителем преимущественно экономических характеристик и экономических интересов, инвестиции являются субъектом

экономического управления как на микро-, так и на макроуровне любых экономических систем.

Инвестиции как наиболее активная форма вовлечения накопленного капитала в экономический процесс. В теории инвестиций их связь с накопленным капиталом (сбережениями) занимает центральное место. Это определяется сущностной природой капитала как экономического ресурса, предназначенного к инвестированию, Термин "капиталист" и первую очередь характеризует индивидуума, инвестирующего свой капитал, а не только накопившего определенным его запас. Только путем инвестирования капитал как накопленная ценность вовлекается в экономический процесс.

Однако не весь накопленный предприятием запас капитала используется исключительно в инвестиционных целях, Часть денежного или иного капитала в силу требований ликвидности представляет собой форму страхового резерва, обеспечивающего ритмичность хозяйственной деятельности, платежеспособность и т. п., сохраняя пассивную форму. Инвестиции же в противовес этому, следует рассматривать как наиболее активную форму использования накопленного капитала.

Процесс использования накопленного капитала как инвестиционного ресурса предприятия представляет собой "чистое капиталобразование". Под этим термином понимается объем валовых инвестиций предприятия в определенном периоде, уменьшенный на сумму амортизационных отчислений. Чистое капиталобразование обеспечивает улучшение производственных возможностей отдельных хозяйствующих субъектов за счет прироста реального капитала, достигаемого в процессе инвестирования. При этом следует обратить внимание на то, что процесс чистого капиталобразования обеспечивается предприятием путем использования капитала как инвестиционного ресурса лишь в реальном секторе экономики (промышленной, сельскохозяйственной, торговой и других аналогичных видах деятельности). Использование же предприятием капитала как инвестиционного ресурса в финансовом секторе экономики (т.е. в процессе финансовых инвестиций в акции, облигации и т.п.) новый реальный капитал не создаст. Такое финансовое инвестирование характеризуется в рамках экономики страны как "трансфертное" — объем инвестирования капитала в финансовые активы одними субъектами хозяйствования равен при этом объему его дезинвестирования другими хозяйствующими субъектами без прироста реального капитала.

Уровень потребления накопленного капитала как инвестиционного ресурса, вовлекаемого в реальный производственный процесс предприятия, имеет минимальные экономические границы. Эти границы определяются, с одной стороны, предельным продуктом капитала, а с другой — нормами выбытия (амортизации) капитала в производственном процессе, подлежащего возмещению для обеспечения простого воспроизводства. Количественные параметры формирования этих границ отражает модель Солоу, основное содержание которой состоит в следующем:

При неизменных соотношениях затрат капитала и труда на производство продукции (т.е. при неизменной капиталовооруженности) прирост капитала (ΔK)

определяется как разница между инвестированным в производство капиталом (I_k) и выбытием (амортизацией) капитала как фактора производства в определенном периоде (V_k):

$$\Delta K = I_k - V_k$$

Инвестированный капитал в модели Солоу представляет собой произведение суммы дохода от производственной деятельности (операционной прибыли), полученной в предшествующем периоде (D) на норму накопления (H_n):

$$I_k = D \times H_n.$$

Выбытие капитала представляет собой произведение суммы используемого в производственном процессе капитала (K) на среднюю норму его выбытия (амортизации) в определенном периоде (H_b):

$$V_k = K \times H_b.$$

Преобразуя ранее рассмотренную модель прироста капитала, получим:

$$\Delta K = D \times H_n - K \times H_b$$

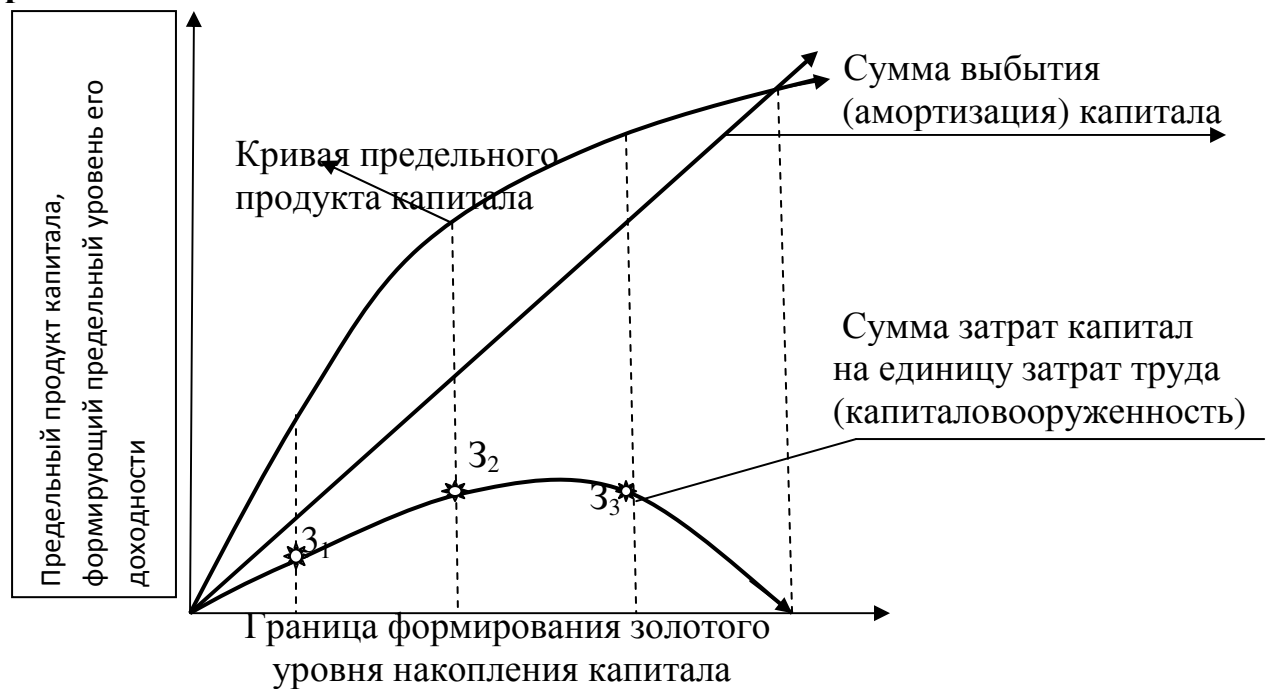
Ситуация, при которой сумма инвестируемого (накапливаемого) капитала равна сумме выбытия (амортизации) капитала как фактора производства, характеризует так называемый "золотой уровень накопления капитала". В соответствии с Моделью Солоу, такая ситуация, минимизируя уровень накопления капитала как инвестиционного ресурса, одновременно максимизирует экономически целесообразный уровень потребления дохода, полученного в результате производственной деятельности (Π_{\max}) в процессе распределения операционной прибыли предприятия:

$$[I_k = V_k] = [\Delta K = 0] = [\Pi_{\max}].$$

Формирование "золотого уровня накопления капитала" как инвестиционного ресурса, вовлекаемого в производственный процесс, может быть проиллюстрировано графически. Точки Z_1 , Z_2 , Z_3 характеризуют конкретные параметры «золотого уровня накопления капитала» как инвестиционного ресурса, вовлекаемого в производственный процесс, При соответствующих значениях предельного продукта капитала и нормы его выбытия (амортизации). Регулируя нормы выбытия капитала в производственном процессе, можно соответствующим образом влиять на пропорции накопления и потребления производственного дохода (операционной прибыли).

Инвестиции как возможность использования накопленного капитала во всех альтернативных его формах. В инвестиционном процессе каждая из форм накопленного капитала имеет свой диапазон возможностей и специфику механизмов конкретного использования. Наиболее универсальной с позиций сферы использования в инвестиционном процессе является денежная форма капитала, которая, однако, для непосредственного применения в этом процессе требует в большинстве случаев его трансформации в иные формы. Капитал, накопленный в форме запаса конкретных материальных и нематериальных благ, готов к непосредственному участию в инвестиционном процессе, однако сфера его использования в таких формах имеет узко функциональное значение.

График формирования кривой „золотого уровня накопления капитала“ как инвестиционного ресурса, вовлекаемого в реальный производственный процесс.



Используемый в инвестиционном процессе капитал во всех его формах может быть задействован прежде всего в производственной деятельности предприятия. С этих позиций капитал как реальный инвестиционный ресурс характеризуется в экономической теории как "фактор производства". При этом в процессе производства продукции инвестируемый капитал не является самостоятельным фактором, а используется в комплексе с другими экономическими ресурсами (факторами производства). К числу основных факторов производства, с которыми инвестируемый капитал комплексно взаимодействует в производственной деятельности предприятия, относятся труд (трудовые ресурсы), земля (природные ресурсы) и другие. Даже для самого примитивного производства товаров и услуг требуется соединение инвестируемого капитала как минимум еще с одним фактором производства — трудом.

В процессе производства товаров и услуг инвестируемый капитал совместно с другими производственными факторами используется не как простой их конгломерат, а как взаимодействующий комплекс с целенаправленно формируемыми определенными внутренними пропорциями. При этом в системе этого взаимодействующего комплекса для выпуска одного и того же объема товаров могут быть использованы различные пропорции соединения инвестируемого капитала с другими основными факторами производства. В теории инвестирования капитала взаимозаменяемость факторов производства является одной из фундаментальных концепций.

Возможная взаимозаменяемость факторов производства в процессе выпуска продукции характеризуется обычно так называемой "производственной функцией", которая в наиболее обобщенном виде имеет следующий вид:

$$ПР = f (К, З, Т, П)$$

где ПР - предусматриваемый объем производства продукции (товаров, услуг);

f - функция взаимодействия факторов производства в различных количественных пропорциях; K - объем задействованного капитала; Z — объем задействованных природных ресурсов (земли); T — объем задействованных трудовых ресурсов (труда); Π — объем задействованных прочих производственных ресурсов.

Экономическая сущность производственной функции состоит в том, что она позволяет формировать альтернативные возможности комбинирования пропорций инвестируемого капитала и других факторов производства для обеспечения заданного (определенного) объема выпуска продукции. Иными словами, производственная функция характеризует возможность капитала заменять другие факторы производства или быть замененным этими факторами.

Наиболее известной прикладной моделью является производственная функция Кобба—Дугласа, которая характеризует возможности взаимозаменяемости таких производственных факторов, как капитал и труд в процессе промышленного производства. Модель производственной функции Кобба—Дугласа имеет следующий вид:

$$ПР = a \times K^x \times T^y,$$

где ПР — предусматриваемый объем производства продукции (товаров);

a - постоянный коэффициент, характерный для выпуска определенного продукта (товара); K —объем инвестирования капитала; T —объем затрат труда (трудовых ресурсов); x , y -показатели степени возможной взаимозаменяемости рассматриваемых факторов производства, удовлетворяющие требованию:

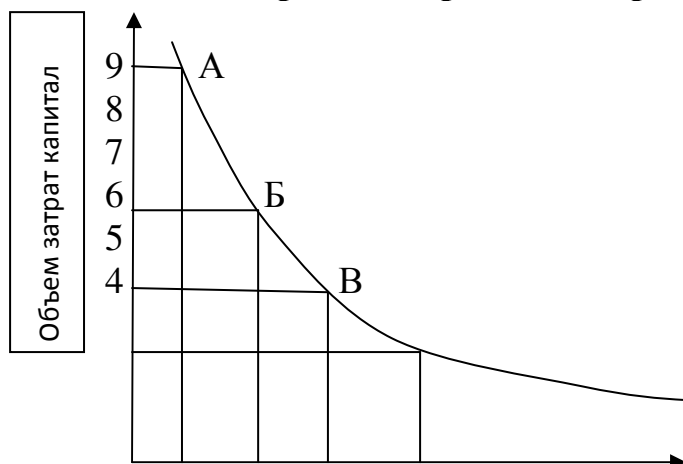
$$x + y = 1.$$

Рассмотрим на примере этой модели возможности взаимозаменяемости капитала в комплексе факторов производства в рамках конкретной технологии.

В первую очередь выясним диапазон возможностей сочетания (пропорций) затрат капитала и труда, обеспечивающих выпуск заданного количества продукта при неизменной технологии.

Представление об этом дает "кривая безразличия производства" или "изокванта", характеризующая все возможные значения векторов производственной функции (сочетаний объемов затрат рассматриваемых факторов производства) для выпуска конкретного объема продукта. Приведенные на графике точки А, Б, В, Г, размещенные на изокванте (кривой безразличия производства), показывают различные возможные сочетания объема затрат капитала и труда на выпуск заданного количества продукта. При этом наклон изокванты характеризует предельную норму технологического замещения рассматриваемых факторов производства.

График изокванты (кривой безразличия производства).



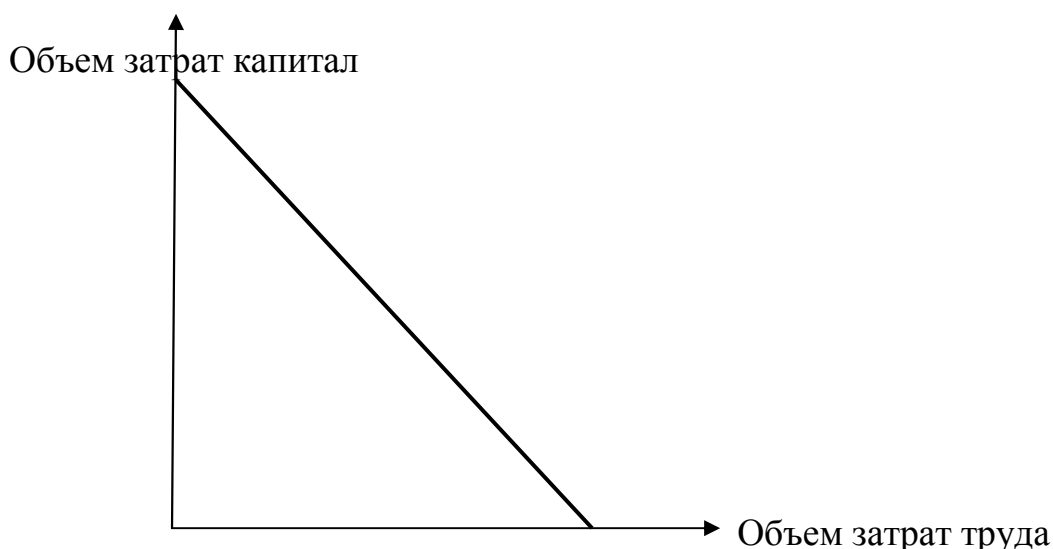
3
2
1

Г

Объем затрат труда

1 2 3 4 5 6 7 8

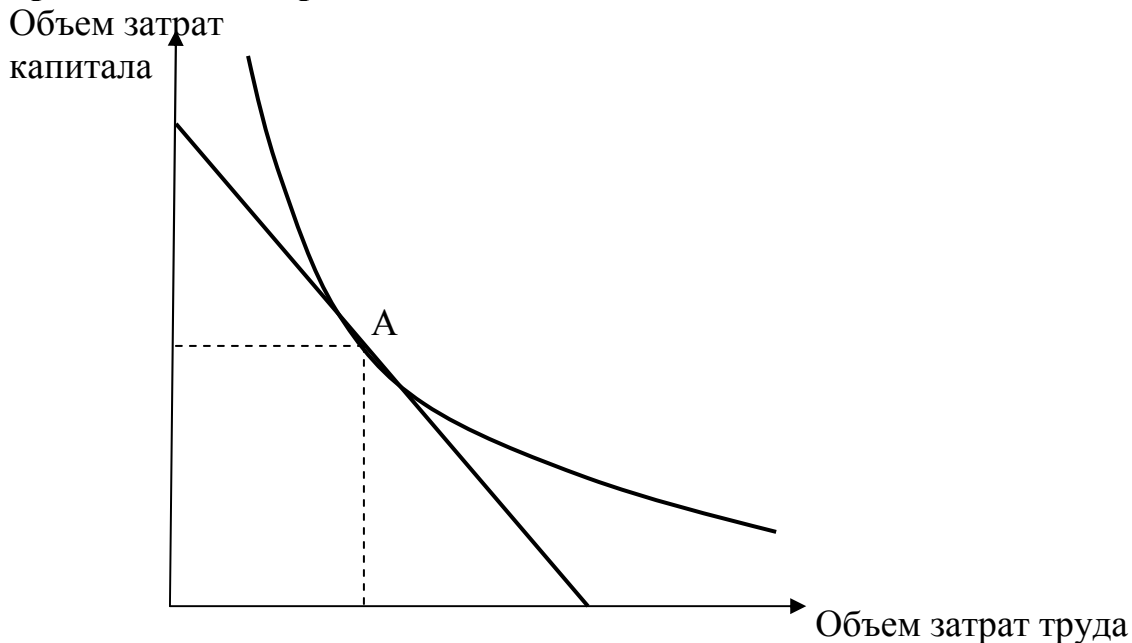
Наряду с анализом возможностей взаимозамещения представляет интерес выявление возможных комбинаций рассматриваемых факторов, при которых совокупные затраты по их привлечению будут равны. Если соединить на осях абсциссы и ординаты графика точки, в которых затраты на привлечение этих ресурсов будут равными, получим линию, называемую в экономической теории *"изокостой"*. **График изокосты.**



В основе построения изокосты лежит бюджет производства заданного количества продукта и стоимость единицы рассматриваемых факторов производства. Предположим, что единица капитальных товаров стоит 2 усл. ден. един., единица трудовых ресурсов (труда) — соответственно 3 усл. ден. един., а совокупный бюджет производства заданного количества продукции — 12 усл. ден. един. При этих условиях предприятие в рамках совокупного бюджета может приобрести или 6 единиц капитала, или 4 единицы трудовых ресурсов (труда). Соединение этих точек и будет характеризовать график изокосты для данного конкретного случая. Соответствующие графики изокосты могут быть построены и для любого другого совокупного бюджета производства иного заданного количества продукта, Наклон изокост характеризует соотношение стоимости привлечения (цен) рассматриваемых факторов производства.

Механизм взаимозамещения факторов производства эффективен в том случае, если он позволяет минимизировать совокупные затраты капитала и труда. Если совместить рассмотренные ранее графики изокванты и изокосты, можно получить точку их касания (но не пересечения), в которой совокупные затраты факторов производства (капитала и труда) будут минимальными.

График формирования точки минимальных совокупных затрат факторов производства в процессе их взаимозамещения.



На представленном графике минимальный совокупный объем затрат факторов производства в возможном диапазоне их взаимозамещения обозначен точкой "А", соответствующей затратам 3 единиц капитала и 2 единиц труда. Любое другое сочетание рассматриваемых факторов в процессе их взаимозамещения будет формировать более высокий уровень совокупных их затрат, обеспечивающих выпуск предусмотренного объема продукта.

Если бюджет производителя в процессе хозяйственной деятельности возрастает, он может обеспечивать более высокие объемы выпуска продукта, т.е. формировать новые виды изоквант и изокост. Соединив точки касания новых изоквант и изокост, можно получить линию экономического роста предприятия, называемую "изоклинал".

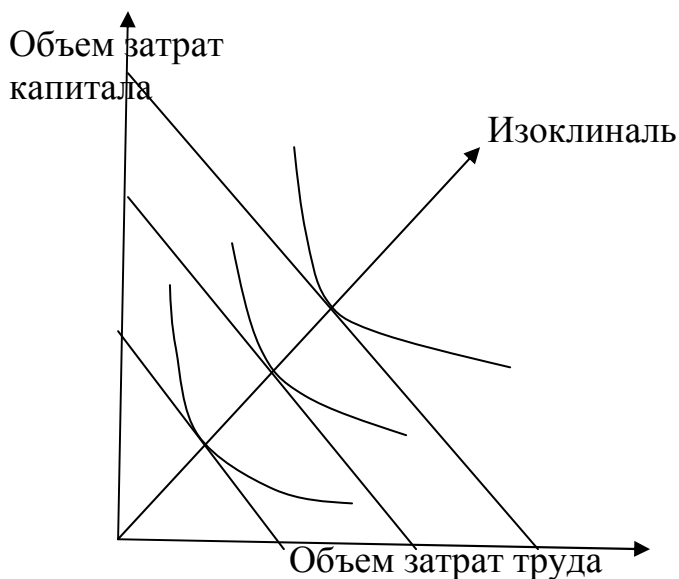
Таким образом производственная функция, формирующая условия взаимозамещения инвестируемого капитала, позволяет не только выявлять возможный диапазон этой взаимозамещения, но и решать конкретные производственные задачи;

а) максимизировать технологическую эффективность производства, характеризующую максимально возможный объем выпуска продукта в процессе использования имеющегося объема факторов производства;

б) максимизировать экономическую эффективность производства, характеризующую минимальный объем совокупных затрат факторов производства, обеспечивающих выпуск заданного объема продукта;

и) прогнозировать темпы экономического развития предприятия, обеспечиваемого оптимальными пропорциями отдельных факторов производства.

График изоклинали, характеризующий экономический рост предприятия.

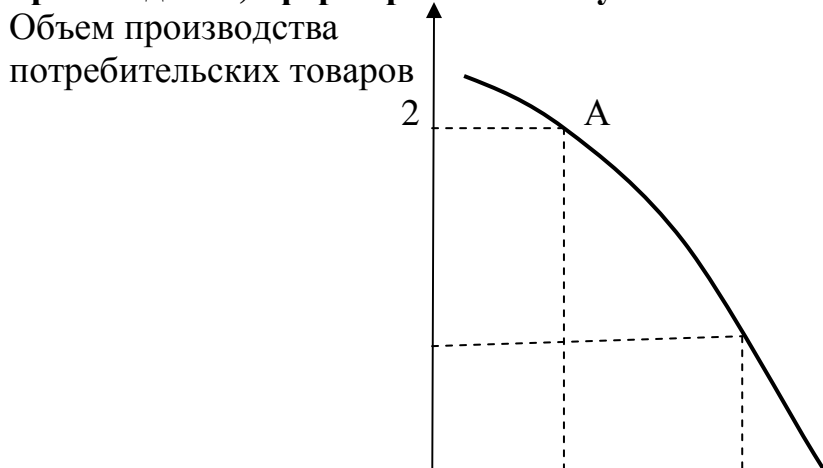


4. Инвестиции как альтернативная возможность вложения капитала в любые объекты хозяйственной деятельности.

Инвестируемый предприятием капитал целенаправленно складывается в формирование имущества предприятия, предназначенного для осуществления различных форм его хозяйственной деятельности и производства различной продукции. При этом из обширного диапазона возможных объектов инвестирования капитала предприятие самостоятельно определяет приоритетные формы имущественных ценностей (объектов и инструментов инвестирования), которые в учетно-финансовой терминологии носят название "активы". Иными словами, с экономических позиций инвестиции можно рассматривать как форму преобразования части накопленного капитала в альтернативные виды активов предприятия. С позиций возможностей вложения капитала в производство различных видов продукции инвестиции характеризуются как комбинаторный процесс.

В комбинации с другими факторами производства инвестируемый капитал может быть использован для выпуска как продукции потребительского назначения, так и капитальных товаров в форме средств и предметов труда (формируя в последнем случае отложенное потребление в виде запаса реального капитала). Комбинация определенного объема производственных факторов, опосредованных участием инвестируемого капитала, формирует так называемую "кривую производственных возможностей", которая представлена на графике.

График производственных возможностей комплекса факторов производства, сформированного с участием капитала.



1 2 Объем производства капитальных товаров

Как видно из приведенных данных один и тот же количественно определенный комплекс факторов производства, опосредствованный участием инвестируемого капитала, может при необходимости выпускать товары потребительского назначения и капитальные товары в различных пропорциях: в варианте "А" — 2:1 и в варианте "Б" — 1:2. С помощью "кривой производственных возможностей" может быть на альтернативной основе определена оптимальная структура производства продукта при избранной экономической стратегии развития и изменяющихся условиях производственной деятельности.

Инвестиции как источник генерирования эффекта предпринимательской деятельности. Целью инвестирования является достижение конкретного заранее предопределяемого эффекта, который может носить как экономический, так и внеэкономический характер (социальный, экологический и другие виды эффекта). На уровне предприятий приоритетной целевой установкой инвестиций является достижение, как правило, экономического эффекта, который может быть получен в форме прироста суммы инвестированного капитала, положительной величины инвестиционной прибыли, положительной величины чистого денежного потока, обеспечения сохранения ранее вложенного капитала и т.п.

Достижение экономического эффекта инвестиций определяется их потенциальной способностью генерировать доход. Как источник дохода инвестиции являются одним из важнейших средств формирования будущего благосостояния инвесторов. Вместе с тем, потенциальная способность инвестиций приносить доход не реализуется автоматически, а обеспечивается лишь в условиях эффективного выбора инвестиционных объектов (инструментов). Осуществление такого выбора предопределяет одну из важных функций инвестиционного менеджмента.

2. Все формы реального инвестирования проходят три основные стадии (фазы), составляющие в совокупности цикл этого инвестирования:

- *прединвестиционная стадия*, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
- *инвестиционная стадия*, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;
- *постинвестиционная стадия*, в процессе которой обеспечивается контроль за достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Основу прединвестиционной стадии цикла реального инвестирования составляет подготовка инвестиционного проекта (аналогом этого термина выступают "бизнес-план", "технико-экономическое обоснование" и др).

Инвестиционный проект представляет собой основной документ, определяющий необходимость осуществления реального инвестирования, в котором в общепринятой последовательности разделов излагаются основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

Для таких форм реального инвестирования как обновление отдельных видов оборудования, приобретение отдельных видов нематериальных активов, увеличение запасов материальных оборотных активов, которые, как правило, не требуют высоких инвестиционных затрат, обоснование инвестиционных проектов носит форму внутреннего служебного документа (докладной записки, заявки и т.п.), в котором излагаются мотивация, объектная направленность, необходимый объем инвестирования, а также ожидаемая его эффективность.

При осуществлении таких форм реального инвестирования, как приобретение целостных имущественных комплексов, новое строительство, перепрофилирование, реконструкция и широкомасштабная модернизация предприятия, требования к подготовке инвестиционного проекта существенно возрастают. Это связано с тем, что в современных экономических условиях предприятия не могут обеспечить свое стратегическое развитие только за счет внутренних финансовых ресурсов и привлекают на инвестиционные цели значительный объем средств за счет внешних источников финансирования. В то же время любой крупный сторонний инвестор или кредитор должен иметь четкое представление о стратегической концепции проекта; его масштабах; важнейших показателях маркетинговой, экономической и финансовой его результативности; объеме необходимых инвестиционных затрат и сроках их возврата и других его характеристиках. Разработанный реальный инвестиционный проект позволяет сначала собственникам и менеджерам предприятия, а затем и сторонним инвесторам всесторонне оценить целесообразность его реализации и ожидаемую эффективность.

Разрабатываемые в разрезе отдельных форм реального инвестирования предприятия инвестиционные проекты классифицируются по ряду признаков.

В зависимости от видов инвестиционных проектов, изложенных в рассматриваемой их классификации, дифференцируются требования к их разработке.

Классификация инвестиционных проектов предприятия по основным признакам.

По функциональной направленности:

- Инвестиционные проекты развития
- Инвестиционные проекты санации

По целям инвестирования:

- Инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие расширение (обновление) ассортимента продукции
- Инвестиционные проекты, обеспечивающие снижение себестоимости продукции

По совместимости реализации:

- Инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия
- Инвестиционные проекты, зависящие от реализации других проектов предприятия
- Инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов

По объему необходимых инвестиционных ресурсов:

- Небольшие инвестиционные проекты (до 100 тыс. долл. США)
- Средние инвестиционные проекты (от 100 до 1000 тыс. долл. США)
- Крупные инвестиционные проекты (свыше 1000 тыс. долл. США)

По предполагаемой схеме финансирования

- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет внутренних источников
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет акционирования (первичной или дополнительной эмиссии акций)
- Инвестиционные проекты, финансируемые за счет кредита
- Инвестиционные проекты со смешанными формами финансирования

Для небольших инвестиционных проектов, финансируемых предприятием за счет внутренних источников, обоснование осуществляется по сокращенному кругу разделов и показателей. Такое обоснование может содержать лишь цель осуществления инвестиционного проекта, его основные параметры, объем необходимых финансовых средств, показатели эффективности осуществляемых инвестиций, а также схему (календарный план) реализации инвестиционного проекта. Для средних и крупных инвестиционных проектов, финансирование реализации которых намечается за счет внешних источников, необходимо полномасштабное обоснование по соответствующим национальным и международным стандартам.

Такое обоснование инвестиционных проектов подчинено определенной логической структуре, которая носит унифицированный характер в большинстве стран с развитой рыночной экономикой (отклонения от этой общепринятой структуры вызываются лишь отраслевыми особенностями и формами осуществления реальных инвестиций).

3. Краткая характеристика проекта (или его резюме). В этом разделе содержатся выводы по основным аспектам разработанного проекта после рассмотрения всех альтернативных вариантов, когда концепция проекта, ее

обоснование и формы реализации уже определены. Ознакомившись с этим разделом, инвестор должен сделать вывод о том, отвечает ли проект направленности его инвестиционной деятельности и инвестиционной стратегии, соответствует ли он потенциалу его инвестиционных ресурсов, устраивает ли его проект по периоду реализации и срокам возврата вложенного капитала и т.п.

Структура разрабатываемого инвестиционного проекта предприятия в разрезе основных разделов.



2. *Предпосылки и основная идея проекта.* В этом разделе перечисляются наиболее важные параметры проекта, которые служат определяющими показателями для его реализации, рассматривается регион расположения проекта в увязке с рыночной и ресурсной средой, приводится график реализации проекта и характеризуется его инициатор.

3. *Анализ рынка и концепция маркетинга.* В нем излагаются результаты маркетинговых исследований, обосновывается концепция маркетинга и разрабатывается проект его бюджета.

4. *Сырье и поставки.* Этот раздел содержит классификацию используемых видов сырья и материалов, объем потребности в них, наличие основного сырья в регионе и обеспеченность им, программу поставок сырья и материалов и связанные с ними затраты.

5. *Месторасположение, строительный участок и окружающая среда.* В этом разделе подробно описываются месторасположение проекта, характер естественной окружающей среды, степень воздействия на нее при реализации

проекта, социально-экономические условия в регионе и инвестиционный климат, состояние производственной и коммерческой инфраструктуры, выбор строительного участка с учетом рассмотренных альтернатив, оценка затрат по освоению строительного участка.

6. *Проектирование и технология.* Этот раздел должен содержать производственную программу и характеристику производственной мощности предприятия; выбор технологии и предложения по ее приобретению или передаче; подробную планировку предприятия и основные проектно-конструкторские работы; перечень необходимых машин и оборудования и требования к их техническому обслуживанию; оценку связанных с этим инвестиционных затрат.

7. *Организация управления.* В этом разделе приводится организационная схема и система управления предприятием; обосновывается конкретная организационная структура управления по сферам деятельности и центрам ответственности; рассматривается подробная смета накладных расходов, связанных с организацией управления.

8. *Трудовые ресурсы.* Этот раздел содержит требования к категориям и функциям персонала, оценку возможностей его формирования в рамках региона, организацию набора, план обучения работников и оценку связанных с этим затрат.

9. *Планирование реализации проекта.* В этом разделе обосновываются отдельные стадии осуществления проекта, приводится график его реализации, разрабатывается бюджет реализации проекта.

10. *Финансовый план и оценка эффективности инвестиций.* Этот раздел содержит финансовый прогноз и основные виды финансовых планов, совокупный объем инвестиционных затрат, методы и результаты оценки эффективности инвестиций, оценку инвестиционных рисков.

4. Инвестиционный проект может быть оценен по большому числу фактора: ситуации на рынке инвестиций, состоянию финансового рынка, профессиональным интересам и навыкам инвестора, финансовой состоятельности проекта, геополитическому фактору и т.д. Однако на практике существуют универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: выгодно или выгодно вкладывать деньги в данный проект; какой проект предпочесть при выборе из нескольких вариантов.

Инвестирование с позиции владельца капитала означает отказ от сиюминутных выгод ради получения дохода в будущем. Проблема оценки инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования. Аналитик должен оценить: насколько предполагаемые результаты отвечают требованиям инвестора по уровню доходности и сроку окупаемости.

Для принятия решения по инвестиционному проекту необходимо располагать информацией о характере полного возмещения затрат, а также о соответствии уровня дополнительно получаемого дохода степени риска неопределенности достижения конечного результата.

Различают простые (статические) и усложненные методы оценки, основанные на теории изменения стоимости денег во времени.

Простые методы традиционно использовались в отечественной практике. В методических рекомендациях по расчету экономической эффективности капитальных вложений предусматривалась система показателей, отвечающая действующим в то время условиям хозяйствования. К важнейшим показателям относились:

1. Коэффициент общей экономической эффективности капитальных вложений:

$$\mathcal{E} = \Pi / K$$

Π - годовая прибыль; K - капитальные вложения.

2. Срок окупаемости $T = K / \Pi$

3. Показатель сравнительной экономической эффективности капитальных вложений, основанный на минимизации приведенных затрат,

$$\Pi = C_i + E_n \times K_i$$

где C_i - текущие затраты (себестоимость) по тому же варианту;

E_n - нормативный коэффициент эффективности капитальных вложений;

K_i - капитальные вложения по каждому варианту.

Отличительной чертой инвестиционного процесса является разрыв во времени, как правило, более одного года, между вложением денег, имущества (имущественных прав) и получением дохода. Следовательно, основным недостатком ранее действовавших отечественных методик было игнорирование временной оценки затрат и доходов. Переход к рыночным отношениям, принятие законодательных актов, касающихся инвестиционной деятельности, предоставили инвесторам свободу выбора: объектов инвестирования; критериев оценки экономической эффективности; источников финансирования; способов использования конечных результатов.

Оценка инвестиционной привлекательности проектов должна учитывать инфляционные процессы, возможность альтернативного инвестирования, неделимость обслуживания капитала, привлекаемого для финансирования.

Оценка проектов усложненными методами базируется на том, что потоки доходов и расходов по проекту, представленные в бизнес-плане, несопоставимы. Для объективной оценки надо сравнивать затраты по проекту с доходами, приведенными к их текущей стоимости на момент осуществления затрат, исходя из уровня риска по оцениваемому проекту, т.е. доходы должны быть продисконтированы.

5. Экономическая оценка проекта характеризует его привлекательность по сравнению с другими альтернативными инвестициями. При оценке инвестиционных проектов с учетом временного фактора используется следующая система показателей:

1. Срок (период) окупаемости.

2. Чистая текущая стоимость доходов.

3. Ставка доходности проекта.

4. Внутренняя ставка доходности проекта.

5. Модифицированная ставка доходности.

6. Ставка доходности финансового менеджмента.

Оценка инвестиционной привлекательности проекта предполагает использование, как правило, всех показателей. Это связано с тем, что каждому методу присущи некоторые недостатки, устраняемые в процессе расчета другого показателя. Экономическое содержание каждого показателя неодинаково. Аналитик получает информацию о различных сторонах инвестиционного проекта, поэтому только совокупность расчетов позволит принять правильное инвестиционное решение.

1. Период (срок) окупаемости проекта

Период окупаемости определяется как ожидаемое число лет, необходимое для полного возмещения инвестиционных затрат. Период окупаемости

**Невозмещенная стоимость
на начало года**

$T_{ок} = \text{Число лет, предшествующих году} + \frac{\text{Невозмещенная стоимость}}{\text{Приток наличности в течение года окупаемости}}$

Окупаемости

**Приток наличности в течение
года окупаемости**

Для определения срока окупаемости необходимо:

1. Рассчитать дисконтированный денежный поток доходов по проекту исходя из ставки дисконта и периода возникновения доходов.

2. Рассчитать накопленный дисконтированный денежный поток как алгебраическую сумму затрат и потока доходов по проекту. Накопленный дисконтированный денежный поток рассчитывается до получения первой положительной величины.

3. Определить срок окупаемости по формуле.

Данный показатель определяет срок, в течение которого инвестиции будут "заморожены", так как реальный доход от инвестиционного проекта начнет поступать только по истечении периода окупаемости. При отборе вариантов предпочтение отдается проектам с наименьшим сроком окупаемости.

Период окупаемости целесообразно рассчитывать по проектам, финансируемым за счет долгосрочных обязательств. Срок окупаемости по проекту должен быть меньше периода пользования заемными средствами, устанавливаемого кредитором. Показатель является приоритетным в том случае, если для инвестора главное — максимально быстрый возврат инвестиций, например выбор путей финансового оздоровления обанкротившихся предприятий. Недостатки данного показателя заключаются в следующем: в расчетах игнорируются доходы, получаемые после предлагаемого срока окупаемости проекта. Следовательно, при отборе альтернативных проектов можно допустить серьезные просчеты, если ограничиваться применением только данного показателя; использование его для анализа инвестиционного портфеля требует дополнительных расчетов. Период окупаемости инвестиций по портфелю в целом не может быть рассчитан как простая средняя величина.

2. Чистая текущая стоимость доходов. Метод чистой текущей стоимости доходов позволяет классифицировать инвестиционные проекты и принимать решения на основе сравнения затрат с доходами по инвестиционному проекту,

приведенными к текущей стоимости. Для расчета показателя чистой текущей стоимости доходов (ЧТСД) требуется:

1. Определить текущую стоимость каждой суммы потока доходов исходя из ставки дисконтирования периода возникновения доходов.
2. Суммировать приведенные доходы по проекту.
3. Сравнить суммарные приведенные доходы с величиной затрат по проекту и рассчитать чистую текущую стоимость доходов:

$$\text{ЧТСД} = \text{ПД} - \text{ПР},$$

где ПД - суммарные приведенные доходы; ПР - приведенные затраты по проекту.

Проекты, имеющие отрицательную величину ЧТСД, инвестор отклонят. При рассмотрении нескольких вариантов предпочтение отдается проекту с максимальной величиной данного показателя.

Положительная величина ЧТСД показывает, насколько возрастет стоимость активов инвестора от реализации данного проекта. Поэтому предпочтение отдается проекту с наибольшей величиной чистой текущей стоимости доходов. Показатель ЧТСД относится к категории абсолютных, что позволяет суммировать результаты по отобранным проектам для определения ЧТСД по инвестиционному портфелю в целом.

Недостатки данного показателя:

- абсолютное значение ЧТСД при сравнительном анализе инвестиционных проектов не учитывает объема вложений по каждому варианту;
- величина ЧТСД по проекту зависит не только от суммы затрат и распределения потока доходов во времени. На результаты существенно влияет применяемая аналитиками ставка дисконтирования. Оценка же уровня риска проводится достаточно субъективно.

Увеличение ставки дисконта снижает величину реального прироста активов. Следовательно, один и тот же проект в разных условиях риска, оцененный ставкой дисконта, даст различные результаты и из прибыльного может превратиться в убыточный.

3. Ставка доходности (коэффициент рентабельности) проекта.

Ставка доходности проекта позволяет сравнить инвестиционные проекты, которые различаются по величине затрат и потокам доходов. Выбор оптимального проекта основан на оценке эффективности единицы затрат.

Ставка доходности проекта рассчитывается двумя способами:

$$1. \text{СДП} = \frac{\text{ЧТС}}{\text{ПР}} \cdot 100\%$$
$$2. \text{СДП} = \frac{\text{ПД}}{\text{ПР}}$$

В первом случае коэффициент эффективности измеряется в процентах показывает уровень чистого приведенного дохода на единицу затрат. Во втором

случае показатель является индексом, отражающим соотношение положительных и отрицательных денежных потоков по проекту.

Преимущества показателя СДП заключаются в том, что он относителен и отражает эффективность единицы инвестиций. Кроме того, в условиях ограниченности ресурсов этот показатель позволяет сформировать наиболее эффективный инвестиционный портфель.

Основным недостатком является зависимость результатов расчета от ставки дисконта.

4. Внутренняя ставка доходности проекта.

Внутренняя ставка доходности проекта (ВСДП) представляет собой ставку дисконтирования, приравнивающую сумму приведенных доходов от проекта к величине инвестиций (затрат). ВСДП обеспечивает нулевое значение чистой текущей стоимости доходов. Оценка инвестиционных проектов помощью ВСДП основана на определении максимальной величины ставки дисконтирования, при которой проекты останутся безубыточными.

Расчет ВСДП без финансового калькулятора достаточно трудоемок, так как основан на использовании метода интерполяции и таблиц дисконтирования

При расчете внутренней ставки доходности проекта:

1. Выбирается произвольная ставка дисконтирования, и на ее основе рассчитывается суммарная текущая стоимость доходов по проекту.

2. Затраты по проекту сопоставляются с полученной приведенной суммой доходов.

3. Если первоначальная произвольная ставка дисконтирования не дает нулевой чистой текущей стоимости доходов, то выбирается вторая ставка дисконтирования по такому правилу:

если ЧТСД > 0 , то новая ставка дисконтирования должна быть больше первоначальной;

если ЧТСД < 0 , то новая ставка дисконтирования должна быть меньше первоначальной.

4. Вторая ставка дисконтирования подбирается до тех пор, пока не получится суммарная текущая стоимость доходов как больше, так и меньше затрат по проекту.

5. Рассчитывается внутренняя ставка доходности проекта методом интерполяции. ВСДП можно интерпретировать как некий "запас прочности" проекте, отражающий его устойчивость в условиях возможного повышения риска. Неблагоприятные изменения, затрагивающие как экономику в целом, так и конкретный вид бизнеса, требуют адекватного уровня ставки дисконтирования. Проекты с максимальной величиной ВСДП более привлекательны, так как потенциально способны выдерживать большие нагрузки на инвестиционный капитал.

