Арашукова, Сюзанна Мухамедовна. Формирование и оценка рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Арашукова Сюзанна Мухамедовна; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ].- Москва, 2013.- 174 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/25

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Современные концепции оценки рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход 10**

1.1. Экономическая сущность понятий оценки рыночной стоимости приносящей доход недвижимости 10

1.2. Недвижимость, приносящая доход, как объект оценки 17

1.3. Факторы, влияющие на стоимость приносящей доход недвижимости 30

**ГЛАВА 2. Анализ методических подходов к оценке недвижимости, приносящей доход 53**

2.1. Специфика оценки стоимости доходной недвижимости методами доходного подхода 53

2.2. Особеннности оценки стоимости недвижимости, приносящей доход, с позиции сравнительного подхода 71

**ГЛАВА 3. Совершенствование методов оценки недвижимости, приносящей доход 78**

3.1. Совершенствование методов доходного подхода к оценке доходной недвижимости 78

3.2. Развитие методов сравнительного подхода к оценке недвижимости, приносящей доход 99

Заключение 123

Список литературы 125

* [Недвижимость, приносящая доход, как объект оценки](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-i-ocenka-rynochnoj-stoimosti-nedvizhimosti-prinosjawej-dohod.html#5359591)
* [Факторы, влияющие на стоимость приносящей доход недвижимости](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-i-ocenka-rynochnoj-stoimosti-nedvizhimosti-prinosjawej-dohod.html#5359592)
* [Особеннности оценки стоимости недвижимости, приносящей доход, с позиции сравнительного подхода](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-i-ocenka-rynochnoj-stoimosti-nedvizhimosti-prinosjawej-dohod.html#5359593)
* [Развитие методов сравнительного подхода к оценке недвижимости, приносящей доход](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-i-ocenka-rynochnoj-stoimosti-nedvizhimosti-prinosjawej-dohod.html#5359594)

**Введение к работе**

**I.** **Актуальность темы исследования.** Недвижимое имущество в настоящее время является важным объектом экономического исследования и анализа. Повторяющиеся спады и кризисы экономики, стремление к наличию развитого рынка недвижимости - все это провоцирует его участников постоянно совершенствовать свой инструментарий анализа формирования стоимости недвижимости и ее оценки, а также изучать влияние прямых и косвенных факторов, оказывающих влияние на рынок недвижимости, присутствующих как на самом рынке, так и в смежных областях. При этом развитие рынка недвижимости сопровождается большим количеством заключенных сделок купли-продажи, принятых решений об инвестировании в недвижимость и ее девелопменте. Объективные результаты определения стоимости недвижимости, таким образом, становятся более актуальными и востребованными.

Стоимостные ориентиры объектов недвижимости требуют сегментации рынка недвижимости. В результате анализа рынка недвижимости по способу генерации дохода выявлено четыре сегмента: индустриальная, специализированная, доходная и предназначенная для личного пользования жилая недвижимость.

Исследование рынка доходной недвижимости позволило определить, что по способу генерации дохода существуют два разных класса - типичные и нетипичные объекты доходной недвижимости. Для целей оценки выявлено, что доходы типичной недвижимости создаются сдаваемой в аренду площадью и ставкой аренды (офисы, склады, торговые центры), в то время как доходы нетипичной недвижимости формируются количеством единиц, приносящих доход (номер к гостинице, посадочное место в кинотеатре, фитнес-карта) и стоимостью их предоставления. Очевидно, что у нетипичных объектов доходной недвижимости возникают и дополнительные источники получения доходов (гостиница - поступления от ресторанов, баров, услуг химчистки, фитнес-клуб - поступления от баров, персональных тренировок и т.д.). Таким образом, в объектах нетипичной доходной недвижимости наблюдается синтез элементов недвижимости и бизнеса. Дифференцированные источники получения доходов, важность фактора управления подобными нетипичными

объектами доходной недвижимости позволяют сделать вывод, что с целью определения их стоимости возникает необходимость учета бизнес-составляющей в виде отличных от типичных объектов недвижимости источников получения доходов.

Классические методы оценки недвижимости, основанные на показателях сдаваемой в аренду площади и ставки аренды, приемлемы для оценки типичной доходной недвижимости. Анализ объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом как объекта оценки, включающий исследование факторов, влияющих на их стоимость, которые также отличны от типичных объектов недвижимости в виде необходимости учета загрузки, стоимости предоставления услуг, влияния менеджмента и т.д., позволил сделать вывод, что для их оценки наиболее рациональным представляется использовать сочетание элементов методов оценки недвижимости и оценки бизнеса в виде усовершенствованных методов оценки подобных объектов доходной недвижимости с бизнес-составляющей.

Исследование проблематики оценки объектов недвижимости, приносящей доход, как типичной, так и с бизнес-потенциалом, позволило выявить, что наиболее эффективными представляются методы доходного и сравнительного подходов, которые в большей степени учитывают особенности данных объектов, а именно структуру доходов и расходов, степень риска инвестирования в данные объекты, влияние ценообразующих факторов на их стоимость.

Отсутствие в России регулирующих норм в виде стандартов по оценке доходной недвижимости также определяет актуальность темы исследования. По этой причине и с учетом объективных реалий сложности рынка доходной недвижимости уточнение понятийного аппарата, признаков классификации объектов доходной недвижимости и факторов, влияющих на формирование стоимости и доходы недвижимости, потребовало дополнительных теоретических исследований, результате которых изложены в данной работе.

**Степень научной разработанности проблемы.** Вопросам оценки недвижимости уделено внимание в исследованиях ряда российских специалистов: Артеменкова И.Л., Григорьева В.В., Грязновой А.Г., Ивановой

E.H., Зарубина В.Н., Тарасевича Е.И., Стерника Г.М., Стерника С.Г., Федотовой M.A. Работы названных авторов больше отражают классический вариант формирования и оценки рыночной стоимости недвижимости. Отдельные вопросы функционирования рынка доходной недвижимости нашли отражение в трудах: Грабового П.Г., Валдайцева СВ., Озерова Е.С., Смоляка С.А., Попова Г.В. и др.

Большой вклад в развитие методов оценки доходной недвижимости внесли российские и зарубежные специалисты: Ассессорс А., Гелтнер Д., Грабовой П.Г., Грибовский СВ., Ленхофф Д.С, Матисяк Г., Медлен С, Миллер Н.Г., Ордуэй Ник, Рубин К., Фридман Дж.

Изучение методов оценки доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, в особенности в рамках доходного подхода, нашло отражение в трудах таких ученых как Вулвертон Л., Вернор Д., Деру с Дж., Рашмор С, Ралей Л., Рогински Р.

Анализ работ названных авторов показал, что требует совершенствования методика определения стоимости доходной недвижимости, в особенности нетипичных объектов с бизнес-потенциалом, не рассмотрена методика оценки их стоимости, учитывающая факторы стоимости. Кроме того, не в полной мере исследованы способы расчета ставки дисконтирования для оценки доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, не изучено влияние на их стоимость различных ценообразующих факторов.

Необходимость совершенствования методов оценки стоимости недвижимости, приносящей доход, в особенности недвижимости с бизнес-потенциалом, наличие ряда нерешенных и дискуссионных вопросов в области понятийного аппарата доходной недвижимости, обусловливает актуальность темы исследования, предопределяя ее структуру, цели и задачи.

**Целью диссертационной работы** является решение научной задачи формирования рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход, и совершенствования методов ее оценки.

Для достижения цели поставлены и решены следующие задачи, определившие логику диссертационного исследования и его структуру:

обобщить сложившиеся в экономической литературе представления о

сущности понятия недвижимости, приносящей доход, и на этой основе разработать авторское определение;

исследовать особенности доходной недвижимости как объекта  
оценки, влияющие на величину ее рыночной стоимости;

исследовать и предложить классификацию объектов недвижимости, детализированную для объектов доходной недвижимости;

определить существенные факторы, влияющие на стоимость доходной недвижимости, в том числе и на доходную недвижимость с бизнес-потенциалом;

систематизировать и обобщить зарубежный и российский опыт оценки недвижимости, приносящей доход, в частности, доходной недвижимости с бизнес-потенциалом;

разработать и апробировать методику оценки рыночной стоимости доходной недвижимости с бизнес-потенциалом на примере гостиничной недвижимости.

**Объектом исследования** является недвижимость, приносящая доход, в частности доходная недвижимость с бизнес-потенциалом.

**Предметом исследования** являются подходы и методы оценки недвижимости, приносящей доход, в частности доходной недвижимости с бизнес-потенциалом (на примере гостиничной недвижимости).

**Методические и теоретические основы исследования.**

Методологической и теоретической основной диссертации послужили работы отечественных и зарубежных ученых в области экономической теории, оценки стоимости недвижимости и бизнеса, специализирующихся на оценке недвижимости, приносящей доход, диссертационные работы по указанной проблематике, а также законодательные и нормативные документы Российской Федерации, Федеральные стандарты оценки, Международные стандарты оценки, Стандарты RICS.

Методология исследования базируется на использовании классических научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, анализа и синтеза, сравнения и обобщения, группировки,

моделирования, методов исторического и логического анализа теоретического и практического материала, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность диссертационной работы.

Исследование выполнено в рамках п. 5.1. и п. 5.2. Паспорта специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

**Информационная основа**

Информационной основой исследования послужили монографии и публикации в периодических изданиях, в том числе зарубежных специалистов, нормативные документы. В работе также использованы ресурсы информационных агентств Блумберг (Bloomberg), СПАРК, Reuters Group, информационные и методические материалы крупнейших оценочных и консалтинговых компаний, материалы научных конференций, финансовая и бухгалтерская отчетность российских гостиниц.

**Научная новизна исследования** состоит в развитии комплекса теоретических и методических положений стоимостной оценки недвижимости, приносящей доход, в частности доходной недвижимости с бизнес-потенциалом.

Новыми являются следующие научные положения:

1. Уточнено понятие недвижимости, приносящей доход, функциональные способности которой обеспечивают возможность генерировать доход, но только эффективное управление и/или рациональное использование ею дают возможность извлечения дохода;
2. Выявлены особенности недвижимости, приносящей доход, как объекта оценки: а) служит потребительским ресурсом для бизнеса; б) является объектом вложения инвесторов; в) способна генерировать доход при ее эффективном управлении и/или рациональном использовании; г) может приносить среднерыночный доход лишь при реализации ее бизнес-потенциала;
3. Предложена классификация недвижимости с детальным разделением доходной недвижимости на типичную, доходы которой создаются сдаваемой в аренду площадью и ставкой аренды, и доходную недвижимость с бизнес-потенциалом, доходы которой формируются

количеством единиц, приносящих доход (номер в гостинице, посадочное место в кинотеатре, фитнес-карта) и стоимостью их предоставления; 4. В результате разработки глобальной системы функционирования рынка недвижимости представлена и обоснована совокупность факторов стоимости недвижимости, приносящей доход, дополненная детально для доходной недвижимости с бизнес-потенциалом:

первичные фундаментальные факторы: состояние национальной и локальной экономики, социальные, экологические факторы и т.д.;

вторичные фундаментальные факторы: наличие государственного регулирования и правовая среда;

общие факторы стоимости недвижимости, приносящей доход: площадь, местоположение, износ и т.д.;

детализированные факторы стоимости доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, в частности класс, сегмент объекта недвижимости и т.д.;

5. Разработана методика оценки доходной недвижимости, учитывающая  
новейшие положения зарубежных методик оценки доходной недвижимости  
с бизнес-потенциалом, основанная на:

учете возможных источников доходов - при расчете его совокупной величины в рамках доходного подхода;

использовании ставки дисконтирования, учитывающей как бизнес доходной недвижимости, так и риски инвестирования;

обосновании применения метода отраслевых мультипликаторов, который в большей степени отражает драйверы стоимости объекта недвижимости и приводит к получению наиболее объективной рыночной стоимости;

6. Разработаны и научно обоснованы рекомендации по совершенствованию  
методов оценки недвижимости, приносящей доход, на примере  
гостиничной недвижимости, в основе которых лежит: а) применение  
ставки дисконтирования, рассчитанная как для оценки бизнеса по модели  
САРМ, и адаптированная под каждый тип объектов доходной  
недвижимости за счет изменения соответствующего коэффициента бета;

б) использование метода отраслевых мультипликаторов, учитывающий выявленные факторы стоимости для нетипичных объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, - единицу, приносящую доход (номер в гостинице, посадочное место в кинотеатре и т.п.), количество этих единиц и стоимость их предоставления. **Теоретическая значимость исследования**

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в развитии методологических основ стоимостной оценки недвижимости, приносящей доход, детализированной для нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что ее основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование компаниями, занимающимися оценочной деятельностью, особенно при оценке недвижимости, приносящей доход с бизнес-потенциалом, на примере гостиничной недвижимости. Самостоятельное практическое значение имеют:

предложенный уточненный способ расчета ставки дисконтирования, рассчитанной как для оценки бизнеса по модели САРМ, и адаптированной под каждый тип объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, позволяющей избежать искажения величины дисконтированного денежного потока в рамках доходного подхода;

представленный расчет рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход, с бизнес-потенциалом, на примере гостиничной недвижимости, с помощью метода отраслевых мультипликаторов, который основан на учете всех уникальных характеристик каждого типа доходной недвижимости с бизнес-потенциалом и позволяющий в итоге получить более точный и объективный результат определения ее рыночной стоимости.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные результаты исследования докладывались и обсуждались на XIII Международной научно-практической конференции «Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд» (г. Новосибирск, Центр развития научного сотрудничества, 2012), на 11-ом Международном Форуме «Большой

консалтинг 2013» (Москва, Саморегулируемая межрегиональная ассоциация оценщиков (СМАО), 2013 год).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ Финансового университета по комплексной теме «Инновационное развитие России: социально-экономическая стратегия и финансовая политика» по кафедральной подтеме «Повышение эффективности инновационного развития России в условиях модернизации экономики».

Основные положения и выводы диссертационного исследования в виде рекомендаций по применению конкретного расчета ставки дисконтирования в рамках доходного подхода, а также использованию метода отраслевых мультипликаторов в рамках сравнительного подхода для оценки доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, используются в практической работе Управления по работе с имуществом ООО «Газпром ПХГ» в качестве руководства аккредитованным оценочным компаниям и способствуют получению наиболее объективной рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход, в частности доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, а также заключению большего количества сделок по реализации непрофильных активов.

По результатам исследования Отделом оценки коммерческой недвижимости ООО «Консалтинговая группа «ЭКСПЕРТ» внедрена модель расчета ставки дисконтирования для оценки объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. Используется обоснованная в диссертации методика расчета ставки дисконтирования, с помощью которой осуществляется расчет как для оценки бизнеса и адаптируется под каждый тип объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, способствующая учету наличия именно бизнес-составляющей у подобных объектов.

Методика расчета рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход, с бизнес-потенциалом, с помощью усовершенствованного метода отраслевых мультипликаторов, основанная на учете уникальных характеристик каждого типа доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, а именно главных драйверов ее стоимости, внедрена Департаментом оценки и инвентаризации

ЗАО «ПРИМА аудит. Группа ПРАУД» и способствует получению наиболее объективной рыночной стоимости подобных объектов недвижимости.

Материалы диссертации используются кафедрой «Оценка и управление собственностью» Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Оценка стоимости недвижимости» и «Оценка стоимости бизнеса».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены

документами.

**Публикации.** Основные положения проведенного исследования опубликованы в 6 научных работах общим объемом 3,4 п.л. (авторский объем -3,0 п.л.), в т.ч. в 4 статьях авторским объемом 2,3 п.л. в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

**Структура и объем работы.** Структура работы обусловлена целью и задачами, поставленными в диссертационном исследовании. Диссертация изложена на 170 страницах печатного текста, включает 17 рисунков, 23 таблицы и 9 приложений. Работа состоит из трех глав, введения, заключения, списка литературы, включающего 69 источников.

## Недвижимость, приносящая доход, как объект оценки

Оценка являлась и является основной совершения различного рода операций. Если обратиться к истокам оценки, то в Древне м Риме ее результатом выступала стоимость имущества для последующего определения суммы налога как процента от нее, то есть оценка изначально строилась на самообложении, которое получило название трибут. Был введен ценз (лат. census— подсчет, оценка), который представлял собой определение суммы налога и проводилось мероприятие по налогообложению каждые пять лет специально избранными для этого чиновниками высокого ранга — цензорами1.

Современная теория стоимости начала развиваться с 18 века, когда впервые были выделены основные факторы производств, а именно рабочая сила, капитал, управление и земля, а также взаимосвязь между факторами стоимости - спросом и предложением. В рамках классической школы была сформулирована теория стоимости, которая относила создание стоимости к факторам производства. Великий шотландский экономист дам Смит рассматривал стоимость как объективное явление, а предметы имеют полезность, так как они в принципе существуют. Таким образом, стоимость предмета представляет собой произведённые затраты на его изготовление. Сторонниками классической школы также были Давид Рикардо, Дж.Стюарт Миль.

Сторонником трудовой теории стоимости был Карл Маркс, который критиковал классическую теорию стоимости. К.Маркс утверждал, что величина стоимости данной потребительной стоимости определяется лишь количеством труда, или количеством рабочего времени, общественно необходимого для её изготовления .

Классическая школа и теория трудовой стоимости были подвержены критике австрийскими экономистами, которые разработали теорию предельной полезности. В рамках австрийской школы была разработана теория предельной полезности, которая стоимость связывала с полезностью и спросом на добавочную единицу предмета. То есть стоимость рассматривается как функция спроса, при этом большое значение уделено полезности.

Основой же современной теории стоимости послужили труды А. Маршалла, который считал, что в процессе образования рыночной цены одинаково неправильно отдавать предпочтение либо предложению продавца, либо спросу покупателя. Поэтому в центр исследования он поставил формирование на товарном рынке и рынке производства цен под влиянием взаимодействия спроса и предложения. Начиная с работ Маршалла подобный подход быстро завоевал в буржуазной политэкономии господствующее положение.

За рубежом необходимость создания центра, регулирующего деятельность оценки, возникла в 80-ые годы и был образован Международный Комитет по Стандартам Оценки Имущества, с деятельностью которого связана разработка Международных Стандартов Оценки (МСО). Главным требованиям к МСО являлось и является обеспе чение ясного представления о практическом использовании определяемых понятий и их системных основ.

В соответствии с международными стандартами оценками (МСО) определено, что стоимость является экономическим понятием, касающимся цены, относительно которой с наибольшей вероятностью договорятся покупатели и продавцы товаров или услуг, доступных для приобретения3.

Среди многих русских экономистов вошло в обычай употреблять термины «стоимость» и «ценность» как тождественные понятия. Это объясняется в том числе и неправильным первым переводом «Капитала» Маркса, где немецкое слово «Wert» было переведено словом «стоимость», а не «ценность». Данному вопросу уделил большое внимание также экономист Карл Менгер, который считал, что ошибочно говорить о ценностях как о самостоятельных реальных предметах, благодаря чему ценность объективируется. Объективно существуют только вещи, а ценность есть нечто, существенно от них отличное, а именно суждение, которое хозяйствующие индивиды себе составляют о значении благ для поддержания жизни и благосостояния4.

Международные стандарты оценки 2011, 9-я редакция (International Valuation Standards), утвержденный

Актуальным также является разграничение терминов стоимость и цена. С термином «цена» связана сделка, свершившееся действие и подразумевается некий обмен в результате. Конечная цена представляет собой такую сумму, которую определённый покупатель готов заплатить за товар определенному продавцу, который готов совершить действия в конкретных условиях, сложившихся на рынке. Уплаченная цена может отличаться от стоимости, которую другие лица могут приписывать активу в силу конкретных финансовых возможностей, мотивов или особых интересов данного покупателя или продавца.

Значение термина «стоимость» целесообразнее рассматривать на данный момент, так как рынки и рыночные условия могут меняться, то для другого времени предполагаемая стоимость может оказаться ошибочной или не соответствующей действительности. Таким образом, на данный конкретный момент стоимость является отражением денежной ценности собственности, товаров или услуг для покупателя и продавца. Однако стоимость не является фактом, а представляет собой мнение о наиболее вероятной цене, которая была бы заплачена за актив при его обмене, либо об экономических выгодах от владения активом.

В рамках действующего законодательства Российской Федерации в отчетах об оценке указывается конкретный вид стоимости в соответствии с предполагаемым использованием результата оценки. Используются следующие виды стоимости объекта оценки: рыночная, инвестиционная, ликвидационная кадастровая5. Предметом данного исследование является рыночная стоимость.

Если обратиться к международным стандартам оценки, то рыночная стоимость есть расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения6. Ф.Визер. М.:Экономика, 1992

## Факторы, влияющие на стоимость приносящей доход недвижимости

Идентификация объекта оценки и выявление факторов стоимости доходной недвижимости были детально проанализированы в предыдущей главе. Целью же данной главы является анализ специфики подходов и методов оценки доходной недвижимости -типичной и доходной недвижимости с бизнес-потенциалом соот ветственно, учитывая и анализ зарубежной практики оценки подобной недвижимости.

Доходный подход является фундаментальным для оценки приносящей доход недвижимости. Более подробно он будет рассмотрен далее. Сравнительный подход также может быть полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов недвижимости. Точность этого подхода зависит от качества собранных данных. Объективность данного подхода снижается тогда, когда сделок было мало, когда после их совершения прошел продолжительный период времени или когда рынок находится в аномальном состоянии.

Что касается затратного подхода, то в широком смысле он наиболее приемлем для оценки зданий институционального и специального назначения, в целях страхования, также для оценки объектов нового строительства - технико-экономический анализ для нового строительства, для определения наилучшего и наиболее эффективного использования земли. Также он может быть необходим тогда, когда оценка объекта в целях поимущественного налогообложения или наложения ареста требует отделения стоимости зданий и сооружений от стоимости земли. В США, например, затратный подход часто используется для проверки рыночной стоимости недвижимого имущества29. Необходимой информацией для применения затратного подхода являются данные о ценах на землю, строительные спецификации, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке. Затратный подход к оценке недвижимости рассматривает стоимость недвижимости с точки зрения понесенных издержек, а затраты на приобретение активов не отражают величину прогнозируемых доходов. Таким образом, для целей определения стоимости доходной недвижимости он не носит информативного характера и в рамках данного исследования подробно не описывается.

Доходный подход основан в первую очередь на принципе ожидания, который гласит, что инвестор приобретает недвижимость в ожидании получения будущих доходов и выплат, то есть чем выше доходный потенциал актива, тем больше его стоимость. Еще один принцип, на котором базируется доходный подход, это принцип замещения - максимальная стоимость недвижимости, приобретаемой инвестором, не должна превышать минимальной стоимости аналогичной недвижимости с эквивалентной доходностью.

Стоимость приносящей доход недвижимости определяется величиной, качеством и продолжительностью периода получения тех выгод, которые данный объект, как предполагается, будет приносить в будущем. Пересчитав эти выгоды в единую сумму текущей стоимости, с учетом объективной рыночной информации, определяется рыночная стоимость доходной недвижимости.

Учитывая выявленные особенности доходной недвижимости, а именно ее деление на типичную и доходную недвижимость с бизнес-потенциалом, очевидно, что и методы оценки рыночной стоимости также будут отличные. Классические методы доходного подхода для оценки типичной доходной недвижимости выступают в виде метода прямой капитализации, где использ уется денежный поток за последний отчетный или первый прогнозный год, и метода дисконтированных денежных потоков (далее - ДДП)30. В основе обоих методов лежит расчет чистого операционного дохода, который относится к оцениваемому объекту, и дисконтируется в текущую стоимость при помощи соответствующей ставки. Определение стоимости нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом невозможно осуществлять данными методами. Наличие у подобных объектов бизнес-составляющей, а значит и необходимость учета дополнительных доходов, рисков и иных ценообразующих факторов, все это способствует выводу, что более разумным представляется модификация классических методов оценки недвижимости в рамках доходного и сравнительного подходов. Причем совершенствовать методы оценки необходимо с учетом специфики организации деятельности доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, что и является неисследованным и будет новым в рамках данного исследования.

В методе ДДП используется широкий диапазон и множество различных переменных, что и создает причину для неприятия данной модели в целях оценки недвижимости31. То есть потребность модели ДДП в существенном количестве данных и широкой прогнозной информации рассматривается как ее слабость и недостаток. Другие же наоборот определяют это как достоинство, позволяющее выявить инвестиции с неправильным ценообразованием.

В рамках метода ДДП необходимо строить прогноз денежных потоков в течение заданного будущего периода владения. Исследования показывают, что средний период владения недвижимости, приносящей доход, составляет в целом 8-12 лет32. Хотя, например период владения офисами в Германии в среднем составляет 23 года, в то время как в Великобритании он менее продолжителен - 10 лет.

В общем, не существует никакого устоявшегося правила, которое бы определяло период прогноза. В Великобритании обычно используется период анализа в пять лет, так как этот период совпадает с преобладающей схемой пересмотра арендной платы. В США более распространен 10-летний анализ, а в Нидерландах - 20 лет. В России зачастую используется пятилетний период прогноза.

Согласно Информационному документу RICS, истинный прогноз включает в себя построение эконометрических моделей, которые основаны на рынке имущества, финансовых и экономических моделях рынка и требует определенных навыков33. Для того, чтобы построить объективный прогноз, необходим развитый рынок и достоверный источник информации о ключевых позициях, использующихся в расчетах. При оценке офисной недвижимости, например, в процессе прогноза важным является определение ключевых переменных, воздействующих на изменение арендной платы во времени. Трудовая занятость, валовый национальный продукт, производство, трудовая занятость в отрасли финансовых и деловых услуг, безработица, процентные ставки и операционные расходы являются предопределяющими экономическими переменными, охватывающими экономические обстоятельства, влияющими на офисный рынок.

## Особеннности оценки стоимости недвижимости, приносящей доход, с позиции сравнительного подхода

На основе модифицированной модели метода дисконтированных денежных потоков получена величина рыночной стоимости собственного капитала в размере 9 940 254 000 руб.

В заключение данного параграфа исследования следует отметить, что в нем обоснована целесообразность использования модифицированной модели метода дисконтированных денежных потоков при оценке нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. Прогнозирование доходов гостиницы методом ДДП позволяют учесть особенности загрузки номерного фонда, специальные условия реализации номеров через агентства, а также другие источники получения доходов, что невозможно учесть при классическом подходе к оценке недвижимости, приемлемым для оценки типичной доходной недвижимости.

Результаты расчетов показывают, что нет существенной, значимой связи между загрузкой гостиниц 4-5 и количеством иностранных туристов, посетивших Москву, или уровнем реально располагаемых доходов населения. Наиболее достоверной явилась связь с темпом роста валового внутреннего продукта. Это факт наглядно доказывает, что гостиничная индустрия тесно связана с уровнем развития всей экономики страны и остро реагирует на все кризисные явления.

Самостоятельное практическое значение имеет алгоритм расчета ставки дисконтирования по модели САРМ с использованием публичных данных о величине коэффициента бета, безрисковой доходности и премии за риск. Представленный в работе расчет может быть широко использован для оценки нетипичной доходной недвижимости любого типа.

Цель сравнительной оценки нетипичных объектов доходной недвижимости состоит в определении их стоимости на основе рыночной цены аналогичных активов. Сравнительный подход включает две особенности: 1) при расчете стоимости объектов недвижимости, цены объектов - аналогов требуется привести к определенным условиям оцениваемого объекта; 2) трудности в подборе сопоставимых объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, поскольку не существует двух идентичных объектов.

При реализации сравнительного подхода рассматриваются сопоставимые объекты доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, которые были проданы или выставлены на продажу на соответствующем рынке, затем вносятся поправки на возможные различия между оцениваемым объектом и объектами - аналогами. В результате определяется продажная цена каждого из сопоставимых объектов, как если бы при продаже он имел те же основные характеристики, что и оцениваемый объект. Скорректированная цена позволяет сделать логические выводы о том, какова возможная стоимость оцениваемого объекта недвижимости на рынке.

Сравнительный подход включает сбор и анализ данных о рынке продаж и предложений по объектам - аналогам. Аналог объекта доходной недвижимости - это сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях. Сравнительный подход применим, когда существует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов - аналогов. В рамках сравнительного подхода традиционно применяется метод парных продаж.

Метод парных продаж дает относительно точный результат при оценке объектов доходной недвижимости, по которым имеется достаточное количество информации о недавних сделках купли-продажи с аналогами либо информация по предложениям на продажу. Если такая недвижимость на рынке продаж отсутствует, метод сравнения продаж не применим. Достаточно сложен вопрос о применимости сравнительного подхода в условиях отсутствия рыночных данных. Эта ситуация может наблюдаться в небольших населенных пунктах, где рынок недвижимости развит слабо и в доступных источниках информации отсутствуют сведения о сделках купли - продажи сопоставимых объектов. В этом случае в качестве приемлемого варианта предлагается использовать следующий алгоритм: 1. определяются аналогичные города, расположенные в той же области, регионе, районе (критерии сопоставимости: численность и уровень доходов населения, наличие развитого рынка жилья, местоположение по отношению к «ключевой» магистрали и т.п.); 2. осуществляется поиск данных по сопоставимым сделкам; 3. осуществляется расчет, в случае необходимости вносятся соответствующие корректировки. При реализации метода парных продаж для оценки доходной недвижимости предпринимаются следующие шаги: Шаг 1. Выявление недавних продаж сопоставимых объектов на соответствующем рынке. 101 Шаг 2. Проверка информации о сделках. Данные, собранные о продажах сопоставимых объектов, должны быть подтверждены одним из участников сделки: собственник, риэлтор, частный маклер. Шаг 3. Выбор единицы сравнения. В методе парных продаж в качестве наиболее часто используемых единиц сравнения выступают: 1 кв.м. общей площади или 1 кв.м. полезной или сдаваемой в аренду площади. Шаг 4. Внесение поправок с учетом различий между оцениваемым объектом и каждым из сопоставимых объектов. В той мере, в какой оцениваемая недвижимость отличается от сопоставимой, в цену последней необходимо внести поправки с тем, чтобы определить, за сколько она могла бы быть продана, если бы обладала теми же основными характеристиками, что и оцениваемый объект. Шаг 5. Формирование итоговой величины стоимости. Выбор объектов - аналогов и сбор информации по ним - это первый и фактически ключевой этап в рамках использования сравнительного подхода. Для выбора могут быть использованы следующие основные элементы сравнения:

## Развитие методов сравнительного подхода к оценке недвижимости, приносящей доход

Сопоставление результатов расчетов методом парных продаж и методом отраслевых мультипликаторов позволяет сделать вывод, что их применение позволяет более точно определять величину рыночной стоимости нетипичных объектов доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. Усовершенствованный метод отраслевых мультипликаторов позволяет учесть специфику гостиничной недвижимости, т.к. факторы стоимости, приведенные в анализе рынка, в большей степени влияют на их стоимость по сравнению с общей площадью гостиницы.

В отличие от обычных типов доходной недвижимости, где единицей, приносящей доход, является 1 кв.м., который сдается в аренду, стоимость гостиницы формирует показатель ADR и количество номеров. Комбинированное использование обоих показателей позволяет в процессе оценки отразить классность гостиниц через величину ADR, а также их масштаб через количество номеров. Изолированное применение каждого из показателей приведет к искажению итоговой величины стоимости. Например, пятизвездочная гостиница с ADR равным даже 50 000 руб., но 10 номерами будет стоимость меньше, чем аналогичный объект с 200 номерами.

Современная зарубежная практика оценки гостиниц предлагает еще два алгоритма расчета стоимости, основанные на выявленных эмпирическим путем соотношениях. Первый алгоритм расчета базируется на утверждении, что стоимости гостиницы равна средней цене размещения (ADR), умноженная на количество номеров и умноженная на 1 000. Стоимость оцениваемой гостиницы, рассчитанная по данному алгоритму, составляет 11 906 400 000 руб. (32 800 руб. (ADR) 363 номера 1 000). Полученный результат соответствует данным, представленным в табл. 18. В этой связи можно утверждать, что в целом российский рынок гостиниц по этому параметру идентичен с зарубежными рынками, так как мультипликатор для российского рынка очень близок к зарубежной статистике.

Второй алгоритм расчета основан на соотношении стоимости одной банки сока в минибаре номера, количества номеров, умноженная на 100 000. Стоимость гостиницы, рассчитанная по второму алгоритму составляет 3 630 000 000 руб. (100 руб. (стоимость банки сока) 363 номера 100 000).

Данные расчеты стоимости гостиниц целесообразно приводить только справочно, т.к. величины показателей 1 000 и 100 000 рассчитаны по данным сделок на американском рынке доходной недвижимости.

Стоимость подобных нетипичных объектов доходной недвижимости во многом зависит от успешности функционирования бизнеса, который в них организован. В связи с тем, что управление гостиничным комплексом в несколько раз сложнее, чем управление складом, если он просто сдается в аренду, усовершенствованный метод отраслевых мультипликаторов более точно отражает стоимость подобных объектов недвижимости. Эффективность управления гостиницей отражается во многих драйверах стоимости, но самые важные из них это количество номеров и средняя стоимость размещения, поэтому результаты метода отраслевых мультипликаторов более объективные в отличие от метода парных продаж, для оценки нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом.

Подводя итог данного параграфа необходимо отметить, что по результатам исследования доказано, что в рамках сравнительного подхода при оценке нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом целесообразно применять усовершенствованный метод отраслевых мультипликаторов, т.к. он наиболее точно учитывает специфику объектов, эффективность их управления, что и отличает их от типичных объектов доходной недвижимости. Нетипичные объекты доходной недвижимости имеют другие единицы, приносящие доход, чем типичные, такие как: 1 номер, 1 посадочное место, 1 место в станции техобслуживания и т.п. В этой связи расчет стоимости на базе этих единиц сравнения в большей степени отражают стоимость оцениваемых объектов.

Результаты использования метода отраслевых коэффициентов были верифицированы и подтверждены результатами метода парных продаж, следовательно, применение метода отраслевых мультипликаторов обосновано и актуально.

Самостоятельное практическое значение имеет алгоритм расчета отраслевых мультипликаторов для гостиниц с использованием публичных данных о цене сделки, количестве номеров в гостинице и средней стоимости размещения. Представленный в диссертационной работе расчет мультипликаторов может быть широко использован для оценки нетипичных объектов доходной недвижимости любого вида. Следует отметить, что состав отраслевых мультипликаторов необходимо определять только на основе анализа сегмента рынка, к которому принадлежит оцениваемый объект, т.к. только рынок выделяет наиболее значимые показатели.

Сформулированные в исследовании рекомендации по определению рыночной стоимости гостиниц методом отраслевых мультипликаторов имеют большое практическое значение, т.к. позволяют на альтернативной основе рассчитать величину стоимости доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, исходя из важных для данного сегмента доходной недвижимости показателей.