

# ПРИРОДА НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА И ЕГО СТОИМОСТИ

*А. Драпиковский, И. Иванова,  
заслуженные оценщики Украинского общества оценщиков*

**Постановка проблемы.** Недвижимое имущество является наиболее распространенным, но вместе с тем достаточно проблемным объектом оценки. Такая проблемность обусловлена не столько его разнородной структурой, состоящей из земли и объектов, являющихся ее естественным продолжением и/или присоединенных к ней человеком, сколько игнорированием целостной природы недвижимого имущества и сложившейся практикой определять его стоимость суммой стоимости земли и земельных улучшений.

Можно привести множество причин, объясняющих появление такой фракционной оценки в 1992 году, но трудно объяснить, почему такая оценка продолжает культивироваться сегодня и находить все расширяющуюся нормативно-правовую поддержку.

Естественно, стоимость недвижимости может быть представлена как сумма стоимостей ее физических составляющих и в определенных ситуациях, например, при оценке специализированной недвижимости – это единственно возможный способ определения стоимости. Однако, если целью оценки является определение рыночной стоимости, то фракционная оценка теряет смысл, так как рынок не разделяет стоимость недвижимого имущества по физическим составляющим, а значит не предоставляет соответствующих подтверждений.

Очевидно, что искусственное противопоставление понятий «земельный участок» и «объект недвижимого имущества» (которые даже не дополняют друг друга, поскольку являются синонимами) не только искажает результат оценки, но и ставит под сомнение эффективность дальнейшего развития оценочной деятельности.

**Цель статьи.** Предложить базовые модели оценки недвижимого имущества и его физических и правовых составляющих, отражающих сущность данного типа имущества.

**Сущность недвижимого имущества и принципы его оценки.** Наиболее адекватным для понимания сущности недвижимого имущества, по мнению авторов [1; 2], является системно-деятельностный подход, согласно которому человек в ходе своей деятельности продуцирует систему социальных, экономических, имущественных и иных связей, создавая, тем самым, соответствующую среду для осуществления этой деятельности, в том числе и путем занятия определенного места на земной поверхности, ценность которого проявляется через его использование.

Можно утверждать, что любая деятельность человека так или иначе связана с использованием земли. При этом, создавая условия для продуктивной деятельности, оно само является продуктивной системой. Ведь использование земли предполагает, что она должна быть выделена в отдельный участок с установленными по отношению к нему правами и обязательствами и определенным образом улучшена, то есть приобрести признаки объекта недвижимого имущества – материально-пространственной среды деятельности человека.

В свою очередь, стационарность такого имущества обуславливает необходимость учитывать конкретную полезность его местоположения, которую и отражает стоимость земли, в то время как стоимость земельных улучшений является мерой того, насколько труд, капитал и предпринимательская инициатива увеличили стоимость недвижимого имущества в целом. Иначе говоря, с экономической точки зрения имущество может быть классифицировано как недвижимое настолько, насколько в его стоимости присутствует стоимость земли.

Таким образом, если использование земли служит системным фактором формирования стоимости недвижимого имущества, то само недвижимое имущество, являясь конечным продуктом такого использования, выполняет роль системы, обеспечивающей упорядоченное взаимодействие между всеми другими ее компонентами.

Связи между продуктивными факторами (земля, труд, капитал и предпринимательская инициатива) и их отношения к недвижимому имуществу как конечному продукту отображают такие экономические законы, как закон предельной (остаточной) производительности и закон пропорциональности, которые позволяют определиться с главным критерием эффективности использования земли – ее остаточной стоимостью: «Чем выше стоимость земли, тем выше эффективность ее использования». При чем рыночная стоимость будет отражать наиболее эффективное использование земли с точки зрения участников рынка.

Заметим, что использование земли практически всегда является предметом регламентации со стороны общества, определяющей не только допустимые функции, но и граничные параметры земельного участка и его улучшений. Фактически такая регламентация очерчивает юридически разрешенные и физически возможные виды использования, конкурирующие между собой на определенной территории за ее наиболее эффективное использование. То есть, формирование стоимости земли происходит под действием как рыночных сил спроса и предложения на то или иное использование земли, так и институциональных факторов, которые такое использование регламентируют.

Это позволяет говорить еще об одном принципе оценки, связанным с природой недвижимого имущества, – принципе эквипотенциальности, согласно которому каждый объект недвижимого имущества можно рассматривать и как систему, и как элемент более крупной системы – территории, в пределах которой этот объект расположен и в пределах которой его использование приобретает новое измерение. Здесь использование становится основным, сопутствующим, вспомогательным или обслуживающим. Именно поэтому наиболее эффективное использование всегда является ситуационным и комплементарным.

#### **Модели денежных потоков на стадии развития и функционирования недвижимости.**

Способность удовлетворять в конкретном месте в течение определенного времени те или иные потребности домохозяйств и предприятий в необходимой среде их жизнедеятельности обуславливает необходимость рассматривать недвижимое имущество как пространственно-временной объект, жизненный цикл которого представлен стадиями улучшения земли (развития), функционирования улучшенной недвижимости и ликвидации земельных улучшений, с присущими для каждой из них денежными потоками. При этом, неотъемлемым и решающим компонентом моделей денежных потоков на различных стадиях жизненного цикла недвижимости, создающим упорядоченное взаимодействие между всеми другими их компонентами, выступает сам объект недвижимого имущества как конечный продукт использования земли, с которым собственно и соотносится рыночная стоимость.

В определенной мере это может служить основанием для постановки вопроса о приоритетности рыночного подхода, так как результаты затратного и доходного подходов не обязательно будут отражать рыночную стоимость. В то же время, будучи ориентированными на достижение рыночной стоимости, данные подходы позволяют получить ответы на два важнейших вопроса, необходимых для построения базовых моделей денежных потоков:

на стадии развития – какой уровень затрат на приобретение и улучшение земельного участка поддерживает рыночная стоимость завершеного развитием объекта недвижимости;

на стадии функционирования – какой уровень доходов обеспечивает рыночная стоимость такого объекта недвижимости.

При построении моделей основное внимание должно быть уделено обоснованию временных периодов денежных потоков, связывающих текущую и терминальную стоимость, регулярные платежи (поступления) и процентную ставку.

На стадии развития текущая стоимость соответствует стоимости земли, подлежащей развитию  $V_L$ ; терминальная стоимость – стоимости объекта, заверщенного развитием  $V_O$ ; регулярные платежи – стоимости подрядных работ, связанных с проектированием, строительством, маркетингом и сдачей объекта в эксплуатацию  $V_{C_t}$ . При этом периодичность платежей будет определять количество периодов в стадии развития  $m$ , с которыми, в свою очередь, будет соотноситься процентная ставка  $i$ , отражающая интерес инвестора и интерес девелопера:

$$V_L = -\sum_{l=1}^m \frac{V_{C_l}}{(1+i)^l} + \frac{V_O}{(1+i)^m} \quad (1)$$

Следует заметить, что именно на стадии развития формируется стоимость земли, когда определяется вид и способ ее использования. Потом стоимость земли лишь поддерживается, так же как поддерживается и определенное использование. Таким образом, рыночная стоимость земли формируется по остаточному принципу, при чем при наиболее эффективном использовании.

На стадии функционирования улучшенной недвижимости текущей стоимостью будет стоимость объекта, заверщенного развитием  $V_O$ ; терминальной стоимостью – стоимость земли  $V_L$ ; регулярными платежами – чистый операционный доход  $I_{O_t}$ . При этом количество периодов  $n$  будет определяться сроком экономической жизни земельных улучшений, а ставка дисконтирования – внутренней нормой отдачи  $Y$ , которая при допущении о неизменности стоимости земли отвечает ставке капитализации для земли:

$$V_O = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}}{(1+i)^t} + \frac{V_L}{(1+i)^n} \quad (2)$$

Учитывая, что уровень доходности на стадии функционирования должен удовлетворять экономическим интересам, связанным с физическими составляющими недвижимости – землей и улучшениями, то и стоимость функционирующей недвижимости может быть описана бинарной оппозицией денежных потоков для земли  $V_L = \sum_{t=1}^n \frac{I_{L_t}}{(1+Y)^t} + \frac{V_L}{(1+Y)^n}$  (3) и для улучшений

$V_B = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t} - I_{L_t}}{(1+Y)^t}$  (4).

При этом остаточную продуктивность на этой стадии будут иметь уже улучшения, поскольку стоимость земли поддерживается существующим способом ее использования. То есть, рыночная стоимость земельных улучшений определяется исключительно как разница между рыночной стоимостью улучшенной недвижимости и рыночной стоимостью собственно земли.

Применение указанного положения на практике позволяет установить совокупный износ и оставшейся срок экономической жизни существующих на земельном участке улучшений. При этом, появление отличного от существующего, но более эффективного использования земли может стать весомым фактором экономического обесценения земельных улучшений.

Что касается стадии ликвидации земельных улучшений, то она всегда совпадает с началом стадии развития, поэтому стоимость земельных улучшений, исчерпавших срок своей экономической жизни, оценивают, учитывая их потенциал для последующего развития недвижимого имущества (альтернативное использование, реконструкция или ликвидация).

Рассматривая особенности формирования денежных потоков для недвижимого имущества, нельзя оставить без внимания и то обстоятельство, что современный рынок демонстрирует множество способов удовлетворения потребностей бизнеса и домохозяйств с использованием как своей, так и чужой недвижимости, что обуславливает необходимость построения моделей денежных потоков, определяющих стоимость не только права собственности, но и производных от него прав.

**Стоимость права собственности и производных от него прав.** Исходной посылкой для решения этого вопроса является допущение, что недвижимость стоит столько, сколько с нее можно получить дохода, а размер этого дохода зависит от полноты прав на недвижимость.

Совет по международным стандартам оценки в МСО 2011 [3] предложил следующую иерархию прав:

первичное право на земельный участок, по которому субъект этого права имеет право собственности на землю и на все объекты, расположенные на, над и под ее поверхностью. Это право ограничивается лишь нормами закона и вторичными правами;

вторичное право, которое предоставляет его обладателю права исключительного владения и пользования участком земли и/или зданиями на определенный срок согласно условиям договора;

право использования земли или зданий, но без права исключительного владения или контроля, например, право сервитута.

Перечисленные виды прав не являются взаимоисключающими. Первичное право может быть обременено одним или несколькими вторичными правами. Это становится возможным благодаря тому, что любое право включает определенные правомочия относительно владения, пользования и распоряжения вещью, которые могут отчуждаться в пользу иного лица.

Правомочия имеют не только юридическое, но и экономическое содержание. Если правомочие владения лишь свидетельствует о принадлежности недвижимости определенному лицу, то правомочие пользования и распоряжения обеспечивает их обладателю определенные выгоды, которые могут быть выражены в виде денежных потоков. Именно своими экономическими последствиями (результатами) конкретный вид правомочия имеет интерес для участников рынка.

Очевидно, что базовая модель для функционирующей недвижимости (2) отражает денежные потоки, связанные с правомочиями собственника. Приобретая право собственности, его владелец фактически получает право присваивать неограниченный во времени доход с недвижимости, размер которого регламентирован односторонними обязательствами владельца по соблюдению разрешенного использования и по уплате налога на имущество. В частности, правомочие пользования обеспечивает его обладателю получение регулярных денежных потоков за счет присвоения чистого операционного дохода с недвижимости  $I_{O_t}^m$ , а правомочие распоряжения – разового денежного потока  $V_L$ , например, при ее продаже.

$$V_O = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}^m}{(1+Y)^t} + \frac{V_L}{(1+Y)^n} \quad (5)$$

Установление рыночной стоимости права собственности  $V_O$  является неперенным условием для определения иных видов прав в недвижимом имуществе. Это обусловлено тем, что такие виды прав формируются в результате основанного на законе или на договоре отчуждения части правомочий собственника в пользу третьих лиц.

По сути, эти права являются производными от права собственности и приводят к формированию, как минимум, двух экономических интересов. Например, стоимость недвижимости, предоставленной в аренду, может быть описана моделями денежных потоков, отражающих интерес арендодателя и интерес арендатора.

Следует заметить, что при аренде владелец недвижимости не лишается своих правомочий. Эти правомочия остаются у него в течение времени, пока он продолжает быть владельцем, а у арендатора (пользователя) возникают свои правомочия, зависящие от правомочий владельца, но не идентичные им.

Право аренды обеспечивает арендодателю получение регулярных денежных потоков в виде чистого операционного дохода от контрактной арендной платы ( $I_{O_t}^k$ ) и разового денежного потока от реверсии, соответствующей терминальной стоимости недвижимости ( $V_L$ ), т.е. его интерес отражает их текущая стоимость ( $V_O^{lf}$ ):

$$V_O^{lf} = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}^k}{(1+Y)^t} + \frac{V_L}{(1+Y)^n}. \quad (6)$$

В то же время интересу арендатора ( $V_O^{lh}$ ) будет соответствовать денежный поток, формируемый разностью между чистыми операционными доходами от рыночной и контрактной арендными платами:

$$V_O^{lh} = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}^m - I_{O_t}^k}{(1+Y)^t}. \quad (7)$$

Таким образом, интерес арендатора приобретает положительное значение стоимости лишь при условии, что чистый операционный доход от контрактной арендной платы меньше аналогичного дохода от рыночной арендной платы. В случае же приближения контрактной арендной платы к рыночной, стоимость интереса арендатора уменьшается, а в случае превышения – приобретает отрицательное значение.

Отрицательная стоимость интереса арендатора в соответствии с Международными стандартами оценки [3] считается вполне правомерной и не должна игнорироваться (например, указанием «нулевого» значения) или компенсироваться за счет положительной рыночной стоимости иного имущества. Она является свидетельством того, что стоимость интереса арендодателя будет превышать стоимость собственности, не обремененной арендой.

Интересы в праве аренды могут быть связаны с отчуждением правомочностей собственника не только улучшенной недвижимости, но и собственника земли, когда последняя предоставляется под застройку или иное использование.

В этом случае стоимость интереса арендодателя земли  $V_O^{lfL}$  будет описывать модель дисконтированных регулярных денежных потоков в виде чистого операционного дохода от контрактной арендной платы за землю  $I_{L_t}^k$  и разового денежного потока от реверсии, соответствующей стоимости земли по завершению договора аренды  $V_L$ :

$$V_O^{lfL} = \sum_{t=1}^n \frac{I_{L_t}^k}{(1+Y)^t} + \frac{V_L}{(1+Y)^n}. \quad (8)$$

Интерес арендатора земли – владельца улучшений  $V_O^{lhL}$  будут определять чистый операционный доход от рыночной арендной платы для улучшенной недвижимости  $I_{O_t}^m$ , уменьшенный на размер контрактной арендной платы за землю  $I_{L_t}^k$ , и остаточная стоимость земельных улучшений на дату завершения договора об аренде земли  $V_B$ :

$$V_O^{lhL} = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}^m - I_{L_t}^k}{(1+Y)^t} + \frac{V_B}{(1+Y)^n}. \quad (9)$$

Третий вид прав связан с ограниченным использованием чужой недвижимости для определенных целей (прохода, проезда, прокладки коммуникаций и т.п.). Это не предусматривает отчуждения собственником каких-либо своих правомочий, однако может отразиться на стоимости имущества. Как правило, такое право приводит к повышению полезности объектов недвижимости, в пользу которых оно установлено, и к ее уменьшению для объектов недвижимости, которые оно обременяет. Это позволяет определить стоимость права ограниченного пользования путем сопоставления цен продаж подобных объектов, отличие которых заключается в наличии (отсутствии) таких прав.

Значение стоимости объекта сервитута во многом будет зависеть от того насколько он влияет на возможность наиболее эффективного использования недвижимости. В частности, на ее функциональную целостность, достижение нормативной плотности застройки и тому подобное. То есть сервитут не будет иметь стоимости, если обремененная им недвижимость не потеряла в цене.

При платном характере права ограниченного пользования чужой недвижимостью уменьшение ее полезности ( $V_O^{s-}$ ) компенсируется дополнительным доходом от платы за сервитут ( $P_t^S$ ):

$$V_O^{s-} = \sum_{t=1}^n \frac{I_{O_t}^m + P_t^S}{(1+Y)^t} + \frac{V_O}{(1+Y)^n}, \quad (10)$$

а повышение полезности объекта, в пользу которого установлено данное право ( $V_O^{s+}$ ), нивелируется дополнительными операционными затратами:

$$V_O^{s+} = \sum_{t=1}^n \frac{I_O^m - P_t^S}{(1+Y)^t} + \frac{V_O}{(1+Y)^n}. \quad (11)$$

Таким образом, предлагаемые модели денежных потоков раскрывают экономическое содержание основных видов имущественных прав, которые основываются на свойственной праву собственности аддитивности, когда суммарное значение стоимости интересов в правах на недвижимость, созданных путем отчуждения определенных правомочностей собственника, будет равняться стоимости права собственности.

Отметим, что покупая и продавая недвижимое имущество, участники рынка относят конкретную стоимость к конкретному интересу в имуществе, которые могут распределяться как по отношению к его составляющим, так и между разными лицами. Именно за счет возможности передачи различных интересов рынок недвижимости успешно функционирует, отражая ценовыми изменениями индивидуальные предпочтения, то есть соотношение спроса и предложения на конкретные интересы, что позволяет обеспечить оптимальную структуру настоящих и ожидаемых выгод и как следствие – эффективное использование имущества.

**Выводы.** Системно-деятельностный подход к раскрытию природы недвижимого имущества и его стоимости дает возможность сформулировать основные требования к оценке такого вида имущества:

1. Стоимость недвижимого имущества формируется и поддерживается определенным видом и способом его использования, то есть о том или ином значении стоимости можно говорить только применительно к конкретному использованию.

2. Стоимость земли неотъемлемый элемент стоимости недвижимого имущества, с которого начинается и которым завершается жизненный цикл недвижимости.

3. Стоимости всех интересов, связанных с недвижимой вещью, являются производными от права собственности и определяются их вкладом в рыночную стоимость права собственности на эту вещь.

## ИСПОЛЬЗОВАННАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Драпіковський О.І. Системно-діяльнісний підхід до вивчення міського землекористування / О.І. Драпіковський, І.Б. Іванова // Суспільно-географічні проблеми розвитку продуктивних сил України: Матеріали V Міжнародної наукової конференції (Київ, 21-23 жовтня 2010 року) – К.: ВГЛ Обрій, 2010. – с. 108-110.
2. Драпиковский А.И. Использование земли как системный фактор формирования ее рыночной стоимости / А.И. Драпиковский, И.Б. Иванова // Земля Беларуси. – 2010. – №4. – С. 28-29.
3. Міжнародні стандарти оцінки 2011 / Пер. з англ. УТО. – К.: «Аванпост-Прим», 2012. – 144 с.