

УДК 332.87

*Н.В. Мирзоян, ЗАО «Жилцентр»*

## УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ НЕДВИЖИМОСТИ

*Словосочетание Value Based Management стало сегодня символом применения последних достижений в области управленческих технологий и самых современных инструментов финансового менеджмента, позволяющих эффективно планировать, контролировать и направлять действия организации на пути к достижению экономически оправданных целей. Если рассматривать недвижимость как наиболее долговечный товар из всех существующих и обеспечивающих надежность инвестиций, то грамотное и эффективное управление стоимостью недвижимостью является важнейшим фактором повышения конкурентоспособности любого предприятия.*

**У**правление стоимостью — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости.

Суть концепции управления стоимостью заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости объекта, которым управляют, т.е. все устремления, аналитические методы и приемы менеджмента должны быть направлены на одну общую цель: максимизацию стоимости, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости.

Составными частями стоимостного подхода являются идеология, принципы и процессы. Идеология делает управление осознанным и задает направление движения. Принципы дают базу для обоснованного оценивания альтернатив. Отлаженность процессов определяет эффективность в реализации стратегии и достижении поставленных целей.

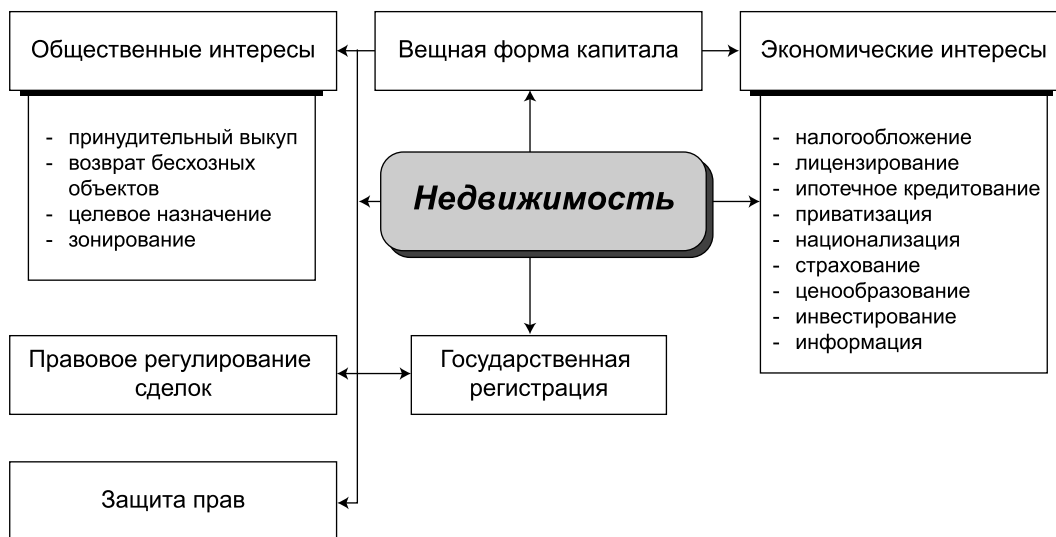
*Недвижимое имущество* — это физические объекты с фиксированным мес-

тоположением в пространстве, и все, что неотделимо с ними связано как под поверхностью, так и над поверхностью земли, или все, что является обслуживающим предметом, а также права, интересы и выгоды, обусловленные владением объектами. Под физическими объектами понимаются нерасторжимо связанные между собой земельные участки и расположенные на них строения.

Вопросы управления недвижимостью, основанного на стоимости, касается не только инвесторов и собственников. Недвижимость распределена между государством, регионами, республиками, муниципальными образованиями, юридическими и физическими лицами, что закреплено в Конституции РФ и законодательстве страны.

Недвижимость находится в центре совмещения экономических процессов, частных и общественных интересов, административных норм и правил (рис. 1).

*Недвижимое имущество как товар* — это объект сделок, удовлетворяющий различные, реальные или потенциальные потребности и имеющий определенные качественные и количественные характеристики.



**Рис. 1.** Недвижимость — объект экономических и государственных интересов

Недвижимое имущество — наиболее долговечный товар из всех существующих, обеспечивающий надежность инвестиций, так как стоимость его со временем может возрастать под влиянием различных факторов. Другой важной особенностью недвижимости является то, что недвижимые товары потребляются по месту их расположения, поэтому возникает такая экономическая характеристика, как территориальные предпочтения. Другими экономическими особенностями недвижимости являются неравномерность денежных потоков, дифференциация налогообложения, многообразие комбинаций вещных прав, жесткая регламентация оформления сделок, ликвидность и необходимость менеджмента. В условиях рыночных отношений управление недвижимостью представляет собой сложную комплексную систему по удовлетворению потребностей в конкретном виде недвижимости.

К особенностям недвижимости как актива относят [2]:

- неоднородность актива, связанная с неоднородностью экономических характеристик объектов, в совокупности последних (из-за уникальности каждого объекта)

существенно усложняет проблемы управления портфелем недвижимости;

- слабая зависимость доходности недвижимости от доходности других активов позволяет рассматривать недвижимость в качестве альтернативы при выборе направлений портфельных инвестиций;

- относительная стабильность поступления доходов от эксплуатации объекта, обеспечиваемая долгосрочностью договоров аренды и следованием изменения доходов за инфляционным изменением цен, облегчает экономические прогнозы и управление экономическими рисками;

- неисчерпаемость земли и долговечность строений вместе с непреходящей потребительской ценностью недвижимости обеспечивают высокий уровень гарантий сохранности инвестируемых средств в сравнении с другими видами финансовых активов;

- необходимость высокого уровня стартовых инвестиций для приобретения или (и) развития объекта — при требуемом уровне самостоятельности в доходной эксплуатации — существенно сужает круг потенциальных пользователей этим видом актива;

- необходимость в высокопрофессиональном управлении объектами вследствие высокой степени сложности их структуры и системы обеспечения их функционирования приводит к необходимости вовлечения в процесс извлечения прибыли не только брокерских, но и управляющих компаний;

- низкая ликвидность и высокие транзакционные издержки для данного актива в сравнении с ценными бумагами снижает его привлекательность при реализации спекулятивных операций.

При управлении стоимостью недвижимости сплетаются противоречивые интересы:

- органов власти (федеральные, региональные, муниципальные), осуществляющих регулирование условий функционирования и развития рынка недвижимости;

- девелопмента;

- банков и других институтов (инвестиционных фондов, трастовых фондов), использующих в своей деятельности механизм залогового кредитования;

- управляющих недвижимостью;

- риэлторов;

- государственного и частного нотариата;

- строительных организаций;

- продавцов недвижимости;

- арендаторов недвижимости;

- саморегулируемых и общественно-профессиональных объединений — участников рынка недвижимости и т. д.

Стоимость как наилучший экономический показатель позволяет достигать более ясных и точных целей, поскольку требование любого участника рынка поддается стоимостной оценке.

Взяв на вооружение принципы управления стоимостью, инвесторы, собственники и управляющие недвижимостью могут принимать более эффективные и обоснованные решения, независимо от выбранных стратегических и оперативных целей.

Как показывает практика, увеличение рыночной стоимости недвижимости для собственников, инвесторов не противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон. Успешно действующие инвесторы создают стоимость для всех участников экономической среды — риэлторов, управляющих недвижимостью, государства (через выплачиваемые налоги) и др.

Стоимость — лучшая мера результатов деятельности, потому что ее оценка требует полной информации. В то же время известно, что почти невозможно принимать правильные решения, не обладая всей полной информацией, а ведь ни один другой показатель результатов деятельности не содержит столь полной информации, как стоимость. Однако расплатой за универсальность стоимости является сложность ее определения: она меняется со временем, она неодинакова для различных участников рынка и зависит от целей, с которыми они выступают.

В то же время стоимость находится под воздействием ряда факторов, которые находятся под влиянием различных участников рынка недвижимости.

### **Факторы, влияющие на стоимость объектов недвижимости**

Изменение стоимости любой недвижимости зависит от целого ряда факторов, которые проявляются на различных стадиях процесса оценки, эти факторы могут быть отнесены к трем различным иерархическим уровням. [2]

**Первый уровень (региональный)** — уровень влияния факторов, носящих общий характер, не связанных с конкретным объектом недвижимости и не зависящих непосредственно от него, но косвенно влияющих на стоимость.

яющих на процессы, происходящие с недвижимостью на рынке, и, следовательно, на оцениваемый объект.

**Второй уровень (местный)** — уровень влияния локальных факторов в основном в масштабе города или городского района. Эти факторы непосредственно связаны с оцениваемым объектом и анализом аналогичных объектов недвижимости и сделок по ним.

**Третий уровень (непосредственного окружения)** — уровень влияния факторов, связанных с объектом недвижимости и во многом обусловленных его характеристиками.

Влияние факторов может происходить одновременно на различных уровнях, а учитываться последовательно, в зависимости от степени детализации оценки и вида оцениваемой стоимости. Оценщик недвижимости должен установить влияние каждого фактора на итоговую цену, а затем влияние всех факторов в совокупности и сделать общее заключение о стоимости недвижимости, подтвержденное необходимым обоснованием.

К первому уровню относятся следующие 4 группы факторов.

#### **Социальные:**

- базовые потребности в приобретении объектов недвижимости, в варианте их использования; базовые потребности в общении с окружающими, отношение к соседним объектам и их владельцам, чувство собственности;

- тенденции изменения численности населения, его омоложения или старения, размер семьи, плотность заселения, др.;

- тенденции изменения образовательного уровня, уровня культуры, уровня преступности;

- стиль и уровень жизни.

#### **Экономические:**

- общее состояние мировой экономики; экономическая ситуация в стране, регионе, на местном уровне; финансовое состояние предприятий;

- факторы спроса: уровень занятости, уровень доходов и тенденции его изменения, платежеспособность, доступность кредитных ресурсов, ставки процента и арендной платы, издержки при формировании продаж, обеспеченность населения объектами общественного назначения и др.;

- факторы предложения: наличие источников и условия финансирования строительства и реконструкции, число объектов, выставленных на продажу; затраты на строительные-монтажные работы и тенденция их изменения, налоги.

#### **Физические:**

- климатические условия, природные ресурсы и источники сырья, рельеф, топография, почва и др.;

- экология;

- сейсмические факторы.

#### **Политические (административные):**

- политическая стабильность, безопасность;

- налоговая политика, финансовая политика, предоставление разного рода льгот;

- зонирование: запретительное, ограничительное или либеральное;

- строительные нормы и правила: ограничительные или либеральные;

- услуги муниципальных служб: дороги, благоустройство, инженерное оборудование, общественный транспорт, школы, противопожарная служба;

- наличие и совершенство законодательства (об ипотеке, о собственности, об операциях с недвижимостью, в области экологии, о залоге, в области строительства, о кредитной политике и др.), лицензирование риэлтерской и оценочной деятельности.

Ко второму уровню относятся следующие факторы.

**Местоположение:**

- по отношению к деловому центру, местам приложения труда, жилым территориям, автодороге, железной дороге, побережью, зеленым массивам, коммунальным учреждениям (свалкам и т. п.);
- наличие и состояние коммуникаций;
- наличие объектов социально-культурного назначения;
- размещение объектов в плане города (района), примыкающее окружение;
- условия продаж;
- особые условия сделок; мотивы продавцов и покупателей;
- условия финансирования: сроки кредитования; процентные ставки; условия выделения средств.

К третьему уровню относятся следующие факторы.

**Физические характеристики:**

- физические параметры: площадь, размеры, форма, материал постройки, год постройки или реконструкции, этажность и др.;
- качество строительства и эксплуатации;
- наличие коммунальных услуг;
- функциональная пригодность;
- привлекательность, комфорт.

**Архитектурно-строительные:**

- стиль, планировка, конструкции и т. д.;
- объемно-планировочные показатели и др.

**Финансово-эксплуатационные:**

- эксплуатационные расходы;
- стоимость строительства;
- доходы, генерируемые объектом недвижимости.

Сложившиеся в мировой практике технологии оценки рыночной стоимости базируются

на трех методических подходах: *сравнительном, доходном и затратном*. [3, 4]

Суть сравнительного подхода состоит в моделировании стоимости объекта недвижимости путем сопоставления цен недавно состоявшихся продаж аналогичного имущества в сходных рыночных условиях. С целью обеспечения условий сопоставимости состоявшихся сделок по отношению к оцениваемому объекту проводится корректировка цен на продажные объекты по девяти основным критериям сравнения (правам собственности на недвижимость; условиям финансирования; условиям продажи; состоянию рынка; местоположению объекта; физическим характеристикам объекта; экономическим характеристикам объекта; варианту использования; наличию движимого имущества).

Сущность доходного подхода заключается в оценке недвижимости, исходя из способности недвижимости генерировать доход, причем стоимость недвижимости измеряется текущей стоимостью ожидаемых доходов от оцениваемого объекта недвижимости в будущем. В зависимости от цели оценки текущего состояния и перспектив изменения ситуации на рынке недвижимости оценка стоимости объекта недвижимости производится одним из двух методов: *методом прямой капитализации и методом дисконтирования денежных потоков*. [3]

Метод прямой капитализации исходит из стабильности поступления денежных потоков от оцениваемого объекта недвижимости, стабильности их величины и рисков, неизменности текущей рыночной конъюнктуры и сохранении текущих тенденций в будущем.

Метод дисконтирования денежных потоков исходит из предположения о неустойчивом характере ожидаемых денежных потоков и (или) изменении стоимости актива к концу периода владения им. В этом случае строится прогноз предполагаемой динамики денежных потоков по годам про-

Таблица 1

## Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости недвижимости

| Сравнительный  | Доходный подход  | Затратный подход  |
|--|--|---|
| <b>Описание</b>  |  |   |
| Сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними   | Доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки  | Затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом износа  |
| <b>Базовые формулы для расчета</b>   |  |   |
| $C_{он} = K \cdot \overline{C}_{скор}$ <p>где <math>C_{он}</math> — стоимость объекта недвижимости;</p> <p><math>K</math> — количество единиц сравнения в оцениваемом объекте недвижимости (единица сравнения — 1 кв. м, 1 куб. м и т. д.);</p> <p><math>\overline{C}_{скор}</math> — средняя скорректированная цена единицы сравнения аналогичных объектов на рынке</p>   | $C_{он} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$ <p>где <math>C_{он}</math> — стоимость объекта недвижимости;</p> <p><math>CF_t</math> — прогнозные значения денежных потоков (Cash Flow), получаемые от объекта оценки в 1-й, 2-й периоды, и т. д. до бесконечности;</p> <p><math>r</math> — ставка дисконтирования (она учитывает риск вложения средств в данный объект, желаемую отдачу от объекта и другие факторы)</p> | $C_{он} = C_{зу} + ПСВ - И$ или $C_{он} = C_{зу} + ПСЗ - И$ , где<br>$C_{он}$ — стоимость объекта недвижимости; <p><math>C_{зу}</math> — стоимость земельного участка;</p> <p><math>ПСВ</math> — полная стоимость воспроизводства улучшений земельного участка;</p> <p><math>ПСЗ</math> — полная стоимость замещения улучшений земельного участка;</p> <p><math>И</math> — износ объекта оценки. (потеря стоимости)</p>               |
| <b>Применение подхода в рамках управления стоимостью недвижимости</b>  |  |   |
| Сравнительный подход позволяет увидеть среднерыночную цену на аналогичные объекты на рынке. Рыночные факторы не являются управляемыми для инвестора, собственника или управляющего недвижимостью, поэтому сравнительный подход в управлении стоимостью может использоваться только для получения рыночных индикаторов (цены продажи аналогов, уровня операционных расходов аналогов, коэффициента загрузки аналогов, ставки арендной платы аналогов и пр.) | Управление стоимостью недвижимости и оценка управленческих решений базируется на доходном подходе, поскольку управляемые факторы стоимости для инвестора, собственника или управляющего рассматриваются именно в доходном подходе, показатели рыночные и по конкретному объекту недвижимости: ставки арендной платы, уровень загрузки, операционные расходы, риски, мультипликаторы и др.                                      | Затратный подход опирается на оценку затрат на создание идентичного/аналогичного/объекта оцениваемого с учетом его текущего состояния и особенностей, но управление стоимостью основано на прогнозе будущих сценариев развития объекта недвижимости, поэтому затратный подход может применяться в рамках управления стоимостью недвижимостью только для сопоставления результатов, полученных в доходном и/или сравнительном подходах |

Таблица 2

**Информация, необходимая для реализации концепции управления стоимостью объекта недвижимости**

| Показатели   | По конкретному объекту недвижимости    | В среднем по наиболее близким аналогам на рынке |
|--|--|---|
| 1. Цена продажи 1 единицы сравнения:<br>(единица сравнения для свободных земельных участков — единица площади земельного участка; единица сравнения для застроенных земельных участков — единица площади строений)   | Не требуется                           | Желательно получить данную информацию           |
| 2. Срок экспозиции (период времени с даты выставления на продажу на открытом рынке до даты заключения сделки купли-продажи)  | Не требуется                           | Обязательно получить данную информацию          |
| 3. Арендные ставки<br>Различают три типа ставок аренды.  | Обязательно получить данную информацию | Обязательно получить данную информацию          |
| 3.1. Валовая арендная ставка (от англ. <i>gross lease</i> ), когда все операционные расходы лежат на собственнике объекта  |  |   |
| 3.2. Чистая арендная ставка (от англ. <i>net lease</i> ), когда все операционные расходы, за исключением расходов, связанных с налоговыми платежами, страховкой, управлением и внешним ремонтом объекта, лежат на арендаторе)  |  |   |
| 3.3. абсолютно чистая арендная ставка (от англ. <i>absolute net lease</i> ), когда арендатор платит за все, за исключением расходов, связанных с управлением объектом недвижимости. (Иногда этот тип арендной ставки называют тройной чистой арендной ставкой или арендной ставкой <i>NNNL</i> (с англ. <i>net-net-net lease</i> , три <i>N</i> соответствуют трем платежам: налог, страховка и внешний ремонт.) |  |   |
| 4. Физические параметры  | Обязательно получить данную информацию | Не требуется                                    |
| 4.1. Площадь, сдаваемая в аренду   |  |   |
| 4.2. Общая площадь   |  | Не требуется                                    |
| 4.3. Соотношение площади, сдаваемой в аренду, к общей площади объекта  |  | Обязательно получить данную информацию          |
| 4.4. Состояние объекта, уровень инфраструктуры, местоположения, транспортной доступности и т. д.   |  |   |
| 5. Коэффициент потерь от недозагрузки и неплаты арендных платежей  | Обязательно получить данную информацию | Обязательно получить данную информацию          |

Продолжение табл. 2

| Показатели   | По конкретному объекту недвижимости    | В среднем по наиболее близким аналогам на рынке |
|--|--|---|
| 6. Операционные расходы (действительные расходы собственника)  | Обязательно получить данную информацию | Желательно получить данную информацию           |
| 6.1. Операционные расходы при использовании валовой арендной ставки  |  |   |
| 6.2. Операционные расходы при использовании чистой арендной ставки   |  |   |
| 6.3. Операционные расходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки   |  |   |
| 7. Прочие доходы собственника/инвестора (получаемые от арендатора за дополнительные услуги, помимо аренды)   | Обязательно получить данную информацию | Желательно получить данную информацию           |
| 7.1. Прочие доходы при использовании валовой арендной ставки   |  |   |
| 7.2. Прочие доходы при использовании чистой арендной ставки  |  |   |
| 7.3. Прочие доходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки  |  |   |
| 8. Потенциальный валовой доход или сокращенно ПВД (произведение площади, сдаваемой в аренду, на ставку арендной платы)   | Обязательно получить данную информацию | Не требуется                                    |
| 8.1. ПВД при использовании валовой арендной ставки   |  |   |
| 8.2. ПВД при использовании чистой арендной ставки  |  |   |
| 8.3. ПВД при использовании абсолютно чистой арендной ставки  |  |   |
| 9. Действительный валовой доход или сокращенно ДВД (действительный валовой доход минус потери от недозагрузки и неуплаты арендных платежей плюс прочие доходы) | Обязательно получить данную информацию | Не требуется                                    |
| 9.1. ДВД при использовании валовой арендной ставки   |  |   |
| 9.2. ДВД при использовании чистой арендной ставки  |  |   |
| 9.3. ДВД при использовании абсолютно чистой арендной ставки  |  |   |



Продолжение табл. 2

| Показатели   | По конкретному объекту недвижимости    | В среднем по наиболее близким аналогам на рынке |
|--|--|---|
| 10. Чистый операционный доход или сокращенно ЧОД (действительный валовой доход минус потери от недозагрузки и неуплаты арендных платежей плюс прочие доходы) |  |   |
| 10.1. ЧОД при использовании валовой арендной ставки  | Обязательно получить данную информацию | Не требуется                                    |
| 10.2. ЧОД при использовании чистой арендной ставки   |  |   |
| 10.3. ЧОД при использовании абсолютно чистой арендной ставки   |  |   |
| 11. Ставка капитализации (отношение чистого операционного дохода, получаемого от объекта к цене объекта)   | Обязательно получить данную информацию | Желательно получить данную информацию           |
| 12. Структура и стоимость капитала   |  |   |
| 12.1. Доля заемного капитала   | Обязательно получить данную информацию | Желательно получить данную информацию           |
| 12.2. Стоимость заемного капитала (отношение ежегодных выплат по кредиту к сумме кредита)  |  |   |
| 12.3. Стоимость собственного капитала (требуемая норма доходности инвестора с учетом рисков объекта)   |  |   |

гнозного периода, и рассчитывается текущая стоимость денежных потоков. Доходный подход позволяет оценивать любые активы, предполагающие возможность извлечения дохода.

Затратный подход исходит из предположения о том, что типичный инвестор, имеющий возможность выбора, не заплатит за интересующий его объект недвижимости больше того, что стоит на местном рынке приобретение прав застройки равноценного земельного участка и создание на нем улучшений такой же полезности. Отсюда следует, что сумма средств, которые надо затратить на строительство оцениваемого объекта недвижимости в его существующем состоянии или воспроизводство потребительских свойств данного объекта, эквивалентна его рыночной стоимости.

Алгоритм затратного подхода включает следующие этапы:

- оценка рыночной стоимости участка земли как свободного исходя из доступного варианта землепользования, местных условий обращения земель и информационной насыщенности земельного рынка;
- определение полной стоимости воспроизводства (сумма затрат на создание объекта, идентичного объекту оценки, как нового) или полной стоимости замещения (сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, как нового) с учетом предпринимательской прибыли;
- оценка накопленного совокупного износа (физического, функционального и внешнего);
- определение общей стоимости объекта недвижимости.

Проведем сравнительный анализ подходов к оценке стоимости недвижимости по следующим критериям (табл. 1):

- описание подхода;
- базовые расчетные формулы;
- применение подхода в рамках управления стоимостью недвижимости.

В данной статье на основе данных, используемых в доходном подходе к оценке стоимости недвижимости, представим матрицу индикаторов стоимости, которая используется в управлении стоимостью недвижимости. И на основе базовой формулы метода капитализации представим модели, по которым на основе изменения в одном или нескольких индикаторах стоимости может быть рассчитано изменение стоимости объекта недвижимости.

Необходимая информация для управления стоимостью объекта недвижимости представлена в табл. 2.

На базе информации, представленной в табл. 2, можно рассчитывать изменение стоимости в зависимости от принятия различных инвестиционных решений.

Метод капитализации основан на прямом преобразовании чистого операционного дохода в стоимость путем деления его на ставку капитализации, поскольку основным условием применения метода прямой капитализации является стабильность ожидаемых денежных потоков от объекта оценки в будущем. Если управленческое решение не ведет к дестабилизации денежных потоков, то целесообразно применять для расчета изменения стоимости или добавленной стоимости метод капитализации. Воспользуемся базовой формулой расчета стоимости недвижимости по методу капитализации:

$$V = \frac{NOI}{R}, \quad (1)$$

где  $V$  — стоимость объекта недвижимости;  
 $R$  — ставка (коэффициент) капитализации;

$NOI$  — чистый операционный доход (ЧОД).

Потенциальный валовой доход (ПВД) — потенциальный доход, получаемый собственником объекта недвижимости при 100-процентном использовании объекта без учета потерь и расходов, который определяется по следующей формуле:

$$ПВД = S \cdot C_{ар}, \quad (2)$$

где  $S$  — площадь, сдаваемая в аренду, кв. м;  
 $C_{ар}$  — арендная ставка за 1 кв. м.

Действительный валовой доход (ДВД) — это доход от объекта недвижимости, который будет в действительности получен собственником объекта недвижимости, т.е. потенциальный валовой доход за вычетом потерь от недоиспользования площадей и при сборе арендной платы с добавлением прочих доходов:

$$ДВД = ПВД - Потери + прочие доходы \quad (3)$$

или

$$ДВД = ПВД (1 - K_n) + прочие доходы, \quad (4)$$

где  $K_n$  — коэффициент потерь от недогрузки объекта (например, часть площадей, которая не будет сдана в аренду) и от недосбора арендных платежей по объекту.

Чистый операционный доход (сокращенно  $NOI$  или  $ЧОД$ ) — годовой действительный валовой доход за минусом годовых операционных расходов ( $ОР$ ).

$$ЧОД = ДВД - ОР. \quad (5)$$

Основываясь на рыночных данных по ценам продаж и значений чистого операционного дохода сопоставимых объектов недвижимости, можно вычислить коэффициент капитализации:

$$R = \frac{1}{k} \cdot \sum_{i=1}^k \frac{NOI_i}{V_i}, \quad (6)$$

где  $R$  — ставка (коэффициент) капитализации;

$NOI_i$  — чистый операционный доход (ЧОД)  $i$ -го объекта-аналога;

$V_i$  — цена продажи  $i$ -го объекта-аналога;

$k$  — количество аналогичных объектов недвижимости.

Поскольку чистый операционный доход не является информацией, раскрываемой в ходе продажи или предложения аналогичных объектов, то необходимо рассчитывать чистый операционный доход для аналогичных объектов на основе рыночной информации. Таким образом, формула преобразовывается и имеет вид:

$$R = \frac{1}{k} \cdot \sum_{i=1}^k \frac{ПВД_i \cdot (1 - Кл_i) - ОП_i}{V_i}, \quad (7)$$

где  $R$  — ставка (коэффициент) капитализации;

$ПВД_i$  — потенциальный валовой доход  $i$ -го объекта-аналога;

$Кл_i$  — коэффициент потерь от недозагрузки и недосбора арендных платежей  $i$ -го объекта-аналога;

$ОП_i$  — операционные расходы  $i$ -го объекта-аналога;

$V_i$  — цена продажи  $i$ -го объекта-аналога;

$k$  — количество аналогичных объектов недвижимости.

Таким образом, стоимость объекта недвижимости может быть записана следующим образом

$$V_i = \frac{S_i \cdot Cap_i \cdot (1 - Кл_i) + Дпр_i \cdot S_i - ОП_i \cdot S_i}{R_i}, \quad (8)$$

где  $R_i$  — ставка капитализации по  $i$ -му сценарию вследствие управленческого решения;

$S_i$  — площадь сдаваемая в аренду по  $i$ -му сценарию вследствие управленческого решения;

$Кл_i$  — коэффициент потерь от недозагрузки и неуплаты арендных платежей по  $i$ -му сценарию вследствие управленческого решения;

$Дпр_i$  — прочие доходы на 1 кв. м площади объекта по  $i$ -му сценарию вследствие управленческого решения;

$ОП_i$  — операционные расходы на 1 кв. м площади объекта по  $i$ -му сценарию вследствие управленческого решения;

$V_i$  — стоимость объекта недвижимости по  $i$ -му сценарию вследствие реализации управленческого решения.

Рассчитав стоимость объекта недвижимости до принятия решения и в результате принятого решения, можно говорить о добавленной стоимости объекта недвижимости в результате решения.

$$\Delta V_i = V_i - V_o, \quad (9)$$

$\Delta V_i$  — добавленная стоимость объекта недвижимости по  $i$ -му сценарию вследствие реализации управленческого решения.

$V_i$  — стоимость объекта недвижимости по  $i$ -му сценарию вследствие реализации управленческого решения.

$V_o$  — стоимость объекта недвижимости до принятия решения.

Рассмотрим на практическом примере возможности использования концепции и применения полученных результатов.

Анализируя полученные результаты, можно сказать, что максимальная стоимость достигается в сценарии № 1, т.е. при принятии решения о типе арендной ставки, максимальная стоимость объекта недвижимости достигается, если использовать валовую арендную ставку. Однако информация, используемая в расчетах, позволяет увидеть резервы увеличения стоимости объекта недвижимости, т.е. по каким направлениям возможно предпринять решения, которые могут привести к увеличению стоимости объекта недвижимости.

Чтобы выявить факторы, влияющие на стоимость объекта, целесообразно проанализировать отношение показателей оцениваемого объекта по отношению к среднерыночным.

Валовая ставка аренды ниже среднерыночного уровня, следовательно, возможно планировать мероприятия по приведению валовой арендной ставки по объекту на среднерыночный уровень.

Таблица 3

## Информация по оцениваемому объекту, аналогам

| Показатель  | Оцениваемый объект недвижимости                                | Аналог   |  |   | В среднем по аналогам   |
|---|--|--|--|---|---|
|   |  | 1  | 2  | 3   |   |
| 1. Цена продажи 1 единицы сравнения, руб./кв. м   | -  | 77 100   | 77 550   | 76 500                                    | 77 050  |
| 2. Срок экспозиции, дней  | -  | 2 040  | 2 670  | 2 880                                     | 2 530   |
| 3. Арендная ставка  |  |  |  |   |   |
| 3.1. Валовая арендная ставка, руб./кв. м в год  | 16 800   | 17 400   | 17 700   | 16 500                                    | 17 200  |
| 3.2. Чистая арендная ставка, руб./кв. м в год   | 16 100   |  |  |   | 15 600  |
| 3.3. Абсолютно чистая арендная ставка, руб./кв. м в год   | 15 500   | 15 300   | 15 600   | 15 600                                    | 15 500  |
| 4. Физический параметр  |  |  |  |   |   |
| 4.1. Площадь, сдаваемая в аренду, кв. м   | 1 500  | 1 380  | 1 900  | 2 500                                     |   |
| 4.2. Общая площадь, кв. м   | 1 568  | 1 490  | 2 037  | 3 520                                     |   |
| 4.3. Соотношение площади, сдаваемой в аренду, к общей площади объекта                           | 0,957  | 0,926  | 0,933  | 0,933                                     | 0,931   |
| 4.4. Описание объекта: уровень инфраструктуры, местоположения, транспортной доступности и т. д. | Все инж. коммуникации, два отдельных входа, парковка стихийная | Все инж. коммуникации, два отдельных входа, парковка стихийная | Все инж. коммуникации, наличие бесплатной парковки | Все инж. коммуникации, парковка стихийная | Все инж. коммуникации, один-два отдельных входа, парковка стихийная |
| 5. Коэффициент потерь от недозагрузки или неуплаты арендных платежей, % от ПВД                  | 7,5  | 7,0  | 5,0  | 9,0                                       | 7,0   |

Продолжение табл. 3

| Показатель   | Оцениваемый объект недвижимости | Аналог     |            |            | В среднем по аналогам |
|--|---------------------------------|------------|------------|------------|-----------------------|
|  |                                 | 1          | 2          | 3          |                       |
| 6. Операционные расходы  |                                 |            |            |            |                       |
| 6.1. Операционные расходы при использовании валовой арендной ставки, руб./кв. м в год          | 3 300                           | 3 250      | 3 900      | 3 500      | 3 550                 |
| 6.2. Операционные расходы при использовании чистой арендной ставки, руб./кв. м в год           | 2 040                           | 2 160      | 2 550      | 2 250      | 2 320                 |
| 6.3. Операционные расходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб./кв. м в год | 1 350                           | 1 440      | 1 950      | 1 800      | 1 730                 |
| 7. Прочие доходы собственника/инвестора  |                                 |            |            |            |                       |
| 7.1. Прочие доходы при использовании валовой арендной ставки, руб./кв. м в год                 | 1 000                           | 0          | 1 000      | 500        | 500                   |
| 7.2. Прочие доходы при использовании чистой арендной ставки, руб./кв. м в год                  | 1 000                           | 0          | 1 000      | 500        | 500                   |
| 7.3. Прочие доходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб./кв. м в год        | 1 000                           | 0          | 1 000      | 500        | 500                   |
| 8. Потенциальный валовой доход   |                                 |            |            |            |                       |
| 8.1. ПВД при использовании валовой арендной ставки, руб. в год                                 | 25 200 000                      | 24 012 000 | 33 630 000 | 41 250 000 | -                     |
| 8.2. ПВД при использовании чистой арендной ставки, руб. в год                                  | 24 150 000                      |            |            |            |                       |
| 8.3. ПВД при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб. в год                        | 23 250 000                      | 21 114 000 | 29 640 000 | 39 000 000 |                       |

Продолжение табл. 3

| Показатель  | Оцениваемый объект недвижимости | Аналог     |            |            | В среднем по аналогам |
|---|---------------------------------|------------|------------|------------|-----------------------|
|   |                                 | 1          | 2          | 3          |                       |
| 9. Действительный валовой доход   |                                 |            |            |            |                       |
| 9.1. ДВД при использовании валовой арендной ставки, руб. в год                | 24 810 000                      | 22 331 160 | 33 848 500 | 38 787 500 |                       |
| 9.2. ДВД при использовании чистой арендной ставки, руб. в год                 | 23 838 750                      |            |            |            |                       |
| 9.3. ДВД при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб. в год       | 23 006 250                      | 19 636 020 | 30 058 000 | 36 740 000 |                       |
| 10. Чистый операционный доход   |                                 |            |            |            |                       |
| 10.1. ЧОД при использовании валовой арендной ставки, руб. в год               | 19 860 000                      | 17 846 160 | 26 438 500 | 30 037 500 |                       |
| 10.2. ЧОД при использовании чистой арендной ставки, руб. в год                | 20 778 750                      |            |            |            |                       |
| 10.3. ЧОД при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб. в год      | 20 981 250                      | 17 648 820 | 26 353 000 | 32 240 000 |                       |
| 11. Ставка капитализации  |                                 |            |            |            |                       |
| 11.1. Ставка капитализации при использовании валовой арендной ставки          | 17%                             | 16%        | 17%        | 15%        | 16%                   |
| 11.2. Ставка капитализации при использовании чистой арендной ставки           | 17%                             | -          | -          | -          | -                     |
| 11.3. Ставка капитализации при использовании абсолютно чистой арендной ставки | 17%                             | 17%        | 18%        | 17%        | 17%                   |

Таблица 4

**Расчет стоимости в результате принятия решения о выборе типа арендной ставки**

| Показатель  | Сценарий № 1<br>Описание: валовая арендная ставка | Сценарий № 2<br>Описание: чистая арендная ставка | Сценарий № 3<br>Описание: абсолютно чистая арендная ставка |
|---|---|--|--|
| Арендная ставка, руб./кв. м в год   | 16 800  | 16 100   | 15 500   |
| Площадь, сдаваемая в аренду, кв. м  | 1 500   | 1 500  | 1 500  |
| Коэффициент потерь от недозагрузки или неуплаты арендных платежей, % от ПВД | 7,50  | 7,50   | 7,50   |
| Операционные расходы руб./кв. м   | 3 300   | 2 040  | 1 350  |
| Прочие доходы, руб./кв. м в год   | 1 000   | 1 000  | 1 000  |
| Потенциальный валовой доход, руб. в год                                     | 25 200 000  | 24 150 000                                       | 23 250 000   |
| Действительный валовой доход, руб. в год                                    | 24 810 000  | 22 338 750                                       | 21 506 250   |
| Чистый операционный доход, руб. в год                                       | 19 860 000  | 19 278 750                                       | 19 481 250   |
| Ставка капитализации, %   | 17  | 17   | 17   |
| Стоимость объекта недвижимости по данному сценарию, руб.                    | 116 823 529                                       | 113 404 412                                      | 114 595 588  |

Таблица 5

**Анализ факторов стоимости оцениваемого объекта недвижимости**

| Показатель  | Абсолютное значение показателя       |                       | Отношение показателя оцениваемого объекта к аналогичному показателю по аналогам |
|---|--------------------------------------|-----------------------|---|
|   | По оцениваемому объекту недвижимости | В среднем по аналогам |   |
| 1. Арендные ставки  |                                      |                       |   |
| 1.1. валовая арендная ставка, руб./кв. м в год                      | 16 800                               | 17 200                | 0,977   |
| 1.2. чистая арендная ставка, руб./кв. м в год                       | 16 100                               | 15 600                | 1,032   |
| 1.3. абсолютно чистая арендная ставка, руб./кв. м в год             | 15 500                               | 15 500                | 1,000   |
| 2. Соотношение площади, сдаваемой в аренду, к общей площади объекта | 0,957                                | 0,931                 | 1,028   |

Продолжение табл. 5

| Показатель   | Абсолютное значение показателя                                 |   | Отношение показателя оцениваемого объекта к аналогичному показателю по аналогам |
|--|--|---|---|
|  | По оцениваемому объекту недвижимости                           | В среднем по аналогам   |   |
| 3. Состояние объекта, уровень инфраструктуры, транспортной доступности, местоположения и т. д. | Все инж. коммуникации, два отдельных входа, парковка стихийная | Все инж. коммуникации, один-два отдельных входа, парковка стихийная | 1-1,02<br>(определено экспертно на основе сопоставления)                        |
| 4. Коэффициент потерь от недозагрузки или неуплаты арендных платежей, % от ПВД                 | 7,5  | 7,0   | 1,071   |
| 5. Операционные расходы  |  |   |   |
| 5.1. Операционные расходы при использовании валовой арендной ставки, руб./кв. м                | 3 300  | 3 550   | 0,930   |
| 5.2. Операционные расходы при использовании чистой арендной ставки, руб./кв. м                 | 2 040  | 2 320   | 0,879   |
| 5.3. Операционные расходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки руб./кв. м        | 1 350  | 1 730   | 0,780   |
| 6. Прочие доходы собственника/инвестора  |  |   |   |
| 6.1. Прочие доходы при использовании валовой арендной ставки, руб./кв. м                       | 1000   | 500   | 2,000   |
| 6.2. Прочие доходы при использовании чистой арендной ставки, руб./кв. м                        | 1000   | 500   | 2,000   |
| 6.3. Прочие доходы при использовании абсолютно чистой арендной ставки, руб./кв. м              | 1000   | 500   | 2,000   |

Коэффициент потерь от недозагрузки и неуплаты оцениваемого объекта выше среднерыночного показателя, следовательно, возможно планировать мероприятия по увеличению загрузки объекта, однако бюджет данных мероприятий не должен превышать суммы прироста стоимости объекта недвижимости в ито-

ге, иначе мероприятия будут неэффективными с точки зрения управления стоимостью недвижимости. Подставим в формулу (9) выражение для стоимости объекта недвижимости из формулы (8). Если ставка капитализация, размер арендной ставки, операционных расходов, прочих доходов остаются неизменными, то измене-



ние стоимости, вызванное приведением коэффициента потерь на среднерыночный уровень, может быть рассчитано по формуле (10):

$$\Delta V_{\text{загр}} = \frac{S \cdot \text{Cap} \cdot (\Delta K \Pi_i)}{R} \quad (10)$$

Для нашего примера изменения коэффициента загруженности наиболее вероятно до среднерыночного уровня (7%), значит на 0,5%. Поскольку решение о типе арендной ставки уже принято, то воспользуемся значениями из табл. 5 по сценарию № 1 для расчета прироста стоимости объекта недвижимости по формуле (10):

$$\Delta V_{\text{загр}} = \frac{1500 \cdot 16800 \cdot 0,005}{0,17} = 741\,175 \text{ рублей.}$$

Мероприятия по снижению потерь от недозагрузки и неуплаты целесообразны, если их бюджет не превышает суммы прироста стоимости. Необходимое соотношение эффекта и вложений индивидуально для каждого собственника и инвестора. Например, для данных нашего примера один инвестор может считать эффективным проведение мероприятий, бюджет которых составляет 300000 рублей, для достижения прироста стоимости объекта недвижимости на 740000 рублей, а для другого инвестора это решение покажется нецелесообразным. Однако и консервативный, и агрессивный инвесторы сочтут нецелесообразными мероприятия, бюджет которых более 740000 рублей, для достижения прироста стоимости объекта недвижимости 740000 рублей.

Нами был рассмотрен лишь один параметр (потери от недозагрузки и неуплаты), изменение которого приведет к росту стоимости объекта недвижимости. Аналогичным образом возможно рассмотреть изменение других показателей, влияющих на стоимость, и рассчитать добавленную стоимость объекта недвижимости в результате принятия решения и величину максимального бюджета мероприятий для достижения изменения выбранного параметра и стоимости объекта в целом.

Таким образом, в рамках данной статьи были рассмотрены сущность объектов недвижимости, основы концепции управления стоимостью недвижимости и алгоритм реализации концепции управления стоимостью недвижимости. Реализация концепции управления стоимостью недвижимости была проиллюстрирована на практическом примере.

## Литература

1. Грибовский С.В. Оценка доходной недвижимости: Уч. пособие. — СПб.: Изд-во «Питер», 2001.
2. Озеров Е.С. Экономика и менеджмент недвижимости. — СПб.: Изд-во «МКС», 2003.
3. Оценка недвижимости: Учебник/Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. — М.: Изд-во «Финансы и статистика», 2005.
4. Оценка стоимости недвижимости/Под редакцией С.В. Грибовского, Е.Н. Ивановой, Д.С. Львова, О.Е. Медведевой — М.: Изд-во «Интерреклама», 2003.
5. Фридман Дж., Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости/Пер. с англ. — М.: Изд-во «Дело», 1997.

Статья поступила в редакцию 10.02.2007

N. Mirzoyan

## REAL PROPERTY VALUE MANAGEMENT

The term *value based management* is now a symbol of the latest developments in the sphere of financial management and the management technologies that enable effective planning, monitoring and a business strategy choice made to achieve the economic goals set. As the real property are the most durable goods among the durables and are the commodities with the best investment accumulation capabilities, the well-thought-through and efficient real property value-based management is one of the most important factors contributing to the rise of any business' competitiveness level.