

Арашукова Сюзанна Мухамедовна

**Формирование и оценка
рыночной стоимости недвижимости,
приносящей доход**

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва
2013

Работа выполнена на кафедре «Оценка и управление собственностью» в ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Федотова Марина Алексеевна

Официальные оппоненты: **Стерник Сергей Геннадьевич**,
доктор экономических наук, профессор,
ФГБОУ ВПО «Российская академия
народного хозяйства и государственной
службы при Президенте Российской Федерации»,
заместитель по научной работе декана
Факультета экономики недвижимости

Никитушкина Ирина Владимировна,
кандидат экономических наук,
ФГБОУ ВПО «Московский государственный
университет имени М.В. Ломоносова»,
доцент кафедры «Финансы и кредит»

Ведущая организация: **ФГАОУ ВПО «Северо-Кавказский
федеральный университет»**

Защита состоится «12» декабря 2013 г. в 10.00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, ауд. 406, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, комн. 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан «08» ноября 2013 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «08» ноября 2013 г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 505.001.02
кандидат экономических наук

Е.И. Мешкова

I. Общая характеристика диссертационной работы

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 в 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

Е.Н., Зарубина В.Н., Тарасевича Е.И., Стерника Г.М., Стерника С.Г., Федотовой М.А. 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 С.В., 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 С.В., Ленхофф Д.С., Матисяк Г., Меллен 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., Дерус 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, обуславливает 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 основой 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 потребителем 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 CAPM, 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 CAPM, 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.

II. Основное содержание работы

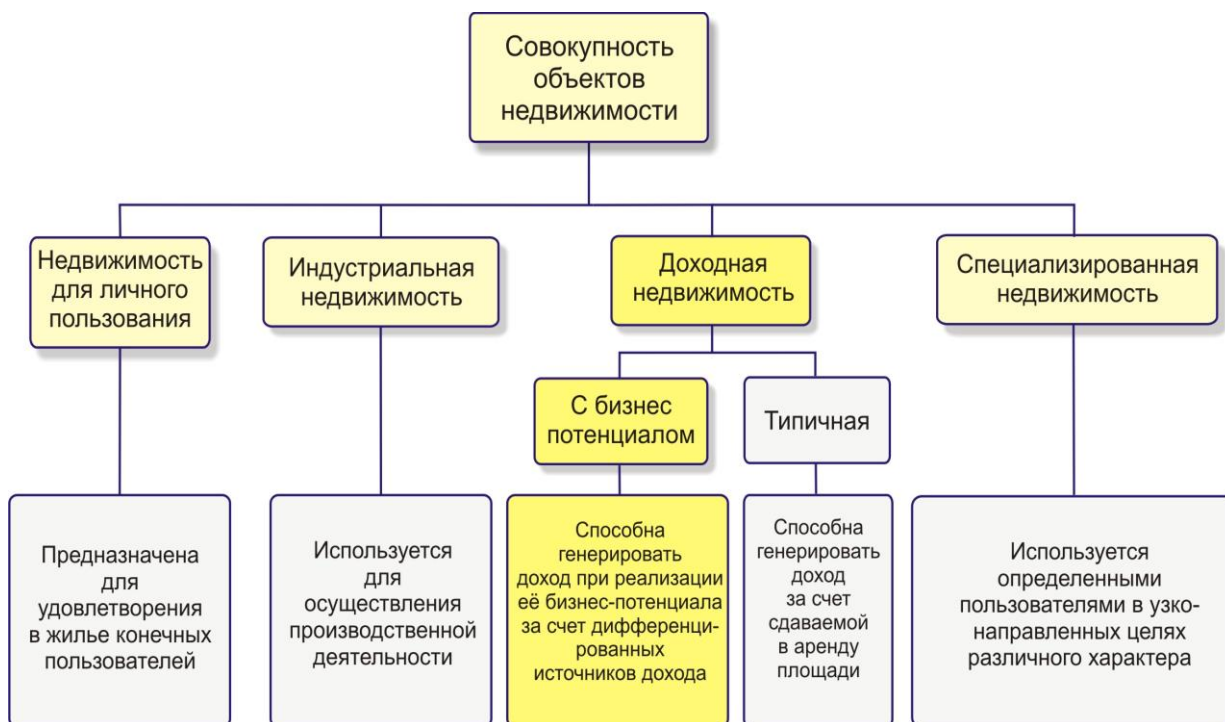
В диссертации в соответствии с поставленными целью и задачами определены следующие группы проблем.

Первая группа проблем связана с исследованием специфических особенностей недвижимости, приносящей доход, как объекта оценки, изучением факторов формирования ее стоимости.

Уточнено понятие недвижимости, приносящей доход, под которой в контексте исследования она представлена как недвижимость, функциональные способности которой обеспечивают возможность генерировать доход, но только эффективное управление и/или рациональное использование ею дают возможность извлечения дохода. Выявлены особенности недвижимости, приносящей доход, как объекта оценки, основными из которых выступают следующие: недвижимость служит потребительским ресурсом для бизнеса, является объектом вложения инвесторов, способна генерировать доход при ее эффективном управлении и/или рациональном использовании, может приносить среднерыночный доход лишь при реализации ее бизнес-потенциала.

На основании проведенного анализа особенностей генерации дохода, специфики организации деятельности и функционирования объектов недвижимости разработана усовершенствованная классификация объектов недвижимости, которая в большей степени учитывает особенности современного рынка доходной недвижимости, см. Рис. 1.

Рис. 1. Классификация объектов недвижимости



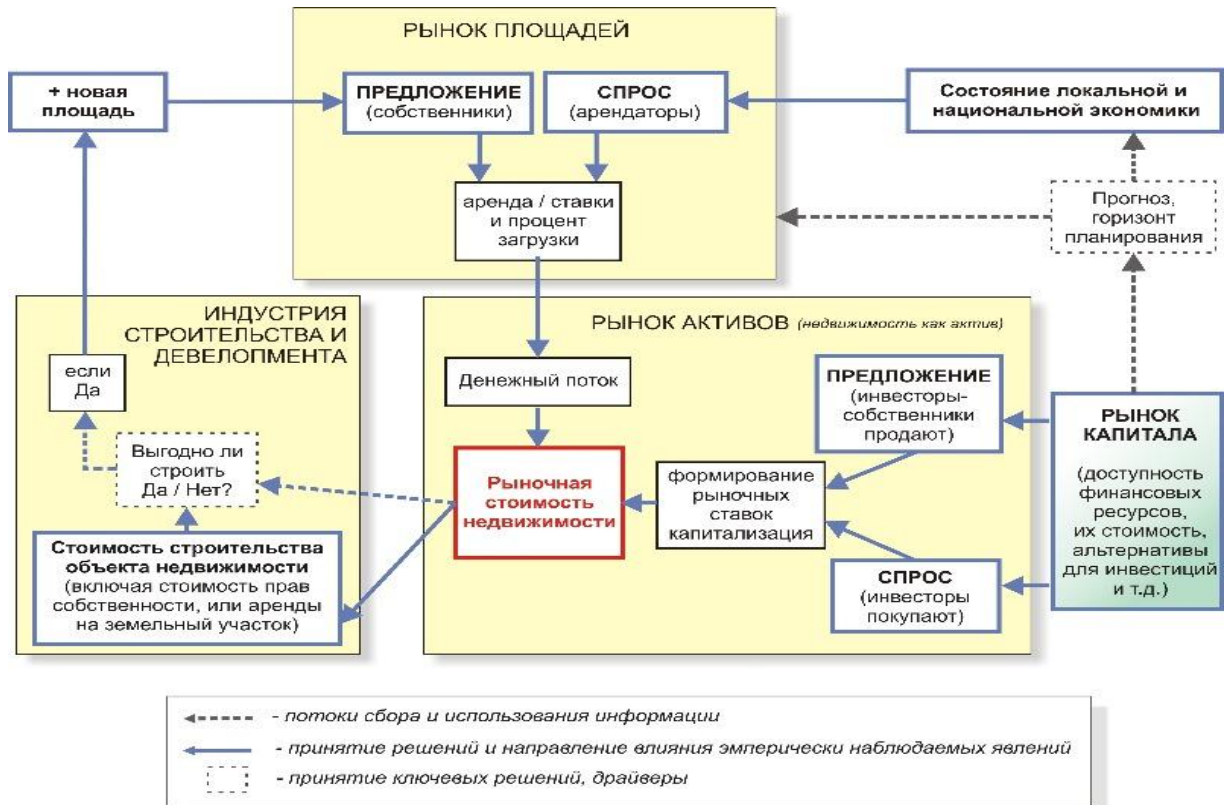
Новым является предложение разделять в рамках недвижимости, приносящей доход, типичную недвижимость и недвижимость с бизнес-потенциалом. Обоснованием данному разделению является то, что классические виды доходной недвижимости генерируют доход благодаря сдаваемой в аренду площади и ставки аренды соответственно. Фактор управления данными объектами не будет сильно влиять на потенциальный денежный доход. Иная же ситуация с недвижимостью с бизнес-потенциалом, где основополагающим фактором возможности генерировать доход является качественное управление самим объектом недвижимости, а доходы формируются за счет различных единиц, приносящих доход, как номер в гостинице, посадочное место в кинотеатре и т.д., стоимостью их предоставления и количеством соответственно. Таким образом, с точки зрения оценки данные объекты являются носителями бизнеса, с дифференцированными источниками получения дохода, отличными от типичных объектов доходной недвижимости, где главными параметрами

являются площадь сдачи объекта в аренду и арендная ставка.

Исследованы особенности **гостиничной недвижимости** как объекта оценки, как более комплексного вида доходной недвижимости с бизнес-потенциалом, наиболее важными из которых являются: совокупный характер гостиницы как объекта оценки, содержание внутри гостиничной недвижимости с точки зрения оценки типичной – офисов, магазинов - и недвижимости с бизнес-потенциалом в виде фитнес-центров, например, что является источником получения дополнительного дохода. Изучение гостиничной недвижимости как одного из вида недвижимости с бизнес-потенциалом обусловлено следующими причинами: во-первых, объективными факторами, а именно политикой государства, направленной на отчуждение непрофильных активов, в том числе реализацию гостиниц; во-вторых, международные события, проводимые в России, такие как зимняя Олимпиада в Сочи 2014 и чемпионат мира по футболу 2018, которые спровоцируют рост гостиничных номеров и, соответственно, количество заключаемых сделок с гостиницами; в-третьих, уникальность и сложность самого объекта гостиничной недвижимости, который зачастую включает в себя типичные и нетипичные виды доходной недвижимости.

Объекты доходной недвижимости функционируют на рынке в условиях локальной и национальной экономики. Поэтому изучение лишь внутренних свойств и локальных характеристик, влияющих на стоимость объекта недвижимости, не даст полного набора объективных предпосылок для достоверного определения её стоимости. В связи с этим, автором разработана глобальная система функционирования рынка недвижимости, которая раскрывает и уточняет процесс создания дополнительных площадей, какие условия при этом соблюдаются и какие факторы влияют на рост стоимости недвижимости. Исследование идет от общего (рынков площадей, капитала, активов, строительства и девелопмента), к частному - рынку недвижимости, приносящей доход, с последующим переходом к изучению одного из наиболее сложных и комплексных объектов рынка доходной недвижимости с бизнес-потенциалом - гостиничной недвижимости, см. Рис. 2.

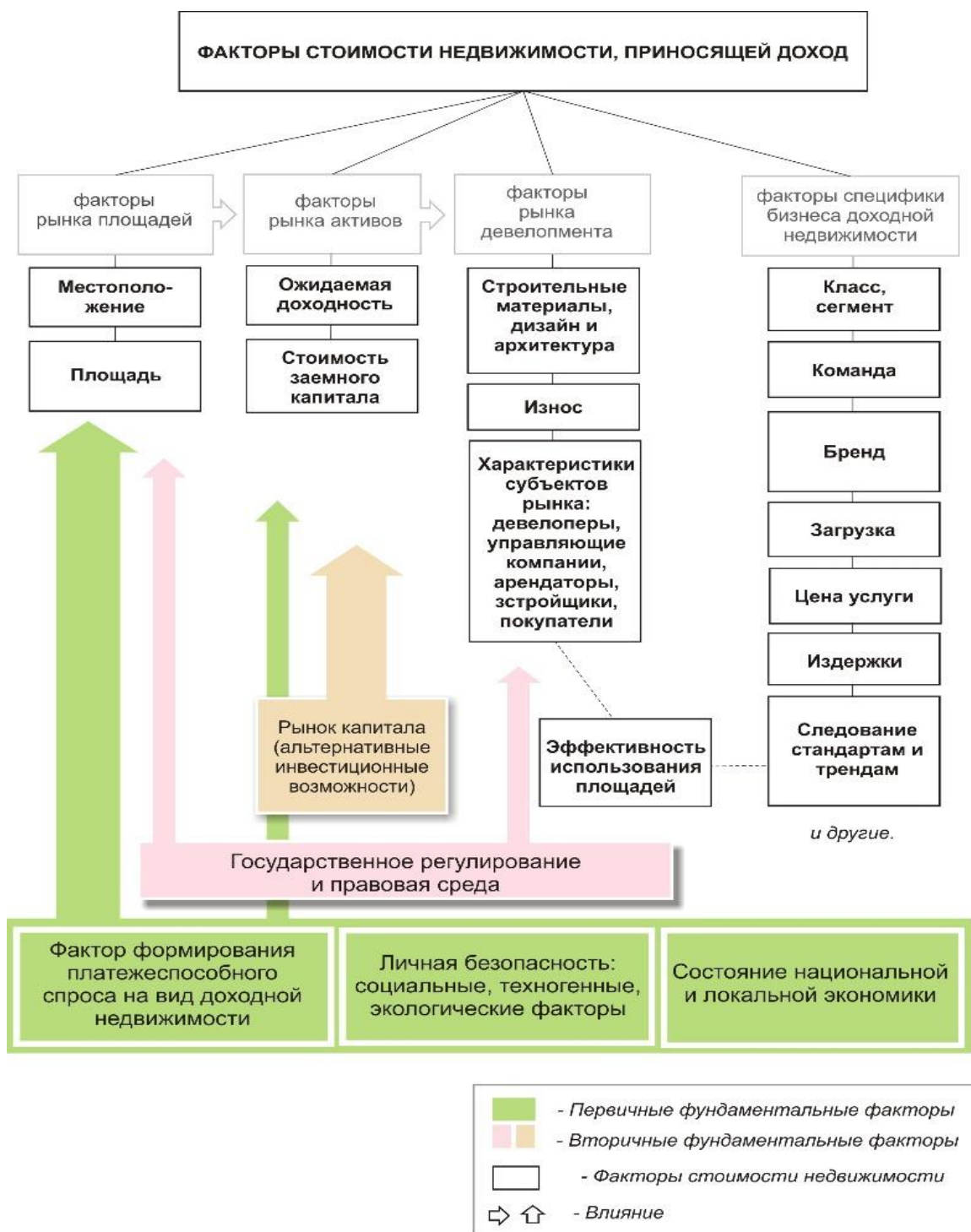
Рис. 2. Глобальная система функционирования рынка недвижимости



Данная система способна обеспечить устойчивый баланс между спросом и предложением в долгосрочной перспективе при условии, что все участники системы в одинаковой степени способны делать грамотные прогнозы и достаточно оперативно реагировать на происходящие изменения.

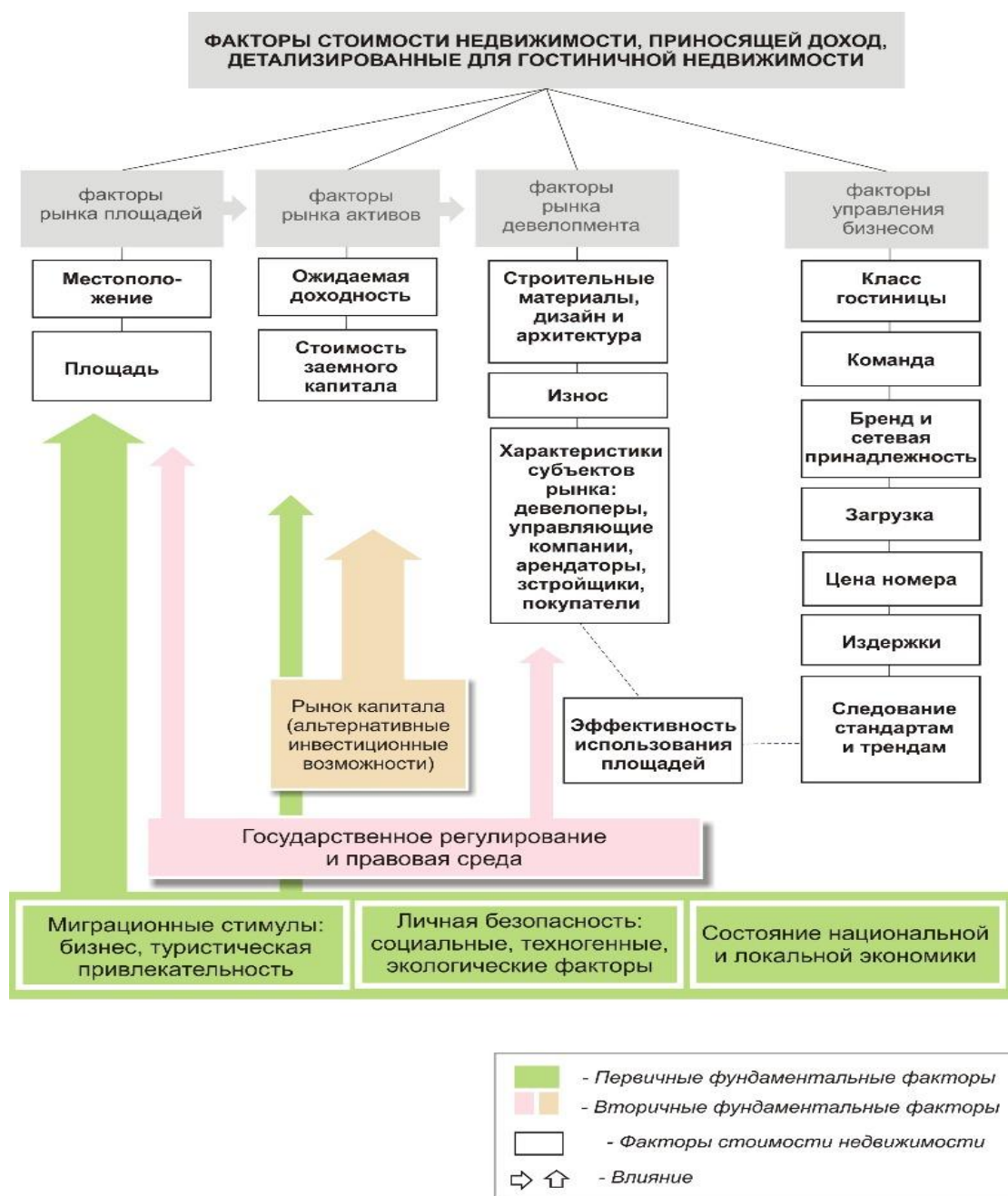
В результате разработки данной глобальной системы функционирования рынка недвижимости автором представлена и обоснована совокупность факторов стоимости недвижимости, приносящей доход, путем проецирования системы взаимодействия фундаментальных факторов стоимости недвижимости на рынках площадей, капитала, активов и девелопмента, на плоскость рынка доходной недвижимости. Новым является категоризация фундаментальных факторов стоимости на факторы «первичного» и «вторичного» уровня, а также деление на факторы стоимости типичной доходной недвижимости и факторы стоимости недвижимости с бизнес-потенциалом, см. Рис. 3.

Рис. 3. Факторы стоимости доходной недвижимости



На основе разработанной общей системы факторов стоимости доходной недвижимости предложена система факторов стоимости гостиничной недвижимости, см. Рис.4.

Рис. 4 . Факторы стоимости доходной недвижимости, детализированные для гостиничной недвижимости



Основная цель представления данной системы заключается в иллюстрации того, каким относительно неизменным является общий блок факторов стоимости доходной недвижимости, и как блок факторов стоимости доходной недвижимости с бизнес-потенциалом видоизменяется в зависимости от конкретного вида недвижимости.

Вторая группа проблем связана с анализом современной российской и

зарубежной практики оценки недвижимости, приносящей доход.

1. Систематизирован современный российский опыт оценки доходной недвижимости, базирующийся на применении преимущественно двух подходов – доходного и сравнительного.

Затратный подход к оценке недвижимости рассматривает стоимость недвижимости с точки зрения понесенных издержек, то есть затраты на приобретение активов не обуславливают прогнозируемые доходы. В наибольшей степени он применим при оценке имущества для целей страхования, также для оценки объектов нового строительства – технико-экономический анализ 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. А объектом данного исследования является недвижимость, которая генерирует доход – типичная и с бизнес-потенциалом. Для целей определения эффективности и доходности недвижимости затратный подход не носит информативного характера и в рамках данного исследования подробно не описывается.

Доказано, что для оценки типичной доходной недвижимости и нетипичной с бизнес-потенциалом целесообразнее в рамках доходного подхода использовать метод дисконтированных денежных потоков. При построении денежного потока необходимо учитывать все возможные источники получения дохода, главным же показателем дохода будет для типичной доходной недвижимости - площадь объекта и уровень арендной ставки, а для недвижимости с бизнес-потенциалом - уровень загрузки и стоимость услуг. В российской практике изучена пока только оценка недвижимости, включающая арендные источники получения дохода.

Отличительной особенностью оценки в рамках доходного подхода является то, что расчет ставки дисконтирования по классической модели для оценки недвижимости использовать можно для оценки типичной доходной недвижимости. Для оценки же недвижимости с бизнес-потенциалом целесообразно рассчитывать ставку дисконтирования, которая будет учитывать

риски вложения, связанные с ведением бизнеса, а не только арендные источники получения дохода.

Проведенный в диссертации анализ российской практики оценки доходной недвижимости в рамках сравнительного подхода позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, существует проблема, связанная с закрытостью информации на рынке, что не всегда представляет возможным использовать сравнительный подход. Во-вторых, отсутствует возможность четкого определения подсегмента рынка, к которому принадлежит объект оценки и объект-аналог. Для данной цели автором и предложена усовершенствованная классификация объектов недвижимости.

2. Систематизирован современный зарубежный опыт оценки недвижимости, генерирующей доход.

Европейские Стандарты Оценки (EVS) относят доходную недвижимость к определенному типу, который оценивается через его торговый потенциал. В стандартах RICS методики оценки доходной недвижимости с бизнес-потенциалом нет. Есть лишь описание того, что к подобному виду недвижимости относят имущество с коммерческим потенциалом. Международные стандарты оценки относят подобную недвижимость также к связанному с торговлей имуществу. Оценку же подобной недвижимости предлагается осуществлять на основании возможной прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации материальных и нематериальных активов (ЕВITDA), скорректированной таким образом, чтобы отразить характер торговли достаточно эффективного управляющего, с использованием метода дисконтированных денежных потоков или путем применения ставки капитализации к такому значению ЕВITDA.

Невозможность более подробного описания процесса оценки доходной недвижимости с бизнес-потенциалом в Международных стандартах оценки, несмотря на стремление унифицировать все в интересах институциональных международных инвесторов, объясняется именно различиями как самих рынков, так и сложившихся систем оценки в различных странах. Например, практика оценки подобной доходной недвижимости в РФ отличается от международной практики и в связи с особенностями ведения бухгалтерского учета. Таким

образом, если по МСФО для определения налога на имущество юридических лиц необходима его рыночная стоимость, то соответственно и методика расчета, указанная в МСО, приемлема. А в РФ аналогичный налог на имущество рассчитывается как процент от стоимости недвижимого имущества по балансу. Тогда и необходимость разделения стоимостей бизнес-составляющей и недвижимости до настоящего времени не особо актуальна в РФ, в то время как в США например, очень актуальна.

Таким образом, основное внимание в зарубежной литературе уделяется проблеме разделения стоимостей объектов подобной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом для целей страхования, налогообложения, в случае судебного деления стоимостей, для целей кредитования. Необходимость подобного разделения стоимостей прописано в стандартах USPAP.

Ряд зарубежных экономистов как Стефан Р. Кларк, Джон Р. Найт и др. (Stephen R. Clark, John R. Knight и др.) считают, что существуют значительные трудности разделения стоимости бизнеса и стоимости доходной недвижимости, так как бизнес подобных объектов неразрывно связан с недвижимым имуществом. Противники же данного предложения как Мартин И. Бенсон (Martin E. Benson) например, утверждают, что стоимость бизнеса является отдельной дефиницией, неразрывно связанной с предпринимательской способностью, а не с объектами недвижимости. Для типичных объектов доходной недвижимости данное утверждение имеет основание, а вот для нетипичных – нет.

Наибольшее предпочтение в подходе разделения стоимостей имеет метод американского экономиста Рашмора С., при использовании которого доля объекта недвижимости в стоимости гостиничного бизнеса составляет около 60 процентов, в то время как с использованием метода оценки бизнеса гостиницы, разработанным Ленхофф Д.С., - около 30 процентов¹. Принципиальное различие вызвано технологиями расчетов, которых придерживаются экономисты. Метод Рашмора предпочтительнее в силу того, что в результате расчетов не занижается стоимость недвижимости, что не приводит к снижению базы для расчета налога на недвижимость (в США), но одновременно и не

¹ Lennhoff D.C. A business enterprise value, second edition, Appraisal Institute, Chicago, 2011

снижает потенциал для использования заемного финансирования гостиничного бизнеса в связи с не занижением стоимости предмета потенциального залога - объектов гостиничной недвижимости.

Анализируя зарубежную методику к оценке гостиничной недвижимости сделан вывод, что подход, предлагаемый Рашмором С., может быть использован в России для оценки стоимости составляющей недвижимости. Особенно это будет актуально с вводом единого налога на недвижимость и переходом к рыночной оценке недвижимости в целях налогообложения.

Также подход, предлагаемый Рашмором С., может быть актуален в России для оценки возможностей кредитования гостиницы под залог недвижимости. Используя данный подход возможности заемщика в виде гостиницы возрастут, а, следовательно, и объемы инвестирования в гостиничную отрасль увеличатся. Используя кредитными организациями подход Рашмора С., возможно будет получить стоимость составляющей недвижимости в общей стоимости гостиницы на 20 % больше, нежели используя классический бизнес-подход.

Но все же дискуссии ведутся и зарубежные экономисты утверждают, что в настоящее время не разработаны научно обоснованные методы корректного разделения стоимости бизнеса компании и стоимости ее объектов недвижимости.

Третья группа проблем предусматривает совершенствование методов оценки рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход, в частности доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. Сформирован методический аппарат формирования и оценки рыночной стоимости недвижимости, генерирующей доход.

1. Совершенствование методов доходного подхода к оценке недвижимости, приносящей доход.

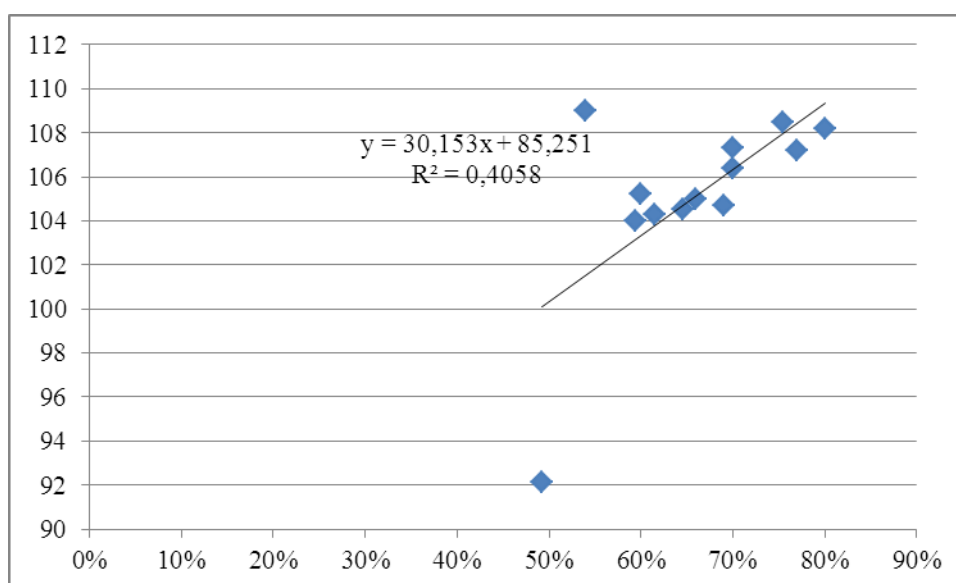
В результате исследования выявлено, что существует ряд обстоятельств, которые делают невозможным оценку нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом классическими методами по оценке недвижимости, которые вполне уместны для оценки типичной доходной недвижимости, а именно: главным источником дохода будет не площадь объекта, как у типичных

объектов доходной недвижимости, а уровень загрузки и стоимость услуг, кроме того необходимо учитывать дополнительные источники получения дохода; в рамках ДДП расчет ставки дисконтирования по классической модели не даст результата, который учитывает риск инвестирования в объекты, деятельность которых связана с ведением бизнеса в том числе; деятельность нетипичных объектов доходной недвижимости с точки зрения ее оценки связана с ведением бизнеса, что уже не допускает применение классических методов к оценке рыночной стоимости недвижимости.

В результате автором предложена модифицированная модель ДДП, где представлена модель расчета ставки дисконтирования для бизнеса по модели CAPM, адаптированная под соответствующий вид доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. Предложенная модель расчета ставки дисконтирования обоснована необходимостью учитывать не только риски инвестирования в недвижимость, но и особенности наличия бизнес-составляющей. Автором предложена модель расчета, которая по показателям безрисковой ставки, премии за рыночный риск будет идентична для объектов нетипичной доходной недвижимости с бизнес-потенциалом. А вот расчет величины коэффициента бета различается для каждого сегмента рынка.

Также в результате исследования рынка гостиниц в г.Москве выявлено, что наиболее тесная связь загрузки номерного фонда гостиниц определена с темпом роста валового внутреннего продукта России, см. Рис. 5.

Рис. 5. Корреляция загрузки гостиниц и ВВП



Данное утверждение о взаимосвязи загрузки номерного фонда гостиниц с темпом роста валового внутреннего продукта России необходимо для построения прогноза денежного потока оцениваемой гостиницы.

2. Развитие методов сравнительного подхода для оценки доходной недвижимости.

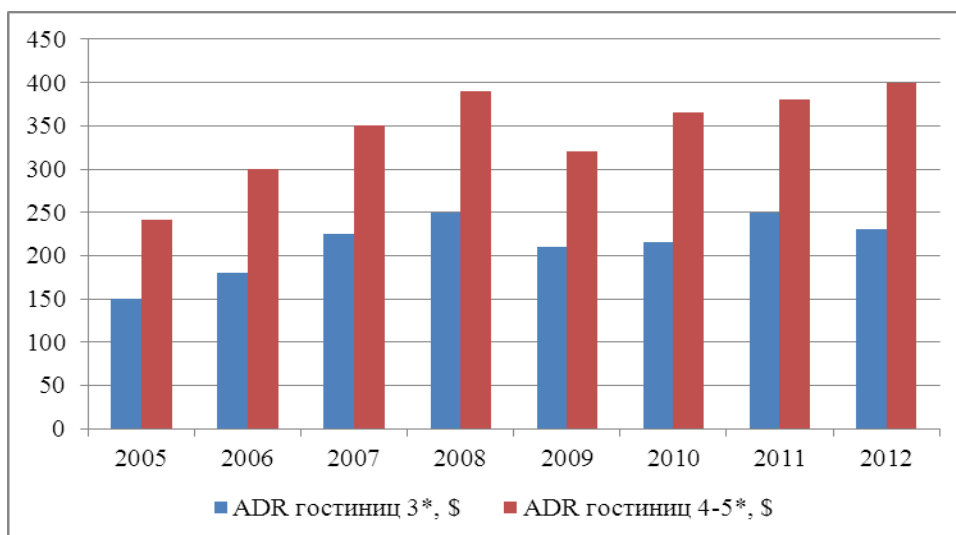
При оценке доходной недвижимости сравнительным подходом выявлены следующие проблемы. Во-первых, нет четкого определения подсегмента рынка, к которому принадлежит объект оценки и объект-аналог. Для решения данной проблемы автором разработана классификация объектов недвижимости.

Следующей проблемой является закрытость информации на рынке недвижимости. С одной стороны, это политический фактор, который слабо поддается регулированию и изменению. С другой стороны, при явном отсутствии информации на рынке, метод парных продаж в рамках сравнительного подхода невозможно использовать.

С этой целью автором доказано, что использование усовершенствованного метода отраслевых мультипликаторов, учитывающий в большей степени особенности доходной недвижимости, а именно ее драйверы стоимости, будет лучшим.

Например, при оценке гостиниц единицей, приносящей доход, является номер, поэтому сочетание средней стоимости размещения (ADR – average due rate) и количества номеров определяет уровень доходности гостиницы и, следовательно, ее стоимость, см. Рис. 6.

Рис. 6. Динамика показателя ADR для московских гостиниц



На примере гостиничной недвижимости рассчитаны мультипликаторы с помощью публичных данных о цене сделки, количестве номеров в гостинице и средней стоимости размещения. При этом сам состав отраслевых мультипликаторов необходимо определять только на основе анализа сегмента рынка, к которому принадлежит оцениваемый объект.

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

Предложенные в диссертации научные положения будут способствовать повышению качества оценки доходной недвижимости как типичной, так и с бизнес-потенциалом, что в итоге будет в целом способствовать развитию рынка доходной недвижимости.

III. Перечень публикаций по теме исследования

Статьи в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

1. Арашукова, С.М. Теоретические проблемы оценки рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход / С.М. Арашукова // Вестник пятигорского лингвистического университета. – 2011. – № 4 октябрь-декабрь. - С. 380-384. (0,7 п.л.)
2. Арашукова, С.М. Специфика анализа рынка «доходной недвижимости» для целей ее оценки / С.М. Арашукова // Вестник Челябинского государственного университета. Серия экономика.– 2012. – № 24 (278). Выпуск 39. -С. 15-19. (0,54 п.л.)
3. Арашукова, С.М. Особенности оценки недвижимости, приносящей доход, с позиции доходного подхода / С.М. Арашукова // Имущественные отношения в Российской Федерации. –2013. –№10. –С. 64–71. (0,7 п.л.)
4. Арашукова, С.М. Факторы стоимости недвижимости, приносящей доход /С.М. Арашукова // Предпринимательство. –2013. –№6. –С. 114-121. (0,36 п.л.)

Статьи, опубликованные в других научных изданиях и журналах:

5. Арашукова, С.М. Оценка гостиничной недвижимости / С.М. Арашукова // Оценочная деятельность. – 2010. -№2/07.-С. 70-71. (0,3 п.л.)
6. Арашукова, С.М. Формирования рыночной стоимости недвижимости, приносящей доход. (§4.1 Главы 4 Монографии «Оценка стоимости активов: актуальные вопросы теории и практики») / М.А. Федотова, С.М. Арашукова// Под ред. проф. М.А. Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. – М.: Финансовый университет, 2011.-С. 125-138. (0,8/0,4 п.л.)