

Rozdział 4

Rynek nieruchomości a gospodarka

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">• 4.1. Nieruchomość jako kapitał• 4.2. Miejsce rynku nieruchomości w gospodarce• 4.3. Rola rynku nieruchomości w gospodarce | <ul style="list-style-type: none">• 4.4. Cykle rynku nieruchomości• 4.5. Rynek nieruchomości a sektor finansowy• 4.6. Podsumowanie• Pytania kontrolne |
|---|--|

4.1. Nieruchomość jako kapitał

W rozwiniętych gospodarkach nieruchomość traktowana jest jako kapitał. Termin **kapitał** nie ma jednoznacznej interpretacji. Na gruncie ekonomii traktowany jest on jako jeden z czynników produkcji. Wyróżnia się kapitał rzeczowy i kapitał finansowy. W procesie produkcji następuje przekształcenie kapitału finansowego w kapitał rzeczowy i kapitału rzeczowego w finansowy. Istnieje wiele innych definicji kapitału. Pojawiają się one na gruncie bankowości, finansów przedsiębiorstw i rachunkowości. Rzadko nawiązują do pierwotnego znaczenia kapitału.

Zgodnie z historycznym znaczeniem, termin „kapitał” oznacza, że: nieruchomość stanowi nie tylko element fizyczny w postaci zasobów gruntów i budynków, ale że kryje w sobie potencjał pod względem wytwarzania wartości dodatkowej, stanowiąc źródło bogactwa. Kapitał stanowi bowiem rodzaj magii, która podnosi wydajność i stwarza wartość dodatkową¹. Kapitał, jak stwierdził Simonde de Sismondi, jest trwałą wartością, która mnoży się i nie ulega zniszczeniu. Wartość ta odrywa się od przedmiotu, który ją wytwarza, i staje się metafizyczną i nienamacalną wielkością, zawsze będącą w posiadaniu tego, kto ją wytworzył².

Kapitał jest niematerialny, bowiem to nie natura tworzy kapitał, lecz wartość tej materii. Wartość natomiast nie ma w sobie nic materialnego³.

Powyższe oznacza, że kapitał to nie jest zasób. Aby zasób stał się kapitałem, musi zostać określony i urzeczywistniony w jakimś konkretnym przedmiocie. Jeżeli to nie nastąpi, kapitał jest martwy, funkcjonuje jedynie w sferze fizycznej, nie uwalniając

¹ Por. H. De Soto, *Tajemnica kapitału*, Fijor Publishing, Chicago, Warszawa 2002, s. 64.

² *Ibidem*, s. 65.

³ *Ibidem*.

energ
nas, by
nie my
nomic
do zap
nia ca
głębok
forma
dzi on
prawn
ekono
ści, st
Brak t
energ
a nie e
P
•
zliwia
dla kt
aport
źródł
powia
kich j
•
nego
nego
ku i ja
ści i w
•
wiedz
ry ma
ne do
stwo
samo
warto
przez
wej)),
termi
też o

energii, która w nim tkwi. Kapitał jest wartością uśpioną. „Ożywianie go wymaga od nas, byśmy przestali jedynie *widzieć* nasze zasoby takie, jakimi one są, a zaczęli *aktywnie myśleć* o tym, czym mogłyby one być. Potrzebujemy mechanizmu, który nada ekonomicznemu potencjałowi zasobów poręczną formę, umożliwiającą wykorzystanie ich do zapoczątkowania nowej produkcji”⁴. Uruchomienie tej energii wymaga uruchomienia całego procesu. Proces odpowiedzialny za wytworzenie kapitału „...skryty jest głęboko w strukturach formalnych systemów własności”⁵. Hernando De Soto nazywa formalny system własności elektrownią wodną kapitału, miejscem, w którym przychodzi on na świat⁶. Jego uwolnienie wymaga sformalizowanej własności, ściśle określonej prawnie poprzez rejestry, zapisy, umowy, dostęp do nich po to, by prawnie określić ekonomiczny potencjał zasobów. System wartości niesie potencjał wytwarzania wartości, stanowi narzędzie do wytwarzania nadwyżki, niezależnie od fizycznego zasobu. Brak formalnego systemu własności i łatwego dostępu do tego systemu powoduje, że energia tkwiąca w zasobie nie zostaje uwolniona, zasób funkcjonuje w sferze fizycznej, a nie ekonomicznej, kapitał jest martwy.

Przekształcanie się zasobu w kapitał umożliwia **system własności**⁷.

- Określa potencjał ekonomiczny zasobu. Określenie praw do nieruchomości umożliwia ich obrót, odmrożenie wydatkowanych środków poprzez zaciągnięcie kredytu, dla którego formą zabezpieczenia jest hipoteka, wniesienie nieruchomości w formie aportu, emisje obligacji, wynajęcie, wydzierżawienie nieruchomości, stanowi zarówno źródło dochodów z tytułu opłat i podatków dla gminy i budżetu państwa, jak i podstawę powiązań gospodarczych poprzez zdefiniowanie punktu odbioru usług publicznych, takich jak: energia elektryczna, woda, telefon itp.,

- Umożliwia stworzenie zintegrowanego systemu informacji o własności oraz jednego systemu prawnego, które stanowią konieczny warunek do powstania zintegrowanego rynku własności. Zintegrowany system ujawnia, jakie zasoby są dostępne dla rynku i jaki reprezentują one potencjał ekonomiczny. Ułatwia to proces szacowania wartości i wymiany,

- Pozwala na upodmiotowienie własności, co tworzy zasadę indywidualnej odpowiedzialności. Właściciel nieruchomości jest ściśle zidentyfikowanym podmiotem, który ma obowiązek wnosić opłaty i podatki od nieruchomości, opłaty za usługi dostarczane do nieruchomości, spłacić zaciągniętą pożyczkę czy kredyt. Stwarza to bezpieczeństwo transakcji, uruchamia wiele powiązań gospodarczych (np. właściciela z jednostką samorządu lokalnego, właściciela z kredytodawcą), rozpoczynając proces powstawania wartości dodatkowej. Złamanie indywidualnej odpowiedzialności nie tylko zostaje przez system odnotowane (np. poprzez ustanowienie hipoteki umownej czy przymusowej), ale rodzi konsekwencje: konieczność zapłaty karnych odsetek za wniesienie nieterminowych opłat czy wyższy koszt kredytu dla niewiarygodnego kredytobiorcy bądź też odmowę jego udzielenia. Upodmiotowienie własności stwarza szansę korzystania

⁴ *Ibidem*, s. 67–68.

⁵ *Ibidem*, s. 68.

⁶ *Ibidem*, s. 69.

⁷ *Ibidem*, s. 72–85.

z systemu formalnej własności, ale także ujawnia możliwość jej utraty, co wzmacnia poczucie osobistej odpowiedzialności.

- Gwarantuje zamiennność zasobów, wynikającą z oddzielenia, dzięki formalnemu systemowi własności, ekonomicznych cech zasobu od ich fizycznej postaci. Pozwala to dostrzec potencjał tkwiący w nieruchomości poprzez:

- jej rozbudowę, modernizację, zmianę funkcji,
- łączenie własności i jej dzielenie bez naruszenia fizycznej postaci poprzez wchodzenie we współwłasność, emisję akcji, certyfikatów czy listów zastawnych, co zwiększa zarówno liczbę potencjalnych inwestorów, którzy mogą wejść na rynek nieruchomości, jak i płynność wejścia i wyjścia z tego rynku; dopływ kapitału nie tylko uruchamia potencjał ekonomiczny, ale może sprzyjać rozwojowi zasobu w ujęciu fizycznym.

- Tworzy powiązania międzyludzkie. System formalnej własności wytwarza sieć powiązań międzyludzkich pomiędzy właścicielem nieruchomości a dostawcą usług, kredytobiorcą, ubezpieczycielem. Własność nie funkcjonuje tylko jako spis dokumentów, lecz tworzy mechanizm powstawania sieci powiązań.

- Stanowi ochronę transakcji. Formalny system własności musi uwzględniać wszystkie zmiany opisujące własność, zachodzące w czasie i w przestrzeni. Zasoby muszą być reprezentowane w łatwo dostępnej formie, która może być szybko aktualizowana. Szczególna rola przypada tu kancelariom notarialnym, których zadaniem jest prawidłowa rejestracja transakcji, i systemowi ksiąg wieczystych, w których – dla bezpieczeństwa transakcji – muszą być szybko zarejestrowane zmiany dotyczące własności, a uczestnicy rynku (nie tylko kupujący i sprzedający, ale także rzeczoznawcy, ubezpieczyciele i kredytobiorcy) powinni mieć szybki dostęp do tych informacji. Pozwala to nie tylko zarządzać ryzykiem na rynku nieruchomości, podnosić bezpieczeństwo transakcji, ale również uaktywnić rzeszę ludzi zajmujących się m.in. wyszukiwaniem dokumentów czy ich sprawdzaniem. Dla przekształcenia zasobu w kapitał ważna jest nie tylko ochrona własności, ale – a może przede wszystkim – ochrona transakcji poprzez wytworzenie poczucia bezpieczeństwa⁸.

Uruchomienie efektów systemu własności, potencjału tkwiącego w zasobie, jest **procesem** wymagającym scalenia lokalnych zwyczajów, reguł, norm postępowania w jedną, powszechnie akceptowaną w danym kraju umowę. Proces ten został dawno uruchomiony w krajach zachodnich i wciąż jeszcze nie jest zakończony. Poszukiwane są coraz to nowe mechanizmy przekształcające zasób nieruchomości w kapitał. Przykładem takiego mechanizmu jest rynek papierów wartościowych emitowanych na bazie nieruchomości. Wartość tych papierów na koniec 2003 r. szacowano na 564 mld USD, co stanowi czterokrotność wartości z grudnia 1991 r. i dwudziestokrotność ze stycznia 1984 r. Jednakże udział tych papierów w zbiorze możliwości inwestycyjnych nie jest duży, szacuje się go bowiem na 71,6 bln USD⁹. Proces przetwarzania zasobu w kapitał rozpoczął się również w krajach przeżywających transformację systemową. Wielu ekonomistów podkreśla jednak, że nie wystarczy ustanowić prawo, musi ono za-

⁸ Systemy prawne, które koncentrują się na ochronie własności (przykładem jest Polska), a nie ochronie transakcji. H. De Soto nazywa strażnikami woli zmarłych, uniemożliwiającymi zasobowi przekształcenie się w kapitał. *Ibidem*, s. 85.

⁹ D.A. Watkins, *Global Real Estate Securities, the Opportunity*, ERES – Mediolan 2004.

korzenieć się w umowie społecznej, odwzorowywać dobre praktyki i zwyczaje. Oznacza to, że utworzenie uporządkowanego i sprawnego systemu prawa powinno być efektem silnie zakorzenionego w relacjach ekonomiczno-socjologicznych poszanowania prawa.

Uporządkowanie praw własności stanowi jedynie warunek konieczny, ale nie wystarczający, wykorzystania zasobu jako kapitału. O tym, że proces tego przekształcenia jest trudny, świadczą wartości nieruchomości, które znajdują się – według szacunku Instytutu Wolności i Demokracji – poza oficjalnym systemem prawnym. Instytut szacuje wartość tych nieruchomości na ponad 9 bln USD, z czego prawie 7 bln USD przypada na nieruchomości miejskie¹⁰.

4.2. Miejsce rynku nieruchomości w gospodarce

Gospodarka rynkowa jest systemem połączonych rynków, których wspólną cechą jest występowanie trzech elementów: popytu, podaży i ceny. Klasyfikacja tych rynków jest trudna. W literaturze przedmiotu klasyfikacja jest dokonywana na podstawie umownych kryteriów. Do najczęściej stosowanych należą¹¹:

- kryterium przedmiotu wymiany,
- kryterium podmiotów rynku,
- kryterium przestrzenne.

Na potrzeby niniejszych rozważań, których celem jest określenie miejsca rynku nieruchomości, istotne pozostaje **kryterium przedmiotu wymiany**. Przyjmując to kryterium, można wyróżnić rynek produktów, usług, pracy i kapitału pieniężnego. Każdy z rynków można dalej dezagregować. W ramach rynku produktów wyróżnia się rynek produktów inwestycyjnych i konsumpcyjnych. W ramach rynku kapitału pieniężnego, który może być odpowiednikiem często analizowanego w literaturze rynku finansowego, można wyróżnić rynek pieniężny i kapitałowy.

Wyróżnienie obu rynków, tj. rynku pieniężnego i kapitałowego, występuje przy zastosowaniu dwóch kryteriów¹²:

- czasu dysponowania środkami przez podmiot finansujący własną działalność,
- celu, na który podmiot decyduje się przeznaczyć uzyskane środki.

Zgodnie z **kryterium czasu**, na rynku pieniężnym obrotowi podlega pieniądz o żywotności do jednego roku (weksle, czek), na rynku kapitałowym pieniądz o żywotności powyżej jednego roku (obligacje, akcje). Rynek kapitałowy odzwierciedla wzajemne oddziaływanie nabywców i sprzedawców, obracających długo- i średnioterminowymi instrumentami finansowymi.

Przyjmując **kryterium celu**, rynek kapitałowy jest miejscem przeznaczenia uzyskanych środków finansowych na inwestycje rozszerzające możliwości rozwojowe jednostek.

¹⁰ H. De Soto, *Tajemnice kapitału*, op.cit., s. 57.

¹¹ Por. m.in. W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994, s. 34–37.

¹² Por. J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, Olympos, Warszawa 1992, s. 15 i n.

Wyróżnienie rynku pieniężnego i kapitałowego ma charakter umowny, nie istnieje bowiem żadna wyraźna linia, oddzielająca rodzaj instrumentów, jakimi posługuje się każdy z nich¹³.

Na gruncie ekonomii pojęcie rynku kapitałowego jest szersze niż na gruncie finansów, zawiera bowiem nie tylko kapitał finansowy, lecz również kapitał rzeczowy (grunt, budynki, maszyny, urządzenia), a także kapitał ludzki. Oznacza to, że rynek kapitałowy wykracza poza rynek papierów wartościowych.

Przedstawione uszeregowanie pozwala zdefiniować **miejsce rynku nieruchomości**. W ramach rynku produktów, rynek nieruchomości jest przede wszystkim elementem rynku produktów inwestycyjnych, cecha nieruchomości bowiem, którą jest trwałość, powoduje, że prawa do nieruchomości są długoterminowe, stając się majątkiem inwestycyjnym. Z wymienionych względów rynek nieruchomości można uznać za część szerszego rynku inwestycyjnego¹⁴.

Przyjmując definicję kapitału na gruncie ekonomii, rynek nieruchomości jest częścią rynku kapitałowego. Tu dokonuje się bowiem długoterminowych lokat inwestycyjnych¹⁵.

Lokaty mogą przyjmować formę lokat bezpośrednich: kupno gruntu czy gruntu zabudowanego, lub pośrednich – poprzez kupno papierów wartościowych, które zostały wyemitowane na bazie nieruchomości (listy zastawne czy certyfikat depozytowy).

Jako część rynku kapitałowego, rynek nieruchomości sąsiaduje z rynkiem papierów wartościowych (na rozwiniętych rynkach stanowi już integralną jego część), rynkiem kredytowym i rynkiem czynników produkcji¹⁶. Poszczególne subryniki wykazują się znaczną konkurencyjnością, gdyż ograniczony kapitał pieniężny przyciąga różną dochodowość oferowanych na tych rynkach lokat kapitałowych. Instrumentami konkurującymi ze sobą są głównie: stopa oprocentowania depozytów w bankach, dochody z akcji w postaci dywidendy, zyski kapitałowe z akcji stanowiących różnicę kursów giełdowych, dochody z obligacji w postaci oprocentowania (kuponów), dochody z nieruchomości w postaci czynszów czy zyski kapitałowe w postaci różnicy cen nieruchomości na rynku itp.

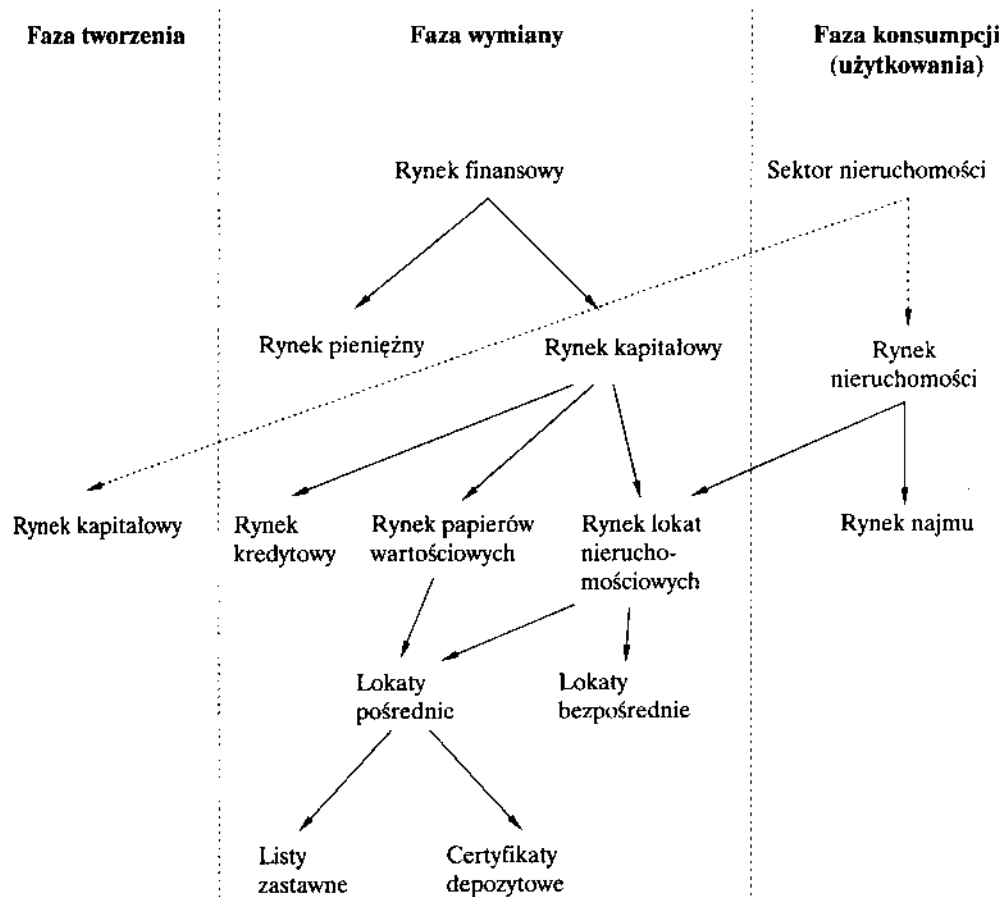
Wysokie oprocentowanie lokat bankowych, przy bessie na rynku papierów wartościowych czy niskiej dochodowości nieruchomości, przyciągnie inwestorów do sektora bankowego, który na podstawie funkcji depozytowej banku wykreuje funkcję pożyczkowo-kredytową. Wysoka dochodowość giełdy ograniczy zainteresowanie naszego inwestora lokatami bankowymi czy rynkiem nieruchomości. I odwrotnie, bessa na gieł-

¹³ Por. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, Real Estate Education Company, Chicago 1994, s. 45.

¹⁴ Również N. Dubben i S. Sayce stwierdzają, że rynek nieruchomości można uznać za część rynku inwestycyjnego. N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management an Introduction*, Routledge, London, New York 1991, s. 284.

¹⁵ Podobne umiejscowienie rynku nieruchomości podaje A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 1991, s. 10–11. Identyczny schemat podziału występuje w pracy: *Rynki kapitałowe i fundusze powiernicze*, PIONEER, Warszawa 1992.

¹⁶ Nicco inną klasyfikację podaje R. Diedrigkeit, upatrując trzy segmenty na rynku kapitałowym: rynek papierów wartościowych, jako dominujący sektor na powstających rynkach kapitałowych, rynek hipoteczny, odgrywający ważną rolę na rozwiniętych rynkach kapitałowych i rynek skryptów dłużnych. Por. R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*. Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1993, s. 90.



Rysunek 4.1. Miejsce rynku nieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

dzie ożywi zainteresowanie nieruchomościami, które – jako instrument finansowy – mają wiele zalet, m.in. zabezpieczają kapitał, chronią go przed inflacją, są obciążone umiarkowanym poziomem ryzyka (por. rozdz. 8).

Oznacza to, że poszczególne rynki konkurują ze sobą nie tylko poziomem dochodowości, ale również innymi cechami, głównie poziomem ryzyka, który wpływa na skłonność do inwestowania.

4.3. Rola rynku nieruchomości w gospodarce

Nieruchomości mają podstawowe znaczenie dla każdego rodzaju działalności. Ziemia, obok kapitału i pracy, zaliczana jest do podstawowych czynników produkcji. Nieruchomości związane są ściśle z otaczającą je gospodarką. Rynek nieruchomości

pozostaje pod wpływem zmian w gospodarce, ale sam, jako jej element, również może wpływać na zmienne makroekonomiczne – w krótkich i długich okresach.

Wpływ gospodarki na rynek nieruchomości

Wpływ ten ujawnia się w przenoszeniu ogólnogospodarczej aktywności na popyt na nieruchomości. Na powiązania te wskazywał model funkcjonowania rynku nieruchomości (por. rozdz. 3). Tę współzależność dobrze odwzorowuje sformułowanie użyte m.in. przez Fräsera. Stwierdził on, że popyt na nieruchomości jest funkcją popytu na dobra i usługi wytwarzane w tychże nieruchomościach¹⁷. Oznacza to, że wytwarzanie produkcji i usług wymaga zasobu nieruchomościowego, a wzrost popytu na produkty i usługi wzmacnia popyt na powierzchnię. To z kolei oznacza, że rynek nieruchomości podlega cyklicznym zmianom zachodzącym w gospodarce. Nie ma jednak doskonałej korelacji pomiędzy cyklem koniunkturalnym a cyklem rynku nieruchomości, bowiem:

- aktywność rynku nieruchomości jest wypadkową oddziaływania nie tylko czynników egzogenicznych, leżących poza rynkiem nieruchomości, ale również endogenicznych, wynikających z cech samych nieruchomości (takich jak: stałość w miejscu, wysoka kapitałochłonność czy współzależność) oraz specyfiki rynku nieruchomości (mała elastyczność cenowa popytu i podaży, wysoki poziom niedoskonałości rynku, jego niska efektywność),
- zmiany w gospodarce mogą z pewnym opóźnieniem ujawnić się na rynku nieruchomości (por. pkt 4.4).

Wpływ, jaki gospodarka wywiera na rynek nieruchomości, uwidacznia się w przedstawionych niżej zjawiskach.

• **Zmiany popytu na powierzchnię.** Faza ożywienia w gospodarce, poprzez wzrost zatrudnienia, dochodów i popytu na dobra konsumpcyjne, wywołala wzrost popytu na przestrzeń. Reakcja ta wystąpi z pewnym opóźnieniem, bowiem początkowy wzrost produkcji i usług może być zrealizowany poprzez lepsze wykorzystanie istniejącej powierzchni i likwidację tzw. cichych pustostanów.

Opóźnienie reakcji może wystąpić również w fazie recesji – z powodu naturalnych, powolnych reakcji dostosowawczych najemców, a także zawartych długookresowych umów najmu, popyt na powierzchnie będzie malał wolniej niż wynikałoby to ze zmian w otoczeniu.

Opóźnienia widoczne są również na rynku inwestycyjnym. Ceny nieruchomości cechuje nieelastyczność spadku. Dobrze to zostało udokumentowane na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Sprzedający niemal zawsze uzyskują stałą minimalną cenę sprzedaży lub opóźniają sprzedaż nieruchomości podczas recesji. Trzeba bardzo ostrej recesji w gospodarce, by wystąpił spadek wartości domów¹⁸.

Pomimo tych opóźnień, akceptowana jest teza, że rynek nieruchomości ze względu na swój rozmiar nie tylko wzmacnia, ale również wpływa na tworzenie nowych tendencji w gospodarce.

¹⁷ W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, The Macmillan Press Ltd., London 1993.

¹⁸ C.E. Case, *Real Estate and the Macroeconomy*, „Brookings Papers on Economic Activity” 2000, nr 2.

• **Zmiany w poziomie budownictwa.** Ożywienie gospodarcze nie od razu przyciągnie kapitał do rynku działań deweloperskich. Będzie się on przesuwiał do sektorów o wyższych stopach zwrotu. Najpierw zasilony zostanie rynek papierów wartościowych, co doprowadzi do wzrostu cen akcji i obligacji, zmniejszając ich stopy zwrotu.

Wzrost popytu na powierzchnie doprowadzi do spadku pustostanów, wzrostu stawek czynszowych i wzrostu dochodowości nieruchomości. Uruchomi to nowe projekty deweloperskie. Ich efekty jednak mogą pojawić się na rynku, gdy aktywność gospodarcza zmniejszy się.

• **Zmiany poziomu stóp oprocentowania kredytu.** W fazie ożywienia popyt na pieniądź inwestycyjny rośnie, co spowoduje wzrost stóp oprocentowania. Wzrost kosztów inwestowania w nieruchomości może spowodować spadek inwestycji. Siła tej reakcji zależy jednak od zasad oprocentowania kredytu. Jeżeli inwestycje nieruchomościowe finansowane są przy zmiennej stopie oprocentowania, to krótkookresowe zmiany kosztu kredytu mogą mieć niewielki wpływ na poziom inwestycji, chyba że przewidywany jest długofalowy wzrost stóp oprocentowania kredytu. Silniejszy wpływ na poziom inwestycji może mieć wzrost stóp procentowych przy finansowaniu o stałym oprocentowaniu. Zaciągając kredyt kredytobiorca naraża się bowiem na wysoki nominalny długookresowy koszt kredytu.

• **Atrakcyjność innych lokat kapitałowych.** Na przepływ kapitału na rynek nieruchomości istotny wpływ wywiera atrakcyjność lokat na innych segmentach rynku kapitałowego. Relatywnie wysoka stopa oprocentowania wkładów bankowych – przy silnie „falujących” notowaniach na rynku akcji i braku warunków do rozwoju rynku nieruchomości (wysoki koszt kredytu) powoduje, że inwestorzy mogą preferować w swoich decyzjach inwestycyjnych lokaty bankowe. Napływ pieniądza do sektora bankowego wywoła jednak spadek oprocentowania wkładów i kredytów. Wzrost popytu na pieniądź inwestycyjny spowoduje spadek cen obligacji, a zatem wzrost stopy zwrotu z tego kierunku inwestowania. Popyt będzie się przesuwiał w kierunku segmentu, który jest bardziej atrakcyjny¹⁹. Kapitał migruje, wywołując zmiany wartości poszczególnych aktywów.

• **Oczekiwania dotyczące przyszłych trendów rozwoju gospodarki.** Wpływ gospodarki na rynek nieruchomości ujawnia się również poprzez zachowania wynikające z oczekiwań, dotyczących rozwoju gospodarki w przyszłości. Można rozważać trzy podstawowe warianty oczekiwań²⁰: oczekiwania naiwne, przystosowawcze i racjonalne. Uczestnicy rynku, reprezentujący oczekiwania naiwne, spodziewają się, że jutro będzie takie samo, jak dzisiaj. Oczekiwania przystosowawcze cechują tych uczestników rynku, którzy przystosowują swoje poglądy do nowych doświadczeń opierając się na zmianach zachodzących w przeszłości. W praktyce gospodarczej oznacza to, że musi upłynąć wiele lat (np. po wybuchu inflacji i następnie jej spadku), zanim ludzie uwierzą, że inflacja

¹⁹ Zależność pomiędzy konkurującymi ze sobą segmentami rynku kapitałowego rzadko są przedmiotem wnikliwych, długookresowych badań analityków rynku kapitałowego. Konkurencyjność rynków ujawniło badanie Aillsopa. Patrz: E. Kucharska-Stasiak (red.), *Rynek nieruchomości. Wybrane problemy*, wyd. II, Wydawnictwo U.L., Łódź 1999, s. 16–21.

²⁰ M. Ball, C. Lizieri, B.D. MacGregor, *The Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, London, New York 1998, s. 152–153.

znów będzie niska, nawet, jeżeli fala inflacji wkrótce się kończy. Zgodnie z teorią racjonalnych oczekiwań ludzie wykorzystują najlepszą dostępną bieżącą informację, by podjąć decyzję dotyczącą przyszłości. W rozważaniach dotyczących rynku nieruchomości dominują oczekiwania przystosowawcze²¹.

• **Zmiany wartości kapitałowej nieruchomości w bilansach spółek.** Gospodarka może ujawnić swój wpływ na rynek nieruchomości poprzez zmianę wartości kapitałowej nieruchomości wywołaną zmianami stóp procentowych. Jeżeli stopy procentowe rosną, wymagana stopa zwrotu na rynku nieruchomości również rośnie, a wartość maleje. Niższa wartość nieruchomości może zniechęcić spółki lokujące w nieruchomości do nabywania nowych aktywów. Również dla innych podmiotów gospodarczych spadek wartości aktywów zmniejsza ich zdolność kredytową, a zatem zaciąganie nowych kredytów na cele inwestowania w nieruchomości może być uznane za niezasadne.

• **Wpływ czynników instytucjonalnych.** Niezmiennie istotnym czynnikiem, wpływającym na rynek nieruchomości, a mającym swoje źródła w gospodarce, są czynniki instytucjonalne, które odwzorowują cechy całego społeczeństwa, takie jak rozwój gospodarki z jej instytucjami i obyczajami. Wpływają one na zachowanie osób działających na rynku nieruchomości.

Wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę

Również rynek nieruchomości – jako część gospodarki – wywiera wpływ na zmienne makroekonomiczne²². Ten wpływ ma dwojaki charakter: może być pozytywny przyczyniając się do wzrostu gospodarczego poprzez wzmocnienie fazy ożywienia oraz zahamowanie fazy recesji, ale również może stanowić źródło negatywnych tendencji. O **pozytywnej roli sektora** świadczą przedstawione niżej wskaźniki²³.

1. Udział w tworzeniu produktu krajowego brutto (PKB).

Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych udział sektora nieruchomości oscyluje wokół 11–12%, w Japonii 8–10%, w Polsce szacowany jest na 6–8%.

2. Udział rynku nieruchomości w zasobie.

Ta rola ujawnia się poprzez dostarczenie powierzchni, które z jednej strony stanowią przedmiot konsumpcji, jak np. powierzchnie mieszkalne, z drugiej zaś obudowę procesów produkcyjnych i usługowych.

Przykładowo, wartość zasobu w sektorze prywatnym została oszacowana w Stanach Zjednoczonych w latach dziewięćdziesiątych na 16 bln USD²⁴, w Wielkiej Brytanii na 1218 mld GBR. W zasobie dominują zasoby mieszkaniowe, np. w Wielkiej Brytanii przypada na nie około 72% wartości zasobu mieszkaniowego²⁵.

Na możliwość pobudzenia gospodarki poprzez zasób nieruchomości, głównie nieruchomości mieszkaniowych, wskazują doświadczenia gospodarki amerykańskiej. Kiedy Kongres chce ożywić gospodarkę, rozwijane są programy, zapewniające dopływ kre-

²¹ *Ibidem*, s. 153.

²² Wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę omawia E. Wiśniewska. Por. E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, w: E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zachodnie rynki nieruchomości*, Twigger, Warszawa 2004, s. 65–84.

²³ I. Kaminow, *America's Real Estate*, „Urban Land Institution” 1997.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ *Ibidem*.

dytu o zabezpieczeniu hipotecznym o niskiej stopie procentowej dla deweloperów i nabywców mieszkań. Rozwój działalności deweloperskiej zwiększa zatrudnienie we wszystkich sektorach gospodarczych, co ożywia tę gospodarkę²⁶. Stwierdzenie to nie może jednoznacznie sugerować dominującej roli rynku nieruchomości. Badania wykazują, że efekty dla gospodarki, wynikające z rozwoju giełdy, są znacznie wyższe niż z rozwoju mieszkalnictwa²⁷.

3. Udział w podatkach lokalnych. Istotny jest wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę poprzez funkcję fiskalną nieruchomości. Cecha nieruchomości, jaką jest stałość w miejscu powoduje, że nieruchomość może dobrze pełnić tę funkcję. Łatwo obciążyć nieruchomość opłatami i podatkami i łatwo je wyegzekwować. Niezapłacone opłaty i podatki mogą być ujawnione w czwartym dziale księgi wieczystej w postaci hipoteki przymusowej. Najważniejszą rolę wśród podatków dotyczących nieruchomości odgrywa podatek od nieruchomości. W grupie podatków istotne są ponadto: podatek od dochodów generowanych przez nieruchomość, podatek od sprzedaży nieruchomości, podatek rolny czy leśny. Wśród opłat istotną rolę odgrywają opłaty za czynności cywilnoprawne, za wpisy do ksiąg wieczystych, opłaty targowe, opłaty eksploatacyjne, wnoszone przez przedsiębiorców wydobywających kopalinę ze złoża lub surowiec mineralny, opłaty adiacenckie, naliczane od wzrostu wartości w wyniku m.in. przeprowadzonych przez gminę inwestycji infrastrukturalnych, czy opłaty planistyczne naliczane od wzrostu wartości spowodowanej zmianami w planach zagospodarowania przestrzennego. Chociaż można dostrzec różne rozwiązania w poszczególnych krajach, opłaty i podatki zasilają głównie budżety lokalne, warunkując rozwój gospodarczy regionów. Rozwój regionów dodatkowo wpływa na aktywność gospodarczą całego kraju. O skali wpływów z tytułu opodatkowania nieruchomości świadczą następujące dane – w Wielkiej Brytanii w latach osiemdziesiątych wpływy te sięgały 28% całkowitych wpływów jednostek lokalnych²⁸, w Stanach Zjednoczonych przekraczają 50%, dochodząc w niektórych stanach nawet do 70%²⁹, w Polsce stanowią około 13% dochodów własnych gminy³⁰.

4. Udział w absorpcji siły roboczej. W Stanach Zjednoczonych sektor nieruchomości angażuje 8,1% ogółu zatrudnionych, w Wielkiej Brytanii od 6 do 8%. W Polsce udział ten jest skromniejszy – sięga od 5 do 6%³¹.

5. Relacja kredytu hipotecznego do PKB, która świadczy o skali „odmrażania” zaangażowanych w nieruchomości środków. „Odmrożone” środki mogą być reinwestowane w gospodarce, ujawniając, jak to nazwał H. De Soto, „magię” kapitału. Relacja

²⁶ *The Appraisal of Real Estate*, Appraisal Institute, Chicago 1992, r. 5. Możliwość mnożnikowego oddziaływania budownictwa mieszkaniowego na gospodarkę była wielokrotnie podejmowana w literaturze polskiej. Por. m.in. L. Kalkowski, W. Korecki, W. Rydzik, W. Stanisławska, *Możliwość wykorzystania budownictwa mieszkaniowego jako czynnika ożywienia gospodarki*, „PRB” 1992, nr 1, E. Lipiński, *Znaczenie budownictwa w życiu gospodarczym kraju*, materiały I Kongresu Mieszkaniowego, Warszawa 1937.

²⁷ Por. C.E. Case, *Real Estate and the Macroeconomy*, op.cit.

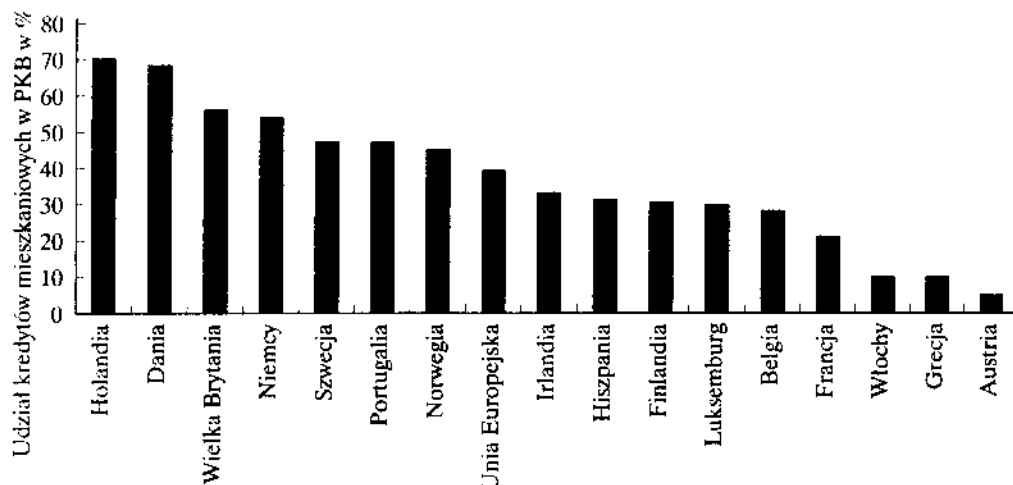
²⁸ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, op.cit., s. 68.

²⁹ *Ibidem*, s. 68–70.

³⁰ Podatek od nieruchomości i podatek rolny. Obliczenia własne na podstawie: *Mały Rocznik Statystyczny Polski*, GUS, Warszawa 2003, tabl. 26 (266).

³¹ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, op.cit., s. 71.

kredytu hipotecznego do PKB w poszczególnych krajach jest bardzo zróżnicowana. Najwyższe zadłużenie występuje w Stanach Zjednoczonych, przekraczając 70% PKB, na kontynencie europejskim w Holandii i Danii ok. 70% PKB (por. rys. 4.2).



Rysunek 4.2. Rozmiary rynków kredytów mieszkaniowych w gospodarce w 2000 r. wyrażone poprzez saldo zadłużenia w stosunku do PKB (w procentach)

Źródło: opracowano na podstawie materiałów European Mortgage Federation and National Sources

Pomimo znacznego wzrostu, jaki wystąpił na rynku kredytowania hipotecznego w Polsce³², jego udział w PKB sięga 4%³³.

Pozytywna rola, jaką pełni rynek nieruchomości w gospodarce, wynika z tego, że nieruchomość jest kapitałem, który umożliwia tworzenie dodatnich efektów nie tylko dla ich właściciela, ale także na szczeblu lokalnym i krajowym. Chociaż nieruchomości nie występują w sposób wyraźny w modelach wzrostu gospodarczego³⁴, związki te są widoczne. Im wyższy poziom przedstawionych wskaźników, tym większy wpływ sektora nieruchomości na gospodarkę.

„Rozpoczęcie nowych inwestycji w sektorze nieruchomości powoduje zwiększenie zatrudnienia, wzrost siły nabywczej ludności, a także wzrost uzyskiwanych podatków, w tym podatków lokalnych. Wzrost siły nabywczej ludności powoduje wzrost aktywności gospodarstw domowych, pobudzając popyt na dobra i usługi wytwarzane przez podmioty gospodarcze. W efekcie wzmacnia to popyt na powierzchnię na różnych segmentach rynku nieruchomości. Wzrost wpływów do budżetów lokalnych umożliwia zwiększenie

³² W 1997 r. wartość rynku kredytowania hipotecznego w Polsce szacowano na 1,7 mld PLN, w 2003 r. przekroczyła już 37 mld PLN. Por. E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zachodnie rynki nieruchomości*, op.cit., s. 71–72.

³³ Por. K. Jajuga i Z. Krysiak (red.), *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych. Modelowanie i zarządzanie*. Związek Banków Polskich. Warszawa 2004, s. 424.

³⁴ Por. M. Ball, C. Lizieri, B.D. MacGregor, *The Economics of Commercial Property Markets*, op.cit., rozdz. 6.

szczenie aktywności gospodarczej danego regionu, co pozytywnie wpływa na całą gospodarkę regionu. Zwiększenie aktywności regionu zachęca inwestorów do lokowania kapitału w nieruchomości³⁵.

Wpływając pozytywnie na gospodarkę, rynek nieruchomości pobudza fazę ożywienia. Tę rolę rynku nieruchomości potwierdza przebieg cykli koniunkturalnych w wielu krajach. Przykładowo w Japonii i w Stanach Zjednoczonych ożywienie, które wystąpiło w latach osiemdziesiątych na rynku nieruchomości, przyczyniło się do wzmożenia fazy ożywienia w całej gospodarce³⁶.

Na obszarze pozytywnych związków rynku nieruchomości z gospodarką ujawnia się – rzadko w literaturze podkreślana – możliwość hamowania przez rynek nieruchomości wejścia gospodarki w fazę spadku. Przykładowo, w gospodarce amerykańskiej po silnym, trwającym 9 lat okresie ożywienia, w 2000 r. nastąpiło gwałtowne zmniejszenie aktywności gospodarczej. Jedynym rynkiem, który wykazywał tendencję wzrostową, był rynek nieruchomości mieszkaniowych. Niskie oprocentowanie kredytów, a także duży udział populacji w wieku 18–25 lat – przy braku atrakcyjności lokat na innych segmentach rynku kapitałowego – spowodowały wzrost zainteresowania rynkiem mieszkaniowym. Wzrost popytu spowodował wzrost cen mieszkań – w 2001 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły o 9%. Skala tego wzrostu powtórzyła się również w 2002 r. Wzrost cen nieruchomości prowadzi do wzrostu ich wartości, wzrost wartości zaś oznacza wzrost zdolności kredytowej ich właścicieli. Zaciągnięte kredyty – pomimo tendencji spadkowych w gospodarce – umożliwiły utrzymanie popytu wewnętrznego. O roli, jaką odegrał rynek nieruchomości, świadczy tytuł artykułu zamieszczonego w „The Economist” – *Domy, które uratowały świat*³⁷. Wskazano jednak – przy nasilających się tendencjach wzrostowych cen i skłonności do zaciągania kredytów – na groźbę tworzenia się nowej „bańki”, która ratując gospodarkę Stanów Zjednoczonych, a także gospodarkę światową przed kryzysem, może ten kryzys spotęgować. Gdyby tendencje spadkowe w gospodarce utrzymały się, wystąpiłaby groźba powstania obciążeń kredytowych, które nie mogą być przez kredytobiorców spłacone. Zmniejszyłoby to płynność finansową sektora bankowego, ograniczyłoby dopływ pieniądza inwestycyjnego do gospodarki, podniosłoby koszt tego pieniądza potęgując tendencje spadkowe. Chociaż gospodarka amerykańska wykazuje tendencje wzrostowe, prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego nie są zbyt optymistyczne – gospodarka wprawdzie rośnie, ale nie na tyle, by mogła okazać się lokomotywą globalnego ożywienia. W tej sytuacji teoria „bańki” napędzanej przez rynek nieruchomości pozostaje aktualna³⁸.

Powyższe oznacza, że rynek nieruchomości, obok pozytywnego oddziaływania, może stanowić źródło negatywnych zjawisk w gospodarce. Nagły spadek koniunktury na rynku nieruchomości może obniżyć ich dochodowość, wartość i ceny, uniemożliwiając spłatę zaciągniętych kredytów. Zmniejsza to wypłacalność sektora finansowego,

³⁵ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, op.cit., s. 73.

³⁶ Ibidem, s. 73–75.

³⁷ *The Houses that Saved the World*, „The Economist”, 30 marzec 2002.

³⁸ Patrz m.in.: E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka...*, op.cit., s. 76–77; Ch. Rickens, *Życie ponad Stan(y)*, „Manager Magazin” 2005, nr 10.

ogranicza funkcję kredytową banków, prowadzi do wzrostu kosztu kredytu, wzrostu kosztu inwestycji, zmniejszając skłonność do inwestowania, co może pociągnąć gospodarkę w fazę recesji.

Negatywny wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę potwierdza dobrze udokumentowana historia kryzysów gospodarczych w wielu krajach: przykładowo, kryzys w Wielkiej Brytanii i w Stanach Zjednoczonych w latach osiemdziesiątych, w gospodarce japońskiej na początku lat dziewięćdziesiątych, w Azji Południowo-Wschodniej pod koniec lat dziewięćdziesiątych³⁹ (por. pkt 4.4).

Raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego z kwietnia 2005 r. dostrzega możliwość spadku koniunktury w gospodarce światowej. Wzrost gospodarczy był wspomagany boorem mieszkaniowym, któremu towarzyszył bardzo silny wzrost cen domów i mieszkań i wzrost akcji kredytowej banków. Wzrost stóp procentowych w tych krajach może doprowadzić do zwiększenia obciążeń gospodarstw domowych związanych z obsługą kredytu i doprowadzić do załamania rynków nieruchomości. Skutki tego załamania przeniosłyby się na produkcję materiałów budowlanych, obsługę w postaci biur geodezyjnych, projektowych i innych branż związanych z nieruchomościami⁴⁰.

4.4. Cykle rynku nieruchomości

Na cykl koniunkturalny składają się wahania w działalności gospodarczej. Na gruncie ekonomii cykl koniunkturalny postrzegany jest jako:

1) wahania makroekonomiczne; warunki, w jakich prowadzona jest działalność gospodarcza, ulegają ciągłym zmianom – zmieniają się podaż produktów, ich ceny, stopy procentowe i poziom zatrudnienia;

2) wahania wokół trendu potencjalnego wzrostu gospodarczego; gospodarka znajdująca się powyżej jej potencjalnego wzrostu jest w fazie rozwoju, znajdująca się poniżej jest w fazie recesji (to określenie ma więcej zwolenników).

Dwoistość pojmowania cyklu koniunkturalnego ujawniają przytoczone niżej definicje.

- „Cykl koniunkturalny (gospodarczy) jest to rytm wspólny dla rozwoju większości działów życia gospodarczego, jak i dla różnych krajów. Cykle uwidaczniają się w zmianach występujących w PKB, bezrobociu, cenach i zyskach”⁴¹.

- „Cykl gospodarczy jest powracającym, ale nieregularnym, wahaniami poziomu ogólnej działalności gospodarczej lub zestawem krótkoterminowych wahaniec w górę i w dół w ramach głównego, długookresowego trendu”⁴².

³⁹ Por. m.in. C.E. Case, *Real Estate and the Macroeconomy*, op.cit.; P. Hilbers, Q. Lei, L. Zacho, *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, „IMF Working Paper” 2001; W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, op.cit.; M. Ball, C. Lizieri, B.D. MacGregor, *The Economics of Commercial Property Markets*, op.cit.; A. Baum, *Evidence of Cycles in European Commercial Real Estate Markets and some Hypotheses*, „Working Papers in Land Management and Development”, University of Reading, maj 2000, E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, op.cit.

⁴⁰ „World Economic Outlook”, kwiecień 2005.

⁴¹ P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia I*, WN PWN, Warszawa 1995, s. 322.

⁴² D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1991, s. 152. Podobnie interpretują D. Begg, S. Fischer i R. Dornbusch, *Ekonomia*, t. 2, PWE, Warszawa 1992, s. 218.

W przebiegu cyklu koniunkturalnego nie można przewidzieć żadnej prawidłowości, bowiem cykle nigdy nie przebiegają tak samo. „Pomimo tego mają one wiele cech wspólnych. Choć nie są identyczne jak bliźnięta, łatwo rozpoznać, że należą do tej samej rodziny. Dla programowania cykli koniunkturalnych nie dysponujemy żadną ścisłą formułą, w rodzaju tych, które można stosować do ruchów księżyca czy wahadła. Nacechowane różnorodnymi nieregularnościami cykle koniunkturalne bardziej zbliżają się do wahań pogody”⁴³.

Źródła cyklu koniunkturalnego ekonomiści doszukują się w oddziaływaniu czynników zewnętrznych oraz wewnętrznych. Zwolennicy czynników zewnętrznych przywiązują dużą wagę do fluktuacji liczby ludności, odkryć nowych złóż oraz wydarzeń politycznych, a także wojen. Teorie wewnętrzne koncentrują się na mechanizmach tkwiących w samym układzie gospodarczym, co oznacza, że każde ożywienie wyzwoli kurczenie się gospodarki, co inicjuje znów jej poprawę, tworząc nigdy nie kończący się łańcuch zjawisk⁴⁴.

W ramach cyklu można wyróżnić cztery fazy: recesję, dno (depresję), ekspansję i rozkwit (szczyt). „Szczyt” i „dno” uznawane są za punkty zwrotne cyklu, głównymi fazami są „recesja” i „ekspansja”.

Chociaż przebieg cykli nie jest regularny, można wskazać kilka prawidłowości⁴⁵:

- We wczesnej fazie recesji na ogół likwiduje się zapasy, po czym gwałtownie maleją inwestycje przedsiębiorstw.
- Spada popyt na pracę, co prowadzi do wzrostu bezrobocia.
- Spadają również ceny towarów o większej elastyczności popytu.
- W okresie recesji gwałtownie spadają ceny akcji, zyski przedsiębiorstw, popyt na kredyt i stopy procentowe.

Cykle zostają wywołane zmianami w globalnym popycie (co występuje częściej) lub zmianami w globalnej podaży. Gwałtowny spadek popytu nie wywołuje szybkich reakcji dostosowawczych po stronie podaży. Procesy dostosowawcze na rynku powodują spadek cen, produkcja maleje, przy sztywnych płacach wzrasta bezrobocie⁴⁶.

Drugą przyczyną, wywołującą cykle koniunkturalne, są zmiany w globalnej podaży⁴⁷. Polityka propodażowa, której może towarzyszyć np. obniżka podatków, prowadzi do pobudzenia podaży pracy czy akumulacji kapitału. W efekcie maleje bezrobocie, wzrasta popyt i następuje faza ożywienia.

⁴³ P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, op.cit., s. 306.

⁴⁴ *Ibidem*, s. 310.

⁴⁵ *Ibidem*, s. 309.

⁴⁶ Zależność pomiędzy zmianami wielkości produkcji i bezrobociem nosi nazwę prawa Okuna. Nazwa tego prawa pochodzi od nazwiska amerykańskiego ekonomisty, odkrywcy tej zależności. Por. P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, op.cit., s. 298–299.

⁴⁷ W ostatnich latach powstała „podażowa teoria ekonomii”. Podstawą tej teorii jest stwierdzenie, że polityka gospodarcza stała się zbyt jednostronnie zorientowana na problemy popytu, a przesadne przywiązywanie wagi do stabilizowania globalnego popytu zagraża zdolności przetrwania gospodarki w dłuższym okresie. *Ibidem*, s. 301–305.

Przyjęcie polityki propodażowej oznacza odchodzenie od koncepcji stabilizacji gospodarczej w krótkim okresie na rzecz przyspieszenia wzrostu. Siła oddziaływania polityki propodażowej zależy od kształtu krzywej globalnej podaży. Gdy elastyczność podaży jest mała, wpływ programu propodażowego na wzrost produkcji jest niewielki. Oznacza to, że polityka propodażowa może wtedy być skuteczna, gdy towarzyszą jej środki polityki propopytowej, np. poprzez redukcje podatków. Obniżki podatków mają dwójaki skutek: zwiększają popyt i w efekcie podaż pracy i kapitału, zwiększając realny produkt globalny.

Nie wnikając w bogate teorie cykli koniunkturalnych⁴⁸, na ogół stwierdza się, że przyczyną sprawczą zmian po stronie popytu i podaży są wahania inwestycji skierowanych na zakup trwałych dóbr kapitałowych. Wahania te są wywołane zarówno wpływem czynników zewnętrznych (wydarzenia polityczne, wojny, fluktuacja liczby ludności, innowacje), jak i wewnętrznych (poziom produkcji i wzrost sprzedaży). Okazuje się, że inwestycje są nie tylko przyczyną, ale również skutkiem cykli koniunkturalnych. Zmiany w produkcji mogą zostać przeniesione w wielokrotnionej skali na zmiany w inwestycjach – każda dodatkowa jednostka produkcji wymaga wielokrotnionego dodatkowego kapitału do jej wytworzenia. Ta teoria nosi nazwę **teorii akceleratora** (zasady przyspieszenia). Zasada przyspieszenia może działać w obie strony, co oznacza, że stabilizacja, a tym bardziej spadek produkcji, spowoduje wielokrotniony spadek inwestycji⁴⁹. Zasada przyspieszenia współdziała zatem w kumulowaniu zjawisk recesyjnych, fazy poprawy, boomu czy kryzysu.

Bardziej realistycznym wariantem jest **elastyczny akcelerator**, który zakłada, że w każdym okresie występuje tylko częściowe przesuwanie się zasobu kapitału do poziomu pożądanego. Oznacza to, że wzrosty produkcji wywołują dodatkowe inwestycje rozłożone w czasie, gdy zasób kapitału jest stopniowo doprowadzany do pożądanego poziomu. Stopniowość dostosowywania wynika z niepewności co do przyszłych warunków gospodarowania, a także wysokich kosztów dostosowywania się (np. przeprowadzki).

Na rynku nieruchomości cykl definiowany jest dwójako⁵⁰:

- jako powtarzające się, ale nie regularne, wahania stopy zwrotu na rynku nieruchomości, które są widoczne także w innych wskaźnikach działalności nieruchomościowej,
- upraszczając, cykl rynku nieruchomości obrazuje tendencje popytu, podaży, cen nieruchomości i zasobów do wahań się wokół ich długookresowych trendów albo wartości przeciętnych.

W literaturze omawiane są cztery typy cykli o różnych długościach, rozważane zarówno w odniesieniu do ogólnej działalności gospodarczej, jak i do rynku nieruchomości czy jego segmentów, np. rynku działań deweloperskich, rynku najmu, inwestycji czy gruntów.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 315.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 315.

⁵⁰ A. Baum, *Evidence of Cycles in European Commercial Real Estate Markets and some Hypotheses*, op.cit.

1. Cykle 4–5-letnie, kierowane cyklem koniunkturalnym. Cykl koniunkturalny, oddziałując na rynek użytkowników, wpływa na czynsze i ceny na rynku nieruchomości, a także na działalność deweloperską. Ten cykl jest następstwem zmian po stronie popytu, dlatego zwany jest cyklem popytowym.

2. Cykle 9–10-letnie, zwane cyklami Juglara. Jego występowanie jest następstwem zmian po stronie podaży. Na potwierdzenie tej tezy rozpoznane zostały 10-letnie cykle na rynku działalności deweloperskiej, tworzące tendencję do silnej nadpodaży, które omijają co drugi cykl popytowy.

3. Cykle 20–30-letnie, zwane cyklami Kuznieca. Są one związane z długimi spekulacyjnymi okresami wysokiej koniunktury w budownictwie. Ich siłą napędową jest cykl na rynku gruntów, który – jak zauważył F. Harrison – osiąga szczyt w regularnych odstępach 18-letnich. Istotną rolę w procesie jego powstania odgrywa system podatkowy. Wzrost podatków zachęca osoby fizyczne i podmioty gospodarcze do poszukiwania dochodu niepochodzącego z pracy. Takie możliwości dają dochody ze wzrostu cen gruntów. Wzrost cen gruntów przenosi się na wzrost kosztów inwestycji, na wzrost zaangażowania sektora bankowego na etapie kredytowania inwestycji, wzrost stawek czynszowych, prowadząc nieuchronnie do spowolnienia, a nawet kryzysu gospodarczego. Zdaniem Harrisona kryzys ujawnia się, gdy stosunek wartości sprzedanych nieruchomości do dochodu narodowego przewyższa 25%⁵¹.

4. Cykle trwające 50 lat, zwane falami Kondratiewa. Są one związane z falami innowacji i szerokim przyswajaniem nowych technologii.

Dwa pierwsze cykle związane są z cyklem koniunkturalnym i tradycyjnie zwane są cyklami nieruchomości, cykl 20–30-letni zwany jest cyklem budowlanym (na rynkach deweloperskich). Na rynku nieruchomości najlepiej rozpoznane są dwie pierwsze grupy cykli.

Duże zainteresowanie cyklami rynku nieruchomości wynika co najmniej z dwóch powodów:

- z przekonania, że rynek nieruchomości jest szczególnie niestabilny; tak silne ożywienia i recesje, jakie obserwuje się na rynkach nieruchomości, nie dotyczą wielu innych gałęzi gospodarki,
- z siły wpływu niestabilności rynku na działalność gospodarczą.

Każdy segment rynku ma swój cykl. Całość składa się na cykl nieruchomości. Najwięcej badań poświęcono cyklom czynszów (rynek użytkownika), cyklom budowlanym (rynek działań deweloperskich) i cyklom wartości kapitałowych i zwrotów (rynek aktywów finansowych). Najmniej rozpoznane są cykle rynku gruntów. Wynika to z daleko idącej niejednorodności tego rynku i trudności zbudowania szeregu czasowego cen na tym rynku.

Ostre wahania na rynkach nieruchomości, przejawiające się w wahanach realnych czynszów, poziomie pustostanów, w podaży nowych powierzchni, pojawiły się we wcześniejszych latach siedemdziesiątych i późnych latach osiemdziesiątych, obejmując głównie rynek powierzchni biurowych i mieszkaniowych w wielu rozwiniętych gospodarkach.

⁵¹ B. Kavanagh, *Calling the Price Drop, Part A, B*, The Land Valuers Research Group, Melbourne 1998, publikacje internetowe.

Ostrość wahań i rozkład ich w czasie różniły się, ale istnieją dowody, że „umiejscowienie w czasie” tych cykli staje się coraz bardziej zgodne. Jest to wynikiem zwiększonej integracji w gospodarkach i na rynkach kapitałowych⁵².

W wyidealizowanym opisie cyklu nieruchomości wzrost nakładów inwestycyjnych, możliwy w warunkach niskich stóp procentowych i wysokiej dostępności kapitału, prowadzi do poprawy koniunktury w gospodarce. Spada bezrobocie, w efekcie płaca i siła nabywcza konsumentów rośnie, rośnie zatem popyt na dobra i usługi, wzrasta zapotrzebowanie ze strony użytkowników na powierzchnię biurową, magazynową, rekreacyjną, przemysłową. Maleją pustostany, rosną czynsze, zwiększa się optymizm inwestorów. Niskie stopy procentowe, malejące ryzyko osiągania dochodów z nieruchomości i spodziewany wzrost tychże dochodów powodują, że stopy zwrotu maleją i rośnie wartość nieruchomości. Wzrost wartości może wystąpić z pewnym przesunięciem czasowym, potrzebnym do ujawnienia w wycenach nowych informacji rynkowych⁵³. Te pozytywne zjawiska na rynku użytkowników pobudzają rynek działań deweloperskich. Zgłaszany przez deweloperów popyt na grunty ożywi ten segment rynku nieruchomości, prowadząc do wzrostu cen i wartości gruntów, ponieważ rynek, z powodu długiego cyklu realizacji inwestycji, nie od razu będzie zasilony strumieniem nowej podaży. Rosną również stawki czynszu, ceny i wartości nieruchomości.

Wzrost popytu na pieniądź inwestycyjny (kredyt) prowadzi do wzrostu jego oprocentowania, co oznacza zaostrzenie warunków kredytowania i spadek skłonności do inwestowania. Faza ożywienia może spowodować również nadprodukcję, co dodatkowo osłabia aktywność gospodarczą. Cykl koniunkturalny wykazuje tendencje spadkowe – gospodarka z fazy ożywienia, poprzez szczyt cyklu, przechodzi do fazy recesji. Rośnie bezrobocie, spada siła nabywcza ludności, panuje pesymizm, konsumenci ograniczają wydatki obawiając się niższych zarobków. Zasada akceleratora ciągnie gospodarkę w fazę kryzysu. Popyt na powierzchnie początkowo stabilizuje się, wykazując następnie tendencję spadkową. Wskaźniki pustostanów zaczynają wzrastać, w zwalnianych powierzchniach właściciele usiłują początkowo utrzymać dotychczasowy poziom czynszów, godząc się z czasem na ich obniżkę. Wzrost stóp procentowych, a także rosnące ryzyko osiągania dochodów z nieruchomości, powodują wzrost wymaganych stóp zwrotu, co prowadzi do spadku wartości nieruchomości. Liczba nowo rozpoczynanych przedsięwzięć deweloperskich maleje, ale w toku realizacji są projekty rozpoczęte w fazie ożywienia.

Popyt na powierzchnie maleje, ale rynek zaczyna być zasilany strumieniem nowej powierzchni, będącym efektem kończonych projektów deweloperskich. Wzrost podaży przy malejącym popycie powoduje zwiększanie się poziomu pustostanów i dalszy spadek stawek czynszu. Zarówno pustostany, jak i stawki, odbiegają od poziomu wyznaczającego stan równowagi.

Spadek koniunktury został wywołany zmniejszeniem rozmiarów aktywności inwestycyjnej, ale działalność inwestycyjna nigdy nie spada do zera. W gospodarce ujawnia się popyt restytucyjny (odtworzeniowy), powstała nadpodaż może być wchłonięta

⁵² M. Ball, C. Lizieri, B.D. MacGregor, *The Economics of Commercial Property Markets*, op.cit., s. 195.

⁵³ *Ibidem*, s. 196–197.

przez rynek. Nawet, jeżeli popyt jest jeszcze niski, podmioty gospodarcze mogą podjąć decyzje inwestycyjne, mające na celu obniżenie kosztów produkcji. Zaczyna się faza ożywienia, gospodarka powoli wchodzi w następny cykl koniunkturalny.

Gospodarka może wejść w fazę ożywienia, podczas gdy rynek użytkownika, rynek działań deweloperskich, a także rynek inwestycji mogą pozostawać w fazie recesji, tym dłużej i głębiej, im większa jest nadpodaż powierzchni.

W dyskusjach nad cyklem rynku nieruchomości istotnego znaczenia nabierają następujące problemy badawcze:

- czy wszystkie zmiany, zachodzące na rynku nieruchomości, można przypisać ruchom falowym w całej gospodarce,
- czy istnieją dowody endogenicznego mechanizmu cyklu rynku nieruchomości,
- jaki wpływ na powstanie i przebieg cykli rynku nieruchomości wywierają ludzkie zachowania.

Badania przeprowadzone w niektórych krajach zachodnich potwierdziły, że rynki nieruchomości podlegają w swoim rozwoju silnym ruchom falowym z nieregularną prawidłowością. Istnieją powtarzające się wahania w poziomie działalności deweloperskiej, czynszów i pustostanów, choć okres i amplituda tych wahań różnią się.

Badacze upatrują przyczyn cyklicznych fluktuacji na rynkach nieruchomości w:

- a) ruchach falowych w całej gospodarce,
- b) cechach strukturalnych budynku i procesu budowy,
- c) w ludzkich zachowaniach.

Najsilniejszym wpływem cykli koniunkturalnych podlega cykl krótki, 4–5-letni. Cykl ten wywołany jest zmianami po stronie popytu. Popyt na nieruchomości jest następstwem potrzeby wykorzystania nieruchomości do produkcji oczekiwanych przez rynek towarów i usług. Cykl krótki stanowi część ogólnego cyklu koniunkturalnego. Jednakże dostosowanie użytkowników do rosnących potrzeb jest powolne. Najpierw wykorzystują oni rezerwy powierzchni, następnie intensyfikują ich wykorzystanie. Dopiero gdy sygnały z rynku potwierdzają, że zwiększający się popyt na produkcję i usługi ma charakter trwały, użytkownicy zgłaszają zapotrzebowanie na dodatkowe powierzchnie.

Wzrost popytu na powierzchnie ożywia rynek działań deweloperskich, prowadząc do cyklu budowlanego, który trwa 9–10 lat. Ten cykl jest wywołany głównie czynnikami endogenicznymi. Pozostaje również pod wpływem czynników egzogenicznych, prowadzących do powstania wahań gospodarczych. Nie stanowi on części cyklu koniunkturalnego. W ramach tego cyklu na przebieg wahań na rynku nieruchomości wpływa strukturalna odrębność obiektu budowlanego i długi cykl realizacji inwestycji. Cykl budowlany może odznaczać się znacznie większą siłą wahań niż cykl w gospodarce. Takie cechy obiektu, jak stałość w miejscu, wysoka kapitałochłonność i długowieczność, stają się impulsem do występowania wahań aktywności gospodarczej na tym obszarze. Wymóg posiadania wysokich kapitałów zarówno w sferze wznoszenia, nabycia, jak i utrzymania, mała elastyczność nieruchomości w stosunku do zmian rynkowych powodują, że spadek inwestycji może być znaczny, a niechęć do inwestowania bardzo długotrwała. Obiekty budowlane, których cykl realizacji jest bardzo długi, mogą wejść do eksploatacji w fazie recesji.

Z powodu długowieczności obiektów, wynoszącej od 40 do 150 lat, będą one użytkowane w okresie następnych cykli koniunkturalnych. W fazie recesji, nawet gdyby przyrost powierzchni równał się zero, liczba pustostanów będzie rosła. Nawet jeżeli na jakimś obszarze popyt na nowe powierzchnie wzrośnie, to nie może on być – z powodu stałości w miejscu – zastępowany istniejącą nadwyżką podaży na innych terenach. Fluktuacje zapotrzebowania na gotowe powierzchnie potęgują zjawisko cykliczności w rozwoju inwestycji w nieruchomości.

Cykliczność rynku nieruchomości wywołują również ludzkie zachowania. Nie zawsze charakteryzuje je racjonalność. Dla wahań cyklicznych na rynkach nieruchomości ważne są dwa aspekty irracjonalnych zachowań: powolność reagowania na wyraźne sygnały rynku i nie wyciąganie nauki z doświadczeń⁵⁴. Powodują one powstanie endo- i egzogenicznych czynników wywołujących wahania cykliczne. Źródłem czynników endogenicznych są zachowania deweloperów, a także rzeczoznawców majątkowych, egzogenicznych – zachowania kredytodawców.

Wielu badaczy udowadnia, że deweloperzy podejmują decyzje na podstawie bieżących informacji rynkowych, a nie spodziewanych ich poziomów w przyszłości⁵⁵. Zakładają oni kontynuację bieżących poziomów wzrostu. Na rynkach o tendencji zwykłej rozpoczynają nadmierną liczbę budów, która doprowadzi do nadpodaży. Na rynkach w fazie globalnej recesji czy depresji nie podejmują zaś działań deweloperskich, oczekując ożywienia.

Kluczową częścią przedsięwzięć deweloperskich są wyceny nieruchomości. Stosowanie tzw. podejścia porównawczego, a także nie ujawnienie potencjału wzrostu (spadku) dochodów i wartości powoduje, że wyniki szacunków nie uwzględniają zmieniających się uwarunkowań rynkowych (por. rozdz. 6). Wycena oparta na danych historycznych może przedłużyć fazę rozpoczynania nowych projektów deweloperskich, wspomagając powstanie nadpodaży. Ponieważ projekty deweloperskie finansowane są kredytem bankowym, nadpodaż obciąża sektor bankowy niespłaconymi kredytami, przyczyniając się do ograniczenia jego płynności, co wskazuje na istotną rolę tego sektora w powstawaniu wahań cyklicznych. Nie tylko deweloperzy, ale również kredytodawcy, przyjmują zbyt optymistyczną postawę w okresie ożywienia, uruchamiając bogatą akcję kredytową i wykazując zbyt wielki pesymizm w okresach spadku koniunktury.

Przejawem irracjonalnych zachowań jest nie tylko zbyt wolna reakcja na zmieniającą się sytuację rynkową, ale także – co zostało wspomniane – nie wyciąganie wniosków z przeszłości. Uczestnicy „trwają przy nawyku” (*habit persistent*) co oznacza, że zakładają oni kontynuację bieżących poziomów danych w przyszłości. Na ogół niewielu uczestniczących w okresie jednego boomu uczestniczy również w następnym. Cykle nieruchomości są długie i może upłynąć całe pokolenie do wystąpienia następnego ostrego spadku cen. Wykazują oni małą zdolność uczenia się z doświadczeń innych, a czasami i swoich.

Psychologowie analizujący rynki finansowe dostrzegali, że „.... ludzie często są nadmiernie pewni swojej wiedzy i swoich umiejętności. Mają tendencję do przeceniania

⁵⁴ *Ibidem*, s. 211.

⁵⁵ *Ibidem*, s. 211–214.

ich jakości i zakresu, niedoceniań ryzyka oraz do nadmiernej ufności we własną kontrolę nad zachodzącymi procesami...". Bez względu na fakty, uczestnicy rynków „(...) mają skłonności do szacowania przyszłych stóp zwrotu (...) na podstawie wyników z przeszłości”⁵⁶. Trudno się oprzeć wrażeniu, że spostrzeżenie to dotyczy również uczestników rynku nieruchomości, którzy mają skłonność do stawiania na kontynuację trendów. Do wyjaśnienia postaw deweloperów i kredytodawców może okazać się przydatna, sformułowana przez psychologów, **teoria perspektywy**. Przewiduje ona, że preferencje inwestorów będą zależały od tego, jak sformułowane będą ich oczekiwania. Jeżeli wynik podejmowanej decyzji odczuwany będzie jako zysk, to decydent wykaże awersję do ryzyka. Jeżeli wynik decyzji odczuwany będzie jako strata, decydent wykaże skłonność do ryzyka⁵⁷.

Siła reakcji czynników wywołujących fluktuacje zależy od **segmentu rynku**. Bardziej wrażliwy na zmiany koniunktury gospodarczej i na wpływ długości realizacji procesu budowlanego jest rynek nieruchomości biurowych i przemysłowych. Natomiast rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych nie wydaje się podążać za fazami cyklu koniunkturalnego. Zależy on bardziej od decyzji politycznych, określających zakres interwencjonizmu państwowego na tym rynku, czynników demograficznych, a także od dochodu na zatrudnionego, który wcale nie musi korespondować z cyklem koniunkturalnym⁵⁸.

Cykliczny rozwój rynków nieruchomości wywołuje implikacje gospodarcze i polityczne. Na ogół uważa się, że cykli tych, podobnie jak w całej gospodarce, nie można wyeliminować⁵⁹, ale znajomość przyczyn i skutków cykli może ograniczyć niektóre z ich przejawów. Skoro jedną z przyczyn wywołujących wahania są spekulacyjne zachowania deweloperów i inwestorów, to większa umiejętność odczytywania sygnałów rynkowych może przyspieszyć reakcje na zmiany w poziomie popytu. Aby złagodzić przejawy cykli – zdaniem specjalistów z Banku Danych Inwestycyjnych o Nieruchomościach – należy dążyć do zaspokojenia potrzeb użytkowników poprzez realizację obiektów na zamówienie⁶⁰.

Aktywność rynku nieruchomości podlega również **zmianom sezonowym** – widoczne są one zarówno na rynku działek budowlanych (tradycyjnie ceny gruntów wykazują wzrost wiosną), na rynku mieszkaniowym (na rynku lokat i najmu ceny w dużych miastach rosną w miesiącach wrzesień–październik, co wiąże się ze wzrostem popytu wywołanym rozpoczęciem roku szkolnego i akademickiego), na rynku biurowym a także magazynowym, co stanowi odzwierciedlenie sezonowości produkcji.

Rynek nieruchomości odczuwa również **wahania przypadkowe**, wywołane katastrofami (np. powodziami), wojnami itp.

⁵⁶ T. Tyszka (red.), *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004, s. 345.

⁵⁷ *Ibidem*, s. 349–350.

⁵⁸ S. Gordon, *A Market that Moves to a Different Beat*, „Mortgage Banking”, lipiec 1994.

⁵⁹ P.A. Samuelson i W.D. Nordhaus stwierdzają, że „Dziki cykl koniunkturalny, który pustoszył kapitalizm w XIX wieku, został poskromiony”. Ekonomia bowiem zyskała wiedzę o tym, jak się postugiwać polityką pieniężną i fiskalną, aby nie dopuścić do przerodzenia się w sposób lawinowy rozpoczynającej się recesji w trwałą i chroniczną depresję. Por. P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, op.cit., s. 321.

⁶⁰ Zrozumieć cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości, „Świat nieruchomości” 1994, nr 7/8, s. 69.

Reasumując, rozwój rynku nieruchomości jest uzależniony od rozwoju całej gospodarki. Pomimo trendu wzrostowego, z powodu wahań cyklicznych mogą wystąpić znaczne wahania w aktywności gospodarczej. Ze szczególną ostrością mogą one wpływać na rynki lokalne.

4.5. Rynek nieruchomości a sektor finansowy

Popyt i podaż nieruchomości pozostaje pod wpływem dostępności środków finansowych: zarówno środków własnych, jak i obcych, głównie kredytów i pożyczek. W finansowaniu rynku nieruchomości uczestniczy głównie sektor bankowy, a także niebankowe instytucje finansowe (por. rozdz. 7). Podstawową rolę odgrywają banki. Uczestniczą one w finansowaniu rynku nieruchomości poprzez:

- udzielanie kredytów na zakup nieruchomości,
- finansowanie deweloperów i przedsięwzięć budowlanych,
- kredyty dla pośredników finansowych, którzy są zaangażowani w kredytowanie nieruchomości,
- wykorzystanie nieruchomości jako zabezpieczenia kredytów,
- bezpośrednie inwestowanie w nieruchomości.

Powszechne jest przekonanie, że zmiany cen nieruchomości mogą przyczynić się do zaburzeń sektora finansowego i doprowadzić do nierównowagi w skali makro. Silne związki rynku nieruchomości z sektorem bankowym spowodowały, że mechanizm powstawania cykli koniunkturalnych analizowany jest przez pryzmat powiązań dwóch rynków⁶¹:

- rynku nieruchomości w ujęciu rzeczowym (*physical property market*)
- rynku kapitału (*financial property market*), który reprezentowany jest przez środki własne i kredyty.

Powiązania pomiędzy tymi rynkami przedstawia rys. 4.3.

W fazie dna cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości w ujęciu rzeczowym występuje nadpodaż, która znajduje swoje źródła w spadku popytu na powierzchnie i pojawieniu się strumienia nowej podaży jako efektu wcześniej wspomnianych działań deweloperskich. Na rynku nieruchomości występuje wiele pustostanów, niskie stawki czynszu, niskie ceny transakcyjne, nie są również rozpoczynane nowe projekty deweloperskie. Rynek przyciąga niewielki kapitał inwestowany w istniejące nieruchomości. Można przypuszczać, że może on być skierowany na finansowanie działań remontowych czy modernizacyjnych, a tylko w niewielkim zakresie – pomimo niskich cen nieruchomości – inwestycji na rynku aktywów finansowych.

Faza ożywienia w gospodarce wpłynie na wzrost zapotrzebowania na nowe powierzchnie, a w efekcie na wzrost stawek czynszów, powodując ożywienie inwestorów. Gdy ceny istniejących nieruchomości wzrastają ponad koszt odtworzenia, deweloperzy

⁶¹ G. Mueller, *Understanding Real Estates Physical and Financial Market Cycles*, „Real Estate Now” 1995, Vol 12, Iss. 3, cytata za: E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, op. cit., s. 77–84.



Rysunek 4.3. Oddziaływanie rynku nieruchomości na przepływ kapitału

Źródło: na podstawie G. Mueller, *Understanding Real Estates Physical and Financial Market Cycles*, op.cit., s. 79.

rozpoczynają nowe budowy. Istotny wpływ na postawy inwestorów i deweloperów wywiera atmosfera optymizmu. Następuje wzrost zapotrzebowania na kapitał, przeznaczony na nabycie już istniejących powierzchni, a także na realizację nowych.

Optymistyczni inwestorzy mogą pozostać na rynku dopóty, dopóki ceny rosną i dostępne są zasoby finansowe. Wzrost cen nieruchomości prowadzi do podwyższenia rynkowej wartości zabezpieczenia wierzytelności, obniża ryzyko kredytodawców i prowadzi do zwiększenia ich skłonności do angażowania się w finansowanie rynku nieruchomości. Kredytodawcy mogą być pogrążeni w fałszywym poczuciu bezpieczeństwa, gdyż ceny nieruchomości rosną, a stosunek kredytów i pożyczek do wartości nieruchomości dla pozostających do spłacenia kredytów maleje. Może to zachęcić sektor bankowy do finansowania innych przedsięwzięć, dla których nieruchomość stanowi formę zabezpieczenia.

Nadmierne zaangażowanie sektora bankowego może być zatem wynikiem niedostrzegania niebezpieczeństwa powstania nadpodaży ze względu na długie cykle nieruchomościowe, brak odpowiednich danych i analiz rynku nieruchomości, brak realistycznych oszacowań wartości nieruchomości, nadmiernego polegania na zabezpieczonym hipoteką kredytowaniu ryzykownych projektów i słabego nadzoru. Łatwy dopływ kapitału zachęca deweloperów do inicjowania bardziej ryzykownych przedsięwzięć. Wysoki udział środków obcych powoduje, że przerzucają oni większość ryzyka rynku na kredytodawców.

Nawet jeżeli aktywność rynku nieruchomości w ujęciu rzeczowym wygasa – stawki czynszu i pustostany stabilizują się, zainteresowania inwestorów nabyciem nieruchomości słabną – na rynek nieruchomości (jak wskazuje rysunek 4.3.) napływa ciągle kapitał potrzebny do realizacji rozpoczętych wcześniej projektów deweloperskich. Sprzyjać temu może zbyt wysokie wycenianie aktywów i niedoszacowanie przez sektor bankowy ryzyka finansowania sektora nieruchomości. Niedośkonale przewidywanie przyszłego popytu i długi cykl realizacji inwestycji powoduje, że podaż może nadal przez kilka lat się zwiększać, podczas gdy poziom pustostanów stale rośnie.

Dopływ kapitału z sektora bankowego zostaje silnie zahamowany, gdy rynek wchodzi w pogłębioną fazę recesji. Wartość zabezpieczeń się zmniejsza, rośnie ryzyko banków, zmniejsza się dopływ kapitału do rynku nieruchomości. W rezultacie popyt i ceny będą dalej spadać. W przypadku załamania się cen nieruchomości wartość zabezpieczeń może szybko spaść poniżej kwoty niespłaconych wierzytelności, prowadząc do ograniczenia wypłacalności kredytodawcy. Oznacza to, że poszczególne fazy cyklu w ujęciu rzeczowym i cyklu kapitału nie muszą przebiegać równolegle. Decyduje o tym trudność w przewidywaniu popytu, długi cykl realizacji inwestycji, mała przejrzystość rynku nieruchomości, a także konkurencyjność innych segmentów rynku kapitałowego, głównie rynku papierów wartościowych.

Historia cykli nieruchomości ujawnia, że czym większe jest powiązanie banków z nieruchomościami, tym bardziej wzmocnione stają się cykle na rynku nieruchomości. Istnieje bowiem silna korelacja pomiędzy dynamiką cen nieruchomości i przyrostem kredytu. Wzrosty cen nieruchomości są poprzedzone wzrostem kredytu bankowego, a spadek cen silnym ograniczeniem przyrostu kredytu. Potwierdza to badanie dla 11 tys. nieruchomości. Ujawniło ono również możliwość wystąpienia silnego związku pomiędzy załamaniem się cen na rynku nieruchomości a powstaniem problemów sektora bankowego. Dotyczy to zarówno rynku nieruchomości mieszkaniowych, jak i komercyjnych. Kryzys sektora bankowego powoduje z kolei dalszy spadek cen nieruchomości, co oznacza, że sektor bankowy może zaostrzyć kryzys na rynku nieruchomości⁶².

We wszystkich analizowanych przypadkach kryzysów bankowych ceny nieruchomości mieszkaniowych silnie rosły, realnie przeciętnie więcej niż 20%, a następnie zaczęły spadać (o ponad 15% w ciągu 2 lat), poprzedzając kryzys sektora bankowego. Spadek cen trwał do szczytu kryzysu, co wskazuje, że trudna sytuacja sektora finansowego może wzmagać spadek cen nieruchomości. Spadek cen jest na ogół procesem stopniowym – trwał od 3 (Kanada) do 8 lat (Japonia). Ceny nieruchomości osiągnęły szczytowy poziom na 2–3 lat przed rozpoczęciem kryzysu w sektorze bankowym. Przeciętnie ceny nieruchomości mieszkaniowych spadły o 35% – por. tablica 4.1.

Podobne tendencje wystąpiły na rynkach nieruchomości komercyjnych. Przeciętny spadek cen nieruchomości komercyjnych okazał się nawet większy, niż cen nieruchomości mieszkaniowych, wyniósł bowiem 45% – por. tablica 4.1.

Mechanizm powstawania kryzysów był podobny – następowała szybka liberalizacja krajowych rynków finansowych, rosła konkurencja pomiędzy kredyto- i pożyczkodawcami, powstawały nowe instytucje finansowe. W krajach, w których nie było odpowiedniego nadzoru nad wpływem środków finansowych do sektora nieruchomości, dochodziło do kryzysów bankowych. Taka sytuacja wystąpiła w Szwecji, Finlandii, Hiszpanii, w Meksyku i Japonii.

W Szwecji i Finlandii w okresie powojennym rynek nieruchomości przeżywał stabilny rozwój, co powodowało, że silnie angażujący się w latach osiemdziesiątych sektor finansowy uważał finansowanie mieszkaniowych i komercyjnych przedsięwzięć za bezpieczne. Osłabienie koniunktury, wzrost stóp procentowych i wzrost pustostanów ujawniły nadmierne zaangażowanie sektora finansowego rynku nieruchomości.

⁶² Por. P. Hilbers, Q. Lei, L. Zacho, *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, *op.cit.*

Tabela 4.1. Czas trwania i wielkość spadku cen nieruchomości

Kraj	Spadek cen (w procentach)		Czas trwania bessy (w latach)		Zwłoka (w latach)	
	mieszkanłowe	komercyjne	mieszkanłowe	komercyjne	mieszkanłowe	komercyjne
Kanada	-21	-30	3	5	2	3
Finlandia	-47	-53	4	4	2	2
Irlandia	-28	b.d.	7	b.d.	5	b.d.
Japonia	-33	-72	8	8	2	2
Malezja	-15	-5	2 (w toku)	1 (w toku)	2	1
Meksyk (I kryzys)	-81	b.d.	6	b.d.	1	b.d.
Meksyk (II kryzys)	-10	b.d.	1	b.d.	1,5	b.d.
Holandia	-48	b.d.	7	b.d.	5	b.d.
Hiszpania	-32	b.d.	4	b.d.	1	b.d.
Szwecja	-26	-42	3	3	2	2
Tajlandia	-45	-69	6	8	4	6
Przeciętnie	-35	-45	4,6	4,8	2,5	2,7

Źródło: na podstawie P. Hilbers, Z. Lei, L. Zacho, *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, op.cit.

Nadmierne kredytowanie rynku nieruchomości stało się przyczyną kryzysu bankowego również w Japonii. W latach 1985–1991 kredyt bankowy zwiększał się przeciętnie o 10% rocznie, a kredyt z niebankowych instytucji finansowych rósł o 18%. Kredyty udzielone dla sektora nieruchomości wzrosły z 3 do 18% ogólnej wartości kredytów. W latach 1991–1992 ceny nieruchomości zaczęły spadać. Spadek ten został wzmocniony przez zahamowanie przyrostu kredytu.

W Meksyku dwa kryzysy bankowe (1982–1984 i 1994–1996) zostały spowodowane nadmiernym zaangażowaniem się tego sektora na rynku nieruchomości. Przed pierwszym kryzysem w 1982 r. ceny nieruchomości realnie wzrosły o około 40%. Zahamowanie kredytowania, jako następstwo nacjonalizacji sektora, wywołało ostry spadek cen nieruchomości. Pomyślny rozwój gospodarczy w końcu lat osiemdziesiątych uruchomił silną podaż pieniądza dla rynku nieruchomości, wywołując ponad czterokrotny wzrost cen nieruchomości w latach 1988–1992. Osłabienie gospodarki spowodowało wzrost niespłaconych kredytów i zapaść sektora bankowego.

W Hiszpanii liberalizacja sektora finansowego zwiększyła ryzyko kredytodawców. Kiedy ceny nieruchomości spadły o ponad 30%, około 46% banków było niewypłacalnych.

Kryzys sektora bankowego pojawiał się w krajach, w których wystąpiła deregulacja systemu bankowego – zaangażowaniu się sektora finansowego nie towarzyszyła należąca kontrola wielkości udzielonych kredytów jak również kredytobiorców.

W krajach, w których systemy bankowe były zdrowe, cykle nieruchomości, nawet przy stosunkowo dużym zaangażowaniu sektora bankowego w rynek nieruchomości, nie doprowadziły do kryzysu tego sektora. Przykładem jest cykl nieruchomości w Singapurze i Hongkongu.

4.6 Podsumowanie

- Rynek nieruchomości przetrwał w tym trudnym okresie, mimo że – jako jej element – widać było wyraźne zmniejszenie podaży i spadki darki na rynek nieruchomości, mimo że podaż została poddana pod presję na popyt na nieruchomości. Nie ma wątpliwości, że koniunkturalnym powodem na rynku nieruchomości, w tym na rynku nieruchomości, jest wypadek z tytułu zjawienia nie tylko zjawisk, takich jak spadki – czynników – gromadzących się w tym czasie, zjawisk, takich jak spadki – czynników – gromadzących się z tych samych nieruchomości, oraz zjawisk, takich jak spadki –

Rynek nieruchomości wylękał wójtów na zamknięcie rynku kredytowego. Wzrost ten ujawnia się poprzez podział w PKB, w szczególności w podziale na sektory, w szczególności w relacji kredytów hipotecznych do PKB, co świadczy o silnej zaangażowaniu w nieruchomości. Wzrost ten ujawnia się również w relacji kredytów hipotecznych do PKB, co świadczy o silnej zaangażowaniu w nieruchomości. Wzrost ten ujawnia się również w relacji kredytów hipotecznych do PKB, co świadczy o silnej zaangażowaniu w nieruchomości.

⁶³ P. Hilbers, Z. Lei, L. Zacko, *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, *op.cit.*

Cykl rynku nieruchomości definiowany jest jako powtarzające się, ale nieregularne, wahania ogólnonieruchomościowej stopy zwrotu, które są widoczne także w innych wskaźnikach działalności nieruchomościowej, lecz z różniącymi się wyprzedzeniami i opóźnieniami w stosunku do cyklu ogólnonieruchomościowego; to tendencje popytu, podaży, cen nieruchomości i zwrotów do wahań się wokół długookresowych tendencji albo wartości przeciętnych.

Istnieją powtarzające się wahania w poziomie działalności deweloperskiej, czynszów, pustostanów, o różnej amplitudzie wahań. Na rynku nieruchomości można wyróżnić cztery rodzaje cykli:

• cykle krótkie o długości 4-5 lat, wywołane zmianami po stronie popytu – są one częścią cyklu koniunkturalnego;

• cykle 10-letnie, które mogą być wywołane wpływem cyklu koniunkturalnego – ich występowanie jest następstwem zmian w strukturze podaży;

• cykle 20-letnie, związane z długimi, wieloletnimi okresami wysokiej koniunktury – ich silną napędową jest ekspansja rynku gminów;

• cykle 50-letnie, związane z falami innowacji i rozwojem nowych technologii – ten rodzaj cyklu jest najmniej rozpoznany na rynku nieruchomości.

Rola poszczególnych segmentów rynku w powstawaniu wahań nie jest jednakowa. Największą wagę przyznaje się rynkowi użytkowników, który wywołuje cykl czynszów, rynkowi działań deweloperskich, odpowiedzialnych za stworzenie nowej podaży, i rynkowi aktywów inwestycyjnych, wpływających na ceny transakcyjne. Znaczenie rzadziej dostrzega się rolę rynku gminów, która – według niektórych ekonomistów – może okazać się zasadniczą.

Cykle rynku nieruchomości wywołany jest nie tylko cyklami koniunkturalnymi. Na ich powstanie wpływają również czynniki endogeniczne oraz ludzkie zachowania.

Rynek nieruchomości wykazuje silne powiązanie z sektorem finansowym. Wywołana została silna korelacja pomiędzy dynamiką cen nieruchomości i przyrostem kredytu bankowego. Wzrost cen nieruchomości jest poprzedzane wzrostem kredytu bankowego, spadek cen nieruchomości poprzedza spadek kredytu. Silne powiązanie rynku nieruchomości z sektorem finansowym powoduje, że zmiany cen nieruchomości mogą przyczynić się do zaburzeń w sektorze finansowym, przekładając się na osłabienie stabilizacji. Potwierdza to liczne kryzysy na rynku nieruchomości. Kryzysy te wystąpiły jednakże w krajach, w których system bankowy w sposób niekontrolowany zaangażował się w finansowanie rynku nieruchomości. Cykle rynku nieruchomości nie przełożyły się na załamania sektora bankowego w krajach, w których systemy bankowe były zdrowe.

Pytania kontrolne

1. Wyjaśnij tezę, że nieruchomość jest kapitałem. Wskaż warunki konieczne, by funkcjonowała ona jako kapitał.

2. Wyjaśnij tezę, że nieruchomość w krajach trzeciego świata jest kapitałem martwym.

3. Podaj dezagregację rynku kapitałowego. Wskaż miejsce rynku nieruchomości.
4. Wyjaśnij mechanizm przepływu kapitału pomiędzy segmentami rynku kapitałowego.
5. Przedstaw wpływ gospodarki na rynek nieruchomości.
6. Wyjaśnij wpływ rynku nieruchomości na gospodarkę.
7. Podaj definicję cyklu rynku nieruchomości.
8. Wyjaśnij związki cyklu koniunkturalnego z cyklem rynku nieruchomości.
9. Wyjaśnij mechanizm powstawania cyklu rynku nieruchomości.
10. Wyjaśnij wpływ czynników endogenicznych i ludzkich zachowań na przebieg cyklu rynku nieruchomości.
11. Wyjaśnij wpływ powiązań pomiędzy rynkiem nieruchomości a sektorem finansowym na przebieg cyklu rynku nieruchomości.
12. Czy kryzys na rynku nieruchomości musi zawsze przełożyć się na kryzys sektora bankowego?

- 5.
- 5.
- 5.
- w

T
gii, et
znaczn
ponow
ciowy
K
•
•
tości a
w sob
nych e
•
i niez
tem u

N
szych
książk
znied
unikn
kszoś
dania

1
2
-Wilno

Rozdział 5

Wartość nieruchomości

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• 5.1. Istota wartości• 5.2. Kategoria wartości nieruchomości• 5.3. Czynniki wpływające na poziom wartości ekonomicznej nieruchomości | <ul style="list-style-type: none">• 5.4. Podsumowanie• Pytania kontrolne |
|---|---|

5.1. Istota wartości

Termin „wartość” ma wiele znaczeń. Stanowi przedmiot rozważań m.in. psychologii, etyki, prawa, socjologii, ekonomii. W poszczególnych dziedzinach kategoria ta odznacza się zarówno cechami różnicującymi, jak i wspólnymi. Źródłem różnic jest eksponowanie bądź cech ilościowych (typowe podejście na gruncie ekonomii), bądź jakościowych (na gruncie psychologii czy etyki).

Kategoria ta ma również cechy wspólne. Należy do nich zaliczyć:

- subiektywizm – rzeczy nie mają w sobie wartości, tylko my je im nadajemy,
- względność – wartość ma zawsze charakter względny, co oznacza, że nie ma wartości absolutnej; wartość dobra określa się w odniesieniu do innych dóbr; dobra same w sobie nie mają wartości, tylko my ją im nadajemy, oceniając ich użyteczność na tle innych dóbr; wartość dobra jest wyrażona ilościowo wartością innych dóbr.
- dynamiczność – wartość nie jest stała w czasie, podlega zmianom; nie ma stałej i niezmienniej wartości; zmieniają się bowiem wartości subiektywne, zmianie musi zatem ulec wartość obiektywna.

Na gruncie ekonomii wartość stanowi jedną z najważniejszych, ale i najtrudniejszych kategorii. O trudnościach zdefiniowania tej kategorii niech świadczy urywek książki R. Rybarskiego, wydanej w 1923 r. – „...niektórych badaczy do tego stopnia zniechęciły dociekania nad problemem wartości w teorii ekonomii¹, że chcą wprost uniknąć tego pojęcia, uważając je za źródło bezpłodnych odróżnień i logomachij. Większość uczonych stara się podać określenie istoty zjawisk gospodarczych i zakresu badania naszej nauki w sposób nie dotykający zagadnienia wartości”².

¹ Pisownia i interpunkcja zgodna z wydaniem z 1923 r. – przyp. red.

² Rybarski R., *Wartość, kapitał i dochód*, Gebethner i Wolff, Warszawa-Kraków-Lublin-Łódź-Poznań-Wilno-Zakopane, New York, The Polish Book Importing C. O INC., 1923, s. 10.

Stwierdzenie powyższe ma swoje uzasadnienie. Dociekania nad naturą wartości sięgają bowiem starożytności. Przez wieki trwają dyskusje nad istotą wartości, poszukiwano odpowiedzi na pytanie, czy istnieje wartość niezmienna, trwała, niezależna od naszych sądów, czyli wartość wewnętrzna, czy też każdorazowo podlega ona wahaniom, w zależności od wpływu warunków zewnętrznych i naszych ocen. Problematyczne jest również precyzowanie miar wartości.

Już **Arystoteles** doszukiwał się wewnętrznej wartości w przedmiotach, jednakże problemem nie do rozwiązania okazało się znalezienie miernika tejże wartości. „Wartość wewnętrzna przedmiotu, która by istniała niezależnie od podmiotów, jest pojęciem sprzecznym z sobą. Przedmiot może mieć takie lub inne właściwości, ale te właściwości nie są jeszcze wartością. By istniała jakaś wartość, musi być podmiot, do którego się odnosi”³.

A. Smith przyjmował istnienie dwóch przejawów wartości: wartości użytkowej, rozumianej jako pożyteczność, i wartości wymiennej. Wartość wymienna może kształtować się niezależnie od wartości użytkowej. Tę dwoistość wartości A. Smith przedstawiał na przykładzie paradoksu wody i diamentu. Woda ma wielką wartość użytkową, małą wymienną. Drugie dobro, diament, ma małą wartość użytkową, a wielką wymienną⁴. Jako pierwszy wskazał on na obszary powstawania wartości: sferę wytwarzania i sferę wymiany⁵.

D. Ricardo wskazywał, że wartość towaru obejmuje zarówno wartość przeniesioną ze zużytych środków produkcji, jak i wartość nowo wytworzoną. Wartość zależy od relatywnej ilości pracy niezbędnej do wyprodukowania dobra. Bezskutecznie poszukiwał niezmiennego miernika wartości – wartości absolutnej⁶. Stwierdził, że żaden towar nie może być doskonałym miernikiem wartości. Doskonały miernik wartości musiałby spełniać następujące warunki: angażować zawsze te same ilości pracy, relacja kapitału stałego do zmiennego powinna być niezmienna, obrót kapitału stałego i cyrkulacja kapitału zmiennego powinny być takie same w procesie wytwarzania wszystkich innych dóbr. Miernik taki nie istnieje. Należy korzystać z mierników zbliżonych do ideału⁷.

J.B. Say twierdził, że źródłem wartości towaru jest jego użyteczność, która odwzorowuje relacje występujące między pracą, kapitałem i szeroko pojmowaną naturą, której wyrazem są zasady i prawa fizyczne⁸.

C. Menger, jeden z twórców austriackiej szkoły psychologicznej, odróżnił subiektywny i obiektywny aspekt wartości. Obiektywny charakter wartości oznacza, że jest ona powszechnie uznawana, a nie jest zależna od kapryśnego sądu tej czy innej jednostki⁹. Wartość dóbr produkcyjnych zależy od wartości dóbr konsumpcyjnych, do któ-

³ *Ibidem*, s. 15–16.

⁴ Por. m.in. M. Blaug, *Teoria ekonomii, Ujęcie retrospektywne*, WN PWN, Warszawa 1994, s. 58–86.

⁵ W. Stankiewicz, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2000, s. 160–161.

⁶ *Ibidem*, s. 168.

⁷ *Ibidem*, s. 169.

⁸ *Ibidem*, s. 178.

⁹ *Ibidem*, s. 250–251.

rych pr
krańcov
wania w

A.
w dany
tość tow

K.
w nim t
pracy za
tość uży
wymien

Zlo
wały, że
gółowej

Pod
że prób
przez pr

Dla
przedsta

1. V
War
niane. Z
otrzyma

War
kluczeni
dzącym
zgodność
i niezmi
między z
nych czy
poziom

Inny
dobra¹³

¹⁰ *Ibidem*

¹¹ *Ibidem*

¹² S. 1

¹³ Prz

nie, telewiz
ograniczam
dóbr wolny

¹⁴ Do
trzeby biolo
trzeby kultu
ju cywilizac
wane przez

rych produkcji służą. Uczeń C. Mengera, **F. Wieser**, wprowadził pojęcie użyteczności krańcowej. Stwierdził, że kalkulacja użyteczności krańcowej jest trudniejsza od szacowania wartości, bowiem wartość jest formą rachunkową użyteczności¹⁰.

A. Marshall określił wartość jako stosunek wymienny między dwoma dobrami w danych warunkach i czasie. Czynniki determinujące podaż i popyt wyznaczają wartość towaru.

K. Marks rozwinął teorię wartości opartą na pracy. Towar ma wartość, gdyż jest w nim uprzedmiotowiona praca ludzka. Marks głosił tezę o dwoistym charakterze pracy zawartej w towarze. Z jednej strony, praca prywatna i konkretna określa wartość użytkową, podczas gdy praca abstrakcyjna i społeczna leży u podstaw wartości wymiennej¹¹.

Złożona natura wartości, a także powszechność używania tego terminu spowodowały, że na początku XX wieku pojawiły się tendencje do wyodrębnienia nauki szczegółowej, zajmującej się teorią (filozofią) wartości, tzw. aksjologii¹².

Podsumowując dotychczasowe rozważania dotyczące wartości, można stwierdzić, że próba znalezienia jednej wartości nie powiodła się. Wartość jest definiowana poprzez przejawy jej występowania.

Dla dalszych rozważań istotne jest wyróżnienie w historii myśli ekonomicznej, przedstawionych niżej kategorii wartości.

1. Wartość wymienna i wartość użytkowa

Wartość wymienna oznacza relacje, w jakich różne towary są wzajemnie wymieniane. Znajduje ona wyraz w liczbie jednostek pieniężnych, jakie możemy za ten towar otrzymać, czyli w cenie. Ale cena stanowi jedynie zewnętrzny wyraz wartości wymiennej.

Wartość wymienna odpowiada relacjom w dniu ich ustalenia. Powinna ona, po wykluczeniu przypadków ekstremalnych, odpowiadać przeciętnym relacjom, zachodzącym w danym dniu. Wartość wymienna jest osiągana na rynku wtedy, gdy występuje zgodność między oszacowaniami nabywcy i sprzedającego. Nie jest wielkością stałą i niezmienną w czasie. Zmiana cech danego towaru (wzoru czy jakości), proporcji pomiędzy zapotrzebowaniem na niego a ilością przeznaczoną do wymiany, czy wpływ innych czynników (np. mody) powodują, że ceny ulegają zmianie. Kształtuje się nowy poziom wartości wymiennej. Wartość ma zatem zawsze charakter dynamiczny.

Innym przejawem wartości jest **wartość użytkowa**. Oznacza ona zdolność danego dobra¹³ do zaspokojenia potrzeb człowieka¹⁴. Im ta zdolność jest wyższa, tym wyższy

¹⁰ *Ibidem*, s. 253.

¹¹ *Ibidem*, s. 232-233.

¹² S. Dziński (red.), *Aksjologia, estetyka, etyka*, PWN, Warszawa-Poznań 1981, s. 5-7.

¹³ Przez pojęcie dobra rozumiemy zarówno dobra materialne, czyli przedmioty, takie jak: dom, mieszkanie, telewizor czy pralka, jak i usługi, np.: praca administratora, gospodarza domu, lekarza. Rozważania nasze ograniczamy do dóbr ekonomicznych, czyli takich, które występują w ograniczonej ilości, w odróżnieniu od dóbr wolnych, np. powietrze, którymi ekonomia nie zajmuje się.

¹⁴ Dobra służą do zaspokajania potrzeb ludzkich. Potrzeby ludzkie są różnorodne. Można wyróżnić potrzeby biologiczne, których zaspokojenie jest niezbędne do życia, jak np.: żywność, mieszkanie, odzież oraz potrzeby kulturowe, zwane potrzebami duchowymi czy potrzebami wyższego rzędu, które stanowią wyraz rozwoju cywilizacyjnego społeczeństwa. Przyjmując inne kryterium, można wyróżnić potrzeby indywidualne, odczuwane przez konkretne jednostki, i potrzeby zbiorowe, odczuwane przez całą zbiorowość społeczną.

jest poziom wartości użytkowej. Wartość użytkowa jest kategorią obiektywną. Oznacza to, że:

- a) uwzględnia potrzeby akceptowane przez całą zbiorowość, a nie tylko indywidualne,
- b) zdolność do zaspokojenia potrzeb jest postrzegana jako zdolność przeciętna (po wykluczeniu przypadków ekstremalnych),
- c) dobro ma wartość użytkową bez względu na to, czy poszczególni członkowie uświadamiają sobie jej występowanie czy nie.

Potrzeby ludzkie są nie tylko różnorodne, ale są również zmienne. Dlatego też, podobnie jak wartość wymienna, także wartość użytkowa nie będzie stała w czasie. Zmienia się ona wraz ze zmianą potrzeb, ale również wraz ze zmianą cech danego dobra. Im bardziej będzie ono przestarzałe na rynku, tym poziom wartości użytkowej będzie niższy. Wartość użytkowa, podobnie jak wartość wymienna, ma charakter dynamiczny.

2. Wartość subiektywna i wartość obiektywna

Na rynku występuje oddziaływanie subiektywnych wycen towarów i dóbr mających ceny. Poprzez zbiorowe oddziaływanie uczestników rynku wartość przestaje być wartością subiektywną, staje się raczej wartością obiektywną. Zbiorowe oddziaływanie rynku ogranicza subiektywizm, ale go nie eliminuje. Próba dojścia do wartości obiektywnej jako kategorii ekonomicznej nigdy nie jest więc pozbawiona subiektywizmu.

3. Wartość rozważana z punktu widzenia fazy wytwarzania i fazy wymiany

W sferze wytwarzania wartość odwzorowuje koszty zużycia czynników produkcji do stworzenia danego dobra. Nakładów poniesionych na wytworzenie danego produktu nie należy rozumieć w sensie historycznym, lecz w sensie odtworzeniowym. Oznacza to, że na gruncie ekonomii wartość dobra stanowi odtworzenie wycen czynników produkcji niezbędnych do wytworzenia danego dobra w danym momencie¹⁵. Tak ujęta wartość obejmuje cenę trzech czynników produkcji: pracę (czyli płacę), cenę kapitału (inaczej zysk) i cenę użytkowania ziemi (czyli rentę gruntową).

Teoria wartości oparta na nakładach, czyli wycena wartości w sferze wytwarzania, nie odzwierciedla sytuacji rynkowej w sferze obrotu – nie odwzorowuje proporcji między zgłaszanym zapotrzebowaniem a ilością dóbr (towarów) na rynku.

W sferze wymiany wartość musi uwzględniać relacje popytu i podaży na gotowe dobra. Stanowi ona wynik sądów uczestników rynku o poziomie wartości danego dobra. Teoria ekonomii nie docieka słuszności sądów o wartości. Punktem wyjścia dla niej jest istnienie takich sądów¹⁶. **Wartość rynkowa** może być określana na podstawie rzeczywistych cen podobnych dóbr sprzedawanych na konkurencyjnym, wolnym rynku bądź jako obecna – w chwili wyceny – wartość przyszłych dochodów. Wartość rynkowa jest formą przejawiania się wartości wymiennej.

Dobro, którego wartość jest określana przez koszt produkcji w fazie wytwarzania, może mieć wyższą lub niższą wartość w sferze wymiany. Oznacza to, że poziomy wartości w obu sferach mogą znacznie się różnić.

¹⁵ Por.: M. Bałtowski, *Wartość i problem transformacji*, „Ekonomista” 1987, nr 6, s. 1186.

¹⁶ R. Rybarski, *Wartość, kapitał i dochód*, op.cit., s. 18.

W warunkach gospodarki rynkowej decydującego znaczenia nabiera określenie wartości w sferze wymiany; gdy dobro nie ma wartości na rynku, wartość, którą można by mu przypisać na podstawie kosztów produkcji, jest pozorna, gdyż nie została zaakceptowana przez rynek, a więc poniesione nakłady nie mogą być zwrócone.

Dla dalszych rozważań zawartych w niniejszej pracy istotne jest również stwierdzenie, że dobra produkcyjne dlatego mają wartość, że mają ją dobra konsumpcyjne. „Nie będziemy cenili mąki, jeżeli z tej mąki nie będzie chleba. Węgiel, którego nie spalimy w piecu ani nie możemy sprzedać, nie przedstawia dla nas żadnej wartości. Jeżeli mamy maszynę bardzo skomplikowaną, której (...) nie możemy ani sprzedać, ani w żaden sposób uruchomić, ta maszyna nie przedstawia dla nas wartości, bo zatracił się łącznik z naszym zaspokojeniem potrzeb a tą maszyną w postaci produktu, który się powinno uzyskiwać przy jej pomocy”¹⁷.

Nie wszystkie dobra mają wartość. Mają ją tylko te dobra, które odznaczają się:

- użytecznością,
- rzadkością,
- dostępnością (zdolnością do wymiany).

Warto przyjrzeć się tym cechom¹⁸ i ocenić ich wpływ na poziom wartości ekonomicznej.

Użyteczność dobra jest kategorią subiektywną. W przeciwieństwie do wartości użytkowej, użyteczność jest rozumiana jako zdolność dobra do zaspokojenia potrzeb konkretnej osoby lub grupy osób. Oznacza ona satysfakcję wynikającą z konsumpcji danego dobra i odzwierciedla emocjonalne podejście do niego konkretnej osoby. Satysfakcja ta zależy od ilości konsumowanych dóbr. Oznacza to, że użyteczność konkretnego dobra może wzrastać lub maleć wraz ze zmianą ilości tego dobra, podczas gdy jego wartość użytkowa pozostanie niezmienna. Na przykład: użyteczność kolejnych bochenków chleba, zakupionych przez rodzinę na niedzielę, maleje, chociaż wartość użytkowa każdego z nich jest niezmienna. Dla każdej osoby użyteczność konkretnego dobra jest inna.

Rzadkość dobra oznacza niewystarczającą ilość danego dobra do pokrycia potrzeb. Potrzeby ludzkie są nieograniczone, w przeciwieństwie do zasobów, którymi dysponuje społeczeństwo. W efekcie, w zależności od ilości zasobów i od wielkości potrzeb kształtuje się ilość dobra charakteryzująca jego rzadkość na rynku.

Dostępność dobra może być rozpatrywana z punktu widzenia dostępności fizycznej, ale również z uwzględnieniem uwarunkowań prawnych. Dobra niedostępne, np. z powodu ograniczeń prawnych (np. otrzymane w spadku mieszkanie przed decyzją sądu przysługującego spadku), nie mają zdolności do wymiany, nie mają więc wartości ekonomicznej.

¹⁷ R. Rybarski, *Wartość, kapitał i dochód*, op.cit., s. 81.

¹⁸ Oprócz wymienionych cech, niektórzy autorzy wskazują na dwie następne: istnienie efektywnego popytu na usługi lub korzyści, jakie niesie posiadanie dobra oraz osadzenie dobra w warunkach prawa i porządku, tak aby osoby inwestujące w te dobra nie ponosiły strat z tytułu prawnej czy politycznej niepewności. Por. m.in.: R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, Real Estate Education Company, Chicago 1994, s. 48-49.

Wartość jest pojęciem abstrakcyjnym, nie jest rzeczą materialną i konkretną. Nie tkwi w istocie towaru, dobra lub usługi, jest tworzona w umysłach osób, uczestników rynku. Ma zawsze elementy subiektywne. Także określenie poziomu wartości przez powołanego do tego eksperta nie likwiduje subiektywizmu. Ocena obiektywna nie jest bowiem możliwa. Wycena jest jedynie opinią o wartości.

Wycenione dobro trafi na rynek, który zaakceptuje bądź też zweryfikuje wyznaczony poziom wartości ekonomicznej. Uważa się, że jedynie na dobrze funkcjonującym rynku zostanie potwierdzona opinia o wartości. Zatem wartość jest pojęciem abstrakcyjnym, funkcjonującym jedynie na hipotetycznym, idealnym rynku.

Miarą wartości jest **cena**. Cena jest pojęciem oznaczającym kwotę żadaną, oferowaną lub płaconą w zamian za towar lub usługę. Cena płacona jest faktem historycznym niezależnie od tego, czy jest upubliczniona czy nie. Cena płacona na rynku może, ale nie musi odzwierciedlać wartości. Cena pozostaje jednak ogólnie przyjętym wyznacznikiem relatywnej wartości towarów lub usług. Nie wnikając w bogate i skomplikowane rozważania ekonomistów co do transformacji wartości w cenę, należy podkreślić, że na gruncie ekonomii nie budzi wątpliwości stwierdzenie, że cena jest miarą wartości, ale wartość nie musi być zawsze równa cenie. W sensie pojęciowym obie kategorie są różne. Wyjaśnimy to szerzej.

Cena, podobnie jak wartość, może być ustalana na podstawie kosztów lub poprzez mechanizm rynkowy, czyli proces wzajemnego oddziaływania takich elementów rynku, jak popyt i podaż.

Jeżeli cena zostaje ustalona na podstawie poniesionych kosztów, czyli w sferze wytwarzania, nie wykazuje związków z sytuacją rynkową, stanowiąc sumę niezwyfikowanych społecznie nakładów i efektów. Stąd też jedynie słusznym rozwiązaniem jest ustalenie ceny na podstawie wartości określonej w sferze wymiany. Przy takiej koncepcji wartości „... ceny, ich poziom i relacje kształtują się na rynku odpowiednio nie do poniesionych kosztów własnych produkcji, lecz do zweryfikowanych poniesionych nakładów pracy społecznej”¹⁹. Tak określona cena odzwierciedla nie tylko natężenie cech użytkowych danego dobra, ale również intensywność zapotrzebowania na nie. Ale nawet i wtedy między ceną a wartością mogą wystąpić odchylenia. Do ich powstania przyczyniają się m.in. przedstawione niżej czynniki.

- Zmiany między popytem a podażą na dane dobro. Między aktem wyceny a transakcją kupna-sprzedaży występuje oderwanie w czasie. Sytuacja na rynku, której nie mógł przewidzieć wyceniający, ulega zmianie, co znajdzie odzwierciedlenie w poziomie ceny.

- Oddziaływanie czynników deformujących ceny, np. interwencja władz czy wpływ monopolu, szczególne motywacje kupującego.

- Forma obrotu – transakcja prywatna, przetarg ograniczony, nieograniczony, aukcja (licytacja). Wybór formy obrotu może mieć znaczący wpływ na cenę uzyskaną w transakcji.

- Warunki transakcji – np. szybka sprzedaż powoduje, że cena będzie niższa od wartości; sprzedaż np. samochodów czy mieszkań w tzw. systemie argentyńskim podwyższa cenę w stosunku do wartości.

¹⁹ Z. Romanow, *Związek cen z wartością towarów w teoriach ekonomicznych. Przegląd wybranych koncepcji*, Poznańskie Towarzystwo Przyjaciół Nauki, Warszawa, Poznań 1991, s. 70.

• Sztuka negocjacji. Wartość często stanowi podstawę do negocjacji, w trakcie której dochodzi do ustalenia ceny. Umiejętność pertraktacji, właściwie przyjęta strategia i taktyka mogą spowodować, że cena ustalona zostanie na innym poziomie niż wartość. Umiejętność prowadzenia negocjacji jest kluczem do sukcesu. Podstawowa zasada: „Kupić tanio, sprzedać drogo”, powoduje, że sprzedający będzie dążył, by cena była wyższa od wartości, kupujący zaś, by była niższa.

• Nieracjonalne zachowanie uczestników rynku (np. zachowania snobistyczne).

Oddziaływanie wymienionych czynników na cenę może być większe, aniżeli samego zestawu cech tworzących wartość. Oznacza to, że cena może „oderwać się” od wartości ekonomicznej.

Reasumując, nie należy ani wartości utożsamiać z ceną, ani ceny z wartością. Tylko w warunkach tzw. rynku doskonałego – tzn. takiego, na którym występuje wielu dobrze zorganizowanych nabywców i sprzedających, którzy nie pozostają pod żadną presją do sprzedaży lub kupna, mają dobre informacje o cenach transakcyjnych dóbr i ich cechach – wartość i cena są identyczne.

Celem przedstawionych rozważań, dotyczących wartości ekonomicznej, nie była zwarta, wyczerpująca prezentacja kategorii wartości na gruncie ekonomii. Jest to kategoria trudna i pozostaje przedmiotem dalszej dyskusji. Celem było wskazanie, że kategoria ta nie jest jednolicie interpretowana. Wskazano, że A. Smithem na dwoistość jej występowania: wartość wymienną i wartość użytkową, wskazano na różne fazy jej powstawania: wartość rozpatrywaną z punktu widzenia fazy tworzenia i fazy wymiany, na jej subiektywne i obiektywne aspekty. Rozróżnienia te okazały się bowiem niezbędne do zrozumienia istoty wartości nieruchomości.

5.2. Kategoria wartości nieruchomości

Znajomość wartości nieruchomości na rynku umożliwia:

- 1) transfer praw do nieruchomości, czyli kupno-sprzedaż, ale również oddanie nieruchomości w najem czy dzierżawę lub zamianę nieruchomości;
- 2) określenie i pozyskanie źródeł finansowania przedsięwzięć;
- 3) obliczanie odszkodowań – np. przy wywłaszczeniach, a także gdy występuje spadek wartości nieruchomości spowodowany zmianami w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego;
- 4) naliczanie opłat i podatków – np. opłat za użytkowanie wieczyste gruntu, opłat adiacenckich, podatków od darowizny czy spadku, podatków majątkowych; w wielu krajach wartość nieruchomości stanowi podstawę naliczania podatku od nieruchomości (podatku *ad valorem*);
- 5) prowadzenie doradztwa inwestycyjnego – inwestor posługuje się wieloma kryteriami²⁰ – np. porównanie wartości nieruchomości z ceną pozwala mu podjąć decyzję o tym, czy kupić nieruchomość, czy rozpocząć proces inwestycyjny, zmodernizować

²⁰ Por. E. Kucharska-Stasiak (red.), *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości Valor, Łódź 1999.

i sprzedać, czy wycofać się z inwestycji przy aktualnym stanie technicznym i funkcjonalnym nieruchomości.

6) podejmowanie innych decyzji dotyczących nieruchomości, jak np. wniesienie nieruchomości w formie aportu, w procesach prywatyzacji przedsiębiorstw, dla celów ewidencyjnych (potrzeb naliczania amortyzacji) itp.

Do najważniejszych funkcji, jakie pełni wartość nieruchomości, zalicza się²¹:

- **funkcję informacyjną** – uczestnik rynku poszukuje informacji o wartości, by móc ocenić aktualny stan rynku;
- **funkcję decyzyjną** – wartość stanowi podstawę podjęcia decyzji, często urzędowych lub inwestycyjnych;
- **funkcję negocjacyjną** – wyznaczona wartość stanowi podstawę podjęcia negocjacji w toku transakcji rynkowej;
- **funkcję doradczą** – wartość stanowi podstawę do ustalenia zasad poprawnego gospodarowania nieruchomością;
- **funkcję pośrednią** – do wyznaczenia dalszego kierunku rozwoju.

Można wyróżnić wiele typów wartości. Również w odniesieniu do nieruchomości można rozważać różne przejawy wartości. Do najczęstszych należą: wartość czynszowa, użytkowa, rynkowa, katastralna, ubezpieczeniowa, wymienna, indywidualna (inwestycyjna), odtworzeniowa itp. Niektóre z nich odwzorowują wartość jako kategorię ekonomiczną (np. wartość rynkowa czy odtworzeniowa), obiektywizującą rynek, inne jako wartość subiektywną (wartość indywidualna).

Zarówno sens ekonomiczny, jak i poziom poszczególnych wartości tej samej nieruchomości, wyznaczony w tym samym czasie, ale dla różnych celów jest różny.

W warunkach gospodarki rynkowej największego znaczenia nabiera wartość rynkowa. Stanowi ona jeden z przejawów wartości wymiennej; jest podstawą większości szacunków przy transakcjach kupna-sprzedaży, szacunków do naliczania opłat czy podatków, np. od spadków czy darowizn, może stanowić podstawę zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy. Z uwzględnieniem tej kategorii wartości rozstrzygane są spory sądowe.

Międzynarodowy przepływ kapitału stał się siłą napędową do ujednolicenia definicji wartości rynkowej nie tylko na forum jednego kontynentu, ale nawet w ujęciu globalnym. Na kontynencie europejskim czołowa rola przypadła Europejskiej Grupie Rzeczników Wyceny Środków Trwałych (*The Europeans Group of Valuers of Fix Assets*), utworzonej w 1977 r. Utworzyła ona – wspólnie z Międzynarodowym Komitetem Standardów Wyceny (*International Valuation Standards Committee – IVSC*), który jest twórcą Międzynarodowych Standardów Wyceny – jednolitą definicję wartości rynkowej.

Zgodnie z definicją IVSC, **wartość rynkowa** to szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za składnik mienia, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują roz-

²¹ Por. m.in.: A. Hopper (red.), *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*, t. 1, *Szacowanie nieruchomości*, Twigger, Warszawa 1994.

ważn
nowa
K
•
na ry
skać
zapła
nie, w
je wy
włas
•
ceny,
•
wycen
być ni
•
jest pr
czy za
kach r
•
(np. sp
•
chy ni
ceny; p
niając
•
wację
•
nieruc
widzen
skać; c
musi b
potenc
wyceny
zakupu

Do
zgodn
dyrek
dynki
stronar

ważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz upłynął odpowiedni okres ekspozycji nieruchomości na rynku²².

Każdy element definicyjny ma własną wnikliwą interpretację²³:

- „szacunkowa kwota” – to najbardziej prawdopodobna cena, jaką można uzyskać na rynku w dniu wyceny; jest to najlepsza cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, może uzyskać sprzedawca albo najbardziej korzystna cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, ma zapłacić kupujący; wyklucza ona sytuacje szczególne, takie jak: nietypowe finansowanie, związane umowy sprzedaży i leasingu zwrotnego, przyrostu wartości, który występuje wyłącznie w związku z danym właścicielem lub użytkownikiem, lub z przyszłym właścicielem lub użytkownikiem;

- „jaką można uzyskać za składniki mienia” – to wielkość szacowana, to hipoteza ceny, a nie kwota z góry określona;

- „w dniu wyceny” – oznacza wymóg, by wartość rynkowa była określona na datę wyceny; określona wartość, z uwagi na możliwe zmiany w otoczeniu rynkowym, może być niewłaściwa w innym momencie;

- „strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy” – kupujący chce kupić, ale nie jest przymuszony, kupuje w realiach aktualnego rynku; również zbywający ma stanowczy zamiar zawarcia transakcji, ma motywację, by sprzedać nieruchomość na warunkach rynkowych, za najlepszą cenę, możliwą do uzyskania na wolnym rynku;

- „strony są od siebie niezależne” – nie łączy je konkretny lub szczególny stosunek (np. spółka i spółka-córka, wynajmujący i najemca);

- „działają z rozeznanem i postępują rozważnie” – obie strony transakcji znają cechy nieruchomości, jej aktualne i potencjalne wykorzystanie oraz stan rynku w dniu wyceny; postępują rozważnie, co oznacza, że dążą do uzyskania najlepszej ceny, uwzględniając stan rynku w dniu wyceny;

- „nie znajdują się w sytuacji przymusowej” – oznacza, że każda ze stron ma motywację do zawarcia transakcji, ale nie jest do tego zmuszona;

- „upłynął odpowiedni okres ekspozycji nieruchomości na rynku” – oznacza, że nieruchomość jest ekspozycja na rynku w najbardziej odpowiedni sposób z punktu widzenia możliwości zbycia po najlepszej cenie, którą, rozsądnie biorąc, można uzyskać; czas ekspozycji może się zmieniać w zależności od warunków rynkowych, lecz musi być wystarczający do tego, by stosowna informacja dotarła do odpowiedniej liczby potencjalnych nabywców; ekspozycja na rynku odbywa się przed datą sporządzenia wyceny. Przy szacowaniu wartości rynkowej nie uwzględnia się kosztów sprzedaży lub zakupu oraz obciążeń podatkowych, związanych z zakupem.

Definicja i interpretacja wartości rynkowej przyjęta przez IVSC/TEGOVA jest zgodna z definicją przyjętą w ramach Unii Europejskiej. Zgodnie z artykułem 49(2) dyrektywy europejskiej, wartość rynkowa oznacza cenę, za którą grunt, budowle i budynki mogą być sprzedane w dniu dokonania wyceny w prywatnej transakcji między stronami, z których sprzedający dąży do zawarcia transakcji, a kupujący jest od niego

²² Międzynarodowe Standardy Wyceny, PFSRM, Warszawa 2005, s. 86–87.

²³ Ibidem, s. 87–89.

niezależny, przy założeniu, że nieruchomość była wyeksponowana na rynku, że warunki rynkowe pozwalają na przeprowadzenie prawidłowej transakcji oraz że – wzięwszy pod uwagę charakter nieruchomości – przeznaczono odpowiednio długi czas na negocjacje. Sformułowanie, że wartość rynkowa oznacza cenę, za którą grunt, budowle i budynki mogą być sprzedane oznacza, że wartość nieruchomości, podobnie jak w definicji IVSC, wyrażona jest przez hipotezę ceny, a nie musi być równoznaczna z ceną, która będzie zapłacona.

Określenie wartości rynkowej, zgodnie z definicją IVSC, zakłada optymalny sposób wykorzystania nieruchomości, czyli takie wykorzystanie, które jest fizycznie możliwe, odpowiednio uzasadnione, prawnie dopuszczalne, finansowo wykonalne i dające najwyższą wartość wycenianej nieruchomości.

Profesjonalnie określona wartość jest obiektywną wyceną określonych praw do danej nieruchomości. Odzwierciedla w większym stopniu użyteczność uznaną przez rynek niż jej status czysto fizyczny²⁴. Definicja ta zakłada istnienie rynku skupiającego wielu uczestników rynku, a nie jedynie poglądy lub interesy poszczególnych zainteresowanych.

Komitet MSW oczekuje, że wszystkie kraje powinny dążyć do przyjęcia tej definicji²⁵, również kraje będące w okresie przejściowym na drodze do gospodarki rynkowej²⁶. Na rynkach tych krajów mogą nie być spełnione wszystkie warunki, by móc wyznaczyć wartość rynkową, która spełnia wymóg optymalnego wykorzystania, np. może nie być aktualnych miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego. Jeżeli niemożliwe jest wykonanie analizy sposobu optymalnego wykorzystania lub gdy opiera się ona na nadmiernej liczbie założeń, rzeczoznawca majątkowy musi ujawnić tę okoliczność. Komitet MSW dostrzega takie niebezpieczeństwo, ale nie zakłada możliwości modyfikacji definicji wartości rynkowej.

W Polsce definicja wartości rynkowej nieruchomości, sprecyzowana w Standardach Zawodowych Rzeczoznawców Majątkowych, była wzorowana na definicjach TEGOVA. Jest ona w znacznej mierze zbieżna z dzisiejszą definicją IVSC. Trwają obecnie prace nad jej dostosowaniem do definicji z Międzynarodowych Standardów Wyceny. Wartość rynkowa ma największe znaczenie, ale nie jest jedyną wartością, której poszukują uczestnicy rynku.

Wartość rynkowa może być wyrażona jako wielkość kapitałowa lub czynszowa (przez czynsz roczny), jaki dana nieruchomość przyniosłaby na otwartym rynku. Obie wielkości są ze sobą związane przez rynki najmu i lokat. „Inwestorzy zamierzający kupić nieruchomość dochodową muszą skapitalizować czynsze, które mogły być uzyskane z nieruchomości, aby wyliczyć cenę, jaką są gotowi zapłacić za jej użytkowanie. Wreszcie, właściciele domów lub mieszkań rozważają korzyści z posiadania własnego domu lub mieszkania, kapitalizując je w cenę, którą są gotowi zapłacić²⁷.

²⁴ *Ibidem*, s. 43.

²⁵ *Ibidem*, s. 44.

²⁶ *Ibidem*, s. 288–296.

²⁷ *Tymczasowe zasady wyceny nieruchomości. Zasady ogólne*, Zeszyt 1. MGPIB, Warszawa 1994, s. 14.

W pr
na fa
nych
goria
główn
jedyn

P
mogą

1

wiern

okreś

do wz

2

odtwa

niczn

wana

usług

W

zużyci

cié uw

obejm

także

korzys

wynik

pozwa

W

prawic

tacji p

ceny w

być op

K

nie jes

dzona

(wtedy

stym u

nia wi

rzadko

W

Koszt

obiekto

28 p

29 p

Dla uczestników rynku istotny jest również poziom **wartości odtworzeniowej**. W przeciwieństwie do wartości rynkowej, wartość odtworzeniowa nie koncentruje się na fazie wymiany, lecz na fazie tworzenia. Jej istotą jest określenie nakładów potrzebnych na kupno gruntu i wybudowanie budynków i budowli. Poprzez cenę gruntu kategoria ta wykazuje powiązanie z fazą wymiany. Wartość odtworzeniowa odwzorowuje głównie fazę tworzenia, ponieważ nakład potrzebny na nabycie gruntu stanowi na ogół jedynie część nakładów potrzebnych na wybudowanie budynków i budowli.

Przy wyznaczaniu wartości składowych gruntu, tj. wartości budynków i budowli, mogą wystąpić dwie sytuacje.

1. Wartość budynków i budowli wyznacza się jako tzw. koszt odtworzenia brutto wiernej kopii wycenianego obiektu. Koszty odtworzenia części składowych gruntu określa się przy zastosowaniu tej samej technologii i materiałów, które wykorzystano do wzniesienia lub powstania tych części składowych,

2. Wartość budynków i budowli wyznacza się jako tzw. koszt zastąpienia brutto – odtwarzana jest funkcja obiektu przy współczesnych rozwiązaniach materiałowo-technicznych i technologicznych. Przy wyznaczaniu kosztu zastąpienia nie musi być zachowana kubatura budynku, jeśli nowoczesna technologia, wydajność produkcyjna czy usługowa pozwalają na wybudowanie mniejszego obiektu.

W każdej sytuacji nakłady te zostaną pomniejszone o wartości utracone na skutek zużycia technicznego, funkcjonalnego czy środowiskowego (por. pkt 1.4). Warto zwrócić uwagę, że w Standardach TEGOVA pomniejszenia kosztu odtworzenia brutto obejmują nie tylko skutki zużycia technicznego, funkcjonalnego i środowiskowego, ale także strategicznego, wynikającego z prowadzenia takiej działalności, przy której wykorzystywane budynki i budowle staną się przestarzałe. Pomniejszenie może również wynikać z oceny wzajemnego układu różnych budynków i urządzeń, który obecnie nie pozwala efektywnie funkcjonować nieruchomości jako całości²⁸.

Wartość odtworzeniowa musi uwzględniać wszystkie koszty budowy, niezbędne do prawidłowego funkcjonowania i eksploatacji obiektu, koszty przygotowania dokumentacji projektowej i nadzoru oraz inne uzasadnione koszty. Europejskie Standardy Wyceny wskazują, że należy także uwzględnić koszt finansowania budowy, który powinien być oparty na aktualnym koszcie kredytu²⁹.

Koszt wzniesienia budynku i budowli określa się przy założeniu, że ich wybudowanie jest ukończone w dniu wyceny. Wycena wartości odtworzeniowej jest przeprowadzana w celach: ubezpieczeniowych – naliczania odszkodowań, przy wywłaszczeniach (wtedy, kiedy nie można określić wartości rynkowej), na etapie rozliczania się z wieczystym użytkownikiem za poniesione przez niego nakłady (gdy wygasa prawo użytkowania wieczystego gruntu). Może być ona również wyznaczana dla nieruchomości, które rzadko znajdują się w obrocie.

Wartość ubezpieczeniowa jest oparta na koszcie odtworzenia lub zastąpienia. Koszt odtworzenia przedstawia nakłady niezbędne na zakup gruntu i wybudowanie obiektów przy uwzględnieniu istniejącego stopnia zużycia. Przy ustalaniu kosztu od-

²⁸ Patrz: *Europejskie Standardy Wyceny*, PFSRM, Warszawa 2000, s. 80–81.

²⁹ *Ibidem*, s. 79.

tworzenia uwzględniane są wiernie rozwiązania materiałowo-techniczne zastosowane przy wzniesieniu wycenianych składników budowlanych nieruchomości. Koszt zastąpienia odwzorowuje nakłady potrzebne do odtworzenia funkcji pełnionej przez przedmiotową nieruchomość przy zastosowaniu aktualnych wymogów materiałowo-technicznych.

Odwołując się do rozważań zawartych w pkt 5.1. należy zwrócić uwagę na dwoistość wartości odtworzeniowej – może ona być określana jako wartość obiektywizująca rynek, wtedy, gdy przy jej wyznaczaniu uwzględnione będą typowe ceny gruntu i typowe nakłady niezbędne na odtworzenie elementów budowlanych. Może być ona również wyrazem wartości subiektywnej, wtedy, gdy na etapie jej wyznaczania przyjęta zostanie cena, jaką skłonny jest zapłacić konkretny nabywca za grunt, oraz nakłady, jakie jest skłonny ponieść na odtworzenie budowlanych elementów nieruchomości. W procesie wyceny rozważany jest obiektywny aspekt wartości odtworzeniowej. Aspekt subiektywny rozważany jest do oceny opłacalności inwestowania w daną nieruchomość (por. pkt 6.4).

Istotnym przejawem wartości jest **wartość użytkowa** (*use value*). Jest to wartość, jaką ma nieruchomość wykorzystywana przez konkretnego użytkownika w określony sposób. Nie uwzględnia ona najracjonalniejszego wykorzystania nieruchomości czy kwoty pieniężnej, jaka mogłaby być osiągnięta przy jej sprzedaży. Ujawnia produktywność dobra ekonomicznego. Poziom tej wartości może zmieniać się w zależności od sposobu zarządzania.

Wartość użytkowa może stanowić przedmiot wyceny, np. przy fuzji przedsiębiorstw. Dochodzenie do wartości użytkowej często występuje przy szacowaniu nieruchomości przemysłowych. Wystąpi ona również przy wycenie gruntów rolnych, dla których istotny wpływ na poziom wartości wywiera produktywność ziemi, a nie szacunki oparte na jej najkorzystniejszym wykorzystaniu. Wartość użytkowa stanowi również przedmiot wyceny dla nieruchomości o wyspecjalizowanym sposobie użytkowania, a więc dla nieruchomości, które nie występują na rynku.

Innym przejawem wartości ekonomicznej jest **wartość katastralna**. Jest ona ustalana w trakcie powszechnej taksacji, stanowiąc podstawę naliczania podatku od nieruchomości. Powinna zbliżać się do wartości rynkowej. Jednakże może nie zgadzać się z wartością rynkową; na ogół ustalana jest na podstawie oszacowania nieruchomości reprezentatywnych dla poszczególnych rodzajów nieruchomości w trakcie taksacji przeprowadzanej raz na kilka lat³⁰.

Dla wielu celów wyceny niezbędne jest określenie **wartości wymiennej**. Wartość wymienna może być oparta na wartości powstałej w fazie wytworzenia, czyli **wartości odtworzeniowej** lub fazie wymiany, czyli **wartości rynkowej**. Wśród wielu przejawów wartości ekonomicznej szczególne miejsce przypada **wartości inwestycyjnej**, nazywanej często **wartością indywidualną** (*investment value* lub *worth*). Oznacza ona wartość, jaką nieruchomość ma dla konkretnego inwestora lub grupy inwestorów, zamierzających wykorzystać ją w określonym celu inwestycyjnym. Może być wyższa lub niższa od wartości rynkowej danej nieruchomości. Wiąże się ona z pojęciem **wartości**

³⁰ Krańcowo różnym sposobem ustalania wartości katastralnej może być oświadczenie właściciela o wartości jego nieruchomości. Takie rozwiązanie przyjęte jest w Irlandii.

szczególnej, która stanowi nadwyżkę wartości rynkowej. Może powstać w związku z fizycznym, funkcjonalnym lub ekonomicznym powiązaniem jednego składnika mienia z drugim, tak jak połączenie nieruchomości z sąsiednią nieruchomością. Jest to nadwyżka wartości, którą można przypisać konkretnemu właścicielowi lub użytkownikowi czy też potencjalnemu właścicielowi lub użytkownikowi nieruchomości, a nie rynkowi.

Przytoczonych definicji i klasyfikacji wartości nie można traktować jako niezmiennych, stanowią one przedmiot ciągłych dyskusji. Przykładem takiej wartości jest wartość odtworzeniowa. W ostatnim wydaniu Międzynarodowych Standardów Wyceny nie jest ona już wymieniana jako podstawa tylko jako metoda określania wartości³¹.

Wartość może być wyrażona jako wielkość ujemna. Sytuacja taka może wystąpić z powodu zobowiązań finansowych, prawnych, cech fizycznych nieruchomości, takich jak: wysoki stopień zużycia obiektu, którego koszt rozbiórki może przekroczyć wartość rynkową gruntu, zanieczyszczenie gruntu, erozja gruntów, a więc w przypadku znacznych nakładów potrzebnych na przywrócenie nieruchomości do pożądanego stanu.

Zewnętrznym wyrazem wartości jest zawsze cena. Na rynku nieruchomości, podobnie jak i na innych rynkach, wartość i cena nie muszą być zgodne (por. pkt. 5.1). Specyficzne cechy rynku nieruchomości, takie jak mała przejrzystość rynku, niewielka liczba jego uczestników, zwiększają prawdopodobieństwo, że te dwie wielkości będą się różnić. Obie wielkości pochodzą z tego samego podzbioru informacji, co powoduje, że nie ma istotnego odchylenia między szacowanymi wartościami a cenami. Inaczej mówiąc, zgodność między ceną a wartością nie musi być zgodnością jednorodną, ale powinien być spełniony warunek, żeby przeciętne wartości reprezentowały ceny, i odwrotnie. Wspomniane badania G.R. Browna, przeprowadzone na próbie 29 nieruchomości wycenionych i sprzedanych w latach 1975–1980, wykazały, że ceny objaśniają około 90% równoważnych im wartości. Wyniki tej analizy potwierdziły inne badania przeprowadzone przez *Investment Property Datebank*, obejmujące próbkę 1442 nieruchomości, które zostały wycenione i sprzedane w latach 1982–1985³². Zbieżności pomiędzy cenami a wartościami mogą wystąpić jedynie wtedy, gdy obie kategorie będą ustalone zgodnie z regułami wolnorynkowymi.

5.3. Czynniki wpływające na poziom wartości ekonomicznej nieruchomości

Nieruchomość jest dobrem szczególnym. Specyfikę nieruchomości wywołuje grupa cech fizycznych, ekonomicznych i instytucjonalnoprawnych (por. pkt. 1.2). Analiza tych cech prowadzi do stwierdzenia, że o poziomie wartości ekonomicznej nieruchomości decydują nie tylko cechy charakteryzujące bezpośrednio daną nieruchomość, ale również czynniki tworzące szeroko pojęte otoczenie nieruchomości.

Lista czynników, od których zależy poziom wartości nieruchomości, jest szeroka. Generalnie biorąc, można wyróżnić pięć grup czynników.

³¹ Por. *Międzynarodowe Standardy Wyceny*, op.cit.

³² G. Brown, *Property Investment and the Capital Markets*, Spon, New Zealand 1991, Apendyks 2B.

1. Czynniki fizyczne i środowiskowe, charakteryzujące materialne cechy środowiska naturalnego oraz sztucznie wytworzonego przez człowieka, takie jak: ukształtowanie terenu, bliskość zbiorników wodnych, kierunek wiatrów, nasłonecznienie, zasobność bogactw naturalnych, cechy klimatu, a także wielkość i kształt działki, wielkość i wiek budynku, stopień jego zużycia, rozwiązania materiałowo-techniczne i funkcjonalne, drogi dojazdowe itp. Nowo wybudowany dom, usytuowany na terenie zagrożonym powodzią, będzie miał niższą wartość.

2. Czynniki ekonomiczne, obejmujące siły działające na wielkość popytu i podaży nieruchomości oraz proporcje między nimi; do tej grupy czynników należą: stan rozwoju gospodarczego, miejsce w cyklu koniunkturalnym (por. pkt. 4.4), poziom bezrobocia, stan zamożności społeczeństwa, różnorodność form kredytowania, wysokość stopy oprocentowania kredytu, poziom cen na rynku nieruchomości, dochodowość nieruchomości na tle dochodowości innych lokat. Wzrost poziomu zatrudnienia i dochodów ludności powoduje wzrost popytu na nieruchomości. Gdy wzrasta stopa bezrobocia i spada poziom dochodów, rosną pustostany i maleją wartości nieruchomości. Również przyrost podaży nieruchomości, przy stałości popytu, może doprowadzić do spadku stawek czynszowych i spadku wartości nieruchomości.

3. Czynniki prawne, jak swoboda udziału w transakcjach, swoboda obrotu nieruchomościami, system podatkowy (wysokość podatków i opłat związanych z obrotem nieruchomościami oraz z posiadaniem nieruchomości), system ulg podatkowych dla inwestujących w nieruchomości, plan zagospodarowania przestrzennego, wymogi ochrony środowiska, forma władania nieruchomością. Brak ograniczeń w przepływie kapitału, ulgi podatkowe, ochrona prawa własności, a także ochrona transakcji pobudzają rynek nieruchomości, wpływając – poprzez wzrost popytu – na wzrost wartości nieruchomości.

4. Czynniki demograficzne, obejmujące sytuację demograficzną regionu czy kraju, wielkość i strukturę rodziny. Przykładowo, wyż demograficzny wywołuje wzrost popytu na żłobki, przedszkola i szkoły, a wzrost udziału w populacji ludności w wieku zawierania związków małżeńskich prowadzi do wzrostu popytu na mieszkania.

5. Czynniki polityczne, które wyznaczają ryzyko politycznego inwestowania. Na poziom tego ryzyka wpływają takie czynniki, jak: liczebność partii politycznych, stopień rozproszenia interesów politycznych poszczególnych partii, liczebność partii politycznych w parlamencie, oddziaływanie grup pozaparlamentarnych na kreowanie ustaw i rozporządzeń, rola i wpływ związków zawodowych na działania rządu, parlamentu i zachowanie się grup pozaparlamentarnych.

6. Czynniki socjalne, obejmujące modę, przyzwyczajenia, sposób spędzania wolnego czasu.

Nie bez znaczenia pozostają **inne czynniki**, które mogą wydawać się odległe i mało ważne. Nie zostały one uwzględnione jako grupa, ich wpływ bowiem ujawnia się poprzez wymienione czynniki, głównie grupę czynników ekonomicznych. Jednakże ich roli nie można pominąć. Do tych czynników należy np. rewolucja informatyczna, która znacznie przyspieszyła zużycie funkcjonalne istniejących nieruchomości biurowych, przyczyniając się do spadku czynszów i wartości nieruchomości nie mających okablowania strukturalnego, stworzyła zapotrzebowanie na budynki nowoczesne, wyzwalając ogromny wzrost modernizacji istniejących obiektów – por. rozdz. 11.

Okazuje się, że na poziom wartości nieruchomości wpływają czynniki wykraczające poza cechy samej nieruchomości³³. Czynniki ekonomiczne, prawne, środowiskowe i polityczne tworzą ważne tło, które może zadecydować o poziomie wartości.

Rola poszczególnych czynników w odniesieniu do konkretnych rodzajów nieruchomości jest różna, np. dla nieruchomości rekreacyjnej istotnego znaczenia nabierają czynniki fizyczne, tworzące środowisko naturalne, jak: cechy klimatu, nasłonecznienie, ukształtowanie terenu. Relatywnie mniejsze znaczenie mają czynniki ekonomiczne, jak: np. stopień zamożności społeczeństwa, bowiem przy korzystaniu z tego rodzaju nieruchomości występuje duża mobilność ludności, wykraczająca poza region czy kraj.

Natomiast przy takich nieruchomościach komercyjnych, jak np. biurowce, decydujące znaczenie ma wielkość lokalnego popytu, uzależniona od rozwoju gospodarczego i trendów jego zmian. Bardzo istotne znaczenie, chociaż jego rola w skali kontynentu okazuje się relatywnie mniejsza, ma standard biurowca, który tworzą: uzbrojenie telekomunikacyjne z sieciami komputerowymi, wyposażenie w wentylację i klimatyzację, możliwość modyfikacji układu wewnętrznego pomieszczeń, ponadto drogi dojazdowe, parkingi, gastronomia.

Niewielka podaż powierzchni biurowych w Moskwie, przy dużym popycie, spowodowała, że pomimo niskiego standardu – stawki czynszów należały do najwyższych w Europie, wyprzedzając wiele miast europejskich (m.in. Frankfurt, słynący z wysokich stawek czynszu). Również Warszawa, mająca relatywnie niewielki udział powierzchni biurowej klasy A, wyróżniła się w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych wysokością stawek czynszowych, zajmując pod tym względem czwarte miejsce w Europie.

Rola poszczególnych czynników jest nie tylko różna w odniesieniu do określonych rodzajów nieruchomości, ale jest również zmienna – np. wzrasta rola czynników środowiskowych, rośnie bowiem wrażliwość rynku na ekonomiczne konsekwencje stwierdzonego lub spodziewanego występowania np. substancji toksycznych, skażenia gruntu oraz związanych z nimi potencjalnych lub faktycznych zobowiązań prawnych. Wśród tej grupy czynników istotnego znaczenia nabierają:

- zjawiska o podłożu naturalnym, takie jak występowanie radonu lub metanu bądź też hałas i zanieczyszczenie powietrza,
- czynniki powodujące skażenie chemiczne, które wynika z procesów zachodzących obecnie i w przeszłości na danym terenie bądź dociera z terenów przyległych,
- czynniki postrzegane jako szkodliwe, np. pole elektromagnetyczne,
- szczególne preferencje inwestorów wobec pewnych elementów konstrukcyjnych, np. produktów nadających się do ponownego przetworzenia³⁴.

Reasumując, cechy fizyczne są istotne, ale mogą zostać zdominowane przez wpływ pozostałych czynników.

Z dotychczasowych rozważań wynika, że wartość nie tkwi w istocie danego dobra (nieruchomości); jest ona tworzona w umysłach osób – uczestników rynku. Zależności,

³³ Por. m.in. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit., s. 51–52.

³⁴ Por. P. Champness, *Approved European Property Valuation Standards*, Commissioned by TEGOVA, The European Group of Valuer Associations, London 1997.

Pytania kontrolne

1. Wyjaśnij znaczenie cech wartości, takich jak subiektywizm, względność i dynamiczny jej charakter, dla procesu określania poziomu wartości.
2. Wyjaśnij różnicę między wartością rozważaną z punktu widzenia fazy wytwarzania i fazy wymiany.
3. Wyjaśnij różnicę między wartością i ceną.
4. Dlaczego uczestnicy rynku nieruchomości poszukują informacji o wartości?
5. Podaj definicję i interpretację wartości rynkowej.
6. Podaj definicję wartości odtworzeniowej.
7. Która z podanych niżej wartości obiektywizuje zachowania uczestników rynku:
 - wartość rynkowa,
 - wartość indywidualna,
 - wartość odtworzeniowa,
 - wartość ubezpieczeniowa.
8. Wskaż grupy czynników wpływających na poziom wartości. Czy wpływ tych czynników jest jednakowy? Które z grup mogą wywrzeć największy wpływ?

Model wyceny rynkowej nieruchomości

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • 6.1. Źródła teorii wyceny w teorii ekonomii • 6.2. Podstawy teorii wyceny nieruchomości • 6.3. Specyfika wyceny nieruchomości | <ul style="list-style-type: none"> • 6.4. Wycena a ocena ekonomicznej efektywności inwestycji • 6.5. Przyszłość wyceny nieruchomości • 6.6. Podsumowanie • Pytania kontrolne |
|---|--|

6.1. Źródła teorii wyceny w teorii ekonomii

Teoria wyceny jest bardzo silnie osadzona na gruncie teorii ekonomii. Ekonomisci zdefiniowali kategorie istotne dla metodyki wyceny, takie jak wartość i cena (por. pkt. 5.1), stworzyli również podstawy mierzenia wartości.

Oprócz zdefiniowania kategorii ekonomicznych, teoretycy ekonomii stworzyli podstawy teorii wyceny, uzasadniając wiele metod i technik wyceny. Do rozwoju wyceny opartej na kosztach produkcji przyczyniła się koncepcja wartości A. Smitha. Podkreślają to autorzy wielu podręczników z teorii wyceny¹.

D. Ricardo, rozwijając teorię renty gruntowej jako dochodu z ziemi, przyczynił się do rozwoju koncepcji najkorzystniejszego użytkowania i wyceny gruntu tzw. technikami pozostałościowymi².

Pierwszym ekonomistą, który rozważał techniki wyceny, a zwłaszcza wyceny nieruchomości, był jednak A. Marshall, który rozróżnił teorię wartości i teorię wyceny oraz przyczynił się do rozwoju metod wyceny³. Marshall wyróżnił trzy podejścia do szacowania wartości nieruchomości: porównawcze, kosztowe i dochodowe. Niezaprzeczalny jest jego wkład do sformułowania podstaw stosowania metod dochodowych, zdefiniował on bowiem wartość jako obecną wartość przyszłych dochodów. „Każdy składnik nakładu winien być zakumulowany na okres, który upłynie pomiędzy zrealizowaniem tego nakładu a jego wynikiem, ogół zaś tych zakumulowanych elementów nakładu stanowi nakład ogólny (...). Obliczanie, dotyczące wysiłków i zadowolenia z nich wynikającego, można robić w odniesieniu do dowolnego punktu w czasie, który zostanie

¹ Por. m.in.: *Wycena nieruchomości*, PFSRM, Warszawa 2000, s. 49.

² *Ibidem*, s. 49.

³ *Ibidem*, s. 50.

uznan
przeds
tem ob
przykl
złożon
kie prz

W
„P
dany k
jemy o
miast w
można
chodu,

Te
równie
„Mocn
równie
awiając
wych za
kapitał
dynkam
re, wart
takie og
raczej n

Teo
tego te
wiele ka
zbędna

Nie
się do p

Do
nych sp
mogą t
szczegó

Mo
podejśc

- po
- po
- po

⁴ A.

⁵ *Ibidem*.

⁶ M.

⁷ A.

uznany za wygodny (...). Jeżeli wybierzemy punkt czasu przed rozpoczęciem danego przedsięwzięcia, wówczas wszystkie składniki trzeba dyskontować. Jeżeli zaś (...) punktem obranym jest dzień ukończenia wysiłków, to znaczy wykończenia domu w naszym przykładzie, wówczas trzeba dodać do każdego składnika zakumulowane procenty złożone do danego dnia, podobnie, do tego samego dnia, trzeba dyskontować wszystkie przyszłe zadowolenia"⁴.

W innym miejscu Marshall stwierdza, że:

„Póki kapitał jest wolny i suma pieniędzy, czyli ogólna siła nabywcza, którą daje dany kapitał, jest znana, można przedstawić czysty dochód pieniężny, którego oczekujemy od danego kapitału, od razu w ustosunkowaniu do danej sumy (...). Gdy natomiast wolny kapitał został włożony w jakąś poszczególną rzecz, to na ogół biorąc, nie można ustalić jego wartości pieniężnej inaczej jak przez skapitalizowanie czystego dochodu, który rzecz daną daje (...)”⁵.

Teorię wartości, opartą na dochodzie, rozwinął I. Fischer⁶. Ekonomisci stworzyli również podstawy do zróżnicowania poziomu wartości w zależności od formy władania. „Mocniejsze” prawo powinno mieć wyższą wartość od „słabszego”. Wskazywał na to również Marshall, rozważając wysokość dochodu właściciela nieruchomości, wydierżawiającego ją na 99 lat. „Obecna wartość zdyskontowana ogółu stałych opłat czynszowych za czas trwania dzierżawy dąży do wyrównania się z obecną wartością ziemi jako kapitału, przy czym trzeba odjąć, po pierwsze, odpowiednik pieniężny zwrotu ziemi z budynkami następcy prawnemu obecnego właściciela w końcu okresu dzierżawy, a po wtóre, wartość możliwych trudności wynikających z ograniczenia używalności ziemi, jeżeli takie ograniczenia zawarte są w umowie dzierżawy. Wskutek tych odliczeń byłaby renta raczej mniejsza niż „roczna wartość” ziemi jako placu”⁷.

Teoria ekonomii dostarczyła zatem istotnych wskazówek dla procesu wyceny. Dlatego też twórcy teorii wyceny, chociaż nie zawsze byli ekonomistami, musieli poznać wiele kategorii ekonomicznych. Znajomość otoczenia ekonomicznego okazała się niezbędną.

Niekiedy złożoność przedmiotu wyceny zmusiła wyceniających do ustosunkowania się do praktycznych problemów, które teoretycy ekonomii mogli pominąć.

Dorobek ekonomistów umożliwił opracowanie **modeli wyceny**, czyli systematycznych sposobów myślenia na etapie określania wartości. Modele te mogą być proste, ale mogą też przybierać postać skomplikowanych modeli matematycznych, mających szczególne zastosowanie w przypadku wyceny zbiorowej.

Modele wyceny opierają się na jednym z trzech, wyróżnionych przez Marshalla, podejść:

- podejściu porównawczym,
- podejściu dochodowym,
- podejściu kosztowym.

⁴ A. Marshall, *Zasady ekonomii*, t. 1. Wyd. M. Areta, Warszawa 1925, s. 337.

⁵ *Ibidem*, s. 393.

⁶ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*. WN PWN, Warszawa 1994, s. 534–544.

⁷ A. Marshall, *Zasady ekonomii*, op.cit., s. 425–426.

Żaden z modeli nie odzwierciedla idealnie elementów rynku, jakimi są popyt i podaż, ale wszystkie wymagają informacji rynkowych. Każde z podejść opiera się na danych pochodzących z innych źródeł umożliwiających określenie popytu i podaży.

Podejście porównawcze opiera się na porównaniu cen sprzedaży. Cena sprzedaży używana jest jako wskaźnik wartości podobnych nieruchomości. Cena transakcyjna stanowi punkt przecięcia się krzywych popytu i podaży w momencie zawierania transakcji. Jeżeli dana transakcja przeprowadzona była w warunkach rynkowych, a warunki od czasu zawarcia tej transakcji nie zmieniły się, to podobna nieruchomość powinna przynieść podobną cenę, bowiem racjonalny nabywca nie zapłaci za pożądaną nieruchomość więcej, niż wynosi cena osiągnięta na tym samym rynku, w tym samym czasie za nieruchomość odznaczającą się podobnymi cechami do nieruchomości przedmiotowej. Podejście to sięga po rzeczywiste ceny sprzedaży, a więc ceny, które stanowiły punkt przecięcia się krzywych popytu i podaży. Podejście oparte na porównaniu sprzedaży dostarcza informacji na temat względnej wartości nieruchomości, czyli wartości przedmiotowej nieruchomości względem porównywalnej.

Podejście dochodowe oparte jest na stwierdzeniu Marshalla, że wartość jest obecną wartością przyszłych dochodów. Stwierdzenie to stało się podstawą wyróżnienia dwóch podstawowych modeli dochodów:

- modelu opartego na stałym w nieskończenie długim okresie strumieniu dochodów,
- modelu opartego na zmiennym strumieniu dochodów.

Model pierwszy odwzorowuje głównie stronę popytową. Popyt na nieruchomości wśród inwestorów zależy od dochodów generowanych przez tę nieruchomość i stopy zwrotu z inwestycji, czyli:

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

gdzie: D – strumień dochodu na poziomie roku wyjściowego, R – stopa zwrotu (stopa kapitalizacji).

Model ten zakłada istnienie swoistego stanu równowagi między popytem i podażą na rynku użytkownika. Przyjmuje się, że proporcje między ujawnionym popytem i istniejącą podażą nie ulegną zmianie.

Model drugi odchodzi od stałości strumienia dochodów, zakłada istnienie zmiennego dochodu w okresie prognozy. Model ten jest oparty na zdyskontowanych strumieniach dochodów, czyli:

$$V = D_1 \frac{1}{(1+r)} + D_2 \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + D_n \frac{1}{(1+r)^n} + RV \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (2)$$

gdzie: $D_1, D_2, \dots, D_n$ – strumienie dochodów w okresie prognozy, r – stopa dyskontowa, RV – wartość rezydualna (wartość pozostała na koniec okresu prognozy – por. wzór (16)).

Chociaż model ten koncentruje się na popycie, nie abstrahuje od podaży, która wpływa na przyjętą w wycenie stopę dyskontową.

W celu zastosowania tego modelu należy oszacować dochody generowane przez nieruchomość w każdym z okresów. Wymaga to oszacowania popytu i podaży dla tych

okresów, a także na koniec prognozy, gdy zakładana jest rzeczywista lub hipotetyczna sprzedaż nieruchomości.

Podejście kosztowe odwzorowuje nakłady niezbędne na zakup gruntu i wybudowanie budynków z uwzględnieniem stopnia ich zużycia.

Dane rynkowe, potrzebne do określenia kosztów nabycia gruntu i wybudowania obiektów oraz wyznaczenia stopnia zużycia, odwzorowują popyt i podaż na wszystkich segmentach rynku nieruchomości: rynku gruntów (wpłyne to na cenę gruntów), działań deweloperskich (znajdzie odwzorowanie w cenach materiałów i w zyskach dewelopera), rynku lokat inwestycyjnych (wzrost zainteresowania nieruchomościami ze strony inwestorów prowadzi do wzrostu ich cen, daje możliwość osiągania wyższego zysku przez dewelopera) i na rynku użytkownika (poprzez odczuwanie przez rynek zużycia nieruchomości).

Sposób określania zużycia decyduje o sile odwzorowania strony popytowej i podażowej. Jeżeli stopień zużycia ustalany jest na podstawie wskaźników ekonomicznych (por. pkt. 1.4), podejście to większą wagę przypisuje popytowi. Koszty nabycia gruntu, wybudowania budynku, a także utracona wartość na skutek zużycia odzwierciedlają zainteresowania nabywców. Moda na daną lokalizację czy też na styl wznoszonego obiektu mogą powodować niższy poziom utraconych korzyści.

Jeżeli stopień zużycia ustalany jest na podstawie metod czasowych czy wizualnych, to siła odwzorowania popytu będzie mniejsza.

Wszystkie trzy podejścia, tj. podejście porównawcze, dochodowe i kosztowe, posługują się pojęciami używanymi w ekonomii. Na ich podstawie sformułowano zasady wyceny⁸. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

- 1) zasadę antycypacji,
- 2) zasadę popytu i podaży,
- 3) zasadę zmiany,
- 4) zasadę konkurencji,
- 5) zasadę substytucji,
- 6) zasadę kosztu alternatywnego,
- 7) zasadę równowagi,
- 8) zasadę malejących krańcowych przychodów,
- 9) zasadę zgodności,
- 10) zasadę czynników zewnętrznych.

1. Antycypacja oznacza wyprzedzenie, przewidywanie czegoś, co jeszcze nie istnieje. W ekonomii przykładem antycypacji są hipotezy pesymistyczne lub optymistyczne, na podstawie których przygotowuje się prognozy i kalkulacje stanowiące podstawę podejmowania decyzji⁹.

Zasada antycypacji w procesie wyceny ujawnia się w twierdzeniu, że wartość nieruchomości jest kreowana przez oczekiwane w dniu wyceny korzyści, jakie będzie można osiągać z nieruchomości w przyszłości. Korzyści te mogą być postrzegane zarówno

⁸ Por. *Wycena nieruchomości, op.cit.*, s. 55–64.

⁹ Y. Bernard, I.G. Colli, *Słownik ekonomiczny i finansowy*, Książnica, Warszawa 1994.

jako dochody, jak i korzyści niematerialne, związane z posiadaniem czy zajmowaniem nieruchomości. Zasada antycypacji stanowi zasadę wyceny w podejściu dochodowym i porównawczym.

2. Cena dobra kształtuje się pod wpływem popytu i podaży na to dobro. Zwiększenie się podaży danego towaru lub zmniejszenie się popytu na ten towar prowadzi do obniżenia ceny, a więc i wartości. **Zasada popytu i podaży** oznacza, że wartość nieruchomości zmienia się zwykle odpowiednio do zmian podaży (spada, chociaż niekoniecznie proporcjonalnie, gdy podaż rośnie) i popytu (rośnie, chociaż niekoniecznie proporcjonalnie, gdy popyt rośnie). W procesie wyceny musi zostać odwzorowany związek między popytem, podażą i wartością danej nieruchomości.

3. Główne elementy rynku – popyt i podaż – są zmienne, bowiem czynniki, które wpływają na nie, są zmienne. Na zmianę popytu wpływają zmiany gustów lub preferencji konsumentów, cen innych dóbr, dochodów konsumentów, liczby konsumentów, a nawet oczekiwań dotyczących przyszłych cen i dochodów. Zmiana podaży może być zaś wywołana zmianami w technologii produkcji, opłacalności produkcji, dostępności zasobów produkcyjnych. Zmiany po stronie popytu i podaży wpływają na zmiany cen, a więc i wartości.

Zmiany zachodzą również na samym rynku nieruchomości. Spowodowane są zmianami w otoczeniu gospodarczym w skali makroekonomicznej (zmiana miejsca w cyklu koniunkturalnym) i w skali lokalnej (zamknięcie zakładu produkcyjnego), w otoczeniu finansowym (zmiany stopy oprocentowania kredytu, wprowadzenie preferencyjnych zasad oprocentowania), podatkowym (wprowadzenie czy likwidacja ulgi podatkowej), społecznym (zmiany demograficzne) czy politycznym (napady terrorystyczne, zagrożenie wojną). Zmiany mogą dotyczyć nie tylko otoczenia, ale także samej nieruchomości, która podlega zużyciu. **Zasada zmiany** oznacza, że w procesie wyceny rzeczoznawcy starają się odwzorować wszystkie zmiany zachodzące obecnie oraz w przyszłości, które wpływają w dniu wyceny na zachowania inwestorów i na ceny, które są oni gotowi zapłacić za wycenianą nieruchomość.

4. Elementem procesu rynkowego jest konkurencja, oznaczająca „...proces, przy pomocy którego uczestnicy rynku, dążąc do realizacji swych interesów, próbują przedstawić korzystniejsze od innych oferty pod względem ceny, jakości lub innych charakterystyk wpływających na decyzję zawarcia transakcji¹⁰. Konkurencja wpływa na zmiany popytu i cen towarów, a więc i na ich wartość. Uczestnicy rynku nieruchomości także działają w warunkach konkurencji. Konkurują ze sobą sprzedający i kupujący, wynajmujący i najemcy, zmieniają się ceny transakcyjne i stawki czynszu, zmieniają się dochody. **Zasada konkurencji** ma istotne znaczenie przy wycenie w podejściu dochodowym. Wyremontowany i zmodernizowany hotel w mieście, w którym budowane są nowe hotele, nie może uzyskać relatywnie wysokiego wypełnienia i wysokich dochodów.

¹⁰ D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1991, s. 47.

5. Substytucja oznacza zastępowanie jednego dobra drugim dobrem. W przypadku dóbr substytucyjnych, czyli dóbr mających podobne przeznaczenie, największy popyt ujawnia się na dobra o najniższej cenie. **Zasada substytucji** w procesie wyceny nieruchomości oznacza, że kupujący nie zapłaci za daną nieruchomość więcej niż za podobną nieruchomość. Zasada ta zakłada racjonalne zachowania uczestników rynku. Zasada substytucji stanowi podstawę wyceny w podejściu dochodowym, porównawczym i kosztowym, bowiem substytucja (zastąpienie) jednej nieruchomości przez drugą może być rozważana z punktu widzenia dochodów, cech nieruchomości czy kosztów wzniesienia.

6. Koszt alternatywny, zwany kosztem utraconych możliwości, oznacza wartość, jaką można uzyskać z określonych zasobów przy ich najlepszym, alternatywnym zastosowaniu. Jest to zatem koszt najbardziej cennej, niewykorzystanej możliwości¹¹. **Zasada kosztu alternatywnego** oznacza, że inwestor wybierze ten typ inwestycji, który prognozuje najwyższą stopę zwrotu przy najniższym poziomie ryzyka. Zasada ta ma istotne znaczenie przy wyznaczeniu stopy zwrotu w podejściu dochodowym.

7. Równowaga w teorii ekonomii oznacza rodzaj harmonii, która istnieje między siłami ekonomicznymi oraz wartościami, to sytuacja, w której brak dysproporcji¹². **Zasada równowagi** oznacza, że „...wartość powstaje i jest utrzymana w sytuacji, gdy elementy przeciwne, wzajemnie na siebie oddziaływające i kontrastujące ze sobą, znajdują się w stanie równowagi”¹³. Na gruncie wyceny nieruchomości rozważana jest równowaga wewnętrzna, wyrażona przez optymalne proporcje między wartością gruntu i wartością zabudowań oraz równowaga zewnętrzna rozumiana jako odpowiedni poziom zainwestowania w daną nieruchomość w odniesieniu do nieruchomości sąsiednich. Zasada ta musi być uwzględniona zarówno przy zastosowaniu podejścia dochodowego (na etapie obliczania oczekiwanego dochodu), podejścia porównawczego (przy dokonywaniu korekt), jak i podejścia kosztowego na etapie określania rodzajów zużycia.

8. Ekonomisci, analizując zachowania konsumentów, odkryli prawo malejących przychodów. Zgodnie z tym prawem, jeżeli zużywa się coraz więcej jednego zasobu przy niezmiennej ilości innych zasobów, wynikające stąd przyrosty produkcji będą od pewnego momentu procesu produkcyjnego maleć¹⁴. **Zasada malejących krańcowych przychodów** oznacza, że wartość „...części składowej nieruchomości zależy od tego, w jakim stopniu ma ona udział w wartości całości, albo w jakim stopniu jej brak powoduje stratę dla całości”¹⁵. W realiach rynku nieruchomości może to oznaczać, że cena domu jednorodzinnego, wyposażonego w kryty basen, nie musi być zwiększona

¹¹ *Ibidem*, s. 21.

¹² Y. Bernard, J.C. Colli, *Słownik ekonomiczny i finansowy*, op.cit., s. 146.

¹³ *Wycena nieruchomości*, op.cit., s. 62.

¹⁴ Por. m.in. D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, op.cit., s. 522–523.

¹⁵ *Wycena nieruchomości*, op.cit., s. 63.

o koszt wybudowania basenu w porównaniu z ceną podobnego domu, ale bez basenu. Zasada ta ma znaczenie przy wycenie zgodnie z podejściem porównawczym.

9. W procesie wyceny istotnego znaczenia nabiera **zasada zgodności**. Według niej „...wartość nieruchomości powstaje i utrzymuje się wtedy, gdy cechy danej nieruchomości dostosowane są do wymagań rynku”¹⁶. Oznacza to, że wartość nieruchomości o wysokim standardzie spadnie, zbliżając się do poziomu wartości podobnych do siebie nieruchomości, położonych w sąsiedztwie.

10. W modelach ekonomicznych brane są pod uwagę czynniki egzo- i endogeniczne. Na wartość nieruchomości, w większym stopniu niż na wartość innych dóbr, wpływają **czynniki egzogeniczne (zewnętrzne)**. Czynniki zewnętrzne mogą objąć otoczenie i sąsiedztwo nieruchomości, wymogi miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, dochody ludności, regulacje prawne, stopę oprocentowania kredytu.

Podjęte w tym punkcie rozważania miały ujawnić, że **teoria wyceny** silnie osadzona jest na gruncie teorii ekonomii. Skierowana jest ku konkretnym zastosowaniom i nie zawsze jest tak konsekwentna, jak teoria ekonomii. Chociaż koncepcja wartości i sposobu jej określania wywodzi się z teorii ekonomii, twórcy teorii wyceny nieruchomości nie zawsze byli ekonomistami. Przyswajali sobie podstawowe kategorie ekonomiczne, nadając im nowe nazwy. W efekcie pojawiły się różnice terminologiczne, które często utrudniają porozumiewanie się. Dobrym przykładem może być termin „amortyzacja”¹⁷. W teorii wyceny używany jest on często dla odzwierciedlenia fizycznego, funkcjonalnego i ekonomicznego zużycia. W sprawozdawczości finansowej termin ten odnosi się do rozłożenia obciążenia finansowego w czasie, aż do chwili jego całkowitego wygaśnięcia.

6.2. Podstawy teorii wyceny nieruchomości

Jak już podkreślaliśmy, od czasów A. Marshalla w wycenie nieruchomości wyróżnia się trzy podejścia:

- porównawcze,
- dochodowe,
- kosztowe.

W ramach podejść wyróżnia się metody i techniki. W niektórych państwach podejścia utożsamia się z metodami¹⁸. Dwa pierwsze podejścia stosowane są do określania wartości rynkowej, jeżeli odzwierciedlają zachowania typowego inwestora. Mogą być również zastosowane do określania wartości indywidualnej, jeżeli odwzorowują potencjał tkwiący w nieruchomości, dostrzegany przez konkretnego inwestora.

¹⁶ *Ibidem*, s. 63–64.

¹⁷ Por. *Międzynarodowe Standardy Wyceny*, PFSRM, Warszawa 2005, s. 41.

¹⁸ *Ibidem*, s. 49.

Podejście kosztowe prowadzi do określenia wartości odtworzeniowej, w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech stosowane jest do określenia wartości rynkowej¹⁹. W warunkach gospodarki rynkowej największego znaczenia nabiera podejście porównawcze i dochodowe.

W podejściu porównawczym wartość rynkowa określona jest poprzez analizę cen nieruchomości porównywalnych, które były przedmiotem obrotu rynkowego. Zgodnie z zasadą substytucji, racjonalny nabywca nie zapłaci za nieruchomość więcej niż wynosi cena osiągnięta na tym samym rynku, w tym samym czasie za nieruchomość odznaczającą się podobnymi cechami do nieruchomości przedmiotowej.

Ponieważ nie ma dwóch identycznych transakcji kupna-sprzedaży nieruchomości, w procesie porównania dokonuje się korekt wpływających na wartość. Dotyczą one:

- wpływu cech fizycznych nieruchomości, takich jak: wielkość i kształt działki, wielkość budynku, rozwiązania architektoniczne budynku, jego wiek, liczba pokoi itp.;
- wpływu formy władania – przedmiotem porównań powinny być nieruchomości o tych samych więzankach praw porównywalnych; do porównań powinny być przyjęte nieruchomości o podobnej formie władania, a w przypadku umów najmu czy dzierżawy, o podobnym okresie trwania tych umów;
- wpływu warunków sprzedaży – przedmiotem porównania powinna być nieruchomość, która spełnia definicyjne wymogi wartości rynkowej, takie jak: brak szczególnych motywów udziału w transakcji, typowy sposób negocjacji itp.;
- wpływu lokalizacji, która stanowi jeden z najważniejszych atrybutów wartości; korekta ma na celu uchwycenie różnic w lokalizacji i ich wpływu na wartość nieruchomości;
- wpływu sposobu finansowania – istotna jest znajomość obecnego sposobu finansowania na rynku oraz warunków finansowania porównywalnej nieruchomości; korekta ma uwzględnić występowanie ewentualnych różnic w sposobach finansowania i ich wpływ na cenę porównywanej nieruchomości i wartość wycenianej nieruchomości²⁰; wpływ warunków finansowania jest szczególnie istotny, gdy nabywca przejmuje obowiązki hipoteczne albo sprzedawca pomaga kupującemu w sfinansowaniu kupna, rozkładając płatność na raty.

Korekta może również wynikać ze zmian zachodzących na rynku pomiędzy okresem transakcji a momentem przeprowadzenia wyceny. Korekta ta ma na celu uwzględnienie zachodzących zmian w proporcji między popytem a podażą w analizowanym okresie i wpływu tych zmian na wartość wycenianej nieruchomości.

Model wyceny w podejściu porównawczym zakłada korektę cen sprzedaży nieruchomości przyjętych do porównań w celu odzwierciedlenia różnic między tymi nieruchomościami a nieruchomością przedmiotową. W wyrażeniu algebraicznym, model przyjmuje postać:

¹⁹ Zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Wyceny, podejście kosztowe zostaje uznane jako dopuszczalne podejście określania surogatu wartości rynkowej. Por. *ibidem*, s. 293.

²⁰ Konieczność wyeliminowania różnic w sposobie finansowania w podejściu porównawczym podkreśla wielu autorów, m.in. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, Real Estate Education Company, Chicago 1994, s. 164–167; J.P. Friedman, N. Ordway, *Income Property Appraisal and Analysis*, Prentice Hall, New Jersey 1992.

$$V = C + CA_1 + CA_2 + \dots + CA_n, \quad (3)$$

gdzie: V – wartość jako hipoteza ceny, C – cena sprzedaży nieruchomości przyjętej do porównania, CA_n – wpływ cech różniących na poziom wartości.

Korekty mogą wpływać na powiększenie lub pomniejszenie wartości wycenianej nieruchomości. Model wyceny podejściem porównawczym posługuje się wypracowanymi metodami otrzymywania poprawek. Korekty mogą być naliczane wartościowo lub procentowo, mogą być również kompilacją tych dwóch metod.

Jak wynika z niniejszych rozważań, wycena za pomocą podejścia porównawczego stanowi studium rynku nieruchomości. Od dokładności badania rynku zależy powodzenie tego podejścia. Zachowanie inwestora na tym rynku jest uzależnione od tła gospodarczego, wpływającego na proporcje między popytem i podażą, dostępności środków finansowych na rynku nieruchomości, wielości form finansowania, warunków dotyczących oprocentowania i spłaty kredytów, zamożności społeczeństwa, napięć inflacyjnych, mody czy przyzwyczajęń.

Oprócz niewątpliwych zalet podejścia porównawczego, takich jak przejrzystość i zrozumiałość dla uczestników rynku, są dostrzegane również ograniczenia w jego stosowaniu. Dotyczą one przedstawionych niżej problemów.

- Informacji o dokonanych transakcjach: o cenach transakcyjnych, o atrybutach, czyli cechach nieruchomości sprzedanych, ale także o czasie i warunkach transakcji. Brak informacji o odpowiednio dużej liczbie transakcji dyskwalifikuje to podejście²¹.

- Zmienności rynku: podejście porównawcze opiera się na danych historycznych: na informacjach o zarejestrowanych cenach transakcyjnych i trendach. Dostosowanie do obecnej sytuacji jest trudne. Dlatego też podejście to nie powinno być stosowane w warunkach dużych zmian rynkowych²².

Według teoretyków wyceny, w podejściu tym dwa elementy są szczególnie dyskusyjne.

1. Obszar zastosowania metody. Podejście porównawcze jest najbardziej zbliżone do faktycznych transakcji rynkowych, dlatego też powinno być zgodne z zaleceniami TEGOVA, preferowanymi w wycenie nieruchomości, z wyjątkiem nieruchomości inwestycyjnych²³. Większość teoretyków uznaje, że metody porównawcze powinny towarzyszyć wyborowi nieruchomości niedochodowej²⁴. Ograniczenie do nieruchomości niedochodowych eliminuje brak korekty dotyczącej zróżnicowania dochodowości nieruchomości. Raczej nieliczni upatrują możliwość stosowania tego podejścia również

²¹ R.M. Williams i W.L. Ventolo sugerują, że dla mało aktywnego rynku można przyjąć informacje o transakcjach zawartych w ciągu roku; gdy rynek odznacza się przeciętną aktywnością, można przyjąć informacje o transakcjach przeprowadzonych nie więcej niż 6 miesięcy od daty szacunku. Por. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit., s. 161.

²² Ograniczenie to wyraźnie podkreślają A.J. Jaffe i C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1989, s. 266.

²³ Por. *Europejskie Standardy Wyceny 2000*, PFSRM, Warszawa 2001, s. 287.

²⁴ R.M. Williams i W.L. Ventolo twierdzą, że podejście porównawcze może nie być najlepsze, np. dla nieruchomości handlowej, gdyż na tym segmencie rynku transakcje mogą być nieliczne, a obiekty mogą mieć bardzo indywidualny charakter. Por. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit., s. 161–162.

do wyc
inne ni
zastosc
tektoni

2.

wymag
Oznac
częsty
nia. Je
aktyw
sprzed
średni
dążeni
dem o
wyceny
Wśród
porów
uwzglę
ców w
dający
ści z ni

Bi

któryc
podsta
cji nie
tem p
walne
nicują
różnic
P
otwier
wiając
N
niku.

25

Real Es

26

27

28

lo, Fun

29

s. 20.

30

31

tody ar

do wyceny nieruchomości komercyjnej typu: nieruchomości biurowe, centra handlowe, inne nieruchomości dochodowe²⁵. Zgodnie podkreśla się, że podejście to nie może być zastosowane do wyceny nieruchomości unikatowej pod względem np. rozwiązań architektonicznych, lokalizacji itp.

2. Liczbę porównywalnych transakcji. Zastosowanie podejścia porównawczego wymaga posiadania odpowiedniej liczby informacji o przeprowadzonych transakcjach. Oznacza to, że podejście to jest najbardziej właściwe dla nieruchomości stanowiących częsty przedmiot obrotu, takich jak: działki budowlane, domy jednorodzinne, mieszkania. Jednocześnie zastosowanie tego podejścia jest najbardziej uzasadnione w sytuacji aktywnego rynku i łatwego dostępu do danych dotyczących aktualnych transakcji sprzedaży²⁶. Problemem dyskusyjnym pozostaje liczba transakcji przyjętych do bezpośredniego porównania. Wśród teoretyków można wyróżnić nurt, odznaczający się dążeniem do wybrania tylko jednej nieruchomości, najbardziej podobnej pod względem cech fizycznych i warunków transakcji do nieruchomości będącej przedmiotem wyceny²⁷. Oznacza to, że ta nieruchomość stanowić będzie podstawę wskazań wyceny. Wśród teoretyków wyceny występuje również dążenie do przyjęcia kilku transakcji do porównań. Włączenie do analizy rynku wielu porównywalnych transakcji zapewnia uwzględnienie sposobu rozumowania i zachowania typowych nabywców i sprzedawców w ostatecznym szacunku wartości²⁸. Podstawą wskazań jest porównanie odpowiadających sobie par nieruchomości, tzn. porównanie kolejno sprzedanych nieruchomości z nieruchomościami wycenianą²⁹.

Biorąc pod uwagę specyfikę nieruchomości, specyficzne cechy rynku, u podłoża których leży m.in. brak jego przejrzystości i niski poziom efektywności, wydaje się, że podstawą wyceny powinno być wiele transakcji, które zostaną „oczyszczone” z transakcji nietypowych (por. wymóg definicyjny wartości rynkowej nieruchomości). Przedmiotem porównań pozostaną wówczas relatywnie typowe transakcje i relatywnie porównywalne nieruchomości. Miara tej porównywalności będzie liczba atrybutów (cech) różnicujących je oraz poziom różnic³⁰; czym mniejsza jest liczba atrybutów i niższy poziom różnic, tym będzie większa poprawność wyceny.

Przy określaniu wartości rynkowej nieruchomości metodami porównawczymi, otwierają się możliwości zastosowania rozbudowanych metod statystycznych, umożliwiających określenie cech stałych i zmiennych, determinujących wynik wyceny³¹.

Nawet najbardziej dokładne studium rynku nie zapewni jednak obiektywnego wyniku. Metody porównawcze cechuje zawsze duża doza subiektywizmu. U ich podstaw

²⁵ Możliwość taką rozpatrują A.J. Jaffe i C.F. Sirmans. Por. A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, op.cit., s. 264–265.

²⁶ Por. A.A. Ring, J. Dasso, *Real Estate Principles and Practices*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1989, s. 147.

²⁷ Por. A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate*, op.cit., s. 265–266.

²⁸ Por. m. in. J. Dasso, A.A. Ring, *Real Estate Principles and Practices*, op.cit.; R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit., s. 178–184.

²⁹ Por. M.W. Green, D.H. Mackmin, *Podstawowe zasady wyceny nieruchomości*, Korona, Warszawa 1993, s. 20.

³⁰ Różnice są podawane bądź w jednostkach wartościowych, bądź w procentach.

³¹ Tendencje te wystąpiły również w rozwoju polskiej teorii wyceny. Ich wyrazem jest m.in. przyjęcie metody analizy statystycznej rynku w ramach podejścia porównawczego.

leży wybór porównywalnej nieruchomości i opieranie szacunku na danych historycznych. Subiektywizm nie oznacza dowolności. Lata pracy mogą zaowocować intuicyjną wiedzą o wartości nieruchomości. Jednakże rzeczoznawca powinien – co wyraźnie podkreśla literatura przedmiotu³² – unikać pokusy dokonywania korekt dopasowujących wartość do takiej, jaką „wyczuwa” za prawidłową dla przedmiotowej nieruchomości. Badania wykazały, że zastosowanie podejścia porównawczego, także przy włączeniu metod statystycznych, objaśnia maksymalnie 75% ceny. Pozostałe 25% stanowi przedmiot subiektywnej wyceny³³.

Podejście dochodowe oparte jest na przesłance, że istnieje zależność między dochodem a wartością. Odzwierciedla ono zależności występujące między rynkiem najmu a rynkiem lokat. Rynek najmu, na którym występują właściciele i najemcy, kreuje stawki czynszu i stopień wypełnienia; decyduje zatem o dochodowości nieruchomości. Uczestnikami rynku lokat są zbywający i kupujący. Zderzenie podaży i popytu wyznacza cenę nieruchomości. Czym wyższy dochód generuje nieruchomość, tym wyższy ujawnia się popyt inwestycyjny, który prowadzi do wzrostu cen. Czym wyższe ceny nieruchomości, czym wyższe dochody przez nie generowane, tym wyższa powinna być wartość nieruchomości. Zależność między dochodem a wartością jest jednak bardziej złożona, niż wynikałoby to z opisanej tu zależności. O wartości nieruchomości decyduje nie tylko dochód generowany obecnie przez naszą nieruchomość, ale również oczekiwany dochód w przyszłości, a przede wszystkim ryzyko związane z jego osiągnięciem. Związek ten może zostać rozerwany np. przez spekulacyjne zachowania uczestników rynku czy interwencjonizm państwowy (wprowadzenie czynszu regulowanego).

W tradycyjnym ujęciu podejście dochodowe, podobnie jak porównawcze, odzwierciedla aktualny stan rynku, oparte jest bowiem na takich danych, jak: osiągnięty dochód³⁴ z nieruchomości, stopień wykorzystania powierzchni, proporcje między popytem a podażą nieruchomości.

Podstawowym źródłem dochodu z nieruchomości jest **czynsz**. Nieruchomość może jednak generować również innego rodzaju dochody, takie jak: opłaty za parkingi, garaże, za reklamę na terenie nieruchomości, za korzystanie z urządzeń wspólnych, np. automatów publicznych, anten zbiorczych. Dochodzenie do wartości rynkowej wymaga poszukiwania czynszów rynkowych. Czynsz rynkowy oznacza czynsz ustalony jako wypadkowa gry popytu i podaży na nieruchomości. W zależności od proporcji między popytem a podażą, może on nie zapewnić pokrycia kosztów utrzymania nieruchomości, oscylować wokół poziomu kosztów czy znacznie je przewyższać. Czynsz regulowany realizuje cele polityki społecznej. Abstrahuje nie tylko od sił rynkowych, ale również od poziomu kosztów. Obszarem jego występowania jest często mieszkalnictwo, gdzie stanowi on wyraz interwencjonizmu państwa³⁵.

³² Por. m.in. R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit., s. 173.

³³ Por. M.W. Green, D.H. Mackmin, *Podstawowe zasady wyceny*, op.cit., s. 22.

³⁴ Definicja dochodu jest podana w dalszej części niniejszego punktu.

³⁵ Przejawy interwencjonizmu państwowego są widoczne nie tylko na kontynencie europejskim (m.in. w Polsce oraz innych krajach Europy Wschodniej, a także, chociaż w mniejszym zakresie, w krajach Europy Zachodniej), ale również na kontynencie amerykańskim, np. w Stanach Zjednoczonych, w 24 miastach, m.in. w Nowym Jorku, występuje czynsz regulowany. Por. *Zarządzanie mieszkalnictwem*, materiały konferencyjne, ICMA, Łódź 1992.

Dla niektórych nieruchomości, np. stacji benzynowych, hoteli, dochód ustalany jest jako procentowy udział od dochodów netto użytkownika, czyli prowadzącego działalność w danej nieruchomości. Właściciel może ustanowić czynsz składający się z dwóch części – stałej, stanowiącej np. około 80% stawki czynszu rynkowego, i zmiennej, uzależnionej od dochodów z działalności prowadzonej w nieruchomości.

Przy określaniu dochodu, generowanego przez nieruchomość, występują trzy etapy.

1. Obliczanie **potencjalnego dochodu brutto**, który odzwierciedla maksymalną produktywność nieruchomości. Przy jego wyznaczaniu zakłada się, że cała nieruchomość przez cały rok będzie wynajęta, nie wystąpią żadne straty w dochodach. Założenie to jest na ogół mało realistyczne – dla wielu nieruchomości ich immanentną cechą jest niepełne wykorzystanie powierzchni – np. dla hoteli. Również dla nieruchomości biurowych – nawet w sytuacji nadwyżki popytu nad podażą – na ogół występują wolne powierzchnie. Przykładem tej sytuacji jest rynek warszawski w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych, na którym przy zgłaszanym wysokim popycie na powierzchnie biurowe, nawet w biurowcach kategorii A wystąpiły wolne powierzchnie. Źródłem strat w dochodach jest nie tylko niepełne wykorzystanie powierzchni. Stratami są często zaległości czynszowe oraz utrata dochodu z powodu przeprowadzenia remontu czy modernizacji. Oznacza to, że na etapie określania dochodowości nieruchomości trzeba wyznaczyć bardziej realistyczny poziom dochodu.

2. Obliczanie **efektywnego dochodu brutto**, który stanowi różnicę między potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach, powstałymi z wyżej wymienionych przyczyn.

3. Obliczanie **dochodu netto**, wyznaczonego jako różnica efektywnego dochodu brutto z nieruchomości i wydatków operacyjnych, związanych z jej utrzymaniem, takich jak: kosztów konserwacji, napraw bieżących, mediów, podatków od nieruchomości, ubezpieczenia budynków, kosztów zarządzania. Dochód ten nosi nazwę dochodu operacyjnego netto.

Prostszym sposobem jest przyjęcie wartości czynszu brutto, bardziej przejrzystym i zrozumiałym – czynszu netto. W zachodniej literaturze przedmiotu podkreśla się, że przyjęcie czynszu brutto może prowadzić do przekłamania wyników. Wyniki mogą zostać zniekształcone, jeżeli nieruchomość wyceniana i nieruchomość stanowiąca podstawę wyznaczania stopy kapitalizacji różnią się wiekiem i stanem technicznym zabudowy czy lokalizacją, wpływając na wysokość kosztów technicznego utrzymania, a także na wysokość podatku od nieruchomości. Wymogi remontowe, jak również podatki od nieruchomości, ujemnie wpływają na cenę rynkową nieruchomości, ale mogą mieć niewielki wpływ na wysokość czynszów. Oznacza to, że przyjęcie czynszu brutto jako mnożnika jest możliwe tylko wówczas, kiedy porównywalne nieruchomości są podobne pod każdym względem do nieruchomości wycenianej³⁶.

Dochód z nieruchomości, jaki osiąga właściciel, jest uzależniony oczywiście nie tylko od cech fizycznych nieruchomości, ale przede wszystkim od stanu rynku: m.in. od jego aktywności, oczekiwań na przyszłość, czyli od poziomu rozwoju gospodarczego oraz od miejsca w cyklu koniunkturalnym.

³⁶ Por. m.in. J. Dasso, A.A. Ring, *Real Estate, Principles and Practices*, op. cit., s. 376–377.

W warunkach stabilnego rynku, generowany rocznie dochód może być uznawany jako typowy również dla przyszłych okresów. Przy przyjęciu założenia, że otoczenie ekonomiczno-finansowe i prawne (np. system podatkowy) pozostanie niezmiennie, dochód ten jest kapitalizowany z zastosowaniem rynkowej stopy kapitalizacji, typowej dla okresu wyceny. **Stopa kapitalizacji** w terminologii finansowej jest definiowana jako cena zaangażowania środków finansowych; w terminologii wyceny jako suma zwrotu wyłożonego kapitału i dochodu z zaangażowanego kapitału³⁷. Traktowana jest jako wskaźnik rentowności inwestycji w nieruchomość. Wskaźnik ten nie jest zbyt dokładny, gdyż jego kalkulacja nie uwzględnia ani aprecjacji, ani deprecjacji wartości. W czasie wysokiej inflacji nieruchomość może uzyskać niski poziom wskaźnika. Ulega on zmianie wraz z fluktuacją stóp procentowych na rynku kredytowym, stopy rentowności z obligacji, a także akcji.

Najczęściej stosowaną metodą określania stopy kapitalizacji jest porównanie dokonanych transakcji. Poprzez przekształcenie wzoru definiującego wartość dochodową nieruchomości, wyznacza się stopę kapitalizacji, jako relację dochodu rocznego, generowanego przez sprzedaną nieruchomość, do ceny transakcyjnej, uzyskanej za tę nieruchomość, czyli:

$$R = \frac{D}{C}, \quad (4)$$

gdzie: R – stopa kapitalizacji, D – roczny dochód, C – cena osiągnięta w transakcji.

Przy obliczaniu stopy kapitalizacji istotne jest, aby nieruchomość, stanowiąca podstawę jej wyznaczania, była podobna pod względem wieku, lokalizacji, jakości, stanu technicznego oraz pozostałych czynników, w sposób istotny wpływających na ich wartość. Zakłada się jednocześnie, że ryzyko osiągnięcia dochodów nie zmieni się, a wyceniana nieruchomość pozostanie niezmiennie atrakcyjna w przyszłości.

Zależność pomiędzy wartością a bieżącym dochodem jest bardziej skomplikowana na rynku nieruchomości niż na rynku papierów wartościowych. Decydują o tym m.in. przedstawione niżej dwa czynniki.

1. Sposób ustalania i weryfikacji stawek czynszowych. Jeżeli stawki czynszowe są niższe od stawek rynkowych, ale w niedalekiej przyszłości istnieje możliwość ich zweryfikowania (podwyższenia), wartość kapitałowa będzie wyższa od wartości czynszowej. Jeżeli, zgodnie z umową, czas rewizji jest odległy, wartość nieruchomości będzie pod niewielkim wpływem wartości czynszowej.

2. Trudności w ustalaniu stopy zwrotu. Inwestujący w nieruchomość musi ponosić pewne wydatki, związane z utrzymaniem nieruchomości (na konserwację, remonty, ubezpieczenie budynków, koszty zarządzania), co utrudnia wyznaczenie stopy kapitalizacji.

Również wiele innych aspektów rynkowej wyceny nieruchomości budzi kontrowersje wśród teoretyków wyceny. Dyskusyjny pozostaje m.in. rodzaj przyjmowanego

³⁷ Por. m.in.: R.M. Williams, W.L. Ventolo, *Fundamentals of Real Estate Appraisal*, op.cit.; J.P. Friedman, N. Ordway, *Income Property Appraisal and Analysis*, op.cit.

czynszu
między

Ni
nowic
proces
niunk
cesyjne
między
w celu
kowy, c
stała z
w proce

Te
kowa i
uczestn
wzrosł
nansow
w nieru
wyceny
niem tr
rozwoju

Dr
chomoś
nych cz
ców inw
wołało
relatywn
– zarów
jących s

Poj
inwesty
6.4). Po
tencjał
mogą by
nych m
mień de
nia jedy

³⁸ D
reversion),
N. Crosby
cji, techni
główną iel
gerują wzi
³⁹ U
od 1.5 do

czynszu, jako podstawowego źródła dochodu podlegającego kapitalizacji, czyli wybór między czynszem historycznym, umownym a rynkowym.

Nie budzi naszej wątpliwości twierdzenie, że czynsz historyczny nie powinien stanowić podstawy szacunku. Informacja o wysokości czynszu w przeszłości jest ważna dla procesu wyceny, ale ma charakter wspomagający ocenę miejsca w obecnym cyklu koniunkturalnym – spadek cen, pogłębiająca się liczba pustostanów wskazują na stany recesyjne w gospodarce, wzrost może być wskazówką na jej ożywienie. Natomiast wybór między czynszem rynkowym a umownym jest uzależniony od celu wyceny (np. wycena w celu sprzedaży czy wycena na potrzeby ewidencyjne powinny sięgnąć po czynsz rynkowy, odzwierciedlający siły rynku) i od sposobu zawartej umowy (jeżeli umowa została zawarta na czas oznaczony, a stawka czynszu różni się od czynszu rynkowego, w procesie wyceny musi być uwzględniony czynsz umowny dla okresu trwania umowy).

Teoria wyceny nie jest stała i niezmienna. Z jednej strony zmienia się sytuacja rynkowa i techniki wyceny powinny to uwzględnić, z drugiej strony wzrasta profesjonalizm uczestników rynku. Przykładowo, zmiany na rynku brytyjskim, przejawiające się we wzroście inflacji i w poziomie dochodów osiąganych z poszczególnych instrumentów finansowych w latach 1956–1970, wywołały zmienność stóp dochodów z inwestowania w nieruchomości, w poziomach czynszów i terminach zawieranych dzierżaw. Teoria wyceny, chociaż z pewnym opóźnieniem, zareagowała na to z jednej strony doskonaleniem **tradycyjnych metod**³⁸, z drugiej stworzyła odpowiednią atmosferę do dalszego rozwoju metod – powstania tzw. alternatywnych metod wyceny.

Drugim, bardzo silnym impulsem do ewolucji metod było wejście na rynek nieruchomości inwestorów instytucjonalnych – firm ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych czy banków. Oznaczało to zainteresowanie się metodami wyceny ze strony doradców inwestycyjnych, maklerów, analityków inwestycji. Ich pojawienie się na rynku wywołało falę krytyki tradycyjnych technik wyceny. Przedmiotem krytyki stały się – wobec relatywnie nielicznych transakcji³⁹ oraz braku źródeł informacji z rynku nieruchomości – zarówno metody porównawcze, jak i tradycyjne techniki z obszaru metod posługujących się dochodem.

Pojawienie się nowych uczestników rynku skierowało uwagę w kierunku analizy inwestycji, czyli oszacowania wartości inwestycji dla konkretnego inwestora (por. pkt. 6.4). Poszukiwano modeli, które wyraźniej niż modele konwencjonalne, ujawniają potencjał wzrostu i czynniki ryzyka. Twórcy teorii założyli, że **metody alternatywne** mogą być również użyte do procesu wyceny nieruchomości. Wspólną cechą współczesnych modeli wyceny jest to, że rozważają one wyraźnie przewidywany przyszły strumień dochodów, generowany przez nieruchomość. Nie ograniczają się do odwzorowania jedynie warunków funkcjonowania rynku nieruchomości, sięgają szerzej, do rynku

³⁸ Do zmodyfikowania tradycyjnych technik wyceny należą m.in. technika terminu i rewersji (*term and reversion*), równoważnej stopy dochodu (*equivalent yield*) i technika rdzenia (*hardcore*). Por. m.in. A. Baum, N. Crosby, *Property Investment Appraisal*, Routledge, London, New York 1988, s. 96–102. Pomimo modyfikacji, techniki te również nie opierają się krytyce. Wszystkie są podatne na błędy logiczne i arytmetyczne. Za główną ich wadę uznaje się wspólną, nielogiczną praktykę kapitalizowania stałych dochodów stopami, które sugerują wzrost czynszów.

³⁹ Udział sprzedanych nieruchomości wśród aktywów firm ubezpieczeniowych wahał się w latach 1978–1982 od 1,5 do 2,8%, podczas gdy obligacji od 79,2 do 90,4%, akcji – od 9,8 do 17,5%. Por. *ibidem*, s. 90.

kapitałowego, włączając alternatywny koszt kapitału, a tym samym umożliwiając stosowanie porównań różnych kierunków lokat. Próbuje uchwycić różnicę dochodów z bezpiecznych lokat kapitałowych, np. obligacji, jak również poziom ryzyka inwestowania w nieruchomości czy ryzyka finansowego. Metody te wymagają także oszacowania oczekiwanych w dniu wyceny zmian wartości nieruchomości w przyszłości. Nowi uczestnicy rynku uznali, że zwrot z innych inwestycji może być miarą, względem której powinna być szacowana lokata w nieruchomości (gdy wystąpią duże różnice w stopach zwrotu, rynek dąży do ich wyrównania); może być wskazaniem dla zakładanej przyszłej efektywności inwestycji⁴⁰.

Alternatywne metody wyceny wykorzystują m.in. modele oparte na zdyskontowanych przepływach gotówkowych (DCF). Model zdyskontowanych przepływów gotówkowych ma wiele odmian⁴¹. Jeden z modeli nawiązuje do wyceny inwestycji finansowych. Został on zastosowany do wyceny nieruchomości i wyraża się wzorem (2).

Wymagany zwrot z nieruchomości na ogół porównuje się z efektywnym dochodem z obligacji długoterminowych. Uważa się, że obligacja długoterminowa zapewnia lepsze porównanie, niż weksle skarbowe czy akcje, ponieważ jest bliższym substytutem nieruchomości dla inwestora długoterminowego, a rynek długoterminowych obligacji jest mniej spekulacyjny niż rynek akcji, dochody efektywne dostarczają zaś lepszej informacji o koszcie alternatywnym długoterminowego kapitału inwestycyjnego⁴².

Wymagana stopa zwrotu inwestorów, występująca we wzorze (5), może równać się stopie zwrotu z techniki kapitalizacji prostej, bądź odbiegać od niej. Obie stopy zrównują się, jeżeli dochód z nieruchomości będzie niezmienny w czasie. Jeżeli będzie ulegał zmianie, ale zmiana ta będzie stała i wyniesie q , to model DCF zostaje przekształcony w sposób następujący:

$$V = D \frac{1}{(1+r)} + D \frac{(1+q)}{(1+r)^2} + D \frac{(1+q)^2}{(1+r)^3} + \dots + D \frac{(1+q)^{n-1}}{(1+r)^n}, \quad (5)$$

a po uproszczeniu:

$$V = \frac{D_1}{r-q}, \quad (6)$$

gdzie: D_1 – dochód z nieruchomości w pierwszym okresie, $D_1 = D_0(1+q)$, q – oczekiwana roczna stopa wzrostu wartości czynszu, a zatem:

$$R = r - q, \quad (7)$$

co oznacza, że stopa zwrotu z nieruchomości (R) jest wymaganym zwrotem inwestorów (r), pomniejszonym o ich oczekiwaną stopę wzrostu wartości czynszu w ciągu roku (q). Ponieważ dochody z nieruchomości mogą rosnąć lub spadać, q może być zarówno dodatnie, jak i ujemne.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 20.

⁴¹ W zachodniej literaturze rozważa się m.in. model strumienia pieniężnego (*an explicit cash flow model*), modele wartości realnej (*real value models*).

⁴² W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, The Macmillan Press Ltd., London 1993.

S
czyns
dów (J
proste
szów,
z nier
tości i
na do
dzie w
M
(wzór
w prze
uwzglę
jak i o
(r). W
Zi
wołani
pewno
umowy
wówc
sów, dl

gdzie: .
kapitał
kapitał
na poz
okresu
chodu i
Z
dostarc
wia doł
uwarun
jak: nał
szy do c
stu doc
równyw
let, tech
śnie nie

⁴³ *Ib*

⁴⁴ *W*

luation res

Stopa dyskontowa w formule wyrażonej wzorem (2) nie musi uwzględniać wzrostu czynszów, gdyż zostają one ujęte niezależnie w zdyskontowanych przepływach dochodów ($D_1, \dots, D_n$).

Jak wynika ze wzoru (7), stopa kapitalizacji, stosowana w technice kapitalizacji prostej, będzie niższa od stopy dyskontowej w okresach spodziewanego wzrostu czynszów, a zatem także spodziewanego wzrostu wartości nieruchomości. Gdy dochód z nieruchomości nie będzie ulegał zmianie czy też nie jest przewidywana zmiana wartości nieruchomości, stopa kapitalizacji będzie równa stopie dyskontowej; jeżeli zmiana dochodu przyjmie znak ujemny (dochody będą malały), to stopa kapitalizacji będzie wyższa od stopy dyskontowej.

Model tradycyjny wyceny nieruchomości, wykorzystujący kapitalizację dochodu (wzór (1)), jest uproszczoną wersją pełnego modelu DCF (wzór (2)). W modelu DCF, w przeciwieństwie do modelu poprzedniego, w przejrzysty i bezpośredni sposób jest uwzględniony zarówno oczekiwany wzrost dochodów z nieruchomości ($D_1, D_2, \dots, D_n$), jak i okresy pomiędzy zmianami wielkości czynszów (n) oraz wymagana stopa zwrotu (r). W modelu tradycyjnym wpływ tych zmiennych jest ukryty w stopie kapitalizacji.

Zmiana strumieni dochodów, generowanych przez nieruchomość, może być wywołana warunkami zawartej umowy najmu. Okres zawarcia umowy daje właścicielowi pewność osiągania dochodów. W warunkach rozwiniętych rynków nieruchomości umowy są wieloletnie i zawierają klauzule o aktualizacji czynszów. Wzór (2) będzie wówczas ulegał modyfikacji – kapitalizacja czynszu będzie dotyczyć kolejnych okresów, dla których czynsz jest stały, i przyjmie postać:

$$V = D'W'_k + D''W''_k \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (8)$$

gdzie: D' – dochód roczny, typowy dla pierwszego okresu umowy, W'_k – współczynnik kapitalizacji w okresie pierwszym, r – stopa zwrotu (stopa dyskontowa), równa stopie kapitalizacji w okresie po wygaśnięciu umowy, n – liczba okresów osiągania dochodów na poziomie D' , D'' – aktualny czynsz rynkowy, W''_k – współczynnik kapitalizacji dla okresu drugiego, wyznaczony jako relacja cen transakcyjnych nieruchomości do dochodu rocznego, generowanego przez te nieruchomości.

Z punktu widzenia metodologii wyceny, technika DCF ma wiele zalet. Nie tylko dostarcza więcej informacji do analizy dochodów, ale przyjęta stopa dyskontowa umożliwia dokonywanie porównań lokat. Ponadto, umożliwia uwzględnienie specyficznych uwarunkowań, wpływających na przepływ gotówki generowany przez nieruchomość, jak: nakłady na przebudowę, remonty itp. Uważa się również, że model DCF jest lepszy do określania wartości złożonych nieruchomości, gdzie występują możliwości wzrostu dochodów, a także gdy rzetelne informacje z rynku sprzedaży nieruchomości porównywalnych są niedostępne, a więc określanie stopy zwrotu jest trudne⁴³. Obok zalet, technika DCF posiada również wady. Wzrost liczby zmiennych powoduje, że rośnie niepewność wyniku wyceny, a także rozbieżność wycen⁴⁴.

⁴³ Ibidem.

⁴⁴ W.N.M. Smit, G.A. Vos, *Variations in Valuations: Will identical data input lead to identical output of valuation results?* ERES, Helsinki 2003.

Pomimo że modele wyceny rynkowej, opisane wzorami (2) i (5) zostały rozbudowane w stosunku do modelu wyrażonego wzorem (1), zawierają jednak wiele uproszczeń, zakładają bowiem, że:

- czynsz jest otrzymywany raz do roku z dołu,
- okres zmiany wysokości czynszów pozostanie stały w nieskończoność,
- oczekiwany wzrost kapitału równa się oczekiwanemu wzrostowi czynszu,
- stopa wzrostu czynszu jest zawsze stała.

Krytycy podkreślają subiektywny charakter omawianych założeń, szczególnie dotyczących stopy wzrostu czynszów i wyboru stopy zwrotu⁴⁵ – niemożliwa jest dokładna identyfikacja wymaganej stopy zwrotu z nieruchomości (r) albo różnicy dochodów wobec obligacji długoterminowych o stałym dochodzie. Stopy zwrotu z nieruchomości nie reagują na każdą zmianę w stopach zwrotu z obligacji (ceny obligacji i ich stopy zwrotu są znacznie bardziej zmienne niż ceny i stopy zwrotu z nieruchomości). Ponadto, takie zmienne, jak wzrost dochodów (q) i stopa dyskontowa (r), nigdy nie są dokładnie znane, stają się przedmiotem szacunków. Natomiast w modelu tradycyjnym, w jego najprostszej formie, mogą być wykorzystane wiarygodne dane o bieżących dochodach i stopach zwrotu dla aktualnie przeprowadzonych transakcji.

6.3. Specyfika wyceny nieruchomości

Wycena nieruchomości na tle innych lokat odznacza się znaczną specyfiką. Można wskazać kilka źródeł tej specyfiki.

1. Przedmiotem wyceny są prawa do nieruchomości, a nie nieruchomość jako byt fizyczny⁴⁶. W podejściu porównawczym rzeczoznawca musi uwzględnić prawa, które stanowią przedmiot wyceny, i upewnić się, że są one takie same, jakie wystąpiły przy nieruchomościach przyjętych do porównań. Jeżeli wystąpiły różnice, musi wprowadzić odpowiednie poprawki⁴⁷. W podejściu dochodowym przedmiotem wyceny są prawa właściciela do osiągnięcia dochodu⁴⁸. Wartość określona za pomocą podejścia kosztowego oznacza wartość prawa własności⁴⁹.

Akcentowanie nieruchomości jako bytu prawnego w procesie wyceny wynika stąd, że towarem na rynku nieruchomości – z uwagi na stałość w miejscu – są prawa do nieruchomości.

2. Trudność obiektywizacji wartości nieruchomości. Cel wyceny nieruchomości (jak np. sprzedaż, naliczanie opłat, podatków, rekompensat za utratę lub spadek wartości nieruchomości) powoduje dążenie do obiektywizacji rynku, czyli do minimalizacji jednej z cech wartości, jaką jest subiektywizm. Proces wyceny zmierza wprawdzie do zmniejszenia subiektywizmu wartości, ale nigdy nie eliminuje go w zupełności.

⁴⁵ Por. m.in. A. Baum, N. Crosby, *Property Investment Appraisal*, op.cit., s. 49.

⁴⁶ *Międzynarodowe Standardy Wyceny*, op.cit.

⁴⁷ *Ibidem*, s. 66.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 67.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 67.

Mc
jest san
stają pe
kosztov
lanego.
wiącego
dowli, J
przy za
obiekto
W pod
dochod
Sto
biektyw
latywni
bowiem
chomoś
ność wy
uzbroje
zużycia
rodność
na umo
osobist
o różne
mieszka
kazywai
nościow
i sąsied
soka ka
poszcze
ogranic
nopolist
Rel
nywania
mości r
o cenac
sformu
tarcia d
niedosk
Do
Rynek i
spodarc
której n
Ostatni
instytut
wymiar

Można upatrywać kilku źródeł subiektywizmu wartości nieruchomości. Pierwszym jest sama metodyka określania wartości. Bez względu na zastosowane podejście, pozostają pewne elementy świadczące o subiektywizmie wyceny. Przykładowo, w podejściu kosztowym elementy subiektywne zawiera określenie stopnia zużycia obiektu budowlanego. Subiektywizm przejawia się również w doborze obiektu oraz cennika, stanowiącego podstawę określenia nakładów niezbędnych na wybudowanie budynków i budowli. Elementów subiektywnych nie jest również pozbawiona wycena nieruchomości przy zastosowaniu podejścia porównawczego. Wyrazem subiektywizmu jest dobór obiektów do porównania, określenie cech różnicujących i siły ich wpływu na wartość. W podejściu dochodowym przykładem subiektywizmu będzie modelowanie przyszłych dochodów czy określanie ryzyka związanego z ich osiągnięciem.

Stosowane metody wyceny nieruchomości nie pozwalają zatem na eliminację subiektywizmu. Wydaje się jednak, że w wycenie nieruchomości doza subiektywizmu relatywnie zostaje zwiększona w porównaniu do wyceny innych dóbr. Pojawiają się tutaj bowiem dodatkowe źródła jej powstawania – leżą one zarówno po stronie cech nieruchomości, jak i rynku nieruchomości. Subiektywizm wyceny potęguje wielka różnorodność wynikająca z cech fizycznych nieruchomości (np. wielkość gruntu, jego kształt, uzbrojenie, wielkość zabudowy, rozwiązania architektoniczne, funkcjonalne, stopień zużycia), różnorodność wynikająca z otoczenia i sąsiedztwa nieruchomości oraz różnorodność wycenianych praw (np. własność niczym nieograniczona, własność ograniczona umową najmu zawartą na czas oznaczony, ograniczona służebnością przejazdu czy osobistą). Dwie nieruchomości bliźniaczo podobne pod względem cech fizycznych, ale o różnej lokalizacji, będą miały różną wartość. Dwie nieruchomości lokalowe o funkcji mieszkalnej bliźniaczo podobne pod względem cech fizycznych i lokalizacji mogą wykazywać różnice w wartości z powodu różnej formy władania (prawo własności a własnościowe prawo do lokalu spółdzielczego), położenia w budynku czy też otoczenia i sąsiedztwa. Źródłem zwiększonego subiektywizmu wyceny nieruchomości jest ich wysoka kapitałochłonność. Powoduje ona względną rzadkość zawieranych umów – na poszczególnych segmentach rynku nie występuje wielu kupujących i sprzedających, co ogranicza rynkowy charakter transakcji, a nawet implikuje występowanie sytuacji monopolistycznych.

Relatywnie mała liczba transakcji w zderzeniu z brakiem jednego miejsca ich dokonywania i różnorodnością dóbr i praw do nich powodują, że ceny podobnych nieruchomości różnią się znacząco. Dodatkowo, dla uczestników tego rynku dostęp do informacji o cenach transakcyjnych czy o stawkach czynszu jest bardzo utrudniony – pada nawet sformułowanie, że ceny transakcyjne znają jedynie uczestnicy transakcji. Trudność dostarczenia do informacji o cenach transakcyjnych i warunkach zawarcia transakcji zwiększa niedoskonałość tego rynku, wpływając na trudność obiektywizacji wyceny.

Dodatkowym źródłem subiektywności wyceny jest tzw. instytucjonalizm rynku. Rynek nieruchomości jest instytucją, która odwzorowuje dominujące interesy w gospodarce. Rynek w ujęciu instytucjonalnym reprezentuje wielopoziomą hierarchię, której najwyższy poziom tworzą zasady polityczne, społeczne, gospodarcze i prawne. Ostatni poziom to organizacje działające na tym rynku, w tym organizacje zawodowe, instytuty badawcze, zlecciodawcy usług (w tym wycen). Wydaje się, że instytucjonalny wymiar rynku może mieć wieloaspektowy wpływ na wycenę nieruchomości.

- Słabość instytucji działających na tym rynku (np. organizacji zawodowych) lub brak instytucji (np. instytutów badawczych) powoduje z jednej strony dowolność interpretacji zasad wyceny tak w teorii, jak i w praktyce, zwiększając jej subiektywizm, a więc i niepewność wyceny, z drugiej strony wyzwała dążenie do nadmiernie szczegółowych regulacji tych zasad na szczeblu ustawodawczym, wykonawczym, a także zawodowym poprzez często zbyt rozbudowane standardy wyceny.

- Zleceniodawcy, jako element instytucjonalnej formy rynku, wywierają wpływ na poziom wartości. Rynek przestaje być neutralnym alokatorem zasobów i arbitrem wartości. Wartość staje się zależna od formy instytucjonalnej rynku. W praktyce oznacza to wpływ zleceniodawcy na wynik wyceny. Badania przeprowadzone na zachodzie wykazały, że najczęstszym źródłem nacisku jest sektor bankowy. Naciski kredytodawców szczególnie wzrosły po roku 1986⁵⁰. Naciski te mogą pochodzić również ze strony innych uczestników rynku: podmiotów gospodarczych, a także osób fizycznych. Nietrudno wyobrazić sobie swoistą spolegliwość rzeczoznawcy, który nawet bez nacisku ze strony zleceniodawcy czuje się w obowiązku reprezentować interes swojego klienta. Instytucjonalny wymiar rynku może spowodować naruszenie obiektywizmu wyceny.

3. Trudność odwzorowania względności wartości. W procesie wyceny dóbr, w tym nieruchomości, względność rozpatrywana jest na kilku poziomach:

- określanie wartości przedmiotowej nieruchomości względem innych nieruchomości, podobnych pod względem rozwiązań materiałowo-technicznych, konstrukcyjnych, wielkości, stanu technicznego, jakości wykonczenia czy wyposażenia, czy też osiąganych stawek czynszu i wypełnienia,

- określenie wartości przedmiotowej nieruchomości względem innych dóbr inwestycyjnych; inwestor, mając wiele możliwości inwestycyjnych, analizuje opłacalność inwestowania w nieruchomości w relacji do innych lokat kapitałowych, porównując nie tylko stopę zwrotu, ale również ryzyko inwestowania.

Względność wartości nieruchomości względem innych, podobnych nieruchomości widoczna jest w sformułowaniu niektórych zasad wyceny (por. pkt 6.1). Podstawową zasadą, odwzorowującą „względność wyceny”, jest tzw. zasada substytucji, zgodnie z którą inwestor nie zapłaci więcej za nieruchomość niż inni zapłacili za podobne nieruchomości. Substytucja rozważana jest z punktu widzenia sposobu użytkowania, rozwiązań konstrukcyjnych czy dochodów. Stanowi zatem istotną podstawę każdego podejścia w wycenie. W podejściu kosztowym koszt nabycia rozważany jest jako koszt zakupu gruntu w podobnej lokalizacji i zbudowania (obiektu) o podobnym przeznaczeniu. W podejściu porównawczym hipoteza ceny odwzorowuje nakład potrzebny na zakup istniejącej nieruchomości o podobnym przeznaczeniu do nieruchomości wycenianej. W podejściu dochodowym substytucja odnosi się do innych nieruchomości podobnych, przynoszących typowe na danym rynku lokalnym stawki czynszu, charakteryzujących się porównywalną stopą zwrotu i porównywalnym ryzykiem inwestowania.

⁵⁰ Por. M.L. Wolverton, *Self-Perception of the Role of the Appraiser: Objective Opinions or Price Validations?* „The Appraisal Journal”, lipiec 2000.

V
wnętr
a jej o
ku do
nowa;
tość n
wpływ
V
docz
ster o
ności
nia za
tywny
bór r
na sk
taloc
cofan
alter
dząc
które
I
stwar
dem
nych
ale ja
biekt
kieru
cje, a
powi
anga
stow
lokal
oba l
nia,
czan
dług
rynk
nia j
tach
rynk
inwe
cyfil
tu z

Względny charakter wartości widoczny jest również w tzw. zasadzie równowagi zewnętrznej. Na wartość danej nieruchomości wpływają relacje między nieruchomością a jej otoczeniem. Jeżeli inwestor zainwestuje niewspółmiernie wysoki kapitał w stosunku do otoczenia i sąsiedztwa, to może nigdy nie odzyskać wyłożonego kapitału. Równowaga zewnętrzna została bowiem naruszona – otoczenie i sąsiedztwo „ciągną” wartość nieruchomości w dół. Jeżeli zaś w okolicy jakość zabudowy jest relatywnie wysoka, wpłynie ona pozytywnie na poziom wartości nieruchomości.

W procesie wyceny, co zostało wcześniej zaznaczone, „względność” wartości widoczna jest również na etapie alokacji kapitału – wybierając dany typ inwestycji, inwestor odrzuca możliwość inwestowania w inne przedsięwzięcia. Rozpatrywanie „względności” wartości na tym poziomie widoczne jest w procesie wyceny na etapie zastosowania zasady kosztu alternatywnego, czyli kosztu odrzuconych możliwości. Koszt alternatywny ma istotne znaczenie w podejściu dochodowym przy ustalaniu stopy zwrotu. Wybór rynku nieruchomości jako obszaru inwestowania wiąże się z narażeniem inwestora na skutki wad nieruchomości jako rzeczowej lokaty kapitału – jest ona bardzo kapitałochłonna, co utrudnia dywersyfikację, jest ona dobrem mało płynnym na etapie wycofania się z inwestycji i wymaga zarządzania. Stanowi to źródło pojawienia się kosztu alternatywnego, bowiem inne inwestycje nie niosą takich trudności. Inwestor, wchodząc na rynek nieruchomości, będzie oczekiwał dodatkowej premii za utrudnienia, które są źródłem powstania dodatkowego ryzyka.

Na obu obszarach odwzorowanie wartości dobra względem wartości innych dóbr stwarza istotne problemy. Określenie wartości przedmiotowej nieruchomości względem innych, podobnych nieruchomości wymaga znajomości cech nieruchomości, istotnych w procesie obrotu dla inwestorów – nie tylko informacji, które cechy są istotne, ale jaka jest waga tych cech. Ujawnia się tutaj zderzenie względności wartości z jej subiektywizmem.

Trudnym pozostaje odwzorowanie wartości nieruchomości w relacji do innych kierunków inwestowania. Z czym porównać lokatę w nieruchomości: z lokatą w obligacje, akcje czy inne instrumenty rynku finansowego. Przyjęta podstawa do porównania powinna być podobna zarówno pod względem wielkości kapitału niezbędnego do zaangażowania na konkurencyjnym rynku, jak i długości trwania lokaty czy ryzyka inwestowania. Warunku tego nie spełnia lokata bankowa – publikowane oprocentowania lokat dotyczą innego wsadu kapitałowego oraz innego okresu utrzymywania inwestycji, oba kierunki lokat wykazują również istotne różnice pod względem ryzyka inwestowania, w tym głównie ryzyka płynności.

Na ogół uważa się, że najbardziej odpowiednim punktem odniesienia przy wyznaczaniu stopy zwrotu z nieruchomości są obligacje spełniające następujące cechy: są długoletnie (5–10-letnie), co odwzorowuje dominujący horyzont czasowy inwestora na rynku nieruchomości, mają stały dochód, co – z uwagi na ich wyższe ryzyko – upodabnia je do ryzyka inwestowania na rynku nieruchomości, nabywane są w dużych pakietach, co upodabnia ten kierunek inwestowania do kapitałochłonności inwestycji na rynku nieruchomości. Wejście na rynek nieruchomości kojarzy się z wyższym ryzykiem inwestowania w porównaniu z obligacjami, wywołanym specyfiką nieruchomości i specyfiką rynku nieruchomości. Oznaczałoby to, że inwestor oczekuje wyższej stopy zwrotu z lokat na rynku nieruchomości niż z obligacji skarbu państwa – wyższej o premię,

która odwzorowuje ryzyko danego rynku i cechy konkretnej nieruchomości. Koncepcja słuszna, chociaż trudna do udowodnienia, bowiem pomimo że stopy rentowności pozostają pod wpływem stóp finansowych, a w szczególności odpowiednika stopy zwrotu wolnej od ryzyka, niewiele jest dowodów rynkowych, że pozostają one w bezpośrednim stosunku do konkretnych stóp finansowych⁵¹. Badania udowadniają, że stopy dyskontowe, przyjmowane do wyceny nieruchomości, oparte na stopach zwrotu obligacji nie stanowią rzetelnych informacji z rynku nieruchomości. Na wysokość obu stóp (obligacji i nieruchomości) wpływają bowiem inne czynniki ryzyka⁵². Niektóre badania idą dalej i udowadniają, że występują takie okresy na rynku, kiedy ujawnia się ujemna korelacja między stopami zwrotu z obligacji i z nieruchomości. Taki kierunek zależności odnotowano m.in. w badaniach między stopami zwrotu 10-letnich obligacji australijskich i najlepszych nieruchomości biurowych w Sydney i Melbourne w latach 1980–1995⁵³. Badania te dowodzą braku ścisłego związku między tymi segmentami. Wniosek ten potwierdza inne spostrzeżenie, że spadek stóp zwrotu z obligacji wcale nie oznacza spadku stóp zwrotu z nieruchomości.

4. Trudność uwzględniania zmiennego charakteru wartości. Źródłem zmian wartości staje się nie tylko samo dobro, w naszym przypadku nieruchomość, ale także szeroko rozumiane otoczenie, w jakim nieruchomość funkcjonuje.

Nieruchomość, jako źródło zmian, obejmuje nie tylko zmieniający się jej stan techniczny czy użytkowy, ale również jakość zarządzania, przejawiającą się w umiejętności pozyskiwania dobrych, stabilnych najemców. Od nich bowiem zależy prestiż nieruchomości, a także ryzyko osiągnięcia przez nią dochodów.

Otoczenie obejmuje zespół zjawisk, procesów i instytucji otaczających dany przedmiot. Źródłem zmian w otoczeniu nieruchomości są⁵⁴:

- zmieniająca się sytuacja gospodarcza w skali makro,
- zmieniająca się sytuacja w skali mezo, czyli w skali regionu i miasta,
- zmieniające się otoczenie finansowe,
- zmieniające się środowisko prawne,
- zmiany zachodzące w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości,
- zmiany zachodzące w środowisku technicznym.

Chociaż wartość nieruchomości nie podlega tak dynamicznym zmianom, jak wartość np. akcji, to pozostaje bardziej wrażliwa niż wartość innych dóbr na zmiany zachodzące w szeroko rozumianym otoczeniu zewnętrznym, w tym również w bezpośrednim otoczeniu i sąsiedztwie. Konieczność uwzględnienia zmienności otoczenia w procesie wyceny ujęta jest w tzw. zasadzie zmiany. „Zmiana jest rezultatem związku przy-

⁵¹ Por. T.B. Boyd, *Property DCF – What, Why, When, How... But*, „The Valuer and Land Economist”, sierpień 1955.

⁵² R. Kishore, *Discounted Cash Flow Analysis in Property Investment Valuations*, „Journal of Property Valuation and Investment” 1996, Vol. 14, Issue 3.

⁵³ *Ibidem*.

⁵⁴ Szerzej: E. Kucharska-Stasiak, *Uwarunkowania zmian wartości nieruchomości na rynkach lokalnych w okresie sploty kredytu*, „Wycena” 2001, nr 4, s. 1–15.

czynno
jest n
i trud
obecn
go wa
rynko
ruchu
transa
su, kie
ryczny
charal
wych
rynko
wych,
tualne
Ir
nomii
ści nie
liwiają
gorii c
warto
konku
i zwią
określ
warto
C
a takż
międz

W
określ
sprzec
opłat

55
56
of Know
57
proble
2005.

czynowo-skutkowego między siłami wpływającymi na wartość nieruchomości. Zmiana jest nieunikniona i ciągła, jednak proces ten może zachodzić w sposób stopniowy i trudny do uchwycenia⁵⁵. Zasada zmiany oznacza konieczność uwzględnienia zmian obecnych i dzisiaj przewidywanych w przyszłości. Zmiany zachodzą nieustannie, dlatego wartość ważna jest tylko w dniu sporządzenia wyceny. Wycena opiera się na danych rynkowych, pochodzących z przeszłości. Duża kapitałochłonność i różnorodność nieruchomości, a także mała przejrzystość tego rynku powodują, że informacji o cenach transakcyjnych i stawkach czynszu może być niewiele. Dane te pochodzą często z okresu, kiedy oczekiwania inwestorów mogły być zupełnie inne, mają one charakter historyczny, nie odwzorowują obecnych oczekiwań. Uwzględnienie zasady dynamicznego charakteru wartości na rynku nieruchomości wymagałoby wzbogacenia dotychczasowych źródeł informacji rynkowych, jakimi są ceny i stawki czynszu, o aktualne trendy rynkowe. Źródłem tych informacji mogą być tendencje zmian na obszarze cen ofertowych, a także badania przeprowadzone wśród uczestników rynku, ujawniające ich aktualne preferencje⁵⁶.

Immanentne cechy wartości powodują, że wycena każdego dobra na gruncie ekonomii może budzić emocje. Szczególnie trudnym obszarem staje się określanie wartości nieruchomości. Cechy nieruchomości oraz specyfika rynku nieruchomości uniemożliwiają „oczyszczanie” wartości z elementów subiektywnych i określanie jej jako kategorii obiektywnej. Okazuje się, że równie trudno jest odwzorować względny charakter wartości, zarówno względem innych, podobnych nieruchomości, jak również innych, konkurencyjnych kierunków lokat. Chociaż jedną z zasad wyceny jest zasada zmiany i związana z nią zasada konkurencji, to wartość wyrażona jest statycznie; sposoby jej określania ujawniają wpływ czynników wewnętrznych i zewnętrznych, ale na aktualną wartość nieruchomości.

Cechy wartości nieruchomości – w zderzeniu ze specyfiką samej nieruchomości, a także rynku nieruchomości – powodują w praktyce występowanie różnic nie tylko między wartością a ceną, ale także między wyceną a wyceną⁵⁷.

6.4. Wycena a ocena ekonomicznej efektywności inwestycji

W warunkach gospodarki rynkowej wycena nieruchomości prowadzi głównie do określenia wartości rynkowej. Ten rodzaj wartości jest wyznaczany m.in. w celach sprzedaży, spadków, darowizn, wniesienia nieruchomości w formie aportu, naliczania opłat za użytkowanie wieczyste gruntów, opłat za trwałe zarząd, w celu wywłaszczenia.

⁵⁵ Wycena nieruchomości, op.cit., s. 55.

⁵⁶ Por. m.in. M.T. Allen, G.W. Austin, *The Role of Formal Survey Research Methods in the Appraisal Body of Knowledge*, „The Appraisal Journal”, październik 2001, s. 10.

⁵⁷ Szerzej: E. Kucharska-Stasiak, *Niepewność wyceny nieruchomości w warunkach polskich. Postawienie problemu i próba weryfikacji empirycznej*, XIV Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Lublin 2005.

Wartość rynkowa nieruchomości stanowi również istotne kryterium decyzyjne dla inwestora. Inwestor przeprowadza porównania wartości rynkowej z wartością indywidualną, wartością odtworzeniową, a także z ceną, jaką musi zapłacić za daną nieruchomość. Niezależnie od poziomu wartości indywidualnej, czyli niezależnie od tego, ile nieruchomość jest warta dla inwestora, nikt nie chce zapłacić więcej niż wynosi jej wartość rynkowa. Oznacza to, że warunkiem podjęcia decyzji o zakupie jest zachowanie następującej zależności:

$$WR \geq C, \quad (9)$$

gdzie: WR – wartość rynkowa nieruchomości, C – cena zakupu.

Z drugiej strony wartość indywidualna nieruchomości powinna być większa lub równa jej wartości rynkowej, czyli:

$$WI \geq WR, \quad (10)$$

gdzie: WI – wartość indywidualna nieruchomości.

Musi zatem zachodzić następująca nierówność:

$$WI \geq WR \geq C, \quad (11)$$

co oznacza, że:

$$WI \geq C. \quad (12)$$

Również poziom wartości odtworzeniowej nieruchomości staje się ważną informacją na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Informacja o wartości odtworzeniowej będzie szczególnie istotna dla inwestora, który rozważa zasadność podjęcia nowego przedsięwzięcia. Inwestor podejmuje decyzje o budowie, jeżeli poniesione wydatki będą niższe lub zbliżone do ceny rynkowej, jaką musiałby zapłacić w przypadku jej zakupu, czyli jeżeli spełniona jest nierówność:

$$WO \leq C, \quad (13)$$

gdzie: WO – wartość odtworzeniowa.

Podjęcie nowej inwestycji jest zasadne również w sytuacji, kiedy wartość odtworzeniowa nieruchomości jest niższa od jej wartości rynkowej, czyli gdy zachodzi zależność typu:

$$WO < WR. \quad (14)$$

Jeżeli oba poziomy wartości będą podobne bądź wartość rynkowa będzie niższa od wartości odtworzeniowej, czyli:

$$WO > WR, \quad (15)$$

to realizacja nowego obiektu (obiektów) będzie zasadna jedynie w sytuacji, gdy inwestor na rynku nie znajdzie nieruchomości, która spełniałaby jego oczekiwania pod względem powierzchni, funkcjonalności, kosztów eksploatacji, lokalizacji itp. Przyjęcie

Tabela 6.1. Wycena a ocena ekonomicznej efektywności przedsięwzięcia inwestycyjnego

Nazwy kryteriów	Sposoby obliczeń przy wycenie		Sposoby obliczeń przy ocenie	
			$OZ = \frac{NI}{PDB}$	$\frac{NI}{NI}$
1. Kryteria tradycyjne				
1.1. Okres zwrotu				

Tabela 6.1. Wycena a ocena ekonomicznej efektywności przedsięwzięcia inwestycyjnego

Nazwy kryteriów	Sposoby obliczeń przy wyliczeniu	Sposoby obliczeń przy ocenie
1. Kryteria tradycyjne		
1.1. Okres zwrotu	$OZ = \frac{C}{EDB}$ $OZ = \frac{C}{DON}$	$OZ = \frac{NI}{PDB}$ $OZ = \frac{NI}{EDB}$ $OZ = \frac{NI}{DON}$ $OZ = \frac{KW}{CF^*}$ $OZ = \frac{KW}{CF}$
1.2. Stopa zwrotu	$R = \frac{DON}{C}$ $R = \frac{EDB}{C}$	$R = \frac{DON}{NI} \cdot 100\%$ $R = \frac{CF^*}{KW} \cdot 100\%$ $R = \frac{CF}{KW} \cdot 100\%$
2. Kryteria wykorzystujące metody dynamiczne		
2.1. Wartość rynkowa	$WR = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^n}$	-
2.2. Inwestycyjna wartość kapitału E	-	$E = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{ZK_n}{(1+r)^n}$
2.3. Wartość bieżąca netto NPV	-	$NPV = E - NI$
2.4. Wewnętrzna stopa zwrotu IRR	$NPV = 0$	Warunkiem opłacalności jest, aby $NPV \geq 0$ $NPV = 0$ Warunkiem opłacalności jest, aby IRR było większe (równe) od wymaganej przez inwestora stopy zwrotu (r), czyli $IRR \geq r$

Objaśnienia: C - cena zakupu nieruchomości; PDB - potencjalny dochód brutto; EDB - efektywny dochód brutto; DON - dochód operacyjny netto; NI - całkowite nakłady inwestycyjne, które mogą być wyrażone ceną zakupu nieruchomości, wydatkami poniesionymi na zakup gruntu i wzniesienie obiektów lub wartością rynkową; KW - kapitał własny; CF* - przepływy gotówkowe przed opodatkowaniem; CF - przepływy gotówkowe po opodatkowaniu; D - dochody generowane przez nieruchomość (mogą być wyrażone jako efektywny dochód brutto lub dochód operacyjny netto); RV - wartość rezydualna; E - inwestycyjna wartość kapitału; ZK_n - zwrot kapitału, który oznacza wpływ ze sprzedaży nieruchomości; ich wartość jest równa cenę sprzedaży pomniejszoną o koszty transakcyjne, niesplaconą kwotę kredytu i podatek; NPV - wartość bieżąca netto; IRR - wewnętrzna stopa zwrotu, czyli stopa dyskontowa, przy której NPV = 0; R - stopa zwrotu; OZ - okres zwrotu; WR - wartość rynkowa; r - stopa dyskontowa (wymagana przez inwestora stopa zwrotu).

Źródło: opracowanie własne.

wartości odtworzeniowej jako kryterium inwestowania pozwala inwestorowi odpowiedzieć na pytania: kupić obiekt czy zbudować, kupić czy też zmodernizować?

Wycena wartości rynkowej jest próbą obiektywizowania rynku: jeżeli poziom tej wartości jest inny od założeń przyjętych przez inwestora, powinien on weryfikować analizę opłacalności inwestycji poprzez weryfikację przyjętych założeń. Oznacza to, że wartość nieruchomości nie może być jedynym kryterium w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Inwestor posługuje się szeregiem dodatkowych kryteriów. Porównanie przykładowych kryteriów zestawiono w tabeli 6.1. Oprócz kryterium wartości sięga on po tzw. kryteria tradycyjne (np. stopa zwrotu czy okres zwrotu), a także kryteria wykorzystujące modele dynamiczne (dyskontowania przepływów gotówkowych). Wszystkie wymienione terminy (stopa zwrotu, okres zwrotu) występują przy wycenie nieruchomości, jednakże ich sens ekonomiczny jest odmienny. Różnice występują zarówno przy zastosowaniu kryteriów tradycyjnych, jak i dynamicznych.

W procesie analizy jest wykorzystywany znacznie bogatszy zestaw danych niż w procesie wyceny. Przy wyznaczaniu okresu zwrotu (także stopy zwrotu) występuje nie tylko cena transakcyjna (używana do wyceny). Nakłady inwestycyjne mogą być wyrażone przez nakład na zakup gruntu i wybudowanie obiektów (spojrzenie przez pryzmat fazy tworzenia), a także przez wartość rynkową nieruchomości jako hipotezę ceny. Inwestor podejmuje decyzje inwestycyjne porównując nie całość nakładów, ale tylko część, sfinansowaną kapitałem własnym (KW). Nakłady mogą być odniesione do potencjalnego dochodu brutto (takiego odniesienia nie spotykamy przy wycenie), do efektywnego dochodu brutto i do dochodu operacyjnego netto. Przy wycenie odwzorowują one typowe dochody rynkowe, przy ocenie dochody zakładane przez właściciela. Jednostką odniesienia mogą być przepływy gotówkowe przed (CF^*) lub po opodatkowaniu (CF). Przepływy gotówkowe (CF^* lub CF) nie są tożsame z dochodami generowanymi przez nieruchomość, oznaczonymi jako D , przy określeniu wartości rynkowej – te ostatnie nie ujmują obsługi długów ani należności podatkowych (podatku dochodowego). Także wartość rezydualna (RV) nie jest tożsama ze zwrotem z kapitału (ZK_n). Typowym sposobem wyznaczania wartości rezydualnej jest kapitalizacja stałego strumienia dochodu w nieskończoność, a więc:

$$RV = D_n \cdot \frac{1}{R}, \quad (16)$$

gdzie: D_n – strumień dochodów, R – stopa kapitalizacji, $\frac{1}{R}$ – współczynnik kapitalizacji.

Natomiast podstawą wyznaczania zwrotu kapitału (ZK_n) jest następujący wzór:

$$ZK_n = CSPP_n - KS_n - KH_n - NPS_n, \quad (17)$$

gdzie: ZK_n – zwrot kapitału w momencie sprzedaży nieruchomości, $CSPP_n$ – szacowana cena sprzedaży przed opodatkowaniem, KS_n – koszt sprzedaży (reklama, prowizja pośrednika), KH_n – spłata obciążenia hipotecznego na koniec okresu, NPS_n – należności podatkowe, płacone od kwoty sprzedaży.

Różnica wystąpi również na etapie wyznaczania stopy dyskontowej (r). W procesie wyceny dominują trzy metody wyboru stopy dyskontowej⁵⁸.

⁵⁸ L.W. North, *The Discounted Cash Flow Concept*, „The Valuer” 1985, vol. 26, nr 2.

1. Metoda
toda ta zakład
generowany
niu stopy d
z ceną rynk
nonimem w
rynkowe, o
może być w

2. Metoda
są zainwest
określić wy

3. Metoda
na wyznaczi
podstawowi
czyli minim
stycyjnego r
dochód. Poi
i ryzyko infl
tu w innych
sumowania
rentowność
zwykle). Ta
rektom.

W proce-
kontowej⁵⁹.

1) osąd

2) prog

3) kosz

4) kosz

5) kosz

6) śred

7) stop

8) mod

9) osąd

Wszyst

mi eksperc

nych i ilości

niki wybor

W Wie

sposób wy

w których

⁵⁹ S.B. T.

⁶⁰ Ibidem

rowi odpowiednie?

eli poziom tej
n weryfikować
Oznacza to, że
zjmowania de-
erów. Porów-
rium wartości
a także kryte-
otówkowych).
przy wycenie
występują za-

w danych niż
tu) występuje
mogą być wy-
nie przez pry-
jako hipotezę
akładów, ale
odniesione do
wycenie), do
nie odworo-
z właściciela.
po opodatko-
dami genero-
ci rynkowej –
tku dochodo-
pitału (ZK_n).
stałego stru-

(16)

kapitalizacji.

jący wzór:

(17)

p_n – szacowa-
na, prowizja
 i_n – należno-

). W proce-

1. Metoda analizy sprzedaży porównywalnych, zwana **metodą wyciągu**. Metoda ta zakłada znajomość cen transakcyjnych na podobne nieruchomości i dochodów generowanych przez daną nieruchomość. Polega ona na arytmetycznym wyprowadzaniu stopy dyskontowej, która zrównuje aktualną wartość prognozowanych strumieni z ceną rynkową analizowanej nieruchomości. Tak ustalona stopa dyskontowa jest synonimem wewnętrznej stopy zwrotu. Ponieważ do jej wyznaczania potrzebne są dane rynkowe, odwzorowujące typowe zachowania uczestników rynku, stopa dyskontowa może być wyznaczona jako średnia arytmetyczna z wewnętrznych stóp zwrotu.

2. Metoda wywiadu – przy jakiej wysokości stopy dyskontowej inwestorzy skłonni są zainwestować na danym rynku lokalnym w dany rodzaj nieruchomości. Pozwala ona określić wymaganą przez inwestorów, typową stopę zwrotu.

3. Metoda sumowania. Obejmuje ona dwie drogi postępowania. Pierwsza polega na wyznaczeniu stopy podstawowej i jej korekcie dla wycenianej nieruchomości. Stopa podstawowa to przeważająca stopa zwrotu, rozumiana jako graniczna lub progowa, czyli minimalna, wymagana stopa zwrotu, potrzebna do przyciągnięcia kapitału inwestycyjnego na dany rynek w celu zakupu na nim najlepszej nieruchomości przynoszącej dochód. Podlega ona korekcie uwzględniającej względną płynność, ryzyko zarządzania i ryzyko inflacji. Ten sposób ustalania stopy abstrahuje od porównań ze stopami zwrotu w innych segmentach rynku kapitałowego. Drugi sposób postępowania w metodzie sumowania obejmuje pełen proces sumowania. Polega on na ustaleniu bazowej stopy rentowności w porównaniu z alternatywnymi inwestycjami (np. obligacje czy akcje zwykle). Tak ustalona stopa dyskontowa podlega, podobnie jak stopa podstawowa, korektom.

W procesie oceny występują bardziej zróżnicowane sposoby wyboru stopy dyskontowej⁵⁹. Obejmują one:

- 1) osąd kierownictwa,
- 2) prognozy eksperckie,
- 3) koszt alternatywny kapitału,
- 4) koszt finansowania przez zaciągnięcie długu,
- 5) koszt finansowania środkami własnymi,
- 6) średni ważony koszt kapitału,
- 7) stopę dyskontową, skorygowaną o ryzyko,
- 8) model wyceny kapitału trwałego,
- 9) osąd kierownictwa i prognozy eksperckie.

Wszystkie podejścia zaczynają się i kończą osądem kierownictwa bądź prognozami eksperckimi. Oznacza to, że nawet wyniki uzyskane za pomocą metod analitycznych i ilościowych muszą być interpretowane przez kierowników (inwestorów), a techniki wyboru stopy dyskontowej są jedynie pomocą w podejmowaniu decyzji.

W Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych dominuje **osąd kierownictwa** jako sposób wyznaczania wysokości stopy dyskontowej. Tyler przytacza wyniki badań, w których około 55% respondentów deklarowało ten sposób⁶⁰. Osąd kierownictwa

⁵⁹ S.B. Tyler, *Real Estate Investment*, The Nottingham Trent University, Nottingham 1994.

⁶⁰ *Ibidem*.

może powstać pod wpływem dotychczasowych doświadczeń, subiektywnych szacunków, możliwych do osiągnięcia zwrotów na najbezpieczniejszych, dostępnych inwestycjach, powiększonych o narzut odzwierciedlający dodatkowe ryzyko czy ocenę analityka.

Drugą podstawę wyznaczania stopy dyskontowej stanowią **prognozy eksperckie**. Obejmują one na ogół przedstawione niżej techniki ilościowe.

- Budowa scenariusza. Grupa ekspertów, składająca się z rzeczoznawców, rozpatruje cały zakres możliwych alternatywnych zdarzeń i scenariuszy. Podejmują oni zbiorową decyzję, opartą na nowych analizach. Metoda ta jest jednak zawodna, gdyż zbiorowy pogląd może być zachowawczy i stanowić kompromis pomysłów i poglądów. Grupa może nie być zdolna do osiągnięcia jednomyślności, a o wyniku mogą zdecydować „silniejsi” analitycy. „Silniejsi” zaś wcale nie muszą oznaczać lepszych.

- Technika delficka. Próbuje ona wyeliminować wpływ „silniejszych” analityków, ponieważ członkowie grupy nie spotykają się przez większość czasu trwania procesu wyznaczania stopy. Eksperti swoje niezależne poglądy przedstawiają na piśmie, co umożliwia im ich zrewidowanie. Celem postępowania jest osiągnięcie jednomyślności. Dopiero pod koniec procesu eksperci spotykają się, by wspólnie przedyskutować swoje poglądy.

Ustalenie stopy dyskontowej na podstawie **kosztu alternatywnego kapitału** polega na rozważeniu możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu z zainwestowania kapitału w inne lokaty. O wyborze stopy dyskontowej na podstawie alternatywnego kosztu kapitału decyduje inwestor. Słabością tej metody jest pomijanie relatywnej ryzykowności różnych inwestycji, co powoduje, że stopa dyskontowa nie uwzględnia tego, tak ważnego w ocenie opłacalności projektu, parametru.

Stopa dyskontowa może być również wyznaczana na podstawie **kosztu finansowania inwestycji kapitałem obcym**. Koszt ten jest uzależniony od warunków rynkowych, ale również od pozycji kredytobiorcy oraz ryzykowności inwestycji. Tyler podkreśla, że koszt finansowania inwestycji kapitałem obcym powinien uwzględniać ryzykowność inwestycji⁶¹. Oznacza to, że stopa dyskontowa, wyznaczona według stopy oprocentowania kredytu, powinna być powiększona o premię za ryzyko.

Przy ustalaniu stopy dyskontowej na podstawie **kosztu finansowania środkami własnymi** przyjmuje się przeciętną, roczną stopę zwrotu. Składa się ona ze stopy bieżącej, powiększonej o miarę przeciętnych oczekiwań przyszłego wzrostu dywidendy. Inwestor, korzystający z obu źródeł finansowania (obcego i własnego), może wyznaczyć stopę dyskontową jako średni ważony koszt kapitału (*WACC – weighted average cost of capital*). Koszt ten ustalony jest według następującego wzoru:

$$WACC = (KP \cdot P_D) + (KW \cdot P_W), \quad (18)$$

gdzie: KP – koszt kapitału obcego, P_D – udział kapitału obcego, KW – koszt kapitału własnego, P_W – udział kapitału własnego.

Ponieważ kapitał potrzebny do sfinansowania projektu może odwzorowywać różne techniki finansowania (ze źródeł własnych, np. z części zysku netto albo poprzez

⁶¹ Ibidem.

emisje i musi uw. Oznacza bardziej Stos nych war ne w pro Kole to, zwane rate), wyl mując in nej od ry. Dodatko mium). S

gdzie: R_A wolna od

Przy tując różn daje się n skorygow z klas ryzy wiedniej l waniu inv W najgorz poddawa

- pozi
- moż

storycznyk widlowo o

Uważ eliminowa pital asset Markowit

CAMI końca lat : rynków, z kiem syste nazywane może być

⁶² Proce cyjne. Finans

emisje i sprzedaż akcji; ze źródeł obcych, np. z kredytów czy emisji obligacji), rachunek musi uwzględniać obliczenia kosztu dla każdego rodzaju źródła pozyskania kapitału. Oznacza to, że procedura wyznaczania średniego ważonego kosztu kapitału może być bardziej rozbudowana⁶², niż wynika to z podanego wzoru.

Stosowanie **średnioważonego kosztu kapitału** jako stopy dyskontowej dla różnych wariantów inwestowania byłoby właściwe tylko wtedy, gdyby były one finansowane w proporcjach przyjętych do obliczenia *WACC*.

Kolejnym sposobem wyboru stopy dyskontowej jest jej korekta o ryzyko. Podejście to, zwane **stopą dyskontową skorygowaną o ryzyko** (*RADR* – *risk adjusted discount rate*), wykorzystuje założenie, że inwestor będzie oczekiwał wyższych zwrotów, podejmując inwestycje o wyższym ryzyku. Podstawą jest zwrot spodziewany z inwestycji wolnej od ryzyka (*RFDR* – *risk free discount rate*). Często taką miarą jest zwrot z obligacji. Dodatkowy zwrot, ponad *RFDR*, nazywany jest „premią za ryzyko” (*RP* – *risk premium*). Stąd też stopa dyskontowa skorygowana o ryzyko przyjmuje postać:

$$RADR = RFDR + RP, \quad (19)$$

gdzie: *RADR* – stopa dyskontowa skorygowana o ryzyko, *RFDR* – stopa dyskontowa wolna od ryzyka, *RP* – premia za ryzyko.

Przy określeniu premii za ryzyko ustala się pewną liczbę jego klas, które reprezentują różne poziomy ryzyka. Dla każdej klasy określa się poziom premii. Premię tę dodaje się następnie do stopy zwrotu wolnej od ryzyka i otrzymuje się stopę dyskontową skorygowaną o ryzyko każdej klasy. Analityk określa kryteria kwalifikacyjne dla każdej z klas ryzyka. Według tych kryteriów inwestycja jest oceniana i przypisywana do odpowiedniej klasy. Ustalenie liczby klas, poziomu premii i kryterium służące zakwalifikowaniu inwestycji do danej klasy ryzyka są wyznaczane w wyniku analizy inwestycji. W najgorszym przypadku mogą to być decyzje intuicyjne i arbitralne. Podejście to jest poddawane krytyce. Wątpliwości budzi brak teoretycznej ścisłości, ponieważ:

- poziom premii za ryzyko nie jest oparty na ścisłych dowodach,
- może wystąpić dążenie do ustalenia wysokości premii za ryzyko na podstawie historycznych dowodów (dotychczasowych stóp zwrotu), a nie oczekiwanych, które prawidłowo odzwierciedlają zyskowność inwestycji.

Uważa się, że intuicyjne podejście do ustalenia stopy dyskontowej może zostać wyeliminowane za pomocą **modelu wyceny kapitału trwałego**, nazywanego *CAMP* (*capital asset pricing model*). Wywodzi się on z prac nad teorią „portfela”, podjętą przez Markowitza w latach pięćdziesiątych.

CAMP był początkowo rozwinięty i zastosowany w odniesieniu do rynku akcji. Od końca lat siedemdziesiątych zasady te znalazły zastosowanie w odniesieniu do innych rynków, zwłaszcza rynku nieruchomości. *CAMP* wnika w zależności między tzw. ryzykiem systematycznym inwestycji i jej spodziewanym zwrotem. Ryzyko systematyczne nazywane jest również ryzykiem nie dającym się zdywersyfikować, czyli ryzyko to nie może być usunięte poprzez rozszerzenie składu portfela. Obniżenie ryzyka systema-

⁶² Procedura obliczeniowa jest zawarta m.in. w pracy: T. Gostkowska-Drzewiecka (red.), *Projekty inwestycyjne. Finansowanie. Metody i procedury oceny*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1997, s. 71–80.

tycznego może nastąpić poprzez dobór do portfela aktywów z innych rynków, w szczególności rynków konkurencyjnych, charakteryzujących się niską kowariancją z pozostałymi aktywami portfela (por. pkt 8.2.9).

Spodziewany zwrot z ryzykowej inwestycji można przedstawić w postaci wzoru:

$$R_i = R_F [(R_M - R_F) + \beta], \quad (20)$$

gdzie: R_i – spodziewany zwrot na ryzykowej inwestycji, R_F – stopa zwrotu na inwestycjach całkowicie wolnych od ryzyka, R_M – zwrot na ryzykownym, efektywnym portfelu rynkowym, β – współczynnik, będący miarą ryzyka – stanowi miarę zmienności zwrotów z jakiejś inwestycji względem zwrotów ogólnorynkowych dla transakcji.

Jeżeli $\beta = 1$, zwrot z inwestycji będzie się zmieniał zgodnie ze zmianami w zwrotach rynkowych; jeżeli $\beta > 1$, zwrot z inwestycji będzie się zmieniał w większym stopniu niż zwroty rynkowe, jeżeli $\beta < 1$, zwrot będzie się zmieniał w stopniu mniejszym niż zwroty rynkowe.

Model wyceny kapitału trwałego budzi wiele zastrzeżeń. Uważa się, że jest on zbyt teoretyczny, w praktyce bowiem występują znaczne trudności w wyznaczaniu współczynnika β . Z uwagi na trudności w uzyskaniu odpowiednich danych, może on łatwo przekształcić się w analizę danych historycznych, co oznacza, że w mniejszym stopniu będzie dotyczył prospekcji.

Jak widzimy, istnieje wiele sposobów określania (wyprowadzania) stopy dyskontowej. Mogą one być komplementarne i wzajemnie wspierające się. Ostatecznie o wyborze jej poziomu zadecyduje ekspert (analityk inwestycji).

Duża liczba kryteriów powoduje trudności w ocenie projektów. Często kryteria te prowadzą do sprzecznych wniosków. W analizie inwestycji należy preferować modele złożone, choć one również nie chronią inwestora przed błędną decyzją. Uwzględniają jednak dużą liczbę czynników oddziałujących na końcowy rezultat ocenianych projektów. Pozwalają zmierzyć „wrażliwość” wyniku na zmianę kolejnych parametrów. Pierwszeństwo wśród nich przypada kryterium *NPV*. Ma ono wiele zalet w porównaniu z *IRR*. Kryteria tradycyjne, wykorzystujące np. okres zwrotu czy stopę zwrotu, służą do wstępnej oceny inwestycji⁶³.

Wybór kryteriów zależy od inwestora – jest uwarunkowany celami formułowanymi przez inwestora, a także jego przygotowaniem do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Doświadczeni inwestorzy mogą oprzeć swoją analizę na wyborze jednego lub dwóch kryteriów. Generalnie, najczęściej stosowanym a zarazem najprostszym kryterium decyzyjnym jest porównanie wartości nieruchomości z ceną sprzedaży podobnych nieruchomości. Doradca posłuży się również wynikami bardziej rozbudowanej analizy. Najbardziej wyrafinowanym i złożonym kryterium są modele dyskontowania przepływów gotówkowych. Warto zwrócić uwagę, że dwóch inwestorów analizujących tę samą inwestycję może podjąć różne decyzje inwestycyjne – mogą się bowiem różnić co do oczekiwań dochodów, oceny ryzyka i przyjętych kryteriów. Dowodzi to, że analiza inwestycji stanowi jedynie pomoc w podejmowaniu decyzji, nie przesądza zaś o wyborze – o tym zadecyduje inwestor lub jego doradca.

⁶³ Por. E. Kucharska-Stasiak (red.), *Inwestowanie w nieruchomości*, Instytut Nieruchomości Valor, Łódź 1999.

Pi
ne po
Źródł
.
rynkow
kiwani
ma sw
cji, któ
gólne
wzrost
ceną, c
efekt b
.
dziej p
etapie
mniejsz
.
i związ
osób w
kształc

Na
.
e
.
w
.
p
.
e

Me
licenia,
Me
stworze
Sprzyjaj
instytucj
nika. Ry
większe
Ewc
kładem
których
poteczny
której p
ców zros
tom, str

6.5. Przyszłość wyceny nieruchomości

Pomimo wspólnych, ekonomicznych podstaw wyceny, a także reagowania na wspólne potrzeby, w poszczególnych państwach metodyka wyceny jest nieco odmienna. Źródłem tych różnic mogą być przedstawione niżej czynniki.

- Przyjmowanie odmiennej, uznanej w skali międzynarodowej, definicji wartości rynkowej. Przykładowo, w Niemczech definicja wartości rynkowej prowadzi do poszukiwania przeciętnej, a nie najbardziej prawdopodobnej oferty cenowej. Taka definicja ma swoje uwarunkowania historyczne. Wywodzi się z dążenia do tłumienia hiperinflacji, która wystąpiła w gospodarce niemieckiej w okresie międzywojennym. Ma to szczególne znaczenie na szybko zmieniającym się rynku, bowiem na rynkach o tendencjach wzrostowych przeciętne ceny będą pozostawać w tyle za najbardziej prawdopodobną ceną, dając wyższe zwroty i niższą wartość. Na rynku, na którym tendencje te słabną, efekt będzie odwrotny.

- Metodologia wyceny. Pomimo przyjęcia definicji wartości rynkowej jako najbardziej prawdopodobnej ceny, występują różnice w szczegółowych rozwiązaniach, np. na etapie wyznaczania stóp zwrotu czy dochodu. Przykładowo, we Francji dochód pomniejszony jest o koszty transakcji.

- Praktyka wyceny. Wpływ na praktykę wyceny mają historyczne uwarunkowania i związany z tym kulturowy aspekt wyceny. Duże znaczenie ma również wykształcenie osób wyceniających nieruchomości. W krajach, w których dominują rzeczoznawcy z wykształceniem technicznym, większe znaczenie przypada podejściu kosztowemu.

Na obszarze wyceny zachodzą istotne zmiany, które przejawiają się w:

- ewolucji dotyczącej metodyki wyceny,
- wyrównywaniu poziomu wykształcenia rzeczoznawców majątkowych,
- praktyce wyceny,
- ewolucji roli rzeczoznawcy majątkowego.

Metodyka wyceny nie jest stała. Wystąpiły silne tendencje nie tylko do jej **ujednolicenia**, ale i do **coraz większego odwzorowania rynku**.

Metodyka ewoluuje w stronę metod opartych na danych z transakcji. Wymaga to stworzenia systemów gromadzenia danych, metod analitycznych i zrozumienia rynku. Sprzyjają temu zmiany zachodzące na rynkach nieruchomości, polegające na rosnącej instytucjonalizacji. Na takich rynkach dochodzi do rozdzielania własności od użytkownika. Rynek użytkownika staje się rynkiem najemcy lub dzierżawcy. Występuje wtedy większe bogactwo danych rynkowych, a także lepszy dostęp do ich uzyskania.

Ewolucja procesu wyceny coraz bardziej musi uwzględniać **wymogi klienta**. Przykładem mogą być wyceny robione na potrzeby sprawozdań finansowych, na kształt których wpływają Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, a także dla banków hipotecznych, które nakładają wymóg określenia tzw. wartości bankowo-hipotecznej, której poziom utrzymuje się w całym okresie spłaty kredytu. Środowisko rzeczoznawców zrozumiało, że jeżeli nie zaakceptują procesu wyceny podporządkowanej klientom, stracą ich. Dlatego też wartość bankowo-hipoteczna, pomimo licznych głosów

krytyki ze strony rzeczoznawców, została zapisana w Europejskich Standardach Wyceny⁶⁴, a także w Międzynarodowych Standardach Wyceny⁶⁵.

Na kształt metodyki wyceny niewątpliwie wpływ ma włączenie się środowiska akademickiego do badań rynku nieruchomości, a także opracowywanie – we współpracy z praktykami – standardów wyceny⁶⁶. Włączenie teoretyków wpływa na tworzenie coraz bardziej złożonych modeli wyceny.

Zmianom podlega nie tylko metodyka wyceny, ale również poziom osób wyceniających. Coraz bardziej skomplikowane wyceny, a także duży wpływ wyceny na kondycję finansową podmiotów gospodarczych wymagają podniesienia i wyrównania kwalifikacji zawodowych wyceniających. W tym kierunku zmierza oferta edukacyjna Królewskiego Stowarzyszenia Dyplomowanych Rzeczoznawców Majątkowych (RICS). RICS akredytuje studia podyplomowe prowadzone na wielu uczelniach, a także sam prowadzi szkolenia w wielu krajach. Można się spodziewać stworzenia wspólnego podstawowego programu kształcenia, który przyczyni się do większej spójności wycen.

W praktyce wyceny zachodzą i będą się prawdopodobnie nasilały istotne zmiany. Zmiany te wywołane są rewolucją informatyczną i internetową (por. rozdz. 11). Jej wpływ będzie pozytywny i negatywny. Pozytywny uwidacznia się zarówno na etapie gromadzenia oraz szeregowania danych, jak i obliczeń. Negatywny wpływ ujawnia się na finalnym etapie pracy, gdyż wycena nieruchomości nie odwzorowuje indywidualnych cech nieruchomości, co zmniejsza jej wiarygodność.

Na zmiany w procesie wyceny może wpływać sekurytyzacja (por. pkt 7.3.1). Tradycyjna wycena zostanie zastąpiona wyceną papierów wartościowych. Wzrośnie natomiast rola wyceny nieruchomości jako składnika portfela nieruchomości. Może zatem wzrastać zapotrzebowanie na usługi polegające nie na wycenie pojedynczej nieruchomości, ale na wycenie nieruchomości jako składnika portfela. Wymogi stawiane rzeczoznawcy zbliżają go do roli doradcy na rynku nieruchomości.

6.6. Podsumowanie

• Teoria wyceny ma swoje korzenie w teorii ekonomii. Ekonomisci zdefiniowali kategorie istotne dla metodyki wyceny, takie jak wartość i cena, oraz stworzyli podstawy teorii wyceny. Wyodrębnili trzy podejścia w wycenie nieruchomości: porównawcze, dochodowe i kosztowe. Każde z nich wykorzystuje analizę czynników, chociaż opierają się na danych pochodzących z różnych źródeł.

Przyjęte zasady wyceny, takie jak zasada antycypacji, zmiany, popytu i podaży, konkurencji, substytucji, kosztu alternatywnego, równowagi, malejących granicowych przychodów, zgodności i czynników zewnętrznych, ujawniają silne związki teorii wyceny z teorią ekonomii.

⁶⁴ Europejskie Standardy Wyceny, *op.cit.*

⁶⁵ Międzynarodowe Standardy Wyceny, *op.cit.*

⁶⁶ W ramach współpracy są przygotowywane przez ERES coroczne międzynarodowe konferencje, na których jest silnie eksponowana problematyka wyceny.

1. W
i kosztowy

2. W

3. W

4. W

5. W
czenia.

6. W

7. W

8. Ja
westycji?

9. O
ści inwesty

10. W

W metodyce wyceny wyróżniono podejścia, metody, techniki. W niektórych państwach podejścia utożsamiane są z metodami. Podejście porównawcze i dochodowe prowadzi do określania wartości rynkowej, podejście kosztowe – wartości odtworzeniowej. W warunkach gospodarki rynkowej najczęściej poszukiwana jest wartość rynkowa. W podejściu porównawczym wartość rynkowa określana jest poprzez analizę cen nieruchomości porównywalnych, które były przedmiotem obrotu rynkowego. W podejściu dochodowym wycena oparta jest na przesłance, że istnieje zależność między dochodem a wartością.

Wycena nieruchomości odznacza się pewną specyfiką na tle innych lokat. O specyfikę decyduje przedmiot wyceny, którym są prawa do nieruchomości, a nie nieruchomość jako byt fizyczny, trudności w obiektywizacji wartości nieruchomości, w odzwierciedlaniu względności wartości, a także uwzględnienie zmiennego charakteru wartości.

Wycena stanowi problem obiektywizacji rynku. Prowadzi do określania wartości rynkowej lub odtworzeniowej. Oprócz wyceny obiektywizującej, rynek uczestnicy rynku potrzebują oceny (analizy) nieruchomości niezbędnej do podjęcia decyzji (kupna, sprzedaży, przeprowadzenia remontu, modernizacji, podziału itp.). Do oceny służy szereg kryteriów tradycyjnych i dynamicznych.

Wycena nie jest stała i niezmienna. Ewolucji podlega metodyka wyceny, wymogi dotyczące kwalifikacji zawodowej osób wycenających, praktyka wyceny, a także rola, jaką pełni wyceniacz.

Pytania kontrolne

1. Wskaż źródła informacji o popycie i podaży w podejściu porównawczym, dochodowym i kosztowym.
2. Wyjaśnij, dlaczego terminologia teorii wyceny nie zawsze jest zgodna z teorią ekonomii?
3. Wyjaśnij zasadę substytucji.
4. Wyjaśnij zasadę popytu i podaży oraz zasadę kosztu alternatywnego.
5. Wyjaśnij istotę podejścia porównawczego. Wskaż obszary jego zastosowania i ograniczenia.
6. Wyjaśnij istotę podejścia dochodowego. Wyjaśnij obszary jego zastosowania.
7. Wskaż źródła specyfiki wyceny nieruchomości na tle innych lokat.
8. Jakim celom służy wycena nieruchomości, a jakim ocena ekonomicznej efektywności inwestycji?
9. Omów kryteria tradycyjne i dynamiczne stosowane do oceny ekonomicznej efektywności inwestycji.
10. W jakim kierunku może się zmieniać metodyka wyceny?

Finansowanie rynku nieruchomości

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 7.1. Rola rynku pieniężnego i kapitałowego w finansowaniu rynku nieruchomości • 7.2. Źródła kapitału dla rynku nieruchomości | <ul style="list-style-type: none"> • 7.3. Techniki i metody finansowania nieruchomości • 7.4. Podsumowanie • Pytania kontrolne |
|---|---|

7.1. Rola rynku pieniężnego i kapitałowego w finansowaniu rynku nieruchomości

Nieruchomości są dobrami bardzo kapitałochłonnymi. Ich nabycie, remontowanie, modernizowanie i adaptacje wymagają znacznych środków finansowych, czyli dostępności do szeroko rozumianych pieniędzy¹.

Dostępność pieniądza wpływa na koszt jego pozyskania, a ten na popyt na nieruchomości. Stopy procentowe, wyrażające cenę pieniądza, silnie oddziałują na stopy dyskontowe i stopy kapitalizacji, wpływając na wartość i ceny nieruchomości (por. rozdz. 6).

Źródłem pozyskania środków dla rynku nieruchomości jest zarówno rynek pieniężny, jak i rynek kapitałowy. **Rynek pieniężny** zasila rynek nieruchomości krótkoterminowymi środkami finansowymi poprzez emisję obligacji krótkoterminowych czy weksli. Dla banków udzielających kredytów stopy rentowności bonów skarbowych i obligacji są podstawą do ustalania kosztu kredytów krótkoterminowych istotnych dla rynku przedsięwzięć deweloperskich. Pieniądz krótkoterminowy kierowany jest na budowę obiektów i finansowanie przedsięwzięć deweloperskich.

Krótkoterminowe kredyty udzielane na budowę mają zabezpieczenie hipoteczne, są przyznawane ze zmienną stopą procentową, uzależnioną od wskaźników rynkowych.

¹ Termin *pieniądz* nie jest jednoznacznie rozumiany. Samuelson i Nordhaus wyróżniają kilka składników pieniądza, m.in. „pieniądz transakcyjny” (M_1), obejmujący depozyty, oprocentowane rachunki czekowe, „pieniądz szeroki” (M_2), obejmujący M_1 oraz rachunki oszczędnościowe, drobne depozyty. Elementem terminu „pieniądz” są również kredyty, obejmujące aktywa płynne (w tym krótkoterminowe papiery wartościowe) oraz zadłużenie w postaci hipotek, listów zastawnych itp. Patrz: P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, WN PWN, Warszawa 1995, s. 417–421.

Kiedy
centov
lopersl
rozpoc
kosztó
bankru
Po
może v
weksla
chomo
Pie
wy. Po
wym, p
waniu i
nerowa
Ry
mości c
1. '
do ang
o relaty
jego do
2. '
westow
wania w
sza od z
prowad
storzy b
Poc
akcji, p
strumen
czenia j
Na
wpływa
decyduj
stępnoś
niądza, l
podaż –
Ban
cyjnym l
Wpływaj
niądza n
Na
wpływ w
on być p
kotermin

Kiedy popyt na pieniądź krótkoterminowy jest wysoki, a podaż ograniczona, stopy procentowe rosną, co oznacza wzrost kosztów kredytu na finansowanie działalności deweloperskiej. Może to pomniejszyć zyskowność projektów deweloperskich, ograniczając rozpoczynanie nowych projektów. W przypadku już rozpoczętych projektów, wzrost kosztów kredytu może drastycznie zmniejszyć ich opłacalność, prowadząc nawet do bankructwa deweloperów.

Pozyskanie środków krótkoterminowych przez uczestników rynku nieruchomości może wystąpić również poprzez wystawianie weksla. Istotne jest, by oprocentowanie weksla było niższe od oprocentowania kredytu zabezpieczonego hipoteką na nieruchomości.

Pieniądź krótkoterminowy pochodzący z rynku pieniężnego finansuje fazę budowy. Po jej ukończeniu rynek nieruchomości zasilany jest pieniądzem długoterminowym, pochodzącym z rynku kapitałowego. **Rynek kapitałowy** partycypuje w finansowaniu rynku nieruchomości dostarczając średnio- i długoterminowego kapitału, wygenerowanego przez emisję obligacji, akcji czy ustanowienie hipotek.

Rynek obligacji może wpłynąć na dopływ środków pieniężnych do rynku nieruchomości co najmniej w dwojaki sposób.

1. Wyznaczając skłonność instytucji dysponujących kapitałem długoterminowym do angażowania się w akcje kredytowe. Wysokie stopy zwrotu z obligacji, instrumentu o relatywnie niskim ryzyku, mogą przyciągnąć kapitał do rynku obligacji, ograniczając jego dopływ do rynku nieruchomości.

2. Wpływając na wymaganą stopę zwrotu z nieruchomości. Inwestor, chcący zainwestować w nieruchomości, rozważy koszt utraconych korzyści z zaniechania inwestowania w obligacje. Wymagana stopa zwrotu z inwestycji o wyższym ryzyku będzie wyższa od zwrotów oferowanych przez rynek obligacji. Wzrost dochodów z obligacji może prowadzić do wzrostu wymaganych stóp zwrotu z nieruchomości, co oznacza, że inwestorzy będą skłonni płacić niższe ceny za nieruchomości.

Podmioty, chcące zainwestować na rynku nieruchomości, mogą dokonać emisji akcji, pozyskując niezbędny kapitał. Ale najważniejszym dla rynku nieruchomości instrumentem rynku kapitałowego jest pozyskanie środków, dla których formą zabezpieczenia jest hipoteka ustanowiona na nieruchomości.

Na podaż pieniądza w sektorze bankowym, a więc i na koszt pozyskania kredytu, wpływa polityka banku centralnego. Bank centralny, pełniący funkcję banku banków, decyduje o wysokości rezerw obowiązkowych banków komercyjnych, determinując dostępność środków finansowych w systemie bankowym. Chcąc ograniczyć podaż pieniądza, bank centralny podwyższa poziom obowiązkowych rezerw, chcąc zaś zwiększyć podaż – obniża.

Bank centralny decyduje również o podaży pieniądza udzielając bankom komercyjnym kredytów, jeśli mają one zbyt mało środków na prowadzenie akcji kredytowej. Wpływając na rozmiary akcji kredytowej banków komercyjnych, wpływa na ilość pieniądza na rynku finansowym.

Na dopływ pieniądza do rynku nieruchomości i na koszt jego pozyskania istotny wpływ wywiera sytuacja finansowa państwa. Gdy występuje deficyt budżetowy, może on być pokrywany przez sprzedaż publicznych instrumentów dłużnych, takich jak krótkoterminowe bony skarbowe lub długoterminowe obligacje skarbowe. Relatywnie wy-

wania

remontowa-
ch, czyli do-yt na nieru-
chomości (por.nek pienięż-
rótłotermini-
wych i obli-
wych dla ryn-
ka na budo-hipoteczne,
rynkowych.ilka składników
i czekowe, „pie-
nięciem terminu
rótłotermini-
ściowe) oraz
konominia 1, WN

soka rentowność tych papierów może przesunąć część środków banków komercyjnych do zakupu papierów dłużnych, ograniczając zasób pieniądza przeznaczony na akcję kredytową. Mniejsza podaż pieniądza oznacza wyższy koszt jego pozyskania, wyższy koszt inwestycji, co prowadzi do zmniejszenia popytu. Staje się to niekorzystne dla sektora nieruchomości, który uzyskuje mniejszy dostęp do długoterminowego kapitału.

Niszczącymi dla dopływu pieniądza do rynku nieruchomości mogą być zjawiska inflacyjne. Stopy procentowe wówczas rosną, a wzrastający koszt kredytu znacząco obniży możliwości finansowania projektów inwestycyjnych i deweloperskich.

7.2. Źródła kapitału dla rynku nieruchomości

W krajach o gospodarce rynkowej wykształciły się różnorodne mechanizmy finansowania rynku nieruchomości. Mechanizmy te podlegają ciągłej ewolucji, coraz bardziej komplikując się. Inwestorzy sięgają po różne źródła pozyskiwania środków finansowych. Różnorodność sposobów pozyskiwania kapitału jest wynikiem ich pomysłowości, będącej odpowiedzią na zmianę warunków na rynku kapitałowym, wywołaną zmianami w polityce rządowej bądź wymaganiami kredytodawców². Rynek ten znajduje się bowiem pod silnym wpływem polityki fiskalnej i monetarnej oraz takich czynników specyficznych, jak: kontrola czynszów, ograniczenia budowlane i planistyczne, co wpływa na jego aktywność.

Zmiany warunków ekonomicznych wymuszają ewolucję mechanizmu finansowania, czyniąc system finansowania coraz bardziej skomplikowanym. Jednym ze sprawców ewolucji jest inflacja – zjawiska inflacyjne powodują przechodzenie od kapitału własnego do długu. Inną przyczyną jest globalizacja międzynarodowych rynków kapitałowych, przyczyniająca się – poprzez przepływy kapitałowe – do rozwoju nowatorskich rozwiązań w zakresie finansowania.

W systemie finansowania³ można wyodrębnić różne źródła pochodzenia kapitału. Podstawowym kryterium wyróżnienia źródeł jest własność kapitału. Zastosowanie tego kryterium pozwala wyróżnić źródła własne i obce.

Kapitały własne uzyskuje się poprzez przeznaczenie części zysku na działalność inwestycyjną. Dodatkowym źródłem zdobycia kapitału własnego jest emisja akcji⁴.

Kapitały własne mogą być inwestowane na rynku nieruchomości głównie poprzez:

a) finansowanie indywidualne, kiedy osoba fizyczna używa osobistych oszczędności dla uzyskania niepodzielnej własności, „własności wyłącznej”, nie ograniczonej prawami innych osób,

² Ewolucję zmian w sposobach finansowania przedstawiają m.in. I. Harvey, *Urban Land Economics*, Macmillan Education, Hong Kong 1992, s. 108–119; A. Adair, *Financing of Property Development*, [w:] *Urban Regeneration Property Investment and Development*, Spon, London 1993.

³ Finansowanie inwestycji w nieruchomości przedstawił m.in. S. Belniak. Por. S. Belniak, *Rozwój rynku nieruchomości w Polsce na tle krajów wysoko rozwiniętych*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2001.

⁴ Akcja jest papierem wartościowym, stanowiącym świadectwo współwłasności. Stąd też kapitał zgromadzony poprzez sprzedaż akcji, pochodząc od współwłaścicieli, zasila kapitał własny.

b) finansowanie grupowe, dokonywane przez własnościowy udział prawny; może ono przyjąć postać finansowania poprzez:

- spółki jawne lub komandytowe,
- fundusze inwestycyjne nieruchomościowe,
- konsorcja,
- organizacje wspólnych przedsięwzięć przyjmujących formę spółki powołanej do realizacji określonego projektu,
- fundusze emerytalne,
- towarzystwa ubezpieczeń na życie.

Finansowanie kapitałem własnym daje inwestorowi prawo do roszczeń z tytułu zysków kapitałowych. Nie jest jednakże pozbawione wad. Przykładowo, finansowanie poprzez sprzedaż akcji jest ograniczone jedynie do spółek akcyjnych, notowanych na giełdzie. Koszt oraz efektywność finansowania zależy w znacznej mierze od popularności danej spółki na giełdzie, a także od kondycji rynku papierów wartościowych. Jednocześnie nabywca akcji, czyli akcjonariusz, uzyskuje „prawo głosu”, co może oznaczać wymykanie się własności spod kontroli inwestora. Akcjonariusz nabywa również prawo do dywidendy, co oznacza, że musi uczestniczyć we wzroście zysków spółki. Dlatego też inwestorzy na rozwiniętych rynkach nieruchomości sięgają po kapitał poprzez emisję akcji z reguły w przypadku niemożności otrzymania zasilania zewnętrznego.

Kapitały obce uzyskuje się m.in. poprzez kredyty, emisje obligacji, dotacje, leasing itp.

Główną zaletą finansowania poprzez kapitał obcy (głównie kredyt) jest możliwość podniesienia rentowności inwestycji. W krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym maksymalny udział źródeł obcych jest postrzegany jako droga do bogacenia się na inwestowaniu w nieruchomości⁵. Istnieje zasada: „Nigdy nie płać swoimi pieniędzmi, jeżeli możesz płacić cudzymi”. Finansowanie ze środków obcych preferują inwestorzy zainteresowani nieruchomościami przynoszącymi wysokie dochody bieżące.

Finansowanie ze zwrotnych źródeł obcych jest związane z ryzykiem finansowym, bowiem bieżące dochody z nieruchomości mogą być niewystarczające na pokrycie raty kredytu i przypadających odsetek. Oznacza to, że finansowanie przez zadłużenie jest korzystne tylko w tych sytuacjach, kiedy oczekiwany dochód z inwestycji jest wyższy od kosztu kredytu mierzonego efektywną stopą procentową. Jeżeli okaże się, że pomimo optymistycznych założeń, inwestycja generuje mniejsze dochody od kosztu kredytu, przedsięwzięcie inwestycyjne zakończy się dla inwestora niepowodzeniem (wystąpi ujemny efekt dźwigni finansowej)⁶.

Do korzystania ze źródeł obcych zachęca inwestora również możliwość osiągnięcia korzyści podatkowych (tzw. tarczy podatkowej) – koszt kredytu pomniejsza bowiem podstawę opodatkowania zysku brutto podatkiem dochodowym.

⁵ Patrz: A.J. Jaffe, C.F. Sirmans, *Fundamentals of Real Estate Investment*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1989.

⁶ Por. m.in. R. Wójcik, *Dźwignie finansowe*, „Bank i Kredyt” 1990, nr 10.

Dzięki kredytowaniu inwestor może mieć kontrolę nad nieruchomością o dużej wartości, dysponując niewielkim kapitałem własnym. Może również szybciej zwiększyć posiadany przez siebie portfel inwestycyjny.

Kredytowanie rynku nieruchomości nie jest pozbawione dla kredytodawcy ryzyka⁷. Jego ryzyko zależy przede wszystkim od rodzaju kredytów, a zwłaszcza od tego, czy są one udzielane na nowe projekty inwestycyjne, czy też na istniejący zasób nieruchomości komercyjnych. Większym ryzykiem odznaczają się nowe projekty – są one obciążone ryzykiem nieukończenia budowy, ryzykiem okresu budowy oraz ryzykiem ceny. To właśnie kredytowanie nowych projektów przyczyniło się do powstania strat przez instytucje kredytowe w wielu krajach zachodnich w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Ryzyko zależy również od pozycji prawnej kredytodawcy – czy ma on prawo do postępowania upadłościowego w przypadku złego kredytu oraz przejęcia nieruchomości, a także pozycji wynajmującego (czy dzierżawcy) – czy może być wprowadzona w życie długoterminowa umowa najmu (dzierżawy)⁸.

Skutki oddziaływania dźwigni finansowej mogą być nie tylko pozytywne, ale również negatywne. Skutki pozytywne wystąpią wtedy, gdy kredyt zwiększa stopę zwrotu zainwestowanego kapitału, czyli relację dochodu do zainwestowanego kapitału własnego. Będzie to możliwe tylko wtedy, gdy inwestycja przyniesie dochód wyższy od oprocentowania kredytu. Gdy obie wielkości są równe, zjawisko dźwigni nie wystąpi. Jeżeli dochód jest niższy od oprocentowania kredytu, wystąpi negatywne oddziaływanie dźwigni finansowej.

7.3. Techniki i metody finansowania nieruchomości

W ramach poszczególnych źródeł wykształciło się wiele technik finansowania nieruchomości. O bogactwie rozwiązań świadczy ich liczba – finansiści wyróżniają 60 indywidualnych technik finansowania⁹. Często spotykanym kryterium podziału technik jest ich nowoczesność. Wielu autorów wyróżnia techniki tradycyjne oraz współczesne, nazywając je alternatywnymi bądź asekuracyjnymi¹⁰.

Sposób finansowania zależy od wymagań i pomysłowości stron uczestniczących w realizacji projektu. Z reguły wykorzystuje się oba źródła i stosuje różne techniki. Wykorzystywane przez inwestora źródła kapitału zależą od profilu jego działalności (czy celem inwestycji jest lokata kapitału czy deweloping), od jego pozycji na rynku, od rodzaju oprocentowania (stałe czy zmienne), wysokości stopy procentowej, okresu zwrotu kredytu czy wymaganej przez kredytodawcę formy jego zabezpieczenia. Niezmiennie ważnym determinantem wyboru jest system podatkowy – inwestor jest skłonny sięgnąć po te techniki finansowania, które umożliwiają mu wykorzystanie ulg podatkowych.

⁷ Por. K. Jajuga, Z. Krysiak (red.), *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych. Modelowanie i zarządzanie*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2004.

⁸ Patrz: *Ryzyko związane z kredytowaniem nieruchomości komercyjnych*, praca zbiorowa, The Urban Institute, Fundacja Krakowskiego Instytutu Nieruchomości, Kraków 1998.

⁹ A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit., s. 59–60.

¹⁰ *Ibidem*, s. 67–73. Por. też S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, [w:] *Brytyjski rynek budowlany i nieruchomości jako przykład dla Polski*, Referaty seminaryjne, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1994, s. 152–169.

Jak wsz
ter umowny
cym, a ich n
się tradycyj

Oprócz

Przykła

• meto

• meto

Metoda
stawowym,
finansowa (dane lub w
project fina
wej udział
analizuje p
w działalno

Wartą
buy-back. I
inwestycjn
jego wykon
funkcję gwi
najemców
podmiotu r
oraz odpow
Podobnie, j

Wśród

• finan

• finan

• finan

akcji oraz z

• finan

Środki
netrzne, z
średnich ś
duży. Nier

¹¹ Por. F
teka Bankow

¹² Por. F
ści w Polsce,
1990–1999, U

Jak wszystkie podziały, tak i klasyfikacja źródeł i technik finansowania ma charakter umowny. Niektóre techniki stanowią bowiem połączenie kapitału własnego z obcym, a ich rozwój powoduje, że techniki uchodzące do niedawna za nowatorskie, stają się tradycyjnymi.

Oprócz technik można wyróżnić metody finansowania.

Przykładem metod finansowania na rynku nieruchomości są:

- metoda *project finance*,
- metoda *buy-back*.

Metoda *project finance* jest sposobem finansowania opartym na zasadzie, że podstawowym, akceptowanym przez kredytodawcę źródłem spłaty kredytu jest nadwyżka finansowa (*cash flow*) generowana przez projekt, a zabezpieczeniem są aktywa posiadane lub wytworzone w wyniku jego realizacji. Oznacza to, że finansowanie metodą *project finance* nie jest zasadniczo uzależnione od wiarygodności i zdolności kredytowej udziałowców oraz wartości zaangażowanego w projekt majątku. Kredytodawca analizuje przyszły strumień dochodu. Metoda ta znajduje szczególnie zastosowanie w działalności deweloperskiej¹¹.

Wartą omówienia metodą finansowania projektów inwestycyjnych jest metoda *buy-back*. Projekt finansuje – na podstawie umowy zawartej z realizatorem projektu inwestycyjnego i z najemcą – podmiot, który nie jest ani organizatorem projektu, ani jego wykonawcą. Podmiot ten zobowiązuje się zapewnić finansowanie projektu, pełni funkcję gwaranta spłaty środków finansowych. Pozyskuje on przyszłych nabywców lub najemców na okres zapewniający spłatę kredytów. W ten sposób ogranicza ryzyko podmiotu realizującego projekt. Będzie on, w okresie spłaty kredytu, pobierał czynsze oraz odpowiednie procentowe wynagrodzenie. Metoda ta ogranicza ryzyko inwestora. Podobnie, jak w *project finance*, źródłem spłaty kredytu jest projekt¹².

7.3.1. Tradycyjne techniki finansowania

Wśród tradycyjnych technik finansowania można wyróżnić m.in.:

- finansowanie poprzez kapitał własny, pochodzący z wygospodarowanego zysku,
- finansowanie poprzez kredyt,
- finansowanie poprzez zgromadzenie kapitału pochodzącego z emisji i sprzedaży akcji oraz z obligacji,
- finansowanie ze środków rządowych i gminnych.

Środki własne pozyskane z wygospodarowanego zysku tworzą źródła własne wewnętrzne, z emisji akcji – źródła własne zewnętrzne. Udział wygospodarowanych bezpośrednich środków własnych na rozwiniętych rynkach nieruchomości nigdy nie jest duży. Nieruchomość, jak pamiętamy, jest dobrem kapitałochłonnym; jego nabycie wy-

¹¹ Por. K. Czerkas, *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności deweloperskiej*, „Biblioteka Bankowca”, Twigger, Warszawa 2001.

¹² Por. R. Matkowski, *Nowe metody finansowania inwestycji w nieruchomości a rozwój rynku nieruchomości w Polsce*, [w:] W. Karaszewski (red.), *Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski w latach 1990–1999*, Uniwersytet im. M. Kopernika, Toruń 2000, s. 156–157.

maga zaangażowania kapitału o wysokiej wartości. Inwestor będzie dążył do zwiększenia kapitału własnego poprzez emisję akcji bądź do sfinansowania przedsięwzięcia za pomocą długu, np. poprzez zaciągnięcie kredytu czy emisję obligacji.

Inwestora w nieruchomości wyróżnia zatem od innych typów inwestorów mały udział kapitału własnego i duży udział kredytów. Przy inwestycjach przynoszących dochód, kredyt jest spłacany z bieżących dochodów z nieruchomości, przy inwestycjach niedochodowych, np. służących poprawie warunków mieszkaniowych inwestora, źródłem spłaty kredytu będą własne dochody.

Na rynkach zachodnich rozwinęły się różne rodzaje kredytów, takich jak: kredyty terminowe, kredyty syndykatowe (konsorcjonalne), hipoteczne, rewalwingowe czy wieloopcyjne udogodnienia finansowe (*multi-option financing facilities* – MOFF-s).

Kredyty terminowe umożliwiają uzyskanie środków finansowych w całości lub etapami. Są udzielane na określone terminy i nie mogą być wypowiedziane przed datą spłaty. Ten rodzaj kredytu jest oprocentowany na poziomie rynkowych stóp procentowych w okresie objętym umową. Banki mogą ustalić niższą stopę procentową, jeżeli kredytobiorca korzysta z komercyjnego ubezpieczenia hipotecznego kredytu, zabezpieczenia przed wzrostem stopy procentowej bądź też dana nieruchomość została wstępnie wynajęta¹³.

Kredyt terminowy zwykle sięga 70–75% planowanych kosztów lub wartości ukończonej inwestycji. Kredyty terminowe mogą zawierać opcje o tzw. prawie regresu lub ograniczonym prawie regresu. Kredyty z prawem regresu umożliwiają kredytodawcy całkowity regres wobec finansów kredytobiorcy, co oznacza, że przy zwrocie w spłacie kredytodawca ma uprzywilejowane roszczenia względem spłaty odsetek od aktywów kredytobiorcy.

W przypadku realizacji dużych przedsięwzięć deweloperskich potrzebne środki finansowe przekraczają możliwości jednego kredytodawcy. Zaczęto organizować syndykaty różnych banków, z których jeden pełni funkcję menedżera kredytu, koordynującego działalność konsorcjum banków. Syndykalizacja umożliwia mniejszym bankom uczestniczenie w procesie finansowania, zapewnia elastyczność bankom i kredytobiorcom: „Tak na przykład, jeżeli określone bankowi brakuje pieniędzy, wówczas może on skierować danego kredytobiorcę do innego członka syndykatu banków, do którego należy. Z drugiej strony, jeżeli dany kredytobiorca nie jest usatysfakcjonowany warunkami oferowanymi mu przez jednego z członków syndykatu, może on wystąpić do innych członków albo zawrzeć umowę na bardziej odpowiadających mu warunkach”¹⁴. Bank wiodący ma prawo regresu wobec aktywów kredytobiorcy. Prawa regresu wobec banku wiodącego nie mają pozostałe banki. Syndykalizacja odegrała na Zachodzie bardzo ważną rolę w zakresie uaktywnienia rynku nieruchomości. Umożliwiła wejście do sektora nieruchomości wielu małym bankom.

Podstawową formą finansowania z wykorzystaniem źródeł obcych są kredyty o zabezpieczeniu hipotecznym. Należą do grupy kredytów długoterminowych, o okresie spłaty od 5 do 30 lat. Na rozwiniętych rynkach są udzielane zwykle przez instytucje, często towarzystwa ubezpieczeniowe na życie (np. w Niemczech prywatne banki hipo-

¹³ Aby zmniejszyć ryzyko, wielu kredytodawców żąda zawarcia wstępnej umowy o najem. Por. S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, op.cit., s. 149.

¹⁴ *Ibidem*, s. 147.

teczne są i
pieczeniow

Przy u
przez usta
z nierucho

W wa
w umowie
teką może
W wielu kr
spłaca krec

Warur
z odsetkan
nia i równy
spłatę odse
dytowego
świadczy r
spłata krec
Ten typ kr
przychody
realizacji p
kredytu, ni

Wedłu
jach Unii I
euro. Rola
zróżnicowa
dowane są

- obec
- wania w ni
- rolę i
- cech

oraz proces

Na ryn
tucjonalne
kredyt ten

Szybki
zacji. Seku
stanowią p
ciowych. Je
(np. nieruci
na których
cji, sekuryty

¹⁵ Por. I
Nieruchomoś

teczne są przeważnie własnością dużych banków komercyjnych lub towarzystw ubezpieczeniowych).

Przy umowie o kredyt hipoteczny kredytobiorca przyznaje kredytodawcy – poprzez ustanowienie hipoteczne – prawo dochodzenia zaspokojenia swego roszczenia z nieruchomości, bez względu na to, czyją stała się własnością.

W warunkach polskich w przypadku niespłacenia kredytu w przewidzianym w umowie kredytowej terminie, zaspokojenie banku z nieruchomości obciążonej hipoteką może nastąpić wyłącznie w drodze sądowego postępowania egzekucyjnego. W wielu krajach zachodnich nieruchomość jest formą zastawu – jeśli kredytobiorca nie spłaca kredytu, banki mają prawo przejąć tę nieruchomość.

Warunki spłaty kredytu są bardzo zróżnicowane – mogą zakładać spłatę kredytu z odsetkami w równych ratach (tzw. kredyt annuitetowy, o stałej stopie oprocentowania i równych ratach rocznych), w zróżnicowanych ratach, a nawet uwzględniać jedynie spłatę odsetek, natomiast zwrot kredytu dopiero w momencie zakończenia okresu kredytowego czy w momencie sprzedaży nieruchomości. O elastyczności tych kredytów świadczy również kombinacja przewidująca „wakacje odsetkowe”. W tym przypadku spłata kredytu wraz z odsetkami występuje dopiero na koniec okresu kredytowego. Ten typ kredytowania znajduje zastosowanie dla finansowania inwestycji, w których przychody z dzierżaw czy najmu nie zapewniają obsługi zadłużenia w pierwszych latach realizacji przedsięwzięcia. Oczywiście, kredytodawca nalicza wyższą końcową spłatę kredytu, niż wynikałoby to z regularnych spłat.

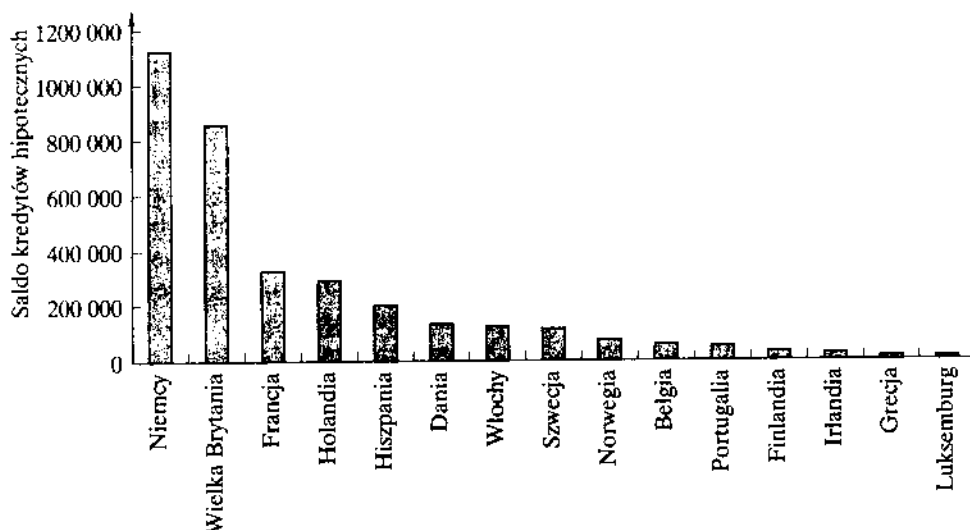
Według danych Europejskiej Federacji Hipotecznej zadłużenie hipoteczne w krajach Unii Europejskiej i Norwegii wyniosło w 1996 r. 1,5 bln euro, w 2000 r. 3,7 bln euro. Rola kredytu hipotecznego w finansowaniu rynku nieruchomości jest bardzo zróżnicowana w poszczególnych krajach, o czym świadczy rysunek 7.1. Różnice spowodowane są szeregiem czynników, m.in.:

- obecnością lub brakiem ulg podatkowych (ulgi podatkowe zachęcają do inwestowania w nieruchomości),
- rolą inwestorów instytucjonalnych na rynku nieruchomości,
- cechami prawnymi kredytu hipotecznego (postępowanie w sytuacji upadłości oraz procedura egzekucji i przejęcia nieruchomości).

Na rynkach wspomaganych przez ulgi podatkowe, o silnym udziale inwestora instytucjonalnego, na których kredyt hipoteczny stwarza bezpieczeństwo dla kredytodawcy, kredyt ten staje się podstawową techniką finansowania działalności inwestycyjnej.

Szybki rozwój kredytów hipotecznych na Zachodzie jest możliwy dzięki tzw. sekurytyzacji. **Sekurytyzacja** polega na utworzeniu puli aktywów przynoszących dochody, które stanowią podstawowe zabezpieczenie i źródło finansowania dla emisji papierów wartościowych. Jest to kreacja łatwo zbywalnych papierów w zamian za trudniej zbywalne aktywa (np. nieruchomości). Początkowo poddawane jej były jedynie wierzytelności hipoteczne, na których emitowano papiery dłużne. W miarę wzrostu popularności tego typu transakcji, sekurytyzacja zaczęła się upowszechniać na inne klasy aktywów niehipotecznych¹⁵. Se-

¹⁵ Por. D. Szkaradek, M. Nosko, *Sekurytyzacja bankowych wierzytelności hipotecznych*, „Finansowanie Nieruchomości” 2004, nr 1, s. 26–30.



Rysunek 7.1. Salda kredytów hipotecznych w Europie w 2000 r. w mln euro w rozbięciu na kraje (dane dotyczące Luksemburga – 1997 r.)

Źródło: na podstawie *Rynek nieruchomości i kredyty hipoteczne w krajach Unii Europejskiej i Norwegii oraz w Polsce*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Zeszyt Hipoteczny nr 17, Warszawa 2003 s. 21.

kurytyzacja na rynku nieruchomości próbuje wykorzystać podstawową i najlepszą cechę nieruchomości, jaką jest stałość w miejscu, wraz z jej najgorszą cechą, jaką jest jej mała płynność. Stałość w miejscu powoduje, że nieruchomość stanowi dobre zabezpieczenie kredytów, cecha małej płynności zostaje ograniczona poprzez emisję papierów wartościowych opartych na wierzytelnościach (*mortgage backed securities* – MBS¹⁶ w Stanach Zjednoczonych¹⁷). Papiery MBS stanowią część bardzo prężnie rozwijającego się segmentu rynku papierów wartościowych – ABS (*asset backed securities*), zabezpieczonych na określonych rodzajach aktywów.

Również na europejskim rynku kredytu hipotecznego emisje długoterminowych papierów wartościowych odgrywają istotną rolę, chociaż formy finansowania tego rynku są zróżnicowane w poszczególnych krajach. MBS-y refinansują w Europie jedynie 1% aktywów hipotecznych, co stanowi bardzo niski odsetek w porównaniu do rynku amerykańskiego (50%)¹⁸. W Europie technikę tę zastosowali Anglicy – w 2000 r. udział

¹⁶ Termin MBS powstał w 1981 r. dla określenia papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucję rządową w Stanach Zjednoczonych – Fannie Mae. Obecnie tym mianem określa się wszystkie typy hipotecznych papierów wartościowych, w tym także obligacje hipoteczne. Hipoteczne papiery wartościowe w Stanach Zjednoczonych obejmują papiery o charakterze udziałowym (np. tzw. *pass-through security*, czyli transferowe papiery wartościowe, umożliwiające przekazanie spłat kredytu hipotecznego z tytułu odsetek i kapitału posiadaczowi papieru wartościowego) lub zobowiązaniowym (np. obligacje hipoteczne).

¹⁷ Por. M. Rogowski, *Sekurytyzacja kredytów hipotecznych*, „Bank” 1997, nr 9.

¹⁸ Por. *Rynek nieruchomości i kredyty hipoteczne w krajach Unii Europejskiej, Norwegii oraz w Polsce*, op.cit., s. 32.

papierów
ona stos
W w
zwanym
czeniem
matyczn
otrzyma
są wyspe
wiązane
ten rodz
mogą za
szy udzia

Oba
mają zap
ne instytu
żanie kap
aktywa n
się na jec
mu, jak li
nia wynil
gają jedr
i ubezpie

¹⁹ Ibid.

²⁰ W.

sowanie nie

²¹ Por

papierów MBS w finansowaniu nowo udzielanych kredytów wynosił 11%. Obecnie jest ona stosowana również w Irlandii (22%), w Hiszpanii (6%) i Holandii (9%)¹⁹.

W wielu krajach europejskich istotna rola przypada papierom wartościowym, nazywanym listami zastawnymi (por. tab. 7.1). Przynoszą one stały dochód, a ich zabezpieczeniem są wartości hipoteczne. Nabywca listu zastawnego jest upoważniony do systematycznego otrzymywania stałego oprocentowania od nominalnej wartości oraz do otrzymania w chwili wykupu kwoty równej wartości nominalnej. Organizatorem emisji są wyspecjalizowane banki hipoteczne, które – w razie braku nabywców – są zobowiązane wykupić te walory. Okres emisji jest długi – sięga od 10 do 25 lat. Ponieważ ten rodzaj papieru wartościowego może nie zabezpieczyć przed inflacją, nabywcy mogą zażądać uczestnictwa w kapitale poprzez zamianę obligacji na akcje²⁰. Największy udział w emisji listów zastawnych mają Niemcy i Dania.

Tabella 7.1. Wartość listów zastawnych w mln euro

Kraj	Wartość listów zastawnych w obieg (w mln euro)	Udział w całości (w procentach)
Dania	264 708	29,0
Niemcy	245 583	44,0
Hiszpania	11 539	2,0
Francja	47 701	9,0
Holandia	973	0,2
Austria	4 542	0,8
Szwecja	71 321	12,0
Norwegia	15 815	3,0
Razem	562 182	100,0

Źródło: na podstawie *Rynek nieruchomości i kredyty hipoteczne w krajach Unii Europejskiej, Norwegii oraz w Polsce*, op.cit., s. 31.

Oba systemy (MBS i listy zastawne) nie są tożsame. Nabywcy listów zastawnych mają zapewnioną ochronę, bowiem emisja jest dokonywana tylko przez licencjonowane instytucje kredytowe. Ustanowiony jest szczególny nadzór nad emitentami. Odmrażanie kapitału poprzez emisję listów zastawnych nie jest formą sekurytyzacji, bowiem aktywa nie wychodzą z bilansu. Natomiast system *mortgage backed securities* nie opiera się na jednolitej podstawie prawnej i nie podlega tak surowemu nadzorowi bankowemu, jak listy zastawne. Papiery te mogą być emitowane bez dodatkowego zabezpieczenia wynikającego z przepisów dotyczących kapitału własnego i wypłacalności, wymagają jednak wyższych kosztów emisji, rejestracji na giełdzie, kosztów adwokackich i ubezpieczenia²¹.

¹⁹ *Ibidem*, s. 32.

²⁰ W. Grzegorzcyk, *Rynek papierów wartościowych*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1991, s. 7–9; S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, op.cit.

²¹ Por. W. Planeta, *Instrumenty dłużne na rynku nieruchomości*, „Home and Market” 1998, nr 4.

Dzięki papierom wartościowym stało się możliwe uwolnienie kapitału zamrożonego w kredytach hipotecznych, przyczyniając się do zwiększenia funduszy własnych banków. Nic dziwnego, że sekurytyzacja stała się jednym z najważniejszych trendów w bankowości. Jest ona również korzystna dla inwestorów. Umożliwiła powstanie nowego instrumentu finansowego, który – w przeciwieństwie do nieruchomości jako aktywa rzeczowego – jest płynny. Umożliwia tym samym rozszerzenie zainteresowania inwestowaniem w nieruchomości.

Na rynku amerykańskim w latach siedemdziesiątych kredytodawcy zaczęli tworzyć pakiety kredytów udzielanych na rynku pierwotnym i sprzedawać je innym inwestorom. Inwestorzy nabywają udziały w pulach hipotek w formie papierów wartościowych²². W ten sposób kredytodawcy zachowują płynność.

Wśród tradycyjnych technik finansowania na wyróżnienie zasługują techniki wykorzystujące emisję akcji. Do technik opierających się na akcjach należy m.in. emisja akcji i emisja praw poboru. Poprzez emisję akcji, spółki notowane na giełdzie tworzą kapitał akcyjny. Kiedy spółka emituje tzw. akcje zwykłe (upoważniające ich właścicieli, czyli akcjonariuszy, do dywidendy), zgromadzony kapitał reprezentuje źródło własne, chociaż zewnętrzne. Jeżeli spółka emituje tzw. akcje uprzywilejowane, finansowanie jest zbliżone do finansowania poprzez zadłużenie, posiadacz akcji bowiem uzyskuje prawo do stałej dywidendy²³.

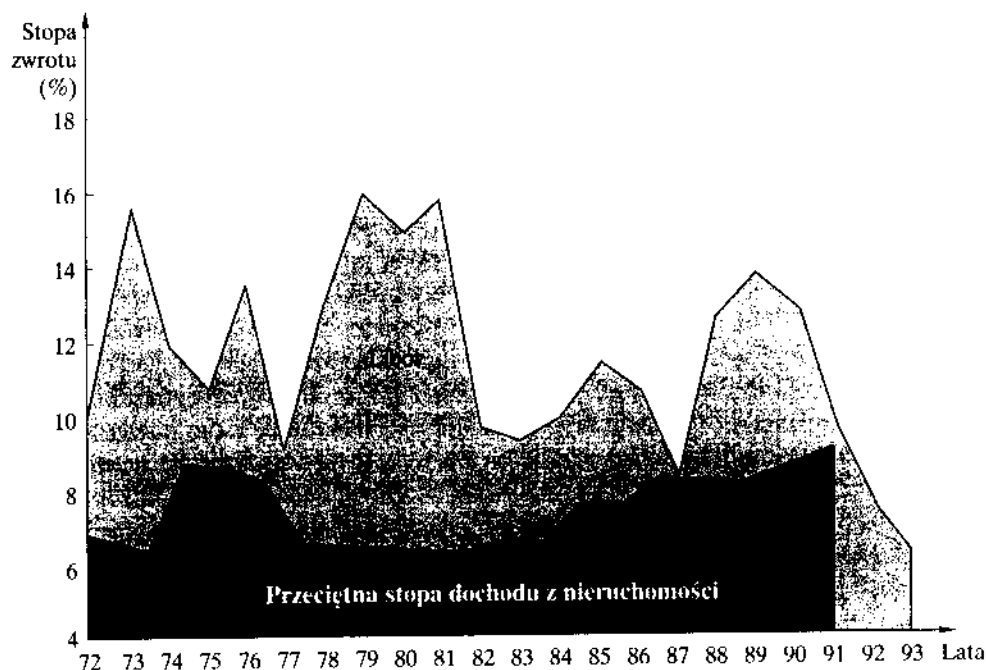
Na rynku nieruchomości rozwinęła się również technika finansowania poprzez emisję praw poboru. Stanowi ona sposób powiększenia kapitału spółki poprzez emisję akcji z prawem zakupu tych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy w określonej proporcji do ich istniejącego stanu posiadania. Aby zachęcić akcjonariuszy do kupna akcji z nowej emisji, są one oferowane z „dyskontem” w stosunku do ich aktualnej ceny rynkowej.

Istotnym źródłem finansowania nieruchomości jest zgromadzenie kapitału poprzez emisję obligacji. Obligacje są papierami wartościowymi, będącymi świadectwem długu. Emisja obligacji jest zatem techniką z obszaru obcych źródeł finansowania. Emitent może zgromadzić potrzebny kapitał opierając się na wartości posiadanych nieruchomości, bez konieczności sprzedaży swoich aktywów. Inwestorzy często sięgają po emisję obligacji w pierwszym etapie funkcjonowania nieruchomości. Potrzebują bowiem kapitału, aby przezwyciężyć tzw. lukę odwróconego przychodu (rys. 7.2). Luka ta stanowi różnicę między początkowym przychodem z nieruchomości a przychodem z długoterminowych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu (obligacji), stanowiącym podstawę ustalenia kosztów obsługi kredytu przez banki. Luka odwróconego przychodu rozwija się zwłaszcza w okresie inflacji. Dopiero kolejne korekty czynszów pozwalają poprawić relację między dochodem z nieruchomości a kosztem obsługi kredytów.

Na rozwiniętych rynkach finansowania nieruchomości istnieje duża różnorodność obligacji. Przyjmują one formę długoterminowej pożyczki o stałym oprocentowaniu, udzielanej przez kupującego na 15, a nawet 35 lat. W okresach inflacyjnych atrakcyj-

²² Ch.H. Wutzebach, M.E. Miles, *Modern Real Estate*, J. Wiley and Sons, Inc., New York 1991, s. 463–481.

²³ A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit., s. 70.



Rysunek 7.2. Luka odwróconego przychodu

Źródło: na podstawie S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, op.cit.

ność tych papierów wartościowych, z powodu stałego ich oprocentowania, ulega zmniejszeniu.

W celu przezwyciężenia luki odwróconego przychodu, na rynku brytyjskim zaczęto emitować tzw. obligacje z głębokim dyskontem, sięgającym nawet 15% poniżej wartości nominalnej. Nabywca nie tylko uzyskuje dochód w postaci oprocentowania, ale – poprzez dyskonto – dodatkową kwotę rekompensującą mu niższe oprocentowanie w stosunku do ceny giełdowej. Emitent ma możliwość dostosowania spłaty odsetek do wpływów kasowych z nieruchomości.

Podmiotami, które szczególnie chętnie mogą sięgnąć po emisje obligacji, by pozyskać środki finansowe na realizację inwestycji na rynku nieruchomości, są miasta i gminy. Sięgają one po obligacje, jako źródło pozyskania kapitału, jeżeli układ stóp procentowych wskazuje, że emisje te są tańsze od kosztu pozyskania kredytu. To źródło kapitału staje się opłacalne przy odpowiedniej wielkości emisji. Emitenci mogą pozyskiwać kapitał nie tylko na rynku wewnętrznym. Emisja euroobligacji, pozwalająca uzyskiwać środki finansowe na rynkach międzynarodowych²⁴, wpłynęła pozytywnie na rozwój rynku nieruchomości. Są one emitowane i zbywane poza krajem emitenta, a wyrażane w walucie kraju, z którego pochodzi nabywca.

²⁴ Por. m.in. A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit. W Polsce przykładem papierów komercyjnych są tzw. KWIT-y.

Jedną z technik finansowania na rynku nieruchomości są papiery komercyjne. Są to niegwarantowane weksle własne, wyemitowane przez spółki o wysokiej wiarygodności kredytowej na cele kredytu krótkoterminowego. Są sprzedawane inwestorom poszukującym krótkoterminowej lokaty dla nadwyżek gotówki, bez pośrednictwa banku. Spółka, zamiast zaciągnąć kredyt bankowy, emituje krótkoterminowe papiery wartościowe. Papier komercyjny jest sprzedawany z dyskontem, a odsetki są płatne w momencie wykupu. Papiery te są krótkoterminowe, ale często są rolowane, tzn. po upływie jednego okresu nabywca nabywa następny papier²⁵.

Na rynku europejskim od 1962 r. pojawił się leasing nieruchomości. O dynamice jego rozwoju świadczą liczby zestawione w tabeli 7.2. Najsilniejszy rozwój leasingu wystąpił w Niemczech, Francji i we Włoszech. Leasing nieruchomości w tych krajach stanowił w 2003 r. ponad 76% europejskiego rynku²⁶. W Stanach Zjednoczonych i w Kanadzie wartość umów leasingowych jest dwukrotnie wyższa.

Tabela 7.2. Leasing nieruchomości w Europie w latach 1986–2003 (w mld euro)

Lata	Leasing nieruchomości	Udział w rynku leasingu	Dynamika w procentach (rok poprzedni = 100%)
1986	4,7	13,0	–
1987	7,6	14,7	161,7
1988	9,9	14,2	130,3
1989	11,5	14,0	116,2
1990	16,1	16,9	140,0
1991	13,6	14,4	84,5
1992	13,5	15,2	99,3
1993	12,4	15,6	91,9
1994	13,9	16,2	112,1
1995	15,5	16,3	111,5
1996	15,2	14,2	98,1
1997	15,9	13,3	104,6
1998	19,0	13,8	119,5
1999	25,0	16,0	131,6
2000	27,8	15,6	111,2
2001	33,4	17,3	120,1
2002	38,9	19,6	116,5
2003	35,7	18,4	91,8

Źródło: na podstawie M. Okręglicka, *Wybrane aspekty leasingu nieruchomości w Polsce i w Europie*, op.cit., s. 133.

²⁵ Ibidem, s. 67–68.

²⁶ Por. M. Okręglicka, *Wybrane aspekty leasingu nieruchomości w Polsce i w Europie*, [w:] H. Henzel (red.), *Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2005, s. 134.

Le
wania.
umowy
obiekta
asingu
umów
okresy

W
nuje sto
westycje
strony i
mości o
nieruch
gu, pon
środowi
mości. I
biorcą p
ciwego i
gu nie j
nych kry
asing op
ruchomo
strzenie
bezpośre

W le
nosi kos
opłaty o
tzw. wart
kończeni
lub zakup
nia umov

W le
kapitał c
z chwilą
amortyzac
konserwa
Opłaty te
podstawę

Leas
ne, jak i
stora, zwi
tzw. leasi

²⁷ Ibid

Leasing nieruchomości oznacza przekazanie jej przez leasingodawcę do użytkowania. Leasingodawca pozostaje właścicielem przedmiotu leasingu na czas trwania umowy. Umowa leasingu przewiduje z reguły opcję jej przedłużenia lub opcję kupna obiektu po wygaśnięciu kontraktu. Leasingobiorca płaci ratę leasingową. Umowa leasingu na nieruchomości jest zawierana zwykle na długie okresy, minimum 6–7 lat. Dla umów na obiekty o dużych wartościach, np. obiekty hotelarskie względnie biurowe, okresy leasingu sięgają nawet 30 lat.

W umowie leasingu występuje firma leasingowa, która finansuje inwestycje, wykonuje stosowne ekspertyzy prawne związane z nabyciem gruntu, projektuje, realizuje inwestycje, a nawet nadzoruje budowę. Działalność tę podejmuje z inicjatywy drugiej strony umowy, leasingobiorcy. Leasingobiorca – i to m.in. odróżnia leasing nieruchomości od leasingu innych środków trwałych – nie musi być właściwym użytkownikiem nieruchomości, może ją bowiem wynajmować. Komplikuje to znacznie umowy leasingu, ponieważ odpowiedzialnym z tytułu podatków od nieruchomości, zanieczyszczeń środowiska, za podłączenie nieruchomości do mediów jest prawny właściciel nieruchomości. Nie ma on żadnych możliwości odwoławczych, nawet gdy umowa z leasingobiorcą przenosi ciężar odpowiedzialności na niego. Pojawienie się najemcy, jako właściwego użytkownika, może stanowić źródło dodatkowych problemów. Umowa leasingu nie jest umową jednorodną. Umowy leasingu klasyfikowane są według różnorodnych kryteriów, np. według charakteru prawnopodatkowego umowy wyróżnia się leasing operacyjny i finansowy, według przedmiotu umowy: leasing zabudowanych nieruchomości, leasing zwrotny i leasing inwestycji w fazie budowy, według zasięgu przestrzennego: leasing krajowy i międzynarodowy²⁷, z uwagi na liczbę podmiotów: leasing bezpośredni, pośredni i typu *non-recourse*.

W leasingu operacyjnym leasingodawca dokonuje odpisów amortyzacyjnych, ponosi koszty remontów, konserwacji, podatków i ubezpieczeń. Koszty te są elementem opłaty obciążającej leasingobiorcę. Umowa zawiera również ustalenia obu stron co do tzw. wartości rezydualnej, czyli z góry określonej wartości przedmiotu leasingu po zakończeniu umowy. Może ona stanowić podstawę naliczania rat innemu leasingobiorcy lub zakupu przedmiotu leasingu, bądź podstawę kalkulacji rat w przypadku przedłużenia umowy lub zakupu przedmiotu leasingu przez dotychczasowego leasingobiorcę.

W leasingu finansowym leasingobiorca zwraca leasingodawcy cały zaangażowany kapitał oraz koszty jego finansowania. Staje się właścicielem przedmiotu leasingu z chwilą zapłacenia ostatniej raty leasingowej. Ten rodzaj leasingu wymaga możliwości amortyzowania środka trwałego przez leasingobiorcę, ponoszenia kosztów remontów, konserwacji i innych wydatków. Ponosi on opłatę leasingową na rzecz leasingodawcy. Opłaty te, wliczane w koszty jego działalności bieżącej, zmniejszają dochód, a więc podstawę naliczania podatku dochodowego od osób prawnych.

Leasing nieruchomości może obejmować zarówno nieruchomości już zabudowane, jak i inwestycje w toku. Wtedy firma leasingowa przejmuje część obowiązków inwestora, związanych z realizacją inwestycji. Istotną rolę na rynku nieruchomości odgrywa tzw. leasing zwrotny – właściciel nieruchomości sprzedaje ją finansującemu, a następ-

²⁷ *Ibidem*, s. 129.

nie bierze ją w użytkowanie w wyniku zawartej umowy leasingowej. Użytkujący pozyskuje płynny kapitał, który może przeznaczyć na bieżącą działalność.

Leasing nieruchomości może przyjmować postać tzw. leasingu pośredniego, kiedy uczestnikiem umowy jest – oprócz właściciela i leasingobiorcy firma leasingowa, lub leasingu bezpośredniego, kiedy właściciel leasingu proponuje klientowi formę sprzedaży niepołączoną z bezpośrednim rozliczeniem. Umowa zawiera opcję zakupu nieruchomości po jej wygaśnięciu²⁸.

Leasing typu *non-recourse* polega na tworzeniu przez firmę leasingową odrębnej spółki celowej dla każdej transakcji leasingowej. Spółka ta zajmuje się wyłącznie zawarciem umowy leasingu, a firma leasingowa pełni rolę aranżera transakcji, wyszukuje klienta i pozyskuje źródła finansowania, zarządza i administruje spółkami „córkami”. Pozwala to ograniczyć ryzyko transakcji poprzez przeniesienie go na spółkę celową²⁹.

W przypadku leasingu, jako źródła finansowania nieruchomości, osiąga się zwykle większy efekt dźwigni finansowej niż w przypadku kredytu bankowego.

Przedmiotem leasingu może być każda nieruchomość gruntowa, budynkowa czy lokalowa, może nią być np. biblioteka uniwersytecka z pełnym wyposażeniem, szpital, względnie klinika z kilkunastoma salami operacyjnymi, odcinki autostrad, obiekty produkcyjne, handlowe i inne. Specyfika nieruchomości, głównie jej trwałość i wysoka kapitałochłonność powodują, że ryzyko zawierania umów leasingowych oceniane jest jako duże i dlatego rozwój leasingu wymaga m.in. stabilnego ustawodawstwa, szczególnie ustawodawstwa podatkowego, uregulowanych stanów prawnych nieruchomości, dostępu firm leasingowych do długookresowych źródeł finansowania, np. 10 czy 20 lat przy stałym koszcie kredytu³⁰.

Jedną z technik finansowania są tzw. MOFF-y, czyli wieloopcyjne udogodnienia finansowe. Obejmują one różne opcje finansowe połączone w jednym pakiecie. Pakiet ten mogą tworzyć np. umowy wielowalutowe, kredyty konsorcjalne, papiery komercyjne, dostęp do rynku euroobligacji. Kredytobiorca może wybrać taki pakiet finansowy, który będzie najlepiej zaspokajał jego potrzeby. Ta technika finansowania, przyznawana na okres od 2 do 10 lat, jest dostępna tylko dla największych inwestorów lokujących w sektorze nieruchomości³¹.

Władze rządowe czy lokalne mogą zachęcać do podejmowania inwestycji w preferowanych branżach czy regionach poprzez przyznawanie ulg inwestycyjnych, rozwijanie stref przedsiębiorczości czy udzielanie subwencji. Jednakże bodźce podatkowe oraz dotacje, a więc środki pochodzące z sektora państwowego, odgrywają relatywnie niewielką rolę w finansowaniu rynku nieruchomości. Ulgi i dotacje są kierowane do tych obszarów, które sektor prywatny zazwyczaj ignoruje. Tradycyjnym obszarem stosowania subwencji jest mieszkalnictwo. W większości krajów o gospodarce rynkowej stosuje się wiele form podmiotowego i przedmiotowego (indywidualnego) subwencjonowania. Do najważniejszych należą:

²⁸ *Ibidem*, s. 130.

²⁹ *Ibidem*, s. 131.

³⁰ M. Lisowski, *Leasing nieruchomości w Polsce. Stan obecny, trudności, perspektywy*, [w:] *Rynek nieruchomości w Polsce – rozwój bez granic*, Kongres Polskiej Federacji Rynku Nieruchomości, Warszawa 1998.

³¹ A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit., s. 64–65.

• „
ściowo-
celu in:
• t
stwa cz
• u
mont li
• d
(...) z ty
• s
• s
go – z j
droższe
• s
czędze:

W
jącym i
pomoc
łów bu
udziela
Po
Wszedł
stałych
wało n
i przyzi
kowego
Do naj
• w
w stosu
za kosz
niski p
• b
środkó
• ti
m.in. n
misji, n
biorców

Sp
niką fir
bardzo

32
Mieszka

- „premie z tytułu oszczędzania na mieszkanie za pośrednictwem kas oszczędnościowo-budowlanych (w Niemczech i Austrii rozwinęły się specjalnie powołane w tym celu instytucje – Bausparkassen, we Francji kasy prowadzone są przez banki),
- tzw. subwencje procentowe (...), polegające na pokryciu ze środków budżetu państwa części rynkowego oprocentowania kredytów budowlanych,
- ulgi podatkowe z tytułu podatków poniesionych na budowę względnie kupno, remont lub modernizację mieszkania,
- dodatki mieszkaniowe, pokrywające część płaconego czynszu bądź inne opłaty (...) z tytułu użytkowania mieszkań,
- subwencje, w tym w formie umorzenia części kredytu, na poprawę standardu (...),
- subwencje ryczałtowe, wypłacane przejściowo celem zachęty do zamiany tańszego – z reguły starszego – czynszowego mieszkania komunalnego na inne, stosunkowo droższe mieszkanie,
- subwencje pokrywające częściowo koszty przedsięwzięć prowadzących do zaoszczędzenia energii cieplnej w mieszkaniu”³².

W obecnej postaci systemy subwencjonowania są istotnym, ale jedynie uzupełniającym instrumentem finansowania mieszkalnictwa. Jest ono również finansowane za pomocą mechanizmów nieformalnych, np.: kredytowanie przez dostawców materiałów budowlanych, przez wykonawcę, przez półlegalne parabanki, lombardy, pożyczki udzielane przez rodziców itp.

Polski rynek nieruchomości nie ma jeszcze zbyt rozwiniętych źródeł finansowania. Wszedł on w gospodarkę rynkową ze znacznym opóźnieniem w stosunku do pozostałych segmentów rynku. Na początku okresu transformacji na rynku tym występowało niewiele podmiotów i brak było standardowych procedur analizy wniosków i przyznawania kredytu, dokumentacji i szczegółowych regulacji. Niechęć sektora bankowego do szerszego wchodzenia na rynek nieruchomości wynikała z wielu przyczyn. Do najważniejszych z nich należały:

- wysoka rentowność do 1995 r. obligacji Skarbu Państwa oraz innych kredytów w stosunku do kredytów na potrzeby rozwoju rynku nieruchomości, które są uważane za kosztowne z punktu widzenia nakładu pracy (kredyty budowlane) bądź zapewniają niski przepływ gotówki (kredyty hipoteczne),
- brak doświadczenia sektora bankowego w finansowaniu nieruchomości, brak środków długoterminowych na finansowanie hipoteczne,
- trudny do kwalifikacji poziom ryzyka przy kredytach długoterminowych z uwagi m.in. na: odległe miejsce banku w trakcie postępowania egzekucyjnego, trudności eksmisji, niepewność zmian realnej stopy procentowej czy przyszłych dochodów kredytobiorców.

Spadek stóp procentowych spowodował, że kredyt stał się bardzo popularną techniką finansowania rynku nieruchomości w Polsce. Akcja kredytowa banków wykazuje bardzo dużą dynamikę wzrostu. Łączny stan zadłużenia z tytułu udzielonych kredytów

³² W. Dominiak, *Interwencjonizm w sektorze mieszkaniowym w krajach Europy Zachodniej*, „Sprawy Mieszkaniowe” 1993, nr 4, s. 84–85.

hipotecznych w pierwszym kwartale 2005 r. sięgał niemal 39,4 mld zł. Na przestrzeni 12 miesięcy (kwiecień 2004–marzec 2005) stan zadłużenia z tytułu udzielonych kredytów wzrósł o 26%³³. W pierwszym półroczu 2005 r. banki pożyczyły ponad 10 mld zł, czyli o około 35% więcej niż w pierwszej połowie roku 2004³⁴.

Tylko nieliczne podmioty gospodarcze sięgają po generowanie kapitału na potrzeby rozwoju nieruchomości poprzez emisję akcji. Do spółek, dla których celem emisji akcji było zebranie kapitału przeznaczonego na finansowanie nieruchomości, należy m.in.: Optimus SA, który w emisji „B” zgromadził 8 mld starych złotych, w całości przeznaczając je na zakup sklepów, w celu stworzenia sieci sprzedaży³⁵. W 1995 r. uruchomił w Warszawie na Służewcu centrum biurowe. Spółka ta uznała inwestowanie w nieruchomości za jeden z elementów strategii firmy, który zabezpiecza przed okresową dekoniunkturą branży komputerowej³⁶. Również spółce „Dom-Plast” przychody ze sprzedaży akcji posłużyły do realizacji inwestycji polegającej na budowie hali i odkupieniu dzierżawionego obiektu magazynowego³⁷. Spółka „Prochem” pieniądze pozyskane ze sprzedaży akcji przeznaczyła na budowę Centrum Inwestycyjnego w Warszawie³⁸, zaś były „Exbud” – na budowę Centrum Biznesu w Kielcach. Inwestorem w nieruchomości był również „Elektrim”, właściciel ekskluzywnego pensjonatu „Elektor” w Krakowie i Czaplinku. Spółka planowała utworzenie najpierw w Polsce, później również w krajach byłego ZSRR, sieci hoteli: Elektor (o najwyższym standardzie, z salami konferencyjnymi), Elektor Mile (przy szlakach komunikacyjnych, dla podróżnych), Elektor Derby (w miejscowościach wypoczynkowych) i Elektor Rest (o podstawowym standardzie, za niską cenę)³⁹.

Na polskim rynku nieruchomości obligacje w niewielkim stopniu stają się sposobem uzyskania kapitału lokowanego w nieruchomości. Po tę technikę sięgną przede wszystkim gminy. W strukturze ich źródeł finansowania dochody własne stanowią jednak około 40%, malejący udział wykazują dotacje, skromny udział mają zaś kredyty (4,6% w 1992 i 5,5% w 1994 r.)⁴⁰. Pierwsze emisje obligacji w Polsce były związane z mieszkalnictwem. Podstawową zaletą takiego finansowania inwestycji mieszkaniowych jest możliwość obrotu „wkładem mieszkaniowym”, jakim jest obligacja⁴¹. Obligacja zamienna na prawo własności lokalu mieszkalnego jest pełnoprawnym papierem wartościowym. Może być przedmiotem zbycia, zastawu, darowizny. Emitent w określonym terminie wykupuje obligacje – wykupem jest przeniesienie na obligatariusza własności określonego w obligacji lokalu mieszkalnego. W krótkim okresie może on pozyskać całość środków przewidzianych w emisji. Jako pierwsza wyemitowała obligacje

³³ Por. *Kredyty mieszkaniowe – I kwartał 2005 r.*, „Nieruchomości” 2005, nr 7, s. 30–31.

³⁴ „Nieruchomości” 2005, nr 9, s. 26.

³⁵ A. Sierant, *Pierwsza komputerowa*, „Gra na giełdzie” 1994, nr 4, s. 286.

³⁶ patrz: *Centrum biurowe Optimusa*, „Rzeczpospolita” z 24 stycznia 1995 r.

³⁷ Por. J. Niemociński, *Tworzywa na parkiecie*, „Gra na giełdzie” 1994, nr 8.

³⁸ A. Sierant, *Firma inżynierska*, „Gra na giełdzie” 1993, nr 5.

³⁹ D. Milczarek, *Obok hotelu Grand...*, „Home and Market” 1996, nr 6.

⁴⁰ *Mały Rocznik Statystyczny*, GUS, Warszawa 2003, tabl. 25(268).

⁴¹ W. Czapla, *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

mies:
mies:
na i
w of
gacj
kaln
w ta
nycl

się v
mln
dow
dłow

mer
rów
Pres
dłuż
wycl

rynkl

1997
w pr
791
dzo

mieszkaniowe gmina Międzyrzecz Wielkopolski. Celem emisji było sprywatyzowanie mieszkań komunalnych. Następne emisje przeprowadziły Gorzów Wielkopolski, gmina Braniewo, a także Nadwiślańska Spółka Węglowa. Obligacje były skierowane w ofercie niepublicznej do indywidualnie oznaczonych adresatów, były to zatem obligacje imienne. Ich zbycie mogło następować jedynie wraz ze sprzedażą lokalu mieszkalnego, nabytego za pomocą tychże obligacji. Oprocentowanie obligacji było ustalone w taki sposób, że uzyskane dochody w postaci odsetek wystarczały na pokrycie kolejnych rat za wykupywane mieszkanie.

W latach 1996–1998 na pozyskanie środków poprzez emisję obligacji zdecydowało się w Polsce 48 miast i gmin. Całkowita wartość zrealizowanych emisji wyniosła 820 mln zł. Środki przeznaczone były przede wszystkim na budowę i przebudowę dróg, budowę infrastruktury miejskiej, takiej jak: oczyszczalnie ścieków, wodociągi, centra handlowe, a także na budownictwo mieszkaniowe⁴².

Na polskim rynku nieruchomości słabo jeszcze są rozpowszechnione papiery komercyjne (*commercial paper*), znane w Polsce pod nazwą krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD). Przykładem emisji KPD było podpisanie przez spółkę Echo Press SA umowy o współpracy z Raiffeisen Centrobank w zakresie emitowania bonów dłużnych o wartości 15 mln zł. Celem emisji było wygenerowanie środków finansowych, głównie na rynku mieszkaniowym.

Niewielkie jeszcze znaczenie w polskiej gospodarce, w tym również na polskim rynku nieruchomości, ma leasing – por. tabela 7.3.

Tabela 7.3. Rynek leasingu nieruchomości w Polsce w latach 1997–2003 (mln zł)

Lata	Leasing nieruchomości	Udział w rynku leasingu (w procentach)	Dynamika w procentach (rok poprzedni = 100%)
1997	47	1,1	–
1998	1029	13,5	2189,4
1999	1693	17,2	164,5
2000	1378	14,7	81,4
2001	1330	15,9	96,5
2002	838	9,5	63,4
2003	625	5,5	74,6

Źródło: na podstawie M. Okręglika, *Wybrane aspekty leasingu nieruchomości w Polsce*, op.cit., s. 134–135.

Pierwsze transakcje leasingu w Polsce zawarte zostały w roku 1997. W latach 1997–2000 leasing funkcjonował jako umowa nienazwana, tzn. nie była określona w prawie polskim. Umowa ta została zdefiniowana w 2000 r. w kodeksie cywilnym (art. 791 k.c.). Rynek leasingu nieruchomości w Polsce jest wciąż rynkiem młodym, o bardzo zmiennej dynamice. Dynamiczny rozwój odnotowano do 2000 r. Od 2000 r., wraz

⁴² Por. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, WN PWN, Warszawa 2002, s. 288–289.

ze spadkiem aktywności gospodarczej i pojawieniem się ograniczeń w finansowaniu firm leasingowych przez polskie banki, wartość zawartych umów spadła. Pomimo poprawy sytuacji gospodarczej rynek ten nadal nie wykazuje wzrostów. Wciąż dominują na nim jednorazowe, nietypowe bądź wręcz przypadkowe transakcje, co powoduje gwałtowne wahania. Rynek ten w Polsce jest obszarem niewykorzystanym i można prognozować, że w następnych latach będzie się rozwijać⁴³.

Ustawodawca stworzył również w Polsce podstawy prawne emisji listów zastawnych i papierów wartościowych, umożliwiających sekurytyzację. Zapewniła to ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 940). Pierwsza emisja listów zastawnych została przeprowadzona w 2000 r. przez Rheinhyp – BRE Bank Hipoteczny SA, który wyemitował 5-letnie listy zastawne o wartości 5 mln zł każdy. Łączna wartość emisji wyniosła 100 mln zł. Rozmiar emisji listów zastawnych nie jest duży – do końca czerwca 2003 r. stanowiły one niecałe 3% rynku pozaskarbowych papierów dłużnych⁴⁴.

W polskim prawie, w wyniku nowelizacji ustawy prawo bankowe (Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 150), przyjęte zostały również regulacje umożliwiające sekurytyzację aktywów bankowych. Są one zgodne z powszechnie przyjętą praktyką transakcji restrukturyzacyjnych⁴⁵.

7.3.2. Asekuracyjne techniki finansowania

Techniki finansowania nieruchomości podlegają ciągłej ewolucji. W ostatnich latach na rynku nieruchomości pojawiły się nowe techniki finansowania przedsięwzięć. Noszą one nazwę technik alternatywnych⁴⁶ lub asekuracyjnych⁴⁷ i dotyczą głównie kredytów bankowych. Banki dostarczają kredytów o zmiennej stopie procentowej. Ostrożni inwestorzy zaczęli dążyć do asekurowania się przed ryzykiem zmiany oprocentowania udzielonych kredytów. W sektorze nieruchomości, gdzie udział kredytów jest znacznie wyższy, niż w innych rodzajach działalności, wzrost stopy procentowej może niekorzystnie zwiększyć ryzyko kredytobiorcy – obniża efektywność projektów inwestycyjnych, czyniąc wiele z nich niedochodowymi. Dlatego też gra o stopę procentową otworzyła nowe możliwości finansowania nieruchomości. Rozwinęły się techniki zabezpieczeń, określane jako *hedging*, dające inwestorowi pewne możliwości zabezpieczenia się przed ryzykiem zmiany ceny kredytu⁴⁸.

⁴³ *Ibidem*, s. 135 i 143.

⁴⁴ B. Półtorak, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CEDEW PL. Wyd. Fachowe, Warszawa 2005, s. 100.

⁴⁵ Por. N. Jeziotowicz, J. Mach, *Sekurytyzacja aktywów bankowych w prawie polskim*, „Finansowanie nieruchomości” 2004, nr 1, s. 44–53.

⁴⁶ Por. N. Dubben, S. Sayce, *Property Portfolio Management an Introduction*, Routledge, London, New York 1991, s. 246–247.

⁴⁷ Por. S. Lee, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych*, *op.cit.*, s. 152.

⁴⁸ Istotę transakcji hedgingowych (zabezpieczających) opisuje m.in. W. Dębski. Por.: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, *op.cit.*, s. 339–346.

Sterowanie stopą procentową może odbywać się za pomocą różnych instrumentów finansowych, takich jak transakcje typu *swap*, *cap*, *floor* i *collar*, operacje terminowe⁴⁹.

Swap, termin angielski, oznacza wymianę. Transakcje swapowe pozwalają na wymianę długów ze stałą stopą oprocentowania na dług ze zmienną stopą oprocentowania, lub odwrotnie – w zależności od tego, jaka stopa (stała czy zmienna) odpowiada w danej chwili strategii spółki (inwestora). Transakcje swapowe są przeprowadzane za pośrednictwem banku, który otrzymuje za tę usługę prowizję⁵⁰.

Obszarem stosowania transakcji typu *swap* jest rynek kredytów hipotecznych. Jest to rynek kredytów długoterminowych, na którym optymalnym instrumentem kredytowym byłby tzw. kredyt annuitetowy, o stałej stopie oprocentowania i równych ratach rocznych. Taki sposób spłaty długu jest możliwy do zastosowania w warunkach niskiej inflacji. W warunkach inflacyjnych muszą być wykreowane rozwiązania, umożliwiające przesunięcie części obciążeń na późniejsze lata. Kredytodawcy redukują ryzyko finansowe, związane ze słabą korelacją między kosztem kapitału a dochodami z odsetek od kredytów, zmieniając na rynku kapitałowym instrumenty o stałej stopie na instrumenty o zmiennej stopie⁵¹. Dochody kredytodawcy mogą być wtedy porównywalne ze zmieniającymi się kosztami pozyskiwania kapitału. Ryzyko zmiennej inflacji jest wtedy przerzucane na kredytobiorców⁵².

Cap („kaptur”) jest uważany za najbardziej popularny instrument zabezpieczający⁵³. Przyjmuje on formę kontraktu, w którym zostaje nałożony limit na maksymalny wzrost stopy procentowej, należnej w ciągu okresu trwania kredytu. W kontrakcie zostaje sprecyzowana wartość kredytu, maksymalna stopa procentowa i okres trwania. **Cap** nabywany jest od banku. Kupujący, w zamian za gwarancję, przekazuje sprzedającemu premię płatną w momencie zawarcia umowy. Premia zmienia się w zależności od stopnia zabezpieczenia, tzn. koszt będzie wyższy przy ochronie przed niewielkim wzrostem w porównaniu z ochroną przed dużym wzrostem.

Jeżeli stopa oprocentowania przekracza poziom ustalony w kontrakcie, np. wynosi 10% wobec ustalonej 8,5%, bank zapłaci spółce różnicę stóp, czyli 1,5%, a cały koszt kredytu wyniesie $10\% + 1\%$ (premia) $- 1,5\% = 9,5\%$.

Dwa następne instrumenty finansowe dotyczące stopy oprocentowania, występujące na rynku nieruchomości, to *floor* i *collar*. **Floor**, czyli parkiet, określa kontrakt, w którym bank daje gwarancję minimalnej stopy oprocentowania kredytu dla nabywcy. Podobnie jak przy kontrakcie typu *cap*, kupujący, w zamian za gwarancję, przekazuje

⁴⁹ Por. A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit., s. 152–154.

⁵⁰ Przykład działania mechanizmu „swap” podaje Z. Nowik. Z. Nowik, *Nowe instrumenty finansowe i giełdy przyszłości*, Softdesign, Warszawa 1994, s. 54.

⁵¹ Walne Zgromadzenie Europejskiej Federacji Hipotecznej, „Świat Nieruchomości” 1994, nr 9, s. 93–95.

⁵² W wielu krajach, w celu obniżenia obciążenia kredytobiorców, państwo lub gmina wprowadzają dotacje do stóp procentowych. Obecnie polityka interwencjonizmu, nawet w krajach zamożnych, odchodzi od integracji w stopę oprocentowania kredytów, przyjmując formę kredytowania odroczeń w spłatach oraz zasiłków mieszkaniowych. Por. *Kredyt hipoteczny w Polsce. Doświadczenia i perspektywy*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995, s. 18–21.

⁵³ Por. A. Adair, *Financing of Property Development*, op.cit.

sprzedającemu premię. **Collar**, czyli „obroża”, stanowi połączenie „kaptura” z „parkietem”, czyli połączenie maksymalnej (*cap*) i minimalnej (*floor*) stopy oprocentowania, i polega na ustaleniu zakresu wahań stopy. Kupujący kontrakt *collar* gwarantuje sobie granicę stóp oprocentowania, wyznaczoną przez stopę minimalną i stopę maksymalną. Kupno tego kontraktu oznacza połączenie operacji zakupu *cap* i sprzedaży *floor*; sprzedaż *collar* oznacza sprzedaż *cap* i kupno *floor*.

Przy ustanowieniu górnego („kaptura”) i dolnego („parkietu”) pułapu oprocentowania, inwestor ma gwarancję, że w okresie spłaty kredytu jego koszty pozostaną w ustalonych granicach. Jeśli stopy procentowe wzrosną powyżej pułapu, kredytobiorca będzie płać stopę procentową ustaloną na poziomie „kaptura”. Kiedy stopy procentowe spadną poniżej ustalonego poziomu „parkietu”, klient poniesie koszt kredytu wyższy, wyznaczony przez „parkiet”.

Finansowanie nieruchomości stanowi jeden z ważniejszych czynników warunkujących rozwój rynku nieruchomości. Niedostępność środków finansowych ogranicza popyt, hamując rozwój tego rynku. Powoduje, że ceny, a więc i wartość nieruchomości, kształtują się na relatywnie niskim poziomie.

Proces finansowania nieruchomości jest procesem bardzo skomplikowanym. Istnieje wiele źródeł i form finansowania. Rozwój nowych instrumentów finansowych rozpoczął się na świecie stosunkowo niedawno, bo 25 lat temu. Ulegają one ciągłej modyfikacji. Jest to również widoczne w warunkach polskich. Tradycyjna technika finansowania, jaką był kredyt, nie jest jedyna – chociaż pozostaje dominująca. Obok niej pojawiają się nowe formy finansowania, m.in. papiery wartościowe, jak weksel, akcje czy obligacje. Można się spodziewać, że wkrótce na rynku nieruchomości w Polsce pojawią się – na wzór rozwiązań zachodnich – nowe techniki finansowania.

7.4. Podsumowanie

- Źródłem pozyskania środków finansowych dla rynku nieruchomości jest zarówno rynek pieniężny, jak i rynek kredytowy. Rynek pieniężny zasila rynek nieruchomości krótkoterminowymi środkami finansowymi generowanymi na drodze finansowania nieruchomości przez deweloperów, deweloperów poprzez emisję obligacji krótkoterminowych, banków i instytucji finansowych, w tym banków i instytucji finansowych w finansowaniu rynku nieruchomości dostarczając średnio- i długoterminowego kapitału, wygenerowanego przez emisję obligacji i akcji czy bankowe i inne środki.

- Na dopływ pieniądza z rynku finansowego do rynku nieruchomości i na koszt jego pozyskania wpływa polityka banku centralnego, sytuacja finansowa państwa, a także poziom inflacji.

- W systemie finansowania można wyróżnić wiele kryteriów źródeł pochodzenia kapitału. Według kryterium własności kapitału można wyróżnić źródła własne i obce. Kapitały własne uzyskuje się poprzez przeznaczenie części zysku na działalność inwestycyjną. Dodatkowym źródłem jest emisja akcji. Kapitały obce uzyskuje się m.in. poprzez zaciąganie kredytów i emisję obligacji, dotacje i leasing. Największe znaczenie na rynku nieruchomości mają źródła obce.

1.
2.
3.
4.
5.
a listar
6.
7.
oproce
8.

aptura" z „parkie-
oprocenowania,
gwarantuje sobie
opę maksymalną.
sprzedaży floor;

ulapu oprocento-
koszty pozostaną
apu, kredytobior-
Kiedy stopy pro-
sies koszt kredytu

ników warunku-
owych ogranicza
ć nieruchomości,

plikowanym. Ist-
tów finansowych
egają one ciągłej
yjna technika fi-
ująca. Obok niej
ak weksel, akcje
ości w Polsce po-
ia.

jest za-
nieru-
owe nie-
obligacji
typuje
wego ka-
biok.
na koszt
państwa,
chodze-
własne
działal-
zyskuje
większe

• Najbardziej znaczącą techniką finansowania rynku nieruchomości są kredyty, a wśród nich kredyty o zabezpieczeniu hipotecznym. Należą one do grupy kredytów długoterminowych, o okresie spłaty od 5 do 30 lat. Szybki rozwój kredytu hipotecznego jest możliwy dzięki rekursowi. Podobnie ona, że mała płynność nieruchomości zostaje ograniczona poprzez emisję papierów wartościowych – MBS. W wielu krajach europejskich istotną rolę przypada papierom wartościowym, zwanym listami zastawnymi. Uczestnicy rynku nieruchomości mogą dodatkowo pozyskać środki finansowe poprzez emisję akcji, obligacji, papierów komercyjnych czy leasing nieruchomości. Najsilniejszy rozwój leasingu wystąpił w Niemczech, Francji i we Włoszech.

• W sektorze nieruchomości udział kredytów jest relatywnie wysoki, rozwijają się techniki hedgingowe, mające na celu asekurację przed ryzykiem zmiany oprocentowania kredytów. Należą do nich *mini swap, cap, floor* i *collar*. Techniki finansowania ulegają ciągłej modyfikacji.

Pytania kontrolne

1. Wyjaśnij rolę rynku pieniężnego w finansowaniu rynku nieruchomości.
2. Wyjaśnij rolę rynku kapitałowego w finansowaniu rynku nieruchomości.
3. Wymień źródła własne i obce w finansowaniu rynku nieruchomości.
4. Wymień zalety i wady finansowania kapitałem własnym i kapitałem obcym.
5. Wyjaśnij różnicę między papierami wartościowymi typu *mortgage backed securitiest* (MBS) a listami zastawnymi.
6. Oceń leasing jako źródło finansowania rynku nieruchomości.
7. Wskaż asekuracyjne techniki finansowania, które zabezpieczają przed ryzykiem zmiany oprocentowania kredytów.
8. Oceń rynek kredytu hipotecznego w Polsce.