

W poszukiwaniu wartości rynkowej nieruchomości

Ewa Kucharska- Stasiak

20-21.06.2024

Łódź

Wprowadzenie

W nauce kategoria wartości wykorzystywana jest do wyjaśniania zjawisk gospodarczych, w praktyce gospodarczej jest kluczową dla efektywnej alokacji zasobów rzadkich.

Jej znaczenie odwzorowuje cytat z G. Kołodki:

„gospodarka bez wartości jest jak życie bez sensu”

G. Kołodko

Wprowadzenie

Wartość jest kategorią złożoną i kruchą. O złożoności tej kategorii niech świadczy fakt, że dyskusje o wartości trwają ponad 2000 lat. Jej jednoznaczne zdefiniowanie jest trudne, jeżeli w ogóle możliwe (Hausner, 2019 r., s. 18). Okazuje się, że **wartość była, jest i pozostanie kategorią złożoną**. Złożoność natury wartości wynika z faktu, że:

- jej zrozumienie wymaga połączenia wiedzy z kilku dyscyplin: filozofii, psychologii i ekonomii. A w każdej z nich wartość otrzymuje odmienną definicję,
- nie ma jednego rodzaju wartości. Termin ten zawsze musi być dookreślony.

Przedmiotem dalszych rozważań będzie wartość rynkowa.

Czy wartość jest poszukiwana czy określana?

Wartość jest poszukiwana, rzeczoznawca nie określa wartości rynkowej, bowiem wartość rynkowa jest bytem określonym przez rynek, rzeczoznawca odkrywa wartość rynkową. Zadaniem rzeczoznawcy jest jedynie przedstawienie dowodów rynkowych a zastosowane przez niego metody stanowią instrument, pozwalający mu odkryć wartość rynkową, on próbuje przełamać kod rynku.

Co trzeba zrobić, by złamać kod rynku i odszukać wartość:

Po pierwsze: trzeba starać się zrozumieć jej istotę, a nie jest to łatwe. Na gruncie ekonomii to jedna z najtrudniejszych kategorii. Jakże mylił się J. S. Mill, w 1848 r. stwierdzając, że ... nie ma nic w prawach wartości, co by pozostawało do wyjaśnienia dla obecnego czy przyszłego pisarza; teoria tego zagadnienia jest zupełna (Mill, 1965 r., s. 31).

Złożoność wartości podkreślił A. Marshall stwierdzając, że człowiek będzie prawdopodobnie lepszym ekonomistą, jeśli zaufa swojemu zdrowemu rozsądkowi i praktycznym instynktom, niż jeśli ogłosi, że studiuje teorię wartości i uznaje ją za prostą.

Co trzeba zrobić, by złamać kod rynku i odszukać wartość:

- **Po drugie:** trzeba odpowiedzieć na pytanie, **czy wartość jest materialna czy niematerialna**, czyli czy wartość przyczepiona jest do przedmiotu, zależy od jego cech fizycznych i użytkowych czy jest efektem postrzegania otaczającej nas rzeczywistości, a więc czy powstaje w umysłach uczestników rynku, dla których cechy fizyczne i użytkowe mogą stanowić tylko jeden z czynników wyznaczających wartość,
- **Po trzecie:** czy poszukiwana jest **wartość obiektywizująca zachowania uczestników rynku** czy **wartość subiektywna**. Odwzorowuje to postrzeganie relacji pomiędzy przedmiotem a podmiotem.
- **Po czwarte:** trzeba **określić potencjalnych nabywców, zainteresowanych danym dobrem**.

Co trzeba zrobić, by złamać kod rynku i odszukać wartość:

Próba wyjaśnienia

Dorobek myśli ekonomicznej wskazuje, że wartość jest efektem tego, w jaki sposób postrzegamy otaczającą nas rzeczywistość. To postrzeganie, jako efekt funkcjonowania ludzkiego umysłu, kształtuje się w ramach ustanowionych systemów społecznych, relacji międzyludzkich, kultury oraz tradycji. Wartość ekonomiczna wywodzi się więc z filozofii i łączy w sobie wymiar psychologiczny, społeczny i kulturowy. **Jej źródłem jest człowiek, a kształtowana jest przez jego otoczenie. O wartości dobra decyduje subiektywny punkt widzenia jednostki.**

Trudna natura wartości

Wartość nie jest przyczepiona do rzeczy, nie jest naturalną cechą rzeczy, ani też nie jest ich własnością czy niezależną cechą istniejącą samoistnie.

Wartość nie istnieje poza ludzką świadomością.

Wartość **ma charakter względny**, określana jest na podstawie porównań z innymi dobrami a także z innymi kierunkami inwestowania.

Wartość **podlega ciągłym zmianom**. Dlatego też wartość określana jest na dany dzień, dzień wyceny. Wartość rynkowa jest zatem chwilowa, uwzględnia czas punktowy. Ponieważ nie jest możliwe skorygowanie w tak krótkim czasie podaży, **największy wpływ na wartość ma aktualny popyt**. Odzwierciedla on potrzeby, chęci, siłę nabywczą oraz preferencje nabywców.

Trudna natura wartości

Wartość jako kategoria ekonomiczna **musi odwzorowywać efektywność wykorzystania zasobów rzadkich**. Do dóbr rzadkich należy grunt a także jego elementy składowe. Dlatego też za jedną z najważniejszych zasad przy dochodzeniu do wartości uznano konieczność poszukiwania najkorzystniejszego sposobu użytkowania.

Trudna natura wartości a proces wartościowania

Trudna natura wartości, stanowiąca źródło problemów na etapie jej definiowania i interpretacji spowodowała, że rozważania nad jej istotą, tak często podejmowane w XVIII i XIX wieku, straciły na popularności w XX wieku. Ekonomści uwagę skierowali na ceny. Padły stwierdzenia, że teoria wartości jest w naukach ekonomicznych zbędna, powinna zostać zastąpiona przez teorię ceny (1903 rok Cassel, 1974 Wend) za Lawson 2008r, s.14, 20).

Trudna natura wartości a proces wartościowania

Próba zastąpienia teorii wartości teorią cen to wyraz (1) odejścia od filozoficznych korzeni ekonomii i przejście w stronę jej aplikacyjnej funkcji, także (2) zmiany charakteru samych rynków: zanik klasycznych rynków wolnokonkurencyjnych na rzecz rynków, na których trudniej o anonimowość nabywców i sprzedawców, na których występuje ograniczona racjonalność zachowań podmiotów spowodowana z jednej strony koniecznością działania w warunkach ograniczonego dostępu do informacji, z drugiej strony oportunistycznym, czyli dążeniem do realizacji własnego interesu bez zważania na porządek prawny, obyczaje, tradycje czy uzgodnienia, silna dywersyfikacja przedmiotów wymiany.

Trudna natura wartości a proces wartościowania

Zaniechanie dyskusji na temat wartości spowodowane zostało **również silnym rozwojem rynków o relatywnie wysokim poziomie efektywności**, na których informacja określana jako jawna, rozpowszechnia się i staje się znana wszystkim użytkownikom oraz inwestorom na których ceny szybko odwzorowują zmiany zachodzące w otoczeniu, a więc na których ceny mogą być uznane za dobrą miarę wartości. W takiej sytuacji można uznać, że pomimo, że stworzona została metodyka wyceny aktywów finansowych, to nie jest ona stosowana. Na tym obszarze wartość zostaje zastąpiona przez ceny tych walorów.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

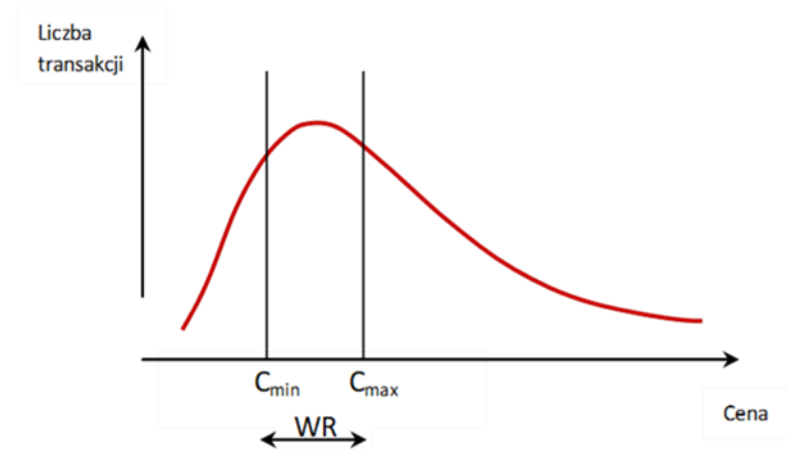
Rynki nieruchomości, w przeciwieństwie do rynku papierów wartościowych cechuje **niski poziom efektywności**. Ceny słabo pełnią funkcję nośnika wartości, nie odwzorowują szybko i w pełni zmian zachodzących na rynku. Na tym rynku uczestnicy nie znają ceny nieruchomości dopóki ona nie będzie sprzedana.

Na rynkach mało efektywnych kategoria wartości nie może być zastąpiona przez cenę. **Rynki nieruchomości są skazane na poszukiwanie wartości**. Na tym obszarze zwyciężyła interpretacja wartości rynkowej jako najbardziej prawdopodobnej ceny, rozumianej jako **tendencja wiodąca**.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

Szacunek wartości wyklucza w szczególności kwotę podwyższoną lub obniżoną w rezultacie jakichkolwiek szczególnych warunków lub okoliczności, takich, jak nietypowe finansowanie, ustalenia dotyczące sprzedaży lub wynajmu, lub też jakikolwiek element posiadający wartość szczególną. Poszukiwanie wartości rynkowej wymaga eliminacji tych danych rynkowych, przy których jest relatywnie niewielka liczba transakcji w obszarze niskich i wysokich cen. Niewielka liczba transakcji przy niskich cenach wynika z bariery podaży. Przy wysokich cenach sytuacja jest odwrotna: podaż jest duża, ale jest niewielki popyt.

Interpretacja graficzna wartości rynkowej



Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

W procesie poszukiwania wartości uwzględniane muszą być **nie tylko cechy nieruchomości ale także warunki zawierania transakcji**. Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że odrzucone transakcje nie spełniały któregoś z wymogów definicyjnych wartości rynkowej: strony mogły być powiązane (dlatego ceny były niskie), mogły działać pod przymusem, mogły nie mieć stanowczego zamiaru zawarcia transakcji (nie muszą sprzedać, jeżeli zgodzą się na sprzedaż, to tylko przy cenie wyższej, niż jest obecnie na rynku), obie strony nie miały odpowiedniej świadomości o stanie rynku, nie został przeprowadzony odpowiedni marketing nieruchomości.

Trudna natura wartości a proces wartościowania **na rynku nieruchomości**

Wartość rynkowa nieruchomości w pełni odzwierciedla jej **potencjał**, o ile takowy istnieje na rynku. Może zatem uwzględniać inne możliwe zastosowanie nieruchomości, które staną się możliwe po wprowadzeniu odpowiednich zmian, np. nowych zezwoleń planistycznych na rozwój (rozbudowę) odpowiedniej infrastruktury, rozwoju rynku lub innych możliwości. Wartość jest kategorią *ex ante*.

Trudna natura wartości a proces wartościowania **na rynku nieruchomości**

Wartość wymaga odwzorowania oczekiwań inwestorów, dotyczących przyszłych korzyści z posiadania nieruchomości, jakie ona może dla nich generować, dlatego **musi być określona grupa potencjalnych nabywców na daną nieruchomość**. Inwestorzy postrzegają nieruchomość przez pryzmat potencjału, jaki ona niesie, często nieodkrytego przez obecnego właściciela. Model wyceny jest modelem inwestorskim. Model inwestorski stanowi zatem odwzorowanie tzw. zasady antycypacji, uznanej za jedną z najważniejszych zasad wyceny.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

Elementem spornym w metodyce wyceny jest jednak **sposób odwzorowania przyszłości**: czy wystarczy założyć (tak, jak przyjmujemy w **podejściu porównawczym**), że dzisiejsze zachowania inwestorów na rynku, poparte niedawno płaconymi cenami za nieruchomości na rynku inwestycyjnym i cenami na rynku najmu, czyli stawkami czynszu odwzorowują ich oczekiwania dotyczące przyszłości, czy przyszłość trzeba starać się przewidzieć poprzez symulację zmian w otoczeniu rynkowym.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

W **podejściu dochodowym** zasada antycypacji ujawniona jest zarówno na etapie wyboru modelu dochodów jak i szacowania ryzyka osiągnięcia tych dochodów, czyli wyprowadzania stopy zwrotu (zarówno stopy kapitalizacji jak i stopy dyskontowej). Na etapie wyboru modelu dochodów zasada antycypacji może być odwzorowana w strumieniu dochodów w dwojaki sposób:

- ✓ Poprzez odwzorowanie zmian, jakie będą zachodziły na nieruchomości, ale przyjęcie danych z rynku lokat z niedawno zawartych transakcji i cen z rynku najmu, czyli stawek czynszu z niedawno zawartych umów najmu
- ✓ Poprzez odwzorowanie nie tylko oczekiwanych w dniu wyceny zmian dochodów spowodowanych zmianami zachodzącymi na nieruchomości ale także oczekiwanych w dniu wyceny zmian zachodzącymi na rynku. Wymagałoby to przyjęcia założenia, że rynek podlega ciągłym zmianom a strumień dochodów nigdy nie stabilizuje się.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

Zasada antycypacji w podejściu dochodowym widoczna jest również na etapie wyprowadzenia stóp zwrotu: stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej, które wyznaczają ryzyko osiągnięcia dochodu z nieruchomości a także ryzyko wynikające z otoczenia rynkowego.

Stopa dyskontowa interpretowana jest jako minimalna, wymagana przez inwestorów stopa zwrotu.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

Zasada antycypacji towarzyszy również wyznaczeniu stopy dyskontowej z rynku kapitałowego. Inwestor dokonując wyboru kierunku alokacji kapitału porównuje stopy rentowności dla różnych kierunków postępując się zasadą kosztu alternatywnego, czyli kosztu utraconych możliwości. Za koszt alternatywny, czyli koszt utraconych możliwości przyjmowana jest stopa zwrotu z obligacji skarbu państwa.

Trudna natura wartości a proces wartościowania na rynku nieruchomości

Dla wyznaczenia wymaganej przez inwestorów stopy dyskontowej realna stopa zwrotu z obligacji skorygowana zostanie o narzut z tytułu ryzyka inwestowania w danym segmencie rodzajowym i przestrzennym rynku nieruchomości w najlepszą nieruchomość i narzut z tytułu ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość.

Przy wyznaczeniu realnej stopy dyskontowej uwzględniana jest **inflacja oczekiwana, wyznaczana przez cel inflacyjny.**

Próba obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

Wartość rynkowa poszukiwana jest dla celu obiektywizacji zachowań uczestników rynku. **Wartość przestaje być wartością subiektywną, jeżeli zaczyna odwzorowywać zbiorowe postrzeganie uczestników rynku.** Zaczyna wtedy obiektywizować rynek. Obiektywizacja wartości nigdy nie jest pełna. To tylko próba odwzorowania typowych, czyli najczęściej występujących zachowań uczestników rynku. Oznacza to, że **wartość rynkowa nieruchomości zawsze posiadać będzie cechy subiektywne.**

Próba obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

Wartość rynkową tworzą stale zmieniające się wartości subiektywne. Dlatego też stale zmienia się również poziom wartości rynkowej. Wartość ma zatem charakter chwilowy, podlega ciągłym zmianom.

Poziom wartości zależy od oddziaływania strony popytowej i podaźowej. Im krótszy okres, tym większa jest rola strony popytowej, im dłuższy okres, wzrasta rola strony podaźowej. Dostrzegł to A. Marshall, który jako pierwszy wprowadził czynnik czasu do analiz ekonomicznych.

Uznał, że „Czynnik czasu (...) jest samym sednem trudności niemal wszystkich problemów ekonomicznych” (Marshall s.VII)

Próba obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

Osią jego rozważań było rozróżnienie między: 1) „okresem rynkowym” (market period), zwanym chwilowym, w którym ilość podaży jest absolutnie stała, 2) „okresem krótkim” (short run), w którym rozmiary podaży mogą się zwiększać, ale stałe są zdolności produkcyjne, 3) „okresem długim” (long run), w którym zdolności produkcyjne są zmienne, ale wielkość zasobów potencjalnie dostępnych dla danej gałęzi pozostaje stała i 4) okresem sekularnym (secular period,) w którym zarówno techniki, zdolności produkcyjne oraz liczba ludności są zmienne.

Próba obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

O trudnościach określania wartości świadczy wypowiedź A. Damodarana, niekwestionowanego teoretyka wyceny, który stwierdza, że wycena nie zapewnia dokładnego oszacowania wartości, bowiem nie ma dokładnych wycen, wycena nie prowadzi do „prawdziwej” wartości, nie ma wartości obiektywnej.

Poziom wartości określony jest na dzień wyceny, tak, jakby w tym dniu realizowany byłby cel wyceny. Ponieważ założenie to burzy logikę funkcjonowania rynku nieruchomości, niektórzy stwierdzają, że **wartość rynkowa jest fikcją, jest mitem, ale mitem potrzebnym.**

Podsumowanie

Aktualna koncepcja wartości rynkowej odwzorowuje dzisiejszy stan wiedzy. Koncepcja wartości może ewoluować.

Po pierwsze dlatego, że dotyczy ona wszystkich aktywów, nie tylko nieruchomości. Opiera się na wielu upraszczających założeniach, które nie odwzorowują warunków funkcjonowania uczestników tego rynku, takich, jak:

1. występowanie stanu statycznej równowagi rynkowej (jest kupujący i sprzedający). Na rynku nieruchomości rozważana jest równowaga dynamiczna,
2. założenie o racjonalności postępowania,

Podsumowanie c.d.

3. Założenie o dostępie do pełnych informacji rynkowych (na rynku nieruchomości są lepiej i gorzej poinformowani z przewagą tych gorzej poinformowanych),

4.uznanie, że dzień wyceny jest dniem realizacji celu wyceny,

5.założenie o poszukiwaniu najkorzystniejszego sposobu użytkowania.

Znalezienie tego sposobu jest blokowane przez niską efektywność operacyjną jak i efektywność alokacyjną rynku nieruchomości.

Podsumowanie c.d.

Efektywność operacyjna odnosi się do wyborów, pozwalających podejmować decyzje po najniższych kosztach (cenach). Negatywnie na tą efektywność wpływa niepodzielność nieruchomości, stałość w miejscu, mała przejrzystość rynku, wysokie koszty transakcji kupna–sprzedaży i mała płynność nieruchomości.

Podsumowanie c.d.

Efektywność alokacyjna odnosi się do jak najkorzystniejszego wykorzystania nieruchomości. Informacje, jakimi może dysponować inwestor o zawartych już wcześniej transakcjach są niewystarczające, aby mógł on opracować rentowne strategie inwestycyjne. Im bardziej ograniczony jest dostęp do informacji, tym rynek jest bardziej nieefektywny.

Podsumowanie c.d.

- **Po drugie**, koncepcja wartości może ewoluować, bowiem zmieniają się uwarunkowania zewnętrzne. Można się spodziewać, że duży wpływ mogą wywrzeć również wymogi rozwoju zrównoważonego. Niosą one skutki ekonomiczne dla wartości: z jednej strony konieczność spełnienia przez budynki najwyższych standardów ochrony środowiska wpływa na trwałość dochodów z najmu, co obniży ryzyko ich osiągnięcia i wpłynie pozytywnie na poziom wartości, z drugiej strony tworzy koszty i wprowadza ograniczenia, co zmniejsza poziom tej wartości.

Podsumowanie c.d.

Koncepcja rozwoju zrównoważonego uświadamia potrzebę uwzględnienia efektów zewnętrznych podejmowanych działań na poziomie określania wartości rynkowej lub poszukiwania dodatkowej wartości na etapie wyceny. ESW-2020 zaznaczają, że rozszerzanie koncepcji zrównoważonego rozwoju **wymagać będzie prawdopodobnie wyceny wartości niematerialnych, oddzielonych od wartości głównych aktywów.** Niewykluczone, że mogą one stanowić element wartości inwestycyjnej.

Podsumowanie c.d.

Reasumując, ekonomiczne korzenie koncepcji wartości dowodzą, że nie można postrzegać jej jedynie poprzez prawną formułę definicyjną. Jeżeli w świadomości praktyków wyceny kategoria ta pozostanie słabo sprecyzowana, trudno spodziewać się, że poziom wartości będzie właściwie odwzorowywał rynek.

Dziękuję za uwagę