

## ГЛАВА 5. ТЕОРИЯ АРЕНДНОЙ СТОИМОСТИ

В данной главе рассматриваются теоретические основы и подходы, которые могут быть использованы при анализе инвестиций для обоснования и прогноза ценообразования на арендном сегменте рынка недвижимости.

### 5.1 Принципы ценообразования земли

#### Земля как природный ресурс в целом

Если рассматривать землю, как не покрытую водой часть поверхности нашей планеты, то ее можно считать природным ресурсом, предложение которого постоянно. Искусственное увеличение территорий, например за счет намыва или освоения морского шельфа, требует таких значительных капиталовложений, что такие дополнительные территории правильнее будет относить к средствам производства, чем к земле.

Для всех производящихся обществом товаров цена является функцией спроса и предложения. А так как предложение земли в целом как природного ресурса постоянно, то доход, получаемый "чистой" землей будет определяться исключительно спросом.

При постоянном предложении кривая предложения  $S$  вертикальна (рис. 5.1), а величина дохода, получаемого от "чистой" земли при спросе, определяемом кривой  $D$ , определяется площадью  $OPMQ$ . При падении спроса до  $D_1$  снизится и равновесная рыночная цена ( $P_1$ ), определяя меньший общий доход  $OP_1NQ$ . Заметим, что при падении величины дохода практически до нуля предложение земли не уменьшается. Это означает, что альтернативная стоимость "чистой" зем-

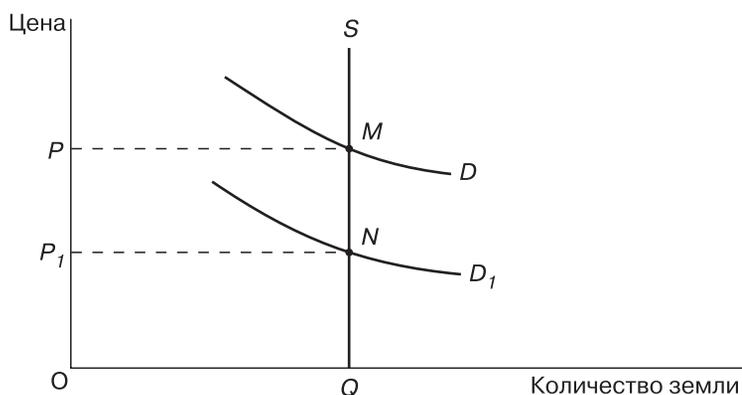


Рис. 5.1

ли равна нулю, а все доходы "чистой" земли как целого природного ресурса являются избытком сверхальтернативной стоимости.

В силу того, что доход от земли полностью определяется спросом, налог на "чистую" землю как целого природного ресурса, как бы высок он не был, не оказывает сдерживающего влияния на предложение. Это означает, что экономическая рента земли как целого природного ресурса может быть полностью изъята в виде налога.

### **Однородная земля для конкретного использования**

Нулевая альтернативная стоимость земли как природного ресурса в целом не означает, что и плата за землю должна быть нулевая. Такая ситуация могла бы быть в том случае, когда вся земля использовалась бы по одному назначению.

Очевидно, что использование обществом земли по одному назначению является абстрактной гипотезой. Объективной реальностью является существование множества видов использования земли, которые, как правило, конкурируют между собой. Другими словами, на практике существуют различные виды использования земли, которые как ограниченные ресурсы необходимо эффективно распределить в соответствии с предпочтениями каждого потребителя и общества в целом. Как мы уже выяснили выше, подобное распределение может быть выполнено только на основе ценового механизма. При этом цена земли для конкретного использования является платой за получение дефицитного ресурса.

Если мы вводим предположение о возможности нескольких альтернативных использований земли, то, с точки зрения какого-либо одного использования, предложение не может рассматриваться как постоянное, так как всегда может быть дополнено за счет земли другого использования, если последнее не является наиболее эффективным. Более того, в ответ на увеличение спроса может быть увеличена продуктивность земли за счет дополнительных капиталовложений, то есть повышения интенсивности ее использования.

Рассмотрим основные теоретические положения, определяющие рыночное ценообразование земли для конкретного коммерческого использования. При этом под ценой в данном контексте будем понимать арендную плату, то есть величину периодического платежа за пользование землей.

Если существует рыночная конкуренция за право пользования землей, то цена земли будет определяться взаимодействием спроса и предложения. При этом будем рассматривать спрос и предложение на пользование землей как фактором производства.

**Спрос на землю** как фактор производства, по своей сути является производным от спроса на конечный продукт, производимый с использованием земли в числе других факторов производства — труда, капитала и управления. Поэтому величина спроса на землю будет определяться продуктивностью земли, ценой земли относительно цены на другие факторы производства и ценой конечного продукта.

Рассмотрим основные моменты, определяющие положение кривой спроса на землю.

Предположим, что конечным товаром являются парковочные места для автомобилей. На рис. 5.2 представлена изокванта  $P_{100}$ , которая показывает все возможные сочетания земли и капитала, обеспечивающие производство 100 парковочных мест. Предположим далее, что имеется бюджетное ограничение, обеспечивающее либо приобретение  $OM$  единиц земли, либо  $ON$  единиц капитала. При этом линия  $MN$  будет являться бюджетной линией, а наклон бюджетной линии будет соответствовать относительной цене земли и капитала. Комбинация двух факторов производства, обеспечивающая минимальные издержки для производства 100 парковочных мест, будет определяться точкой касания  $C$  изокванты  $P_{100}$  и бюджетной линии  $MN$ , а любая другая комбинация обеспечит производство меньшего количества продукции (парковочных мест). Заметим, что в точке  $C$  предельная норма замещения факторов производства равна отношению цен на данные факторы.

Если цена земли относительно цены капитала увеличится, то в рамках ограниченного бюджета можно будет приобрести только  $ON$  еди-

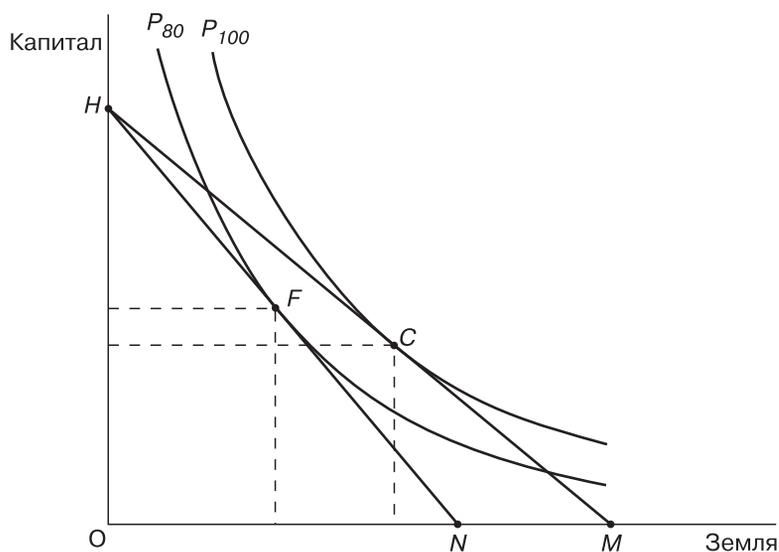


Рис. 5.2

ниц земли. При этом изменится наклон бюджетной линии (NH), а изокванта, соответствующая 100 единицам продукции, будет проходить выше новой бюджетной линии NH. Точка F будет соответствовать новому сочетанию факторов производства, обеспечивающему минимальные издержки при производстве максимально возможного количества продукции — 80 парковочных мест (изокванта  $P_{80}$ ).

Таким образом, при увеличении относительной цены земли, как фактора производства, спрос на землю при заданном бюджетном ограничении будет уменьшаться, так же как и количество произведенной продукции.

Рассмотрим далее, каким образом влияет на спрос изменение продуктивности земли. Если продуктивность земли возрастет (предположим, в результате того, что требуемая площадь одного места уменьшается при той же цене), то изокванта, соответствующая 100 единицам продукции, займет новое, более близкое к началу координат положение  $P^1_{100}$  (рис. 5.3).

При постоянном соотношении цен на факторы производства наклон бюджетной линии не изменится, но сама линия, для удовлетворения условию касания изокванты, сместится вниз ( $M^1N^1$ ). Производство 100 единиц продукции потребует несколько большего количества земли и меньшего количества капитала (точка B), что будет способствовать увеличению спроса на землю.

Предположим далее, что цена на конечный продукт увеличилась. Тогда при одном и том же сочетании цен факторов производства до-

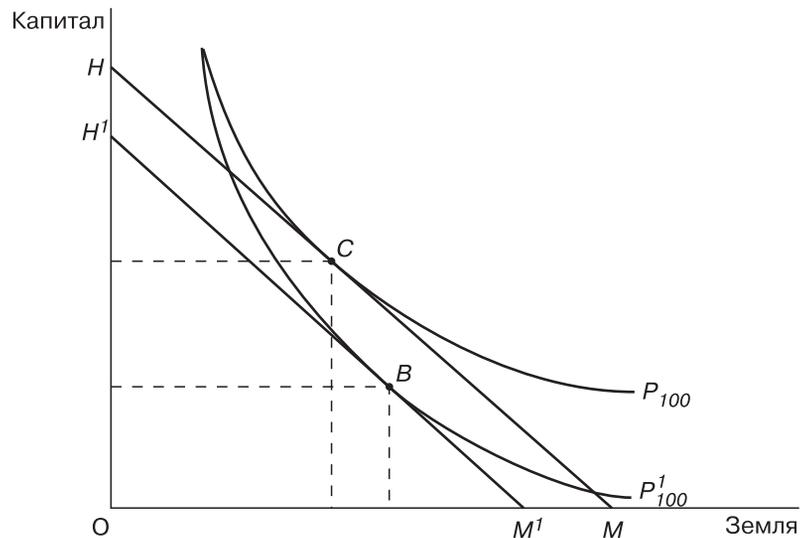


Рис. 5.3

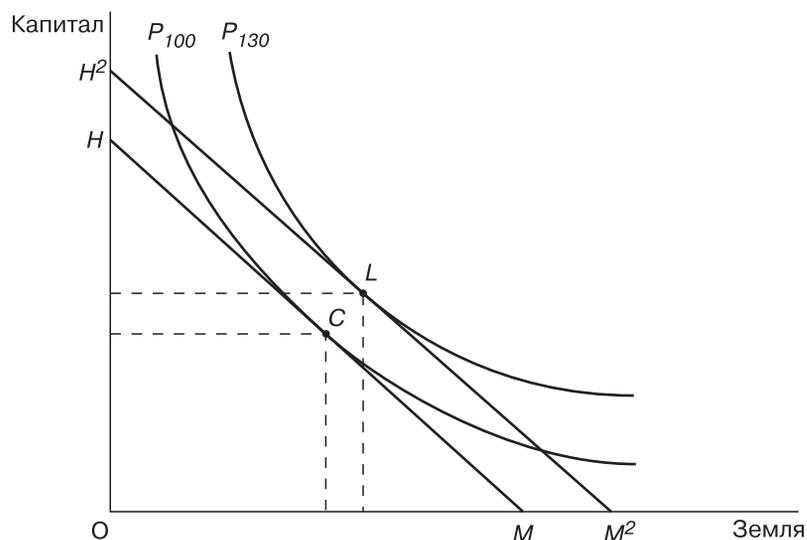


Рис. 5.4

ход от производственной деятельности увеличится, что будет соответствовать новой изокванте (предположим, эквивалентной 130 единицам в старых ценах). При этом новая точка касания бюджетной линии и данной изокванты L (рис. 5.4) покажет увеличение спроса как на землю, так и на капитал.

Что касается **предложения земли**, то оно вполне адекватно описывается стандартной кривой. Чем больше цена земли, тем больше предложение, которое формируется, в том числе и за счет изменения типов существующего использования. Рыночное взаимодействие сил спроса и предложения определяет точку равновесия, которая соответствует наилучшему и наиболее эффективному использованию земли.

Следует заметить, что изменение предложения земли фактически требует значительного времени, в связи с чем принято различать предложение в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периоде. Такая ситуация на практике уменьшает действенность ценового механизма и приводит к тому, что для земли (и недвижимости в целом) в течение существенного периода времени предложение неизменно. Кроме того, недвижимость, в отличие от других потребительских товаров, имеет несопоставимо длительный срок жизни. В результате объекты недвижимости по мере строительства накапливаются и образуют существенный "запас", что приводит к ослаблению влияния на цены поступающего на рынок нового предложения. То есть предложение существующей недвижимости всегда преобладает над предложением новой недвижимости, и цены, как правило, определяются спросом.

## **Земля различного качества**

Приведенные выше рассуждения относились к земле одинакового качества. В реальной жизни использование земли не однородно. В наиболее общей постановке различают земли, предназначенные для сельскохозяйственного использования, и земли, предназначенные для городского строительства. Внутри каждого вида использования существует большое разнообразие типов использования. Например, сельскохозяйственные земли могут использоваться для производства продуктов овощеводства или животноводства, а городские земли могут использоваться для размещения на них офисной, торговой, жилой или производственных функций.

Рассмотрим два участка сельскохозяйственной земли, предназначенной для выращивания зерна. Первый участок расположен в нечерноземной полосе России и дает в среднем 20 центнеров зерна с гектара. Второй участок находится, например, в Краснодарском крае, и дает в среднем 60 центнеров зерна с гектара. Очевидно, что различие в продуктивности вызвано многими факторами — климатом, почвой, традициями земледелия и т. д.

В первом случае земля производит количество продукции, соответствующее минимуму при текущем использовании. Во втором случае земля генерирует экономическую ренту сверхминимальной продуктивности за счет своей большей урожайности зерновых.

Аналогичная ситуация и с городской землей. Различные характеристики участков городской земли позволяют получать различную экономическую ренту. Для участков земли с относительно фиксированным предложением экономическая рента будет возникать, в основном, за счет спроса при неизменности предложения. Для участков земли с относительно гибким предложением экономическая рента будет формироваться за счет физических характеристик, доступности, перечня ограничений и т. д. — во взаимодействии меняющихся спроса и предложения. Более подробно данный вопрос будет рассмотрен в п. 5.2.2.

## **5.2 Концепция арендной стоимости как остатка**

### **5.2.1 Модель Фон Тюнена**

Потенциальная плата, которую конкретный вид использования готов предложить за пользование землей в данном месте, зависит от максимальной прибыльности этого использования. К такому выводу пришел немецкий экономист Фон Тюнен (Johann Heinrich Von Thunen) в работе "Der Isolierte Staat" (1826 год). Он разработал модель, иллюстрирующую принцип образования платежей за землю при различных видах использования земли, которые в силу естественных исторических причин прежде всего относились к сельскохозяйственным.

Основными предпосылками модели являются следующие:

- климатические условия, топография и плодородие всех рассматриваемых земель одинаковые;
- в центре земель имеется рынок для реализации продукции земледелия;
- для достижения рынка имеется одинаковая возможность использования гужевого транспорта;
- на землях могут выращиваться различные продукты, но так как они отличаются по объему, издержки их транспортировки на рынок будут различными;
- различные продукты имеют различную структуру издержек, в частности, структуру транспортных и производственных издержек;
- доход от возделывания 1 га земли для всех продуктов одинаковый.

При таких допущениях величина возможной платы за пользование земель при производстве продукта рассматривается как функция транспортных издержек, то есть расстояния от центрального рынка. Графическая иллюстрация модели представлена на рис. 5.5.

Для местоположения, совпадающего с центральным рынком,  $OM$  представляет издержки производства без учета транспортных расходов,  $ON$  представляет выручку от продажи продукта на центральном рынке,  $MN$  — возможная плата за пользование земель при производстве продукта и отсутствии транспортных издержек.

Наклонная линия  $MH$  показывает составляющую транспортных издержек, добавляемых к издержкам производства. С увеличением расстояния от рынка суммарные издержки увеличиваются за счет транспортных издержек, соответственно возможная плата за поль-

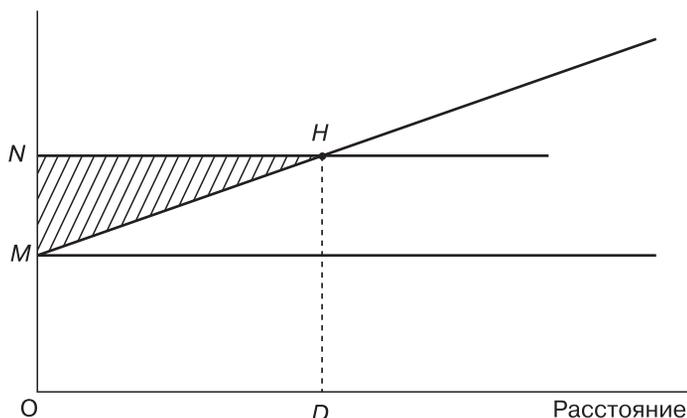


Рис. 5.5

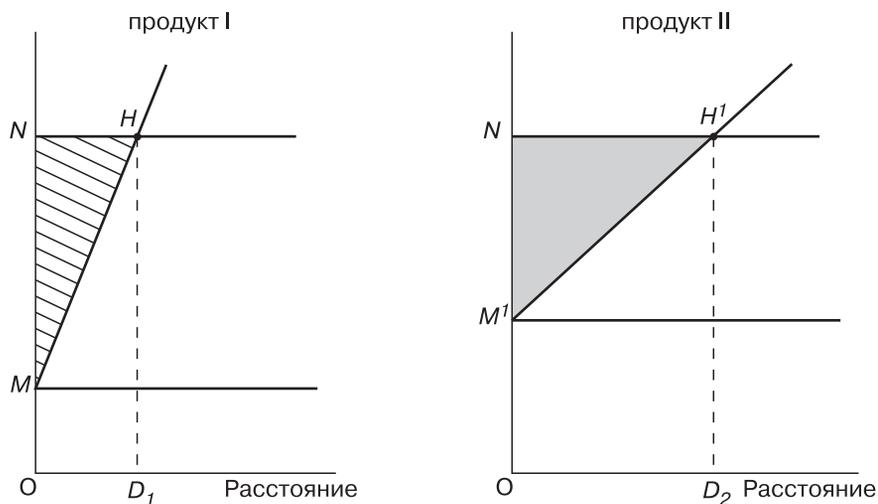


Рис. 5.6

зование земель сокращается вплоть до точки  $D$ , после которой при производстве данного продукта плата за землю становится экономически нецелесообразной.

Если имеется возможность производить, например, два продукта — продукт I и продукт II, то возможная плата за пользование землей

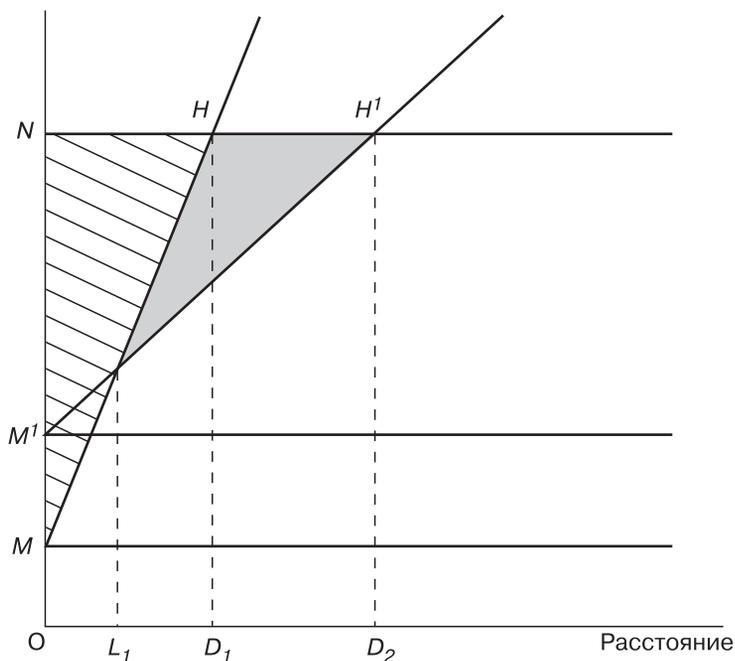


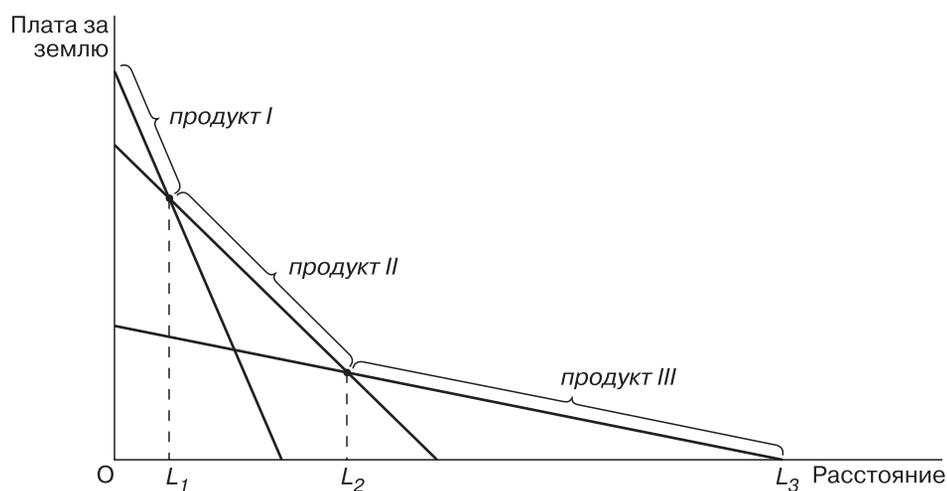
Рис. 5.7

изменяется в соответствии с различными транспортными издержками. Так как выручка от продажи для обоих продуктов будет одинаковой, то возможная плата за пользование землей для каждого продукта будет определяться долей транспортных издержек в общей структуре издержек (рис. 5.6).

Совместив графики для двух продуктов (рис. 5.7), можно сделать вывод, что производство продукта I вблизи рынка будет готово заплатить больше, чем производство продукта II, то есть конкуренция вытеснит производство продукта II из центра. По мере удаления от центрального рынка преимущество продукта I по выплате большей платы за землю будет уменьшаться, и в точке  $L_1$  производство обоих продуктов будет готово предлагать одинаковую плату. На расстоянии большем, чем  $L_1$ , продукт II будет предлагать большую плату за землю, чем продукт I. На расстоянии большем, чем  $D_2$ , ни один из продуктов не сможет платить за пользование землей.

Если аналогичные рассуждения продолжить для нескольких продуктов, то в результате можно получить графическое решение (рис. 5.8) в виде концентрических поясов ( $OL_1$ ,  $L_1L_2$ ,  $L_2L_3$ ) вокруг центрального рынка, в пределах каждого из которых максимальную плату за пользование землей готов предложить только один из продуктов. При этом границей каждой зоны является точка, в которой плата за землю становится большей при другом использовании.

Таким образом, один из важнейших выводов данной модели состоит в том, что плату за пользование землей, или стоимость земли, определяет тип использования земли, а не наоборот. При этом струк-



тура использования земли в виде концентрических поясов, соответственно, будет определять структуру платы за пользование землей.

Плату, которую какое-либо использование готово предложить за землю, в дальнейшем будем называть земельной рентой, или просто рентой.

### 5.2.2 Земельная рента как функция доходности

В рассмотренной выше модели Von Thunen ввел существенно упрощающие задачу допущения, в частности, относительно только одного аргумента, определяющего функцию стоимости земли.

В современных условиях транспортные издержки, хотя и являются важным, но уже не решающим фактором, определяющим стоимость земли. На первый план выступает потенциал получения дохода.

Предположим, что на рынке в пользование (в аренду) предлагается участок "чистой" земли сельскохозяйственного назначения. Арендатор должен обустроить участок за свой счет, арендная плата может пересматриваться ежегодно, а двумя наиболее выгодными способами использования являются производство зерна и производство молока.

Удельный доход и издержки двух видов использования приведены в таблице 5.1 в расчете на 1 га.

Таблица 5.1

	Молочное производство	Производство зерна
Ожидаемый доход от продаж (с га)		
Молоко	600	200
Зерно и т. д.	200	750
	<b>800</b>	<b>950</b>
Ожидаемые издержки (на га)		
Труд (зарплата, включая труд арендатора)	180	220
Капитал		
Корма	160	70
Семена и удобрения	70	150
Машины (ремонт, амортизация, топливо)	100	140
Здания (ремонт, амортизация, страховка)	30	30
Финансирование (процент на капитал арендатора)	30	30
Требуемая прибыль арендатора	170	170
	<b>740</b>	<b>810</b>
<b>Ожидаемый остаток (с га)</b>	<b>60</b>	<b>140</b>

Если представленный расчет выполнен с учетом доходов и издержек наиболее эффективного арендатора, то можно сделать заключение, что наиболее эффективным использованием земли будет производство зерна, при этом данный арендатор сможет заплатить за использование "чистой" земли до 140. Именно эту величину мы и назвали выше земельной рентой, которая определяется как остаток после вычитания ожидаемых издержек оптимально работающих факторов производства из дохода, ожидаемого от наиболее прибыльного использования земли.

При предложении данного участка земли на конкурентном рынке ценовой механизм выполнит свою распределительную роль, исключив из перечня потенциальных арендаторов тех, кто неэффективно использует ресурсы. При этом:

- плата за использование будет стремиться к земельной ренте;
- будет реализовываться тенденция распределения земли в соответствии с ее наиболее эффективным использованием;
- будет реализовываться тенденция распределения земли наиболее эффективным пользователям либо менее эффективным, но готовым на меньшую прибыль.

Таким образом, плата, которую эффективный арендатор готов заплатить за "чистую" землю, является функцией объема и цены конечной продукции, количества и стоимости используемых производственных факторов, а также требуемой величины прибыли. Земля с меньшей плодородностью, или находящаяся в зоне рискованного земледелия, будет иметь меньший остаток. Аналогичным образом на остатке отражаются транспортные издержки по доставке конечной продукции.

Следует заметить, что остаток, получаемый при каком-либо одном использовании земли, весьма чувствителен к изменению составляющих компонентов. Так в нашем примере достаточно на 14.7% снизить доход, чтобы свести к нулю величину этого остатка при производстве зерна.

Важным является то, что земельная рента более стабильна, чем остаток какого-то одного использования. При падении, например, цен на зерно, молочное производство станет наиболее прибыльным использованием, а остаток этого нового использования ограничит падение земельной ренты. С другой стороны, земельная рента по своей природе основана на ожиданиях, поэтому **при неожиданных падениях цен на продукцию земельная рента не изменяется**, так как будущие ожидания могут остаться прежними. В этом случае пострадает прибыль арендатора, величина которой, в принципе, должна учитывать соответствующий риск. Если же ожидания предполагают не-

уклонное снижение цены на продукцию, то и земельная рента будет иметь тенденцию к снижению.

Таким образом, из вышесказанного можно сделать следующие выводы:

- земельная рента выплачивается при наличии конкуренции на рынке аренды, если потенциальная доходность земли превышает издержки всех факторов производства и достаточную прибыль;
- величина земельной ренты определяется величиной остатка, ожидаемого при наиболее эффективном использовании "чистой" земли. Чем выше конкуренция, тем ниже прибыль и выше земельная рента;
- земельная рента изменяется вследствие изменения ожидаемого остатка дохода после вычета всех издержек использования земли, включая прибыль арендатора;
- величину земельной ренты определяет тип наиболее эффективного использования земли.

### 5.2.3 Земельная рента и закон уменьшения предельной производительности

Известный в экономике закон уменьшения предельной производительности гласит, что увеличение одного из факторов производства при фиксированном количестве остальных увеличивает предельный продукт только до определенной точки, после чего начинается уменьшение предельного продукта.

Предположим, что постоянным фактором является земля, а переменным — капитал в виде семян. Увеличение переменного фактора приводит к увеличению совокупного физического продукта — зерна (рис. 5.9), однако предельный физический продукт, показывающий величину дополнительного урожая при использовании каждой следующей единицы семян, после использования  $N$  единиц переменного фактора начинает уменьшаться. При этом совокупный физический продукт все еще продолжает увеличиваться, так как предельный физический продукт положителен.

Иллюстрируя закон уменьшения предельной производительности, данный график не дает информации о том, сколько же единиц капитала следует использовать с землей.

Выразим совокупный и предельный продукты в денежном виде. При этом и кривая совокупного продукта, и кривая предельного продукта, которая теперь будет отображать предельный доход, также будут выражены в денежной форме. Совместим график предельного дохода ( $NM$ ) с графиком стоимости единицы капитала, который при

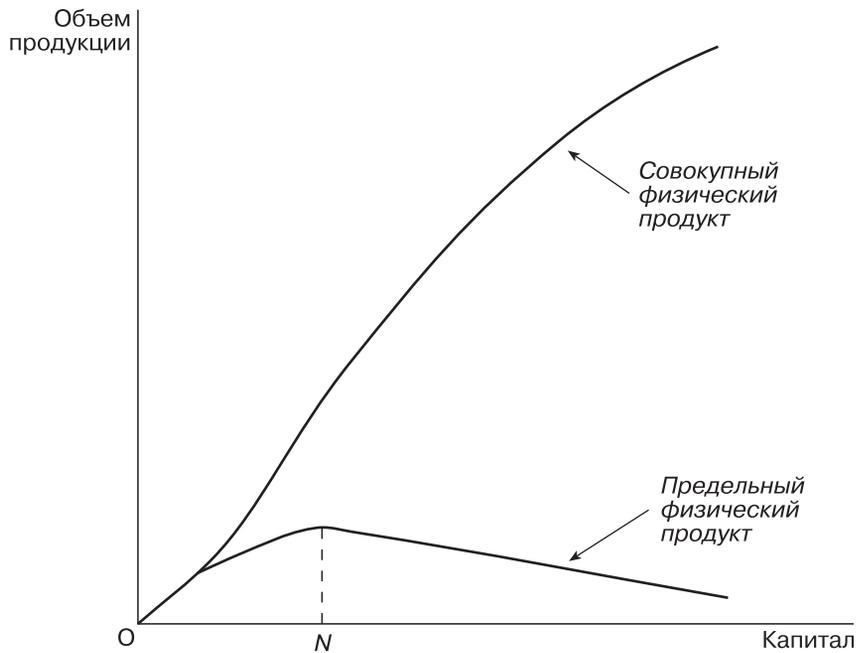


Рис. 5.9

допущении о неизменности стоимости единицы капитала (ОС) будет представлять горизонтальную линию (рис. 5.10).

Теперь можно сделать вывод, что количество капитала, равное  $OA$ , будет составлять с землей оптимальное сочетание. Если использовать количество капитала меньшее, чем  $OA$ , предельный доход, зарабатываемый каждой дополнительной единицей капитала будет

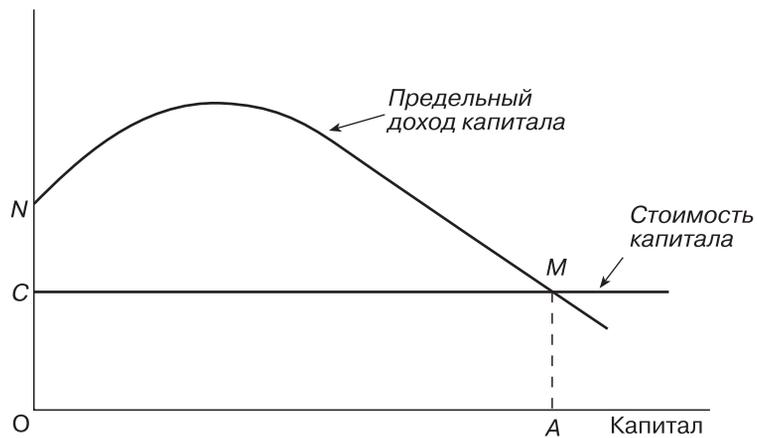


Рис. 5.10

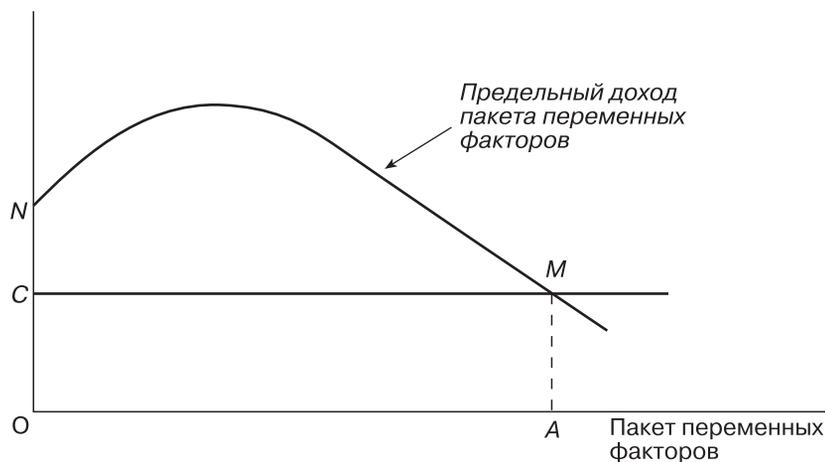


Рис. 5.11

больше, чем стоимость этой единицы капитала. Поэтому вплоть до  $OA$  выгодно задействовать как можно больше капитала. И наоборот, предельный доход, зарабатываемый каждой следующей единицей капитала после  $OA$  будет меньше стоимости этой единицы капитала.

Таким образом, оптимальное количество переменного фактора зависит от стоимости единицы этого фактора и ее способности приносить предельный доход.

Предположим далее, что мы объединяем землю как постоянный фактор не с одним переменным фактором, а с пакетом оптимально сочетаемых переменных факторов производства, необходимых для ведения данной деятельности. В этом случае кривая предельного дохода (рис. 5.11) будет отражать дополнительный доход, зарабатываемый каждой дополнительной единицей пакета переменных факторов. При этом полный доход, приносимый  $OA$  единицами пакета переменных факторов равен площади фигуры  $ONMA$ , а остаток после вычитания стоимости пакета переменных факторов (издержек)  $OCMA$  представляет фигура  $CNM$ . Если доход и издержки соответствуют наиболее прибыльному использованию земли, то площадь  $CNM$  по определению равна земельной ренте.

Используя описанный выше подход, рассмотрим некоторые закономерности и особенности формирования земельной ренты.

Пусть при одинаковой стоимости издержек пакета переменных факторов  $OC$  кривые  $NM$  и  $N_1M_1$  соответственно представляют предельную доходность молочного и зернового производства (рис. 5.12). Это приводит к меньшему остатку и необходимости использовать

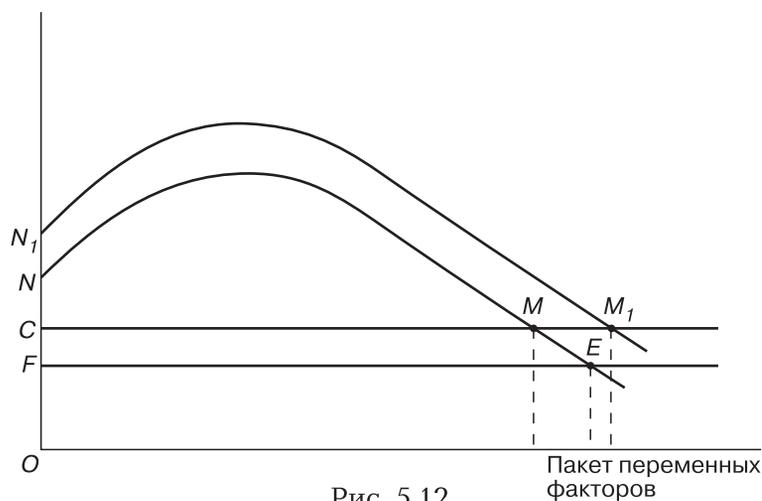


Рис. 5.12

меньшее количество переменных факторов при молочном производстве. И это может объяснить ситуацию, почему в таблице 5.1 мы приписали большие издержки зерновому производству. Такое произошло не потому, что издержки производства единицы зерна существенно больше, а потому, что теория предельной производительности предполагает, что при максимизации прибыли будет использовано больше единиц пакета переменных факторов зернового производства. Другими словами, при ведении зернового хозяйства земля будет использоваться более интенсивно.

Из рис. 5.12 также видно, что снижение цен на зерно при постоянных издержках приводит к смещению вниз кривой предельного дохода. А это означает, что и земельная рента, и интенсивность использования земли будут уменьшаться. Аналогичным образом, изменения в величине стоимости единицы пакета переменных факторов будут влиять как на земельную ренту, так и на интенсивность использования земли.

Таким образом, земельная рента зависит от предельной производительности и стоимости единицы пакета оптимально работающих факторов производства.

Прежде чем продолжить наши рассуждения, сделаем важное замечание относительно интенсивности использования земли. Как было установлено, количество единиц пакета переменных факторов, используемых в сочетании с землей, зависит от их стоимости и предельной производительности при использовании с землей. Чем выше продуктивность земли, тем большее количество переменных факторов соответствует ее оптимальному использованию, то есть при

большей продуктивности земли она должна использоваться более интенсивно. Вот почему высокоурожайные или расположенные около городов сельскохозяйственные земли будут обрабатываться более интенсивно.

До этого момента мы предполагали, что размер участка земли постоянен. Если количество земли переменное, условие оптимального сочетания выполняется, когда предельный доход, зарабатываемый использованием 1 дополнительной денежной единицей (например, 1 долларом) стоимости земли, равен предельному доходу, который зарабатывают от использования дополнительного 1 доллара стоимости каждого другого используемого фактора. Количество каждого используемого фактора будет зависеть от его стоимости и предельного дохода при использовании с другими факторами производства. Так как стоимость факторов изменяется, то и оптимальное их сочетание также будет изменяться. Если земля дешевая, ее использование будет иметь тенденцию к меньшей интенсивности, и наоборот.

Это условие для оптимального сочетания факторов производства объясняет, почему земельная рента за единицу площади изменяется в зависимости от размеров участка земли. Факторы производства в большей степени неделимы, поэтому трудно найти факторы, которые можно было бы разделить на части стоимостью 1 доллар. Неделимость факторов, таких как здания, труд, общие результаты урожая и управленческого потенциала фермеров, выражается в тенденции приводить участки сельскохозяйственной земли к оптимальному размеру, который зависит от типа сельскохозяйственного производства. Земельная рента за 1 гектар 300-гектарного пахотного участка, как правило, будет иметь тенденцию быть существенно выше, чем за 1 гектар 100-гектарного участка, так как в большом хозяйстве сочетание факторов производства может быть ближе к оптимальному и стоимость факторов на единицу продукции может быть минимизирована.

#### **5.2.4 Земельная рента и арендная стоимость недвижимости**

Под арендной стоимостью недвижимости понимается величина годовой арендной платы за пользование землей с имеющимися на ней зданиями и сооружениями, которую можно получить на открытом рынке.

Если исходить из предыдущих допущений, арендная стоимость фермы и земельная рента — это одно и то же. Арендатор в нашем примере будет готов и вынужден под давлением конкуренции предложить 140 за гектар землевладельцу. Однако условия такой аренды не реальны. Во-первых, недвижимость, в соответствии с условиями аренды, обычно включает здания и другое постоянное оборудование,

и, во-вторых, аренда недвижимости для бизнеса редко производится на годовой основе. Аренда редко является простым платежом за год, это обычно сумма, уплачиваемая ежегодно в течение длительного периода пользования.

Таким образом, величина арендной стоимости недвижимости будет определяться с учетом:

- условий договора аренды;
- наличия на участке земли улучшений.

**Условия договора аренды** должны влиять на величину платы, которую арендаторы готовы предложить за пользование недвижимостью. При этом они будут учитывать все выгоды и убытки, которые связаны с производимыми ими улучшениями.

Срок аренды, в течение которого арендаторы будут определенно знать расходные и доходные статьи своего бизнеса, также влияет на арендную стоимость. При условии пересмотра арендной платы, скажем, раз в пять лет, арендатор может быть готов в условиях инфляции предложить большую плату в расчете на то, что последующие доходы перекроют некоторые потери первых лет аренды. Таким же образом на арендную плату могут влиять условия платежей (в начале или в конце года), а также распределение между арендатором и арендодателем расходов по эксплуатации. Кроме того, в условиях острой конкуренции арендаторы могут предложить дополнительную премию за получение недвижимости с выгодным местоположением с тем расчетом, что при последующем пересмотре арендная плата будет снижена. Это относится и к сельскохозяйственным землям, и к первоклассным магазинам в центре города.

**Наличие на участке улучшений.** Если в аренду предлагается земля со зданиями и сооружениями, то, кроме земельной ренты, арендатор должен платить и за пользование этими зданиями и сооружениями.

Дополнительная арендная плата должна покрывать как текущие издержки арендодателя (такие как ремонт, управление, страховка), так и возврат инвестированного в здания и сооружения капитала. В этом случае арендодатель сможет в долгосрочной перспективе модернизировать существующую или построить вместо существующей новую недвижимость.

Следует заметить, что на практике реализовать теоретическое деление арендной платы между землей и зданиями практически невозможно, все известные подходы либо искусственны, либо неуместны.

Здания и сооружения городской застройки, как правило, имеют эксплуатационный срок жизни от 100 до 200 и более лет. Если не говорить о более долгосрочной перспективе, то здания и сооружения

так же неизменны, как и земля, на которой они расположены. При такой постановке вопроса можно сделать вполне обоснованное допущение о том, что здания и сооружения вместе с землей являются постоянным фактором, с которым арендатор может комбинировать капитал, труд и управление.

При таком допущении стоимость единицы переменных факторов не будет включать стоимость зданий и сооружений, поэтому величина арендной платы, которая является остатком и которую арендатор готов платить, будет больше, чем земельная рента. Если арендодатель оплачивает все текущие издержки (ремонт, страховку и т. д.), то остаток будет представлять валовую аренду, а если текущие издержки оплачивает арендатор, то остаток будет представлять чистую аренду.

Таким образом, с учетом вышесказанного можно расширить сформулированную концепцию земельной ренты применительно к аренде земли с имеющимися зданиями и сооружениями. Прежде всего арендная плата за пользование недвижимостью выплачивается, когда потенциальные арендаторы в условиях конкуренции считают, что потенциальная доходность при ведении бизнеса на базе данной недвижимости превышает стоимость факторов производства и нормальную прибыль предпринимателя. Величина арендной платы в максимуме будет стремиться к величине остатка, который эффективные арендаторы ожидают получить после вычитания ожидаемых издержек бизнеса и нормальной прибыли из дохода, который они ожидают получить от наиболее прибыльного использования недвижимости.

### **5.2.5 Определение величины арендной стоимости**

Рассмотрим, как определяется возможность и готовность, например, торговой функции платить за аренду недвижимости, а также каким образом оценивается величина данной платы.

Для более простого и ясного понимания связи между местоположением, товарооборотом, прибылью и арендной платой рассмотрим в примере розничную торговлю бензином — товаром стандартного ассортимента и качества.

Пусть имеются две бензозаправочные станции (АЗС), одна из которых (АЗС-1) расположена на главной транспортной магистрали, а вторая (АЗС-2) — на второстепенной магистрали. Нашей задачей является обоснование величины арендной стоимости, которую готовы заплатить арендаторы бензозаправочных станций.

Предположим, что арендаторы двух АЗС приобретают бензин по одинаковой оптовой цене, при этом розничная цена отпуска бензина, установленная местным рынком, также одинакова и превышает оптовую на 0.2 руб.

Предположим далее, что работа двух АЗС характеризуется показателями, приведенными в таблице 5.2.

Таблица 5.2

	АЗС-1	% от валовой прибыли	АЗС-2	% от валовой прибыли
Объем продаж, л	2000000		1000000	
Валовая прибыль, руб.	400000		200000	
Эксплуатационные расходы, руб.	140000	35	100000	50
Требуемая чистая прибыль, руб.	120000	30	60000	30
Арендная стоимость, руб.	140000	35	40000	20

Благодаря различной интенсивности автомобильного потока объем продаж на двух АЗС отличается в два раза. При этом, вследствие меньшей эффективности использования производственных факторов, уровень издержек на АЗС-2 будет составлять больший процент от валовой прибыли, а арендная стоимость будет отличаться более чем в три раза.

С учетом положений теории оптимального сочетания факторов производства, АЗС-1 имеет большую продуктивность и, следовательно, здесь будет иметь место тенденция к более интенсивному использованию участка путем вложения капитала — установкой дополнительных емкостей, насосов и раздаточных колонок. Общие издержки по сравнению с АЗС-2 возрастут, однако издержки на 1 л проданного бензина уменьшатся, тем самым еще больше увеличивая величину платежа, который может и готов заплатить арендатор АЗС-1.

Таким образом, только расположение около магистрали с интенсивным движением дает возможность арендатору извлекать максимальную прибыль, и за это он готов заплатить существенно большую арендную плату.

## 5.3 Арендная стоимость как равновесная рыночная цена

### 5.3.1 Общие принципы взаимодействия спроса и предложения

Арендная стоимость, являясь рыночной ценой за пользование недвижимостью в течение года, определяется на открытом рынке взаимодействием, с одной стороны, спроса на пользование недвижимостью, а с другой стороны, предложения по сдаче недвижимости в аренду.

В терминах ценового механизма взаимодействие спроса и предложения можно проиллюстрировать на следующем примере. Предположим, что на местном рынке в результате подъема экономиче-

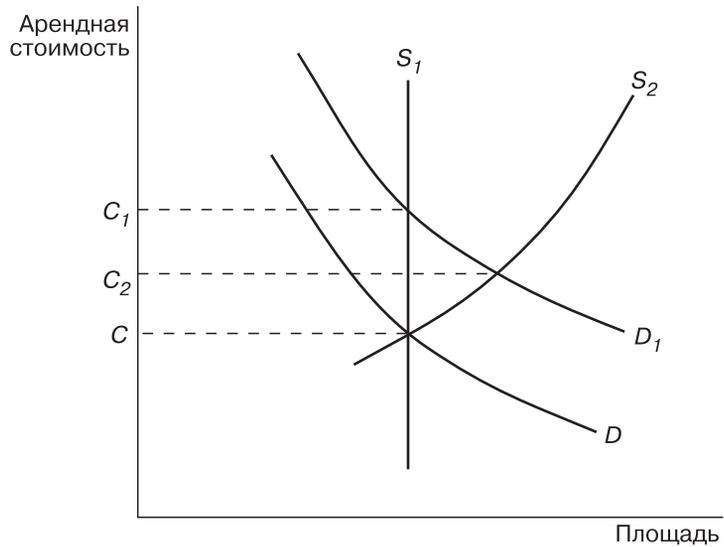


Рис. 5.13

ской активности спрос на пользование офисной недвижимостью повышается от  $D$  до  $D_1$  (рис. 5.13). Отсутствие готовых к сдаче в аренду площадей приводит к отсутствию эластичности краткосрочного предложения ( $S_1$ ), результатом которого является увеличение равновесной арендной стоимости от  $C$  до  $C_1$ . В среднесрочной перспективе на рынок начинает поступать вновь созданная недвижимость, в результате чего эластичность предложения увеличивается ( $S_2$ ) и рав-

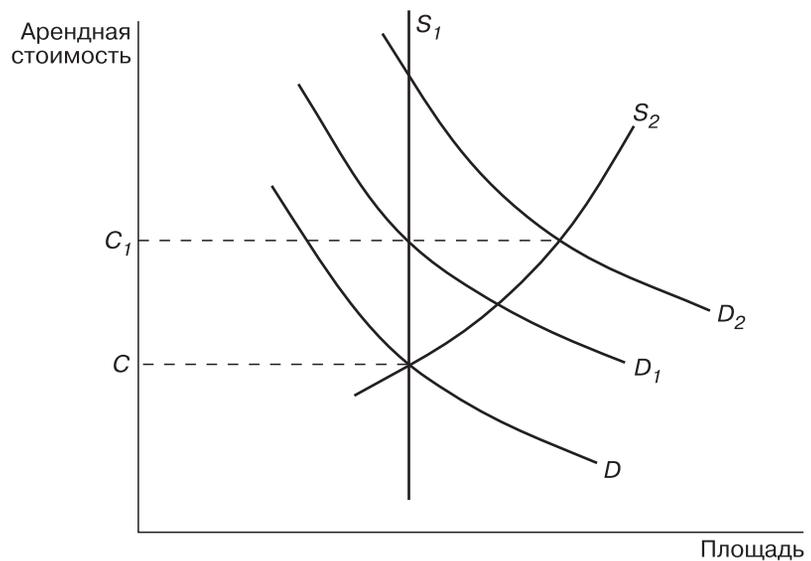


Рис. 5.14

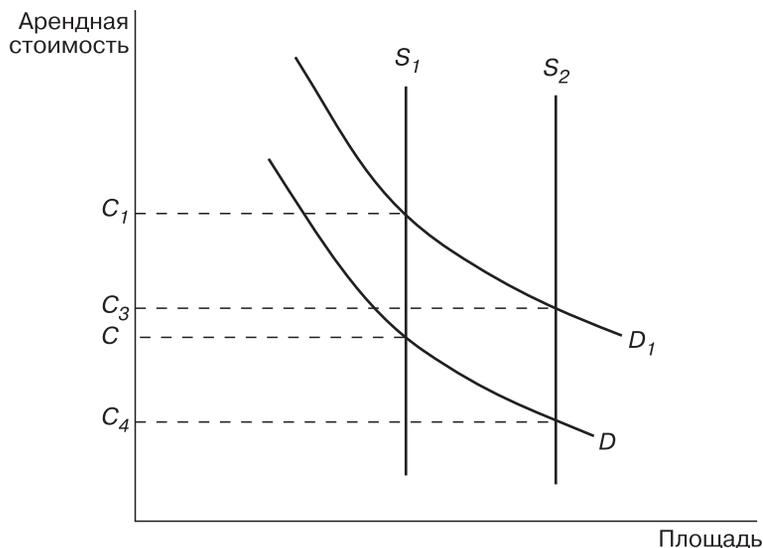


Рис. 5.15

новесная арендная стоимость уменьшается до  $C_2$  при условии дальнейшего постоянного спроса.

Во времена экономических подъемов на практике отмечается тенденция увеличения арендной стоимости при увеличении предложения новой недвижимости. В терминах ценового механизма это соответствует увеличению арендной стоимости до  $C_1$  при одновременном увеличении предложения до  $D_2$  (рис. 5.14).

Рассмотрим еще один цикл изменения арендной стоимости. Пусть в период подъема спрос на аренду увеличился с  $D$  до  $D_1$  (рис. 5.15.). Вследствие неэластичности предложения в краткосрочной перспективе, равновесный уровень арендной стоимости увеличится с  $C$  до  $C_1$ . Предположим далее, что, как реакция на подъем арендной стоимости, на рынок моментально поступило дополнительное количество площадей (например, за счет потенциала изменения функционального использования), что привело к смещению предложения с  $S_1$  до  $S_2$ . При этом арендная стоимость упадет до  $C_3$ . Более того, при последующем снижении спроса (например, в результате экономической депрессии), например, до  $D$ , арендная стоимость может упасть даже ниже, чем  $C$ . Это происходит потому, что предложение, например, офисной недвижимости, относительно эластичное по цене в среднесрочной перспективе на фазе роста стоимости, практически неэластично на фазе спада арендной стоимости.

Вышеприведенные примеры показывают, как различные сценарии изменения сил спроса и предложения определяют тенденции из-

менения арендной стоимости. Даже в упрощенном виде анализ взаимодействия сил спроса и предложения достаточно нетривиален.

Реальный рынок недвижимости далек от совершенства и редко находится в состоянии равновесия, что еще больше усложняет задачу анализа тенденций арендной стоимости. А с учетом того, что спрос на недвижимость является производным от спроса на продукцию, которую производят с помощью недвижимости, в анализ тенденций изменения арендной стоимости должны быть вовлечены тенденции изменения многих макро- и микроэкономических характеристик, в своей совокупности влияющих на спрос и предложение.

Рассмотрим более детально подходы к анализу сил спроса и предложения на рынке аренды недвижимости.

### 5.3.2 Анализ спроса

#### Причины возникновения спроса

С точки зрения бизнеса недвижимость, включающая землю, здания и сооружения, является фактором производства. Спрос на данный фактор производства будет определяться его потенциальной возможностью производить товары и услуги в сочетании с другими факторами производства. Отсюда следует, что спрос на недвижимость является производным спросом, то есть функцией спроса на продукцию производственных факторов. Следовательно, спрос на товары и услуги, через свое влияние на спрос на помещения, будет влиять на арендную стоимость. Именно такой принцип заложен в рассмотренную выше концепцию арендной стоимости как остатка.

Следует заметить, что в соответствии с концепцией остатка любое изменение стоимости других факторов производства будет проявляться в спросе на недвижимость при отсутствии изменений спроса на продукцию.

Важным для последующего обсуждения является также то, что изменение спроса на товары или услуги будет влиять на их объем производства и равновесную рыночную цену, которые определяют доход, а следовательно, и ожидаемый остаток, который арендаторы могут заплатить за использование недвижимости. Другими словами, величина арендной платы является производной от доходности конкретного использования недвижимости, а не наоборот. Классическим примером, иллюстрирующим это утверждение, является работа Д. Рикардо времен Наполеоновских войн, который доказал, что повышение спроса и цен на зерно для войск привело к росту спроса на аренду и, соответственно, арендной платы за землю. При этом общераспространенным являлось мнение, что рост цен на зерно спровоцирован землевладельцами, взвинтившими арендную плату.

## Эластичность спроса по доходу

Обобщая выводы концепции арендной платы как остатка, можно сказать, что спрос на аренду и арендная стоимость определяются покупательной способностью населения в отношении товаров и услуг, производимых на базе данной недвижимости.

Для измерения реакции спроса на изменение в доходах населения применяют понятие эластичности спроса по доходу:

$$\text{Эластичность спроса по доходу} = \frac{\% \text{ Изменения спроса}}{\% \text{ Изменения дохода}} .$$

Для недвижимости характерна большая положительная эластичность спроса по доходу (отражающаяся, в частности, в сдвигах кривой спроса). Другими словами, изменения покупательной способности оказывает существенное влияние на спрос на недвижимость, хотя и в различной степени для разных видов недвижимости. Например, спрос на сельскохозяйственные земли, как правило, менее эластичен, чем спрос на производственную недвижимость, так как спрос на продукцию сельского хозяйства более стабильный при изменении доходов населения. Аналогично, спрос на первоклассные магазины менее эластичен, чем спрос на второстепенные магазины.

По своей сути эластичность спроса по доходу является определяющим фактором риска и потенциала инвестиций в недвижимость. Статистика рынков недвижимости в странах с рыночной экономикой показывает, что колебания покупательной способности населения в течение циклов экономической активности сопровождались циклическими изменениями спроса на недвижимость. При этом чем больше эластичность спроса по доходу, тем большим является потенциал роста арендной стоимости в периоды роста экономической активности и тем большей будет тенденция снижения арендной платы в периоды экономической депрессии. Для недвижимости, связанной с жесткими по доходу товарами и услугами, например с продовольствием или лекарствами, в течение циклов экономической активности спрос остается относительно стабильным.

## Эластичность спроса по цене

Эластичность спроса по цене — это измеритель реакции спроса на изменение цены. Применительно к арендной стоимости — это измеритель реакции спроса на изменение арендной стоимости:

$$\text{Эластичность спроса по цене} = \frac{\% \text{ Изменения спроса}}{\% \text{ Изменения арендной стоимости}} .$$

В соответствии с общими закономерностями микроэкономики эластичность спроса на производственный фактор по цене зависит от:

- эластичности спроса на продукцию;
- цены и доступности товаров-заменителей;
- степени интенсивности его использования;
- доли в составе общих издержек.

Арендатор, продукция которого представлена продовольственным ассортиментом, рост издержек, в том числе и арендной стоимости, преодолевает за счет повышения цен на свои товары или услуги. Так как продовольствие считается достаточно неэластичным по цене продуктом, то и спрос арендатора на производственный фактор — недвижимость — будет также неэластичным. Для арендатора с эластичной по цене продукцией ситуация будет прямо противоположная.

Зависимость эластичности спроса от цены и доступности товаров-заменителей для недвижимости носит специфический характер. С одной стороны, в масштабах местного рынка можно подобрать подходящий объект. Но с другой стороны, в силу уникальности местоположения каждого объекта в общем смысле, для конкретного объекта недвижимости нет заменителей. Критичность местоположения для торговой функции делает несопоставимой замену объектом даже на другой стороне центральной улицы или в нескольких метрах от линии фасадов.

Считается также малоподходящей замена другим типом недвижимости, например, офисная недвижимость не может быть заменена жилой. И здесь индивидуальные особенности каждого объекта, такие как планировка, инженерное оборудование, в сочетании с требованиями конкретного вида бизнеса делают замену еще более неподходящей.

Исключением является замена частной недвижимости аналогичной государственной. Если местные органы власти предлагают на рынке недвижимость по ограниченной арендной стоимости, то спрос на близлежащую аналогичную недвижимость будет эластичным по цене. Это имеет место потому, что даже незначительное повышение арендной стоимости в частном секторе приведет к переориентации арендаторов на государственный сектор. С одной стороны, это предотвращает рост арендной платы, а с другой стороны, это может снижать привлекательность недвижимости как инвестиционного сектора, так как инвесторы могут потерять возможность реагировать на изменение рыночной ситуации корректировками арендной платы.

Говоря о замене, нельзя не упомянуть о том, что заменой арендуемой недвижимости, в принципе, может выступать недвижимость, находящаяся в собственности. При этом спрос на аренду будет в конечном счете определяться сопоставлением пользователями всех выгод и издержек, связанных с приобретением полного права собственности и права аренды.

Эластичность спроса на производственный фактор в определенной степени будет зависеть от интенсивности использования этого фактора. При увеличении арендной стоимости арендаторы, если это позволяют условия, могут сократить количество арендуемых площадей. Однако на практике, существенного "запаса" площадей, отказ от которого не повлиял бы на бизнес, арендаторы стараются не брать. То есть по этой позиции спрос относительно неэластичный.

Общая теория также говорит о том, что эластичность спроса на производственный фактор зависит от того, насколько большую часть составляет его стоимость в общих издержках производства. И в этом случае, чем больше доля в общих издержках, тем больше эластичность спроса по цене.

Для большей части офисной и промышленной недвижимости арендная стоимость составляет относительно малую часть общих издержек, вследствие чего спрос является относительно неэластичным. Для розничной торговли повышение арендной стоимости может оказаться не только более чувствительным, но даже критическим, поэтому для данного сегмента рынка недвижимости спрос более эластичен по цене.

Подводя итог краткому обсуждению вопроса эластичности спроса, можно сделать следующие выводы:

1. Спрос на недвижимость является функцией спроса на товары и услуги, которые производятся с использованием данной недвижимости как производственного фактора.
2. При производстве товаров и услуг, спрос на которые эластичен по доходу, спрос на используемую недвижимость также эластичен по доходу и, кроме того, подвержен изменениям в течение циклов экономической активности. При производстве товаров и услуг, спрос на которые неэластичен по доходу, спрос на используемую недвижимость также неэластичен по доходу.
3. Спрос на недвижимость в силу ее специфики, как фактора производства, для большей части сегментов рынка неэластичен по цене.

### 5.3.3 Анализ предложения

Предыдущий анализ выполнялся исходя из неявного предположения, что спрос — это общее количество площадей для сдачи в аренду (включая как уже занятые, так и предлагаемые к сдаче), а предложение — это общий запас площадей. Но в более корректной постановке вопроса уровень спроса будет определяться потребностями арендаторов, занимающихся поиском площадей для аренды, а уровень предложения — предложением площадей для сдачи в аренду.

В любой текущий момент времени общее предложение складывается из двух элементов — предложение уже существующей (повторно сдаваемой) и новой (сдаваемой впервые) недвижимости. Соотношение двух элементов предложения изменяется во времени и от места к месту. В то же время, основной тенденцией является преобладание предложения существующей недвижимости, что связано с ее долговечностью.

Особенностью анализа предложения является то, что, в отличие от анализа спроса, когда для арендаторов безразлично, сдается ли недвижимость подходящего качества повторно или впервые, анализ каждой составляющей предложения должен выполняться отдельно, так как они подвержены различным влияниям.

Предложение повторно сдаваемой недвижимости зависит от количества арендаторов, решивших ее освободить. Обычно такие решения связаны с ожиданиями относительно перспектив для конкретного вида бизнеса, что объясняет обратно пропорциональную связь между предложением аренды существующей недвижимости и спросом на аренду.

Предложение новой недвижимости зависит от принятых ранее решений на строительство или реконструкцию, экономическая основа которых будет обсуждена в главе 14. Говоря кратко, интенсивность нового строительства определяется его прибыльностью, которая, в свою очередь, зависит от разницы между рыночной стоимостью недвижимости и строительными издержками.

Стимулирующая на новое строительство прибыль появляется при увеличении спроса. Однако на завершение строительных работ объективно требуется достаточно продолжительное время, минимум от 6 месяцев до 3—5 лет. Соответственно, и предложение новой недвижимости будет реагировать на спрос с отставанием. Именно поэтому анализ предложения в каждом конкретном случае необходимо выполнять с учетом необходимой глубины прогноза во времени.

### **Предложение в краткосрочной перспективе**

Анализ предложения, как и спроса, будем выполнять в терминах эластичности. При этом под эластичностью предложения по цене понимается измеритель реакции предложения на изменение цены, роль которой в нашем анализе выполняет арендная стоимость:

$$\text{Эластичность предложения по цене} = \frac{\% \text{ Изменения предложения}}{\% \text{ Изменения арендной стоимости}} .$$

Под краткосрочной перспективой будем понимать время от даты принятия решения об осуществлении проекта до даты завершения строительства. Если рассматривать предложение новой недвижимо-

сти в этот отрезок времени, то оно не сможет реагировать на изменения арендной стоимости, то есть предложение в краткосрочной перспективе неэластично по цене.

В то же время, некоторый элемент эластичности может быть внесен. Например, в период роста арендной стоимости сдача в аренду откладывается как можно дальше, а при спаде спроса и арендной стоимости имеется тенденция сдачи в аренду еще не начатого строительством объекта. С другой стороны, некоторая эластичность предложения возникает в результате того, что на рынок поступают объекты, строительство которых было начато ранее.

Предложение существующей, то есть повторно сдаваемой в аренду недвижимости, в краткосрочной перспективе также является относительно неэластичным. Как уже говорилось, арендаторы не склонны реагировать на повышение арендной стоимости сокращением и высвобождением арендуемых площадей, что объясняется небольшой долей арендной платы в общих издержках, существенными расходами по переезду, длительными сроками пересмотра условий договоров аренды и т. д.

Таким образом, общее предложение в краткосрочной перспективе является неэластичным. Кроме того, предложение существующей недвижимости является более стабильным, чем спрос, поэтому в краткосрочной перспективе изменения в арендной стоимости возникают вследствие изменения спроса.

### **Предложение в среднесрочной перспективе**

Под среднесрочной перспективой будем понимать период времени, сопоставимый со средней длительностью цикла экономической активности. Статистика мировой рыночной экономики показывает, что в современных условиях порядок длительности цикла экономической активности может составлять около 10 лет.

В среднесрочной перспективе предложение более эластично, чем в краткосрочной перспективе. Предложение существующей недвижимости увеличивается во времена экономических спадов, когда арендаторы сокращают производство и занимаемые площади или выходят из бизнеса. При оживлении экономической активности предложение будет уменьшаться.

Предложение новой недвижимости будет запаздывающей реакцией на изменения стоимости в течение экономического цикла.

### **Предложение в долгосрочной перспективе**

Предложение в долгосрочной перспективе эластично по цене, и это особенно важно для установления взаимосвязи между рыночными ценами и издержками девелопмента.

С теоретической точки зрения абсолютно неэластичное по цене предложение означает, что связи между стоимостью производства и рыночной ценой не существует. Например, цены на картины великих художников XVIII века не имеют отношения к издержкам их производства.

Эластичное предложение означает, что цены будут стремиться к стоимости производства товара, включая нормальную прибыль производителя. Временное наличие сверхприбыли за счет высоких цен вызывает превышение предложения над спросом, что означает снижение завышенных цен до уровня издержек производства и нормальной прибыли. Низкие по отношению к издержкам производства цены приведут к отсутствию нормальной прибыли и падению предложения. В результате цены поднимутся до уровня производственных издержек.

Чем долговечнее продукт и дольше период производства, тем больший период времени требуется для перехода от краткосрочного неэластичного предложения к долгосрочному эластичному.

Следует заметить, что в долгосрочной перспективе рассмотрение недвижимости, как единого объекта, включающего землю и здания, становится некорректным, потому что в долгосрочной перспективе земля и здания обладают различными экономическими характеристиками. Например, общий запас земли постоянен, а зданий — эластичен, срок службы земли бесконечен, а здания со временем разрушаются. Именно поэтому соотношение земли и зданий, которое будет изменяться в соответствии с типом недвижимости, будет оказывать значительное влияние на цены и эластичность предложения.

Для сельскохозяйственной недвижимости, где основную часть составляет земля, предложение является неэластичным даже в долгосрочной перспективе (в предположении неэластичности запаса земли). Поэтому при обосновании арендной стоимости следует исходить, прежде всего, из спроса арендаторов на местном рынке.

Запасы торговой недвижимости на главной улице города ограничены площадями, непосредственно контактирующими с особым пешеходным потоком главной улицы. Эти площади нельзя расширить за счет пространственной или вертикальной застройки, также как нельзя увеличить протяженность фасадов лучших торговых мест. Поэтому следует считать, что основную долю в стоимости магазинов на главной улице составляет земля, и при обосновании арендной стоимости следует исходить, прежде всего, из спроса со стороны розничной торговли. Следует заметить, что в случае с магазинами на главной улице неэластичность предложения не может гарантировать рост арендной платы при увеличении покупательной спо-

собности. Малейшее изменение пешеходных и транспортных потоков, появление торговых центров на окраинах с эластичным предложением может привести к снижению спроса на аренду.

Предложение офисной и промышленной недвижимости в долгосрочной перспективе более эластично, чем предложение сельскохозяйственной земли и магазинов на главной улице. Предложение офисной недвижимости можно увеличить за счет пространственной и вертикальной застройки, а также за счет изменения существующего типа использования подходящих участков земли. Для промышленной недвижимости точное местоположение не является критичным, поэтому долгосрочная эластичность предложения обеспечивается за счет подходящих участков земли. Хотя для некоторых местностей и районов предложение офисной и промышленной недвижимости в силу различных ограничений, например экологических, может быть и неэластичным.

Эластичность предложения офисной и промышленной недвижимости в долгосрочной перспективе означает, что их стоимость будет стремиться к издержкам девелопмента. А так как основную часть издержек девелопмента составляют издержки строительства, которые изменяются в соответствии с темпами инфляции, то стоимость офисной и промышленной недвижимости в долгосрочной перспективе будет меняться также в соответствии с темпами инфляции. Для магазинов на главной улице связь стоимости с инфляцией определяется факторами спроса, например, платежеспособным спросом населения.

При анализе взаимосвязи стоимости недвижимости со строительными издержками важно иметь в виду, что такая взаимосвязь может иметь место только для новой или реконструированной недвижимости. При этом необходимым условием является стабильный или растущий спрос, так как при падающем спросе недвижимость имеет неэластичное предложение из-за ее долговечности. Другими словами, при избытке предложения связи рыночной стоимости со стоимостью строительства быть не может, поэтому в условиях депрессии недвижимость не может гарантировать страхование от инфляции.

#### **5.3.4 Измерение сил спроса и предложения**

На работающем рынке аренды должен существовать, с одной стороны, запас площадей, которые предлагаются в аренду, а, с другой стороны — неудовлетворенный на текущий момент спрос на пользование недвижимостью. При этом, если предложение и неудовлетворенный спрос находятся (по площади) в равновесии, арендная стоимость будет постоянной в реальном исчислении и плавно увеличиваться вместе с инфляцией в номинальном исчислении.

Количественно предложение в общем можно оценить на основе данных, публикуемых в специальных печатных и электронных изданиях. При этом общая величина предложения будет оценена достаточно точно, так как открытая публикация предложения — это обычная практика поиска арендаторов. С другой стороны, о своем желании арендовать недвижимость в открытых публикациях обычно не сообщают.

Поэтому практически единственным способом выявить изменения в соотношении сил спроса и предложения является анализ соотношения изменений в количестве дополнительной предлагаемой площади и площади, сданной в аренду за тот же период времени. При этом количество сданной в аренду площади измеряет не общий спрос, а удовлетворенный спрос. Тем не менее увеличение удовлетворенного спроса в условиях обильного предложения свидетельствует об увеличении спроса. Если дополнительное предложение превышает удовлетворенный спрос, тогда предложение увеличивается, причем увеличивается относительно спроса. Если удовлетворенный спрос превышает дополнительное предложение, тогда предложение падает, а спрос, вероятно, превышает предложение. Таким образом, можно сказать, что дополнительное предложение и удовлетворенный спрос являются двумя динамическими индикаторами рыночных тенденций.

В заключение следует заметить, что результаты некоторых исследований на рынках офисной и промышленной недвижимости показывают корреляцию между изменениями роста арендной стоимости и разницы между удовлетворенным спросом и дополнительным предложением, а именно: рост арендной стоимости является зеркальным отражением разницы, но со сдвигом во времени на несколько месяцев.

#### **5.4 Виды недвижимости и концепции арендной стоимости**

При анализе арендной стоимости прежде всего следует выбрать подходящую концепцию ее формирования.

Для недвижимости с неэластичным предложением, к которой относят, в первую очередь, сельскохозяйственную недвижимость, торговую недвижимость на главных улицах, бензозаправочные станции и т. п., больший вес следует придавать концепции остатка, так как критическим параметром прибыльности производства товаров и услуг является конкретное местоположение.

Для недвижимости с эластичным предложением, к которой относятся офисная и промышленная недвижимость, больший вес следует придавать концепции спроса и предложения, так как прибыльность

производства товаров и услуг в меньшей степени зависит от местоположения.

Концепция остатка предполагает сильную конкуренцию между арендаторами. Она лучше объясняет рост арендной стоимости недвижимости в "первоклассных" местах, чем во всех других. Она также лучше объясняет рост арендной стоимости магазинов на главных улицах во времена экономических подъемов, чем во времена стабильной или падающей экономики. В реальной практике, как правило, концепция остатка дает максимально возможную величину арендной стоимости, на которую будет влиять множество рыночных факторов.

Очень часто может показаться экономически неоправданной и не соответствующей концепции остатка высокая арендная стоимость, которую в крупных городах готовы платить за лучшие места магазины крупных национальных и международных торговых сетей. На самом деле, такая политика не противоречит концепции остатка, которую финансово мощные компании реализуют в долгосрочной перспективе, может быть даже в ущерб краткосрочным интересам. Текущие низкие доходы в таких компаниях частично компенсируются за счет масштаба бизнеса, более низких оптовых цен и т. д.