

OBSZARY RYZYKA W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI GRUNTOWYCH ZABUDOWANYCH



Michalina Futro

Doktorantka w Katedrze Zarządzania
Inwestycjami i Nieruchomościami
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Istota i rodzaje ryzyka

W literaturze ekonomicznej nie ma jednoznacznie określonego pojęcia ryzyka, albowiem jest to pojęcie niełatwe do jednoznacznego zdefiniowania [Jędralska 1992]. Rozważania na temat istoty ryzyka można ująć w dwóch głównych nurtach. Pierwszy, dotyczy podejmowania decyzji, który skupia się na niepewności w stosunku do przyczyn, natomiast drugi, wiąże się z teorią zarządzania ryzykiem i ukazuje zależność błędu w stosunku do działania [Borys 1996].

Ryzyko wywodzi się od słowa *risicare*. To słowo zapoczątkowało zaistnienie słowa ryzyka i oznaczało *odważyć się*. W encyklopedii Brockhousa słowo „ryzyko” wywodzi się z języka łacińskiego, gdzie czasownik *risicare*, oznacza *omijać coś*. Podobnie w języku włoskim *rischio* oznacza *rafę*, którą logicznie należy omijać. Należy zauważyć, że w praktyce słowo ryzyko używane jest w kontekście niekorzystnego wyniku, ale teoretycznie odchylenia pomiędzy ostatecznym rezultatem mogą być niekorzystne jak również korzystne [Marcinek 2001]. Pojęcie to ma charakter wieloaspektowy i wieloznaczny, i nie należy go mylić z pojęciem *niepewności*. A.H.Willet jako pierwszy wskazał na różnice pomiędzy tymi pojęciami, twierdząc że ryzyko jest zjawiskiem obiektywnym, skorelowanym z subiektywną niepewnością wystąpienia niepożądanego zjawiska. Natomiast F.Knight podzielił według mierzalności, stwierdzając, że ryzyko to niepewność mierzalna, a niepewność *sensu stricto* to niepewność niemierzalna [Ostrowska 1999]. Istotną relację między ryzykiem a niepewnością stwierdził J. Pfeffer: *Ryzyko jest kombinacją hazardu i jest mierzone prawdopodobieństwem; niepewność jest mierzona przez poziom wiary. Ryzyko jest stanem świata; niepewność jest stanem umysłu* [2006]. Ch. Chapman i S. Ward definiowali ryzyko jako implikacje istnienia niepewności odnosząca się do poziomu rezultatów [1997].

W polskiej literaturze również znajdziemy kilka definicji ryzyka. Borkowski objaśnia ryzyko, jako możliwość wystąpienia sytuacji odmiennej od przewidywanej [2008]. Kotylak i Kęsy uważają, że ryzyko to prawdopodobieństwo nieotrzymania przyjętych rezultatów w wyniku podjęcia pewnej decyzji i jest nieodłącznym składnikiem działalności gospodarczej [2003]. Natomiast Mroczo definiuje ryzyko jako sytuację zagrażającą organizacji, która może doprowadzić do upadku lub strat [2004], a Kaczmarek określa ryzyko jako zespół działań, które powodują szkodę na ciele lub stratę materialną, a następstwa są niepewne [2008].

Pojęcia ryzyko i niepewność, w praktyce jak i w teorii, często stosowane są zamiennie. Należy zauważyć, że są to wyrazy bliskoznaczne, ale istnieje pomiędzy nimi ścisła zależność, jak również formalna różnica. Niepewność pojawia się wówczas, gdy nie można zbadać możliwych, alternatywnych sytuacji, a także podać rozkładu prawdopodobieństwa zaistnienia tych sytuacji, a podmiot, który dokonuje badania w warunkach niepewności, opiera się na subiektywnych przesłankach [Marcinek 2001]. Natomiast ryzyko występuje wówczas, gdy możliwe jest oszacowanie prawdopodobieństwa, które ustala się na podstawie obiektywnych danych [Knight 1921].

W szerszym ujęciu ryzyko można definiować jako:

- zagrożenie nieprawidłowych rezultatów,
- zagrożenie niepowodzenia taktyki,
- zagrożenie chybienia celu [Borys 1996].

Ryzyko jest odwrotnie proporcjonalne do prawdopodobieństwa wyboru odpowiedniego rozwiązania ze zbioru możliwych przy ograniczonym zasobie informacji. Zatem ryzyko jest mniejsze, jeżeli prawdopodobieństwo to jest większe [Bryx 2001]. Należy zauważyć, że niepewność i ryzyko mają charakter dynamiczny i ekonomiczny, potwierdza to fakt, związku z czasem, to znaczy, że

rosną wraz z wydłużeniem czasu. Ryzyko i niepewność wpływają na strumienie przepływów środków pieniężnych, a także na zmienność wartości pieniądza w czasie, ponieważ powiązane są ściśle ze stopą zwrotu. Ryzyko ma swoją cenę, która zależy od rodzaju i metod ustalania, ze względu na tę cenę wyróżnia się inwestycje mniej lub bardziej obciążone ryzykiem [Ostrowska 1999].

W literaturze ekonomicznej wyróżnia się wiele rodzajów ryzyka. Ostrowska [1999] klasyfikuje ryzyko pod względem poniższych kryteriów:

- geograficznej dywersyfikacji kapitału,
- częstotliwości występowania,
- skutków decyzji inwestycyjnych w globalnej strategii przedsiębiorstwa,
- efektywnego wyboru projektu inwestycyjnego,
- źródła finansowania inwestycji.

Inny podział ryzyka, według Brealey'a i Myers'a, to podział na ryzyko systematyczne, które zdeterminowane jest zewnętrznymi warunkami gospodarowania, które wpływają na wynik wszystkich porównywalnych inwestycji. Ryzyko specyficzne, inaczej nierynkowe lub dywersyfikowalne, charakterystyczne dla projektów, a nawet wariantów i scenariuszy, zależy od specyficznych czynników dla inwestowania w konkretny rodzaj aktywów. Z kolei według Jog'a i Szyńskiego, ryzyko finansowe, związane jest ze sposobem finansowania inwestycji. Ryzyko gospodarcze, związane jest z naturą przedsięwzięcia gospodarczego. Ryzyko inflacji wynika z niepewności zwrotu z inwestycji. Ryzyko płynności, związane jest z trudnością w sprzedaży papierów wartości-

ciowych. Ryzyko operacyjne, wynika ze zmian elementów majątku trwałego i obrotowego, wiąże się z niepewnością przyszłych aktywności, surowców lub wyrobów. Warto wymienić ryzyko inwestycyjne [Mc Laney 1991], które związane jest bezpośrednio ze źródłem finansowania inwestycji. **Zerowe ryzyko inwestycyjne**, pojawia się podczas realizacji inwestycji prestiżowych finansowanych kredytami, które są gwarantowane przez państwo. **Ukryte ryzyko inwestycyjne**, objawia się w negatywnych tendencjach rozwoju, np. malejącej płynności finansowej. **Jawne ryzyko inwestycyjne**, zachodzi wówczas, gdy prawdopodobieństwo poniesienia straty jest większe od prawdopodobieństwa uniknięcia tej straty [Lewandowski 1994]. **Pewne ryzyko**, tzn. całkowitej niewypłacalności inwestora, gdy inwestor traci zdolność do obsługi zobowiązania [Ostrowska 1999].

Ryzyko na rynku nieruchomości

Źródłem ryzyka na rynku nieruchomości należy szukać przede wszystkim w otoczeniu nieruchomości, jej lokalizacji, typie, rodzaju praw na niej ustanowionych. Ryzyko, które wynika z otoczenia związane jest z sytuacją ekonomiczną na rynku, na którym zachodzą procesy transakcyjne: kupno, sprzedaż, wynajem, w których rolę odgrywa poziom inflacji, priorytety gospodarki narodowej, poziom stóp procentowych, system podatkowy, kredyty, a także kursy walut. Warto zauważyć, że istotnym źródłem ryzyka jest także otoczenie prawne. Uwarunkowania legislacyjne mają wpływ pośrednio jak i bezpośrednio na rynek nieruchomości, ponieważ związane są z koniecznością akceptowania rozwiązań prawnych na każdym etapie i w każdym rodzaju procesów podejmowanych na rynku. Cykl koniunkturalny nieodłączny z rynkiem nieruchomości, związany jest ze zmiennością stawek czynszów, stóp zwrotu z inwestycji, a nawet poziomem pustostanów. Taka cecha jak lokalizacja nieruchomości jest znacząco związana z ryzykiem, poprzez otoczenie społeczne, które uwarunkowane jest z nieakceptacją środowisk na lokalizacje, a tym samym na realizację określonego projektu nowej lub sposobu użytkowania w przypadku istniejącej nieruchomości, w praktyce to protesty społeczne przeciwko planom na danym

terenie. Ryzyko społeczne wiąże się również z modą i preferencjami nabywców, a także ze skłonnością do oszczędzania, które związane jest z popytem na rynku nieruchomości. Natomiast ryzyko przyrodnicze, wynika z tego, że projekt może zaburzyć równowagę naturalną, a także sił natury [Siemińska 2006].

Źródłem ryzyka, jak wymieniono powyżej, jest sama nieruchomość, dokładniej jej wielkość, wartość, rodzaj, lokalizacja, stan techniczny i prawny, ponieważ wraz ze wzrostem środków zaangażowanych w daną nieruchomość rośnie ryzyko z nią związane [Dąbrowski 2001]. Innym źródłem ryzyka jest czas, który związany jest przede wszystkim z tzw. transakcjami wymuszonymi, gdy nie ma czasu na wyeksponowanie nieruchomości, co wiąże się z ryzykiem sprzedaży na poziomie niższym niż można byłoby osiągnąć. Znaną i immamentalną cechą nieruchomości jest mała płynność, która generuje ryzyko płynności finansowej, w trajektorii bankructwa. Inne ryzyko spowodowane jest tym, że nieruchomości są trwałe w czasie, a to związane jest ze zmianą właścicieli, a tym samym i zmianą przeznaczenia nieruchomości. Każda nieruchomość posiada inną, konkretną lokalizację, która nadaje indywidualny poziom ryzyka ze względu na warunki przestrzenne. Nieprzyjemne warunki lokalizacyjne mogą negatywnie wpływać na użytkowanie nieruchomości, a także na efektywność danej inwestycji. Kolejną problematyczną kwestią jest ryzyko związane z transakcjami nieruchomości. Ryzyko prawidłowego doboru pojawiać się będzie w przypadku transakcji na rynku krajowym czy globalnym. Łatwiej, natomiast będzie zidentyfikować ryzyko na rynku lokalnym. Problem wzrasta, gdy rozszerza się przestrzenną tercję rynku.

Kolejnym źródłem ryzyka jest rodzaj nieruchomości. Niezależnie od rodzaju nieruchomości, należy uwzględnić potencjalne ryzyko nieruchomości w procesie jej analizy. Inaczej będzie w sytuacji, gdy analizie podlega pojedyncza nieruchomość, która jest pewnego rodzaju lokatą środków finansowych, a inaczej, gdy rozpatrujemy ryzyko portfela finansowego, składającego się z nieruchomości lub różnych jej typów. W tym przypadku pojawia się inwestor instytucjonalny, który dąży do optymalizacji portfela biorąc pod uwagę ryzyko

jak i wysokość stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a ponadto, który finansuje swoje inwestycje w większości kapitałem obcym. Ostatnim źródłem ryzyka, na które warto zwrócić uwagę, to ryzyko związane z typem nabywanych praw do nieruchomości. Inny rodzaj praw będzie posiadał rynek najmu, czyli dla stron zawierających umowy najmu, a inny dla inwestorów nabywających nieruchomości, czyli rynek lokat. Na przykład ryzyko najmu ściśle powiązane jest z ryzykiem płynności, gdy najemca nie wywiązuje się z zobowiązań finansowych i nie dotrzymuje warunków umowy. Natomiast ryzyko lokaty to ryzyko bankructwa, ryzyko stopy procentowej, ryzyko wyceny, ryzyko wierzytelności [Siemińska, red. Nalepki 2006]. Nieruchomości na etapie budowy czy użytkowania wymagają znacznych nakładów kapitału. Kapitałochłonność sprawia, że na rynku jest zawierana niewielka liczba transakcji, co znacznie utrudnia znalezienie nabywcy [Kucharska Stasiak 2006]. Warto zauważyć jednak, że inwestowanie w nieruchomości odznacza się umiarkowanym poziomem ryzyka i najmniejszą płynnością spośród innych lokat kapitałowych. Komar [1990] dość wysoko szacuje także ryzyko rynkowe nieruchomości, które ściśle związane jest z prawdopodobieństwem spadku wartości, których źródłem jest zmiana koniunktury, co w konsekwencji może oznaczać spadek atrakcyjności wśród innych form lokat kapitałowych.

Stopień ryzyka wyznaczają sami uczestnicy rynku nieruchomości, ich poziom zaangażowania, kompetencji, proces przygotowania do realizacji zadań, okres realizacji zadania. Inwestowanie w nieruchomości obarczone jest ryzykiem, inwestycja bez ryzyka jest iluzją. Jednakże należy zwrócić uwagę, że jest to ryzyko relatywnie niskie w porównaniu np. z akcjami.



Sposób uwzględniania ryzyka w wycenie nieruchomości – aspekt praktyczny

Ze względu na brak kompleksowych danych dotyczących kształtowania się wielkości takich jak stopy zwrotu, czynsze, ceny transakcyjne, nie jest możliwy pomiar ryzyka. Jeżeli prowadzone są badania to mają one charakter wycinkowy, dotyczą wybranych segmentów i krótkiego okresu. Stąd przy określaniu ryzyka rzeczoznawca majątkowy w operacie szacunkowym ocenia to ryzyko uwzględniając rodzaj wycenianej nieruchomości i jej specyfikę.

Zgodnie ze standardem KSWS 3 „Wycena dla zabezpieczenia wierzytelności” rzeczoznawca majątkowy ma obowiązek, na podstawie dostępnych źródeł informacji, znajomości rynku, wskazać obszary ryzyka związanego z nieruchomością oraz jej ograniczoną przydatność dla zabezpieczenia wierzytelności.

W procesie wyceny należy zidentyfikować obszary występowania ryzyka związanego z wycenianą nieruchomością. W dalszych rozważaniach (Tabela 1) przeanalizowane zostaną obszary dla dwóch nieruchomości gruntowych zabudowanych.

W Tabeli 1 opisano dwie nieruchomości gruntowe zabudowane domami jednorodzinnymi wolnostojącymi, które obarczone są różnym ryzykiem. Jak wynika z powyższego, korzystne walory nieruchomości, jak lokalizacja, otoczenie itp. nie świadczą o braku ryzyka.

Tabela 1

Typ ryzyka	Nieruchomość A	Wpływ na ryzyko	Nieruchomość B	Wpływ na ryzyko
Lokalizacja	Nieruchomość położona jest w Skórzewie. Dojazd do centrum Poznania dogodny. Przedmiotową nieruchomość cechuje korzystna lokalizacja	↓	Nieruchomość położona jest w Suchym Lesie. Dojazd do nieruchomości zajmuje kilkadziesiąt minut. Przedmiotową nieruchomość cechuje niekorzystne bezpośrednie sąsiedztwo	↑
Rodzaj nieruchomości	Nieruchomość gruntowa zabudowana domem jednorodzinny wolnostojącym o powierzchni użytkowej 150 m ²	↓	Nieruchomość gruntowa zabudowana jednorodzinny wolnostojącym o powierzchni użytkowej 300 m ²	↑
Ryzyko prawne	Dostęp do drogi publicznej poprzez służebność gruntową	↑	Nie występuje	↓
Ryzyko społeczne	Nieruchomości gruntowe zabudowane w Skórzewie cechują się sporym zainteresowaniem wśród nabywców w tym segmencie nieruchomości	↓	Nieruchomości gruntowe zabudowane w Suchym Lesie cechują się dużym zainteresowaniem wśród nabywców w tym segmencie rynku nieruchomości	↓
Ryzyko przyrodnicze	Nieruchomość położona na terenach nie zagrożonych osuwiskami i zalewami	↓	Nieruchomość położona na terenach nie zagrożonych osuwiskami. In minus na nieruchomość wpływa bliskość miejsca składowania odpadów komunalnych	↑
Ryzyko rynkowe	Segment nieruchomości gruntowych zabudowanych wykonanych w nowej technologii jest stabilnym i podlegającym w mniejszym stopniu wahaniom koniunkturalnym	↓	Segment nieruchomości gruntowych wykonanych w nowej technologii jest stabilnym i podlegającym w mniejszym stopniu wahaniom koniunkturalnym	↓
Ogólna opinia na temat kierunku wpływu powyższych ryzyk na poziom wartości nieruchomości	Przedmiotowa nieruchomość posiada dogodną lokalizację. Powierzchnia nieruchomości przemawia za powyżej przeciętną płynnością	↓	Przedmiotowa nieruchomość posiada dobrą lokalizację; jej atrakcyjność determinuje otoczenie i sąsiedztwo. Duża powierzchnia użytkowa nieruchomości przemawia za poniżej przeciętną płynnością	↑

Ponadto, na poziom ryzyka wpływa sytuacja rynkowa w danym segmencie rynku na analizowanym obszarze, jak również sytuacja makroekonomiczna.

Rozważania przedstawione w artykule stanowią wstępne wyniki badań literaturowych odnośnie ryzyka i niepewności. Kwestie te są przedmiotem przygotowywanej rozprawy doktorskiej.

Literatura

1. Bryx M., *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Warszawa 2001.
2. Cisek M., Rak A. M., *Współczesne problemy zarządzania*, Warszawa 2011.
3. Jajuga K., T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko inwestycyjne, inżynieria finansowa*, PWN 2006.
4. Kaczmarek T. T., *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Wyd. Difin 2010.
5. Kucharska Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, Warszawa 1999.
6. Kucharska Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2006.
7. Marcinek K., *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 2001.
8. Siemińska E., [w:] pod red. Nalepki A., *Inwestycje i nieruchomości*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2006.
9. Ostrowska E., *Ryzyko inwestycyjne. Identyfikacja i metody oceny*, wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999.