

UNIwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Gospodarki Przestrzennej

Piotr Jarecki

Wartość rynkowa nieruchomości jako próba obiektywizacji
zachowań uczestników rynku

*Rozprawa doktorska napisana
w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości
pod kierunkiem naukowym
prof. dr hab. Ewy Kucharskiej-Stasiak*

Łódź 2024

Wspólną cechą nauk jest tylko rzetelne poszukiwanie prawdy

T. Kotarbiński

Spis treści

Wprowadzenie	5
1. Poszukiwanie źródeł koncepcji wartości dóbr w historii myśli ekonomicznej	11
1.1 Wielowymiarowość wartości	11
1.2 Zarys ewolucji koncepcji wartości ekonomicznej.....	14
1.2.1 W poszukiwaniu moralnego i etycznego wymiaru wartości	14
1.2.2 Quasi-ekonomiczny wymiar wartości jako zwiastun współczesnej jej koncepcji	20
1.2.3 W poszukiwaniu źródeł i miar wartości ekonomicznej.....	23
1.2.4 Ekonomia klasyczna. Błędy ojców ekonomii	25
1.2.5 Ekonomia neoklasyczna. Nowy stary paradygmat.....	31
1.2.5 Inne kierunki rozwoju teorii wartości	37
1.3 Próba systematyzacji pojęć i poglądów	41
2. Ewolucja koncepcji wartości rynkowej nieruchomości.....	42
2. 1. Główne problemy definicyjne	42
2.2 Poszukiwanie źródeł współczesnej definicji wartości rynkowej nieruchomości	45
2.3 Ujednoliczona definicja i interpretacji wartości rynkowej nieruchomości	62
3. Trudności obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości.....	70
3.1 Problem obiektywizacji w ekonomii	70
3.2 Specyfika nieruchomości i rynku nieruchomości jako źródło problemów z obiektywizacją wartości rynkowej	73
3.3 Zachowania uczestników rynku jako źródło trudności obiektywizacji wartości	83
3.4. Proces wyceny jako źródło trudności obiektywizacji wartości rynkowej	86
4. Niepewność jako skutek trudności obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości	102
4.1 Niepewność jako nieodłączny element ludzkiego działania	102
4.2 Niepewność w modelowaniu ludzkich zachowań. Ujęcie teoretyczne	110
4.3 Niepewność w wycenie nieruchomości – ujęcie definicyjne	117
4.4. Behawioralny charakter wartości rynkowej nieruchomości.....	125
5. Trudność obiektywizacji wartości rynkowej w świetle badań własnych	131
5.1 Postrzeganie koncepcji wartości rynkowej i sposobu prezentacji wyniku wyceny przez rzeczoznawców majątkowych.....	131
5.1.1 Cel badania i zastosowana metoda badawcza	131
5.1.2 Postrzeganie koncepcji wartości rynkowej i sposobu prezentacji wyniku wyceny przez rzeczoznawców majątkowych w świetle badania ankietowego	133
5.2. Zmienność wyceny jako skutek niepewności pojedynczej wyceny w świetle badań eksperymentalnych.....	138
5.2.1 Cel badania i zastosowana metoda badawcza	138
5.2.2 Zmienność wyceny jako efekt niepewności pojedynczej wyceny w świetle badań w grupie eksperymentalnej nr 1	143
5.2.3 Zmienność wyceny jako efekt niepewności pojedynczej wyceny w grupie eksperymentalnej nr 2	153

5.2.4. Podsumowanie i wnioski z przeprowadzonego eksperymentu i ich wpływ na sposób prezentacji wyniku szacunku wartości rynkowej	175
Zakończenie	180
Bibliografia	186
Spis tabel	196
Spis rysunków	198
Spis załączników	198

Wprowadzenie

Aktualność problematyki i motywacja podjęcia badań

Amartya Sen, który w swoich badaniach łączy zagadnienia ekonomiczne z filozofią i etyką, dostrzega dwa odrębne źródła nowoczesnej ekonomii¹. Pierwsze wywodzi się z myśli arystotelesowskiej i wiedzy poprzez Adama Smitha, Johna Stuarta Milla, Henry'ego Sidgwicka, Francisa Edgewortha, Knuta Wicksella, Alfreda Marshalla i Arthura C. Pigou. Jest to tradycja ekonomii jako nauki społecznej. Drugie źródło wywodzi się z nauk przyrodniczych i ścisłych i podkreśla rolę takich myślicieli jak William Petty, Francois Quesnay, Antoine Lavoisier, David Ricardo, Antoine Augustin Cournot, Leon Walras² czy Vilfredo Pareto. Zgodnie z pierwszą koncepcją, ekonomia to badania nad naturą ludzką prowadzone przez ludzi. Elementy psychologiczne i ekonomiczne oraz współzależności występujące pomiędzy nimi tworzą w niej jedną całość. Rozważania te nie wyłączają problemu złożoności ludzkiego zachowania poprzez stosowanie daleko idących założeń upraszczających. Przedmiotem ich zainteresowania jest wartość i jest ona kategorią centralną. Koncepcja druga koncentruje się na podkreślaniu problemów technologii, gustów, współdziałania popytu i podaży, produkcji i podziału dochodów oraz bogactwa. Dominuje skupienie na cenach i relacjach je kształtujących. W tej koncepcji następuje odwrót od badania natury ludzkiej: stanowi to wynik akceptacji poglądu Vilfreda Pareto, który twierdzi, że sukces nauk przyrodniczych wynika z porzucenia prób wyjaśniania istoty rzeczy i skupieniu się na wyjaśnianiu wtórnych zasad, które nimi rządzą³. Funkcja aplikacyjna realizowana jest poprzez przyjęcie modelu człowieka racjonalnego – *homo oeconomicus*.

Obie koncepcje powinny być w ekonomii obecne, konfrontując i zasilając się nawzajem. Tak się jednak nie dzieje. Obecnie, to badania prowadzone w paradygmacie marginalnym stanowią główny nurt ekonomii. Neoklasyczny model ekonomiczny ogranicza się do wyjaśniania zachowań podmiotów gospodarujących w ramach przyjmowanych założeń upraszczających. Na podstawie zbioru aksjomatów racjonalnego zachowania wskazuje jakie działania służą maksymalizacji funkcji użyteczności⁴. Krytycy ekonomii ortodoksyjnej utrzymują, że standardowy model ekonomiczny nie odpowiada rzeczywistości, którą bada. Nie nadąża za zmieniającym się

¹ J. Hausner, *Spoleczna czasoprzestrzeń gospodarowania. W kierunku ekonomii wartości*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa 2019, s. 13.

² Tamże.

³ A. Solek, *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 8 Kraków 2010, s. 21.

⁴ Tamże.

światem. Jego założenia są dla nich nierealistyczne, a przez to i zdolności prognostyczne mają wymiar ograniczony do rzeczywistości, które same tworzą⁵.

Okazuje się, że ekonomia ortodoksyjna stała się źródłem *bezpłodnych odróżnień i logomachii*⁶. To, co widać, zdominowało to, czego nie widać. Wartość zastąpiono cenami. W ten sposób nastąpiła zmiana paradygmatu, która skutkowałą rozdziałem przyczyny od skutku. Zauważono to nie tylko w obszarze badań prowadzonych na gruncie ekonomii ale także w edukacji akademickiej. Jak twierdzą Cannone i McDonald teoria wartości od początku XX w. jest systematycznie pomijana na rzecz teorii cen⁷.

Ceny są zewnętrznym wyrazem wartości, ponieważ powstają w wyniku wartościujących sądów konsumentów. Są jedynie rezultatem oceny wartości. Kształtują się w wyniku wzajemnego oddziaływania ocen wartości wszystkich jednostek uczestniczących w grze rynkowej. Ceny dóbr wynikają z tego, jaką mają one wartość dla gospodarującego człowieka⁸. Cena i wartość są więc nierozłączne. Nie można ich analizować w oderwaniu od siebie, bo jedno wynika z drugich, chociaż nie są tożsame. Ponieważ założenia ortodoksyjnego nurtu ekonomii nie pozwalały w pełni wyjaśnić wszystkich zjawisk gospodarczych, zachęciło to badaczy do poszerzania horyzontów i poszukiwania alternatywnych teorii⁹. Padło stwierdzenie, że *ekonomia neoklasyczna stała się czymś w rodzaju już świeckiej religii. Rozwiązania nie należy szukać w zastąpieniu jej nowymi wierzeniami, ale z pewnością powinniśmy między innymi zwrócić uwagę na inne tradycje myślenia*¹⁰. Model homo oeconomicus został poddany krytyce, co zrodziło nowe spojrzenie na ekonomię. Opiera się ono nie na racjonalności, ale na jej ograniczeniach. Herbert Simon, twórca koncepcji racjonalności ograniczonej, twierdził, że ze względu na brak dostępu do pełnej informacji oraz niemożność jej nieograniczonego przetwarzania, gospodarujące

⁵ W obronie założeń ekonomii neoklasycznej staje m.in. Milton Friedman, który stwierdza: *pytanie, które warto postawić, nie dotyczy tego, czy przyjęte założenia teorii są realistyczne, bo nigdy nie są, ale raczej tego, czy są wystarczająco dobrymi przybliżeniami prowadzącymi do założonego celu. Na to pytanie można odpowiedzieć, jedynie sprawdzając, czy dana teoria się sprawdza, a zatem czy generuje wystarczająco dokładne przewidywania* M. Friedman, *Methodology of positive economics*, [w:] M. Friedman, *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, Chicago 1966, p. 15.

⁶ Nawiązanie do słów Romana Rybarskiego: *niektórych badaczy do tego stopnia zniechęciły dociekana nad naturą wartości, że chcąc wprost uniknąć tego pojęcia, uważają je za źródło bezpłodnych odróżnień i logomachii. Większość uczonych stara się podać określenie istoty zjawisk gospodarczych i zakresu badania naszej nauki w sposób nie dotyczących zagadnienia wartości*. E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny Wymiar Nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, s. 163.

⁷ J. Cannone J., R.J. Macdonald, Ózdiilek, *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal, March, 2005, pp. 116-154.

⁸ C. Menger, *Zasady ekonomii*, Wydawnictwo Fijor Publishing, Warszawa 2013, ss. 113-119.

⁹ A. Solek, *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 8, Kraków 2010, s. 18.

¹⁰ L. Fisher, J. Hasell, C.J Proctor, D. Uwake, Z. Ward, W. Watson. C., *Rethinking Economics. An Introduction to Pluralist Economics*, Routledge London 2017, pp 20-21.

jednostki nie mogą maksymalizować użyteczności. Mogą osiągać jedynie jej satysfakcjonujący poziom. Kolejnym krokiem w rozwoju alternatywnych teorii ekonomicznych były m.in. publikacje Daniela Kahnemana i Amos'a Tverskie'go, którzy implementowali psychologiczne podstawy zachowań ludzi do teorii ekonomicznych. Włączenie rozważań natury psychologicznej do ekonomii zrodziło nowe nurty – ekonomię behawioralną, ekonomię eksperymentalną oraz psychologię ekonomiczną. Ich znaczenie we współczesnej ekonomii podkreślają przyznane w XX w. Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii m.in. dla George'a A. Akerlofa, Daniela Kahnemana, Vernona L. Smitha oraz Richarda Thaler'a.

Pierwsze, ze wskazanych przez Amartaya Sen'a, źródeł w nowoczesnej ekonomii zyskuje na powrót na znaczeniu. Ekonomia behawioralna, psychologia ekonomiczna i ekonomia eksperymentalna, to bezpośrednie nawiązanie do prac pierwszych ekonomistów¹¹, którzy ekonomię traktowali jako naukę społeczną. Wraz z powrotem do korzeni ekonomii wraca także potrzeba dyskusji nad kategorią wartości. *Gospodarka bez wartości to jak życie bez sensu*¹². Kategoria ta jest szczególnie niezbędna na obszarze rynków niedoskonałych, gdyż to tam paradygmat człowieka racjonalnego w największym stopniu nie odpowiada rzeczywistości. Do takich rynków należy rynek nieruchomości. Koncepcja wartości, w szczególności wartości rynkowej, wymaga nowego spojrzenia, dostosowania do współczesnych warunków społeczno-gospodarczych, podkreślenia roli niepewności, która towarzyszy ludzkim działaniom.

Przedmiot, cel, hipotezy i pytania badawcze

Centralnym przedmiotem badań w niniejszej pracy jest kategoria wartości rynkowej nieruchomości. Ten rodzaj wartości jest najczęściej poszukiwany przez uczestników rynku m.in. dla celów sprzedaży, naliczania opłat, podatków, odszkodowań, zabezpieczenia wiarytelności, doradztwa itp. Te cele wymagają ustalenia wartości, która obiektywizuje zachowania uczestników rynku, czyli wartości, która przedstawia typowe, najczęstsze zachowania. Prowadzone w literaturze przedmiotu rozważania wskazują na trudną naturę wartości jako kategorii względnej i dynamicznej a nade wszystko zawsze posiadającej cechy subiektywne. Utrudnia to proces obiektywizacji mający swoje ugruntowanie już

¹¹ Nawiązanie do pracy Adama Smitha pt. *Teoria uczuć moralnych*.

¹² G. W. Kołodko, *Dokąd zmierza świat. Ekonomia Polityczna*, Wydawnictwo Prószyński Media, Warszawa 2013, s. 164.

w specyfice badań prowadzonych na gruncie nauk społecznych¹³, a pogłębiający się w procesie wyceny nieruchomości. Skoro proces dochodzenia do wartości rynkowej ma symulować typowe zachowania uczestników tego rynku, koncepcja wartości musi odwzorowywać specyfikę rynku, na którym ta wartość powstaje, a także warunki, w jakich działają jego uczestnicy, w tym ryzyko i niepewność. W rozprawie wyróżniono trzy główne cele badawcze:

- (C1) wykazanie, że wartość rynkowa słabo obiektywizuje zachowania uczestników rynku,
- (C2) wykazanie, że obiektywizacja wartości rynkowej na rynku nieruchomości jest relatywnie trudniejsza niż na rynku innych aktywów z powodu specyfiki nieruchomości, a także specyfiki samego rynku nieruchomości,
- (C3) wykazanie, że wycena nieruchomości ma charakter behawioralny, co powinno być ujawnione w definicji wartości rynkowej a także w sposobie przedstawienia i interpretacji wyniku wyceny.

Dwa pierwsze cele mają charakter teoretyczno- praktyczny, cel trzeci charakter aplikacyjny.

W pracy postawiono następujące hipotezy badawcze:

- (H1) Na rynku nieruchomości występuje łańcuch behawioralny: behawioralny jest proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, behawioralne są ceny, behawioralny jest proces dochodzenia do wartości, behawioralna jest wartość.
- (H2) Wartość rynkowa nieruchomości stanowi jedynie niedoskonałą próbę obiektywizacji zachowań uczestników rynku.
- (H3) Obowiązująca definicja i interpretacja wartości rynkowej słabo odzwierciedla rzeczywiste zachowania uczestników rynku nieruchomości, a także faktyczne warunki, w jakich dochodzi do zawierania transakcji na tym rynku.
- (H4) Behawioralny charakter wartości rynkowej zwiększa niepewność pojedynczej wyceny i prowadzi do różnych szacunków tej samej nieruchomości, na ten sam dzień, dla tego samego celu wyceny.
- (H5) Behawioralny charakter wartości powoduje, że wycena nieruchomości wymaga innego niż dotychczasowy sposobu raportowania wyniku szacunku.

¹³ S. Stachak, *Podstawy metodologii nauk ekonomicznych*, Wydawnictwo Książka i Wiedza, Warszawa 2006, s. 20.

Układ treści i metody badawcze

Treść rozprawy, poprzedzona wstępem i zakończeniem, podzielona została na pięć rozdziałów, których tematyka i układ podporządkowane zostały weryfikacji hipotez badawczych i realizacji celów pracy.

Rozdział pierwszy osadzony jest w teorii ekonomii i historii myśli ekonomicznej. Podjęte w nim rozważania dotyczą ewolucji wartości jako koncepcji ekonomicznej. Zaprezentowano w nim poglądy wybranych filozofów i myślicieli (w okresie przed powstaniem ekonomii jako nauki), jak i później ekonomistów, przechodząc m.in. przez okres starożytności, średniowiecza, merkantyizmu, fizjokratyzmu, ekonomii klasycznej, ekonomii neoklasycznej, dokonując finalnie próby ich syntezy, celem poszukiwania niezmiennych od stuleci prawidłowości rządzących ludzkim zachowaniem. Tak pogłębiony wątek teoretyczny stanowi odpowiedź na zarzuty stawiane pod adresem literatury przedmiotu z zakresu wyceny nieruchomości, która koncentruje się głównie na procedurach wyceny poświęcając zbyt mało miejsca koncepcji wartości, albo wręcz ograniczając się tylko do przytoczenia definicji wartości intuicyjnie zakładając, że jest ona dla wszystkich zrozumiała. Brak zrozumienia złożoności tej kategorii prowadzi do *wyceny bez wartości*¹⁴.

Rozważania zaprezentowane w rozdziale drugim przenoszą podjętą wcześniej dyskusję dotyczącą wartości na rynek nieruchomości. Przedstawiono w nim główne problemy definicyjne, z jakimi borykali się zarówno praktycy, jak i teoretycy wyceny, wskazując na te elementy, które na przestrzeni lat okazały się wspólnymi, i te, które stanowią kwestie sporne. Wskazano na proces standaryzacji wyceny i jego rezultat w postaci wspólnej definicji wartości rynkowej nieruchomości i jej interpretacji, podnosząc jednocześnie nietrwałość przyjętego konsensusu. Możemy wnosić, że rozumienie i definiowanie wartości rynkowej nieruchomości będzie podlegało dalszej ewolucji.

W ramach rozdziału trzeciego podjęto rozważania nad obiektywizacją wartości rynkowej na tle obiektywizacji zjawisk społeczno-gospodarczych w badaniach prowadzonych na gruncie nauk ekonomicznych. Powyższe trudności osadzono następnie w specyfice nieruchomości, rynku nieruchomości, finalnie w procesie dochodzenia do wartości.

Rozdział czwarty dotyczy skutków słabej obiektywizacji wartości rynkowej w procesie wyceny. Podjęto w nim zagadnienia dotyczące niepewności i ryzyka jako

¹⁴ J. Cannone J., R.J. Macdonald, Ździilek, *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal, March, 2005, pp. 116-154.

nieodłącznych elementów ludzkiego działania, ich implementacji w modelach podejmowania decyzji przez uczestników rynku, niepewności rynku nieruchomości, a także niepewności wyceny nieruchomości. Dokonano w nim także próbę uwzględnienia w uznanej w skali światowej definicji wartości rynkowej nieruchomości specyfiki rynku nieruchomości i rzeczywistych zachowań jego uczestników.

Rozdziały piąty, stanowiący badawczą część pracy, stanowi konfrontację rozważań teoretycznych z praktyką wyceny w postaci badania ankietowego i eksperymentu badawczego. Celem operacjonalizacji zaprezentowanej w rozdziale czwartym poszerzonej definicji, zaproponowano w nim także inny sposób prezentacji i interpretacji wyniku wyceny, wskazując jednocześnie na dalsze kierunki badań i perspektywy rozwoju wyceny nieruchomości.

1. Poszukiwanie źródeł koncepcji wartości dóbr w historii myśli ekonomicznej

1.1 Wielowymiarowość wartości

Wartość to kategoria złożona. Jej jednoznaczne zdefiniowanie jest trudne, jeżeli w ogóle możliwe¹⁵. Trudności towarzyszące konceptualizacji tej materii nie zniechęciły jednak badaczy do podejmowania prób. Starano się uchwycić jej istotę na obszarze wielu różnych dziedzin, jednak w każdej z nich otrzymała ona odmienną definicję¹⁶. Biorąc pod uwagę rozbieżności w pojmowaniu wartości, które wynikają ze specyfiki poszczególnych nauk, źródłem rozważań o jej istocie winna być ta, w której pojęcia są najobszerniejsze i najogólniejsze. Tą nauką zdaniem Władysława Tatarkiewicza jest filozofia¹⁷. Rozważania natury filozoficznej dotyczą tego co najważniejsze i najcenniejsze¹⁸. Definiuje się je bowiem jako *najbardziej ogólną, fundamentalną, racjonalną i krytyczną wiedzę o wszystkim, co istnieje*¹⁹. Wiedza ta ulega jednak ciągłej ewolucji, a wraz z rozszerzaniem się zakresu znanych i badanych przedmiotów, zmienia się również ich ocena. Pierwotnie głównym przedmiotem zainteresowania filozofów była przyroda. Stąd też stwierdzenie, że filozofia wyrastała ze zdziwienia światem²⁰. Myśli filozoficzne skupiały się także wokół materii norm moralnych, takich jak na przykład stawianie pod znakiem zapytania tego, co dotychczas było zakorzenione w tradycji lub uznane zostało za oczywiste²¹. Przedmiot badań zmieniał się razem z poglądami na naturę poznania, którego upatrywano pierwotnie w psychologii, a wraz ze zmianą granic wiedzy obiektem docieklivosti mianowano rzeczywisty świat bądź myśli ludzkie o świecie²². Poszukiwanie źródeł wiedzy w świecie rzeczywistym bądź w ludzkich myślach o tym świecie stanowi centralny problem filozofii wartości – aksjologii, która obok epistemologii i ontologii stanowi jeden z trzech wielkich działów tej nauki. Filozofia przypisuje w ten sposób kategorii wartości szczególne miejsce. *Jeśli zaś zdarza się, że filozofia ze swego wielkiego zakresu wybiera jakąś część i o niej traktuje specjalnie, to dzieje się tak ze względu na to, że tej części przypisuje szczególną wagę i wartość*²³. Bada

¹⁵ J. Hausner, *Spoleczna czasoprzestrzeń gospodarowania. W kierunku ekonomii wartości*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa 2019, s. 18.

¹⁶ L. Drenda, *Teoria Wartości, Wartość Teorii, Studia Ekonomiczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach Nr 259, 2016, s. 40.

¹⁷ *Trwają wysiłki aby wyjść poza rozważania częściowe i objąć w jednej nauce wszystko, co istnieje; nie ustają próby, by obok nauk specjalnych zbudować naukę, która da pogląd na świat: (...) W. Tatarkiewicz, Historia filozofii*, tom 1, Wydawnictwo Naukowe PWN SA., Warszawa 2020 s. 13.

¹⁸ Tamże.

¹⁹ Słownik języka polskiego PWN, *Filozofia*, www.encyklopedia.pwn.pl [data dostępu: 10.10.2021].

²⁰ Tamże.

²¹ W. Tatarkiewicz, *Historia filozofii*, tom 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2020 s. 13.

²² Tamże.

²³ Tamże.

jej naturę, ustala normy i kryteria wartościowania, jej hierarchię oraz relację z innymi kategoriami. Poszukuje tego co jest cenne, analizuje charakter oraz źródła i mechanizmy jego powstawania²⁴. Głównym elementem różnicującym indywidualne wyniki starań w dążeniu do zdefiniowania wartości jest postrzeganie relacji między przedmiotem i podmiotem, czego wynikiem jest subiektywizacja lub obiektywizacja poznania²⁵. Dlatego też źródeł wartości upatruje się w człowieku, bądź poza nim. Praktyczne ujęcie rozważań aksjologicznych wskazuje, że są one przedmiotem badań określonego rodzaju i wchodzi w skład poszczególnych dyscyplin naukowych, w szczególności nauk społecznych. Podjęty na gruncie filozofii problem wartości jest przedmiotem dociekań również w tychże naukach. Ponadto, ich specyfika sprawia, że problem wartości zostaje w nich rozszerzony.

Ujęcie psychologiczne traktuje wartość jako pojęcie o charakterze zindywidualizowanym i subiektywnym. Zależy ona od preferencji osoby oceniającej. Traktowana jest na przykład jako godna pożądania cecha rzeczy lub ludzi: *wartością jest to wszystko, co uchodzi za ważne i cenne dla jednostki i dla społeczeństwa oraz jest godne pożądania, co łączy je z pozytywnymi przeżyciami i stanowi jednocześnie cel dążeń ludzkich*²⁶. W naukach socjologicznych wartość ma wymiar społeczny. Przyjmuje wymiar obiektywny. Jest systemem przekonań i norm, które określają godne pożądania sądy i zachowania członków poszczególnych grup społecznych lub społeczeństwa jako całości: (...) *przedmiot, w stosunku do którego jednostki lub zbiorowości przyjmują postawę szacunku, przypisują mu ważną rolę w swoim życiu i dążenie do jego osiągnięcia odczuwają jako przymus*²⁷. Powstaje, rozwija się i ewoluuje wraz ze zmianami zachodzącymi w świecie. Z kolei podejście kulturowe ujmuje wartość jako powszechnie akceptowane sądy egzystencjalno-normatywne, które również są uniwersalne względem człowieka²⁸. Na gruncie ekonomii. w powszechnym rozumieniu wartość oznacza *ile coś jest warte pod względem materialnym*²⁹. Jest, jak twierdził Carl Menger (...) *wagą, którą przypisujemy poszczególnym dobrom lub ilościom dobra, gdyż zdajemy sobie sprawę, iż zaspokojenie naszych potrzeb jest związane z ich posiadaniem*³⁰. Wartość wynika więc z ludzkiego

²⁴ Słownik języka polskiego PWN, *Aksjologia*, www.encyklopedia.pwn.pl [data dostępu: 10.10.2021].

²⁵ S. Kowalczyk, *Filozoficzne koncepcje wartości*, *Collectanea Theologica* 56/1, 1986, ss. 37-51.

²⁶ M. Łobodzki, *Wprowadzenie do metodologii badań pedagogicznych*, Wydawnictwo Impuls, Warszawa 2009, s. 23.

²⁷ J. Szczepański, *Elementarne pojęcia socjologii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1972, s. 97.

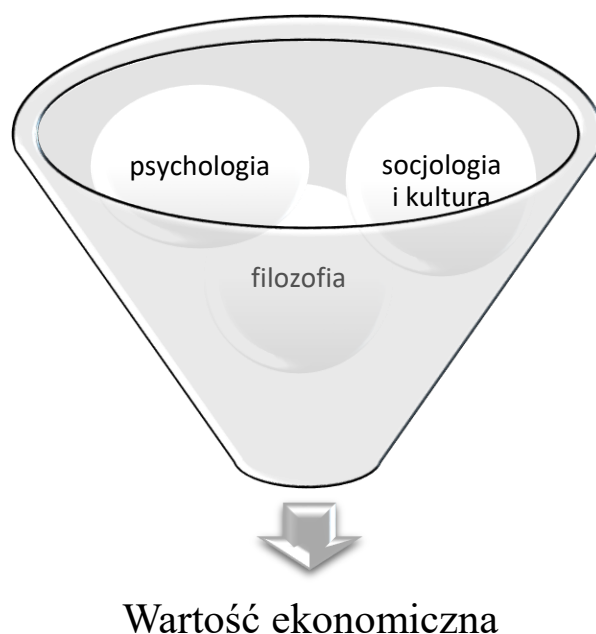
²⁸ B. Nadolna, *Wpływ koncepcji wartości na pomiar wartości ekonomicznej w rachunkowości*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* Nr 32 2011, s. 170.

²⁹ T. Lis, *Dylematy wokół wartości ekonomicznej i ich znaczenie we współczesnej nauce rachunkowości*, *Studia Ekonomiczne* Nr 125, 2012, s. 154.

³⁰ C. Menger, *Zasady ekonomii*, Wydawnictwo Fijor Publishing, Warszawa 2013, s. 113.

działania. Jest efektem tego, w jaki sposób postrzegamy otaczającą nas rzeczywistość. To postrzeganie, które jest rezultatem funkcjonowania ludzkiego umysłu, kształtuje się następnie w ramach ustanowionych systemów społecznych, relacji międzyludzkich, kultury oraz tradycji. W ten sposób wartość ekonomiczna łączy w sobie wymiar filozoficzny, psychologiczny, społeczny, kulturowy. Jej źródłem jest człowiek i jego otoczenie – por. rysunek nr 1.

Rysunek 1 Wielowymiarowość wartości ekonomicznej



Źródło: opracowanie własne

Mannya Mooya zauważa, że na drodze do wyjaśnienia pojęcia wartości ekonomicznej stoją trzy podstawowe problemy³¹. Pierwszy z nich odnosi się do natury jej bytu czyli właściwości ontologicznych: dotyczy tego w jakiej formie wartość istnieje i czy rozumiana jest jako wewnętrzna czy zewnętrzna w stosunku do przedmiotu, z którym jest związana. Takie pytania, dotyczące fundamentalnej natury wartości, są przede wszystkim kwestią filozofii, ale także psychologii. Druga kwestia dotyczy wyzwania związanego z agregacją. Wartość w pierwszej kolejności powstaje w umyśle, a więc jest konstruowana na poziomie jednostki. Społeczeństwo potrzebuje jednak powszechnie akceptowalnej miary wartości, która służy zagadnieniom praktycznym o charakterze powszechnym takim jak np. handel i podatki. Indywidualne i społeczne koncepcje wartości często nie są tożsame. Część

³¹ M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, p. 5.

trudności w sformułowaniu użytecznej teorii wartości ekonomicznej polega właśnie na rozwiązaniu napięcia między tymi dwiema koncepcjami. Pojawiają się tu pytania z zakresu filozofii moralnej, dotyczące tego, co jest sprawiedliwe zarówno dla jednostki, jak i dla społeczeństwa, pytania ekonomiczne dotyczące użyteczności indywidualnej i rynkowej oraz pytania psychologiczne i socjologiczne dotyczące zachowania i motywacji jednostek będących częścią zbiorowości. Trzeci podstawowy problem wynika ze społecznej potrzeby pomiaru i odnosi się do pytania o poziom wartości w danym przypadku lub dla danego przedmiotu oraz o to, jak można ją zmierzyć lub uczynić zrozumiałą. Pytania o pomiar i poziom wartości dotyczą ekonomii, socjologii, psychologii i tych części filozofii, które zajmują się metodologią i epistemologią³².

Trudność wynikająca ze złożoności wartości ekonomicznej determinuje niemożność jej jednoznacznego określenia. Stanowi to źródło sporów wśród ekonomistów i rodzi wiele nieporozumień i błędnych interpretacji. Trafnie to spuentował A. Marshall, stwierdzając: *człowiek będzie prawdopodobnie lepszym ekonomistą, jeśli zaufa swemu zdrowemu rozsądkowi i praktycznym instynktom, niż jeśli ogłosi, że studiuje teorię wartości i uznaje ją za prostą*³³. Jej interpretacja wyznacza kierunki i szkoły w myśli ekonomicznej³⁴. Jest jedną z najbardziej problematycznych ale i najważniejszych koncepcji w ekonomii. Wykorzystywana jest w nauce do wyjaśniania zjawisk gospodarczych, a w praktyce gospodarczej jest kluczową dla efektywnej alokacji zasobów rzadkich: *ten kto wyjaśnia wartość, wyjaśnia w rzeczywistości zachowanie się tych, co oceniają wartość*³⁵. Zrozumienie problematyki wartości ekonomicznej, a przez to zachowań uczestników rynku, wymaga sięgnięcia do korzeni powstawania jej koncepcji.

1.2 Zarys ewolucji koncepcji wartości ekonomicznej

1.2.1 W poszukiwaniu moralnego i etycznego wymiaru wartości

Ekonomiczne rozważania o wartości są obecne we wszystkich sferach życia, począwszy od tych najbardziej prozaicznych, po te najbardziej wzniosłe³⁶. Zajmowali się nią prawnicy, wskazywali na nią poeci, a historycy opisywali ją w kontekście zwyczajów,

³² Tamże.

³³ A. Marshall, *Principles of Economics*, Macmillan, London 1948, p. 368.

³⁴ H. Przybyła, R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 7.

³⁵ Tamże s. 81.

³⁶ Friedrich Wieser Patrz: L. Drenda, *Teoria Wartości, Wartość Teorii*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach Nr 259 2016, s. 81.

towarzyszących wymianie handlowej. Pierwsze wzmianki na ten temat pojawiają się już w starożytności, na przykład w kodeksie Hammurabiego, w dziełach Homera czy w pracach Herodota³⁷, ale to rozważania greckich filozofów stanowią fundament dzisiejszego jej postrzegania. Poczynione przez nich obserwacje pozwoliły na zidentyfikowanie zjawisk w rodzącej się wtedy sferze gospodarczej oraz na odkrycie zależności społeczno-gospodarczych, które zostały następnie ujęte w formie uogólnień. Wkład greckiej myśli ekonomicznej jest widoczny do dnia dzisiejszego, a jego najbardziej jaskrawym przejawem jest chociażby przyjęta współcześnie nazwa nauki, która jest przedmiotem niniejszych rozważań - *ekonomia*³⁸. Niemniej należy w tym momencie przytoczyć uwagę Murraya N. Rothbarda, który stwierdza, że błędem jest analiza traktatów ekonomicznych starożytnych Greków z punktu widzenia współczesnej nauki, z uwagi na pewne odmienności w postrzeganiu tego, czym jest właściwie ekonomia. Ówczesnie rozumiana była ona w kategoriach zarządzania gospodarstwem domowym, a wszelkie pisma quasi-ekonomiczne traktowały o metodach i technikach, jakie temu służą³⁹. Również i rozważania o wartości ekonomicznej miały wymiar odmienny od tego, który występuje współcześnie. Grecka refleksja skupia się na wymiarze moralnym a nie materialnym. Grecy, podobnie jak później scholastycy, poszukiwali sprawiedliwości w wymianie. Kluczowa dla nich była równowartość tego, co człowiek daje i tego, co w zamian otrzymuje. Dostrzegli wymienny i użytkowy wymiar wartości, a poszukując jej istoty, starali się dociekać, czy wynika ona z rzeczy, czy z tego, jak dana rzecz jest postrzegana.

W okresie starożytnym, na co wskazują Joseph Schumpeter i Murray N. Rothbard, podkreśla się wkład w rozwój koncepcji wartości między innymi takich myślicieli, jak Ksenofont, Demokryt, Platon, Arystoteles.

³⁷ Fragment z pisma „Dzieje” z V w. p.n.e : *opowiadają też Kartagińczycy co następuje. Jest w Libii miejscowość i osiadli tam ludzie poza Słupami Heraklesa. Skoro do nich przybędą i wylądują swe towary, kładą je rzędem na wybrzeżu morskim, po czym wsiadają na statki i wzniesają dym. Krajowcy, widząc go, idą nad morze, potem za towary składają złoto i usuwają się od nich na sporą odległość. Wtedy Kartagińczycy wysiadają z okrętów, aby się przypatrzeć: jeżeli złoto wyda im się równowartościowe z towarami, zabierają je i oddalają się; jeżeli zaś nie, z powrotem wchodzi na statki i tam siedzą. Wtedy znowu zbliżają się krajowcy i przyczyniają złota, aż ich zadowolą. Żadna strona nie krzywdzi drugiej: ani bowiem Kartagińczycy nie tykają złota, aż uznają je za równowartościowe z towarami, ani krajowcy nie tykają wpród towarów, zanim tamci złota nie zabiorą”*. M. Bochenek, *Ewolucja poglądów na temat wartości od starożytności do współczesności*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 259 2016, s. 20.

³⁸ W historii rozwoju ekonomii jako nauki, pojawiają się także inne określenia np. ekonomia polityczna. Słowo ekonomia, a właściwie *Oikonomikos* wywodzi się z języka greckiego i jest to tytuł dzieła napisanego przez Ksenofonta, w którym to poprzez rzekomy dialog między Sokratesem i Kritobulosem, autor określa sposoby kierowania rolniczym gospodarstwem domowym typu niewolniczego. M. Bochenek, *Historia rozwoju ekonomii. Od starożytności do szkoły klasycznej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2016, s. 33.

³⁹ M. N. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith, An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Vol 1., Ludwig von Mises Institute Auburn, Alabama 1995, p. 8.

Ksenofont wyróżnił wartość wymienną i wartość użytkową, a także wskazał na relację, jaka pomiędzy nimi występuje. W swoich rozważaniach zwrócił uwagę na to, że majątek stanowią tylko te rzeczy, z których ich właściciel wie, jak korzystać, czyli te, które są dla właściciela użyteczne. W innym przypadku mogą nawet przynieść szkodę (koń zrywa z siebie niewprawnego jeźdźcę)⁴⁰. Ksenofont zauważył również, że jedynie rzeczy użyteczne mają wartość wymienną⁴¹. W ten sposób doszedł do wniosku, że wartość użytkowa jest ściśle związana z wartością wymienną, konkludując, że dobra nie posiadające wartości użytkowej nie są przedmiotem wymiany⁴².

W podobnym tonie wypowiadał się Platon, dostrzegając rolę użyteczności jako czynnika kreującego wartość dóbr. Twierdził, że dobra nieużywane nie przynoszą pożytku, a więc nie dają szczęścia, są nieużyteczne⁴³. Demokryt zwrócił uwagę na obiektywny i subiektywny charakter wartości. Uważał, że wartości niematerialne, takie jak moralność oraz etyka, mają charakter absolutny i obiektywny. Natomiast wartości materialne mają charakter subiektywny. W jego mniemaniu wartość danego dobra oceniana jest z perspektywy jego posiadacza.

Wskazywał również, że użyteczność dóbr może się zmieniać w zależności od tego, jak będzie kształtowała się ich dostępna ilość. W ten sposób użyteczność powiązał z rzadkością. Ponadto doszedł do fundamentalnego pojęcia preferencji czasowej⁴⁴, poglądu o tym, że ludzie wolą dobro w chwili obecnej niż perspektywę jego otrzymania w przyszłości: (...) *nie jest pewne, czy młody człowiek kiedykolwiek osiągnie wiek starczy; dlatego też, dobro pod ręką jest lepsze od tego, które dopiero nadejdzie*⁴⁵. Powyższa koncepcja wykorzystywana jest w wycenie dóbr w procesie dyskontowania.

Joseph Schumpeter wskazuje jednak, że pierwszy wielki punkt orientacyjny w długiej i żmudnej walce intelektualnej z zagadką wartości został położony przez Arystotelesa⁴⁶. Jego wkład w tą koncepcję nie ogranicza się tylko i wyłącznie

⁴⁰ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 15.

⁴¹ J. Głowacki, *Wartość w ekonomii społecznej*, *Ekonomia Społeczna* nr 2/2015, ss. 60-68.

⁴² M. N. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith, An Austrian Perspective on the History of Economic Thought, Vol 1.*, Ludwig von Mises Institute Auburn, Alabama 1995, p. 9.

⁴³ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 19.

⁴⁴ Preferencja czasowa jest również przedmiotem badań ekonomii behawioralnej np. dyskontowanie hiperboliczne.

⁴⁵ M.R. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith*, Ludwig Von Mises Institute Auburn, Alabama, Edward Elgar Publishing, Ltd. 1995, p. 10.

⁴⁶ J. A. Schumpeter, *History of economic analysis*, Routledge 1987, p. 64.

do rozróżnienia wartości użytkowej i wartości wymiennej. Arystoteles podobnie jak Ksenofont, dostrzegł, że wartość wymienna wywodzi się w jakiś sposób z wartości użytkowej. Bez wątpienia szukał on kanonu sprawiedliwości w ustalaniu cen i znalazł go w równoważności tego, co człowiek daje i otrzymuje. Rozważając nad obiektywną lub subiektywną naturą wartości w wymianie argumentował, że obie strony aktu wymiany muszą koniecznie zyskać na tym w takim sensie, że muszą przedkładać swoją sytuację ekonomiczną po akcie, nad sytuację ekonomiczną przed aktem. W przeciwnym razie nie miałyby żadnego powodu do jego wykonania. Twierdził więc, że nie może być żadnej obiektywnej równoważności między wartościami wymienianych dóbr i między dobrem a pieniędzmi zapłaconymi lub otrzymanymi za nie⁴⁷.

Zgodnie z myślą arystotelesowską miarą wartości są potrzeby, a te są subiektywne. O wartości rzeczy decyduje korzyść osiągana przy powiększeniu majątku o konkretną jednostkę lub strata, jaka wynika ze zmniejszenia majątku o jednostkę⁴⁸. Transakcja barterowa zawierana pomiędzy szewcem a budowniczym dojdzie do skutku tylko wtedy, gdy oferowane przez szewca buty zaspokoją potrzeby budowniczego, a wybudowany dom zaspokoi potrzeby szewca. To znaczy, szewc musi uznać, że dom jest dla niego więcej warty niż określona liczba butów, którą za ten dom musi zapłacić, a budowniczy musi uznać, że bardziej ceni sobie buty, które otrzyma za wybudowanie domu niż budowę domu. Według Arystotelesa: (...) *wszak większość rzeczy jest inaczej oceniana przez tych, co je mają niż przez tych, którzy pragną ją posiadać, bo wszystkim wydaje się, że to co jest ich własnością i co ofiarują ma wielką wartość, ale odpłaty dokonuje się w wysokości oznaczonej przez tych, którzy daną rzecz otrzymują*⁴⁹. Kontynuując swoje rozważania, wskazywał, że dobra, będące przedmiotem wymiany, muszą się jednak dać w jakiś sposób porównać, a do tego służy pieniądz, który mierzy nadmiar bądź niedostatek. Podobnie jak Demokryt, dostrzegł też relację pomiędzy użytecznością dóbr a ich ilością. Dobra, które są użyteczne, stają się towarem, gdy z jednej strony powstaje niedostatek, a z drugiej nadmiar.

Ponieważ Arystoteles⁵⁰ nie zaproponował żadnej spójnej teorii wartości, niektórzy

⁴⁷ Tamże.

⁴⁸ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 23.

⁴⁹ Arystoteles, *Etyka Nikomachejska*, ks. IX, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 324.

⁵⁰ Arystoteles poszukiwał wspólnego mianownika różnych wartości wymienianych rzeczy ale nie udało mu się jednoznacznie odpowiedzieć na to pytanie. H. Przybyła., R. Pęciak „U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 24.

historycy myśli ekonomicznej doszli do wniosku, że musiał mieć na myśli jakąś tajemniczą obiektywną lub absolutną wartość rzeczy, która jest nierozzerwalnie z nimi związana, niezależna od okoliczności, ludzkich oszacowań lub działań - *podmiot metafizyczny najbardziej pożądanym przez ludzi o filozoficznych skłonnościach i najbardziej odrażający dla ludzi o bardziej "pozytywnym" typie umysłu*⁵¹. Brak pełnego wyjaśnienia zjawiska wartości u Arystotelesa nie jest jednoznaczny z brakiem jej rozpoznania. Odkrywając pewne prawa rządzące wymianą handlową skupiał się bardziej na wartości w wymianie wyrażanej w kategoriach pieniężnych, aniżeli na *tajemniczej substancji wartości, którą mierzyć można za pomocą wartości wymiennych*⁵².

W opinii Josepha Schumpetera, Arystoteles przyjmował ceny uzyskiwane na konkurencyjnych rynkach, jako standardy sprawiedliwości społecznej, a dokładniej, był gotów zaakceptować jako sprawiedliwą każdą transakcję między jednostkami, która została przeprowadzona po takich cenach. Jeśli taka interpretacja jest słuszna, to jego pojęcie sprawiedliwej wartości towaru jest rzeczywiście obiektywne, ale tylko w tym sensie, że żadna jednostka nie może go zmienić przez własne działanie. Wartości sprawiedliwe wyrażają kolektywną ocenę danego towaru, są efektem indywidualnego działania wielu osób. W takim rozumieniu myśli arystotelesowskiej wartość jest kategorią subiektywną, ale może zostać w pewnym stopniu zobiektywizowana, prowadząc do wartości rynkowej⁵³.

Ekonomiczne rozważania starożytnych Greków kontynuowane były przez myślicieli scholastycznych. W średniowiecznej doktrynie ekonomicznej, podobnie jak w starożytności, dominowała strona normatywna, a idee ekonomiczne podporządkowane były względem moralnym⁵⁴. Przedmiotem zainteresowania ówczesnych myślicieli była jednak nie wartość a cena, ale również w innym niż we współczesnym sensie. Scholastycy nie poszukiwali odpowiedzi na pytanie, jaką rolę odgrywają ceny w gospodarce lub, co determinuje ich wysokość. Skupiali się na ich etycznym wymiarze, próbując znaleźć cenę sprawiedliwą, czyli taką, która odpowiada wartościom wymienianym dóbr⁵⁵.

Istotny wkład w rozwój koncepcji ceny sprawiedliwej wnieśli uczeni z XIII w. – Albert Wielki, John Dunis Scotus czy Rajmund z Pennaforta⁵⁶. Jednak ostateczny jej

⁵¹ J. A. Schumpeter, *History of economic analysis*, Routledge 1987, p. 64.

⁵² Tamże.

⁵³ Tamże.

⁵⁴ M. Derwich, *Koncepcja ceny sprawiedliwej w doktrynie ekonomicznej św. Tomasza z Akwinu*, Acta Universitatis Wratislaviensis, 1386, Historia 101, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego 1992, ss. 29-30.

⁵⁵ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, ss. 49-52.

⁵⁶ Tamże.

kształt został nadany przez św. Tomasza z Akwinu, który w swoich pracach starał się połączyć doktrynę Kościoła katolickiego z dziełami Arystotelesa. Podążając ścieżką wyznaczoną przez filozofa, Akwinata wyróżnia dwa rodzaje wymiany gospodarczej: (1) konieczną i naturalną, która wynika z troski o zaspokojenie niezbędnych potrzeb oraz (2) wymianę rynkową, która wynika z chęci zysku⁵⁷.

Powyższy podział pozwolił na wyróżnienie trzech rodzajów wartości: (a) naturalnej, (b) użytkowej, (c) wymiennej. Wartość naturalną św. Tomasz z Akwinu przypisywał istotom żywym. Wartość użytkowa związana była z ludzkimi potrzebami, jednak trudno jest jednoznacznie wskazać, czy potrzeby stanowiły źródło wartości, czy tylko determinowały pojawianie się wymiany. Trzeci rodzaj, wartość wymienna, była kluczową dla handlu, ponieważ opierała się na cenie sprawiedliwej. W swoich rozważaniach św. Tomasz z Akwinu doszedł do wniosku, że jeżeli akty wymiany odbywają się na konkurencyjnych rynkach, są dobrowolne i służą zaspokajaniu potrzeb uczestniczących w nich stron, to taka wymiana, bazując na równości korzyści, jest ekwiwalentna, przez co etyczna i sprawiedliwa. Jednak w przypadku wymiany z przewidywaniem osiągnięcia zysku będzie ona uczciwa tylko wtedy, gdy ceny będą sprawiedliwe⁵⁸ czyli, gdy sprzedającemu rekompensuje się trudy i koszty poniesione na wytworzenie, bądź zdobycie sprzedawanego towaru, wliczając w to niezbędny do zaspokojenia jego własnych potrzeb zysk. W przypadku zaistnienia zysku ponadprzeciętnego, taka wymiana nie nosi znamion wymiany sprawiedliwej i powinna zostać potępiona. „*Sprawiedliwość wymienna bierze pod uwagę głównie równość rzeczową. Natomiast przyjaźń bierze pod uwagę równość korzyści. Dlatego wynagrodzenie powinno być proporcjonalne do osiągniętej korzyści, natomiast w sprzedaży do równości rzeczowej*”⁵⁹.

Współczesna interpretacja scholastycznego pojęcia sprawiedliwej ceny jest zróżnicowana. Niektórzy historycy myśli ekonomicznej utrzymują, że stanowi ona o równowartości w kategoriach kosztu pracy. Inni widzą w niej równowartość w kategoriach użyteczności⁶⁰. Pojawiają się również głosy za przyjęciem całkowitego

⁵⁷ H. Przybyła., R. Pęciak., U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej*, Kategoria Wartości, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 29.

⁵⁸ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 53.

⁵⁹ M. Derwich, *Koncepcja ceny sprawiedliwej w doktrynie ekonomicznej św. Tomasza z Akwinu*, Acta Universitatis Wratislaviensis, 1386, Historia 101, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego 1992, s. 37.

⁶⁰ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 52.

kosztu produkcji jako jej podstawy. Powyższe rozbieżności implikują alternatywne przyjęcie ceny sprawiedliwej za zwiastuna ricardiańsko-marksowskiej teorii wartości opartej na pracy, za stanowisko odpowiadające krańcowej użyteczności lub za klasyczne i neoklasyczne podejście idealnie sprawiedliwych cen, uzyskiwanych na konkurencyjnych rynkach⁶¹.

Podsumowując, myśliciele starożytni oraz scholastyczni prezentowali odmienne od współczesnego spojrzenie na kwestie ekonomiczne. Skupiali się na wymiarze etycznym i moralnym. Prezentowali różne koncepcje, poszukując sprawiedliwości w wymianie handlowej. Grecy zaznaczali, że owa sprawiedliwość nie musi być równoznaczna z materialną równowartością rzeczy. Wymiana sprawiedliwa to taka, w której dwie strony dobrowolnie wymieniają się dobrami, a każda ze stron na tej wymianie korzysta, otrzymując dobro, które ceni bardziej od oddawanego. Wskazali na użyteczność jako podstawę wartości i wartościowania, i jako warunek zaistnienia wymiany. W ich mniemaniu dobra nieużyteczne nie były przedmiotem wymiany. Wartość traktowana była jako kategoria subiektywna. Scholastycy, kontynuując myśl grecką, dodali do niej rolę kosztów. Obok koncepcji opartej na użyteczności powstała koncepcja skupiająca się na równości rzeczowej w wymianie. Myśliciele średniowieczni, argumentowali, że wymiana sprawiedliwa to taka, w której rekompensuje się drugiej stronie koszty i trud, niezbędne do zdobycia dóbr. Tak więc, scholastyczna koncepcja ceny sprawiedliwej zawiera w sobie elementy subiektywne, skupiające się na użyteczności oraz elementy obiektywne, podkreślające rolę kosztów.

1.2.2 Quasi-ekonomiczny wymiar wartości jako zwiastun współczesnej jej koncepcji

Zmiana dotychczasowego paradygmatu postrzegania wartości ekonomicznej nastąpiła w okresie merkantylnizmu, kiedy to wymiar moralny ustąpił miejsca nowemu porządkowi – wymiarowi quasi-ekonomicznemu. Dotychczasowe mechanizmy alokacji zasobów oparte o tradycje, obyczaje społeczne oraz władzę Kościoła, utraciły swoje znaczenie na rzecz mechanizmów rynkowych⁶². Koncentracja na gospodarce przyniosła nową organizację myśli ekonomicznej dając początek nowym ideom, również wartości ekonomicznej.

Na przykład R.H Sewall⁶³ wskazuje, że problem wartości został w merkantylnizmie rozszerzony ponad dotychczasowe rozważania koncentrujące się na jej wysokości

⁶¹ Tamże, s. 53.

⁶² Tamże, s. 55.

⁶³ M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, p. 28; za R. H. Sewall, *The theory of value before Adam Smith*. New York: Macmillan 1901.

o rozważania co do jej istoty. Należy jednak zauważyć, że osiągnięcia poprzednich myślicieli w zakresie fundamentalnych założeń koncepcji wartości ekonomicznej nie straciły ówczesnie na znaczeniu. Teorie wypracowane w merkantylizmie, oparte zostały na pojęciach wartości wewnętrznej i zewnętrznej, i bazowały na pracach starożytnych Greków oraz scholastyków⁶⁴. Wartość wewnątrz postrzegana była przez pryzmat naturalnej zdolności danego dobra do zaspokajania potrzeb, czyli z perspektywy użyteczności. Wartość zewnętrzna kształtowała się na rynku poprzez ścieranie się sił podaży oraz popytu. Pojmowanie wartości w merkantylizmie było więc nierozzerwalnie związane z cenami płaconymi za towary oraz warunkami zawierania umów. Ceny ustalane były na rynkach, na których występowała konkurencja czyli gdzie relacje pomiędzy kupującym a sprzedającym kształtowały się w ramach swobodnego porozumienia stron. Ścisłe powiązanie wartości z cenami rynkowymi skierowało szczególną uwagę na popyt, który wpływał na poziom cen oraz na determinantę tego popytu, czyli użyteczność.

Bernardo Davazanti w 1588 r. podjął próbę stworzenia teorii, która opierała się głównie na koncepcji użyteczności, wskazując, że relatywna wartość dóbr zależy od *szczęścia* które to dobro jest w stanie zapewnić jego posiadaczowi. Miarą wartości, w jego opinii, nie była jednak absolutna użyteczność, ale użyteczność w relacji do stanu posiadania⁶⁵. Zgodnie z tą koncepcją, spadek posiadanej ilości dóbr skutkował będzie wzrostem wartości, a tym samym wzrostem cen po których te dobra można sprzedać.

Podobna koncepcja pojawiła się 100 lat później. Jej autor, Geminiano Montanari, również twierdził, że to pragnienia ludzi⁶⁶ są miarą wartości rzeczy, a ceny tych dóbr będą się zmieniać w zależności od zmiany preferencji oraz od ich dostępnej ilości. Dlatego, *gdy ta sama ilość pieniędzy pozostaje w handlu, wraz ze zmianą szacunku, który ludzie mają dla wszystkich rzeczy, zmienia się ich cena, stają się bowiem droższe, gdy rośnie ich pożądanie, tańsze gdy odchodzą w pogardę*⁶⁷. Niedobór w powiązaniu z pożądaniem sprawiał, że dobra stawały się droższymi, a nadmiar czynił je tanimi: (...) *tak tedy rzadkość czyni drogocenną*

⁶⁴ M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berling Heidelberg 2016, p. 2; za: A.A Ring, & J. H. Boykin, J. H. *The valuation of real estate*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall 1986.

⁶⁵ Po rewolucji subiektywistyczno-marginalistycznej pojawiła się koncepcja użyteczności krańcowej, która odzwierciedla stwierdzenie Davazantiego.

⁶⁶ Potrzeby ludzkie Montari definiuje jako *każde pożądanie, które pobudza do przyznawania rzeczom wartości i do mierzenia ich ceny pieniądzem*. „Breve Trattato del valore delle Monete” z r. 1680 i “La Zecca in Consulta di Stato” z r. 1688 (“Skarb w Radzie Państwa” tłum. Fr. Bujak w wyd pism S. Lewińskiego s. 281-287, za S. Głabiński, *Historia ekonomiki, Tom I Historia Ekonomiki Powszechnej*, Wydawnictwo Towarzystwa Naukowego we Lwowie, Lwów 1939, s. 114.

⁶⁷ Tamże.

każdą rzecz, a obfitość czyni je bezwartościowymi. Ze zmianą mody rosną we Francji lub maleją ceny pereł i innych klejnotów⁶⁸.

Nicholas Barbon rozwijając merkantylistyczną myśl o wartości, dodał, że nie jest ona cechą rzeczy. Podobnie jak poprzednicy konkludował, że zależy ona od ludzkich pragnień, czyli od tego jak jest postrzegana. Powstaje w umysłach uczestników rynku. Zaprezentowana przez niego koncepcja wartości składa się z trzech postulatów. Po pierwsze, uważał on, że wartość dóbr reprezentowana jest przez ich ceny rynkowe. Cena jest więc zewnętrznym wyrazem wartości. Po drugie, ceny te determinowane są przez siły popytu i podaży. Po trzecie, głównym czynnikiem, od którego zależy cena dóbr jest ich użyteczność. Ponadto Barbon zwrócił uwagę na wartość rynkową. Twierdził, że powstaje ona w wyniku konkurencji subiektywnych wycen⁶⁹. Wszystko to sprawia, że w opinii historyków myśli ekonomicznej, koncepcja wartości zaprezentowana przez Nicholasa Barbona zaskakująco dobrze odpowiada koncepcji, która ukształtowała się podczas rewolucji subiektywistyczno-marginalistycznej w wieku XIX⁷⁰.

Myśliciele merkantylistyczni w sposób naturalny kierowali swoją uwagę na zjawiska związane z handlem, a więc wartość tłumaczona była niemal wyłącznie warunkami wymiany. Jednak przed końcem tego okresu zaczęto przejawiać skłonność do patrzenia na zjawiska gospodarcze jako całość. W szczególności zaczęło zyskiwać na znaczeniu przekonanie, że ceny i zyski odzwierciedlają warunki produkcji, a nie wyłącznie siły popytu⁷¹.

Jeden z przedstawicieli angielskiego merkantylizmu, William Petty⁷², poszukując wartości dóbr łączył ją z procesami produkcyjnymi, a nie z wahaniami popytu i podaży. Zaproponował, aby wartość mierzyć za pomocą ilości pracy niezbędnej do produkcji, ponieważ w jego opinii to głównie praca determinuje poziom bogactwa narodów⁷³. Drugim,

⁶⁸ Tamże.

⁶⁹ M. M. Mooya, *Real Estate Valuation Theory, A Critical Appraisal*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, p. 30.

⁷⁰ Tamże.

⁷¹ Tamże.

⁷² W. Petty jest prekursorem angielskiej ekonomii klasycznej, ale w jego poglądach obecny jest silny wpływ doktryny merkantylistycznej. Uznawany jest także za najbardziej znaczącego merkantylistę, którego poglądy miały duży wpływ na myśl ekonomiczną przed Adamem Smithem. H. Przybyła., R. Pęciak „U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 29.

⁷³ E. Lipiński, *Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1968, s. 160.

kluczowym, w jego opinii czynnikiem wartościotwórczym była ziemia, stwierdził, że: (...) *natura jest matką, a praca ojcem wszelkiego bogactwa*⁷⁴.

W podobnym tonie wypowiadał się Bernard Madeville, upatrując źródeł bogactwa przede wszystkim w pracy. Pisał, że *to z pracy ubogich (...), a nie z wysokiej czy niskiej wartości złota lub srebra powstawać muszą wszelkie wygody życia*".⁷⁵ W jego mniemaniu wahania cen złota i srebra sprawiają, że nie są one dobrym miernikiem wartości. Odrzucił w ten sposób przyjęty dotychczas system jej pomiaru za pomocą pieniądza. Najbardziej cenionymi powinny być efekty wytwórczości ziemi i pracy ludzkiej, stanowią one bowiem największy skarb i w nich należy upatrywać podstawy wartości dóbr.

Przyjęcie pracy i ziemi za źródło wartości postulował również Richard Cantillon. Twierdził, że to (...) *ziemia jest źródłem, materią bogactwa; praca człowieka nadaje mu formę; bogactwo zaś samo w sobie niczym innym nie jest jak tylko pożywieniem, lub tym, co jest wygodnym i przyjemnym w życiu*⁷⁶. W ten sposób Cantillon doszedł do wniosku, że wartość produktu mierzy się ilością ziemi i pracy, jakie niezbędne są do jego wyprodukowania. W swoich rozważaniach dotyczących powstawania cen rynkowych uwzględnił czynniki determinujące ich wyznaczenie z podziałem na krótki oraz długi okres. Wyróżnił ceny właściwe i ceny rynkowe, czyli realne. Ceny właściwe były odzwierciedleniem wartości wewnętrznej dobra, czyli takiej, która wyznaczana jest przez koszt produkcji w nakładach ziemi i siły roboczej. Koszty te wyznaczały poziom cen w długim okresie. Ceny rynkowe wyznaczone były natomiast przez zmiany w popycie i podaży, czyli przez czynniki krótkoterminowe. Cena właściwa produktu jest stała w czasie, nie zmienia się od momentu jego wyprodukowania. Cena rynkowa podlega różnym wahaniom, które zależne są od *ludzkich nastrojów i fantazji*⁷⁷, ponadto charakteryzuje się niepewnością, ponieważ nie jest z góry znana. Powyższe koncepcje stanowiły zwiastun nowego podejścia, które zdominowało myśl ekonomiczną na kilkaset następnych lat.

1.2.3 W poszukiwaniu źródeł i miar wartości ekonomicznej

W drugiej połowie wieku XVIII pojawił się nowy ruch, zwany fizjokratyzmem. Stanowił on swoistą rewolucję, kładącą nacisk nie na handel jak to miało miejsce dotychczas

⁷⁴ J. Górski, *Zarys historii ekonomii politycznej*, Książka i Wiedza, Warszawa 1984, s. 315.

⁷⁵ B. Madeville, *Bajka o pszczołach*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1957, s. 321.

⁷⁶ R. Cantillon, *Ogólne rozważania nad naturalnymi prawami handlu*, Nakładem Szkoły Głównej w Warszawie, Warszawa 1938, s. 64.

⁷⁷ Tamże.

w merkantyлизmie, a na naturę, dokładniej, na rolnictwo⁷⁸. Głównym postulatem tego podejścia było przyjęcie ziemi jako głównego źródła bogactwa⁷⁹. Murray Rothbard wskazuje, że pomimo spójności oraz trafności spostrzeżeń ekonomistów okresu fizjokratycznego i niektórych ekonomistów późnego okresu merkantylistycznego, ich wkład okazuje się być w zgubnym dla niektórych przyszłych teorii ekonomicznych, szczególnie dla teorii wartości. Dotychczas, zgodnie z głównym nurtem myśli ekonomicznej utrzymywano, że wartość, a zatem i ceny dóbr, są określane na rynku przez użyteczność i rzadkość, czyli przez wyceny konsumentów. Jedyne czego brakowało ówczesnej teorii wartości względem obecnej, była jasno zdefiniowana analiza marginalna, która pojawiła się dopiero podczas rewolucji subiektywistyczno-marginalistycznej. Choć brakowało kluczowego elementu teorii użyteczności i w pełni zdefiniowanej subiektywnej teorii wartości, to istniało już wystarczająco dużo składników by dostarczyć sensownego jej wyjaśnienia. Mimo to, fizjokratyzm był tą doktryną, w której⁸⁰ doszło do zerwania z wielowiekowym subiektywistycznym postrzeganiem wartości na rzecz teorii wartości obiektywnej opartej na kosztach produkcji⁸¹.

Uważany za najślynniejszego z fizjokratów – Francois Quesnay swoją analizę kategorii wartości zaczyna od zlekceważenia dotychczasowych rozważań na tym gruncie. Rozdziela on pojęcia wartości użytkowej i wartości wymiennej, twierdząc, że wartości użytkowe różnych towarów mają niewielki związek z ich wartością wymienną, a zatem i z cenami⁸². *Wartość użytkowa jest zawsze ta sama i zawsze mniej lub więcej ważna dla ludzi, zależnie, od swego stosunku do ich potrzeb, do ich chęci korzystania z niej. Cena zaś przeciwnie zmienia się i zależy od różnych przyczyn, zarówno niestałych, jak i niezależnych od woli ludzkiej, tak, że nie stosuje się do potrzeb ludzkich*⁸³. Wartość wymienna w jego opinii nie ma związku z potrzebami człowieka ani z umowami zawieranymi między ludźmi. Quesnay odrzucił wartość subiektywną i wskazywał, że ma ona charakter obiektywny. Jest osadzona w różnych towarach niezależnie od subiektywnej oceny konsumentów. Tym obiektywnym ucieleśnieniem wartości jest koszt produkcji, który określa cenę każdego

⁷⁸ M. M. Mooya, *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, s. 34.

⁷⁹ Tamże.

⁸⁰ Proces ten rozpoczął się u schyłku merkantyлизmu.

⁸¹ M.R. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith*, Ludwig Von Mises Institute Auburn, Alabama, Edward Elgar Publishing, Ltd. 1995, p. 10.

⁸² Tamże, p. 375.

⁸³ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 56.

dobra⁸⁴. W okresie fizjokratyzmu pojawiały się również koncepcje przeciwstawne. Miały one jednak charakter poboczny.

Na przykład Jacques Turgot⁸⁵, który podobnie jak Quesnay, bronił rolnictwa jako najbardziej produktywnego sektora gospodarki. Podkreślał, że to rolnicy dostarczają dóbr niezbędnych dla każdego człowieka, co sprawia, że pełnią pierwszą i szczególną rolę w całym systemie gospodarczym. Zgadzał się, że rolnictwo jest źródłem użyteczności w gospodarce przez co to produkty rolnicze stanowią podstawę wartości wszystkich pozostałych dóbr⁸⁶. Opinia Turgota o wartości jest jednak odmienna od tej prezentowanej przez Quesnaya. Według niego wartości wymienianych dóbr nie są sobie równe, wartość nie jest obiektywna. Każdy nabywca bardziej ceni rzecz nabywaną od zbywanej. Istota wartości leży w podmiotowej ocenie posiadacza rzeczy ze względu na różne potrzeby i interesy⁸⁷. Pierwotną miarą wartości są potrzeby, a pomiędzy potrzebami a zdolnościami nabywczymi ustala się cena.

Podobny pogląd prezentował Etienne de Condillac, mianując potrzeby przyczyną wszystkich zjawisk ekonomicznych. Ponadto, Condillac dodaje, że im większa obfitość rzeczy, tym mniejszą intensywnością cechuje się potrzeba, ponieważ brak jest obawy o jej utratę. W przypadku dóbr, których obfitość jest istotnie ograniczona dzieje się odwrotnie. Im rzadsza rzecz, tym silniejsza potrzeba⁸⁸.

1.2.4 Ekonomia klasyczna. Błędy ojców ekonomii

Rozważania zapoczątkowane pod koniec okresu merkantylistycznego, a kontynuowane przez fizjokratów doprowadziły do przesunięcia dyskusji o wartości ze sfery wymiany do sfery produkcji, gdzie rolnictwo, a dokładniej praca na roli stanowiły główny czynnik wartościotwórczy⁸⁹.

⁸⁴ M.R. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith*, Ludwig Von Mises Institute Auburn, Alabama, Edward Elgar Publishing, Ltd. 1995, p. 10.

⁸⁵ Autor prawa malejących krańcowych przychodów.

⁸⁶ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 57.

⁸⁷ S. Głąbiński, *Historia ekonomiki, Tom I Historia Ekonomiki Powszechnej*, Wydawnictwo Towarzystwa Naukowego we Lwowie, Lwów 1939, s. 140.

⁸⁸ Tamże, ss. 162-163.

⁸⁹ Ekonomisci okresu klasycznego w większości kontynuowali myśli fizjokratyczną traktując pracę jako źródło wartości z tą jednak różnicą, że w ujęciu klasycznym inaczej niż u fizjokratów czynnikiem wartościotwórczym była praca w ogóle, a nie tylko praca na roli. H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, ss. 66-67.

Adam Smith swoje rozważania na temat wartości rozpoczyna od poszukiwania reguł, którymi kierują się ludzie podczas wymiany. Zwraca uwagę na to, że ludzie wymieniają posiadane dobra albo na pieniądze albo na inne dobra, a zasady takiej wymiany (...) *określają to co można nazwać względną lub wymienną wartością dóbr*⁹⁰. Dodaje również, że wyraz *wartość* ma dwa różne znaczenia: *czasem oznacza użyteczność pewnego przedmiotu, czasem zaś możliwość nabycia innych dóbr, jaką daje posiadanie tego przedmiotu. Pierwszą możemy nazwać wartością użytkową, drugą – wartością wymienną*.⁹¹ Podobnie jak poprzednicy rozróżnia on więc te dwa rodzaje wartości. Dostrzega również relację jaka występuje pomiędzy nimi, pisząc, że dobra, które mają wysoką wartość użytkową nierzadko mają jednocześnie niską wartość wymienną i *vice versa*. Nie ma rzeczy bardziej użytecznej niż woda, jednak jej wartość wymienna jest niewielka. Diament, chociaż nie posiada znacznej wartości użytkowej, ma ogromną wartość wymienną. W jego opinii dobra są zróżnicowane więc pod względem ich użyteczności. Te niezbędne do życia przedstawiają większą użyteczność, niż te, które takiego wymogu nie spełniają⁹². Zauważa jednak, że wartość wymienna dóbr nie jest już w taki sposób powiązana z użytecznością. W ten sposób doszedł do wniosku, że użyteczności nie można uznać za źródło wartości. Dlatego też w swoich rozważaniach pominął wartość użytkową i skupił się na wartości wymiennej, poszukując wartości długoterminowej, czyli wartości naturalnej⁹³, obserwując jednak, że na skutek działania popytu i podaży cena rynkowa odchyła się od wartości naturalnej. W jego opinii o wartości naturalnej dóbr decydowała praca, a dokładniej wynagrodzenie za pracę niezbędne do wytworzenia danej rzeczy. Powyższa teoria odnosiła się jednak do społeczeństwa przedkapitalistycznego i nie była w stanie wyjaśniać kształtowania się cen i wartości w gospodarce kapitalistycznej. *Zachowuje ważność tylko w szczególnych i sztucznych warunkach wczesnego i prymitywnego stanu społeczeństwa*⁹⁴. W związku z tym Smith kontynuował swoje badania i doszedł do wniosku, że nagromadzenie kapitału i zawłaszczenie ziemi powoduje, że cena dobra musi uwzględniać nie tylko płacę, ale także zysk i rentę. W ten sposób koncepcja oparta o pracę wyewoluowała

⁹⁰ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I i II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 35.

⁹¹ W. Piątkowski, *Adam Smith Ekonomia polityczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 35.

⁹² Tamże.

⁹³ Oczywiście w każdym momencie „cena rynkowa” jest zdeterminowana przez popyt i podaż. Jednak gdy wyczerpie się działanie popytu i podaży, pojawiające się z dnia na dzień lub nawet z godziny na godzinę wahania ceny rynkowej będą ją sprowadzać do „normalnego” czyli jak mówi Smith, „naturalnego” poziomu – M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994 s. 60.

⁹⁴ Tamże, s. 62.

do koncepcji kosztowej. Koszty te były jednak niczym innym jak *ucieleśnieniem pracy*. Twierdził, że (...) *rzeczywistą wartość wszystkich części składowych ceny mierzy się ilością pracy, którą każda z nich może nabyć lub może rozporządzać. Praca nie tylko określa wartość tej części ceny, która przypada na pracę, ale również tej części, która stanowi rentę, jak i tej, która stanowi zysk*. Adam Smith przyznaje, że kwestia wartości to *sprawa niezmiernie abstrakcyjna*, a także dodaje *mimo iż zadam sobie największy trud, by być zrozumianym, pozostać może jeszcze jakaś niejasność w tej sprawie*⁹⁵.

David Ricardo, przyjmując za Smithem rozróżnienie wartości wymiennej i użytkowej również twierdził, że użyteczność nie stanowi źródła wartości wymiennej. Nie zgadzając się jednak ze swoim poprzednikiem uważał, że pomimo tego, że nie determinuje ona poziomu wartości dóbr, stanowi jej konieczny warunek. Popyt jest elementem niezbędnym dla zaistnienia wartości, jednak nie jest on jej wyłącznym źródłem. Przyczyn wartości dóbr, które są użyteczne, upatrywał w ich rzadkości oraz w ilości pracy niezbędnej do ich otrzymania. Jednak tutaj również jego opinia była odmienna od tej, którą prezentował Smith. Ricardo twierdził, że to ilość pracy niezbędnej do wytworzenia towaru, a nie wynagrodzenie za tą pracę jest determinantem wartości. Wyjątkiem od tej zasady były te dobra, które ze względu na swoją specyfikę są nieodtwarzalne, na przykład dzieła sztuki. W tym przypadku o wartości decyduje ich rzadkość oraz upodobania tych, którzy pragną je posiadać. Teoria wartości Davida Ricardo była jednak dużo bardziej zaawansowana. W poszukiwaniu miary wartości zwrócił uwagę na to, że na skutek zastosowania maszyn oraz kapitału trwałego względna wartość dóbr ulega zmianie, ponieważ względna ilość pracy jaką należy włożyć w wytworzenie określonych dóbr się zmienia. W jego opinii wartość wymienna towaru jest więc wprost proporcjonalna do ilości pracy koniecznej do jego wytworzenia i odwrotnie proporcjonalna do wydajności tej pracy. Ta z kolei, dzieli się na niezbędną do bezpośredniego wytworzenia dobra oraz na tą, która została zużyta do wyprodukowania maszyn i urządzeń zastosowanych do produkcji. Ponadto Ricardo również zauważył, że ceny na rynku odchylają się od wartości. Niniejsze odchylenia są efektem sytuacji rynkowej i mają charakter krótkookresowy. W długim okresie wartość wyznaczają koszty. David Ricardo, kontynuując tradycję szkoły klasycznej, poszukiwał *niezmiennej miary wartości*. Twierdził, że cena jest głównie determinowana przez stronę podażową. Popyt był głównym czynnikiem wartościotwórczym w przypadku dóbr nieodtwarzalnych tj. dzieła sztuki. Podobnie jak Adam Smith, tak David Ricardo miał

⁹⁵ Tamże.

świadomość ułomności swojej teorii (...) *moje twierdzenie, że z nielicznymi wyjątkami ilość pracy przeznaczona na wytworzenie poszczególnych towarów determinuje relację wymiany między nimi (...) nie jest bezwzględnie prawdziwe, twierdzą jednak, że jest to najlepsza aproksymacja prawdy jako reguła pomiaru względnych wartości, o jakiej kiedykolwiek słyszałem*⁹⁶.

Przyjaciel Davida Ricardo, James Mill przedstawił nieco inną interpretację teorii wartości opartej o pracę. W jego opinii wartościotwórczą była praca nie tylko aktualnie wykonywana, ale także ta miniona, czyli zakumulowana w środkach produkcji. Wyróżnił więc pracę żywą, której właścicielem był robotnik oraz pracę przeszłą, którą dysponował kapitalista. Robotnik, który nie posiadał niezbędnych zasobów, nie mógł czekać do momentu sprzedaży finalnego produktu. Sprzedawał on kapitałistcie swój udział w przyszłym towarze w zamian za jego ekwiwalent czyli płacę. Kapitalista w ten sposób kredytował pracownika za co pobierał dodatkowe wynagrodzenie w postaci procentu⁹⁷. W ten sposób zarówno robotnik jak i kapitalista byli współwłaścicielami produktu.

Problematykę wartości podjął w swoich rozważaniach także John Stuart Mill, syn Jamesa Milla. Rozróżnił on wartość użytkową, wartość wymienną, ogólną wartość użytkową oraz cenę. W jego mniemaniu zasadniej jest traktować wartość danego towaru, porównując siłę nabywczą jaką reprezentuje on w stosunku do innych dóbr. *Wartość rzeczy oznacza ilość innej rzeczy w ogólności, na którą ta pierwsza rzecz jest wymieniana*⁹⁸. W poszukiwaniu wyjaśnienia dla zmiany poziomu cen względnych, Mill podzielił dobra na trzy grupy. W grupie pierwszej znajdują się dobra, których podaż jest doskonale nieelastyczna, czyli te, których ilości nie można swobodnie zwiększyć. Grupa druga zawiera dobra, których podaż jest elastyczna, czyli takie, których ilość można zwiększać bez wzrostu kosztów produkcji. W ostatniej z grup znajdowały się dobra o stosunkowo mało elastycznej podaży. Wzrost ich dostępności był możliwy, ale wiązałby się ze wzrostem kosztów produkcji. W ten sposób Mill doszedł do wniosku, że wartość towarów z pierwszej grupy zależy tylko od popytu. W przypadku grupy drugiej i trzeciej determinantami wartości są koszty produkcji. Dokonał w ten sposób rozróżnienia na ceny określane przez popyt i te określane przez podaż. Nie wykazał jednak, że prawo popytu i podaży tyczy się wszystkich

⁹⁶ M. Skousen, *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 155.

⁹⁷ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 67.

⁹⁸ J.S Mill, *Zasady ekonomii politycznej i niektóre jej zastosowania do filozofii społecznej*, t. I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1965, s. 77.

przypadków. Ponadto podobnie jak Ricardo, Mill tkwił w przekonaniu, że ceny krótkookresowo determinowane są przez popyt i podaż, a w długim okresie zależą od kosztów, które jego zdaniem zależą głównie od ilości pracy koniecznej do wyprodukowania dóbr. Twierdził, że przy założeniu o równym stosunku kapitału do pracy we wszystkich gałęziach przemysłu, zmiany stawek płac nie będą oddziaływały na ceny względne. Zgadzał się w tym miejscu z Davidem Ricardo, konkludując, że *to ilość pracy jest sprawą o zasadniczym znaczeniu dla analizy przyczyn zmiany wartości*⁹⁹. Mill wskazywał jednak na to, że niektóre dobra wytwarzane przy takich samych nakładach jednorodnej pracy, nie zawsze osiągną ten sam poziom cen rynkowych. Wtedy różnica ta będzie efektem sił popytu i podaży. Według Johna Stuarta Milla poszukiwany przez klasyków wzorzec niezmiennej miary wartości nie istnieje. Stworzona przez nich koncepcja jest właściwie miarą kosztów¹⁰⁰.

Laborystyczną teorię wartości wyznawał również Karol Marks. Podążając za myślą Davida Ricardo w zakresie produkcji i podziału pracy pomiędzy klasy społeczne, stworzył swój własny model, w którym krytyczną rolę w determinacji wartości odgrywała średnia liczba godzin spożytkowanych przy produkcji danego towaru¹⁰¹. Powyższy tok rozumowania doprowadził Marksa do przekonania o wyzysku robotników względem kapitalistów. Jeżeli wartość zależy tylko i wyłącznie od pracy, to cały jej efekt w postaci wynagrodzenia za nią powinien trafić do robotników. Tak się jednak nie dzieje, gdyż to kapitaliści czerpią korzyści z pracy robotników, przez co jego zdaniem ich wyzyskują. Koncepcja Marksa już w okresie klasycznym spotkała się z krytyką, która dotyczyła przede wszystkim produktywności kapitału. Jednak jego argument o tym, że kapitał jest niczym innym jak tylko *zamrożoną pracą*, był dla ówczesnych ekonomistów trudnym do obalenia¹⁰².

Z myślą klasyczną nie zgadzał się Jean Baptiste Say. Podobnie jak John Stuart Mill twierdził, że *niezmienna miara wartości to czysta chimera*¹⁰³, ona nie istnieje. Wbrew mocno zakorzenionemu ówczesnie pogładowi o tym że wartość zależy od kosztów, Say przyjął teorię opartą na użyteczności. Uważał, że o wartości dóbr decydują sądy konsumentów, a dopiero te wpływają na procesy produkcyjne. Producenci tworzą wartość dokonując przekształcenia potrzeb konsumentów w gotowe produkty, starając się sprzedać je chociaż

⁹⁹ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994 s. 62.

¹⁰⁰ Tamże, s. 62.

¹⁰¹ M. Skousen, *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 210.

¹⁰² Tamże, s. 211.

¹⁰³ Tamże.

po cenie pokrywającej koszty¹⁰⁴. Stąd konkluzja, że użyteczność stanowi górną granicę wartości, dolną zaś koszty produkcji. *Wartość jaką ludzie przywiązują do rzeczy, która może zaspokoić różne potrzeby ludzkie, pozwala mi nazywać je użytecznością. Powiem więc, że tworzenie przedmiotów o jakiegokolwiek użyteczności jest tworzeniem bogactw, gdyż użyteczność jest głównym fundamentem ich wartości i że stanowi bogactwo*¹⁰⁵.

Klasyczna kosztowa teoria wartości była tą, która wyjaśniała ostateczną cenę dóbr lub usług poprzez pryzmat kosztów poniesionych do ich wyprodukowania. Była więc osadzona w przeszłości. Dostarczała spójnego wyjaśnienia realnej, empirycznie sprawdzalnej regularności, jaka występuje w gospodarce rynkowej. Ceny dóbr rzeczywiście są istotnie skorelowane z kosztami produkcji. Nawet współcześnie bardzo powszechnym jest przekonanie o tym, że to koszty budują ceny dóbr. Ustanowienie teorii wartości na fundamencie kosztów sprawia, że ma ona wymiar obiektywny. Wartość jest wówczas własnością fizyczną, cechą danej rzeczy. Ten sposób myślenia ma jednak istotne ograniczenia. Jak zauważa Robert P. Murphy¹⁰⁶, najważniejszym brakiem teorii klasycznej jest to, że nie wyjaśnia ona determinantów cen rynkowych, tłumaczy tylko związki jakie pomiędzy tymi cenami zachodzą. Pomija istotny fakt, że koszty również są cenami. Myśliciele klasyczni zauważają, iż cena rynkowa bywa niekiedy wyższa lub niższa od poziomu kosztów uwzględniających zysk. Są to w ich opinii wahania krótkookresowe. W długim okresie ceny wracają z powrotem do poziomu naturalnego, który wyznaczany jest przez koszty. Podobnego zdania jest Mark Blaug. Wskazuje on, że klasycy zauważają rolę popytu i podaży w kształtowaniu wartości i cen rynkowych, ale tylko w krótkim okresie, nie rozumiejąc, że te same prawa rządzą wartością i cenami także w długim okresie¹⁰⁷. *David Ricardo stwierdził, że: to popyt i podaż kształtują ceny na rynku, ale przeszedł nad tym do porządku dziennego, jakby nie miało to żadnych konsekwencji*¹⁰⁸. Klasyczna teoria wartości mogła wyjaśniać długookresowy poziom cen, ku któremu dążyły codzienne ceny. Nie mogła jednak wyjaśnić, co właściwie formułuje ceny z dnia na dzień¹⁰⁹. Stosując teorię kosztową

¹⁰⁴ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1994, s. 84.

¹⁰⁵ J.B. Say, *Traktat o ekonomii politycznej, czyli prosty wykład sposobu, w jaki się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1960, s. 55.

¹⁰⁶ R.P. Murphy, *The Labor Theory of Value: A Critique of Carson's Studies in Mutualist Political Economy*, Journal of Libertarian Studies, vol. 20 (Winter 2006), pp. 17–33.

¹⁰⁷ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1994 s. 308.

¹⁰⁸ M.N. Rothbard, *Błędy Davida Ricardo*, www.mises.pl, data dostępu 12.07.2022].

¹⁰⁹ Robert P. Murphy, *Błędy klasycznej teorii wartości*, www.mises.pl/blog/2011/08/16/murphy-bledy-klasycznej-teorii-wartosci [data dostępu 12.07.2022].

klasyści nie byli w stanie wyjaśnić również wartości dóbr nieodtworzalnych takich jak na przykład ziemia, obrazy, rzadkie monety.

1.2.5 Ekonomia neoklasyczna. Nowy stary paradygmat

Kolejna kluczowa zmiana postrzegania wartości ekonomicznej miała miejsce we wczesnych latach 70. XIX wieku. Właśnie wtedy, William Stanley Jevons, Leon Walras oraz Carl Menger, niezależnie od siebie, dokonali odkrycia zasady użyteczności krańcowej, przyczyniając się w ten sposób do rewolucji subiektywno-marginalistycznej¹¹⁰. Zanim jednak omówione zostaną najważniejsze aspekty teorii wartości, którą prezentowali wyżej wymienieni ekonomiści, przedstawiona zostanie mniej znana, ale nie mniej ważna koncepcja. Okazuje się bowiem, że to nie Jevons, Walras czy Menger, ale Herman Gossen, jako pierwszy wydał książkę poświęconą wyłącznie współczesnej teorii wartości¹¹¹. Opisał w niej trzy prawa znane jako prawa Gossena, definiując w ten sposób koncepcję użyteczności krańcowej. Zgodnie z pierwszym, poziom satysfakcji osiągany z konsumpcji konkretnego dobra, będzie zmniejszał się wraz z każdą kolejną jednostką tego dobra, do momentu, w którym zadowolenie z niego nie zostanie osiągnięte. Według drugiego: *aby osiągnąć maksimum satysfakcji, człowiek będący w sytuacji między różnymi dobrami dającymi mu zadowolenie, musi uszczknąć część z każdego dobra, zanim osiągnie pełne zadowolenie z dobra, które preferuje najbardziej*¹¹². Prawo trzecie mówi o tym, że wartość dóbr powstaje tylko wówczas, gdy popyt na nie przewyższa ich podaż. Wzrost podaży spowoduje spadek wartości. Odkrycie Gossena zostało docenione jednak dopiero po latach, gdy inni ekonomiści zdążyli już zaprezentować podobne teorie opisując je innymi słowami.

Pierwszemu z wielkiej trójki, któremu udało się to uczynić, był Carl Menger. Wartość rzeczy jego zdaniem nie ma w sobie nic absolutnego i zawsze jest konsekwencją ludzkiej wiedzy o tym, iż podtrzymanie życia, dobrostanu lub jakiejś niezwykle ważnej ich części zależy od władania dobrem bądź pewną ilością dóbr. Wynika z potrzeb, a właściwie z wagi jaką przypisujemy potrzebom, których zaspokajanie zależy od posiadania tych dóbr. Wartość w koncepcji Mengera nie jest więc cechą rzeczy, nie istnieje poza ludzką

¹¹⁰ M. Skousen, *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 237.

¹¹¹ Książka Gossena została odkryta dopiero po latach, już po ogłoszeniu nowej teorii wartości przez innych ekonomistów. M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1994, s. 311.

¹¹² H. Przybyła, R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 84.

świadomością, jest osądem człowieka o wadze dóbr, którymi może dysponować. Miara wartości jest więc z natury całkowicie subiektywna i z tego powodu dobro w oczach gospodarującej osoby może mieć wysoką wartość w danych warunkach, niewielką wartość w innych lub być w ogóle bezwartościowe. Menger pisze, że odkrycie ostatecznych przyczyn leżących u podstaw różnic pomiędzy wartościami przypisywanymi poszczególnym dobrom w codziennym życiu wymaga wykonania podwójnego zadania. Należy zająć się: zakresem wag przypisywanym różnym rodzajom zaspokojenia oraz odkryciem, które akty zaspokojenia konkretnych potrzeb zależą w każdym oddzielnym przypadku od możliwości dysponowania określonym dobrem. Czynnikiem determinującym wartość dobra nie jest zatem ani ilość pracy czy ilość dóbr koniecznych do jego odtworzenia, ale raczej skala wagi potrzeb, o których wiemy, że zaspokajają je dane dobro. Ta zasada określania wartości jest uniwersalna i w żadnej dziedzinie ludzkiej działalności nie znajdziemy od niej wyjątków. Cena dobra wynika z tego, jaką ono ma wartość dla gospodarującego człowieka, a wysokość ceny zawsze wynika z wartości¹¹³.

William Stanley Jevons teorię wartości badał pierwotnie w ramach transakcji wyizolowanej czyli z punktu widzenia zachowań tylko dwóch podmiotów prowadzących ze sobą wymianę handlową. Chciał wpierw poznać logikę rządzącą wymianą, żeby później przenieść ją na realne warunki rynkowe. Jego zdaniem wymiana zachodzi w sytuacji, w której dla każdego z jej uczestników krańcowa ważność dobra pozyskanego jest wyższa od krańcowej wartości dobra odstąpionego. Ta wartość krańcowa nie jest jednak wielkością stałą. Ma charakter względny, może się różnić w zależności od osoby, a także względem zaistniałej sytuacji. Jest więc subiektywna i zmienna. W opinii Jevonsa, podnoszona przez klasyków wartość użytkowa lub użyteczność całkowita, jest tworem abstrakcyjnym. Znana może być jedynie wartość krańcowa pewnego przyrostu dobra w stosunku do ubytku ilości drugiego. Odwołując się do fizjologii, a dokładniej do prawa Webera-Fechnera, Jevons zdefiniował prawo malejącej użyteczności krańcowej. *Sila reakcji na dany bodziec słabnie – w obrębie określonego czasu – z każdym kolejnym powtórzeniem tego bodźca*¹¹⁴. Pozwoliło mu to na stworzenie tak zwanego równania wymiany, zgodnie z którym *stosunki ilościowe przyrostów konsumowanych dóbr w równowadze muszą być równe odpowiednim relacjom intensywności ostatnich zaspokojonych potrzeb (...) a stosunek, w jakim dwa dobra wymieniają się na siebie nawzajem, musi być odwrotnie proporcjonalny do owych finalnych*

¹¹³ C. Menger, *Zasady ekonomii*, Fijor Publishing Warszawa 2013, ss. 113-119.

¹¹⁴ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1994, s. 320.

stopni użyteczności¹¹⁵. Powyższe twierdzenie zakłada, że kiedy strony wymiany są w posiadaniu pewnego zasobu dóbr, wartość jest wyznaczana przez użyteczność krańcową. Ilość tą wyznacza następujący łańcuch logiczny: *koszty produkcji wyznacza podaż, podaż wyznacza krańcowy stopień użyteczności, krańcowy stopień użyteczności wyznacza wartość*¹¹⁶.

Leon Walras, jako trzeci wielki przedstawiciel rewolucji subiektywistyczno-marginalistycznej wykorzystywał teorię wartości w badaniach nad popytem oraz w celu wyprowadzenia teorii równowagi ogólnej. Podobnie jak Menger oraz Jevons stwierdził, że celem działania jednostki jest maksymalne zaspokojenie potrzeb. Doprowadziło go to do wniosku o szczególnej roli użyteczności jako czynnika kształtującego wartość ekonomiczną. W przeciwieństwie do Mengera, Walras skupił się jednak wyłącznie na wartości wymiennej, która w jego opinii jest proporcjonalna do rzadkości dóbr. *Wartość wymienna, czyli cena jest wielkością relatywną i obiektywną, rzadkość natomiast bezwzględną i subiektywną, stanowiącą pochodną użyteczności efektywnej*¹¹⁷. Sama użyteczność jest w jego opinii niewystarczająca.

Wszyscy wymienieni powyżej przedstawiciele rewolucji subiektywistyczno-marginalistycznej odrzucili kosztową teorię wartości, zastępując ją subiektywną zasadą użyteczności oraz popytu konsumenckiego. Dobitnie stwierdził to Jevons: *faktem jest, że raz wydatkowana praca nie ma wpływu na przyszłą wartość żadnego artykułu: została ona wydana i przepadła na zawsze. W handlu to, co minęło, minęło bezpowrotnie*¹¹⁸.

Marginaliści twierdzili, że w realnym świecie jednostki dokonują wyborów w oparciu o własne preferencje i wartości. Wartość wynika z subiektywnych ocen poszczególnych jednostek jakie dany towar ma dla dobrego samopoczucia człowieka, a uwarunkowana jest użytecznością marginalną. *Perły nie dlatego są wartościowe, że ludzie nurkowali w ich poszukiwaniu, ale dlatego ludzie nurkują za nimi, że są wartościowe*¹¹⁹. Neoklasycy zdawali sobie również sprawę z relacji jaka występuje pomiędzy dostępną ilością a wartością każdej dodatkowej jednostki określonego dobra. Wzrost dostępności wody spowoduje spadek jej wartości, z drugiej strony jej niedobór

¹¹⁵ Tamże, s. 320.

¹¹⁶ Tamże, ss. 319-325.

¹¹⁷ H. Przybyła, R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 84.

¹¹⁸ W.S Jevons, *The theory of Political Economy*, A.M Kelley, New York 1957, p. 164.

¹¹⁹ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 240.

sprawi, że dodatkowa jednostka będzie miała o wiele większą wartość i *vice versa*. Wzrost ilości sprawi, że cena spadnie, natomiast rzadkość sprawi, że cena wzrośnie. Wartość determinowana jest przez krańcowe akty kupna i sprzedaży, prowadzące do zaspokajania potrzeb konsumentów w warunkach obfitości lub rzadkości danego produktu¹²⁰. Podaż w tej koncepcji jest bierna, to popyt i związana z nim cena wyznaczają jej poziom. Powyższe stwierdzenie prowadzi również do konkluzji, że wartość wywodzi się nie z przeszłości jak to ma miejsce w przypadku teorii kosztowych, a z przyszłości. Jest rezultatem oczekiwanej użyteczności, którą przyniesie konsumpcja dóbr¹²¹.

W opozycji do twierdzeń szkoły klasycznej, marginaliści doszli do wniosku, że to dobra finalne nadają wartość dobrom pośrednim, a nie na odwrót. *Dla nikogo nie ulega wątpliwości, że wino tokay ma wartość nie dlatego, że mają ją winnice tokayskie, lecz przeciwnie, winnice te mają wysoką wartość dlatego, że produkt ich jest wysoko oceniany (...). Tak jak księżyc odbija światło słońca, tak i dobra posiadające wielostronną wartość uzyskaną od ich produktu finalnego rzutują ją na inne produkty*¹²². Rewolucja subiektywistyczno-marginalistyczna to również coraz to śmielsza implementacja psychologii oraz matematyki do nauki ekonomii. Ta pierwsza, wprowadzana przez przedstawicieli szkoły austriackiej zostaje jednak przez tą drugą zdominowana, przez co w ekonomii w coraz większym stopniu zaczyna się obserwować próby zobiektywizowania subiektywnej kategorii wartości, a nawet odejście w stronę zastąpienia jej cenami¹²³.

Na przykład Vilfredo Pareto, dążył do ograniczenia elementów subiektywnych poprzez odrzucenie empirycznego mierzenia użyteczności. Swoją koncepcję oparł na krzywych preferencji, proponując oparcie systemu teoretycznego na podstawie teorii wyboru, a nie wartości. Teoria ta rozwijana była później m.in. przez Johna Hicksa, który skupił się na problemie wyboru ekonomicznego, wykorzystując za podstawę oceny ukształtowane według hierarchii ich ważności, lub w oparciu o zobiektywizowany przejaw

¹²⁰ M. Skousen, *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 239.

¹²¹ B. Nadolna, *Wpływ koncepcji wartości na pomiar wartości ekonomicznej w rachunkowości*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 32 2011, s. 175.

¹²² Eugen Böhm-Bawerk. Patrz: I. Blumin, *Szkoła subiektywna w burżuazyjnej ekonomii politycznej. Szkoła austriacka i anglo-amerykańska*, t. I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1965, s. 214.

¹²³ W 1903 roku zachęcał do tego Cassel twierdząc, że teoria wartości jest w naukach ekonomicznych zbędna, powinna zostać zastąpiona przez teorię ceny. Również w 1974 roku Wend twierdził, że nie ma potrzeby rozwoju teorii wyceny, lepiej oprzeć się na teorii cen. Patrz: E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal 2021 nr 3 (117), pp. 22-34.

gustów bazujący na przesłankach racjonalnych, zgodnych z zasadą gospodarności¹²⁴. Problem mierzalności użyteczności podjął też Ludwig von Mises. Jego zdaniem nie ma sensu poszukiwania miary wartości, bo ta sama w sobie jest niemierzalna. Do wymiany dochodzi w sytuacji, w której dobra oddawane ceni się mniej niż te, otrzymywane w zamian. Pomiar wartości nie poprzedza procesu wymiany ani też mu nie towarzyszy. Wartość jest wielkością intensywną, a nie ekstensywną, jest wyznaczana przez psychiczne korzyści towarzyszące skutecznemu działaniu. Co więcej, według Misesa wartość nie jest kategorią ilościową, stanowi tylko pewien parametr wyboru¹²⁵.

Z dążeniem do obiektywizacji wartości, która z natury jest subiektywna, nie zgadzał się także Carl Menger. Uważał, że poważnym błędem ekonomistów jest utożsamianie dobra posiadającego wartość z wartością samą w sobie. Istniejące obiektywnie byty mogą być tylko pewnymi rzeczami lub ilościami rzeczy, ich wartość jest natomiast czymś zupełnie od tych rzeczy różnym. Jest osądem wydawanym przez gospodarujących ludzi, a osąd ten zależy od wagi, jaką posiadanie tych rzeczy ma dla nich¹²⁶. *Obiektywizacja wartości, będącej zjawiskiem całkowicie subiektywnym z natury, przyczyniła się do zamieszania dotyczącego podstawowych zasad ekonomii*¹²⁷.

Kontynuator myśli Mengera, Eugen Böhm-Bawerk interpretował wartość w sensie technicznym, jako zdolność dobra do pełnienia usług, oraz w sensie rynkowym w kontekście kształtowania się relacji wymiennych. Böhm-Bawerk w opozycji do Mengera zauważył jednak, że wartość w sensie rynkowym jest wypadkową subiektywnych ocen wartości po stronie kupujących i sprzedających. W ten sposób wartość się obiektywizuje. W toku wymiany handlowej dochodzi do zacierania się subiektywnego postrzegania wartości kształtowanego przez użyteczność krańcową na rzecz ceny rynkowej¹²⁸.

Pod koniec XIX w. i na początku XX w., neoklasycy, a dokładniej jeden z przedstawicieli szkoły anglo-amerykańskiej Alfred Marshall, z powodzeniem połączył rozważania klasyków z popytowo-cenową teorią użyteczności krańcowej. Uważał on, że teoria klasyczna przesadnie uzależnia wartość i cenę od czynników podażowych, natomiast podejście austriackie przecenia rolę popytu związanego z użytecznością krańcową.

¹²⁴ Z. Romanow, *Koncepcje wartości i ceny w teoriach ekonomicznych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok L – zeszyt 3 – 1999, s. 153.

¹²⁵ B. Nadolna, *Wpływ koncepcji wartości na pomiar wartości ekonomicznej w rachunkowości*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 32 2011, s. 176.

¹²⁶ C. Menger, *Zasady ekonomii*, Wydawnictwo Fijor Publishing Warszawa 2013, ss. 113-119.

¹²⁷ Tamże, s. 119.

¹²⁸ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 82.

Krańcowa użyteczność oraz krańcowy koszt nie wyznaczają ceny¹²⁹. To ich wartości razem z cenami są wzajemnie wyznaczane przez czynniki działające w krańcowej pozycji. Nie ma więc pojedynczej przyczyny wartości. Relacja użyteczności, kosztu i ceny nie tworzy łańcucha przyczynowości¹³⁰: (...) jeżeli umieścimy trzy kule w misce, z których jedna jest krańcową użytecznością, druga kosztem produkcji a trzecia ceną, to nieprawidłowe jest oczywiście twierdzenie, że pozycja którejkolwiek z tych kul wyznacza pozycję pozostałych. Natomiast prawdą jest, że kule wyznaczają wzajemnie swoje pozycje¹³¹. Względy użytkowo-popytowe działają w ograniczonym zakresie danego rynku. W krótkim okresie podaź jest względnie stała, a wartość jest funkcją popytu. Względy kosztowo-podażowe rozciągają się jednak na szerszy okres, w którym przepływy i wzorce produkcji podlegają zmianom. Są rzeczywiste i absolutne, niezależne od użyteczności¹³². Siły rynkowe dążą do równowagi, w której dochodzi do spotkania kosztów z cenami. Dowodzenie tego, że ceny wyznacza wyłącznie popyt albo podaź jest bezowocne. Każda próba znalezienia jednej przyczyny jest skazana na niepowodzenie¹³³. Możemy się równie dobrze spierać, czy to dolna czy górna część nożyczek jest tą, która przecina kartkę papieru, jak i spierać się o to czy wartość determinowana jest przez użyteczność czy koszty produkcji. Co prawda gdy trzyma się jedno ostrze w bezruchu, a cięcie wykonuje się, poruszając drugim ostrzem, można powiedzieć w niedbałym skrócie, że robi to drugie z nich; ale twierdzenie takie nie jest ani ściśle dokładne i może być usprawiedliwione tylko tak długo, jak długo powołuje się na popularne, a nie ściśle naukowe wyjaśnienie tego co się dzieje¹³⁴. Mark Skousen pisze, że w tej perspektywie Marshall jawi się nie jako rewolucjonista ale rewizjonista. Nie był niszczycielem, lecz zbawcą ekonomii klasycznej¹³⁵.

Swój własny wkład w teorię wartości traktował jako rozszerzenie myśli klasyków,

¹²⁹ M.M Mooya *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, pp. 23-41.

¹³⁰ *Użyteczność określa ilość dobra, która ma być zaoferowana w podaży. Ilość, która ma być zaoferowana w podaży, określa koszt produkcji, Koszt produkcji określa wartość, ponieważ koszt produkcji określa cenę podaży, która jest potrzebna na to, iżby producenci wytwarzali dane dobro.* M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 338-343.

¹³¹ Tamże, ss. 362-363.

¹³² H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 153.

¹³³ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 321.

¹³⁴ M. Skousen, *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, Warszawa 2012, s. 287.

¹³⁵ Tamże s. 288.

a w szczególności Davida Ricardo¹³⁶. Wierzył, że w końcu powstanie doskonały rynek ekonomiczny, a cena, koszt i wartość będą sobie równe¹³⁷. Dostrzegając wskazany wcześniej problem bezpośredniej mierzalności wartości, Marshall proponuje aby mierzyć ją w sposób pośredni za pomocą cen¹³⁸. Próbuąc wyznaczyć cenę równowagi posługiwał się jednak wieloma założeniami upraszczającymi. Przyjmował stały poziom dochodów, niezmiennosc cen produktów konkurencyjnych oraz substytutów, stałość oczekiwań, a także warunków w handlu zagranicznym. Dopiero spełnienie tych warunków umożliwia wyznaczenie równowagi w krótkim okresie. Ta równowaga może się jednak dość szybko zmieniać¹³⁹.

Wkład Alfreda Marshalla jest kluczowy dla wyceny m.in nieruchomości. Dokonał on nie tylko rewolucji w sposobie rozumienia wartości, łącząc dotychczasowe koncepcje kosztowe z subiektywistycznymi, ale także przyczynił się do rozróżnienia między teorią wartości a teorią wartościowania, czyli metodyką jej szacowania¹⁴⁰. Kluczowym w tym zakresie okazało się: rozróżnienie czynników determinujących wartość w krótkim i długim okresie, zaproponowanie trzech podejść dochodzenia do wartości: porównawczego, dochodowego i kosztowego, położenie nacisku na rozważaną już wcześniej koncepcję wartości aktywów jako wartości obecnej przyszłych przepływów pieniężnych jakie te aktywa mogły generować. Koncepcja wartości bieżącej rozwijana była następnie przez takich ekonomistów jak chociażby Irving Fisher, któremu zawdzięczamy jej współczesny kształt¹⁴¹. Warto w tym miejscu wspomnieć, że teorią wartości i ceny zajmowali się także polscy uczeni m.in. Fryderyk hrabia Skarbek i Stefan Moszczeński, który podobnie jak Marshall był zwolennikiem trzech podstawowych metod wyceny: na podstawie cen, na podstawie kosztu wytwarzania i na podstawie dochodu¹⁴².

1.2.5 Inne kierunki rozwoju teorii wartości

Współczesne teorie ekonomiczne w niewielkim tylko stopniu zajmują się wartością. Podejście do niej ma zazwyczaj wymiar pragmatyczny. Przestaje ona być istotną kategorią

¹³⁶ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, ss. 338-340.

¹³⁷ The Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, Chicago 2020, p. 17.

¹³⁸ D. C. Colander, H. Landreth, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, ss. 320-322.

¹³⁹ H. Przybyła., R. Pęciak, U. Zagóra-Jonszta, M. Rolski, B. Danowska-Prokop, A. Grabowski, *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 153.

¹⁴⁰ The Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, Chicago 2020., pp. 16-17.

¹⁴¹ Tamże.

¹⁴² M. Przysypa, *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw w podejściu dochodowym*, Wydawnictwo Frel 2016, s. 43.

ekonomiczną w ujęciu aksjologicznym. Rozumie się ją przeważnie jako relację wymienną dokonywaną za pomocą pieniądza, czy jako użyteczność, przyjmując, że rzeczy bezużyteczne są zarazem bezwartościowe¹⁴³. Toczące się już coraz rzadziej dyskusje dotyczą kwestii zorientowanych na powiązanie wartości z ceną lub na wyjście poza wyłącznie klasycznie rozumiane ekonomiczne ujęcie tej kategorii.

Przykładowo w zapoczątkowanej przez A.C Pigou ekonomii dobrobytu, która również wywodzi się z ekonomii neoklasycznej, wartość traktowana jest jako stosunek wymienny pomiędzy dobrami w danych warunkach i czasie. Jej przedstawiciele w imię realizacji postulatów koncepcji dobrobytu ekonomicznego rekomendują stosowanie pewnych form interwencjonizmu państwowego, nie wiążąc cen z wartością. Pigou uważa bowiem, że w warunkach postępującego procesu monopolizacji gospodarki, mechanizm rynkowy nie przyczynia się samoistnie do pełnego wykorzystania czynników wytwórczych, równości podziału dochodów ani maksymalizacji dochodu narodowego. Nie skłania przedsiębiorców do zwiększania rozmiarów produkcji do punktów zrównania kosztów krańcowych z ceną, co sprawia, że kształtują się one na poziomie wyższym niż wolnokonkurencyjne, prowadząc do nierówności krańcowego produktu społecznego i indywidualnego. W jego opinii wyrównanie wartości krańcowego produktu społecznego i indywidualnego, w konsekwencji realizacja dobrobytu ekonomicznego możliwa jest np. poprzez kontrolę warunków sprzedaży – regulację cen¹⁴⁴.

Także neoliberalowie jako zwolennicy swobodnego kształtowania cen przez mechanizm rynkowy w ramach działań koordynacyjnych państwa nie wiążą cen z wartością, co więcej wcale jej nie objaśniają. Traktują ją jako sumę wynagrodzeń czynników wytwórczych ukształtowanych na rynku w ramach działań popytu i podaży¹⁴⁵.

Ekonomiści postveblenowscy i neoinstytucjonaliści nie rozwijają teorii wartości, która stanowiłaby *kompleks twierdzeń i zależności o charakterze wewnętrznie spójnej konstrukcji teoretycznej*¹⁴⁶. Ich rozważania zmierzają do stworzenia wersji, która to pojmowana jest jako *przystosowalność do pewnych dających się empirycznie zweryfikować naukowych i technologicznych kryteriów użyteczności*¹⁴⁷. Zdolność dóbr do spełniania tych kryteriów jest równoznaczna ze wzrostem dobrobytu społecznego, rozumianego jednak nie

¹⁴³ U. Zagóra-Jonszta, *Rozważania wokół wartości – do Marska do czasów współczesnych*, Studia Ekonomiczne vol 176, 2014, s. 14.

¹⁴⁴ Z. Romanow, *Koncepcje wartości i ceny w teoriach ekonomicznych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok L – zeszyt 3 – 1999, s. 153.

¹⁴⁵ Tamże.

¹⁴⁶ W. Lejman, *Ekonomia instrumentalna* C. E Ayresa, Folia Oeconomica 138, 1996, ss. 97-98.

¹⁴⁷ Tamże.

tylko przez pryzmat rosnących zasobów dóbr fizycznych, ale także realizacji wartości niematerialnych tj. wartości estetycznych czy innych czynników, wpływających na jakość życia¹⁴⁸. To nowe spojrzenie reprezentuje m.in. Clarence Ayres¹⁴⁹, najbardziej znany powojenny przedstawiciel szkoły neoinstytucjonalnej. Przedstawiając teorię wartości wychodzi od podzielenia całej gospodarki na dwie przeciwstawne sobie części – gospodarkę cenową i gospodarkę przemysłową. Ta pierwsza jest źródłem wartości cenowych, które wyrażają tradycyjne zwyczaje, poglądy czy strukturę klasową społeczeństwa. Ayres określa je również mianem wartości instytucjonalnych. Wartość użytkowa dobra nie będzie wynikała z jego cech, a z tego w jaki sposób dobro to postrzegane jest w ramach kompleksu instytucjonalnego właściwego dla konkretnej jednostki, która dokonuje oceny. W ten sposób Ayres stara się dowieść, że wartości cenowe to faktycznie pseudowartości, ponieważ nie przyczyniają się do postępu procesu życiowego ludzi. Gospodarka przemysłowa jest natomiast źródłem wartości technologicznych. Te z kolei przyczyniają się do funkcjonowania i rozwoju systemu technologicznego, który wpływa na realną gospodarkę, przyczyniając się do wzrostu ogólnego dobrobytu. Są to wartości realne, których miarą jest nie niemierzalna subiektywna użyteczność, a obiektywna nauka i technologia¹⁵⁰. *Zarówno dla każdej jednostki jak dla społeczności, kryterium wartości jest kontynuacja procesu życia*¹⁵¹. W koncepcji Ayresa wartość dóbr jest utożsamiana z bezpośrednią, dającą się empirycznie zweryfikować użytecznością, czyli taką, która wpływa na proces życia społeczności ludzkiej. Rodzi to istotne implikacje w zakresie pomiaru wartości za pomocą cen. Twierdzi on, że cena nie może być wyrazem wartości, ponieważ nie odzwierciedla w sposób obiektywny i mierzalny naukowych i technologicznych kryteriów użyteczności. Zawiera w sobie również różnego rodzaju pseudoeфекty narzucone chociażby poprzez reklamę czy zwyczaje. Przez to jest tylko zniekształconym obrazem wartości¹⁵². *Ceny nie mierzą rzeczywistych wartości, a jedynie kwantyfikują sądy ludzi poprzedzające dokonywane przez nich transakcje cenowe. O tym czy sądy te są prawdziwe czy fałszywe przesądza nie mechanizm cenowy, ale ich związek z technologicznym strumieniem życia*¹⁵³.

Inne uwagi w tym zakresie przedstawia Kurt Dopfer, który dochodzi do wniosku, że pomiar wartości oparty na cenach nie pozwala na ocenę czynników długookresowych, nie

¹⁴⁸ Tamże.

¹⁴⁹ Oryginalny wkład Ayresa do ekonomii wynika z jego filozoficznego wykształcenia.

¹⁵⁰ W. Lejman, *Ekonomia instrumentalna* C. E. Ayresa, *Folia Oeconomica* 138, 1996, ss. 97-98.

¹⁵¹ C. E. Ayres, *The Problem of Economic Order*, New York 1938, p. 230.

¹⁵² Z. Romanow, *Koncepcje wartości i ceny w teoriach ekonomicznych*, *Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny*, Rok L – zeszyt 3 – 1999, s. 153.

¹⁵³ C. E. Ayres, *The Problem of Economic Order*, New York 1938, p. 3.

wpływających na aktualne ceny, czyli takich, które wynikają ze zużycia nieodnawialnych zasobów, nie uwzględnia również warunków równowagi systemu ekologicznego, stanu zdrowia ludności czy ostatecznego celu postępu technicznego¹⁵⁴.

Przykładem nowego spojrzenia na wartość jest także idea Creating Shared Value, która stanowi próbę wychodzenia poza efekty ekonomiczne, próbując uwzględnić w pomiarze wartości kwestie społeczne z uwzględnieniem efektów zewnętrznych. Tę nową koncepcję wartości uznaje się za niezbędny kierunek poszukiwań, również na obszarze nieruchomości tym bardziej, że dotychczas kwestie społeczne i efekty zewnętrzne wymykały się – jak to podkreśla E. Mączyńska- kryteriom pomiaru wartości¹⁵⁵.

Inspirującym kierunkiem jest oparcie wartości na całościowym cyklu życia wraz z zależnymi efektami społecznymi - Life Cycle Cost¹⁵⁶. Wartość wyrażona byłaby jako bieżąca wartość wszystkich kosztów, które aktywa będą generować przez resztę życia wraz z kosztami budowy, funkcjonowania, eksploatacji i zakończenia życia. Zaznacza się jednak, że tego typu podejście może i tak nie ujmować wszystkich, zewnętrznych zmiennych, które mogą być w to zaangażowane¹⁵⁷.

Pomimo wątpliwości zgłaszanych przez niektórych ekonomistów, to koncepcja oparta na pomiarze wartości za pomocą cen jest tą, która wpisuje się obecnie w główny nurt ekonomii. Nie jest ona dostosowana jednak do specyfiki wszystkich rynków, w szczególności tych nieefektywnych. Nie odpowiada ona także wyzwaniom XXI wieku¹⁵⁸: nie bierze pod uwagę stanu środowiska naturalnego oraz postępu technologicznego, nie uwzględnia teorii wywodzących się z psychologii ekonomicznej, ekonomii behawioralnej czy z innych nauk społecznych, dotyczących m.in. ograniczonej racjonalności, heurystycznych sposobów podejmowania decyzji oraz człowieka jako istoty społecznej. Te dyskusje sugerują, że wartość nie powinna być ustalana wyłącznie na bazie aspektów ekonomicznych a nowe paradygmaty nie mogą być pominięte przy konceptualizacji wartości i poszukiwaniu jej miar¹⁵⁹.

¹⁵⁴ Z. Romanow, *Koncepcje wartości i ceny w teoriach ekonomicznych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok L – zeszyt 3 – 1999, s. 153.

¹⁵⁵ E. Mączyńska, *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne PTE, Zeszyty Naukowe nr 9, Warszawa 2011, s. 118.

¹⁵⁶ *Europejskie Standardy Wyceny*, Edycja ósma, TEGOVA 2016, ss. 264-265.

¹⁵⁷ Tamże.

¹⁵⁸ E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to objectivize the Behaviour of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal 2021 nr 3 (117) p. 26.

¹⁵⁹ Tamże.

1.3 Próba systematyzacji pojęć i poglądów

O trudnościach, jakie towarzyszą rozważaniu na temat wartości w ujęciu ekonomicznym świadczą nie tylko różnice w poglądach poszczególnych myślicieli w zakresie postrzegania jej jako kategorii subiektywnej czy obiektywnej. Na przestrzeni dziejów traktowano ją jako relację, w jakich różne towary są wzajemnie wymieniane, a także jako zdolność danego dobra do zaspokajania potrzeb człowieka, definiując w ten sposób: wartość wymienną i wartość użytkową. Sposób w jaki ją postrzegano zmieniał się wraz z akceptacją różnych źródeł bogactwa. Na przemian poszukiwano jej w: sferze produkcji lub sferze wymiany, mianując czynnikiem wartościotwórczym pracę i koszty lub użyteczność i rzadkość. W ten sposób wartość zależała od przeszłości lub od przyszłości. Problemem, jaki pojawiał się w rozważaniach o wartości był również sposób jej pomiaru. W teoriach kosztowych wartość mierzono m.in. przez ilość pracy potrzebnej do wytworzenia danego dobra, przez wynagrodzenie czynników produkcji mających udział w jego powstaniu czy przez ilość żywności niezbędnej dla robotników, którzy dane dobro wytwarzają. W teoriach subiektywistycznych miarą wartości była cena wyrażana zazwyczaj w pieniądzu. Przedmiotem dążeń ekonomistów była także próba połączenia powyższych koncepcji w jedną zawierającą w sobie zarówno elementy subiektywne jak i obiektywne, mającej swoje źródła w sferze wymiany i w sferze produkcji, czego przykładem jest myśl Alfreda Marshalla.

Podsumowując akceptowany obecnie dorobek myśli ekonomicznej, dotyczący wartości nasuwają się następujące wnioski, istotne dla problematyki niniejszej dysertacji¹⁶⁰:

- wartość nie jest przypisana do rzeczy, nie jest naturalną cechą rzeczy, ani też nie jest ich własnością czy niezależną cechą istniejącą samoistnie,
- wartość nie jest materialna. Wartość powstaje w umysłach uczestników rynku. Wartość nie istnieje poza ludzką świadomością,
- dla poziomu wartości ważniejsza jest ocena tych cech przez uczestników rynku niż same te cechy,
- wartość wyrażona jest w kategoriach pieniężnych. Ale wartości ekonomiczne nie dają się mierzyć bezpośrednio. Dlatego też ekonomiści przyjęli dogmat, że każdy towar ma wartość, której niedoskonałym odbiciem jest cena. Oznacza to, że ekonomiści uznali, że pośrednimi miarami wartości są ceny, płacone za towary na wolnym rynku.

¹⁶⁰ Tamże.

Ceny traktowane są jako jednostki miernicze i zarazem parametry wartości ekonomicznych,

- wartość jest wynikiem interakcji zachodzącej pomiędzy użytecznością dobra, poczuciem braku, chęcią nabycia i efektywną siłą nabywczą,
- wartość bierze swój początek w przyszłości a nie w przeszłości i nie w teraźniejszości, zależy bowiem od zapotrzebowania na dobro, czyli użyteczności tego dobra,
- wartość ma charakter względny,
- wartość ma charakter chwilowy, podlega ciągłym zmianom,
- poziom wartości zależy od oddziaływania strony popytowej i podażowej. Im krótszy okres, tym większa jest rola popytu, im dłuższy okres, wzrasta rola podaży.

Współcześnie dominuje podejście subiektywistyczne¹⁶¹, co prowadzi do konkluzji, że nie ma jednego poziomu wartości. Zależy ona od postrzegania rzeczy, a to postrzeganie jest zawsze zindywidualizowane i dynamiczne. Wartość, która odwzorowuje zbiorowe zachowania uczestników rynku, a więc je obiektywizuje, nazwana została wartością rynkową. Tworzą ją jednak stale zmieniające się wartości subiektywne, co sprawia, że jej zdolności do obiektywizacji zachowań uczestników rynku są ograniczone. Dostrzeżono to w obszarze wyceny przedsiębiorstw czy dzieł sztuki, gdzie wynik wyceny uzupełnia się o analizy scenariuszowe czy przedstawia się w postaci nie jednej konkretnej liczby a ich przedziału.

2. Ewolucja koncepcji wartości rynkowej nieruchomości

2. 1. Główne problemy definicyjne

Trwająca od ponad 2000 lat dyskusja na temat wartości materializuje się w XIX i XX w. Dotychczasowe rozważania natury filozoficznej dotyczące m.in jej właściwości ontologicznych, wymiaru moralnego czy sposobów agregacji¹⁶² zaczęły ówczesnie tracić na znaczeniu na rzecz funkcji aplikacyjnej. Dorobek myśli ekonomicznej został doceniony przez środowisko biznesowe, w ramach którego coraz częściej zaczęła pojawiać się potrzeba określenia wartości poszczególnych aktywów, w tym także nieruchomości¹⁶³. Poszukiwania

¹⁶¹ Model wyceny nieruchomości jest modelem inwestorskim. Wartość szacowana jest na konkretny dzień, co oznacza, dominację krótkiego okresu. Zgodnie z koncepcją A. Marshalla w krótkim okresie wartość wyznaczana jest w większej mierze przez użyteczność – podejście subiektywistyczne, natomiast w długim okresie zaczynają przeważać koszty – podejście kosztowe.

¹⁶² M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, p. 5.

¹⁶³ The Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate Fifteenth Edition*, Chicago 2020, pp. 16-17.

te stały się katalizatorem rozwoju wyceny nieruchomości, a w efekcie powstania zawodu rzeczoznawcy majątkowego. Różnorodność celów wyceny, będąca efektem potrzeb zgłaszanych przez uczestników rynku powoduje, że wartość nieruchomości pojawiała i nadal pojawia się pod wieloma różnymi postaciami. Na przykład Międzynarodowe Standardy Wyceny Królewskiego Instytutu Rzeczoznawców RICS (ang. *Royal Institution of Chartered Surveyors*) wyróżniają wartość rynkową, godziwą, wartość inwestycyjną, wartość łączną, wartość szczególną¹⁶⁴. W Europejskich Standardach Wyceny EVS (ang. *European Valuation Standards*) pojawiają się dodatkowo takie pojęcia jak np. wartość ubezpieczeniowa, wartość bankowo-hipoteczna, wartość dla wyłączenia i/lub odszkodowania¹⁶⁵. Najistotniejszą, z punktu widzenia rozważań teoretycznych, a także aplikacyjnych jest wartość rynkowa. Stanowi ona podstawę większości szacunków przy transakcjach rynkowych, wykorzystywana jest także dla celów naliczania opłat i podatków, może stanowić podstawę zabezpieczenia wierzytelności, na jej bazie rozstrzygane są spory sądowe¹⁶⁶. Dla realizacji tych celów wyceny poszukiwana jest wartość obiektywna.

Wartość rynkowa pełni więc funkcję informacyjną, decyzyjną, negocjacyjną i doradczą¹⁶⁷. Jest kluczowym pojęciem w ustalaniu świadomych oczekiwań co do ceny za nieruchomość, pozostając jednocześnie kategorią trudną i kontrowersyjną¹⁶⁸. Zgodnie z dorobkiem myśli ekonomicznej uznano, że nie jest wewnętrzną cechą towaru, dobra czy usługi, której jest przypisywana, a wynikiem zbiorowego postrzegania uczestników rynku. Jej powstanie warunkowane jest skomplikowanym systemem czynników i relacji, jakie pomiędzy tymi czynnikami zachodzą tj. użytecznością i rzadkością, a te ulegają ciągłej zmianie.

Trudna natura wartości rynkowej nieruchomości, a także jej aplikacyjny charakter spowodowały, że w debatę dotyczącą wyceny zaangażowane zostało zarówno środowisko naukowe, praktycy, a także sądy. Rezultatem tych dyskusji była próba nie tylko dokładnego jej sprecyzowania, zinterpretowania ale także ujednolicenia (por. 2.3). Wnioskowano, że koniecznym jest jasne jej wyrażanie, musi być ona zrozumiała nie tylko dla rzeczoznawców majątkowych ale przede wszystkim dla odbiorców wycen¹⁶⁹. Dyskusja,

¹⁶⁴ Międzynarodowe Standardy Wyceny, RICS 2020, ss. 9-11.

¹⁶⁵ Europejskie Standardy Wyceny, Edycja ósma, TEGOVA 2016, s. 39.

¹⁶⁶ E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, ss. 175-176.

¹⁶⁷ E. Kucharska-Stasiak, *Wartość rynkowa nieruchomości*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa 2001, s. 8.

¹⁶⁸ E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to Objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, *World of Real Estate Journal* 2021 nr 3 (117), pp. 21-36.

¹⁶⁹ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości – wydanie polskie*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 40-44.

która trwa już od ponad 100 lat koncentrowała się na kilku kwestiach definicyjnych i interpretacyjnych¹⁷⁰.

Pierwsza z nich, obecna w szczególności w początkowej fazie rozwoju wyceny nieruchomości, związana była z ujmowaniem wartości rynkowej w kategoriach gotówkowych lub gotówce równoważnych albo z perspektywy finansowania niegotówkowego¹⁷¹. Z racji tego, że warunki ekonomiczne panujące do lat 30 XX w. były wyjątkowo stabilne, a oprocentowanie kredytów hipotecznych utrzymywało się na względnie stałym poziomie, ceny nieruchomości rosły powoli a przedmiotem wyceny było przede wszystkim prawo własności, pojęcia z zakresu finansów nie miały dużego znaczenia. Wartość rynkowa w wycenie najczęściej zakładała transakcje gotówkowe i w takich sposób dokonywano jej pomiaru¹⁷². W drugiej połowie XX w., wraz ze zmianami zachodzącymi na rynkach nieruchomości oraz z rozwojem bardziej zaawansowanych sposobów finansowania nieruchomości tj. zmiennych stóp procentowych i wprowadzania nowych instrumentów finansowych¹⁷³, zmieniała się także struktura praw do nieruchomości. Oszacowanie wyłącznie własności ustąpiło miejsca bardziej skomplikowanym stanom, w których nieruchomość obciążona była ograniczonymi prawami rzeczowymi czy prawami zobowiązaniowymi np. wielu odbiorcom wyceny oszacowanie wartości rynkowej potrzebne było w przypadku najmu, dzierżawy, służebności. Powodowało to konieczność zbadania relacji pomiędzy udziałami prawnymi pełnego prawa własności, wyceny prawa własności nieruchomości obciążonej (np. wydzierżawionej) czy wyceny ograniczonego prawa rzeczowego lub zobowiązaniowego.

Druga kwestia dotyczyła poszukiwania źródeł wartości rynkowej nieruchomości. Specjaliści o wykształceniu technicznym, traktowali ją przeważnie w kategoriach składników materialnych i kosztu ich odtworzenia. Prawnicy i ekonomiści byli jednak innego zdania. W wycenie nieruchomości wysokość wartości determinowana jest nie przez pryzmat wyłącznie jej fizyczności – wartość nie jest tożsama z rzeczą a ze sposobem jej oceny przez uczestników rynku. W ten sposób poza składnikami materialnymi uwzględnia ona także panujące na danym rynku m.in. normy społeczne czy regulacje prawne.

W ramach kwestii trzeciej dyskutowano nad tak zwaną wartością rynkową zrównoważoną, która oznaczała hipotezę ceny, możliwą do uzyskania na rynku w sytuacji,

¹⁷⁰ Tamże.

¹⁷¹ Perspektywa uwzględniania źródeł finansowania w szacowaniu wartości rynkowej nieruchomości nie występuje we wszystkich szkołach wyceny.

¹⁷² Tamże.

¹⁷³ Proces sekurytyzacji itp.

w której popyt i podaż znajdują się w równowadze, czyli kiedy rynek jest stabilny. Dywagacje te powodowane były rozbieżnościami jakie mogą występować pomiędzy wartością rynkową tej samej nieruchomości ale oszacowanej w innych warunkach rynkowych. Przykładowo, *podczas Wielkiego Kryzysu, wartości spadały w olbrzymim tempie, a wiele osób wierzyło bądź chciało wierzyć, iż nieruchomości miały w miarę wysoką wartość, choć w ówczesnym czasie nie można było wartości tej uzyskać na rynku. Kiedy rynek odznacza się wyjątkową aktywnością, ceny rosną powyżej poziomu, który uznaje się za normalny*¹⁷⁴.

Ostatnim, ale nie mniej ważnym punktem dyskusji o definicji wartości rynkowej jest jej postrzeganie jako kwoty najwyższej lub najbardziej prawdopodobnej. Rozważania te towarzyszą wycenie już od samego początku i mocno podzieliły zarówno teoretyków jak i praktyków wyceny. Koncepcja wartości rynkowej jako najwyższej ceny przeciwstawiona definicji zakładającej poszukiwanie wartości jako ogólnej, wyśrodkowanej tendencji spotkała się z licznymi kontrowersjami. Co jednak ważne wynikały one częściowo z mylnej interpretacji. Koncepcja ceny najwyższej wzięła swój początek w stwierdzeniu, że wartość rynkowa nie jest najwyższą ceną możliwą do otrzymania na rynku, a najwyższą możliwą cenę reprezentowaną przez tendencję wiodącą¹⁷⁵.

2.2 Poszukiwanie źródeł współczesnej definicji wartości rynkowej nieruchomości

Dyskusja poświęcona koncepcji wartości nieruchomości jest nierozzerwalnie związana z teorią wyceny. Wycena rozumiana jest bowiem podwójnie: jako proces dochodzenia do wartości i jako wynik tego procesu czyli wartość¹⁷⁶. Jednak pomimo tego, że tak rozumiana wycena nieruchomości wywodzi się z teorii ekonomii, źródeł współczesnej definicji wartości rynkowej nieruchomości upatrywać należy nie tylko w koncepcjach i teoriach głoszonych przez ekonomistów (por. 1.2), ale m.in także przez prawników podnoszących kwestie wartości przy rozstrzyganiu sporów sądowych, oraz praktyków wyceny.

Na przykład w ramach debat prowadzonych na forum Towarzystwa Nauk Społecznych (ang. *Social Science Association*) w Filadelfii już w roku 1874 pojawiły się propozycje dotyczące konieczności opracowania jednolitego sposobu szacowania wartości

¹⁷⁴ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości – wydanie polskie*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 40-44.

¹⁷⁵ Tamże.

¹⁷⁶ Rozwój w zakresie definiowania wartości rynkowej nieruchomości jest bezpośrednio związany z rozwojem metodyki wyceny.

nieruchomości zorientowane ówczesznie na potrzeby opodatkowania. Zaproponowane rozwiązania w zakresie dochodzenia do niej opierały się na wynikającej z teorii ekonomii koncepcji przekształcania czynszów w wartość za pomocą kapitalizacji zaproponowanej jeszcze przez D. Ricardo¹⁷⁷.

Prace nad metodyką dochodzenia do wartości wymusiły także zdefiniowanie samej wartości rynkowej nieruchomości jako *kwoty za jaką zostałaby sprzedana oddzielnie i pojedynczo w dobrej wierze lub w uczciwej sprzedaży, po publicznym ogłoszeniu*¹⁷⁸. Potraktowano ją wówczas jako kwotę, przy której dochodzi do sprzedaży zawieranej pomiędzy stronami w transakcji indywidualnej, realizowanej w dobrej wierze (*bona fide*) lub kwotę uzyskaną poprzez sprzedaż w drodze publicznego obwieszczenia - przetargu. Chociaż nie poświęcono jej zbyt wiele uwagi, traktując ją intuicyjnie, pojawia się w niej kilka elementów kluczowych z punktu widzenia teorii ekonomii, a także współczesnej koncepcji wartości rynkowej. Uwagę należy zwrócić na istnienie dobrej wiary (*bona fide*) pomiędzy stronami, która ze współczesnego punktu widzenia stanowić może o: (1) swobodzie zawierania transakcji oraz (2) działaniu w dobrze pojętym własnym interesie, a także (3) sprawiedliwości w wymianie. Istotny jest także ostatni element definicji, czyli odpowiednia ekspozycja rynkowa – w drodze publicznego obwieszczenia. W ten sposób wartość odpowiada transakcji zawartej w środowisku wielu kupujących i sprzedających, czyli konkurencji, dostępności informacji, inaczej na warunkach rynkowych.

Kluczowy wpływ na formowanie się współczesnej definicji wartości rynkowej, zwłaszcza w początkowym etapie, wywarły jednak sądy¹⁷⁹. Zdefiniował ją po raz pierwszy w roku 1900 Sąd Najwyższy w Kalifornii w sprawie o odszkodowanie z tytułu wywłaszczenia gruntu pod budowę drogi kolejowej *Sacramento Southern Railroad vs Heilbron*¹⁸⁰. W ten sposób jedna z pierwszych definicji wartości rynkowej, której współczesnym celem jest odzwierciedlenie typowych zachowań uczestników rynku, dotyczyła sytuacji nierynkowej¹⁸¹. Wywłaszczenie stanowi przymusowe pozbawienie lub

¹⁷⁷ Warto również w tym miejscu zauważyć, że koncepcje te pojawiły się kilkanaście lat przed publikacją *Zasad Ekonomii* przez A. Marshalla, uznawanego za „ojca wyceny nieruchomości”.

¹⁷⁸ *What they would sell for separately and singly at a bona fide, or fair sale, after public notice.* J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*, Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

¹⁷⁹ Tamże.

¹⁸⁰ Wyrok sądowy: *Sacramento Southern Railroad v. Heilbron*, 156 Cal. 408, 1900; www.casetext.com [data dostępu: 06.01.2022.]

¹⁸¹ Zauważa to także Maks Kummerow, *A Statistical Definition of Market Value*, The Appraisal Journal 70 (4) 2002. Definicja wartości rynkowej nie powstała jako kategoria ex post, czyli opisująca zastaną rzeczywistość, ale jako kategoria ex ante zorientowana na opis hipotetycznej sytuacji, postrzeganej jako sprawiedliwej

ograniczenie prawa do nieruchomości. Odbywa się nie na zasadzie wymiany handlowej a w wyniku przymusu i zastosowania przemocy jednej ze stron¹⁸². Mając na uwadze przede wszystkim perspektywę sprawiedliwości oraz równości z punktu widzenia wywłaszczającego i wywłaszczanego, sędziowie uznali, że wartość rynkowa nieruchomości stanowi: *najwyższą cenę oszacowaną w kategoriach pieniężnych, którą przyniosłby grunt, gdyby został wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, z zachowaniem rozsądnego terminu na znalezienie nabywcy, który kupiłby go ze świadomością wszystkich zastosowań i celów, do których został przystosowany i do których jest zdalny*¹⁸³.

W tej definicji wartość określona została mianem najwyższej możliwej do uzyskania na rynku ceny. Należy jednak zaznaczyć, jak już wskazano w poprzedniej części pracy, że koncepcja ta wzięła swój początek w twierdzeniu, że wartość rynkowa powinna być najwyższą możliwą ceną ale reprezentowaną przez tendencję wiodącą, a nie najwyższą możliwą do otrzymania na rynku. Pomimo tego powyższe sformułowanie spotkało się z licznymi dyskusjami, które trwały aż do początku lat 90 XX w.

Warte uwagi jest zaznaczenie znacznego rozszerzenia definicji sądowej względem koncepcji opracowanej na potrzeby podatkowe, autorstwa T. Cochran. Wartość rynkowa według sędziów jest kwotą oszacowaną w kategoriach pieniężnych, zakładającą transakcje gotówkową, możliwą do uzyskania w warunkach rynkowych – jest rynek (jest kupujący i sprzedający), strony transakcji postępują rozsądnie i rozważnie, analizują dostępne informacje, są świadome potencjału nieruchomości, zarówno tego istniejącego jak i tego możliwego do zrealizowania, a nieruchomość została odpowiednio wyeksponowana na rynku. Wartość odnosi się do przyszłości, jest zatem kategorią *ex ante* – definicja opisuje transakcję, która w tym przypadku może nastąpić, a nie tą, która już nastąpiła.

Koncepcja wartości rynkowej sformułowana przez Sąd Najwyższy w Kalifornii została także powszechnie przyjęta przez środowisko zawodowe rzeczoznawców majątkowych, czego dowodem jest jej włączenie w niezmienionej formie do m.in opublikowanych w latach 1950 i 1962 przez Amercian Institute of Real Estate Appraisers

zarówno dla obu stron transakcji tj. właściciela wywłaszczanej nieruchomości i podmiotu na rzecz którego dokonano wywłaszczenia: Tak skonstruowana definicja wartości rynkowej została później przyjęta jako kategoria opisująca transakcje rynkowe.

¹⁸² Zgodnie z art. 112. ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. z 2024 r. poz. 1145): *wywłaszczenie nieruchomości polega na pozbawieniu albo ograniczeniu, w drodze decyzji, prawa własności, prawa użytkowania wieczystego lub innego prawa rzeczowego na nieruchomości.*

¹⁸³ ang. *The highest price estimated in terms of money which the land would bring if exposed for sale in the open market, with reasonable time allowed in which to find a purchaser, buying with knowledge of all of the uses and purposes to which it was adapted and for which it was capable.* Tamże, *Sacramento Southern Railroad v. Heilbron*, 156 Cal. 408, 1900.

(AIREA) podręczników do wyceny *Appraisal Terminology and Handbook*. Oprócz powyższej definicji, w przywołanych podręcznikach pojawiły się także jej alternatywne, uproszczone wersje np.¹⁸⁴: (a) *cena, po której chętny sprzedawca sprzedałby, a chętny kupujący kupiłby, przy czym żaden z nich nie znajduje się pod nadmierną presją*¹⁸⁵, lub (b) *oczekiwana cena, możliwa do uzyskania przy założeniu rozsądnego czasu na znalezienie nabywcy i przy pełnym poinformowaniu zarówno sprzedającego, jak i potencjalnego nabywcy*¹⁸⁶.

Pomimo uproszczenia powyższych koncepcji względem włączonej w całości do publikacji AIREA definicji sądu, ich połączenie pozwala na wyróżnienie podobnych elementów definicyjnych: jest chętny kupujący i chętny sprzedający, brak presji, osadzenie wartości w przyszłości jako oczekiwanej ceny, wskazanie na okres ekspozycji, oraz na świadomość stron o sytuacji rynkowej. Sformułowania zawarte w powyższych definicjach wyraźnie sugerują, iż wartość stanowi hipotezę ceny, a nie cenę zakupu. Należy jednak zauważyć, iż obie powyższe definicje nie zawierają sformułowania *nieruchomość*. Oznacza to, że może się ona odnosić także do innych składników mienia.

Aplikacyjny wymiar wartości rynkowej dostrzegł także sąd najwyższy w Australii wydając w 1907 roku¹⁸⁷ wyrok w sprawie *Spencer vs. Commonwealth*¹⁸⁸, również dotyczącej m.in. wywłaszczenia nieruchomości. W tym przypadku sędziowie nie przedstawili jednolitej definicji wartości rynkowej, natomiast wg. interpretacji D. Parkera, wygłoszone przez nich opinie mogą wskazywać na uwzględnienie istotnych jej elementów definicyjnych, takich jak: (a) traktowanie wartości rynkowej jako szacunkowej kwoty, czyli hipotezy ceny, a nie kwoty faktycznie zapłaconej za nieruchomość; (b) swobodnej, nieprzymusowej wymiany pomiędzy chętnymi stronami, (c) konieczności określenia wartości na konkretny dzień – datę wyceny; (d) świadomość i rozważań stron transakcji - por. tab. nr 1. Jak wskazuje

¹⁸⁴ M.V Sanders, *Market Value: What Does It Really Mean?* The Appraisal Journal, Summer 2018, pp. 207-208.

¹⁸⁵ ang. *The price at which a willing-seller would sell, and a willing-buyer would buy, neither being under abnormal pressure.* Tamże.

¹⁸⁶ ang. *The price expectable if a reasonable time is allowed to find a purchaser and if both seller and prospective buyer are fully informed.* Tamże.

¹⁸⁷ Inna, nieco późniejsza choć często cytowana sądowa definicja wartości rynkowej pochodzi ze sprawy *Reservation Eleven Associates vs. District of Columbia* z 1965 r. Jej brzmienie jest następujące: *cena, którą chętny sprzedawca, który nie jest zobligowany do sprzedaży, byłby skłonny zaakceptować oraz cena, którą chętny nabywca, który nie jest zobligowany do zakupu, byłby skłonny zapłacić za nieruchomość*. Definicja ta podkreśla, że obie strony transakcji są "chętne" i żadna z nich nie znajduje się w sytuacji przymusowej. Ponadto zakłada się w niej, że strony transakcji są dobrze poinformowane odnośnie specyfiki i stanu przedmiotu wymiany. D. Parker, *International Valuation Standards, A Guide to the Valuation of Real Property Assets*, Wiley Blackwell 2016, p. 18.

¹⁸⁸ Tamże.

D. Parker w wyroku sądowym oprócz elementów definicyjnych pojawiły się także elementy interpretacyjne tj. założenie o konieczności odwzorowania potencjału tkwiącego w nieruchomości, wywodzące się z teorii ekonomii tj. rzadkości zasobów i konieczności efektywnego ich wykorzystywania (*highest and best use*).

Tabela 1 Interpretacja wyroków Sądu Najwyższego w Australii z 1907 r.

Element definicyjny wartości rynkowej	Fragmenty tekstu wyroku (nie tłumaczone ze względu na chęć zachowania oryginalnego znaczenia)
Szacunkowa kwota	<i>could actually have obtained for it, have had to pay (Griffith CJ), value of the land, the fair price of the land (Isaacs J.)</i>
Wymiana	<i>a man desiring to buy the land have had to pay for it to a vendor willing to sell, may have an exchange value (Griffith CJ), willing to trade (Isaacs J);</i>
Data wyceny	<i>on a given day, on that day (Griffith CJ), on that date, prosperity unexpected, oraz depression, if happening after the date named (Isaacs J),</i>
Chętny nabywca	<i>a man desiring to buy the land, a desirous purchaser, willing buyer (Griffith CJ), voluntary bargaining, willing to trade, hypothetical prudent purchaser (Isaacs J);</i>
Chętny sprzedawca	<i>a vendor willing to sell it for a fair price, a not unwilling vendor (Griffith CJ), voluntary bargaining, willing to trade (Isaacs J);</i>
Świadomość i rozważa stron transakcji	<i>to a man of ordinary prudence and foresight, willing to sell as a businessman would be to another such person (Barton J), perfectly acquainted with the land, hypothetical prudent purchaser (Isaacs J)</i>
Brak przymusu	<i>but not desirous to sell (Griffith CJ), nor on the other hand, anxious to sell for any compelling or private reason, uninfluenced by any consideration of sentiment or need (Barton J), not by means of a forced sale, overlook any ordinary business consideration (Isaacs J);</i>

Zródło: opracowanie własne na podstawie D. Parker, *International Valuation Standards, A Guide to the Valuation of Real Property Assets*, Wiley Blackwell 2016, p. 18.

To, co stanowi uzupełnienie powyższej koncepcji względem definicji *Sacramento Southern Railroad vs Heilbron* to element odnoszący się do dnia wyceny. Zgodnie z teorią

ekonomii wartość jest kategorią dynamiczną, ulega ciągłej zmianie. Z perspektywy rynku nieruchomości zmiany te wynikają m.in. z upływu czasu, uwarunkowań ekonomiczno-społecznych, preferencji uczestników rynku czy czynników technicznych tj. zużycia nieruchomości. Jej określanie wymusza zatem przyjęcie konkretnych założeń co do daty dokonania oszacowania.

Próbie zdefiniowania wartości rynkowej podjął także sąd najwyższy USA, gdzie była to *cena, za którą właściciel mógłby sprzedać swoją nieruchomość w momencie wyceny*¹⁸⁹. Pierwsze sposoby definiowania wartości rynkowej nieruchomości wyznaczyły kierunki jej ewolucji na przestrzeni czasu, zarówno w kontekście prawno-regulacyjnym, jak i w praktyce gospodarczej (jej współczesne ujęcie zaprezentowane zostało w następnej części pracy). Początkowo, pojęcie to było głównie rozumiane jako cena, jaką nabywca byłby skłonny zapłacić za nieruchomość w ramach dobrowolnej transakcji. Z czasem Sądy Najwyższe różnych jurysdykcji wprowadziły definicje uwzględniające fakt, że wartość rynkowa jest ceną możliwą do uzyskania w warunkach konkurencyjnego i otwartego rynku. Takie definicje zaczęły również podkreślać, że opinia o wartości rynkowej powinna uwzględniać perspektywę dobrze poinformowanego nabywcy i sprzedającego, przy zastosowaniu różnych kryteriów, takich jak np. potencjalne możliwości wykorzystania gruntu czy sytuacja rynkowa. Już ówczesnie podnoszono, że wartość rynkowa stanowi hipotezę ceny (oczekiwaną ceną) możliwą do uzyskania na rynku w określonych warunkach (warunki definicyjne). Sposób rozumienia i definiowania wartości w wymiarze ekonomicznym i prawnym, a także w ujęciu administracyjno-fiskalnym (definiowanie wartości rynkowej nieruchomości z perspektywy celów związanych z opodatkowaniem oraz odszkodowaniami) zaczął ustępować na rzecz sfery reprezentowanej przez praktyków wyceny¹⁹⁰. Uwidacznia się to w postaci publikacji pierwszych podręczników do wyceny nieruchomości. Za jedną z pierwszych takich pozycji¹⁹¹ uznaje się *The rise of urban America*, autorstwa R.M Hurd'a. Autor poświęca dużo miejsca na omówienie historycznego rozwoju miast, powtarzając w ten sposób obserwacje poczynione przez J. von Thünera,

¹⁸⁹ J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25. Za: G. Schmutz, *Condemnation Appraisal Handbook*, University of Wisconsin 1948.

¹⁹⁰ J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

¹⁹¹ R.M Hurd zajmował wysokie stanowisko w przedsiębiorstwie związanym z zabezpieczeniem wierzytelności – hipotekami. Zdecydował się na publikację książki dotyczącej metodyki wyceny ze względu na to, że po długich poszukiwaniach nie udało mu się żadnej takiej pozycji odnaleźć. J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

natomiast w kwestii procesu dochodzenia do wartości nieruchomości nawiązuje do koncepcji D. Ricardo, proponując w ten sposób metodę kapitalizacji czynszu¹⁹². R. H Hurd zdefiniował w swojej pracy także wartość rynkową chociaż podobnie jak T. Cochran nie poświęcił jej zbyt wiele uwagi. Według niego oznacza ona: (...) *wartość wymienną*. (...), następnie dodaje: *za najlepszy test wartości uważa się przeciętną sprzedaż*¹⁹³.

Pomimo lapidarności definicji, w szczególności względem koncepcji przedstawianych przez sądy, autor książki uzupełnia jej rozumienie o bardzo ważny element. Skupia się na transakcji wymiany, uważając, że wartość nieruchomości jest tożsama z jej wartością wymienną, ale z taką wartością wymienną, która ma swoje odzwierciedlenie w cenach płaconych za nieruchomości podobne. Wartość w ten sposób nie jest ceną najwyższą, ani też najniższą. Wartość rynkowa to nie cena sprzedaży a kategoria, której celem jest obiektywizacja zachowań uczestników rynku. Musi odpowiadać rynkowemu poziomowi cen.

Szersze spojrzenie na definicję wartości rynkowej zaprezentował G. Schmutz w swoim podręczniku pt. *Condemnation Appraisal Handbook*,¹⁹⁴. W pracy przywołał: (1) definicję opracowaną przez Sąd Najwyższy w Kalifornii, zgodnie z którą wartość stanowi: *najwyższą ceną oszacowaną w pieniądzu, jaką dany grunt przyniesie, jeśli zostanie wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku z zachowaniem rozsądnego czasu na znalezienie nabywcy znającego wszystkie sposoby użytkowania i cele, do których jest najlepiej przystosowany i do których może być wykorzystany*; (2), a także przygotowaną przez Sąd Najwyższy USA według której wartość rynkową rozumieć należy jako *cenę, za którą właściciel mógłby sprzedać swoją nieruchomość w momencie wyceny*.

Prowadząc szczegółową analizę powyższych definicji Autor omawianego podręcznika zauważa, iż z uwagi na specyfikę rynku nieruchomości tj. z uwagi na jego decentralizację, proces szacowania wartości cechuje się wyższym poziomem skomplikowania niż ma to miejsce w przypadku rynków np. akcji lub obligacji, gdzie wszyscy potencjalni nabywcy są na bieżąco informowani o ofercie, ilości oraz cenach transakcyjnych. Na rynkach sformalizowanych i zcentralizowanych to wspólne działania wielu nabywców determinują cenę. Ustala się ona na poziomie maksymalnie możliwym do

¹⁹² Jest to jedyna metoda wyceny zaproponowana przez autora.

¹⁹³ ang. *means exchange value, average sales being considered the best test of value*. J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

¹⁹⁴ J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25. Za: G. Schmutz, *Condemnation Appraisal Handbook*, University of Wisconsin 1948.

uzyskania przez sprzedawcę. Na rynku nieruchomości, ze względu na jego lokalny charakter, gdzie nabywców jest mniej i są oni rozproszeni, nie ma pewności, iż sprzedawca spotka kupującego gotowego taką kwotę zapłacić.

W swojej interpretacji kategorii wartości rynkowej Schmutz zauważa cykliczność i aktywność rynków nieruchomości, a także specyfikę wycenianych aktywów i ich wpływ na proces szacowania. Na rynkach aktywnych, w przypadku nieruchomości typowych, czyli dla których istnieją dowody rynkowe w postaci cen transakcyjnych czy stawek najmu, wartość rynkową określić można na ich podstawie (dowodów rynkowych). Jednak w przypadku zarówno depresji na rynku (mała liczba transakcji, lub transakcje dotyczące okresu sprzed wystąpienia jakiegoś zjawiska np. kryzysu) jak i konieczności oszacowania wartości nietypowych nieruchomości (np. kościoły, cmentarze) wartość rynkowa w ścisłym tego słowa znaczeniu, rozumiana w sensie jej określana na podstawie dowodów rynkowych w postaci cen, może nie istnieć (podobne konkluzje przedstawia znacznie później M. Mooya, pisząc o wartości realnej i nominalnej), wówczas jej miarę stanowią, zgodne z sądami większości, opinie ekspertów. Opinie te jak wskazuje Schmutz powinny skłaniać się jednak ku ujmowaniu wartości rynkowej w kategoriach kosztu odtworzenia pomniejszonego o zużycie, a nie poszukiwania prawdopodobnej do uzyskania ceny na nieistniejącym rynku (tzw. wycena naukowa) W ten sposób Schmutz zdaje się sugerować, iż wycena obarczona jest niepewnością i zróżnicowaną dokładnością szacunku, te zależą od aktywności rynku czy specyfiki przedmiotu transakcji. Innym, istotnym elementem definicji wartości rynkowej jest założenie dotyczące odpowiedniego czasu na znalezienie nabywcy. Ten, jak wskazuje autor podręcznika podobnie jak sama wartość rynkowa, jest zmienny. Zależy on od:

- żądanej przez sprzedawcę ceny (ceny ofertowej) – ten czynnik jest najprawdopodobniej najważniejszym z wszystkich wymienionych. Czas potrzebny do sprzedaży nieruchomości wartej 1000 000 zł, będzie istotnie różnił się od zgłoszonej oferty przy cenie 5000 000 zł czy 500 000 zł. Perspektywa okresu ekspozycji determinuje z kolei liczbę potencjalnych kupujących np. bardzo niska cena powoduje, że nieruchomość może zostać sprzedana w ciągu kilku godzin, pierwszemu potencjalnemu nabywcy,
- rodzaju aktywa - akcje i obligacje notowane na giełdzie można sprzedać w ciągu kilku godzin. Mieszkania mogą zostać sprzedane w ciągu kilku tygodni. Małe nieruchomości komercyjne mogą zostać sprzedane w ciągu kilku miesięcy. Duże apartamenty, czy budynki biurowe mogą wymagać wielu miesięcy. Duże posiadłości

wiejskie mogą wymagać lat. W związku z tym można dokonać następującego uogólnienia: im bardziej indywidualna lub nietypowa jest nieruchomość tym dłuższy będzie czas potrzebny na znalezienie nabywcy.

- sytuacji na lokalnym rynku nieruchomości (popyt, podaż, aktywność) - stan podaży i popytu na rynku nieruchomości jest pod wpływem tych samych tendencji ekonomicznych, które wpływają na ceny innych towarów. Gdy podaż jakiegokolwiek towaru przewyższa popyt na niego, cena musi spaść. W przypadku nieruchomości pełna siła i efekt tej zależności nie są jednak odczuwalne od razu, co wynika z małej elastyczności cenowej podaży i popytu w krótkim okresie. Podaż konkurencyjnych nieruchomości (tj. podobnych nieruchomości na konkurencyjnym obszarze) w stosunku do popytu na nie ma istotny wpływ na cenę danej nieruchomości i rozsądny czas niezbędny do znalezienia nabywcy. Należy jednak zaznaczyć, że warunkiem koniecznym do sprzedaży nieruchomości w dowolnym momencie jest istnienie popytu, któremu towarzyszy zdolność do zapłaty, a podaż musi być ograniczona w stosunku do zapotrzebowania na taką nieruchomość.
- perspektyw zmian cenowych - czynnik ten niewątpliwie wywiera ogromny wpływ na rozsądny czas niezbędny do znalezienia nabywcy, szczególnie w okresach gwałtownych zmian cen, takich jak boom i depresja. Jeśli aktywność biznesowa spada, bezrobocie jest na wysokim poziomie, chociaż ceny spadają, transfery praw do nieruchomości są rzadkie; W takich warunkach rozsądny czas na znalezienie nabywcy może znacząco się wydłużać. Z drugiej strony jeżeli gospodarka wchodzi w okres ożywienia, maleje bezrobocie, rosną dochody, rośnie popyt na nieruchomości, spadają pustostany, rosną stawki czynszu, rośnie dochodowość nieruchomości, rośnie aktywność rynku nieruchomości, rosną ich ceny i wartości, okres ekspozycji i negocjacji maleje. Wysoka dynamika cen zachęca do podejmowania decyzji zakupowych, a także determinuje zmianę percepcji postrzegania ryzyka inwestowania¹⁹⁵.

Podsumowując powyższe autor podręcznika konkludował, że transakcje wykorzystywane przez rzeczoznawców majątkowych do oszacowania wartości rynkowej muszą nosić znamiona transakcji rynkowych tj. zarówno sprzedający, jak i kupujący są chętnymi stronami działającymi pod wpływem normalnej ilości bodźców. Oznacza to, że

¹⁹⁵ G. Schmutz, *Condemnation Appraisal Handbook*, University of Wisconsin 1948 pp. 3-20.

zanim informacje te mogą zostać uznane za dowody rynkowe, motywy sprzedającego i kupującego muszą być znane. Jednym z poważnych problemów w wycenie jest brak możliwości pełnego ich ustalenia przed rozważeniem przyjęcia ceny zapłaconej za daną nieruchomość do porównań. Wynika ze specyfiki rynku nieruchomości, dokładniej jego nietransparentności i niskiej efektywności. Na tym rynku cena nie stanowi dobrego odzwierciedlenia wartości, a informacje o okolicznościach zawieranych transakcji nierzadko mają charakter poufny¹⁹⁶. W konsekwencji, rzeczoznawca majątkowy nie mając dostępu do pełnej informacji odnośnie warunków transakcji operuje na prawdopodobieństwie tzn. jeżeli cena transakcyjna nieruchomości znacząco odbiega od przeciętnego poziomu cen za nieruchomości podobne na lokalnym rynku, ekspert przyjmuje, iż prawdopodobnie miały tam miejsce nietypowe warunki zawarcia transakcji (por. graficzna interpretacja wartości rynkowej), co uzasadnia odrzucenie tej informacji.

Zróznicowany wymiar wartości rynkowej podnosi również J.C Bonbright¹⁹⁷. W swojej pracy wyraźnie zaznacza, że nie ma jednej wartości rynkowej konkretnej nieruchomości, ponieważ nie istnieje kategoria na tyle uniwersalna, by swoim zakresem odpowiadać różnym uczestników rynku i ich potrzebom np. określenie wartości dla transferu praw do nieruchomości, opłat i podatków, czy dla odszkodowań. Jego zdaniem wykorzystanie kategorii wartości rynkowej, która nie bierze pod uwagę celów oszacowania do rozstrzygania trudnych problemów natury ekonomicznej i prawnej stanowi próbę zastąpienia rzeczywistości jej formalną i ujednoliconą alternatywą. W ten sposób wycena, poprzez przyjmowanie różnych założeń rynkowych, może prowadzić do nieskończonej liczby opinii na temat wartości tej samej nieruchomości, co zostało później nazwane w literaturze przedmiotu zmiennością wyceny¹⁹⁸.

Bonbright prezentuje subiektywne podejście do wartości, które zdaje się negować ideę koncepcji obiektywizującej zachowania uczestników rynku na rzecz wartości indywidualnej: *wartość majątku należy zawsze rozumieć jako wartość dla konkretnej osoby lub grupy osób (...). Nie można mówić o wartości nieruchomości w ogóle; trzeba natomiast mówić o wartości dla konkretnej osoby lub grupy osób (...)*¹⁹⁹.

¹⁹⁶ Tamże.

¹⁹⁷ J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 'th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

¹⁹⁸ Tamże.

¹⁹⁹ Tamże.

Podobnego zdania zdaje się być także inna znana postać wyceny nieruchomości okresu pierwszej połowy XX w., twórca wyceny masowej, J.A. Zanglere²⁰⁰ pisząc, że wartość ma różne znaczenie dla różnych osób²⁰¹.

Warto wskazać, że wspomniany wcześniej J.C. Bonbright antycypował także późniejsze rozważania dotyczące niepewności wyceny, a także problem niesłusznego utożsamiania kategorii wartości i ceny zarówno przez środowisko akademickie, biznesowe, a także prawnicze: (...) *jednak w prawie, podobnie jak w ekonomii i biznesie, wartość jest często używana jako synonim ceny rynkowej*²⁰².

Świadomość, że mała dostępność do danych rynkowych nie zawsze pozwala oszacować wartość rynkową nieruchomości (por. Schmutz, Mooya) doprowadziła do podjęcia próby poszukiwania alternatywnego rozwiązania. Przykładowo w 1931 r. J.P. Jensen zaproponował substytut wartości rynkowej, definiując ją jako: skonstruowaną syntetycznie wartość poprzez uwzględnienie wszystkich czynników na nią wpływających, tak aby najdokładniej przybliżyć to, czym byłaby wartość rynkowa, gdyby można było ją ustalić²⁰³. Przełożenie koncepcji Jensena na warunki współczesne sugeruje, że miał on na myśli odpowiednik podejścia kosztowego, które ówczesnie określano mianem wyceny naukowej²⁰⁴.

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, powoli traciły na popularności w XX wieku (por. 1.2.6)²⁰⁵. Trend ten nasilił się zaraz po II wojnie światowej²⁰⁶, kiedy to ekonomiści uwagę skierowali na ceny²⁰⁷. Zjawisko to pojawiło się także w obszarze wyceny nieruchomości. Jeden z najbardziej

²⁰⁰ Tamże.

²⁰¹ ang. *term has different meaning to different persons – The different kinds of values, and what they mean – Elements which go to make up value such as location, climate and topography – How ideas regarding the elements of value often conflict – A real definition of value.*

²⁰² J.C. Bonbright, *The valuation of property: a treatise on the appraisal of property for different legal purposes*, McGraw Hill New York. 1938, pp. 3-20.

²⁰³ ang. *one constructed synthetically by taking all the factors affecting value into account so that it shall approximate as closely as possible what the market value would be could one be ascertained.*

²⁰⁴ J.W. Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

²⁰⁵ Pomimo, że w drugiej połowie XX w., rozważaniom o wartości poświęcano mniej uwagi, powracały one jednak: (a) w warunkach trudności i kryzysów finansowych (np. ujawnienie kreatywnej księgowości w latach 80 XX w. czy kryzys kas pożyczkowo-oszczędnościowych w USA w latach 90 XX w.), (b) nasilania się międzynarodowego przepływu kapitałów, a także upadków wielkich podmiotów gospodarczych np. słynna sprawa Queens Moat Hotels M.V. Sanders, *Market Value: What Does It Really Mean?* The Appraisal Journal, Summer 2018,, pp. 207-208.

²⁰⁶ J. Konowalczyk, *Wycena nieruchomości do celów kredytowych*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2014, s. 86.

²⁰⁷ E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal 2021 nr 3 (117) p. 26.

znanych teoretyków wyceny 2. połowy XX w., G. Medici²⁰⁸, otwarcie negował potrzebę zajmowania się kategorią wartości na rzecz skupienia się na metodyce szacowania. Stanowi to wyraz odejścia od filozoficznych korzeni ekonomii i przejście w stronę jej aplikacyjnej funkcji, ale również zmiany charakteru samych rynków: (1) zaniku klasycznych rynków wolnokonkurencyjnych na rzecz rynków, na których występuje ograniczona racjonalność zachowań podmiotów spowodowana z jednej strony koniecznością działania w warunkach limitowanego dostępu do informacji, z drugiej strony oportunistycznym, czyli dążeniem do realizacji własnego interesu bez zważania na porządek prawny, obyczaje, tradycje czy uzgodnienia, a także silna dywersyfikacja przedmiotów wymiany²⁰⁹; (2) rozwoju rynków papierów wartościowych, rynków o relatywnie wysokim poziomie efektywności, na których informacja określana jako jawna, rozpowszechnia się i staje się znana wszystkim użytkownikom oraz inwestorom²¹⁰ na których ceny szybko odwzorowują zmiany zachodzące w otoczeniu, a więc na których ceny mogą być uznane za dobrą miarę wartości²¹¹.

Wielu badaczy i praktyków dostrzegło zaistniały problem. Przykładowo w 1956 r. P.F. Wendt²¹², pisał, że *wydaje się sprawiedliwe stwierdzenie, że od czasu pism Babcocka i Bonbrighta nie było większego wkładu w teorię wartości (...) ostatnie prace koncentrowały się na procesie wyceny i technikach jej ustalania*. Zmniejszone zainteresowanie istotą wartości znajduje swoje potwierdzenie także w badaniach prowadzonych przez Cannone i Macdonalda²¹³. Przeprowadzona przez nich analiza publikacji dotyczących wyceny nieruchomości wykazała znacznie mniejsze zainteresowanie teorią wartości i jej historią, na rzecz skupienia się na metodyce wyceny. Badaniem objęto 103 podręczniki, traktaty i antologie, 37 prac magisterskich i doktorskich, 3342 artykuły w specjalistycznych magazynach zawodowych i naukowych, 6 słowników i leksykonów, wydanych w latach 1910-1995. Znakomita większość opracowań pochodziła ze Stanów Zjednoczonych oraz z Kanady – 95%. W ponad połowie głównych podręczników do wyceny zaobserwowano pominięcie kategorii wartości, pozostałe natomiast poświęciły jej mniej niż 3 % zawartości.

²⁰⁸ G. Medici, *Principles of appraisal*. Ames: Iowa State College Press 1953, p. 254.

²⁰⁹ E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal 2021 nr 3 (117) p. 26.

²¹⁰ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Makroekonomia* Wyd. 4, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWN, Warszawa 2003., ss. 414-416,

²¹¹ E. Kucharska-Stasiak, P. Jarecki, *Market Value as an Attempt to objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal 2021 nr 3 (117) p. 26

²¹² P. F. Wendt, *Real estate appraisal: A critical analysis of theory and practice*. New York: Holt 1956.

²¹³ Cannone J., Macdonald R.J., Özdiilek, *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal, March, 2005., pp. 116-154.

Podobne rezultaty uzyskano badając pozostałą literaturę tj. artykuły, prace magisterskie i doktorskie²¹⁴. Podobne badania dla rynku polskiego przeprowadziła E. Kucharska-Stasiak. Analiza 27 pozycji książkowych z zakresu wyceny opublikowanych w latach 1993-2010 skutkowałą następującymi konkluzjami:

- w 11 pozycjach książkowych (40,7%) nie przytoczono definicji wartości,
- w 5 pozycjach (18,5%) rozważania o wartości nie przekroczyły 1%,
- w pozostałych pozycjach kategorii wartości poświęcono nie więcej niż 10%, za wyjątkiem jednej pozycji – ponad 10%, niemniej wynikało to z zestawienia definicji prawnych²¹⁵.

W ramach przeprowadzonych badań zauważono²¹⁶, że odejście od rozważań dotyczących kategorii wartości wynika m.in. (1) z nadmiernego pragmatyzmu, którego skutkiem jest koncentracja na zagadnieniu „jak?”, a nie dlaczego, czyli na metodyce wartości, a nie na efekcie jej zastosowania, (2) skupieniu się na określaniu wartości za pomocą aparatu matematycznego, (3) niewystarczającemu wykształceniu rzeczoznawców, co skutkuje powielaniem istniejących modeli wyceny kosztem zrozumienia realiów rynkowych²¹⁷.

Podsumowując powyższe rozważania należy zauważyć, że do elementów trwałych definicji należą: (a) traktowanie wartości jako kategorii *ex ante*, co jest zgodnie z dorobkiem historii myśli ekonomicznej (b) odwołanie się do warunków rynkowych zawierania transakcji, (c) uwzględnianie okresu ekspozycji i negocjacji ceny, (d) warunek świadomego i rozsądnego postępowania stron transakcji. Przedmiotem dyskusji były takie elementy jak: (a) najwyższa czy najbardziej prawdopodobna ceny, (b) sformułowanie odnoszące się do dnia wyceny, (c) założenie o braku przymusu pomiędzy stronami. Wybrane definicje wartości rynkowej zestawiono w tabeli nr 2.

²¹⁴ E. Kucharska-Stasiak, *Wycena bez wartości*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości vol. 20 nr 2 2012, s. 7.

²¹⁵ Tamże, s. 13.

²¹⁶ Cannone J., Macdonald R.J., Özdiilek, *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal, March, 2005., pp. 116-154.

²¹⁷ E. Kucharska-Stasiak, *Wycena bez wartości*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości vol. 20 nr 2 2012 r., s. 7 Za: Cannone J., Macdonald R.J., Özdiilek, *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal, March, 2005.

Tabela 2 Wybrane koncepcje wartości rynkowej nieruchomości

Źródło	Tłumaczenie ²¹⁸	Kluczowe sformułowania
Cochran, T. 1874. Methods of valuation of real estate for taxation. Penn Monthly May.	Kwota, przy której dochodzi do sprzedaży zawieranej pomiędzy stronami w transakcji indywidualnej realizowanej w dobrej wierze (<i>bona fide</i>) lub poprzez sprzedaż w drodze publicznego obwieszczenia	Dwie formy sprzedaży: indywidualna i przetarg; dobra wiara stron transakcji (<i>bona fide</i>); publiczne obwieszczenie
Hurd, R.M. 1903. The rise of urban America. New York: The Record and Guide.	Wartość oznacza wartość wymienną. (...) za najlepszy test wartości uważa się przeciętną sprzedaż	Wartość wymienna, przeciętny poziom cen (nie cena najniższa i nie najwyższa – patrz pkt. 2.3)
Sacramento Southern Railroad v. Heilbron, 156 Cal. 408 (1909).	Najwyższa cena oszacowana w kategoriach pieniężnych, którą przyniosłby grunt, gdyby został wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, z zachowaniem rozsądnego terminu na znalezienie nabywcy, który kupiłby go ze Świadomością wszystkich zastosowań i celów, do których został przystosowany i do których jest zdalny	Najwyższa cena; otwarty rynek, termin na znalezienie nabywcy, świadomość zastosowań gruntu, do których jest przystosowany i do który jest zdalny - <i>highest and best use</i>
Jensen, J.P. 1931. Property taxes in the United States. Chicago: University of Chicago Press.	Skonstruowana syntetycznie poprzez uwzględnienie wszystkich czynników na nią wpływających, tak aby najdokładniej przybliżyć to, czym byłaby wartość rynkowa, gdyby można było ją ustalić	Tzw. wycena naukowa, w ramach której wartość rynkową szacowano za pomocą podejścia kosztowego. ²¹⁹
Schmutz, G.L. 1941. The appraisal processes. North Hollywood, CA: George L. Schmutz.	Wartość rynkowa to najwyższa cena oszacowana w pieniądzu, jaką dany grunt przyniesie, jeśli zostanie wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku z zachowaniem rozsądnego czasu na znalezienie nabywcy znającego wszystkie sposoby użytkowania i cele, do których jest najlepiej przystosowany i do których może być wykorzystany; Wartość rynkowa to cena, za którą właściciel mógłby sprzedać swoją nieruchomość w momencie lub w okolicach	Najwyższa cena, wyrażona w pieniądzu, użycie czasu przyszłego, otwarty rynek, ekspozycja rynkowa, strony transakcji są poinformowane, <i>highest and best use</i> ; cena, data wyceny, dobrowolna transakcja

²¹⁸ Tłumaczenie własne autora pracy.

²¹⁹ Według MSW (Międzynarodowe Standardy Wyceny) podejście kosztowe prowadziło do określenia wartości odtworzeniowej. W 2005 roku została ona zakwestionowana, niemniej samo podejście pozostało. W USA podejście kosztowe służy do określania wartości rynkowej.

	terminu wyceny; Najwyższa cena, jaką właściciel nieruchomości mógł uzyskać za nią, podczas dobrowolnej sprzedaży, na krótko przed momentem taksacji	
American Institute of Real Estate Appraisers, Appraisal Terminology and Handbook, 4th ed. (Chicago: American Institute of Real Estate Appraisers, 1962), 121.	Cena, po której chętny sprzedawca sprzedałby, a chętny kupujący kupiłby, przy czym żaden z nich nie znajduje się pod nadmierną presją	Cena, dobrowolność transakcji, brak przymusu
American Institute of Real Estate Appraisers, Appraisal Terminology and Handbook, 4th ed. (Chicago: American Institute of Real Estate Appraisers, 1962), 121.	Oczekiwana cena, przy założeniu rozsądnego czasu na znalezienie nabywcy i przy pełnym poinformowaniu zarówno sprzedającego, jak i potencjalnego nabywcy	Oczekiwana cena, ekspozycja rynkowa, strony transakcji są poinformowane

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.V Sanders, *Market Value: What Does It Really Mean?* The Appraisal Journal, Summer 2018, s. 207-208; J.W Moore, *A History of Appraisal Theory and Practice Looking Back from IAAO's 75 th Year*. Journal of Property Tax Assessment & Administration, vol 6 issue 3, pp. 24-25.

Dyskusja dotycząca definicji i interpretacji wartości rynkowej prowadzona była na wielu poziomach: międzynarodowym, europejskim a także krajowym. Dobrym przykładem trudności ze zrozumieniem tej koncepcji, a także jej wdrożeniem do praktyki jest Polska. Początkowo tj. w okresie gospodarki nierynkowej dominowało podejście oparte na koszcie odtworzenia. Zapoczątkowana pod koniec lat 80 XX w. transformacja ustrojowa oraz realizowane ówczesne procesy prywatyzacyjne wymusiły konieczność określania rynkowych zasad wyceny i zdefiniowania wartości rynkowej²²⁰ - por. tabela nr 3. Wiązało się to jednak z licznymi kontrowersjami. Dyskusje dotyczyły przede wszystkim kwestii związanej z koncepcją najkorzystniejszego sposobu użytkowania, która po opublikowaniu

²²⁰ E. Kucharska-Stasiak, *The evolution of the market value definition*. Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16 No. 4 2022 r., ss. 135-153.

w 2005 r. w Międzynarodowych Standardach Wyceny, stała się elementem interpretacji wartości rynkowej. Dyskusje w środowisku akademickim i zawodowym ujawniały brak zrozumienia tej kategorii jako kategorii ekonomicznej²²¹.

Tabela 3 Etapy ewolucji definicji wartości rynkowej w Polsce

Etap	Dokument	Definicja	Uwagi
I	We wrześniu 1994 r., Ministerstwo Gospodarki Przestrzennej i Budownictwa publikuje „Tymczasowe zasady wyceny nieruchomości”	<i>„najbardziej prawdopodobna cena możliwa do osiągnięcia w warunkach normalnie funkcjonującego rynku przy założeniu, że:- strony transakcji są niezależne od siebie i żadna z nich nie działa pod przymusem,- nieruchomość jest eksponowana na wolnym rynku wystarczająco długo, z uwzględnieniem charakteru praw do nieruchomości i stanu rynku- strony transakcji są świadome zalet i wad nieruchomości,- nie istnieją inne szczególne warunki ograniczające swobodne działanie rynku</i>	Dokument nie zawiera wyjaśnień do definicji. Sformułowanie <i>najbardziej prawdopodobna cena możliwa do osiągnięcia na rynku</i> rodzi dowolność interpretacji w praktyce.
II	Zarządzenie Ministra Gospodarki Przestrzennej i Budownictwa z dnia 1 marca 1995 r., w sprawie szczegółowych zasad ustalania wartości nieruchomości; Standardy Zawodowe Rzeczoznawców Majątkowych	Przez wartość rynkową rozumie (1) <i>się jej przewidywaną ceną, możliwą do uzyskania na rynku;</i> (2) <i>„najbardziej prawdopodobna jej cena możliwa do uzyskania na rynku przy przyjęciu następujących założeń: strony umowy są od siebie niezależne i działają w sposób racjonalny nie kierując się szczególnymi motywami, mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są świadome współistniejących okoliczności mających wpływ na wartość nieruchomości, nie działają w sytuacji przymusowej, upłynął okres niezbędnego wyeksponowania nieruchomości na rynku, przy zastosowaniu odpowiedniej reklamy</i>	Pierwsza z wymienionych definicji stanowi znaczne zawężenie koncepcji, a przez to zwiększa dowolność interpretacji w praktyce. Druga definicja wprowadza nowe elementy: racjonalność stron transakcji, wymóg stanowczego zawarcia transakcji eliminujący transakcje nierynkowe (bardzo niskie lub bardzo wysokie ceny). Standard podaje także interpretację wartości rynkowej.

²²¹ Tamże, ss. 152-153.

		oraz czas potrzebny do wynegocjowania warunków umowy, biorąc pod uwagę charakter nieruchomości i stan rynku”.	
III	Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami	<i>...przewidywana cena, możliwa do uzyskania na rynku, ustalona z uwzględnieniem cen transakcyjnych uzyskanych przy spełnieniu następujących warunków: strony umowy były od siebie niezależne, nie działały w sytuacji przymusowej oraz miały stanowczy zamiar zawarcia umowy, upłynął czas niezbędny do wyeksponowania nieruchomości na rynku i do wynegocjowania warunków umowy”.</i>	Osadzenie definicji na metodyce wyceny a nie na wartości - odwołanie się do cen porównywalnych, warunki rynkowe opisane w czasie przeszłym – co jest sprzeczne z wartością jako hipotezą ceny, kategorią <i>ex ante</i> , a nie <i>ex post</i> . Brak sformułowania odnoszącego się do konieczności oszacowania wartości na dzień wyceny – powyższe nie odpowiada specyfice wartości, a dokładniej dynamice jaką się cechuje.
IV	W 2005 r. opublikowane zostaje 7 wydanie Międzynarodowych Standardów Wyceny. Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny obliguje kraje członkowskie do przestrzegania definicji interpretacji wartości rynkowej. Środowisko zawodowe w Polsce opracowuje nowy standard zawodowy” Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa, KSWP1)	<i>„szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość, zakładając, że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej, oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania nieruchomości na rynku”</i>	Wymóg określenia wartości rynkowej przy założeniu optymalnego sposobu użytkowania (element interpretacji, a nie definicji).

V	27 marca 2017 r. PFSRM zatwierdza standard „Wartość rynkowa”, w sierpniu 2017 r. ustawodawca wprowadza nową definicję wartości.	szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozsądnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej.	Oficjalna polska wersja jest niezgodna z wersją angielską – brak ostatniego warunku definicyjnego <i>upłyną odpowiedni czas eksponowania nieruchomości na rynku</i> ; brak warunku niezależności stron transakcji
---	---	--	---

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Kucharska-Stasiak, *The evolution of the market value definition*. Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16 No. 4 2022, ss. 135-153.

Reasumując, długa historia sporów na gruncie zdefiniowania i interpretacji wartości rynkowej dowodzi o jej trudnej i złożonej naturze. Znaczenie wartości rynkowej nie pozwoliło jednak na pozostawienie jej wyłącznie w obszarze dyskusji. Rosnące tempo globalizacji i instytucjonalizacji rynków w drugiej połowie XX w. doprowadziło do wzrostu zainteresowania profesjonalną wyceną składników majątkowych, w tym nieruchomości. Na arenie międzynarodowej ujawniła się potrzeba opracowania jednolitych standardów definicyjnych. Obawiano się, że ich brak może doprowadzić do dezinformacji na rynku nieruchomości, co negatywnie mogło odbić się na transkontynentalnym przepływie kapitału.

2.3 Ujednolicona definicja i interpretacji wartości rynkowej nieruchomości

Proces standaryzacji wyceny nieruchomości rozpoczął się pod koniec lat 70 XX w., za sprawą takich organizacji zawodowych jak RICS (ang. *Royal Institute of Chartered Surveyors*)²²², TEGoVA (ang. *The European Group of Valuer's Associations*)²²³, USPAP (ang. *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*) oraz później w latach 80 XX w. IVSC²²⁴ (ang. *International Valuation Standards Council*, pierwotnie IAVSC ang. *International Assets Valuation Standards Committee*). W ramach podjętego wysiłku opracowano standardy wyceny, czyli zespół zachowań, systemów, wartości, norm, definicji

²²² K. Grzesik, S. Żróbek, *Harmonizacja standardów wyceny na świecie i ewolucja różnych interpretacji wartości rynkowej*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, vol. 20, nr 2 2012, ss. 97-104.

²²³ Tamże.

²²⁴ Rada ds. Międzynarodowych Standardów Wyceny powstała w ramach współpracy RICS z amerykańskimi przedstawicielami zawodu rzeczoznawcy majątkowego (USPAP).

a także procedur²²⁵. Najważniejsze z punktu widzenia niniejszej pracy są dążenia do opracowania jednolitych standardów definicyjnych, w tym standardu wartości rynkowej nieruchomości. W tym obszarze ujednolicenie zakończyło się sukcesem, czego dowodem jest przyjęcie niemalże identycznej definicji wartości rynkowej w Międzynarodowych i Europejskich Standardach Wyceny, a także na poziomie Unii Europejskiej²²⁶. Zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Wyceny wartość rynkowa to: *szacunkowa kwota, jaką w dacie wyceny można uzyskać za składnik aktywów lub zobowiązań w ramach transakcji rynkowej przeprowadzonej pomiędzy zainteresowanym kupującym i zainteresowanym sprzedającym, działającymi jako niezależne od siebie strony, po odpowiedniej ekspozycji przedmiotu transakcji na rynku oraz pod warunkiem, że strony działają z rozeznanem, rozważnie i dobrowolnie*²²⁷.

W Europejskich Standardach Wyceny wartość rynkowa definiowana jest jako: *szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznanem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej*²²⁸.

Brzmienie definicji zawartej na szczęblu Unii Europejskiej jest analogiczne: *szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznanem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej*²²⁹.

Różnica, jaka pojawia się pomiędzy wskazanymi definicjami dotyczy zakresu przedmiotowego. W Europejskich Standardach Wyceny, a także w definicji przyjętej przez Unię Europejską wartość rynkowa ograniczona jest do nieruchomości. Międzynarodowe

²²⁵ Opublikowana przez RICS 1976 r. Czerwona Księga zawierała standardy dobrych praktyk dotyczące m.in: (a) kryteriów stosowanych w celu ustalenia poziomu kwalifikacji rzeczoznawców, (b) postępowanie mające na celu utrzymanie niezależności i obiektywności rzeczoznawców, (c) kwestie niezbędne do omówienia z klientem przed przystąpieniem do wyceny (umowa).

²²⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestujących; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z 4.2.2013 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi (mieszkalnymi i zmieniająca dyrektywy 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 (Dz.U.UE.L.2014.60.34)

²²⁷ *Międzynarodowe Standardy Wyceny RICS*, 2020, s. 64.

²²⁸ *Europejskie Standardy Wyceny*, Edycja dziewiąta, TEGOVA 2020, s. 42.

²²⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013, w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestujących; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z 4.2.2013 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi (mieszkalnymi i zmieniająca dyrektywy 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 (Dz.U.UE.L.2014.60.34).

Standardy Wyceny traktują ją szerszej, wskazując iż wartość rynkowa stanowi kwotę jaką można uzyskać za składnik aktywów lub zobowiązań.

Wartość rynkowa zdefiniowana została także na szczeblu krajowym, przyjmując obecnie brzmienie zgodne z regulacjami na szczeblu Unii Europejskiej. W ustawie z dnia 27 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, od września 2017 roku z zgodnie z art., 151. 1.: *wartość rynkowa stanowi szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działając z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej.*

Definicja ustawowa różni się od definicji europejskiej i międzynarodowej²³⁰ w zakresie braku warunku niezależności stron transakcji, a także odpowiedniej ekspozycji przedmiotu transakcji na rynku. Według Mieczysława Przystupy zmiana definicyjna w zakresie niezależności stron powoduje możliwość uwzględnienia w wycenie transakcji stron, które są ze sobą powiązane kapitałowo np. ceny transferowe. Natomiast warunek odpowiedniej ekspozycji rynkowej, pomimo nie uwzględnienia w samej definicji, wskazywany jest jako element jej interpretacji²³¹.

Złożoność kategorii wartości rynkowej powoduje, że nie można pozostawić jej bez szczegółowej interpretacji. Wymaga ścisłego dookreślenia, ponieważ wszyscy uczestnicy rynku muszą jednakowo ją rozumieć. Brak odpowiednich wyjaśnień otwiera drogę do dowolności interpretacyjnej, która może stanowić źródło rozpiętości w wynikach wyceny, pogłębienia jej niepewności. Konieczność uzupełnienia definicji wartości rynkowej o jej interpretację dostrzegły organizacje odpowiedzialne za standardy zawodowe, takie jak: Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny (IVSC), Europejska Grupa Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (TEGoVA) i Królewski Instytut Rzeczoznawców Majątkowych (RICS). Zagadnienie to podejmowane było także przez wczesnych praktyków wyceny – (patrz. 2.2 - G. Schmutz). Szczegółowej interpretacji pojęć dokonano także na gruncie krajowym, przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (PFSRM) w *Krajowym Standardzie Podstawowym Wartość rynkowa*.

²³⁰ W polskojęzycznych wersjach Europejskich Standardów Wyceny z 2020 r. oraz Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013, w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestujących; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z 4.2.2013 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi definicja wartości rynkowej jest tożsama z definicją ustawową.

²³¹ M. Przystupa, *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw w podejściu dochodowym*, Wydawnictwo Frel, Nowy Dwór Mazowiecki 2016, ss. 51-55.

Najistotniejsze fragmenty komentarza do definicji wartości rynkowej nieruchomości zawarto poniżej²³²:

- *szacunkowa kwota* — odnosi się do wyrażonej w pieniądzu ceny (zazwyczaj w miejscowej walucie) płaconej za nieruchomość, którą można uzyskać w transakcji pomiędzy podmiotami niepowiązanymi. Wartość rynkowa jest określana jako najbardziej prawdopodobna cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, można uzyskać na rynku w dacie wyceny, biorąc pod uwagę założenia definicji Wartości rynkowej. Jest to najkorzystniejsza cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, może uzyskać sprzedający oraz najkorzystniejsza cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, zgodzi się zapłacić kupujący.
- *nieruchomość* — to fragment, który analizuje samą nieruchomość, co może oznaczać dowolny interes prawny w stosunku do nieruchomości, z uwzględnieniem jej cech prawnych, fizycznych, ekonomicznych i innych, przyglądając się rzeczywistym możliwościom i problemom z nią związanym.
- *można uzyskać* — to szacowana kwota, nie zaś określona z góry lub rzeczywista cena sprzedaży. Jest to cena, po jakiej według oczekiwań rynkowych może dojść do zawarcia transakcji w dacie wyceny i która spełnia wszystkie inne przesłanki definicji Wartości rynkowej.
- *w dacie wyceny* — oznacza to, że szacowana Wartość rynkowa lub Czynsz rynkowy są określone w czasie, tj. przypisane do konkretnej daty. Wartość to ocena dokonana w określonym momencie. Zwykle jest to data, którą uznaje się za datę zawarcia hipotetycznej sprzedaży i w związku z tym zazwyczaj różni się ona od rzeczywistej daty przygotowania wyceny. Wraz ze zmieniającą się sytuacją na rynkach i warunkami rynkowymi, w innym punkcie czasu szacowana wartość może okazać się niepoprawna bądź nieodpowiednia. Wartość, jako wynik wyceny odzwierciedla rzeczywisty stan rynku i okoliczności w wymaganej dacie wyceny, nie zaś w przyszłości czy przeszłości. Data wyceny i data Operatu szacunkowego mogą różnić się od siebie, przy czym ta druga nie może nastąpić wcześniej niż pierwsza. Definicja zakłada także jednoczesne wiążące uzgodnienie warunków i zawarcie umowy sprzedaży bez zmiany ceny, do której w innym wypadku mogłoby dojść w transakcji opartej na Wartości rynkowej w dacie wyceny.

²³² Komentarz pochodzi z dziewiątej edycji Europejskich Standardów Wyceny TEGOVA 2020.

- *między kupującym, który ma stanowczy zamiar* — sugeruje kupującego hipotecznego, a nie rzeczywistego nabywcę. Taka osoba jest zmotywowana, ale nie przymuszona do zakupu. Nie jest ani nadmiernie chętna do zakupu, ani zdeterminowana dokonać go za wszelką cenę.
- *a sprzedającym (który ma stanowczy zamiar)* — ponownie, mowa o hipotetycznym sprzedającym, nie zaś o rzeczywistym właścicielu. Przyjmuje się, że osoba ta nie jest ani nadmiernie chętna, ani zmuszona do sprzedaży i gotowa sprzedać nieruchomość za wszelką cenę, ani też nie wstrzymuje się ze sprzedażą do momentu osiągnięcia ceny, której w obecnej sytuacji rynkowej nie można zasadnie oczekiwać. Sprzedający, który ma stanowczy zamiar dokonać transakcji, jest zmotywany do sprzedaży nieruchomości na warunkach rynkowych za możliwie najkorzystniejszą cenę, jaką można osiągnąć po odpowiedniej ekspozycji nieruchomości na rynku, bez względu na wysokość tej ceny. Okoliczności faktyczne, w jakich znajduje się rzeczywisty sprzedający, nie są brane pod uwagę, ponieważ „sprzedający, który ma stanowczy zamiar dokonać transakcji” to podmiot hipotetyczny.
- *w transakcji zawieranej na warunkach rynkowych* — transakcja zawierana na warunkach rynkowych dokonuje się pomiędzy stronami, których nie łączy konkretna lub specjalna relacja (co może dotyczyć np. stosunków między spółką-matką a podmiotami zależnymi, wynajmującym i najemcą, czy członkami rodziny), która skutkowałaby tym, że poziom cenowy nie byłby charakterystyczny dla rynku lub też był podwyższony z uwagi na element wartości specjalnej. Dla celów ustalenia Wartości rynkowej i Czynszu rynkowego zakłada się, że transakcja odbywa się między niepowiązanymi stronami, z których każda działa niezależnie.
- *po odpowiedniej ekspozycji przedmiotu umowy na rynku*²³³ — nieruchomość zostanie wyeksponowana na rynku w najbardziej odpowiedni sposób, aby doprowadzić do jej zbycia po najkorzystniejszej cenie, jaka może zostać osiągnięta w sposób zasadny, zgodnie z definicją Wartości rynkowej. Długość okresu eksponowania może różnić się z uwagi na uwarunkowania rynkowe, ale musi być wystarczająca, by skierować na nieruchomość uwagę odpowiedniej liczby potencjalnych nabywców. Uznaje się, że okres eksponowania przypadł przed datą wyceny.

²³³ Okres ekspozycji i negocjacji obie strony mają za sobą. Oznacza to, że 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, mitem. E. Kucharska-Stasiak, *The evolution of the market value definition*. Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16 No. 4. 2022. s. 140.

- *którzy (...) działają z rozeznaniem* — ten fragment zakłada, że zarówno kupujący, jak i sprzedający, którzy mają stanowczy zamiar dokonać transakcji, są odpowiednio poinformowani o charakterze i cechach nieruchomości, jej rzeczywistym i potencjalnym sposobie użytkowania, a także sytuacji na rynku w dacie wyceny. W przypadku Czynszu rynkowego to samo założenie stosuje się do wynajmującego i najemcy, którzy mają stanowczy zamiar dokonać transakcji.
- *rozważnie* — zakłada się, że każda ze stron działa w najlepszym interesie własnym, kierując się posiadaną wiedzą, oraz postępuje rozważnie, licząc na najlepszą cenę odpowiednią dla ich pozycji w danej transakcji. Rozwagę ocenia się w odniesieniu do sytuacji na rynku w dacie wyceny, nie z uwzględnieniem perspektywy czasu w dacie późniejszej. Z punktu widzenia sprzedającego, sprzedaż nieruchomości w warunkach spadających cen rynkowych, które są niższe niż w przeszłości, nie świadczy koniecznie o braku rozważności w działaniu. W takich sytuacjach, jak w przypadku innych transakcji przeprowadzanych na rynkach o zmiennych cenach, osoba rozważna będzie postępowała zgodnie z wiarygodnymi informacjami o rynku dostępnymi w danym momencie.
- *nie znajdują się w sytuacji przymusowej* — ten zapis stanowi, że każda ze stron jest zmotywowana do dokonania transakcji, ale żadna nie jest do tego przymuszona lub w sposób niewłaściwy zmuszana. Każda ze stron dobrowolnie zawiera i finalizuje transakcję.

Jednym z kluczowych elementów interpretacyjnych wartości rynkowej jest określanie jej jako najbardziej prawdopodobnej, czyli typowej, najczęściej występującej ceny, najkorzystniejszej dla stron transakcji, ceny odwzorującej potencjał nieruchomości. Potencjał ten może być realizowany poprzez kontynuację aktualnego sposobu użytkowania lub może polegać na przyjęciu sposobu alternatywnego. Poszukiwania potencjału nieruchomości może być oparte na: (1) stosowanej już od 1903 roku w USA uznanej za serce wyceny – koncepcji najkorzystniejszego sposobu wykorzystania nieruchomości (*highest and best use*), oznaczającej takie wykorzystanie składnika aktywów, które będzie maksymalizowało jego efektywność, jest fizycznie możliwe, prawnie dopuszczalne, a także finansowo wykonalne – por. tabela nr 4.; (2) lub wywodzącej się z brytyjskiej szkoły wyceny koncepcji wartości nadziei (ang. *hope value*), która służy do opisanego wzrostu wartości, którą rynek jest skłonny zapłacić za nieruchomość w nadziei, że nieruchomość uzyska możliwość alternatywnego sposobu użytkowania lub nastąpi możliwość rozwoju,

która zaowocuje wyższą jej wartości nad tą osiągalną przy obecnie obowiązujących ograniczeniach rozwoju, istniejących ograniczeniach infrastrukturalnych lub innych obowiązujących ograniczeniach²³⁴. Wartość nadziei określana jest jako możliwa do uzyskania na rynku na dzień wyceny, ale uwzględniająca rynkowo uzasadniony potencjał nieruchomości w przyszłości. Potencjał ten uwzględnia rozwiązania, które na dany dzień nie muszą być dozwolonymi.

Tabela 4 Główne założenia koncepcji highest and best use

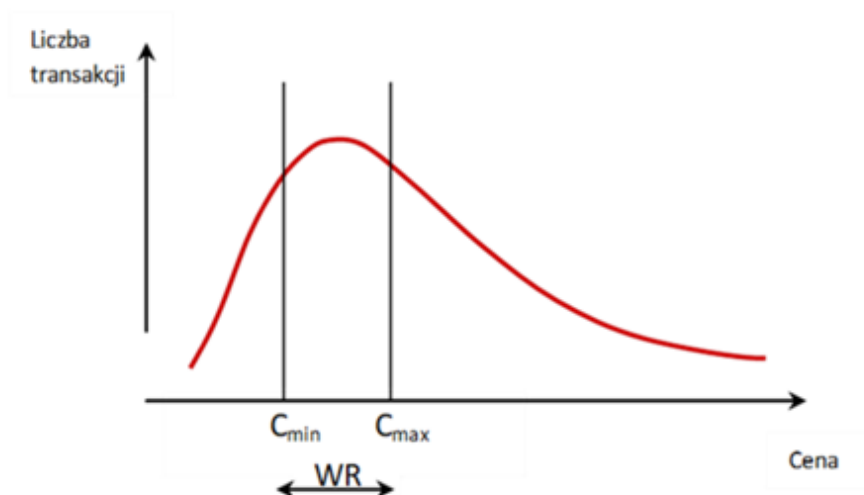
Założenia	Interpretacja
Najbardziej rozsądnie prawdopodobne wykorzystanie nieruchomości	Koncepcja <i>highest and best use</i> pomija specjalistyczne wykorzystanie, nieruchomości, które mogłyby być zasadnym jedynie dla poszczególnych potencjalnych nabywców.
Zgodność z prawem	Sposób użytkowania nieruchomości musi być prawnie dozwolony, czyli zgodny z istniejącym planem zagospodarowania przestrzennego lub decyzjami planistycznymi. Koncepcja <i>highest and best use</i> pomija wszelkie wartości przyszłe lub nadziei, które rynek mógłby uwzględnić dopiero do uzyskaniu nowych zezwoleń na rozwój nieruchomości
Fizyczne możliwości	Pod uwagę bierze się tylko te fizyczne cechy nieruchomości, które istnieją na dzień wyceny. Nie uwzględnia się ewentualnych ich zmian np. nowa droga dojazdowa, które mogą zaistnieć w przyszłości, wpływając na wzrost wartości nieruchomości.
Poparcie dowodami rynkowymi	-
Finansowa wykonalność	-
Najwyższa wartość dla danej nieruchomości	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Europejskie Standardy Wyceny, Edycja 8, 2016, s. 27.

W procesie dochodzenia do wartości rynkowej nieruchomości rzeczoznawca majątkowi musi być świadomy wagi założeń definicyjnych. Ich spełnienie wymaga oczyszczenia danych rynkowych z transakcji, które tych warunków nie spełniają. Interpretację graficzną dochodzenia do wartości zamieszczono na rys. 2.

²³⁴ Europejskie Standardy Wyceny Europejskie Standardy Wyceny, Edycja dziewiąta, TEGOVA 2020, s. 44-46.

Rysunek 2 Graficzna interpretacja wartości rynkowej nieruchomości



Źródło: E. Kucharska-Stasiak, *The evolution of the market value definition*. Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16 No. 4. 2022, s. 141.

Przyczyną rozbieżności cen jednostkowych mogą być nie tylko różnice wynikające z cech nieruchomości ale także różne warunki zawarcia transakcji, znajomość rynku, różne motywacje podejmowanych działań, różne relacje zachodzące pomiędzy uczestnikami rynku, różny czas przeznaczony na ekspozycję i negocjację ceny. Czas zależy będzie od aktywności rynku nieruchomości, od segmentu rynku, z którego pochodzi wyceniana nieruchomość, od jej specyficznych cech, takich jak: kubatura, rozwiązania materiałowo-techniczne, wielość pełnionych funkcji, lokalizacja fizyczna. Na rynkach mało aktywnych, na rynkach wymagających relatywnie dużego kapitału, dla nieruchomości nietypowych dla danego segmentu rynku okres ekspozycji i negocjacji będzie dłuższy. Warunkiem efektywnych poszukiwań jest jak największe podobieństwo nie tylko nieruchomości ale także warunków zawarcia transakcji. Dlatego też rzeczoznawca musi wyodrębnić przedział jednostkowych cen transakcyjnych dotyczących nieruchomości podobnych, w którym liczba zawartych transakcji będzie najwyższa²³⁵. Pozostałe transakcje powinien odrzucić²³⁶.

Oznacza to jednak, że często, nie na podstawie faktów a prawdopodobieństwa rzeczoznawca zakłada, że w odrzuconych transakcjach nie zostały spełnione warunki

²³⁵ Jeżeli strony są powiązane, jeżeli nie mają stanowczego zamiaru zawarcia transakcji, jeżeli działają pod przymusem, jeżeli nie zapoznaly się z realiami rynku, albo transakcji towarzyszył zbyt krótki okres ekspozycji i negocjacji z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że ceny jednostkowe będą odbiegały od tych w wyznaczonych przedziałach.

²³⁶ E. Kucharska-Stasiak, *The evolution of the market value definition*, Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16 No. 4. 2022, s. 141.

definicyjne wartości rynkowej. Powyższe wynika ze specyfiki rynku nieruchomości, dokładniej jego nieefektywności (dostrzegł to już m.in. Schmutz).

Podsumowując, pomimo przyjęcia na gruncie międzynarodowym definicji wartości rynkowej jak i jej interpretacji kategoria ta jest cały czas żywa. Wymaga odwzorowania coraz bardziej złożonej rzeczywistości. Nie opiera ona się wyłącznie na twardych dowodach rynkowych, ale także na prawdopodobieństwie wystąpienia określonych zdarzeń. A zatem wartość, w tym wartość rynkowa nieruchomości jest i pozostanie trudną kategorią, przedmiotem dyskusji i polemiki. Dążenie do zahamowania dyskusji byłoby taką samą pomyłką, jaką popełnił w 1848 roku J.S. Mill, który stwierdził, że (...) *nie ma nic w prawach wartości, co by pozostawało do wyjaśnienia dla obecnego czy przyszłego pisarza; teoria tego zagadnienia jest zupełna*²³⁷.

3. Trudności obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

3.1 Problem obiektywizacji w ekonomii

Jeszcze do niedawna zagadnienie *obiektywności* należało do kategorii rozważanych prawie wyłącznie przez filozofów²³⁸. W kontekstach odmiennych, a często też konkurujących ze sobą nurtów badawczych rozstrzygano kwestie związane z tym do jakich zjawisk można odnieść termin *obiektywnie*, oraz jakim sensem ten termin wyposażać. W ten sposób obiektywne może być poznanie, obiektywna może być wiedza, obiektywny może być także byt. Obiektywność może wyznaczać zatem granicę pomiędzy tym co w umyśle, a tym co w rzeczywistości lub tym co ważne, a tym co błahe²³⁹. W ścisłym sensie rozumiana jest także jako niezależność od podmiotu, i odpowiednio od świadomości²⁴⁰. W potocznym znaczeniu obiektywność pełni rolę łącznika pomiędzy myślą a rzeczywistością, między racjonalizacją działań a ich rezultatami, czyli podobnie jak w filozofii pomiędzy bytem a poznaniem²⁴¹. W dyskusjach naukowych stanowi niepodważalną i pożądaną wartość, właściwie niezbędny i niezbywalny cel nauki²⁴². Jej poziom w badaniach bywa jednak zróżnicowany, a wynika z ich specyfiki. Ta determinowana jest z kolei przez przysługujący

²³⁷ H. Landreth, D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 188.

²³⁸ M. Kuszyk-Bytniewska, *Problematyzacja obiektywności w naukach społecznych*, *Zagadnienia Naukoznawstwa* 2(204), 2015, ss. 191-198.

²³⁹ Tamże.

²⁴⁰ A. Rojszczak, *Od sądów do zdań: nośnik prawdy a obiektywizacja wiedzy*, *Filozofia Nauki* 5/2 1997, ss. 93-106.

²⁴¹ M. Kuszyk-Bytniewska, *Obiektywność a obiektywizacja w naukach społecznych*, *Filozofia i Nauka, Studia filozoficzne i interdyscyplinarne* tom 5, 2017, ss. 187-196.

²⁴² Tamże.

dyscyplinom naukowym zespół istotnych cech. Na gruncie ekonomii obiektywizacja okazuje się skomplikowana - niezwykle trudno jest bowiem ująć w ramy analityczne skomplikowaną naturę człowieka i otaczającego go świata, ale także problemy gospodarcze z jakimi ma do czynienia²⁴³. Trudność ta wynika nie tylko z powiązania znacznej liczby cech i relacji zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, ale także ze zjawisk synergicznych, ich ograniczonej powtarzalności, charakteru, a także co jest obecne również w wielu innych dziedzinach, subiektywizmu osób dokonujących badania²⁴⁴. Posługując się obserwacją, jako metodą badania, badacz poznaje jedynie niektóre cechy rzeczy i relacje między cechami. Niektóre cechy i relacje nie są dla niego obserwowalne. Niesie to za sobą obawę wystąpienia błędów, przejawiających się w powierzchowności i stronniczości spostrzeżeń²⁴⁵. *Doświadczenie oparte wyłącznie na złożonych zjawiskach nie wyklucza uciekania się do interpretacji posługujących się myśleniem życzeniowym (...) Ekonomista nie może zbić twierdzeń ekonomicznych szaleńców i szarlatanów, tak jak robi to lekarz odrzucając metody znachora*²⁴⁶.

Do najbardziej obiecującej formy wyjaśniania gospodarczej rzeczywistości zalicza się metodę hipotetyczno-dedukcyjną. W jej ramach wnioskowanie oparte jest na logicznym rozumowaniu mającym swoją podstawę w faktach, dopuszczając jednak stwierdzenia w pewnym stopniu prawdopodobne²⁴⁷. Przykładem takich założeń może być model człowieka racjonalnego - *homo oeconomicus*, który za sprawą przyjęcia założeń upraszczających dotyczących zachowań podmiotów gospodarujących, prowadził do ujęcia zjawisk trudno mierzalnych w formie pewnych uogólnień²⁴⁸. Spotkały się jednak one z obszerną krytyką, w szczególności ze strony przedstawicieli psychologii, socjologii (socjologiczna krytyka modelu *homo oeconomicus* skutkuje jego alternatywną wersją *homo sociologicus* – por. tabela nr 5) oraz ekonomii behawioralnej czy instytucjonalnej. Jak twierdzą Thaler i Sunstein ludzie są w rzeczywistości „*głupszy, milszy i słabszy niż homo*

²⁴³ E. Kucharska-Stasiak, *Pomiar wartości na gruncie ekonomii – reperkusje dla wyceny*, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości vol 19 nr 1, 2011, s. 7.

²⁴⁴ Tamże.

²⁴⁵ S. Stachak, *Podstawy metodologii nauk ekonomicznych*, Wydawnictwo Książka i Wiedza, Warszawa 2006, s. 20.

²⁴⁶ Ludwig von Mises, *Ludzkie Działanie. Traktat o Ekonomii*, Wydawnictwo Instytutu Ludwiga von Misesa, Wrocław 2011, s. 728.

²⁴⁷ J. Such, M. Szczęśniak, *Filozofia nauki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Poznań 1999, s. 10.

²⁴⁸ K. Czernek, *O potrzebie badań jakościowych w ekonomii. Przykład sektora turystycznego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego (red) W. Dymarczyk, Ł. Pyfla, *Wykorzystanie metod jakościowych w badaniach zachowań i zjawisk ekonomicznych*, Łódź 2017, s. 15.

oeconomicus”²⁴⁹. Niniejszą krytykę dobrze określa także stwierdzenie G. Becker’a²⁵⁰, który pisze, że *podejście ekonomiczne nie jest ograniczone do dóbr materialnych i potrzeb lub do rynków z transakcjami pieniężnymi, i konceptualnie nie rozróżnia ono ważniejszych bądź mniej ważnych decyzji lub nie czyni rozróżnienia między decyzjami opartymi na emocjach i innymi (...). Podejście ekonomiczne zapewnia ramy użyteczne dla wszystkich zachowań – dla wszystkich typów decyzji i ludzi wszystkich zawodów*²⁵¹.

Tabela 5 Homo oeconomicus i jego krytyka (ujęcie socjologiczne)

Wymiary	<i>Homo oeconomicus</i>	<i>Homo sociologicus</i>
Podmiot	Jednostka	Grupa, wspólnota
Motywacja	Interes własny	Wartości
Kryteria ocen	Racjonalność kalkulacyjna	Wielość racjonalności, nieracjonalność, irracjonalność
Zasada działania	Wolny wybór, ograniczania twarde	Wolny wybór, ograniczenia miękkie
Przestrzeń działania	Rynek, sfera prywatna	Społeczeństwo, sfera publiczna
Zasada organizacji przestrzeni społecznej	Interakcje jednostek wg preferencji i racjonalności proceduralnej	Wpływ polityki, według kryteriów racjonalności substancjalnej
Cele analizy	Przewidywanie	Wyjaśnianie, opis, interpretacja
Metody	Formalne, matematyczne	Empiryczne, jakościowe
Metodologia	Redukcjonizm, indywidualizm	Holizm, organicyzm
Tradycja intelektualna	Smith, Marshall, Keynes, Samuelson	Marks, Durkheim, Weber, Parsons

Źródło: I. Bittner, *Homo Oeconomicus*, SWSPiZ, Łódź 2009, ss. 30-31.

Przykładem hipotetyczno-dedukcyjnej konstrukcji na rynku nieruchomości jest także kategoria wartości rynkowej nieruchomości. (por. warunki brzegowe definicji). Ma ona za zadanie obiektywizować rynek, przedstawiając typowe najczęściej występujące zachowania jego uczestników. Jest konstrukcją opartą o założenia definicyjne i interpretacyjne. Jednak proces dochodzenia do wartości naznaczony jest wieloma nieuwzględnionymi w niej trudnościami, które wynikają ze specyfiki nauk społecznych, w tym ze wspomnianej

²⁴⁹ R. H. Thaler, C. R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*. Wydawnictwo Zyska i S-ka, Poznań 2012, ss. 17-20.

²⁵⁰ K. Czernek., *O potrzebie badań jakościowych w ekonomii. Przykład sektora turystycznego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego (red) W. Dymarczyk, Ł. Pyfla, *Wykorzystanie metod jakościowych w badaniach zachowań i zjawisk ekonomicznych*, s. 15. Za G. Becker, *A Treatise on the Family*, Cambridge, MA: Harvard University Press 1981.

²⁵¹ Tamże.

specyfiki nauk ekonomicznych, cech zarówno nieruchomości jak i rynku nieruchomości, a także środowiska biznesowego w jakim operują rzeczoznawcy majątkowi. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w licznych badaniach dotyczących niepewności wyceny i jej behawioralnych aspektów – por. 3.4.

3.2 Specyfika nieruchomości i rynku nieruchomości jako źródło problemów z obiektywizacją wartości rynkowej

Nieruchomości wyróżniają się na tle innych aktywów swoją złożonością i pełnionymi funkcjami. Są miejscem egzystencji ludzi i prowadzenia działalności gospodarczej. Traktowane są jako towar, źródło bogactwa czy przyczyna konfliktów międzyludzkich, a także międzynarodowych²⁵². Postrzegane są więc przez pryzmat wielu dziedzin w ramach których wyróżnić można m.in ujęcie geograficzne, techniczne, prawne, społeczne czy ekonomiczne. Perspektywa geograficzna skupia się na opisanu fizycznych aspektów ziemi i rozmieszczeniu działalności ludzi użytkujących ją na swoje potrzeby. Użytkowanie gruntu często wymaga jego zabudowy, co wiąże się ze znajomością sztuki budowlanej. Nieruchomość rozpatrywana jest jako obiekt prawny, bowiem to prawa do nieruchomości, a nie one same w fizycznej postaci są przedmiotem obrotu rynkowego. Ujęcie socjologiczne koncentruje swoje badania na ich podwójnym charakterze: jako bogactwa należącego do wszystkich ludzi oraz jako towaru, który stanowi przedmiot własności. Ekonomia traktuje nieruchomości, w szczególności ziemię, jako jeden z czynników produkcji²⁵³.

Złożoność i wielowymiarowość nieruchomości widoczna jest także na etapie ich definiowania. Na przykład Międzynarodowe Standardy Wyceny RICS, traktują nieruchomość jako *grunt oraz wszystkie jego naturalne części składowe (np. drzewa, złoża minerałów) oraz naniesienia (np. budynki, infrastruktura) i inne stałe instalacje (np. instalacje mechaniczne i elektryczne doprowadzające media do budynku), znajdujące się zarówno pod ziemią, jak i na jej powierzchni*²⁵⁴.

W Europejskich Standardach Wyceny TEGOVA odnaleźć można następującą definicję: *nieruchomość oznacza grunt i budynki znajdujące się na powierzchni ziemi bądź nad lub pod jej powierzchnią, w tym rury, kable i pozostałe instalacje łączące się*

²⁵² J. Konowalczyk, *Wycena nieruchomości dla celów kredytowych*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2014, s. 15.

²⁵³ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości – wydanie polskie*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 25-35.

²⁵⁴ *Międzynarodowe Standardy Wyceny*, RICS 2020, s. 11.

z nieruchomością²⁵⁵. Kodeks Cywilny (ujęcie krajowe) natomiast definiuje nieruchomości jako: *części powierzchni ziemskiej stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności*²⁵⁶.

Pomimo różnych spojrzeń, jakie obecne są w poszczególnych dyscyplinach zarówno geografowie, prawnicy, socjologowie, jak i ekonomiści są zgodni co do następujących atrybutów nieruchomości:

- każda nieruchomość jest niepowtarzalna,
- gruntu nie można przemieszczać, jest on fizycznie nieruchomy,
- nieruchomość cechuje się trwałością,
- podaż nieruchomości (w szczególności gruntów) jest ograniczona,
- nieruchomości są dla ludzi użyteczne²⁵⁷.

Rozszerzając powyższe, nieruchomości są dobrami: (a) złożonymi fizycznie, ich analiza wymaga uwzględnienia wielu współzależnych elementów; (b) charakteryzują się stałością w miejscu przez co są podatne na zmiany jakie zachodzą w ich otoczeniu, lokalizacja jest także kluczowym czynnikiem determinującym poziom ich wartości np. podobne mieszkania w Łodzi i w Warszawie będą miały inną wartość, (c) są trwałe w czasie co implikuje zaburzenia równowagi pomiędzy wartością budynku a gruntu – zużywalność zabudowy vs. trwałość gruntu, (d) nie ma dwóch takich samych nieruchomości – na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnych a także wyceny informacje rynkowe odnoszą się do nieruchomości co najwyżej podobnych do przedmiotu zainteresowania, co implikuje brak możliwości dokładnego (bezpośredniego) porównania; (e) są niepodzielne, ich postrzeganie ma charakter synergiczny, nie ocenia się pojedynczych atrybutów a ich kombinacje, bo te mają charakter trudny do zmiany np. atrakcyjny dom na małej działce; (f) są dobrami rzadkimi, zapotrzebowanie na nie znacznie przekracza ich dostępną na rynku ilość; (g) są współzależne co oznacza ich ścisłe powiązanie z otoczeniem i jego zmianami np. perspektywa zmiany zabudowy w sąsiedztwie nieruchomości; (h) cechują się wysoką kapitałochłonnością; (i) małą płynnością; (j) podatnością na zmiany instytucjonalne²⁵⁸.

²⁵⁵ Europejskie Standardy Wyceny, Edycja dziewiąta, TEGOVA 2020, s. 148.

²⁵⁶ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny (Dz. U. z 2023 r. poz. 1610, 1615, 1890, 1933, z 2024 r. poz. 653), art. 46.1

²⁵⁷ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 25-35.

²⁵⁸ E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, ss. 25-27.

Złożoność nieruchomości wywiera wpływ na proces wyceny. Praca rzeczoznawcy majątkowego, który określa wartość rynkową, polega na zrozumieniu w jaki sposób uczestnicy tego rynku postrzegają konkretną nieruchomość i jaką kwotę są gotowi za nią zapłacić. Jako niezależny ekspert ma on za zadanie przedstawić wartość obiektywizującą zachowania wielu, typowych kupujących i sprzedających (jest badaczem, którego zadaniem jest ocena zachowań uczestników rynku nieruchomości względem konkretnego przedmiotu transakcji). W procesie wyceny, rzeczoznawcy powinni zatem interesować się różnymi wymiarami nieruchomości aby jak najlepiej zrozumieć ich istotę, a w konsekwencji mechanizmy rządzące ludzkimi zachowaniami.

Perspektywa geograficzna każe im zwrócić uwagę na fizyczne i lokalizacyjne aspekty terenu, oraz na to w jaki sposób cechy te powiązane są ze sobą na danym terenie. Kluczowym dla zrozumienia istoty nieruchomości w tym ujęciu jest uświadomienie sobie, w jaki sposób cechy fizyczne wpływają na sposób użytkowania gruntu. Procesy geofizyczne oraz chemiczne zmieniają powierzchnię i ukształtowanie terenu, procesy biologiczne wpływają na rozmieszczanie się istot żywych, zjawiska społeczno- ekonomiczne determinują natomiast procesy zasiedlania. Grunt może być więc wykorzystywany do wielu różnych celów, w tym np. na potrzeby rolnictwa, handlu, przemysłu, mieszkalnictwa czy rekreacji. Na decyzje, podejmowane przez uczestników rynku, o wyborze takiego a nie innego zagospodarowania terenu wpływa klimat, ukształtowanie terenu, rozmieszczenie zasobów naturalnych, skupisk ludności oraz przemysłu. Wykorzystanie terenu warunkowane jest również czynnikami ekonomicznymi, presją społeczną, technologią, wpływami kulturowymi (m.in. to te czynniki wpływają na decyzje podejmowanie w zakresie planowania przestrzennego)²⁵⁹. Prawo instytucjonalizuje nieruchomości jako rzeczy, czyli *materialne części przyrody w stanie pierwotnym lub przetworzonym, na tyle wyodrębnione (w sposób naturalny lub sztuczny), że w stosunkach społeczno-gospodarczych mogą być traktowane jako dobro samoistne*²⁶⁰. Nie zajmuje się jednak fizycznymi cechami gruntu²⁶¹, ale prawami i obowiązkami jakie z faktu posiadania tego gruntu wynikają. Prawo własności nie jest bowiem nieograniczone. Zgodnie z art. 21, Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. *Rzeczpospolita Polska chroni własność i prawo dziedziczenia,*

²⁵⁹ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 25-35.

²⁶⁰ E. Gniewek, *Prawo rzeczowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003. Cyt za definicją rzeczy J. Wasilkowskiego.

²⁶¹ M. Bryx zauważyła dominację prawnej doktryny nieruchomości nad ujęciem ekonomicznym. Powoduje to niekiedy przyjęcie ujęcia prawnego jako uniwersalnego, kompletnego i jednoznacznego. M. Bryx, *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2006, s. 31.

dopuszczając jednak wywłaszczenie (...) wówczas gdy dokonywane jest na cele publiczne i za słusznym odszkodowaniem. Również sama forma wykonywania prawa własności podlega uregulowaniu. Na przykład zgodnie z art. 140. K.C: *w granicach określonych przez ustawy i zasady współżycia społecznego właściciel może, z wyłączeniem innych osób, korzystać z rzeczy zgodnie ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem swego prawa, w szczególności może pobierać pożytki i inne dochody z rzeczy. W tych samych granicach może rozporządzać rzeczą.* Granice te określa art. 143. K.C: *W granicach określonych przez społeczno-gospodarcze przeznaczenie gruntu własność gruntu rozciąga się na przestrzeń nad i pod jego powierzchnią.*

Pomimo tego, że własność ziemi rozciąga się na przestrzeń nad i pod jego powierzchnią, wykonywanie tego prawa wiąże się z licznymi obwarowaniami, które określone są przez ustawy i zasady współżycia społecznego²⁶². Wpływają one na użyteczność danego gruntu, a przez to także i na jego wartość np. nieruchomości bogata w złoża surowców naturalnych takich jak np. węgiel kamienny podlega regulacji art. 10.1 ustawy z dnia 9 czerwca 2011 r. prawo geologiczne i górnicze, co oznacza, że złoża te stanowią własność Skarbu Państwa, a nie właściciela nieruchomości. Określenie wartości nieruchomości wymaga także znajomości rodzajów nieruchomości, ich definicji i elementów z jakich się składają (są to czynniki istotnie determinujące postrzeganie nieruchomości przez uczestników rynku, a w konsekwencji na płacone za nie ceny). Są to wspomniane już wcześniej: *części powierzchni ziemskiej stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności.* Niniejsze powoduje: (a) traktowanie ich w kategoriach wyodrębnionej rzeczy tj. oznaczonej co do granic, (b) ich prawną odrębność, czyli przypisanie praw do nieruchomości określonemu podmiotowi (c) występowanie rodzajów nieruchomości: nieruchomości gruntowej (gruntu zabudowanego lub niezabudowanego), nieruchomości budynkowej, nieruchomości lokalowej.

Nieruchomości gruntowe składają się z kilku elementów: (1) wydzielonego z przestrzeni gruntu, (2) części składowych, które zgodnie z itd. 47. § 2 k.c. definiowane są jako *wszystko co nie może być odłączone od niej (rzeczy głównej) odłączone bez uszkodzenia lub istotnej zmiany całości albo bez uszkodzenia lub istotnej zmiany przedmiotu odłączonego.* Są to: budynki i inne urządzenia trwale związane z gruntem, drzewa i inne

²⁶² Uwarunkowania cywilne, budowlane, planistyczne itp.

rośliny od chwili zasadzenia lub zasiania, prawa związane z własnością, kopaliny w granicach przestrzennych nieruchomości (za wyjątkiem kopalin wymienionych w itd. 10.1 ustawy z dnia 9 czerwca 2011 r. prawo geologiczne i górnicze)²⁶³, wody stojące; (3) przynależności, czyli rzeczy ruchome potrzebne do korzystania z innej rzeczy (rzeczy głównej) zgodnie z jej przeznaczeniem, jeżeli pozostają z nią w faktycznym związku odpowiadającym temu celowi²⁶⁴. Zgodnie z zasadą *superficies solo cedit*, wszystko co zostało z gruntem połączone w sposób trwały, dzieli los prawny tego gruntu: (...) *grunt oznacza nie tylko ziemię czy glebę, ale wszystko co jest związane z glebą, czy to poprzez przyrodę, jak w przypadku drzew i roślin, czy w wyniku działalności ludzkiej, jak w przypadku domów i innych budynków. Oznacza on nie tylko powierzchnię ziemi, ale także wszystko pod nią i ponad nią. W związku z tym, z prawnego punktu widzenia, działka gruntu oznacza nie tylko działkę powierzchni Ziemi, ale przyjmuje kształt odwróconej piramidy o czubku znajdującym się w środku ziemi, która rozszerza się w kierunku powierzchni ziemi, wzdłuż granic działki, na następnie rozciąga się wwyż, ku niebu*²⁶⁵.

Nieruchomość budynkowa powstaje na mocy przepisów szczególnych i stanowi odstępstwo od wskazanej powyżej zasady *superficies solo cedit*. Zgodnie z itd. 235 k.c. *budynki i inne urządzenia wzniesione na gruncie Skarbu Państwa lub gruncie należącym do jednostek samorządu terytorialnego bądź ich związków przez wieczystego użytkownika stanowią jego własność. To samo dotyczy budynków i innych urządzeń, które wieczysty użytkownik nabył zgodnie z właściwymi przepisami przy zawarciu umowy o oddanie gruntu w użytkowanie wieczyste. § 2. Przysługująca wieczystemu użytkownikowi własność budynków i urządzeń na użytkowanym gruncie jest prawem związanym z użytkowaniem wieczystym. Powyższe oznacza, że właścicielem gruntu wraz z niektórymi częściami składowymi²⁶⁶ jest JST lub Skarb Państwa, przedmiotem własności użytkownika wieczystego jest natomiast budynek wraz z urządzeniami technicznymi.*

²⁶³ Ustawa z dnia 9 czerwca 2011 r. Prawo geologiczne i górnicze (Dz. U. z 2023 r. poz. 633, 1688, 2029) Art. 10. 1. Złoże węglowodorów, węgla kamiennego, metanu występującego jako kopalina towarzysząca, węgla brunatnego, rud metali z wyjątkiem darniowych rud żelaza, metali w stanie rodzimym, rud pierwiastków promieniotwórczych, siarki rodzimej, soli kamiennnej, soli potasowej, soli potasowo-magnezowej, gipsu i anhydrytu, kamieni szlachetnych, pierwiastków ziem rzadkich, gazów szlachetnych, bez względu na miejsce ich występowania, są objęte własnością górniczą. 2. Własnością górniczą są objęte także złoże wód leczniczych, wód termalnych i solanek. 3. Złoże kopalin niewymienionych w ust. 1 i 2 są objęte prawem własności nieruchomości gruntowej.

²⁶⁴ Przestrzeń nad gruntem także podlega regulacjom – ustawa z dnia 3 lipca 2002 r. Prawo lotnicze (Dz.U. 2002 nr 130 poz. 1112).

²⁶⁵ Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000. ss. 25-35.

²⁶⁶ Drzewa i inne rośliny, kopaliny, wody stojące, prawa związane z własnością gruntu.

Nieruchomość lokalowa, podobnie jak nieruchomość budynkowa, powstaje na mocy przepisów szczególnych i również jest odstępstwem od zasady *superficies solo cedit*. Stanowi prawo własności do lokalu, części wspólnych i przynależnych a także procentowy udział w prawie do gruntu (w prawie własności lub prawie użytkowania wieczystego). Zgodnie z art. 2.1. Ustawy o własności lokali z 24 czerwca 1994 r.: *samodzielny lokal mieszkalny, a także lokal o innym przeznaczeniu, zwane dalej „lokalami”, mogą stanowić odrębne nieruchomości*. Właściciel lokalu jest także współwłaścicielem gruntu na którym stoi budynek, oraz budynku, w którym ten lokal jest położony²⁶⁷. Do części składowych nieruchomości lokalowej (oprócz wymienionych w punkcie dotyczącym nieruchomości gruntowej) zalicza się także itd. pomieszczenia przynależne. Jak wskazano powyżej elementem składowym, a także kluczowym aspektem zróżnicowania wartości nieruchomości są przysługujące prawa związane z własnością. Wyróżnia się trzy główne katalogi praw do nieruchomości. Są to (a) prawa rzeczowe, (b) ograniczone prawa rzeczowe, (c) prawa zobowiązaniowe – por. tabela nr 6.

Tabela 6 Katalog praw do nieruchomości

Prawa rzeczowe	Ograniczone prawa rzeczowe	Prawa zobowiązaniowe
Prawo własności, prawo użytkowania wieczystego	Użytkowanie, służebność, spółdzielcze własnościowe prawo do nieruchomości, hipoteka, zastaw	Najem, dzierżawa, użyczenie, dożywocie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny (Dz. U. z 2023 r. poz. 1610, 1615, 1890, 1933, z 2024 r. poz. 653); ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz. U. z 2023 r. poz. 344, 1113, 1463, 1506, 1688, 1762, 1906, 2029).

Tytuły prawne mogą mieć bardzo różny charakter, co więcej mogą się na siebie nakładać, dlatego też przedmiotem wyceny (a także czynnikiem determinującym przebieg transakcji na rynku) nierzadko jest *wiązka praw*, z których każda *gałąź*²⁶⁸ reprezentuje osobne prawo bądź udział prawny np. odrębna własność lokalu mieszkalnego obciążona prawem dożywocia.

Regulacje prawne występują we wszystkich etapach cyklu życia nieruchomości. Począwszy od fazy obrotu, projektowania, zabudowy, dopuszczenia do eksploatacji,

²⁶⁷ W przypadku nieruchomości gruntowej zabudowanej kilkoma budynkami właściciel lokalu jest współwłaścicielem całej nieruchomości tj. nie tylko budynku, w którym znajduje się jego lokal.

²⁶⁸ Sformułowanie *wiązka praw* zaczerpnięto z angielskiego *bundle of rights* pojawiającego się w wielu różnych podręcznikach dotyczących wyceny i rynku nieruchomości.

użytkowania po fazę likwidacji. Wpływają na decyzje podejmowane przez uczestników rynku, a finalnie na ceny transakcyjne, czyli dowody rynkowe w procesie wyceny.

Fizyczne cechy gruntu wraz z ograniczeniami prawnymi w znacznym stopniu determinują sposób jego użytkowania. Determinuje to szersze zainteresowanie społeczne w zakresie tego w jaki sposób ziemia jest wykorzystywana i jak przebiegają procesy rozdzielania praw do gruntu. Ograniczoność podaży przy wzmożonym popycie powoduje chęć jak najintensywniejszego wykorzystania nieruchomości. Rodzi to wiele konfliktów wśród grup społecznych o odmiennych poglądach co do właściwego ich przeznaczenia. Wyróżnić można przynajmniej dwie grupy poglądów: (1) podmioty wyznające koncepcję, zgodnie z którą ziemia jest bogactwem naturalnym, które powinno być własnością wszystkich (koncepcja Single Tax autorstwa H. Georgea)²⁶⁹. Ich celem jest zachowanie naturalnego piękna ziemi oraz podtrzymanie jej ważnej funkcji w procesach ekologicznych. (2) zwolennicy teorii, zgodnie z którą ziemia jest przede wszystkim towarem, który może być przedmiotem obrotu. Obydwa spojrzenia obecne są w ustawodawstwie. Ziemia, z punktu widzenia bogactwa naturalnego, podlega ochronie prawnej²⁷⁰, natomiast z racji, tego, że stanowi również towar, prawo reguluje kwestie dotyczące własności, korzystania i rozporządzania gruntem²⁷¹.

W społeczeństwach zachodnich dominuje koncepcja oparta na prywatnej własności ziemi. Traktowana jest ona jako czynnik stabilizujący, a jej nadmierne uregulowanie uznaje się za nie sprzyjające interesowi społecznemu: *jeżeli ziemia stanie się własnością ogromu ludzi, to ten ogrom zajmie się wolnością, cnotą i ochroną własnego interesu, we wszystkim co robi rząd*²⁷². Interes publiczny realizowany jest za pomocą ograniczeń w postaci uregulowań planistycznych, regulacji procesu budowlanego czy wspomnianej wcześniej ochrony przyrody. Oszacowanie wartości nieruchomości wymaga więc znajomości przepisów i ograniczeń dotyczących użytkowania nieruchomości²⁷³.

²⁶⁹ Henry George and the single tax, *Henry George's Writings on the United Kingdom*, Research in the History of Economic Thought and Methodology, Vol. 20 Part 2, Emerald Group Publishing Limited, Leeds 2002, pp. 293-298.

²⁷⁰ Podstawą prawną ochrony przyrody w Polsce jest ustawa z dnia 16 kwietnia 2004 r. o ochronie przyrody, która nakłada na państwo i jego organy obowiązek dbania o środowisko naturalne. Do podstawowych zadań ochrony przyrody zalicza się m.in: utrzymanie procesów ekologicznych i stabilności ekosystemów, zachowanie różnorodności biologicznej, zachowanie dziedzictwa geologicznego i paleontologicznego, ochronę walorów krajobrazowych, zieleni w miastach i wsiach oraz zadrzewień.

²⁷¹ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000, ss. 25-35.

²⁷² John Adams – drugi prezydent Stanów Zjednoczonych – Tamże, The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, PFSRM 2000, s. 25-35.

²⁷³ Tamże.

Techniczny aspekt złożoności nieruchomości każe zwrócić uwagę m.in. na rodzaj obiektów budowlanych, ich złożoność, i stopień zużycia. Zgodnie z m.in. 3. pkt 1. Ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. obiekt budowlany definiowany jest jako: *budynek, budowla bądź obiekt małej architektury, wraz z instalacjami zapewniającymi możliwość użytkowania obiektu zgodnie z jego przeznaczeniem, wzniesiony z użyciem wyrobów budowlanych*. Powyżej wskazane obiekty budowlane są trwale z gruntem związane. Charakteryzują się złożonością techniczną, która w mniejszym lub większym stopniu także oceniana jest przez strony transakcji, co wymusza ich ocenę w procesie szacowania wartości rynkowej. Do podstawowych elementów budynku zaliczyć można m.in.: fundamenty, ściany konstrukcyjne i ścianki działowe, stropy, klatki schodowe, dachy – konstrukcje i pokrycie, posadzki i podłogi, tynki zewnętrzne i wewnętrzne, stolarkę okienną i drzwiową, instalacje (wod-kan, gazowa, c.o i elektryczna). Elementy te ponadto cechuje nie tylko szeroki wachlarz materiałów budowlanych możliwych do wykorzystania przy ich wytwarzaniu, ale także bardzo zróżnicowania trwałość techniczna, zależna nie tylko od jakości, ale także od różnego oddziaływania warunków atmosferycznych lub występowania obciążeń użytkowych.

Ujęcie ekonomiczne kieruje uwagę rzeczoznawcy majątkowego na ziemię jako jeden z czynników produkcji przez wieki traktowany jako główne źródło bogactwa. Wartość gruntu stanowi odzwierciedlenie korzyści z faktu jego użytkowania. Popyt na nieruchomości jest funkcją popytu na dobra i usługi na niej wytwarzane. Użyteczność nieruchomości oceniana jest z perspektywy najemców i inwestorów lub użytkowników będących jednocześnie właścicielami nieruchomości. Na przykład nieruchomości mieszkaniowe zaspokajają podstawowe potrzeby bytowe. Ich użyteczność warunkowana jest zatem poprzez niefinansowe walory materialne w postaci posiadania miejsca do życia oraz materialne podnoszące ich atrakcyjność np. standard wykończenia. Wartość może mieć także swoje źródło w użyteczności płynącej z uzyskiwanych lub możliwych do uzyskania dochodów z nieruchomości. Zależy ona od cech danej nieruchomości. Rzadkość jest czynnikiem determinującym wzrost wartości w warunkach *ceteris paribus*, Zasoby atrakcyjnych, użytecznych z punktu widzenia możliwości ich użytkowania są ograniczone. Mają one zatem większą wartość. Żaden towar nie posiada wartości jeżeli jego rzadkość nie jest powiązana z użytecznością. Trzecim elementem niezbędnym do zaistnienia wartości

nieruchomości są potrzeby nabywców. Wartość nieruchomości powstaje w momencie, w którym na danym rynku pojawią się podmioty gotowe za nią zapłacić²⁷⁴.

Specyficzne cechy nieruchomości powodują, że są one przedmiotem bardzo złożonej, a także subiektywnej oceny. Różne kombinacje atrybutów lokalizacyjnych, technicznych, prawnych czy ekonomicznych są w różny sposób oceniane i wagi przez strony transakcji w procesie podejmowania decyzji. Na etapie szacowania wartości rynkowej nieruchomości rzeczoznawca majątkowy ma za zadanie dokonać oceny użyteczności nieruchomości, zweryfikować jej atrybuty, tak aby odzwierciedlić zachowania typowego uczestnika rynku, wyłączając jednocześnie własne opinie i preferencje²⁷⁵, przedstawiając w rezultacie wynik wyceny w postaci jednej liczby. Niestety, typowy uczestnik rynku nieruchomości nie istnieje, tak samo nie istnieje jeden najlepszy i uniwersalny sposób zagospodarowania nieruchomości. Co więcej czynnikiem determinującym zapłaconą cenę jest nie tylko kombinacja użyteczności nieruchomości rozpatrywana z punktu widzenia stron transakcji, ale także środowisko w jakim transakcja się odbywa.

Specyfika rynku nieruchomości powoduje, że różni się on znacznie od pozostałych rynków, w szczególności finansowych (efektywnych). Jest to przede wszystkim rynek (a) niejednorodny, (b) na którym przedmiotem obrotu są dobra heterogeniczne, (c) nietransparentny, dostęp do informacji jest utrudniony, ich wiarygodność jest ograniczona, mają charakter asymetryczny, (d) o wysokich barierach wejścia i wyjścia, (e) relatywnie niewielkiej liczbie transakcji, (f) małej elastyczności cenowej popytu i podaży, (g) o dużej dozie interwencjonizmu państwowego i (h) o niskiej efektywności – port. tabela nr 7, która skutkuje zaburzonym i opóźnionym odbiorem sygnałów rynkowych przez uczestników rynku.

Tabela 7 Specyfika rynku nieruchomości w kontekście rynków efektywnych

Rynek nieruchomości jako rynek nieefektywny	Rynek efektywny
Heterogeniczność produktu – brak dwóch identycznych nieruchomości. Brak zgodności inwestorów co do oceny nowych informacji.	Homogeniczność produktu. Zgodność oceny nowych informacji.

²⁷⁴ The Appraisal of Real Estate, *Wycena nieruchomości* – wydanie polskie, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2000 ss. 25-35.

Brak transparentności – transakcje mają charakter poufny oraz nieformalny. Relatywnie mała liczba transakcji ze względu m.in. na wysoką kapitałochłonność. Brak losowości napływu nowych informacji.	Doskonała wiedza o rynku. Dużo transakcji.
Maksymalizacja satysfakcji.	Maksymalizacja użyteczności i zyskowności.
Wysokie bariery wejścia i wyjścia z rynku – konieczność posiadania znacznego kapitału, relatywnie długi okres ekspozycji nieruchomości na rynku.	Duża liczba kupujących i sprzedających.
	Swoboda wejścia i wyjścia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Kucharska-Stasiak, *Ekonomiczny Wymiar Nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, s. 63.

Niniejsze implikuje istotną podatność stron transakcji w procesie decyzyjnym na zachowania nieracjonalne powodowane ładunkiem emocjonalnym, na stosowanie uproszczonych form wnioskowania, dążenie do maksymalizacji satysfakcji, a nie użyteczności. Odnosi się to nie tylko do oceny wartości nieruchomości mieszkaniowych, gdzie niewątpliwie pełnią one najistotniejszą rolę (emocje), ale również i tych komercyjnych. To emocje: kupującego, najemcy, klienta hotelu, restauracji, decydują o dochodach bądź stratach właściciela. To nabywcy w oparciu m.in. o emocje podejmą decyzję czy zapłacić konkretną cenę zakupu całej nieruchomości, noclegu, czynszu najmu. Pozaracjonalne odczucia uczestników gry rynkowej stanowią także odpowiedź na wcześniejsze zachowania właścicieli i zarządców zarządzających konkretnymi nieruchomościami²⁷⁶. Behawioralny wymiar rynku nieruchomości²⁷⁷ podkreśla takie warunki podejmowania decyzji jak ryzyko i niepewność, co wywołuje potrzebę ponownego spojrzenia na sposób powstawania cen i ich przekształcania w wartość.

²⁷⁶ J. Adamiczka, *Wartość rynkowa nieruchomości – Święty Graal wyceny nieruchomości to mit*, *Rzeczoznawca Majątkowy* 4 (96) 2017, ss. 8-14.

²⁷⁷ W ujęciu behawioralnym rynek nieruchomości jest rozumiany jako ogół decyzji i zachowań podmiotów rynkowych dotyczących przedmiotowej strony tego rynku, determinowanych przez cenę i czynniki cenowe oraz czynniki pozacenowe wynikające z behawioralnego podłoża ludzkiej natury. Ich przejawem są decyzje podejmowane w warunkach ryzyka lub niepewności, wynikające ze specyfiki rynku lub ze specyfiki przedmiotu obrotu rynkowego w wielowymiarowej przestrzeni zdarzeń, zachodzące w systemie rynku nieruchomości i jego otoczeniu oraz relacji między nimi. J. Brzezicka, *Behawioralne aspekty baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości*. Rozprawa doktorska 2017 s. 33.

3.3 Zachowania uczestników rynku jako źródło trudności obiektywizacji wartości

Wartość rynkowa ma odwzorowywać najczęstsze zachowania uczestników rynku, wyznaczana jest na podstawie najczęściej płaconych cen jednostkowych za podobne nieruchomości. W klasycznej teorii cen aspekty emocjonalne, psychologiczne, a zwłaszcza poznawcze odgrywają marginalną rolę²⁷⁸. Jak pokazują badania z zakresu nurtów behawioralnych oraz praktyka gospodarcza, specyfika rynku nieruchomości i samych nieruchomości powodują, że zachowania uczestników tego rynku odbiegają od założeń klasycznej teorii cen: podejmują oni swoje decyzje w ograniczonym środowisku informacyjnym z uwzględnieniem różnych czynników, takich jak emocje, czy moda. Bodziec pochodzący z rynku odbierany jest przez konsumenta w sposób wysoce subiektywny i skutkuje subiektywną oceną z jego strony. Wywołuje subiektywne reakcje. Ten sposób postrzegania stanowi bezpośrednią podstawę procesu decyzyjnego: podejmowania decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych²⁷⁹ a w rezultacie kształtowania się cen. Podejmowane decyzje w dużej mierze zagrożone są występowaniem skrótów myślowych w postaci heurystyk, które mogą doprowadzić do tzw. błędów poznawczych. Przykładowo, jeżeli zbywający (obecny właściciel, deweloper) dostrzeże silne zainteresowanie kupującego daną nieruchomością (często wchodzi na stronę internetową zbywającego), nie będzie on skłonny do dawania upustów a może nawet podniesie wcześniej podaną cenę. Jeżeli nabywcy dostrzegają ruch cen w górę, odbierają sygnał o możliwości dalszego wzrostu cen: jeżeli dzisiaj jest drożej niż wczoraj, wczoraj było drożej niż przedwczoraj, to jutro ceny jeszcze wzrosną²⁸⁰. Taki wniosek przyspiesza ich decyzje o zakupie.

Do podobnej obserwacji dochodzą Case i Shiller opisując mechanizm ruchów cen nieruchomości jako efektu danych historycznych. Z przeprowadzonych przez nich w 2003 r. badań wynika, że aż 80% respondentów potwierdziło, iż czynnikiem motywującym do zakupu nieruchomości była wysoka dynamika wzrostu cen. Uczestnicy trwają „przy nawyku” (ang. *habit persistent*), co oznacza, że zakładają kontynuację bieżących trendów

²⁷⁸ R. Kishore, *Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm*, paper presented at the Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference 2006.

²⁷⁹ To zachowania uczestników rynku determinują płacone ceny, sposób przekształcania cen w wartość rynkową a także poziom tej wartości, która staje się efektem tego, w jaki sposób postrzegamy otaczającą nas rzeczywistość. To postrzeganie, które jest rezultatem funkcjonowania ludzkiego umysłu, kształtuje się następnie w ramach ustanowionych systemów społecznych, relacji międzyludzkich, kultury oraz tradycji. R. J. Shiller, *Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices*, *The Economists' Voice*, 2006 3(4) pp. 1-11.

²⁸⁰ T.N. Seslen, *Housing Price Dynamics and Household Mobility Decisions*, Paper presented at the USC LUSK/FBE Real Estate Seminar 2004.

w przyszłości. Nie wyciągają nauki z doświadczeń swoich czy rynkowych. Co ciekawe, badacze dostrzegli także zjawisko odwrotne. W sytuacji spadku nominalnych cen nieruchomości, ich właściciele opóźniają sprzedaż i nie reagują na rynkowe poziomy zmiany cen (utrzymują wysokie, nieadekwatne rynkowo ceny ofertowe), chcąc w ten sposób uniknąć strat²⁸¹. Na skutek działania emocji w czasie hossy ceny dynamicznie rosną, natomiast w okresie bessy wykazują się nieelastycznością spadku.

Innym ciekawym spostrzeżeniem podzielili się Farlow i Askita²⁸². W swoich badaniach ujawnili, że motywacja wejścia na rynek aktywów w fazie wzrostowej wynikać może także z obawy przed utraconą szansą na zysk. Niniejsze zjawisko określono mianem teorii żalu. Rolę czynników behawioralnych w procesie kształtowania się cen dostrzegli także m.in Genesove i Mayer²⁸³. Badacze zauważyli, że osoby zamieszkujące konkretną nieruchomość, mające do niej wyraźny stosunek emocjonalny, ustalają wyższe ceny ofertowe niż inwestorzy. Gallimore i Gray²⁸⁴ zaobserwowali, że podmioty działające w środowisku ograniczonego dostępu do informacji, podejmują swoje decyzje pod wpływem sentymentu rynkowego, osobistych odczuć oraz opinii osób trzecich. Inne uprzedzenia behawioralne tj. uproszczone formy wnioskowania były przedmiotem badań Adair, Berry i McGreal²⁸⁵, którzy skupili się na heurystyce dostępności. Badając proces decyzyjny dotyczący wyboru projektów inwestycyjnych dostrzegli większe zainteresowanie projektami, w których informacje były łatwo dostępne. Ponadto, okazało się, że inwestorzy szacują przyszłe poziomy stóp zwrotu, przypisując szczególną wagę ostatnim ruchom cenowym.

W sposób szczególny behawioralny charakter cen ujawnia zjawisko gwałtownych, nieuzasadnionych czynnikami fundamentalnymi wzrostów cen nieruchomości – baniek cenowych. Pod koniec lat 90. XX wieku i na początku XXI wieku w Stanach Zjednoczonych zapanowało powszechne przekonanie o tym, że inwestycje w nieruchomości, a szczególnie w domy oraz w mieszkania, są jedną z najlepszych możliwości lokowania swoich oszczędności. Nieatrakcyjność innych konkurencyjnych względem rynku nieruchomości

²⁸¹ K. E. Case, R.J. Shiller, *The behaviour of home buyers in boom and post-boom markets*, New England Economic Review, Nov 1988, pp. 29-46.

²⁸² A. Farlow, *Crash and Beyond. Causes and Consequences of the Global Financial Crisis*, Oxford University Press 2013.

²⁸³ D. Genesove, C. Mayer, *Loss Aversion and Seller Behaviour: Evidence from the Housing Market*, The Quarterly Journal of Economics Vol. 116, No. 4, 2001 pp. 1233-1260.

²⁸⁴ P. Gallimore, A. Gray, *The role of investor sentiment in property investment decisions*, Journal of Property Research, Vol. 19, Issue 2, 2002 pp. 111-120.

²⁸⁵ A.S. Adair, J.N. Berry, W.S., & McGreal, *Investment Decision Making: A Behavioural Perspective*, Journal of Property Finance 1994, 5(4), pp. 32-42.

form inwestowania spowodowana spadkiem zaufania do rynku papierów wartościowych (pęknięcie bańki internetowej w 2000 r.), obniżenie stawek podatku dochodowego, obniżenie stóp procentowych (System Rezerwy Federalnej obniżył stopy procentowe do najniższego poziomu zanotowanego od II wojny światowej), a także wysoki udział osób młodych w ogólnej liczbie ludności sprawiły, że ówczesne przekonanie było na tyle silne, że skala inwestycji w nieruchomości znacznie wzrosła nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale też przeniosła się na wiele innych krajów²⁸⁶. Ceny rosły do 2006 roku, w którym to osiągnęły szczyt.

Jedną z hipotez, która mówi o przyczynach baniek cenowych na rynkach nieruchomości jest założenie o naiwnych oczekiwaniach bądź intuicyjnym przekonaniu dotyczącym korzyści z inwestowania na rynku nieruchomości, kreowanym w oparciu o wartość bieżącą. Nieruchomości traktuje się często jako szczególnie dochodowe aktywa, którymi w rzeczywistości nie są. Jest to spowodowane tzw. iluzją pieniądza. Ludzie, którzy obserwują ceny nieruchomości, opierają swoje sądy na tzw. wycenie wartości bieżącej: atrakcyjność lokat nieruchomościowych postrzegana jest przez pryzmat porównywania ze sobą cen nieruchomości z dwóch różnych okresów bez uwzględniania inflacji a także wzrostu gospodarczego²⁸⁷. Nie bierze się pod uwagę tego, jak zmieniły się ceny innych dóbr konsumpcyjnych w tym czasie. Takie podejście do nieruchomości buduje poczucie ich niezwyklej atrakcyjności inwestycyjnej, które pobudza popyt spekulacyjny²⁸⁸.

Podsumowując, cena jako efekt działania stron transakcji jest naznaczona istotnym wpływem czynników emocjonalnych, ograniczoną racjonalnością, osobistymi przekonaniem, wpływami społecznymi, oraz wyjątkowo mocno subiektywnym postrzeganiem konkretnej nieruchomości przez konkretnego nabywcę. Rodzi to zatem istotne implikacje w procesie dochodzenia do wartości rynkowej nieruchomości. Wynika to z faktu, iż ceny odgrywają podwójną rolę. Z jednej strony są one efektem transakcji rynkowej, czyli pozostają pod wpływem wartości a z drugiej są nośnikiem informacji o wartości, czyli do wartości prowadzą – stanowią dowody rynkowe, swoiste drogowskazy

²⁸⁶ G.A., Akerlof, R.J Shiller, *Zwierzęce instynkty*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2010, ss. 195-203.

²⁸⁷ Tamże.

²⁸⁸ Samo pobudzenie popytu spekulacyjnego nie tworzy środowiska wystarczającego do występowania kryzysów na miarę tego z roku 2008. Wśród wielu złożonych przyczyn wskazuje się na rozluźnienie przez banki standardów udzielania kredytów. Udzielane one były osobom, które nie miały wystarczającej zdolności finansowej. Działy z przekonaniem, że nawet, jeżeli kredytobiorca straci zdolność finansową, bank nie poniesie strat, bowiem ceny nieruchomości wykazują ciągły wzrost. G.A., Akerlof, R.J Shiller, *Zwierzęce instynkty*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2010, ss. 195-203.

- por. tabela nr 7²⁸⁹. Szacowana przez rzeczoznawcę majątkowego wartość rynkowa nieruchomości opiera się na interpretacji tych dowodów rynkowych. Ta interpretacja jest zawsze subiektywna. Umysł rzeczoznawcy majątkowego nie różni się od umysłów stron transakcji, tak samo jak oni mają swoje preferencje, podlega uprzedzeniom, emocjom i błędom poznawczym. Należy w tym miejscu zauważyć, że tak jak interdyscyplinarny charakter mają nieruchomości, tak zróżnicowane jest także wykształcenie rzeczoznawców majątkowych, a przez to ich postrzeganie nieruchomości. Ustawodawca nie precyzuje profilu wykształcenia kandydata na rzeczoznawcę. Może nim zostać prawnik, ekonomista, socjolog, pedagog czy polonista a nawet muzyk²⁹⁰. Te różne spojrzenia widoczne są w dyskusjach prowadzonych na gruncie zawodowym np. w obszarze rozumienia wartości rynkowej. Rzeczoznawca jest także podatny na wpływ otoczenia w którym pracuje (szerzej 3.4).

Im rynek bliższy koncepcji rynku efektywnego (większa liczba transakcji, mniej heterogeniczny przedmiot obrotu – np. mieszkania), tym ta interpretacja jest dokładniejsza i bardziej obiektywna. Im rynek mniej efektywny, tym większa rola założeń przyjmowanych przez eksperta (założenia te wynikają z braku dostatecznej liczby dowodów oraz z ograniczonych możliwości ich interpretacji), a w rezultacie większa rozpiętość uzyskanych wyników (por. rozdział IV zjawisko zmienności wyceny).

3.4. Proces wyceny jako źródło trudności obiektywizacji wartości rynkowej

W praktyce gospodarczej w skali świata wyłoniły się dwie ścieżki formułowania procedury wyceny: poprzez powszechnie opracowane i przyjęte przez organizacje zawodowe standardy lub regulacje metodyki poprzez akty prawne.

Krajowe standardy wyceny regulowały definicje podstawowych kategorii w procesie wyceny, normy postępowania rzeczoznawców majątkowych w tym kodeks etyki zawodowej, formę opracowania dokumentu z wyceny a także metodykę wyceny: klasyfikację, warunki stosowania. W sposób naturalny wyłoniły się dążenia inwestorów, głównych księgowych, a także samych rzeczoznawców majątkowych do ujednolicenia

²⁸⁹ Dochodzenie do wartości rynkowej nieruchomości wymaga odczytania tej informacji, czyli oceny warunków w jakich zawierane są transakcje pomiędzy kupującymi a sprzedającym (np. por. rdz. 2.2 interpretacja wartości G. Schmutz). Jest to w pełni osiągalne jedynie na rynkach efektywnych. Rynek nieruchomości do takich nie należy. W praktyce nie wiemy co ostatecznie zdecydowało o zapłaceniu takiej a nie innej ceny za nieruchomości. J. Konowalczyk, *Wycena nieruchomości do celów kredytowych*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2014, ss. 119-132.

²⁹⁰ Jak zostać rzeczoznawcą majątkowym, Ministerstwo Rozwoju i Technologii www.gov.pl [data dostępu 06.06.2024].

standardów na wszystkich ich obszarach. Najpierw tendencja ta ujawniła się na szczeblu Europy, gdzie funkcji tej podjęła się Europejska Grupa Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych TEGoVa, wydając *Blue Book*, a następnie w skali globalnej podjął się Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny, publikując Międzynarodowe Standardy Wyceny.

Pozytywne rezultaty osiągnięto na poziomie ujednolicenia podstawowych definicji w tym ich interpretacji (por. 2.3). Próby te podejmowano także względem metodyki, ale pomimo tych samych korzeni w postaci teorii ekonomii, nie udało się tego osiągnąć (zaistniały stan rzeczy wynika m.in. z różnych uwarunkowań instytucjonalnych panujących w poszczególnych regionach świata, szczególnie regulacji prawnych). W dalszym ciągu utrzymują się trzy szkoły wyceny (Załącznik nr 10).

Pomimo różnic jakie występują w ich obrębie, widoczne są wspólne korzenie: uznanie za czynniki wartościotwórcze wartości użytkowych, generowanych przez nieruchomości, dochodów a także kosztów niezbędnych do kupna gruntu i wybudowania budynków z uwzględnieniem ich zużycia. Stanowi to podstawę wyróżnienia trzech podejść: porównawczego, dochodowego i kosztowego²⁹¹:

- podejście porównawcze polega na porównaniu informacji dotyczących sprzedaży danego składnika aktywów z podobnymi składnikami aktywów, w przypadku których dostępne są dane dotyczące sprzedaży,
- podejście dochodowe odnosi się do określania wartości przedmiotu jako kalkulacji spodziewanych korzyści pieniężnych np. strumienie dochodów, związanych z danym składnikiem aktywów,
- podejście kosztowe pozwala określić wartość w oparciu o szacunkowe dane na temat tego jaki byłby współcześnie koszt odtworzenia wycenianego przedmiotu lub wytworzenia przedmiotu charakteryzującego się porównywalną jakością, użytecznością i zbywalnością co wyceniany przedmiot. Podejście to obejmuje także zastąpienie przedmiotu wyceny repliką lub stworzenie kopii²⁹².

Jako przykład formowania się normatywnego modelu wyceny w drodze przepisów prawa przedstawione będą regulacje przyjęte w Polsce. Największy wpływ na krajową metodykę wyceny nieruchomości zdaje się mieć szkoła brytyjska. Niniejsza obserwacja wynika z podobieństw dotyczących preferowania podejść rynkowych tj. porównawczego

²⁹¹ Różne szkoły wyceny w różny sposób traktują także podejścia metody i techniki szacowania wartości np. w podejściu brytyjskim nie ma podejść, są metody.

²⁹² Międzynarodowe Standardy Wyceny, RICS, 2020 s. 126.

i dochodowego - w ramach podejścia dochodowego zbieżność dotyczy m.in. preferencji w zakresie wyboru techniki tj. kapitalizacji prostej, podobieństwo w obszarze założeń przyjmowanych do oszacowania stawek czynszowych na dzień wyceny po wygaśnięciu umowy najmu, szacowania wartości rezydualnej, łącznego traktowania gruntu i jego części składowych, wyznaczaniu stóp kapitalizacji²⁹³. Wpływ amerykański dotyczy obszaru ujawniania danych rynkowych w raporcie z wyceny, liczby przyjmowanych do porównań nieruchomości – od 3 do 5, gdzie w metodyce brytyjskiej może być nawet jedna. Szkoła niemiecka również oddziałuje na współczesną metodykę wyceny, widoczne jest to w obszarze wycen dla celu zabezpieczenia wierzytelności²⁹⁴ czy np. w metodach szacowania zużycia technicznego.

W Polsce, wobec braku silnej organizacji zawodowej na początku okresu transformacji metodyka wyceny nieruchomości została ujęta w ścisłe ramy prawne. Podstawowe dyspozycje zawarte zostały w rozdziale I działu IV Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami – *Określanie wartości nieruchomości*. Ustawodawca wskazuje m.in. na trójstopniowy jej podział, wyróżniając²⁹⁵: (1) podejścia, (2) metody i (3) techniki wyceny. Definiuje określanie wartości nieruchomości, w tym rodzaje wartości tj. rynkową, odtworzeniową, katastralną, i podejścia stosowane w wycenach, wyróżniając: podejście porównawcze, podejście dochodowe, podejście kosztowe²⁹⁶, a także podejście mieszane²⁹⁷, które stanowi połączenie poprzednich.

Drugi poziom dyspozycji wynika z art. 159 ustawy o gospodarce nieruchomościami, na mocy którego ustawodawca zobowiązuje Radę Ministrów do wydania Rozporządzenia wykonawczego dotyczącego wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego. rozporządzenie to określa: (a) rodzaje metod i technik wyceny nieruchomości – por. tabela nr 8; (b) sposoby określania wartości nieruchomości, sposoby określania wartości nakładów i szkód na nieruchomości, (d) sposób sporządzania, formę i treść operatu szacunkowego.

Kolejnym elementem metodyki wyceny są np. opracowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (PFSRM) standardy wyceny i noty interpretacyjne, a także literatura przedmiotu.

²⁹³ E. Kucharska-Stasiak, *Wpływ współczesnych koncepcji wyceny na metodykę wyceny nieruchomości w Polsce*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 36/1 2014, s. 101.

²⁹⁴ Tamże.

²⁹⁵ Metody i techniki doprecyzowano w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 5 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości (Dz.U. 2023 poz. 1832).

²⁹⁶ Jako jedyne prowadzi do wartości odtworzeniowej.

²⁹⁷ Stosowane jest w przypadku braku możliwości zastosowania podejścia porównawczego lub dochodowego. Podejście mieszane prowadzi do wartości rynkowej nieruchomości.

Tabela 8 Podejścia, metody i techniki w wycenie nieruchomości w Polsce

Podejścia	Metody	Techniki
Porównawcze	Porównywanie parami	–
	Korygowanie ceny średniej	–
	Analiza statystyczna rynku	–
Dochodowe	Metoda inwestycyjna	Technika kapitalizacji prostej Technika dyskontowania strumieni dochodów
	Metoda zysków	Technika kapitalizacji prostej Technika dyskontowania strumieni dochodów
Mieszane	Metoda pozostałościowa	–
	Metoda kosztów likwidacji	Szczegółowa, elementów scalonych, wskaźnikowa
	Metoda wskaźników szacunkowych gruntów	–
Kosztowe	Metoda kosztów odtworzenia	Szczegółowa, elementów scalonych, wskaźnikowa
	Metoda kosztów zastąpienia	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 5 września 2023 r. (Dz.U. 2023 poz. 1832) w sprawie wyceny nieruchomości oraz ustawy o gospodarce nieruchomościami z 21 sierpnia 1997 r. (Dz.U. z 2024 r. poz. 1145).

Opisane powyżej podejścia, metody i techniki służą oszacowaniu wartości rynkowej lub w przypadku podejścia kosztowego odtworzeniowej. Przedmiotem rozważań niniejszej rozprawy jest wartość rynkowa, dlatego też w dalszych rozważaniach inne rodzaje wartości zostaną pominięte. Do jej określenia służą podejście porównawcze, dochodowe lub w przypadku braku możliwości ich zastosowania - mieszane. Zgodnie z art. 154.1 1. Wyboru właściwego podejścia oraz metody i techniki szacowania nieruchomości dokonuje rzeczoznawca majątkowy, uwzględniając w szczególności cel wyceny, rodzaj i położenie nieruchomości, przeznaczenie w planie miejscowym, stan nieruchomości oraz dostępne dane o cenach, dochodach i cechach nieruchomości podobnych.

Rzeczoznawcy majątkowi zobowiązani są przez §79.1 wskazanego wcześniej Rozporządzenia postępować zgodnie z następującym schematem tj. procedurą wyceny. Postępowanie to, składa się z następujących elementów (są to obligatoryjne składniki operatu szacunkowego):

- 1) określenie przedmiotu i zakresu wyceny;

- 2) określenie celu wyceny;
- 3) podstawa formalna wyceny;
- 4) podstawa prawna wyceny;
- 5) źródła danych wykorzystanych przy sporządzaniu operatu szacunkowego;
- 6) daty istotne dla określenia wartości nieruchomości;
- 7) opis stanu nieruchomości;
- 8) wskazanie przeznaczenia nieruchomości;
- 9) analiza i charakterystyka rynku w zakresie dotyczącym celu i sposobu wyceny;
- 10) wskazanie rodzaju określonej wartości oraz zastosowanego podejścia, metody i techniki szacowania wraz z uzasadnieniem dokonanego wyboru;
- 11) przedstawienie obliczeń wartości nieruchomości;
- 12) podanie wyniku wyceny wraz z uzasadnieniem.

Wskazane powyżej elementy procedury wyceny dzielą się na konkretne czynności do jakich wykonania zobowiązany jest rzeczoznawca majątkowy, są to:

- czynności techniczne tj. (a) zgromadzenie dokumentów potwierdzających stan władania np.: wypis z KW, wypis z EGiB, fotografie przedmiotu wyceny, wypis z MPZP; (b) dokonanie pomiarów inwentaryzacyjnych np. ustalenie powierzchni użytkowej, kubatury; (c) ocena stanu technicznego; (d) dokonanie opisu nieruchomości wraz z jej częściami składowymi,
- czynności analityczne tj. analiza rynku w skali makro, mezo i danego segmentu rodzajowego rynku nieruchomości celem (a) zebrania danych o cenach transakcyjnych ujawnionych w aktach notarialnych, (b) zebrania informacji o cenach z rynku najmu, którymi są stawki czynszu,
- czynności obliczeniowe zgodnie z przyjętym sposobem wyceny,
- czynności interpretacyjne obejmujące analizę i ocenę uzyskanych wyników²⁹⁸.

Ocenę wpływu poszczególnych czynności wyceny na proces obiektywizacji wartości rynkowej zawarto w tabeli nr 9.

²⁹⁸ R. Cymmerman, A. Hopfer, *Wycena nieruchomości. Zasady i procedury*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2005..

Tabela 9 Ocena wpływu poszczególnych czynności szacowania wartości na proces obiektywizacji wartości rynkowej

Kategoria czynności	Czynność	Przejawy wpływu danej czynności na proces obiektywizacji wartości
Czynności techniczne	zgromadzenie dokumentów potwierdzających stan władania	-
	dokonanie pomiarów inwentaryzacyjnych	Wymagana jest staranność i rzetelność. Jej brak wpłynie na zniekształcenie poziomu wartości.
	ocena stopnia zużycia	Ocena stopnia zużycia posiada zawsze elementy subiektywne. ²⁹⁹
	dokonanie opisu nieruchomości wraz z jej częściami składowymi	Opis nieruchomości dokonywany jest na podstawie przesłanek obiektywnych w postaci dokumentacji nieruchomości oraz subiektywnych dotyczących m.in. oceny jej lokalizacji, otoczenia czy wspomnianego wcześniej stanu technicznego. Tak dokonany opis przedmiotu wyceny stanowi w następnej części operatu podstawę do określenia cech rynkowych, wyboru nieruchomości podobnych, wpływając na wynik wyceny.
Czynności analityczne	Analiza rynku	Subiektywne określenie rynku nieruchomości podobnych, wybór nieruchomości najbardziej podobnych do przedmiotu wyceny, określenie dochodu i ryzyka jego osiągnięcia, założenia, dotyczące zmienności dochodów
Część obliczeniowa	Czynności obliczeniowe	Korekta atrybutów i wag cech rynkowych z zastosowaniem różnych metod ilościowych i jakościowych. Zróżnicowana waga faktów oraz założeń względem specyfiki rynku. Wybór podejścia, metody i techniki szacowania.
Czynności interpretacyjne	Analiza i ocena uzyskanych wyników	Zaokrąglanie wyniku. Ewentualne korekty początkowych założeń (na tym etapie wyceny

²⁹⁹ Istotnym elementem determinującym różne postrzeganie stopnia zużycia nieruchomości będzie także posiadane przez rzeczoznawcę majątkowego wykształcenie.

		rzeczoznawca majątkowy porównuje uzyskany wynik z cenami transakcyjnymi nieruchomości podobnych. Jeżeli w jego odczuciu oszacowana wartość nie odpowiada temu, co wynika z analizy rynku, dokonuje korekty założeń).
--	--	--

Źródło: opracowanie własne

Pierwszych źródeł trudności w zakresie obiektywizacji wartości w procesie wyceny rynku poszukiwać należy już na etapie czynności technicznych³⁰⁰.

Rzeczoznawca w procesie wyceny dokonuje opisu nieruchomości nie tylko na podstawie faktów z dokumentacji prawnej, technicznej i planistycznej nieruchomości. Jest także zobligowany do dokonania opisu m.in. lokalizacji i otoczenia, stanu zagospodarowania, oceny stopnia zużycia nieruchomości. Oznacza to, że już na tym etapie przedstawia swój punkt widzenia na przedmiot wyceny. Stanowi on następnie podstawę do np. poszukiwania nieruchomości podobnych, określenia wag cech rynkowych, obliczenia dochodu i ryzyka jego osiągnięcia.

Nawiązując do następnej sekwencji tj. czynności analitycznych, zgodnie z §3 1. Rozporządzenia: *określanie wartości nieruchomości poprzedza się analizą rynku nieruchomości, w szczególności w zakresie uzyskiwanych cen, stawek czynszów oraz warunków zawarcia transakcji, a także oględzinami nieruchomości. Analizę rynku przeprowadza się dla rynku nieruchomości podobnych, które definiuje art. 4. pkt 16. ustawy o gospodarce jako te, które są porównywalne z nieruchomością stanowiącą przedmiot wyceny, ze względu na położenie, stan prawny, przeznaczenie, sposób korzystania oraz inne cechy wpływające na jej wartość.* Zakres tego badania określają §3. 5 odpowiednio do przedmiotu, zakresu, celu, sposobu wyceny oraz dostępności danych określa się właściwy rynek nieruchomości przez wskazanie jego rodzaju i obszaru oraz okresu badania oraz §3. 6 *Obszar analizowanego rynku nieruchomości powinien odzwierciedlać podobieństwo społeczno-gospodarcze wpływające na poziom cen nieruchomości. Obszar ten nie musi odpowiadać podziałowi administracyjnemu.* Kryteria służące do zawężania rynku podaje także nota interpretacyjna – zastosowanie podejścia porównawczego w wycenie. Zgodnie z pkt. 3.4: *Rzeczoznawca majątkowy określa na potrzeby wyceny właściwy rynek*

³⁰⁰ Co do zasady czynności techniczne dotyczące badania przedmiotu wyceny nie powinny stanowić istotnego źródła różnicowania opinii o wartości – zakres zróżnicowanego postrzegania nieruchomości przez rzeczoznawców jest mocno ograniczony, bazują oni na dokumentacji, opisują stan rzeczywisty.

nieruchomości podobnych, biorąc pod uwagę przedmiot, zakres i cel wyceny oraz dostępność danych, przedstawiając w szczególności:

- a) rodzaj rynku (np. rynek lokali mieszkalnych, lokali handlowych, gruntów niezabudowanych, itp.);
- b) obszar rynku (np. osiedle mieszkaniowe, dzielnica, miasto, gmina);
- c) okres badania cen (np. miesiąc, kwartał, rok);
- d) informacje o popycie i podaży (w tym oferty), potencjał rozwojowy oraz inne czynniki ekonomiczne, które uzna za istotne.

Z uwagi na specyfikę nieruchomości i rynku nieruchomości, która skutkuje m.in. niemożnością jednoznacznego określenia obiektywnych atrybutów porównywalności służących do wyznaczenia rynku, jako obszaru badania, wybór danych wejściowych do dalszej analizy (przyjęcia różnych nieruchomości podobnych) może zawierać elementy subiektywne.

Dowody rynkowe w postaci cen transakcyjnych i stawek czynszu zebrane w ramach analizy rynkowej nie mogą być w sposób bezpośredni przekształcone w wartość nieruchomości. Wynika to przede wszystkim z heterogeniczności nieruchomości (dowody rynkowe dotyczą nieruchomości podobnych, nigdy takich samych) i różnego rozkładu czasowego poszczególnych transakcji. Dlatego też w procesie wyceny, po wyborze nieruchomości najbardziej podobnych do przedmiotu wyceny, zgodnie z art. 154.1 ustawy o gospodarce nieruchomościami ceny: *koryguje się ze względu na cechy różniące nieruchomości podobne od nieruchomości wycenianej oraz uwzględnia się zmiany poziomu cen wskutek upływu czasu*. Korekt tych dokonuje³⁰¹ się w obszarze atrybutów rynkowych i wag cech rynkowych, oszacowania uzyskiwanego lub możliwego do uzyskania dochodu z nieruchomości (m.in. za pomocą metodyki podejścia porównawczego) oraz stóp kapitalizacji i stóp dyskontowych, zmiany ceny z tytułu upływu czasu.

W celu oszacowania atrybutów, wag cech rynkowych, dochodów, stóp kapitalizacji stóp dyskontowych i trendu zmiany cen, czyli inaczej odczytania informacji zawartych w cenach, wykorzystuje się różne metody, zarówno ilościowe jak i jakościowe. Metody te wyróżnia m.in. pkt. 3.10 noty interpretacyjnej zastosowanie podejścia porównawczego³⁰²:

³⁰¹ Dopiero tak skorygowane ceny (transakcyjne lub stawki najmu), uzyskiwane za nieruchomości najbardziej podobne do przedmiotu wyceny, stanowią podstawę do oszacowania wartości rynkowej w podejściu porównawczym oraz wyznaczenia dochodu oraz stóp dyskontowych i stóp kapitalizacji za pomocą, których dochód ten przekształcony zostanie w wartość w podejściu dochodowym

³⁰² podejście porównawcze może być wykorzystane zarówno do szacowania wartości nieruchomości jak i do określenia dochodu oraz ryzyka jego osiągnięcia.

wielkość wpływu cech rynkowych na zróżnicowanie cen transakcyjnych oraz skalę ocen danej cechy można określić w zależności od stanu rynku, uwzględniając: a) wyniki analizy danych o cenach i cechach rynkowych nieruchomości podobnych będących przedmiotem obrotu rynkowego na określonym na potrzeby wyceny rynku nieruchomości; b) analogię do podobnych pod względem rodzaju i obszaru rynków lokalnych; c) badanie i/lub obserwację preferencji potencjalnych nabywców nieruchomości; d) inny wiarygodny sposób, czy nota interpretacyjna – zastosowanie podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości np. w zakresie szacowania stóp kapitalizacji i stóp dyskontowych. Literatura przedmiotu wyróżnia także inne rozwiązania np.: metodę *ceteris paribus*, metody oparte na rachunku korelacyjnym, metody oparte na współczynnikach modeli regresji, metody oparte na analizie kąta między wektorami losowymi³⁰³.

Niska efektywność rynku nieruchomości powoduje, że ceny transakcyjne, stawki czynszów (dane rynkowe) nie stanowią jednak dobrej miary wartości³⁰⁴, to znaczy nie odzwierciedlają obiektywnie i w pełni atrybutów nieruchomości, a ich subiektywną ocenę przez konkretne strony transakcji³⁰⁵. Są efektem działania kombinacji czynników m.in. psychologicznych, socjologicznych, kulturowych instytucjonalnych, ekonomicznych itp. Warunki zawierania transakcji mają charakter poufny³⁰⁶ (nie są w pełni znane), co powoduje, że rzeczoznawcy majątkowi, stosując wskazane powyżej metody ilościowe i jakościowe, nie są w stanie pozyskać pełnej wiedzy z zakresu czynników cenotwórczych (por. 3.3). Im bardziej nietypowa nieruchomość i im mniej aktywny rynek, tym większa rola doświadczenia i wiedzy rzeczoznawcy majątkowego na etapie przyjmowanych założeń niż

³⁰³ W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, ss. 55-71.

³⁰⁴ Przejawy nieefektywności rynku nieruchomości z perspektywy procesu szacowania wartości rynkowej prezentuje W. Mieszek. W swojej analizie dotyczącej modelowania wartości nieruchomości na przykładzie rynku nieruchomości miasta Poznania, zauważa przypadki, w których nieruchomości o cechach ocenionych wyżej (tj. lepszy standard, lokalizacja itp.) osiągają niższe lub zbliżone ceny transakcyjne do nieruchomości ocenionych niżej. Niniejsza obserwacja znajduje swoje odzwierciedlenie także na dalszym etapie przeprowadzonej analizy. Współczynniki korelacji zupełnej Pearsona – korelacja poszczególnych cech nieruchomości z ceną transakcyjną, wykazują relacje logicznie sprzeczne np. ujemna korelacja cechy „uzbrojenie”, dodatnia korelacja cechy „odległość od przystanku autobusowego”. W ten sposób ocena czynników wpływających na wartość według rzeczoznawców, a według typowego nabywcy może być różna.

³⁰⁵ Od rzeczoznawców wymaga znajomości warunków zawarcia transakcji, w szczególności ich weryfikacji pod względem możliwości wystąpienia szczególnych warunków zawarcia transakcji i ewentualnego odrzucenia transakcji w przypadku ich rażącego odbiegania od przeciętnych cen uzyskiwanych w obrocie rynkowym. Zakres transakcji odrzuconych może być zróżnicowany, natomiast np. w przypadku rynków mało aktywnych trudno jest wskazać na ile rażące różnice w cenie są efektem szczególnych warunków transakcji, a na ile asymetrią informacji i emocjami w procesie podejmowania decyzji, czy mocno zróżnicowaną oceną atrybutów nieruchomości przez strony transakcji. Jak wskazano we wcześniejszej części pracy opiera się to na prawdopodobieństwie (interpretacja wartości rynkowej nieruchomości).

³⁰⁶ Zakres informacji towarzyszący cenie transakcyjnej (z aktu notarialnego) ograniczony jest do podstawowych informacji odnośnie stron i przedmiotu transakcji.

dowodów rynkowych i aparatu matematycznego wykorzystywanego do ich analizy. Oznacza, to możliwość wystąpienia rozdziwku pomiędzy czynnikami, które faktycznie wpłynęły na cenę transakcyjną, a czynnikami uwzględnionymi przez rzeczoznawcę. Co więcej, ta ocena będzie różnić się w zależności od sporządzającego operat.

Kolejnym aspektem, na który warto zwrócić uwagę w kontekście trudności obiektywizacji wartości rynkowej są czynności obliczeniowe zgodnie z przyjętym sposobem wyceny. Na mocy wskazanego wcześniej z art. 154.1 1. Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, rzeczoznawca majątkowy biorąc pod uwagę charakter nieruchomości, cel wyceny dostępność danych rynkowych, podejmuje decyzję dotyczącą wyboru właściwego podejścia, metody i techniki szacowania.

Podsumowując dotychczasowe rozważania: (1) analiza rynku nieruchomości wymaga zgromadzenia konkretnych danych dotyczących nieruchomości podobnych. Ich liczba jest relatywnie ograniczona, dotyczą one transakcji rozłożonych w czasie, odnoszą się nie do przedmiotu wyceny a do innych nieruchomości – podobnych (poziom podobieństwa nieruchomości zależy do przedmiotu wyceny i od aktywności rynku). Zakres danych wejściowych będzie różnił się w zależności od założeń (dotyczących analizy rynku) przyjętych przez rzeczoznawcę, jego subiektywnej oceny porównywalności przedmiotu transakcji względem dowodów rynkowych, (2) specyfika nieruchomości jako aktywów heterogenicznych, oraz specyfika rynku nieruchomości, szczególnie jego niska efektywności powodują, że cen transakcyjnych nie przekształca się bezpośrednio w wartość. Muszą wpierw zostać oczyszczone i skorygowane. Korekt tych dokonuje się za pomocą metod ilościowych lub/oraz jakościowych. Metody ilościowe sprawdzają się lepiej na rynkach gdzie przedmiotem obrotu rynkowego jest względnie duża ilość nieruchomości typowych (wtedy ceny zbliżają się do wartości), jednak w wycenie nieruchomości nietypowych, na mniej rozwiniętych rynkach na znaczeniu zyskują doświadczenie i wiedza rzeczoznawcy, co implikuje wyższy poziom niepewności oszacowania (wyższa zmienność i mniejsza dokładność). Metody jakościowe z natury rzeczy mają charakter bardziej subiektywny – są to np. ankiety kierowane do potencjalnych nabywców. Czynnikiem różnicującym uzyskiwane wyniki są rozbieżności nie tylko w zakresie metod analizy danych, ale też przyjętego sposobu wyceny (podejście, metoda, technika oszacowania), o czym decyduje rzeczoznawca majątkowy, biorąc m.in. pod uwagę cel wyceny, charakter nieruchomości, dostępność danych rynkowych.

Kolejnym, a wynikającym z procesu wartościotwórczego, aspektem, determinującym niepełną obiektywizację wartości rynkowej jest wpływ otoczenia

i czynników behawioralnych. Proces wyceny jest procesem znormalizowanym. Świadczą o tym np. przytoczone wcześniej regulacje prawne, standardy zawodowe oraz noty interpretacyjne. Normatywny model wyceny, na ile to możliwe biorąc pod uwagę specyfikę nieruchomości i rynku nieruchomości, wskazuje rzeczoznawcy, w jaki sposób krok po kroku, powinien on oszacować wartość nieruchomości. Jak wskazano we wcześniejszej części pracy, już sama metodyka wyceny stanowić może o trudności obiektywizacji wartości.

Badania prowadzone na gruncie behawioralnych aspektów wyceny nieruchomości ujawniają odstępstwa od tego modelu. Rzeczoznawcy majątkowi, podobnie jak szefowie kuchni, zdają się nie zawsze systematycznie podążać za danym przepisem³⁰⁷. Powodów odejścia od normatywnego modelu wyceny upatrywać należy w: (1) czynnikach wewnętrznych, które wynikają z ograniczonych możliwości przetwarzania informacji przez rzeczoznawców majątkowych, w konsekwencji stosowania uproszczonych form wnioskowania – heurystyk; (2) wpływu czynników zewnętrznych m.in. presji wywieranej przez odbiorców wycen. Krótką charakterystykę wskazanych powyżej grup czynników zestawiono poniżej:

- czynniki wewnętrzne – rzeczoznawcy majątkowi działają w bardzo bogatym środowisku informacyjnym, analizują m.in.: cechy nieruchomości, cechy otoczenia, uwarunkowania planistyczne, stan techniczno-użytkowy, informacje o sprzedaży, dochody z najmu, dane o wydatkach związanych z eksploatacją, informacje dotyczące rynku pracy, stóp kapitalizacji, cen transakcyjnych itd. Często zdarza się, że te dane są niekompletne oraz niedokładne, dodatkowo rzeczoznawca majątkowy zazwyczaj pracuje nad kilkoma wycenami jednocześnie, które są na różnych etapach zaawansowania. Natłok informacji przy ograniczonych możliwościach ich magazynowania i przetwarzania będących efektem konstrukcji umysłu (myślenie wolne i szybkie³⁰⁸), powoduje, że rzeczoznawcy majątkowi stosują uproszczone formy wnioskowania celem rozwiązywania złożonych problemów – tzw. heurystyki. Choć są one efektywnym sposobem przetwarzania informacji (np. D. Kahneman podaje przykład mistrzów szachowych, którzy są w stanie przewidzieć kilkadziesiąt

³⁰⁷J. III Diaz., M.L. Wolverton. *A longitudinal examination of the appraisal smoothing hypothesis*, Real Estate Economics 1998 no. 2 (26), pp. 349–358.

³⁰⁸D. Kahneman, A. Tversky, *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Wydawnictwo Media Rodzina, Warszawa 2012, ss. 25–30.

ruchów przeciwnika na przód) mogą prowadzić do błędów poznawczych³⁰⁹. Na obszarze wyceny zdiagnozowano m.in. (a) różne sposoby przeprowadzania analizy danych rynkowych w zależności do doświadczenia w wycenie - doświadczeni rzeczoznawcy pomijają pewne elementy procesu, rozważają mniej danych (skupiają się na kluczowych atrybutach) i bardziej się w nich kotwiczą – dopiero w przypadku zauważenia nieścisłości wracają do poprzednich etapów wyceny. Początkujący rzeczoznawcy spędzają znacznie więcej czasu nad jedną wyceną, analizują więcej danych, bardzo szczegółowo i dokładnie przechodząc przez każdy z etapów procesu wyceny³¹⁰; (b) wpływ znajomości oczekiwanej przez odbiorcę ceny na proces wyboru nieruchomości podobnych³¹¹ a także na wynik wyceny – heurystyka zakotwiczenia, (c) zróżnicowanie przypisywania wag danym wejściowym do modelu z wyceny w zależności od sposobu i kolejności ich otrzymywania – heurystyka dostępności, (d) dokonywanie osądów o wartości na wczesnym etapie wyceny, a następnie poszukiwanie dowodów potwierdzających postawioną tezę, (e) kilkukrotna wycena tej samej nieruchomości powoduje wyraźne bazowanie na wcześniej oszacowanych wartościach – efekt wygładzania.

- czynniki zewnętrzne – wskazane w powyższym punkcie uproszczone formy wnioskowania są często efektem oddziaływania środowiska, w którym rzeczoznawca majątkowy działa, dokładniej wpływu odbiorcy wyceny na proces i wynik oszacowania. Wykazały to badania prowadzone m.in. przez D. Leve'go i E. Schuck'a³¹² – rys. 3.

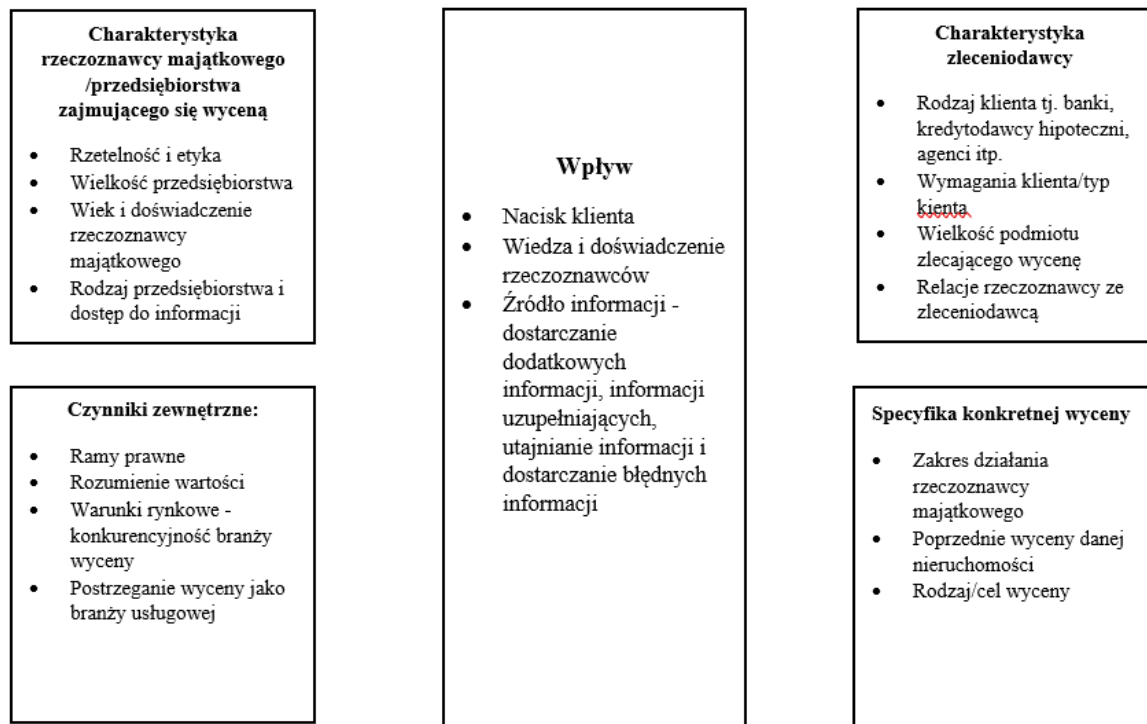
³⁰⁹ Tamże

³¹⁰ J. III Diaz. *The process of selecting comparable sales*, The Appraisal Journal 1990 no. 4 (58), pp. 533–540.

³¹¹ J. III Diaz., M.L. Wolverton. *A longitudinal examination of the appraisal smoothing hypothesis*, Real Estate Economics 1998 no. 2 (26), pp. 349–358.

³¹² D. Levy, E. Schuck, *Client influence on reported values*, Cutting Edge Conference RICS, London 1998, p. 21.

Rysunek 3 Wpływ klienta na proces szacowania wartości nieruchomości (tłumaczenie własne)



Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Levy, E. Schuck, *Client influence on reported values*, Cutting Edge Conference RICS, London 1998, s. 21.

Podobne wnioski płyną także z innych badań:

- badania ankietowe przeprowadzone w 1997 roku na grupie badawczej rzeczoznawców majątkowych ze Stanów Zjednoczonych zajmujących się wycenami zarówno na rynku mieszkaniowym, jak i na rynku komercyjnym wykazały, że około 90% badanych rzeczoznawców doświadczyło presji ze strony klienta, który domagał się zmiany oszacowanej wartości na bardziej dla niego korzystną³¹³,
- badania ankietowe przeprowadzone przez Gallimore'a i Wolvertona w 1997 roku³¹⁴, w 2000 roku³¹⁵ miały na celu zbadanie wpływu informacji zwrotnej w postaci opinii klienta o oszacowanej przez rzeczoznawcę wartości na proces i wynik wyceny. Autorzy badania opracowali scenariusz, w którym hipotetyczny klient (w tym wypadku kredytodawca) zażądał korekty oszacowanej wartości. W 41% obserwacji

³¹³ W.N., Kinnard, M.M. Lenk, E.M. Worzala, *Client pressure in the commercial appraisal industry: How prevalent is it?* Journal of Property Valuation and Investment 15(3) 1997, pp. 233-44.

³¹⁴ P. Gallimore, M. L. Wolverton, *Price Knowledge Induced Bias: A Cross Cultural Comparison*. Journal of Property Valuation and Investment, 15(3) 1997, pp. 261-273.

³¹⁵ P. Gallimore, M.L. Wolverton *The objective in valuation: a study of the influence of client feedback*. Journal of Property Research 17(1) 2000, pp. 47-57.

rzeczoznawcy majątkowi zmienili swoją poprzednią opinię. Badacze zauważają, że decyzja rzeczoznawcy o dostosowaniu się do wymogów klienta była podyktowana przede wszystkim jego znaczeniem oraz wielkością (klient indywidualny vs instytucjonalny), a nie wielkością wnioskowanej korekty,

- Hansz i Diaz w 2001 roku badali reakcję rzeczoznawców majątkowych na inną formę presji klienta w wycenie nieruchomości. Przeprowadzony przez badaczy eksperyment polegał na tym, że rzeczoznawcy majątkowi po dokonaniu wyceny nieruchomości otrzymywali informację o tym, czy ich wycena była zbyt niska, czy zbyt wysoka. W pierwszej grupie rzeczoznawcy otrzymali informację, że ich wycena była zbyt niska. Poproszono ich następnie o ponowną wycenę tej samej nieruchomości, w wyniku czego wartość drugiego oszacowania była znacznie wyższa. Druga grupa otrzymała informację odwrotną, ich wyceny były zbyt wysokie. W tym wypadku korekta była znacznie niższa niż w grupie pierwszej, gdzie informacją zwrotną była zbyt niska wartość. Wyniki tego badania wskazują, że rzeczoznawcy w efekcie presji klienta byli bardziej skłonni do korekty swoich wycen w „górze” aniżeli w „w dół” klienta³¹⁶,
- Amidu i Aluko w 2007 rok próbowali ustalić, w jaki sposób rzeczoznawcy majątkowi z Nigerii odnoszą się do zaprezentowanego przez Levy’ego i Schucka modelu (rys. 4.1). Autorzy przygotowali badanie ankietowe, w którym poprosili rzeczoznawców o ocenę (w pięciostopniowej skali Likerta), które z czynników zaprezentowanych przez Levy’ego i Schucka ich zdaniem najmocniej wpływają na proces wyceny nieruchomości. Respondenci wskazali na uczciwość rzeczoznawcy/przedsiębiorstwa, znaczenie wyniku wyceny (cel) oraz wielkość klienta³¹⁷.

Chęć zredukowania subiektywizmu, heurystyk, i wpływu otoczenia, wynikającego z czynnika ludzkiego w wycenie nieruchomości każe zwrócić uwagę na stosowane już od lat 60 XX w. automatyczne modele wyceny nieruchomości (AWM), czyli *programy komputerowe, oparte na statystyce, które wykorzystują dane nieruchomościowe (np. ceny porównawcze oraz charakterystyki nieruchomości) w celu wygenerowania wartości dotyczących nieruchomości lub wartości sugerowanych*³¹⁸. Są to rozwiązania służące

³¹⁶ K. Achu, L.W. Chin, B. Burhan, M.F. Nordin, *Factors affecting client influence on property valuation in Malaysia: do client size and size of value adjustment matter?* Jurnal Teknologi no 10 (75) 2015., pp. 39–49.

³¹⁷ Tamże.

³¹⁸ Podobną definicję automatycznych modeli wyceny prezentuje RICS: Modele automatycznej wyceny używają jednej lub więcej technik matematycznych, aby dostarczyć oszacowanie wartości określonej nieruchomości na wyznaczony dzień. Obejmuje to również określenie stopnia pewności co do dokładności

przeprowadzaniu szybkiej i taniej wyceny, w niektórych krajach stanowią nawet preferowaną formę szacowania wartości mieszkań czy domów. Ich rozwój stymulowany jest poprzez postęp w technologii informacji oraz rozwój dużych baz danych. Mechanizm wyceny polega na następującym schemacie: (1) użytkownik zapisuje w systemie wybrane dane wycenianej nieruchomości; (2) za pomocą algorytmów, których zadaniem jest poszukiwanie odpowiednich danych porównawczych, system przypisuje zmienne odpowiadające specyfice wycenianej nieruchomości. Wyszukiwanie zależy od: podejścia wykorzystywanego w wycenie, zasad i praktyk dla poszczególnych krajów, rodzaju nieruchomości, celu wyceny, dostępnych danych; (3) AWM generuje wartość w zależności od celu; rynkową, bankowo-hipoteczną³¹⁹.

Pomimo takich zalet jak niskie koszty i szybkość uzyskiwania wyniku, automatyczne modele wyceny nieruchomości nie są w stanie zastąpić osądu rzeczoznawcy majątkowego. W pewnym zakresie sprawdzają się tylko na rynkach relatywnie homogenicznych, na których zaobserwowano dużą liczbę transakcji np. rynki mieszkaniowe w dużych miastach. W przypadku bardziej skomplikowanych wycen, wycen nieruchomości z nietypowymi cechami na mniej aktywnych rynkach, ich stosowanie może prowadzić do zniekształcenia wyników. Oparcie się wyłącznie na cenach transakcyjnych, jak wskazywano we wcześniejszej części pracy, zasadne jest w przypadku wyceny dokonywanych na rynkach efektywnych lub do takich zbliżonych. Wycena na rynkach nieruchomości nierzadko wymaga posiadania wiedzy eksperckiej, a także wykorzystania np. metod jakościowych celem określenia np. wag cech rynkowych. Modele te nie uwzględniają także informacji uzyskiwanych podczas oględzin nieruchomości – z tego względu nie są akceptowane przez organizacje zawodowe zrzeszające rzeczoznawców majątkowych np. TEGOVA. Kolejne wyzwanie dotyczy uwzględnienia zróżnicowania metodyki wyceny względem wymagań regulacyjnych rynku docelowego tj. różnych regulacji prawnych w stosowanych różnych krajach³²⁰.

tego wyniku, bez potrzeby interwencji człowieka po rozpoczęciu procesu (ang. *Automated valuation models use one or more mathematical techniques to provide an estimate of value of a specified property at a specified date, accompanied by a measure of confidence in the accuracy of the result, without human intervention post-initiation*). Automated Valuation Models. Roadmap for RICS members and stakeholder, June 2021

³¹⁹ Europejskie Standardy Wyceny, Edycja dziewiąta, TEGOVA 2020, pp. 331-335.

³²⁰ Tamże.

Zestawienie wad i zalet automatycznych modeli wyceny opracowano także na poziomie RICS – por tabela nr 10.

Tabela 10 Wady i zalety automatycznych modeli wyceny RICS

Zalety	Wady
AVM są szczególnie atrakcyjne dla kredytodawców w zakresie wycen kredytów hipotecznych, ponieważ mogą być wbudowane w istniejące platformy elektronicznego przetwarzania danych, tak aby wspierać decyzje kredytowe o niższym ryzyku.	Komercyjni dostawcy AVM wymagają dużej ilości wiarygodnych, szczegółowych danych opisowych dotyczących nieruchomości i rynkowych cen transakcyjnych w celu dokładnego modelowania rynku. W przypadku ich braku często stosuje się atrybut - średni stan techniczno-użytkowy nieruchomości, który może być niedokładny.
AVM może być przydatny do wyodrębnienia niuansów/analiz statystycznych, których rzeczoznawcy zwykle nie są w stanie zaobserwować w trakcie swoich badań.	Korzystanie z AVM jest mało przejrzyste dla konsumentów. W sektorze mieszkaniowym złożoność procesu zakupu domu stwarza trudności w informowaniu konsumentów o ich wycenach i wyborach dotyczących badania.
Oszczędza czas, pieniądze i zasoby oraz pomaga zarządzać stale rosnącym strumieniem danych, zapewniając poziom pewności.	System może być narażony na manipulacje.
Usuwa czynnik ludzki, zmniejszając ryzyko oszustwa.	Braki w ilości i jakości danych porównawczych mogą prowadzić do wyceny o niskim poziomie ufności.
	Brak informacji dotyczącej oceny pochodzenia wykorzystywanych danych bazowych: - w jaki sposób zostały zebrane? - czy podlegają one jakiegokolwiek selekcji? - czy źródło danych może być regularnie aktualizowane i czy będzie dostępne przez cały okres świadczenia usługi? - czy poprzednie wyceny opierały się na cenach sprzedaży i/lub danych liczbowych dostarczonych przez wykwalifikowanego niezależnego rzeczoznawcę?
	Sztuczna inteligencja, uczenie maszynowe i programowanie neurolingwistyczne oznaczają zwiększone wyrafinowanie AVM. Może to prowadzić do wyników wyceny, które są nie tylko

	niezależne od wkładu człowieka, ale także niezdolne do prostego wyjaśnienia procesu.
--	--

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu: Automated Valuation Models. Roadmap for RICS members and stakeholder, June 2021

Okazuje się, że element ludzki w wycenie nieruchomości, chociaż niedoskonały, jest na tym etapie niezastępowalny. Automatyczne modele wyceny mogą stanowić wsparcie dla rzeczoznawców majątkowych. Ich rola wahać się będzie w zależności od specyfiki rynku lokalnego, poziomu jednorodności nieruchomości podobnych czy celu wyceny.

Reasumując, wartość rynkowa nieruchomości stanowi tylko próbę obiektywizacji zachowań uczestników tego rynku. Nie zmienia tego próby doskonalenia metodyki i technik wyceny. Trudność obiektywizacji, wynikające z natury wartości, specyfiki nieruchomości i rynku nieruchomości, a także procesu dochodzenia do niej powodują, że kategoria ta obarczona jest niepewnością.

4. Niepewność jako skutek trudności obiektywizacji wartości rynkowej nieruchomości

4.1 Niepewność jako nieodłączny element ludzkiego działania

Zjawisko niepewności zostało rozpoznane na obszarze wielu różnych nauk i dziedzin. Jest związane z najbardziej fundamentalnymi aspektami psychologii, statystyki, historii czy ekonomii. W ujęciu ogólnym można zdefiniować ją na wiele sposobów. Najbardziej oczywisty traktuje niepewności jako antonim pewności, czyli *powątpiewanie w zdolności do przewidywania skutków obecnych działań*³²¹. Słownik języka polskiego uzupełnia powyższą koncepcję, definiując stan niepewności jako: zawierający ryzyko lub trudny do przewidzenia, taki, którego istnienie zawsze budzi wątpliwość, taki, na którym nie można polegać, niepotwierdzony, niemający pewności co do czegoś, świadczący o wahaniu lub nieśmiałości³²². Stefan H. Forlicz zauważa, że niepewność utożsamiana jest z sytuacją, w której podmiot podejmujący decyzje nie zna prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych stanów otoczenia³²³. Tomasz Bajerowski pisze o niej jako o trudności towarzyszącej jednoznaczemu określeniu stanu lub zjawiska, wiążąc niepewność

³²¹ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 14 2009, ss. 87-98.

³²² Słownik języka polskiego PWN: *Niepewność*, www.sjp.pwn.pl [data dostępu 04.10.2023 r.]

³²³ A. Radzewicz, R. Wiśniewski, *Niepewność rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości vol 19 nr 1 2011 r. s. 47 za. Forlicz s. 2001. *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*. Wydawnictwo Naukowe PWE, Warszawa.

z nieoznaczonością własności czy nieokreślonością procesu³²⁴. Stanisław Heilpern postrzega ją jako zjawisko, które pojawia się w sytuacji braku informacji lub nieznajomości rozkładu prawdopodobieństwa czy niemożliwości jego określenia³²⁵. Pewnego podsumowania dokonuje Radosław Wiśniewski według którego niepewność: *obejmuje wszystkie te czynniki i zjawiska, które są efektem trudności identyfikacyjnych, technicznych (gromadzenia danych), obliczeniowych i interpretacyjnych oraz innych, którym można przypisać miano ważnych*³²⁶.

W powyżej zaprezentowanych definicjach i ujęciach kategorii niepewności autorzy zwracają uwagę na takie elementy jak: niewiedza, niemożność przewidzenia lub określenia jakiegoś zjawiska. Elementem łączącym powyższe koncepcje jest również postrzeganie niepewności jako pewnego stanu umysłu, który pojawia się w momencie, gdy skutków obecnych działań nie da się przewidzieć z absolutną pewnością³²⁷. Powyższą myśl należy jednak rozszerzyć. Według Ludwiga von Missesa niepewność jest nieodłącznym elementem każdej ludzkiej aktywności, tyczy się nie tylko tych sytuacji, których przewidywalność jest ograniczona. Zawarta jest ona już w samym pojęciu działania, gdyż jest ono podejmowanie na skutek nieznajomości przyszłości³²⁸. Tak oto: *gdyby człowiek znał przyszłość, nie musiałby dokonywać wyborów i nie podejmowałby działania. Byłby podobny do automatu: reagowałby na bodźce bez udziału własnej woli*³²⁹. To, że człowiek działa oraz to, że przyszłość jest niepewna stanowią zatem dwa różne aspekty tego samego zagadnienia. Człowiek działa, ponieważ przyszłość jest niepewna. Jednak ten sposób działania czyli przebieg procesów decyzyjnych jest zróżnicowany.

Literatura przedmiotu, wyjaśniając determinanty tego zróżnicowania, wskazuje m.in. na: różne okoliczności podejmowanych decyzji, poziom dostępu do informacji, przyjęte cele i kryteria działania, a także wpływ elementów subiektywnych takich jak wiek, doświadczenie czy osobiste preferencje³³⁰. Znany indyjski statystyk i matematyk Calyampudi R. Rao, ujmując niepewność w kategoriach bardziej technicznych, do wyżej

³²⁴ A. Radzewicz, R. Wiśniewski, *Niepewność rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości vol 19 nr 1 2011, s. 47 za Bajerowski. 2003. *Niepewność w dynamicznych układach przestrzennych*. Wydawnictwo UWM, Olsztyn.

³²⁵ Tamże.

³²⁶ Tamże.

³²⁷ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 14 2009, ss. 87-98.

³²⁸ L. von Misses, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Instytut Ludwiga von Missesa, Warszawa 2001 s. 90.

³²⁹ Tamże.

³³⁰ W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, ss. 80-81.

wymienionego zestawu czynników dodaje jeszcze: nieznany stopień nieściśłości dostępnych informacji, brak technicznych możliwości uzyskania potrzebnych informacji, brak możliwości wykonania pomiarów istotnych dla rozpoznania danego zjawiska czy inne przyczyny³³¹.

Powyższe sprawia, że poziom niepewności towarzyszący każdej decyzji jest zróżnicowany. Zależy nie tylko od sytuacji, w której dochodzi do procesu decyzyjnego, ale także od podmiotu, który tą decyzję podejmuje m.in. od jego preferencji i otoczenia, w którym się znajduje. To zróżnicowanie jest niejednolicie ujmowane w literaturze przedmiotu. Wiesław Meszek³³² zauważa, że w teorii podejmowania decyzji przeważa pogląd wyróżniający trzy takie stany³³³: stan pewności, stan ryzyka i stan niepewności. Stan pewności występuje w sytuacji, w której decydent posiada dokładne i wiarygodne informacje, na których może oprzeć swoje działanie. Skutki takich działań są przewidywalne, rozwiązania alternatywne są znane, istnieje możliwość wyboru opcji optymalnej. Stan niepewności charakteryzuje się brakiem możliwości określenia czynników, które będą oddziaływać na proces decyzyjny. Nie można oszacować prawdopodobieństwa ich wystąpienia, ani skutków podjętych decyzji. Stan ryzyka dotyczy natomiast rezultatów niepowodzenia wybranego przez decydenta wariantu działania³³⁴.

Podział sytuacji decyzyjnych pozwala także na inną desegregację warunków ich podejmowania, w ramach, której można wyróżnić np. stan względnie pewny, ryzykowny lub skrajnie niepewny – por. tabela nr 11.

Tabela 11 Podział sytuacji decyzyjnych

Warunki podejmowania decyzji	Opis
Względnie pewne	Decydent dysponuje informacjami niezbędnymi aby przewidzieć efekty każdego z możliwych wariantów działania
Ryzykowne	Decydent dysponuje informacjami umożliwiającymi przewidywanie skutków różnych możliwych wariantów działania z oszacowanym prawdopodobieństwem

³³¹ Tamże, za. C.R Rao, *Statystyka i prawa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.

³³² Tamże.

³³³ Rozważając niepewność jako nieodłączny element ludzkiego działania niniejsze stany należy rozumieć z perspektywy poziomu niepewności. Tak oto stan pewności, jest stanem, w którym poziom niepewności jest najmniejszy itd.

³³⁴ A. Holska, *Teorie podejmowanie decyzji*, Kłincewicz K. (red.) *Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych*, Warszawa Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, 2016, ss. 240-241.

Skrajnie niepewne	Decydent nie może określić skutków poszczególnych wariantów działania oraz prawdopodobieństwa ich wystąpienia.
-------------------	--

Źródło: W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013 r. ss. 80-81.

Zaprezentowane powyżej podejścia do systematyki niepewności nie są jedynymi. W literaturze przedmiotu wyróżnia się również m.in. podział warunków podejmowania decyzji na: warunki pewności, niepewności (ryzyka) i zupełnej niepewności³³⁵. Ponadto na przykład K van Heijden³³⁶ wyróżnia:

- niepewność strukturalną – pojawiającą się w sytuacji braku informacji, które umożliwiłyby określenie stopnia prawdopodobieństwa wystąpienia danego zjawiska,
- niewiadomą – przejawiającą się poprzez trudność wyobrażenia sobie danego zjawiska.

W podobnym tonie wypowiada się B. Czarniawska-Joerges³³⁷, wyodrębniając niepewność całkowitą i niepewność częściową, które są szczególnie istotne z punktu widzenia wyceny nieruchomości (niepewność pojedynczej wyceny; zmienność wyceny). Niepewność całkowita występuje w sytuacji braku możliwości poznania stanów otoczenia oraz powiązań, jakie występują pomiędzy elementami analizowanego zbioru. Niepewność częściowa towarzyszy niemożności określenia wyniku³³⁸.

W naukach ekonomicznych obok pojęcia niepewności pojawia się pojęcie ryzyka. Ekonomisci nie są zgodni co do pierwotnych źródeł implementacji obu pojęć do literatury branżowej, lecz zdaniem O. Langego rozważania tej natury znacznie zbliżają nauki ekonomiczne do realnych zjawisk gospodarczych³³⁹. Niekiedy te dwa terminy są ze sobą utożsamiane i traktowane zamiennie, ale nie oznaczają tego samego³⁴⁰. Rozróżnienie obu

³³⁵ W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, ss. 80-81.

³³⁶ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 14 2009, ss. 87-98.

³³⁷ W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, ss. 80-81. za B. Czarniawska-Joerges, *Podejmowanie decyzji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1980.

³³⁸ W. Mieszek, *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, ss. 80-81.

³³⁹ M. Bochenek, *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych – rozważania semantyczne*, *Ekonomia* 4(21) 2012, ss. 47- 49.

³⁴⁰ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce, wybrane aspekty teoretyczne*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 14 2009, s. 87-98.

pojęć pojawia się już w literaturze, którą określić można mianem pionierskiej w tej materii. Zdaniem Marka Blauga³⁴¹ jedną z pierwszych prac, w której pojawia się rozróżnienie ryzyka oraz niepewności było, wspomniane już wcześniej w pracy, *Risk, Uncertainty and Profit*, autorstwa F. H. Knighta z 1921 r. Autor tego opracowania wiąże ryzyko z niepewnością, ale w takim sensie, że ryzyko traktuje jako tą część niepewności, którą można zmierzyć. B. Snowdon oraz H. Vane³⁴² zauważają, że w tym samym czasie co Knight, swoją pracę opublikował J.M Kenyes, którego analiza ryzyka i niepewności jest niemal identyczna co koncepcją Knighta. Natomiast D. Dziawgo³⁴³, A. Śliwiński³⁴⁴ i P. Fiszeder³⁴⁵ przypisują pierwsze rozróżnienie ryzyka i niepewności A. Willetowi, który swoje dzieło pt. *The Economic Theory of Risk and Insurance*, opublikował w 1901 r. czyli na 20 lat przed Knightem i Kenyesem³⁴⁶.

W tabeli nr 12 zestawiono wybrane koncepcje rozróżniające pojęcie ryzyka i niepewności w historii myśli ekonomicznej.

Tabela 12 Ryzyko a niepewność - ujęcie historyczne

Autor	Rozróżnienie ryzyka i niepewności
1850 r. J.H von Thünen - Der naturgemäße Arbeitslohn und dessen Verhältnis zum Zinsfuß und zur Landrente	Ryzyko nie zostało przez von Thunena zdefiniowane, ale używając pojęcia <i>Gefahr</i> (niem. niebezpieczeństwo, zagrożenie, ryzyko) zidentyfikował dwie sytuacje: • niebezpieczeństwo związane z prowadzeniem interesów, które można skalkulować i ubezpieczyć, • przedsiębiorca może podejmować taką działalność gospodarczą, której nie ubezpiecza żadne towarzystwo asekuracyjne ze względu na jej nieprzewidywalność
1901 r. A.H Willet - The Economic Theory of Risk and Insurance,	A.H Willet dostrzegał potrzebę rozróżnienia stopnia niepewności oraz stopnia prawdopodobieństwa wystąpienia określonych zdarzeń (ryzyka). Twierdził, że są to dwa różne zjawiska. Ryzyko jest <i>zobiektywizowaną niepewnością co do wystąpienia niepożądanego zdarzenia. Zależy ono od niepewności, a nie od stopnia</i>

³⁴¹ M. Bochenek, *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych* – rozważania semantyczne, *Ekonomia* 4(21) 2012, ss. 47-49. M. Blaug zwraca uwagę na to, że autorem rozróżnienia pomiędzy niepewnością a ryzykiem jest F.H Knight, ale podkreśla także rolę J.H. von Thunena.

³⁴² Tamże, za Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P., *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, przekład A. Szeworski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

³⁴³ Tamże, za D. Dziawgo., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

³⁴⁴ Tamże, za Śliwiński A., *Ryzyko ubezpieczeniowe – taryfy – budowa i optymalizacja*, Poltext, Warszawa 2002.

³⁴⁵ Tamże, za: P. Fiszeder., *Modele klasy GARCH w empirycznych badaniach finansowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2009.

³⁴⁶ Tamże.

	prawdopodobieństwa. Przy niewielkim stopniu prawdopodobieństwa zachodzi niewielki stopień niepewności. Ale gdy zwiększa się prawdopodobieństwo, następuje zmniejszenie się niepewności. W życiu gospodarczym można zaobserwować określoną prawidłowość, według której rosnącemu prawdopodobieństwu ponoszenia straty towarzyszy wzrost niepewności osiągniętego wyniku.
1921 r. F.H Knight – Risk, Uncertainty and Profit	Ryzyko dotyczy przypadków, które można zmierzyć i wyrazić ilościowo, natomiast w przypadku niepewności taka możliwość nie istnieje. Ryzyko można zdefiniować jako niepewność wymiarną, natomiast niepewność jest niewymierna. Niepewność dotyczy zjawisk o charakterze jakościowym. Ryzyko dotyczy tych faktycznie zachodzących, ma także zabarwienie pejoratywne, to znaczy, że odnoszone jest do niekorzystnych zdarzeń np. ryzyko straty. Niepewność tymczasem może być przypisywana do korzystnych rezultatów np. niepewność zysku. Kolejna różnica sprowadza się do znajomości rozkładu wyników w grupie przypadków. Z tego też punktu widzenia niepewność dotyczy sytuacji lub zdarzeń zupełnie wyjątkowych. Z kolei ryzyko dotyczy zdarzeń, w przypadku których możliwe jest określenie rozkładu wyników a priori lub na podstawie badań statystycznych z przeszłości.
1921 r. J. M Keynes – A Treatise on Probability	Keynes uznał, że definicję ryzyka można wyrazić w sposób matematyczny: $R = p(A - E) = p(1 - p) = pqA = qe$ Przez A oznaczono ilość możliwych do uzyskania dóbr, przez p – jego prawdopodobieństwo ($p+q=1$), natomiast E stanowi wartość nadziei matematycznej wynoszącą $E=pA$. Ryzyko można przedstawić również jako natychmiastową ofiarę, niezbędną do poniesienia, w nadziei na osiągnięcie A - oznaczona przez E, q wyraża prawdopodobieństwo, że ofiara okaże się daremna, co prowadzi do konkluzji, że ryzyko jest równe qE. Wartość nadziei jako funkcja E, jest niezależna od ryzyka R. Zgodnie z koncepcją Keynesa ryzyko dotyczy zdarzeń, dla których możliwe jest określenie prawdopodobieństwa wystąpienia, oraz można opisać je ilościowo.
1971 r. K.J. Arrow – Essays in the Theory of Risk-Bearing	Według Arrowa stan niepewność nie powstaje poprzez przeciwstawienie go ze stanem pewności. W stanie pewności wybór działań mających na celu optymalizację decyzji dokonywany jest na podstawie możliwych do uzyskania rezultatów. Sposób działania wyznaczany jest poprzez rezultaty tych działań, a te muszą być znane. Stan niepewności determinuje występowanie zależności

	podejmowanego wyboru od „stanów świata”, na które podmiot podejmujący decyzję nie ma wpływu. Niepewność oznacza, że podmiot podejmujący decyzję nie zna stanu świata. Ekonomista wyróżnia trzy typy zjawisk gospodarczych związanych z niepewnością: • zjawiska, które z samej definicji wiążą się z niepewnością, • zjawiska, które z definicji nie wiążą się wprawdzie z niepewnością, niemniej nie da się ich wyjaśnić w rozsądny sposób, • zjawiska, których związek z niepewnością jest bardziej odległy i dyskusyjny.
1998 r. C.A Williams Jr. M.L. Smith P.C Young – Risk Management & Insurance	Ryzyko jest pojęciem obiektywnym i kwantyfikowalnym. Niepewność jest subiektywna i nie można jej zmierzyć. Każdy doświadcza jej indywidualnie. Jest stanem umysłu.

Źródło: opracowanie własne nad podstawie M. Bochenek, *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych. Rozważania semantyczne*. Economics 4(21) 2012, s. 47-58.

Zależności oraz różnice, jeśli chodzi o ekonomiczne rozumienie ryzyka i niepewności, można przedstawiać na wiele różnych sposobów. Do zestawionych powyżej można dodać kilka innych np. J. Pfeffer traktuje ryzyko jako kombinację hazardu. Jest mierzone za pomocą rachunku prawdopodobieństwa. Określa się je jako stan świata³⁴⁷. Niepewność z kolei jest stanem umysłu, który mierzy się przez poziom wiary. Sierpińska i Jachna piszą, że ryzyko jest konkretyzacją niepewności³⁴⁸. Pewnego podsumowania dyskusji toczącej się wokół niepewności i ryzyka dokonują M. Dudziak, E. Szpakowska³⁴⁹ - por tabela nr 13.

Tabela 13 Ryzyko a niepewność - ujęcie współczesne

Ryzyko	Niepewność
Uświadomiona sobie przez podmioty gospodarcze część niepewności	Przypadkowość zdarzenia wynikająca z nieprzewidzianych zachowań czy przebiegów zjawisk
Charakter wymierny, obiektywny, empiryczny	Charakter niewymierny, subiektywny, podświadomy

³⁴⁷ J. Pfeffer, *Insurance and economic Theory*. Illinois: Irvin Inc. HomeWood 1956. p. 42.

³⁴⁸ E. Kucharska-Stasiak, *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości vol. 14 nr 1 2006, s. 111.

³⁴⁹ M. Dudziak, E. Szpakowska, *Zarządzanie ryzykiem i niepewność w działalności gospodarczej. Podejmowanie decyzji biznesowych*, Zarządzanie i Finanse, 2013, R. 11, nr 1(1), s. 119.

A posteriori – odnosi się do poznania, powstałego na doświadczeniu rozumowania o czymś drogą indukcji.	A priori – odnosi się do poznania czystego, niezakłóconego wiedzą z innych podobnych doświadczeń
Niepewne zdarzenie, ale o znanym prawdopodobieństwie wystąpienia	Nieprzewidywalne lub mało prawdopodobne zdarzenie
Niepewne zdarzenie, którego skutki można wcześniej oszacować	Przypadkowe zdarzenie, którego skutki nie są możliwe do wcześniejszego oszacowania
Mierzalna niepewność osiągnięcia zakładanych celów	Nieprzewidywalność nieosiągnięcia zakładanych celów
Łączy się z premią za jego podjęcie	Brak premii za działanie w stanie niepewności

Zródło: M. Dudziak, E. Szpakowska, *Zarządzanie ryzykiem i niepewność w działalności gospodarczej. Podejmowanie decyzji biznesowych*, Zarządzanie i Finanse 2013, R. 11, nr 1(1), s. 119.

Oprócz dyskusji dotyczących sposobów rozumienia i definiowania pojęć ryzyka i niepewności, w literaturze przedmiotu dużo miejsca poświęca się kwestiom związanym próbami ich kwantyfikacji (w naukach ekonomicznych kwantyfikacja dotyczy pojęcia ryzyka). W tym obszarze wyróżniono metody jakościowe i ilościowe. W ramach metod jakościowych proponuje się następujące rozwiązania: opisowa ocena ryzyka, analizy profilowe, systemy wczesnego ostrzegania, metody wyrównywania ryzyka, metodę FMEA (ang. Failure Mode and Effect Analysis), metodę PHA (ang. Preliminary Hazard Analysis). Wśród metod ilościowych wyróżnić można m.in. analizę wrażliwości, metodę Monte Carlo³⁵⁰.

Warte uwagi spojrzenie na kwestię niepewności i ryzyka prezentują J. Kay i M. King. Badacze argumentują, że wiele sytuacji w rzeczywistości nie jest ani precyzyjnie mierzalnych, ani prognozowanych w sposób, który sugerują konwencjonalne modele ekonomiczne czy finansowe. Stajemy w obliczu radykalnej niepewności, przyszłe zdarzenia są nie tylko nieznane, ale często też nieokreślone i niekwantyfikowalne³⁵¹. Rozważania dotyczące ryzyka i niepewności podnoszone są także w procesie wartościowania nieruchomości.

³⁵⁰ M. Topczak, J. Patalas-Maliszewska, *Model oceny poziomu ryzyka w przedsiębiorstwie produkcyjnym*, Enterprise Management Vol. 22, Numer 4, Grudzień 2019, ss. 14-21.

³⁵¹ M. Kay, King, *Radical Uncertainty: Decision-Making Beyond the Numbers*, W&W Norton Company 2020.

4.2 Niepewność w modelowaniu ludzkich zachowań. Ujęcie teoretyczne

Poziom niepewności towarzyszący ludzkiej aktywności jest także w bardzo zróżnicowany sposób uwzględniany w modelach procesów podejmowania decyzji. Ujawnia się przeważnie dwa sposoby takich analiz. Pierwszy z nich określany jest mianem modelu normatywnego lub inaczej preskryptywnego³⁵² drugi mianem modelu deskryptywnego lub inaczej opisowo-wyjaśniającego.

Badanie procesu decyzyjnego w ramach modelu normatywnego przeprowadza się w podziale na trzy zasadnicze elementy: proces poprzedzający dokonanie decyzji, decyzję i ocenę podjętej decyzji już po fakcie³⁵³. Są to rozważania pozwalające na tłumaczenie ludzkiego działania w warunkach wyidealizowanych³⁵⁴, zgodnych z ideą człowieka racjonalnego. Polegają one na przypisywaniu podmiotom zdolności do wyboru spośród wszystkich dostępnych możliwości tej, która będzie optymalną w kontekście przyjmowanych kryteriów³⁵⁵. Nie tłumaczą ludzkiego działania, takim jakim jest, wskazują jedynie na to, jak ludzie powinni działać w ściśle określonych warunkach. Warunki te są jednak fikcją, w rzeczywistości nie istnieją. Na takich założeniach bazuje koncepcja *homo oeconomicus*, a także współczesna definicja wartości rynkowej nieruchomości (warunki definicyjne i interpretacyjne).

Drugi ze wskazanych rodzajów wyjaśniania podejmowania decyzji, deskryptywny – opisowo wyjaśniający, ma na celu analizę rzeczywistych zachowań wraz z ich wyjaśnieniem. Jest to ujęcie uwzględniające niepewność ludzkiego działania i jej przyczyny. Nawiązując do wskazanych we wcześniejszych fragmentach pracy aspektach behawioralnych rynku nieruchomości i procesu wyceny nieruchomości, zdaje się mieć on znaczenie kluczowe. Jego genezy należy upatrywać w próbie dążenia do lepszego wyjaśnienia rzeczywistych zachowań ludzkich. W tym celu zmodyfikowano tradycyjną teorię ekonomiczną. Początkowo za sprawą ekonomii instytucjonalnej dążono nie do

³⁵² A. Holska, *Teorie podejmowanie decyzji*, Kłincewicz K. (red.) Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych. Warszawa Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, 2016, ss. 240-241.

³⁵³ R. Black, K. M. Gibler, M. Gordon Brown, J. Diaz III, T. V. Grissom, *Behavioral Research in Real Estate: A Search for the Boundaries*, Journal of Real Estate Practice and Education 6(1) 2003, pp. 17-19.

³⁵⁴ Tamże.

³⁵⁵ W modelowaniu wykorzystuje się do tego zestaw norm, zasad i algorytmów procesu decyzyjnego. Powyższe normy, zasady i algorytmy tworzą następnie schematy podejmowania decyzji, w obrębie których wyróżnić można różne podejścia np. model monokryterialny Altmana, Valenziego i Hodgettsa, model wielokryterialny Robinsona i Coultera (por. tab. nr 14), model Sutherlanda, model Prakseologiczny, model Rozmytych reguł decyzyjnych czy model Badań operacyjnych A. Holska, *Teorie podejmowanie decyzji*, Kłincewicz K. (red.) Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych. Warszawa Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, 2016, ss. 240-241.

obalenia, lecz do jej modyfikacji i rozszerzenia celem naświetlenia szeregu zagadnień, które dotychczas pozostawały poza zasięgiem³⁵⁶. Modyfikacje dotyczyły przede wszystkim: (1) postulatu racjonalności, w ramach którego rozważa się także zagadnienie dostępu do informacji oraz kosztów transakcyjnych, a także instytucji jako ram współdziałania jednostek, (2) organizacji rynku i struktury kontaktów. Jak wskazuje D. North instytucje upraszczają ludzkie interakcje poprzez system zasad, konwencji i procedur³⁵⁷. Redukując wybór podmiotów znajdujących się w złożonych lub niepewnych sytuacjach prowadzą do znacznego ograniczenia działań uznaniowych, powodując jednocześnie, że interakcje międzyludzkie są zorganizowane w przewidywalny i możliwy do zarządzania sposób. Ponadto dostarczają one bodźców do działania, a zatem potencjalnie stanowią potężne narzędzie do wyjaśniania szerokiego zakresu wyników gospodarczych i społecznych³⁵⁸. Podejście instytucjonalne, rozszerzające istotnie zdolności teorii neoklasycznej, okazało się jednak niewystarczającym dla pełnego zrozumienia funkcjonowania gospodarek. Głębsza analiza zachowań jednostek, grup ludzi, a także całych systemów podniosła konieczność zwrócenia uwagi na słabość ludzkiego umysłu, która przejawia się m.in. poprzez nadmierną pewność siebie, chciwość i egoizm, a także podatność na zniekształcenia poznawcze.

Wskazał na to m.in. już w 1956 roku Herbert Simon³⁵⁹. Według niego we wszelkiego typu analizach odnoszących się do ludzkiego działania nie powinno się pomijać takich kluczowych elementów, jak kształtowanie się ludzkich zdolności poznawczych oraz nieświadome procesy myślowe. Jednostki dysponują niepełną informacją i nie są w stanie przetwarzać posiadanej wiedzy w sposób nieograniczony. Nie pozwala im to na maksymalizację użyteczności, mogą co najwyżej osiągać jedynie wystarczająco satysfakcjonujący jej poziom. Wykorzystują myślenie heurystyczne, są podatne na błędy poznawcze. Świadomość konieczności uwzględnienia ludzkich zachowań stanowiła dobre podłoże dla rozwoju nurtów behawioralnych którym towarzyszyło rozluźnienie restrykcyjnych założeń klasycznego paradygmatu homo oeconomicus. Ich przedstawiciele zmierzali do zwiększania realizmu teorii ekonomicznych poprzez formułowanie założeń będących efektem obserwacji rzeczywistości³⁶⁰.

³⁵⁶ D. Ankarloo, *New institutional economics and economic history*, Capital and Class 2002, s. 78.

³⁵⁷ L. J. Alston, T. Ergetsson, & D. North (Eds.), *Empirical studies in institutional change*. Cambridge: Cambridge University Press 1996.

³⁵⁸ D. C. North, *Institutions*, Journal of Economic Perspectives, 5(1) 1991, pp. 97-112.

³⁵⁹ H. A. Simon, *Rational choice and the structure of the environment*, Psychological Review, 63(2), 1956 pp. 129-138.

³⁶⁰ A. Solek, *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty naukowe nr 8, Kraków 2010 s. 21.

W obrębie tej grupy wyróżnia się np. modele ograniczonej racjonalności, wynikające m.in. z ułomności poznawczych człowieka, oraz modele heurystyczne, które cechuje odejście od ujęcia znormalizowanego, celem stymulowania kreatywności. Na uwagę zasługuje model Engela, Kollata i Blackwella oraz model suboptymalizacji autorstwa Herberta Simona³⁶¹. Model Engela, Kollata i Blackwella (EBK) przedstawia holistyczne podejście do procesu podejmowania decyzji. Za jego pomocą śledzi się stan psychologiczny poszczególnych podmiotów od momentu, w którym uświadamiają sobie konieczność zaspokojenia konkretnej potrzeby, aż do ostatecznej oceny konsekwencji podjętej decyzji. Składa się on z 5 kolejnych elementów: (1) rozpoznanie problemu/potrzeby, (2) poszukiwanie informacji, (3) ocena wariantów wyboru, (4) wybór, (5) skutki wyboru³⁶². W modelu zakłada się, że zachowania nabywcze poprzedzone są sekwencją analizy dostępnych informacji. Cały proces myślowy wynika z uwarunkowań wewnętrznych, do których zalicza się: cechy podmiotu, zasoby, wiedzę, osobowość, styl życia, komunikację między podmiotami, sposób przetwarzania informacji, motywacje, a także uwarunkowania zewnętrzne, takie jak: kultura, klasa społeczna, grupa społeczna np. pozycja w rodzinie³⁶³.

³⁶⁰ Tamże.

³⁶¹ Na przykład ważne miejsce w zrozumieniu ludzkich zachowań zajmuje teoria hierarchii potrzeb A. Masłowa, która istotnie usprawnia rozumienie czynników motywujących i kolejności zaspokajania potrzeb. Teorie dotyczące organizacji pamięci i sieci skojarzeń, przyczyniły się do głębszego rozumienia sposobów magazynowania i przetwarzania informacji. Istotnych wyjaśnień dostarcza także np. koncepcja warunkowania klasycznego, która wyjaśnia proces kojarzenia bodźca obojętnego z bodźcem bezwarunkowym, tłumacząc w jaki sposób doświadczenie prowadzi do zmian w wiedzy, postawach i zachowaniu. Psychologia na gruncie teorii podejmowania decyzji ma swój wkład także w zrozumienie procesu komunikacji międzyludzkiej oraz znaczenia elementów symbolicznych i ich wpływu na percepcję i postawy konsumentów. Wgląd w percepcję, czyli to, jak ludzie rozpoznają, wybierają, organizują i interpretują bodźce, aby nadać sens światu, pomógł nadać sens tendencyjności percepcyjnej, która pozwala osobie wybrać odpowiednie dane z ogromnego strumienia informacji. Rozważania natury socjologicznej pozwoliły uzupełnić niniejsze dywagacje o aspekty determinujące zachowania ludzkie w grupach i środowiskach społecznych. Spośród wielu koncepcji wyróżnić należy: stratyfikację społeczną, funkcjonalizm strukturalny, teorię konfliktu czy teorię wymiany. Koncepcja stratyfikacji społecznej reprezentuje hierarchiczny podział społeczeństwa ze względu na położenie materialne (klasowe), pozycję społeczną (status społeczny) i władzę. Przynależność do poszczególnych warstw determinuje nierówność szans życiowych, różne style życia, orientacje czy normy, inne jest także postrzeganie swej pozycji na tle pozostałych warstw. W kontekście teorii podejmowania decyzji stratyfikacja społeczna pozwala określić jak przynależność do klasy społecznej wpływa na prezentowane przez jednostkę wartości, postawy, postrzeganie, działania i wykorzystanie źródeł informacji. Funkcjonalizm strukturalny koncentruje się głównie na strukturze społecznej rozumianej w kategoriach systemowych oraz na wyjaśnianiu funkcji poszczególnych elementów społeczeństwa. Wyjaśnia proces internalizacji norm kulturowych, oraz ich wpływ na podejmowanie decyzji. Teoria konfliktu bada sposób podejmowania decyzji w sytuacji różnicy zdań, a teoria wymiany skupia się na wyjaśnianiu negocjacji pomiędzy kupującymi a sprzedającymi. R. Black, K. M. Gibler, M. Gordon Brown, J. Diaz III, T. V. Grissom, *Behavioral Research in Real Estate: A Search for the Boundaries*, Journal of Real Estate Practice and Education 6(1) 2003, pp. 17-21.

³⁶² L. Rudnicki, *Zachowanie konsumentów na rynku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE Warszawa 2000, s. 229.

³⁶³ R. Black, K. M. Gibler, M. Gordon Brown, J. Diaz III, T. V. Grissom, *Behavioral Research in Real Estate: A Search for the Boundaries*, Journal of Real Estate Practice and Education 6(1) 2003, pp. 17-21.

Model suboptymalizacji Simona powstał na kanwie krytyki modelu człowieka ekonomicznego. W opinii autora człowiek nie dąży do maksymalizacji własnej użyteczności (*homo oeconomicus*), o której traktują modele normatywne, ale do rozwiązań, które przyniosą mu zadowalające (*homo satisfaciendus*) minimum. Tak oto wybór pierwszego dostępnego wariantu, spełniającego określone kryteria, prowadzi do rezygnacji z dalszego działania, mimo możliwości poprawy wyników. Decydent nie optymalizuje decyzji, czyli nie wybiera najlepszej spośród wszystkich dostępnych alternatyw, a decyduje się na tą, która w pierwszej kolejności zaspokoi jego potrzeby³⁶⁴. Ponadto Simon zauważa, że jednostki często nie ograniczają się tylko do jednego celu, lecz starają się realizować ich kilka, niekoniecznie wiążąc je ze sobą kryterium zbieżności. Model Simona uwzględnia niepewność, którą prezentuje m.in. pod postacią ograniczonej racjonalności. Dotyczy ona przede wszystkim ograniczeń, wynikających z braku dostępu do informacji w procesie podejmowania decyzji, a także limitacji, wynikających z konstrukcji ludzkiego umysłu. Okazuje się, że nawet przy pełnym dostępie do informacji, możliwość jej przetwarzania, analizowania i zrozumienia zamyka się w granicach zdolności poznawczych³⁶⁵.

Podsumowując niniejsze rozważania należy stwierdzić, że niepewność jest nieodłącznym elementem każdej ludzkiej aktywności. W zależności m.in. od podmiotu, jego preferencji oraz ograniczeń poznawczych, dostępu do informacji, sytuacji, oraz innych czynników przybiera ona różne poziomy. To zróżnicowanie przewidywalności przyszłych zjawisk zależne jest również od dziedzin bądź dyscyplin, których dotyczą. Szczególne miejsce problem niepewności zajmuje w naukach społecznych. Rozważania o ryzyku i niepewności można odnieść do rynku nieruchomości. W niniejszej pracy dokonano zestawienia artykułów naukowych, które w swoich tytułach miały zawarte słowa kluczowe takie jak: ryzyko, niepewność, rynek nieruchomości.”. W pierwszej grupie zestawiono hasłowo rynek nieruchomości i ryzyko, a w drugiej rynek nieruchomości i niepewność. Artykułów poszukiwano w języku angielskim za pomocą strony internetowej: www.scholar.google.com. W przypadku hasła *Real Estate Risk* uzyskano 2 460 000 wyników. Proponowane przez wyszukiwarkę frazy były następujące: *real estate risk premium*, *real estate risk expectations*, *real estate risk hedging*, *commercial real estate risk*, *real estate risk corporate investment*, *residential real estate risk*, *real estate risk*

³⁶⁴ A. Holska, *Teorie podejmowanie decyzji*, Kłincewicz K. (red.) Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych. Warszawa Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, 2016, s. 242.

³⁶⁵ Tamże.

financing choice, real estate risk investment decision. Rezultaty grupy drugiej okazały się skromniejsze (*Real Estate Uncertainty*). Zanotowano 1 470 000 wyników wyszukiwań, czyli o ok. 40 % mniej niż w grupie pierwszej. Ponadto frazy proponowane przez wyszukiwarkę charakteryzowały się większą rozbieżnością tematów – w odróżnieniu od wyników grupy pierwszej, w grupie drugiej nie każda propozycja zawiera słowo „niepewność”. Proponowane przez wyszukiwarkę frazy były następujące: *real estate uncertainty new measure, real estate development, real estate ownership, real estate valuation, foreign real estate investment, corporate real estate, real estate investment value and uncertainty, real estate pricing puzzle*.

Celem wyszukania powiązań pomiędzy rynkiem nieruchomości a ryzykiem oraz niepewnością zestawiono również tytuły artykułów – por. tabela nr 14.

Tabela 14 Przykładowe tytuły artykułów zawierające frazy związane z ryzykiem i niepewnością na rynku nieruchomości

	Ryzyko	Niepewność
Przykładowe tytuły artykułów zawierające frazy związane z ryzykiem i niepewnością na rynku nieruchomości	<i>Risk and return in real estate; Risk and real estate investment; Real estate and the Business Cycle: Evidence from Security Markets; Global Real Estate Risk Index; Risk and Return in institutional commercial real estate: a fresh look with new data; Risk and return on real estate: evidence from equity REIT's; Managing portfolio risk in real estate; The Risk and Return of Commercial Real Estate: A Property Level Analysis; New strategies for commercial real estate investment and risk management; Political risk affects real estate markets; The Real estate portfolio construction and estimation risk</i>	<i>A new measure of real estate uncertainty shocks; Decision theory and real estate development: a note on uncertainty; The Role of Uncertainty in Investment: An Examination of Competing Investment Models Using Commercial Real Estate Data; Political Uncertainty And The Real Estate Risk Premiums in Hong Kong, Real Estate Markets and Uncertainty Shocks A Variance Causality Approach; Reducing Uncertainty in Real Estate Decisions; Management of Uncertainty in Real Estate Development Appraisals: A literature Review; From uncertainty to the efficiency of the real estate market; COVID 19, real estate and uncertainty: examining this new "normal" through the quotes of Jim Graaskamp</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników uzyskanych za pomocą wyszukiwarki google scholar.

Rozważania o ryzyku na gruncie rynku nieruchomości mają charakter dwutorowy. Pierwszy, o znacznie skromniejszym zakresie dotyczy rozważań w ujęciu ogólnym i koncentruje się na istocie zjawisk, drugi, znacznie bogatszy, ma charakter aplikacyjny.

W nurcie drugim ryzyko dotyczy m.in. takich zagadnień jak: stopy zwrotu, cykle biznesowe, inwestowanie w nieruchomości, budowa portfela inwestycyjnego, zarządzanie.

Niepewność pojawia się natomiast zazwyczaj m.in. w towarzystwie teorii podejmowania decyzji, czynników politycznych a także wyceny nieruchomości.

Rozważania ogólniejsze, dotyczące niepewności na rynku nieruchomości prowadzą w Polsce m.in. Anna Radzewicz i Radosław Wiśniewski. Poszukują jej w jego głównych elementach tj: stronie podmiotowej, stronie przedmiotowej oraz w przestrzeni zdarzeń pomiędzy nimi. Zauważają, że niepewność powstaje nie tylko w obszarze działania wskazanych powyżej elementów, ale wynika także z powiązań, jakie pomiędzy nimi występują. *Niepewność warunkuje wszelkie procesy zachodzące w przestrzeni rynku nieruchomości. Odnosi się do poziomu zdarzeń pojedynczych, grupowych i zbiorowych. Ma wpływ na przedmiot, podmiot i system*³⁶⁶. Strona podmiotowa charakteryzuje się mnogością jednostek na nim występujących. Wyróżnia się tutaj dwie zasadnicze grupy. Pierwsza z nich to inwestorzy, czyli podmioty, które inwestują kapitał celem zaspokojenia własnych potrzeb, zabezpieczenia lub pomnożenia kapitału. Grupę drugą stanowią jednostki zawodowo związane z obsługą rynku nieruchomości, będą to: pośrednicy, rzeczoznawcy majątkowymi, zarządcy nieruchomości, kredytodawcy deweloperzy, podmioty administracji publicznej itp. Obydwie wskazane powyżej grupy podmiotów wpływają na rynek nieruchomości, kształtując go poprzez oddziaływanie na stronę popytową i podażową. Każda interakcja zachodząca pomiędzy nimi zawiera się w ramach czynników ekonomicznych, społecznych oraz losowych. *Działania ludzkie zaliczają się do „niedoskonałych”, obarczonych dużym stopniem niepewności i z założenia uwikłane są w skomplikowane zależności*³⁶⁷. Interakcje te zróżnicowane są względem celów, czy chociażby dostępu do informacji, który po pierwsze jest niepełny, a po drugie heterogeniczny np. inwestorzy, którzy dążą do zaspokojenia własnych potrzeb mieszkaniowych dysponują innym dostępem do informacji niż np. pośrednicy. Ponadto, sposób przetwarzania tych danych jest zróżnicowany. Inna jest ocena nieruchomości gruntowej zabudowanej domem dokonywana przez nabywcę, który chce tam zamieszkać a inna przez pośrednika, czy rzeczoznawcę majątkowego. Zarówno podmioty rynku nieruchomości jak i ich działania obarczone są dużą niepewnością. Mnogość i skomplikowana natura zależności jakie występują pomiędzy nimi, uniemożliwia

³⁶⁶A. Radzewicz, R. Wiśniewski, *Niepewność rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości vol 19 nr 1 2011 r. s. 50.

³⁶⁷ Tamże.

jednoznaczne ich określenie. Radzewicz i Wiśniewski proponują umowny zapis niepewności podmiotów rynku nieruchomości jako następującą funkcję:

$$NP(Pd) = f(a_1, a_2, \dots, a_n)$$

gdzie: $NP(Pd)$ – to niepewność wśród uczestników rynku nieruchomości; a_1, a_2, a_n – kolejne elementy określające podmiot, obarczone niepewnością np. rodzaj podmiotu, cechy charakterystyczne podmiotu, sposób funkcjonowania, czynniki charakterystyczne.

Kolejnym obszarem badawczym proponowanym przez autorów jest niepewność przedmiotowa. Dotyczy ona cech i atrybutów nieruchomości wpływających na poziom ich wartości. Te atrybuty wykazują się zróżnicowaniem, które wynika z różnych sposobów i umiejętności ich określania i opisywania przez podmioty rynku nieruchomości. Niemniej same przedmioty również wykazują losowy charakter, mają lokalny charakter, co znaczy, że uwzględniają czynniki otoczenia, wykazując zdolności adaptacyjne. Niepewność przedmiotowa rynku nieruchomości może być więc zapisana jako funkcja cech poszczególnych rodzajów nieruchomości oraz błędu, wynikającego z niepewności generowanej przez same przedmioty:

$$NP(Prd) = f(b_1, b_2, \dots, b_n, \epsilon)$$

gdzie: $NP(Prd)$ – niepewność przedmiotu; b_1, b_2, b_n – kolejne elementy określające przedmiot, obarczone niepewnością; ϵ – niepewność samej nieruchomości, wywołana np. otoczeniem, ewolucyjnością, tym czego nie znamy.

Ostatnim elementem jest obszar rynku nieruchomości, czyli przestrzeń w ramach której dochodzi do zorientowanych na nieruchomościach interakcji pomiędzy podmiotami. Przestrzeń ta ma charakter niedeterministyczny. Mnogość cech oraz powiązań pomiędzy nimi może prowadzić do zjawisk synergicznych, co oznacza, że te same dane wejściowe mogą skutkować innym rezultatem. Rynek nieruchomości podlega nieustannym fluktuacjom, a także gwałtownym przemianom np. pod wpływem spekulacji lub gwałtownego załamania koniunktury gospodarczej. Niepewność rynku nieruchomości nie jest zatem pochodną tylko i wyłącznie elementów, z których się składa tj. podmiotów, przedmiotów i przestrzeni ale jest także efektem jego powiązań z otoczeniem gospodarczym, z uwzględnieniem wymiaru czasowego np. niepewność poziomu prognozowanych dochodów z nieruchomości w fazie ożywienia lub recesji gospodarczej³⁶⁸. Zmienność rynku nieruchomości wywołuje zmiany w odczuwanej jego niepewności.

³⁶⁸ Tamże.

Rozważania dotyczące niepewności rynku nieruchomości, pomimo że dotyczą wielu jego aspektów, nabierają szczególnego znaczenia nie tylko z punktu widzenia teorii ale także praktyki gospodarczej na obszarze wyceny nieruchomości.

4.3 Niepewność w wycenie nieruchomości – ujęcie definicyjne

Waga wartości na rynku – w szczególności wartości rynkowej, a także złożoność samego procesu wyceny spowodowały, że został on znormalizowany. Służą temu wskazane we wcześniejszej części pracy regulacje prawne, standardy zawodowe, a także noty interpretacyjne. Nie powoduje to jednak, że oszacowana przez rzeczoznawcę majątkowego wartość staje się faktem, kwotą, która faktycznie zostanie zapłacona za nieruchomość. Wynik wyceny jest profesjonalną opinią o wartości, sporządzaną przez konkretnego eksperta, przy konkretnych założeniach. Wartość jest hipotezą ceny możliwej do uzyskania za nieruchomość. Szacunek ten nigdy nie jest dokładny, nosi w sobie dozę subiektywizmu³⁶⁹. Oznacza to, że nieodłącznym elementem każdej opinii o wartości jest niepewność.

Należy zauważyć, że towarzyszy ona wycenie wszystkich dóbr³⁷⁰, jednak jak wskazuje Evans³⁷¹, problem, z jakim mierzy się ekspert szacując wartość rynkową nieruchomości, jest znacznie bardziej złożony niż określanie jej na innych rynkach (w szczególności na rynkach zbliżonych do efektywnych np. papierów wartościowych). Okazuje się bowiem, że im bardziej zindywidualizowany przedmiot transakcji, im relatywnie mniejsza aktywność rynku, im trudniejsze środowisko biznesowe tym poziom niepewności wyższy. Dotyczy ona (niepewność) m.in. porównywanych informacji, obecnych i przyszłych warunków rynkowych, konkretnych danych wejściowych do wyceny, a w rezultacie wyniku. Wynika również z postrzegania tych danych przez eksperta szacującego wartość. Jak wskazują psychologowie, proces poznawania otaczającej rzeczywistości polega na konstruowaniu w umyśle pewnych obrazów i zdarzeń, które są wynikiem odbieranej symulacji bodźcowej. Nie istnieje całkowita zgodność pomiędzy tym co w umyśle, a tym co w rzeczywistości – rzeczywistości jest tyle, ile jest różnych umysłowych reprezentacji spostrzeganych obiektów i zdarzeń (por. 3.2). Rzeczoznawca posługując się obserwacją, jako metodą badawczą, poznaje jedynie niektóre cechy rzeczy

³⁶⁹ E. Kucharska-Stasiak, *Pomiar wartości na gruncie ekonomii – reperkusje dla wyceny*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, 2011, vol. 19, nr 1, ss. 7-17.

³⁷⁰ Dostrzeżono to w obszarze m.in. wyceny dzieł sztuki, gdzie ze względu na jej niepewność, wynik wyceny podaje się w postaci przedziału liczbowego.

³⁷¹ A. W. Evans, *Economics, Real Estate and the Supply of Land*. Blackwell Publishing 2004.

i relacje jakie pomiędzy nimi występują. Implikuje to możliwość występowania błędów, przejawiających się w powierzchowności i stronniczości spostrzeżeń³⁷². Wycena jest sztuką, a nie nauką.

Takie postrzeganie procesu wyceny i jej wyniku, w szczególności kategorii wartości rynkowej nie jest powszechne na rynku nieruchomości co zauważają m.in N. French i L. Gabrieli. Jego uczestnicy, często dyskutują w zakresie tego czym jest wartość a czym cena, nierzadko utożsamiając te dwie kategorie³⁷³. Nie dotyczy to tylko odbiorców wycen, ale nierzadko ekspertów rynku nieruchomości, w tym także rzeczoznawców oraz co istotne sędziów, co w szczególności dobrze udokumentowane zostało to w Wielkiej Brytanii i Australii³⁷⁴. Z jednej strony widoczne jest zrozumienie specyfiki wyceny nieruchomości i traktowanie jej jako subiektywnej opinii o wartości; z drugiej jednak pojawia się pojęcie *marginesu błędu*, w ramach którego rozbieżność pomiędzy wycenami (nazwana zmiennością wyceny) tej samej nieruchomości dla tego samego celu ale dokonane przez innych ekspertów lub pomiędzy wyceną a uzyskaną później ceną transakcyjną (dokładność wyceny³⁷⁵), traktowane są w kategoriach niedbałości i błędu rzeczoznawcy³⁷⁶.

³⁷² E. Kucharska-Stasiak, *Niepewność wyceny nieruchomości jako źródło rozbieżności czy akceptowalny poziom różnic w wartości nieruchomości*, Rzeczoznawca Majątkowy 4 (96) 2017, ss. 4-7.

³⁷³ N. French, L. Gabrieli, *Uncertainty of valuation*, Journal of Property Investment & Finance 2004, pp. 486-490. Implikacją powyższego może być postrzeganie powyższych rozbieżności w kategoriach błędu rzeczoznawcy, czy obniżania rangi samej wyceny nieruchomości (zasadności jej sporządzania). Co ciekawe N. French i L. Gabrieli zauważyli, że zjawisko utożsamiania wartości z ceną, a także błędnego postrzegania zjawiska zmienności wyceny rzadziej pojawia się na rynkach kapitałowych czy rynkach dzieł sztuki. Istnieje tam większa świadomość istoty wyceny jako szacunku. Odbiorcy raportów rozumieją, że płacą za subiektywną interpretację, obiektywnej naukowej analizy i kalkulacji

³⁷⁴ N. Crosby, A. Lavers, J. Murchod, *Property valuation variation and the 'margin of error' in UK*. Journal of Property Research 1998, pp. 305-330.

³⁷⁵ Do bardzo pragmatycznych przyczyn występowania rozbieżności pomiędzy ceną a wartością, wskazać należy także fakt sporządzania wyceny na konkretny dzień, kiedy cena transakcyjna nierzadko ustalana jest później – wg. RICS średnie opóźnienie realizacji celu wyceny wynosi 9 miesięcy, a także dostępności do danych, w szczególności ich aktualności względem sytuacji rynkowej np. ceny transakcyjne z okresu tuż przed pandemią Covid-19 – prezentowały zupełnie inny obraz rynku niż ten z okresu pandemii, analogicznym przykładem jest sytuacja na rynku nieruchomości w USA tuż przed kryzysem gospodarczym 2008-2009. Wyceny mają tendencję do nienadążania za rynkiem, zwłaszcza w okresach silnych zmian. Kolejny aspekt wynika z samego procesu transakcji tj. rozeznania stron, formy zbywania nieruchomości tj. przetarg, wolny rynek, sztuką negocjacji, relacji pomiędzy stronami transakcji, wpływowi czynników pozaekonomicznych tj. euforia, stres, niepewność itp., interwencjonizmowi państwowemu – sprzedaż z bonifikatą. Należy wyraźnie zatem wyraźnie odróżnić wartość rynkową i cenę. Jak wskazano wcześniej cena jest rezultatem subiektywnej oceny wartości danego dobra przez strony transakcji, kiedy wartości stanowi próbę zobiektywizowania zbiorowych postrzeżeń typowych uczestników rynku, określana jest przez działającego w trudnym środowisku biznesowym rzeczoznawcę majątkowego, który na skutek specyfiki nieruchomości i rynku nieruchomości ma ograniczone możliwości odczytywania i interpretacji danych rynkowych.

³⁷⁶ W przypadku wystąpienia znacznej rozbieżności faktycznie najprawdopodobniej będzie ona efektem błędu. Niektóre sądy w każdej (małej i dużej) rozbieżności doszukiwały się błędu.

Przykładowo w sprawie *Banque Bruxelles Lambert SA v. Eagle Star Insurance Co Ltd* [1995] 2 All ER 769³⁷⁷, jeden z sędziów stwierdził iż (...) *obowiązkiem rzeczoznawcy majątkowego jest dołożenie należytej staranności celem wydania wiarygodnej opinii o wartości rynkowej konkretnej nieruchomości w dniu wyceny. Opinia rzeczoznawcy nie stanowi gwarancji uzyskania ceny równej oszacowanej wartości tak, jak diagnoza i zastosowane leczenie nie stanowi gwarancji powrotu do zdrowia (...).* Bardzo podobne stanowisko przyjęto w sprawie *UCB Home Loans Corporation Ltd przeciwko Roger North & Associates* [1995] EGCS 149: (...) *od rzeczoznawców majątkowych nie można wymagać, aby Ci przedstawili swoją wycenę mając na celu aby ta mieściła się w zakresie jakiegokolwiek kwoty zrealizowanej później w transakcji sprzedaży.*

Subiektywizm wyceny w kontekście otrzymanego wyniku podniesiono w sprawie *Baxter vs. FW Gapp & Co Ltd* [1938] 4 All ER 457, wskazując iż wycena stanowi opinię. Rzeczoznawca majątkowy nie może zostać uznanym za winnego popełnienia zaniedbania tylko z powodu jego percepcji tj. zbyt optymistycznego lub pesymistycznego spojrzenia na nieruchomości i na dane rynkowe. Uzupełnieniem powyższego jest uzasadnienie wyroku *Singer & Friedlander Ltd przeciwko John D Wood & Co* [1977] 2 EGLR 84, w ramach którego wskazano iż *często poza pewnymi dobrze uzasadnionymi faktami, tak wiele niewiadomych konfrontuje rzeczoznawcę, że jest on zmuszony postępować na podstawie założeń. Dlatego nie można go winić za osiągnięcie wyniku, który nie dopuszcza pewnego stopnia odchylenia. W ten sposób dwóch zdolnych i doświadczonych ludzi, z których każdy stanął przed tym samym zadaniem, może dojść do różnych wniosków, przy czym nikt nie jest uzasadniony, aby twierdzić, że którykolwiek z nich nie posiadał kompetencji i nie wykazał staranności, a tym bardziej uczciwości, w wykonywaniu swojej pracy. Wycena jest sztuką, a nie nauką. Nie można zatem oczekiwać, że ten, kto zleca wycenę, osiągnie precyzyjny wynik.*

Pogląd wyrażony w ten sposób podzielony został także przez sądy wyższej instancji, o czym świadczy dicta Sądu Apelacyjnego z 1995 r.: *wycena nie jest nauką ścisłą; wiąże się z kwestiami osądu, co do których eksperci mogą się różnić bez utraty roszczenia do kompetencji zawodowych* (*Zubaida przeciwko Hargreaves* [1995] 1 EGLR 127), oraz z roku 1996: (*Craneheath Securities Ltd v. York Montague Ltd* [1996] 1 EGLR 126). *Oczywiste jest, że nie oczekuje się "punktowej dokładności" i, podobnie jak w innych*

³⁷⁷Wyrok sądowy: www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com [data dostępu 08.09.2023]

zawodach, wszystko, co rzeczoznawca musi zrobić, to podejść do zadania z należytą starannością.

Jeden z pierwszych przejawów zupełnie innego rozumowania wyniku wyceny pojawił się już w sprawie sądu apelacyjnego z 1939 r. *Baxter v. FW Gapp & Co Ltd* [1939] 2 KB 271. Sędziowie stwierdzili, że sam fakt dużej rozbieżności pomiędzy wycenami, czyli sam wynik wyceny, może być dowodem zaniedbania lub niekompetencji rzeczoznawcy. Wyrażona przez sąd koncepcja, zgodnie z którą ocenę poprawności wyceny można dokonać na podstawie wyniku oszacowania, znalazła także swoje odzwierciedlenie w latach 70 XX w w sprawie *Singer & Friedlander Ltd przeciwko John D Wood & Co* [1977] 2 EGLR 84. Stwierdzono tam, iż każde oszacowanie wykraczające przyjęty przedział (10-15%), stawia pod znakiem zapytania zarówno kompetencje jak i staranność rzeczoznawcy majątkowego. Pozostałe przykłady zestawiono w tabeli nr 15.

Tabela 15 Analiza wyroków sądowych z UK i z Australii pod kątem dopuszczalnego poziomu marginesu błędu

Dopuszczalna przez sądy rozbieżność	Decyzje
Mniejsza niż 10%	2 (7.7%)
Na poziomie 10%	6 (23.1%)
Od 10 do 14.99%	7 (26.9%)
Na poziomie 15%	6 (23.1%)
Od 15 do 20%	5 (19.2%)
$\Sigma =$	100%

Źródło: N. Crosby, A. Lavers, J. Murchod, *Property valuation variation and the 'margin of error' in UK*. Journal of Property Research 1998, pp. 305-330.

Ciekawym dowodem konfrontacji powyższych stanowisk tj. oceny poprawności operatu na podstawie tego czy wynik mieści się w akceptowalnym przedziale oraz traktowania rozbieżności jako nieodłącznego elementu wyceny, stanowiącej opinię a nie fakt, jest sprawa z 1997 r. *Legal & General Mortgage Services Ltd przeciwko HPC Professional Services*. W tym przypadku to obrońca pozwanych rzeczoznawców majątkowych argumentował, iż nierzetelność oraz zaniedbanie przy sporządzaniu opinii można ustalić jedynie poprzez wykazanie, iż wycena znajduje się poza akceptowalnym przedziałem liczbowym. Spotkało się to jednak ze sprzeciwem ze strony sędziego, który wskazał, iż jedynym kryterium oceny sporządzenia operatu nie może być położenie wyniku

w ustalonym akceptowalnym przedziale liczbowym. Wyjaśnienia wymaga proces dojścia do takiego wyniku³⁷⁸.

Dyskusje dotyczące zjawiska niepewności wyceny nieruchomości podejmowane były także na szczeblu organizacji zawodowych, a ich popularność, podniesiona pierwotnie przez drobne konflikty pomiędzy rzeczoznawcami i ich klientami oraz spory sądowe, wzrastała szczególnie mocno w okresie burzliwych wydarzeń na rynku nieruchomości.

Przykładowo, kilka lat po krachu na rynku nieruchomości w USA pod koniec lat 80 XX w., powołany przez RICS zespół pod kierownictwem Mallinsona przygotował raport³⁷⁹ przedstawiający szereg inicjatyw, które środowisko zawodowe powinno podjąć, aby poprawić pozycję rzeczoznawcy majątkowego w świecie biznesu. Jedno z nich – rekomendacja nr 34, dotyczyła konieczności opracowania standardów wyrażania i pomiaru niepewności wyceny. Autorzy raportu doszli do wniosku, że niepewność wyceny nie powinna być traktowana w kategoriach błędu oszacowania (tak jak było to określane przez niektóre sądy). Została potraktowana za powszechne zjawisko w wycenie. Uznano, że jej ujawnienie przyczynić się powinno zarówno do zwiększenia wiarygodności jak i reputacji rzeczoznawców. Co jednak ważniejsze, powinno zwiększyć użyteczność wycen z punktu widzenia ich odbiorców³⁸⁰. Dostrzeżono bowiem, że przyczyny problemu błędnego odbioru wycen tj. postrzegania niepewności wyceny w kategoriach błędu przez klientów mogą wynikać m.in z tego, że rzeczoznawcy majątkowi nie przedstawiają wystarczających wyjaśnień dotyczących procesu szacowania takich jak: przyjętych założeń rynkowych czy interpretacji samego wyniku wyceny, jako hipotezy ceny. Szansy przezwyciężenia powyższych trudności upatrywano ówczesznie w opracowaniu wspólnego sposobu wyrażania niepewności w postaci deskryptywnej³⁸¹: *(...) rozwiązanie musi polegać na stworzeniu pewnego formatu opisu, przyjętego jako norma, który w prosty sposób oddaje istotę, ale może być także rozszerzany i interpretowany. Opis ten musiałby być przedstawiony w określonym standardzie zawodowym i zawsze dołączony do wyceny*³⁸². Autorzy raportu doszli do wniosku, że środowisko zawodowe powinno dążyć do tego, aby wyrażanie niepewności stało się częścią procesu wyceny, a także elementem dokumentu

³⁷⁸ Tamże.

³⁷⁹ *The Mallison Report: Report of the President's Working Party on Commercial Property Valuations*, RICS 1994.

³⁸⁰ M. Mallinson, N. French, *Uncertainty in property valuation – The nature and relevance of uncertainty and how it might be measured and reported*, *Journal of Property Investment and Finance* 18(1) 2000, pp. 13-32.

³⁸¹ Tamże

³⁸² Tamże.

z wyceny³⁸³, nazwanym w Wielkiej Brytanii raportem z wyceny (w Polsce dokument ten nazwano operatem szacunkowym)³⁸⁴. Dyskusje nad niepewnością wyceny ponownie ożywiły się po ataku terrorystycznym na wieże World Trade Center w 2001 r. Narastająca presja otoczenia spowodowała, że kolejnym krokiem było przygotowanie przez RICS kolejnego (pierwszy był raport Mallisona) raportu traktującego o wycenie nieruchomości, tym razem w kontekście wymogów stawianych przez fundusze nieruchomości – raportu Carlsberga. Autorzy opracowania odnieśli się w nim także do kwestii niepewności wyceny, powtarzając zalecenia wcześniejszego opracowania przygotowanego przez zespół Mallinsona, dotyczące konieczności jej ujawniania³⁸⁵ w raportach z wyceny³⁸⁶: *RICS powinien zlecić prace mające na celu ustalenie akceptowalnej metody, za pomocą której niepewność mogłaby być wyrażona w sposób pomocny i zrozumiały dla odbiorców wyceny*³⁸⁷.

Konieczność dalszego prowadzenia badań nad jakością wycen ujawnił kryzys gospodarczy 2006-2009³⁸⁸. Rozszerzył on i upowszechnił rozważania o niepewności, skupiając się w szczególności na rynkach finansowych w ujęciu globalnym. W 2008 r. w ramach Financial Stability Forum (ang. FSF), zidentyfikowano 5 kluczowych powodów

³⁸³ A. Joslin, *An investigation into the expression of uncertainty in property valuations*, Journal of Property Investment & Finance Vol. 23 No. 2005 pp. 269-285.

³⁸⁴ Rekomendacje wskazanego powyżej raportu znalazły swoje odzwierciedlenie w praktyce gospodarczej. Miały one swój wydzźwięk w standardach wyceny RICS *Appraisal and Valuation Manual* w 1996 r. Poszukując optymalnego rozwiązania kwestii niepewności wyceny, RICS przyjął zgodnie z zaleceniami zespołu Mallisona obowiązek raportowania niepewności przez rzeczoznawcę majątkowego, ograniczając jednak dotychczas prowadzone rozważania tylko do tej jej części (niepewności), którą rzeczoznawca majątkowy uzna za nietypową. Występuje ona w warunkach silnych fluktuacji na rynkach, wyceny nieruchomości posiadającej unikalne cechy, takie jak: np. nietypowa powierzchnia, architektura czy w warunkach słabej dostępności danych wejściowych, które powodują, że rzeczoznawca majątkowy nie może dokonać oszacowania wartości z taką dokładnością, jakiej normalnie można by oczekiwać. Słuszną uwagę zgłosił Chris Thorne, który wskazał, że rekomendacje raportu Mallisona nie ograniczają się wyłącznie do ujawniania i sposobów pomiaru niepewności nietypowej, wynikającej ze specyficznych uwarunkowań, ale do niepewności traktowanej w kategoriach ogólnych wynikających z samej specyfiki szacowania. C. Thorne, *Valuation uncertainty – when and why this is important*, Journal of Property Investment and Finance Vol. 39 Issue 5, pp. 500-508.

³⁸⁵ Niniejsze zalecenia zostały przyjęte przez Property Valuation Forum, które przeprowadziło szereg seminariów celem rozważenia reakcji rynku na propozycję raportu Calsberga. Jednym z rezultatów tego procesu konsultacyjnego było wprowadzenie zaleceń do 5 edycji Standardów Wyceny RICS z 2003, w ramach którego zaproponowano trzy możliwe podejścia do ujawnienia i pomiaru niepewności (jakościowe lub ilościowe):

- raportowanie słowne;
- rating - przypisywanie wycenie rangi w oparciu o ustalone zasady (np. 1, 2, 3; lub A, B, C);
- wsparcie analizami statystycznymi (odchylenie standardowe, wariancja).

W powyższym dokumencie nie przedstawiono jednak szczegółowych zaleceń

dotyczących preferowanego sposobu i formy raportowania – przedstawiono w nim wyłącznie propozycje. Ponadto, ponownie podniesiona została kwestia wyłącznie niepewności nietypowej

³⁸⁶ A. Joslin, *An investigation into the expression of uncertainty in property valuations*, Journal of Property Investment & Finance Vol. 23 No. 2005 pp. 269-285.

³⁸⁷ *Property Valuation, The Calsber Report*, RICS 2002.

³⁸⁸ *Report of The Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.

ówczesnej stagnacji. Jedno z głównych zastrzeżeń odnosiło się bezpośrednio do wyceny, a dokładniej, do jej transparentności (eksperci nie przedstawiali wystarczających wyjaśnień odnośnie dojścia do wyniku wyceny). Kryzys 2008 r sprawił, że kwestia niepewności została na stałe włączona do specjalistycznej literatury przedmiotu – międzynarodowych i europejskich standardów wyceny.

Wydarzenia roku 2019 przyczyniły się do ponownego podniesienia kwestii niepewności wyceny. Kryzys pandemiczny, skutkujący rosnącymi obawami o przyszłość oraz regulacjami ograniczającymi swobodę poruszania się – lockdown, wpłynął istotnie również na praktykę wyceny nieruchomości. Rzecznawcy majątkowi stanęli w obliczu niemożności oszacowania wartości rynkowej nieruchomości na skutek braku danych rynkowych (drastyczny spadek liczby transakcji) oraz ich nieaktualności (transakcje sprzed okresu pandemii odzwierciedlały inny stan rynku), a także trudności dokonania oględzin nieruchomości (restrykcje). Reakcją środowiska zawodowego na niniejsze wydarzenia było przygotowanie wytycznych wspomagających pracę rzeczoznawców np. *Valuation Practice Alert – Coronavirus RICS*. Nowym wydarzeniem jest agresja Rosji na Ukrainę. Trudno się spodziewać, by którekolwiek z tych źródeł przestało być aktualne w tak silnie rozchwytanym i zmieniającym się świecie³⁸⁹.

Tocząca się dyskusja miała charakter wielowątkowy m.in. podjęto próbę zdefiniowania niepewności wyceny³⁹⁰ i poszukiwano jej miar. Wyróżniono niepewność pojedynczej wyceny, dotyczy ona danych wejściowych i rozważana jest jako niepewność typowa i nietypowa, oraz niepewność rozumianą jako różnica pomiędzy wyceną a wyceną, określaną także mianem zmienności wyceny. Niepewność typowa jest następstwem przyjmowanych w procesie wyceny ocen wielkości poszczególnych parametrów. W dążeniu do obiektywizacji rynku ekspert dokonuje analizy rynku nieruchomości, pozyskując przedział wielkości danych odwzorowujących typowe, najczęściej występujące zachowania jego uczestników. Dane te nierzadko są niekompletne, dotyczą różnych horyzontów czasowych, i co najważniejsze dotyczą jedynie nieruchomości podobnych do przedmiotu wyceny, nie takich samych. Z tak pozyskanego przedziału ekspert dokonuje wyboru

³⁸⁹ C. Thorne, *Valuation uncertainty – when and why this is important*, Journal of Property Investment & Finance Vol. 39 No. 5 2021 s. 500-508.

³⁹⁰ Na przykład TEGoVa definiuje niepewność jako: *stopień w jakim ocena wartości aktywów na dzień wyceny może być niedokładna. Ta niepewność może wynikać z uwarunkowań rynkowych, braku dowodów, niedociągnięć w wycenie lub różnic w profesjonalnej opinii*. Australijski Instytut Nieruchomości (ang. API – Australia Property Institute) podejmuje tematykę niepewności definiując ją jako: *możliwość, że profesjonalna opinia rzeczoznawcy majątkowego dotycząca wartości rynkowej składnika aktywów może różnić się od ceny, jaką można uzyskać na rynku w wyniku zbycia składnika aktywów na dzień wyceny, przy założeniu, że wszystkie inne warunki i zmienne rynkowe pozostają stałe*.

najbardziej prawdopodobnej dla konkretnej nieruchomości wielkości, wykorzystując do tego celu zarówno metody jakościowe i ilościowe, a także własną wiedzę ekspercką. Oznacza to, że każdorazowemu wprowadzeniu danych wejściowych towarzyszy pewien, wiążący się z umiejętnością oceny bieżących i przyszłych warunków rynkowych, stopień niepewności.

Źródeł niepewności nietypowej upatruje się: (a) w specyficznych cechach przedmiotu wyceny np. wyjątkowo dużej kubaturze czy wielofunkcyjności budynku. Utrudniają one proces wyboru nieruchomości podobnych, a także ich porównanie z przedmiotem wyceny, czy (b) w stanie rynku na dzień wyceny – jego niskiej aktywności, szybkich zmianach w zachowaniu jego uczestników (kryzysy gospodarcze, pandemia).

Niepewność rozumiana jako różnica pomiędzy wyceną a wyceną, nazwana zmiennością wyceny, zorientowana jest na dane wyjściowe (niepewność pojedynczej wyceny, typowa i nietypowa dotyczy danych wejściowych). Dotyczy sytuacji występowania różnic w oszacowaniu w przypadku dokonywania wyceny tej samej nieruchomości, dla tego samego celu, w tym samym czasie, ale przez różnych rzeczoznawców. Jej źródła upatruje się w: (a) niepewności pojedynczej wyceny, (b) rozbieżności będącej efektem zróżnicowanych założeń przyjmowanych do wyceny przez różnych rzeczoznawców.

W przypadku wykazania niepewności pojedynczej wyceny, do jej pomiaru proponowano m.in.: (a) odchylenie standardowe³⁹¹, (b) współczynnik zmienności, (c) trójkątny rozkład prawdopodobieństwa oparty na przyjęciu trzech wartości bezwzględnych: najbardziej prawdopodobnej, maksymalnej i minimalnej, (d) metodę Monte Carlo³⁹². W badaniach nad wykazaniem zmienności wyceny wskazywano m.in. (a) metodę analizy regresji, gdzie zmienną objaśnianą i objaśniającą mianowano wyceny sporządzone przez dwa, niezależnie od siebie działające podmioty, (b) wariancję jako miarę zmienności³⁹³.

Pomimo prowadzonych dotychczas rozważań nie udało się jednak opracować jednolitego sposobu wyrażania niepewności. W dyskusji prowadzonej na szczeblu organizacji zawodowych o międzynarodowej skali oddziaływania np. RICS, IVSC nacisk położono głównie na metody jakościowe m.in. w postaci słownego informowania klientów

³⁹¹ N. French, M. Mallison, *Uncertainty In Property Valuation. The Nature and Relevance of uncertainty and how it might be measured and reported*, Journal of Property and Finance, Vol. 18. No.1, 2000, pp. 13-32.

³⁹² N. French, *Valuation uncertainty. Common Professional Standards and Methods*, 13 th Pacific-Rim Real Estate Society Conference, Western Australia, 21 to 24 January 2007, p. 21

³⁹³ E. Kucharska-Stasiak, *Uncertainty of Property Valuation as a Subject of Academic Research*, Real Estate Management and Valuation 2013, Vol. 21, Issue 4, pp. 17-25.

o specyfice wyceny nieruchomości lub w formie specjalnych klauzul w raporcie z wyceny (m.in. pandemia COVID-19) Zaproponowany przez RICS w 2003 r. pomysł ratingu operatu znalazł swoje odbicie w Europejskich Standardach Wyceny, ale w innym kontekście, służył ocenie kryteriów inwestycji nieruchomościowych w trakcie ich realizacji. Ilościowe metody pomiaru i wyrażania niepewności stanowiły w większej mierze przedmiot zainteresowania środowiska akademickiego. Brak ustandaryzowanego podejścia do wyrażania niepewności stanowi trudność w branży wyceny nieruchomości, jest także źródłem wielu nieporozumień na linii rzeczoznawca majątkowy – odbiorca wyceny. Niepewność jest normalną cechą rynkową wynikającą z natury nieruchomości, którą należy otwarcie uznać. Jest ona zmienna w zależności od cech nieruchomości i warunków rynkowych.

4.4. Behawioralny charakter wartości rynkowej nieruchomości

Zgodnie z przytoczoną w rozdziale drugim (por. 2.3) definicją, wartość rynkowa nieruchomości to: *szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej*³⁹⁴.

Dochodzenie do wartości rynkowej, której celem jest obiektywizacja zachowań uczestników rynku wymaga spełnienia warunków definicyjnych – por. 2.3. Koncepcja wartości rynkowej nieruchomości jest zatem konstrukcją o charakterze hipotetycznym, opiera się na wielu założeniach upraszczających, które jak zauważa Mooya,³⁹⁵ wywodzą się częściowo z teorii neoklasycznych, bazujących na modelu homo oeconomicus: człowiek postępuje racjonalnie, kalkuluje nakłady i efekty, dąży do uzyskiwania optymalnych rezultatów - w sferze produkcji maksymalnych zysków, w sferze konsumpcji maksymalnej użyteczności. Odznacza się zdolnościami kognitywnymi w dokonywaniu racjonalnych wyborów. Model ten wyjaśnia konkretną aktywność człowieka w zakresie podejmowanych przez niego decyzji rynkowych w idealnych warunkach rynkowych, prowadzących do racjonalnych wyborów. Niestety, co zostało wskazane we wcześniejszej części pracy, powyższe założenia nie odpowiadają subiektywnej, względnej i dynamicznej naturze

³⁹⁴ Dominuje przekonanie, że szacunkowa kwota to najbardziej prawdopodobna cena. Bywa ona jednak również postrzegana jako najwyższa cena. Wydaje się, że takie zrozumienie wartości rynkowej jest zasadne dla celów inwestycyjnych, podczas gdy dla celów wymagających obiektywizacji (naliczanie opłat, podatków, odszkodowań) pozostaje typową, najczęściej występującą ceną.

³⁹⁵ Mooya, M. M. *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, pp. 12-19.

wartości, specyfice nieruchomości i rynku nieruchomości, warunkom zawierania na nim transakcji, oraz procesowi dochodzenia do wartości. Wartość rynkowa odwzorowuje zachowania uczestników rynku: w procesie podejmowania decyzji, kształtowania się cen, dochodzenia do wartości, czyli w procesie wyceny. Dotychczasowe rozważania³⁹⁶ uzasadniają twierdzenie, że wartość jako wynik tego procesu z natury ma zatem charakter behawioralny³⁹⁷. A zatem pojedyncza cena jest efektem relacji, jaka powstaje pomiędzy konkretnymi stronami, o konkretnych preferencjach i celach, której przedmiotem jest konkretna, niepowtarzalna nieruchomość, co utrudnia obiektywne ustalenie oczekiwań rynku, co do wartości danego aktywa. To prowadzi do wniosku, że nie ma prawdziwej³⁹⁸ czy jak pisze Mooya prawidłowej wartości³⁹⁹.

Standardowa teoria wartości może się sprawdzić wyłącznie na rynkach dobrze rozwiniętych i konkurencyjnych, tam gdzie to, co możliwe jest do zaobserwowania, poprzez poziom cen transakcyjnych jest równoważne z wartością⁴⁰⁰. Nie odnosi się ona w wystarczającym stopniu do obecnych na rynku nieruchomości zachowań jego uczestników, wynikających zarówno z cech nieruchomości jak i rynku nieruchomości, a także roli ryzyka⁴⁰¹ i niepewności. Implikuje to, jak wskazano we wcześniejszej części

³⁹⁶ (1) ułomny sposób pełnienia przez ceny funkcji nośnika wartości. Stanowi to efekt wskazanej wcześniej wysokiej niedoskonałości rynku nieruchomości, jego niskiej efektywności zarówno informacyjnej, operacyjnej jak i alokacyjnej. Cena nie odwzorowuje wszystkich zmian zachodzących w otoczeniu. Informacja zawarta w cenach jest znacznie zniekształcona, często odwzorowuje ona umowy sprzedaży czy najmu z okresu innej aktywności rynku. Uczestnicy tego rynku działają w ograniczonym, do wymiaru lokalnego środowisku informacyjnym, w którym transakcje mają charakter poufny. Poziom rozeznania stron transakcji jest niepełny. Decydenci nie mają pełnej możliwości podejmowania decyzji z uwzględnieniem bieżących realiów rynkowych oraz bieżących oczekiwań rynku, ponieważ mają w tym zakresie ograniczoną wiedzę. Nieruchomości wymagają indywidualnego podejścia ze względu na ich cechy prawne oraz fizyczne, są też dobrami, które relatywnie rzadziej znajdują się w obrocie rynkowym, koszty transakcji są wyższe, okres ekspozycji jest dłuższy; (2) heterogeniczność nieruchomości sprawia, że znajomość cen transakcyjnych lub ofertowych nie pozwala na ich bezpośrednie porównanie z przedmiotem transakcji. Uczestnicy rynku mogą znać ceny nieruchomości podobnych, natomiast cenę przedmiotowej nieruchomości poznają dopiero na etapie finalnych negocjacji. Kolejnym aspektem wynikającym z heterogeniczności jest to, że nabywcy mają ograniczone możliwości wyboru, uwzględniającego ich preferencje. Każda nieruchomość cechuje się konkretnym zestawem atrybutów, co sprawia, że nabywcy, będą dążyć do osiągnięcia maksymalnego poziomu satysfakcji, a niekoniecznie użyteczności; (3) zróżnicowane motywacje uczestników, różne formy zawieranych transakcji (transakcja prywatna, przetarg w formie licytacji), występowanie emocji w trakcie zawieranych transakcji mają istotny wpływ na ich wyobrażenia o wartości indywidualnej (inwestycyjnej) danej nieruchomości, wpływając na akceptację poziomu płaconej ceny.

³⁹⁷ Nawiązanie do ekonomii behawioralnej, nurtu który stanowi powrót do refleksji nad psychologicznymi podstawami ludzkich zachowań.

³⁹⁸ A. Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. 2006. Stern School of Business.

³⁹⁹ M. M Mooya, *Market Value without a Market: Perspectives from Transaction Cost Theory*, *Urban Studies*, 2009 vol. 46, issue 3, pp. 687-701.

⁴⁰⁰ M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, pp. 12-19.

⁴⁰¹ Wg EVS ryzyko wyceny (ryzyko rynkowe) jest to możliwość, że wartość składnika aktywów może ulec zmianie po dniu wyceny z powodów, które mogą zawierać ryzyka fizyczne, okoliczności makroekonomiczne, zmiany na rynku i zmiany regulacyjne

pracy, że zrozumienie kategorii wartości jest problematyczne nie tylko wśród klientów (odbiorców wycen), ale także w praktyce wyceny wśród rzeczoznawców majątkowych (por. 2.2 i 4.3). stanowi powielanie istniejących modeli wyceny (algorytmów dochodzenia do wartości) kosztem zrozumienia realiów rynkowych. Skoro standardowa definicja wartości rynkowej nie odwzorowuje specyfiki nieruchomości a także specyfiki rynku nieruchomości dla bezpieczeństwa stron transakcji, redukcji kosztów transakcyjnych oraz w celu lepszego zrozumienia koncepcji wartości rynkowej w procesie wyceny, jej złożoności i jej kruchości⁴⁰² należy uwypuklić ryzyko i niepewność, a to wymaga ponownego spojrzenia na definicję wartości, wymaga jej uzupełnienia.

Autor rozprawy proponuje uwypuklenie w definicji wartości rynkowej nieruchomości elementów ryzyka i niepewności a także uwzględnienie obecnych zarówno wśród stron transakcji jak i rzeczoznawców majątkowych emocji, zachowań instynktownych, stosowania uproszczonych form wnioskowania o działanie w warunkach często małej dostępności do danych. Tym samym zgadza się z uwagami M. Mooya, że ceny rynkowe są wyłaniającym się wynikiem konkurencji i koordynacji między licznymi, heterogenicznymi, związanymi instytucjami podmiotami, którzy mają ograniczone poznanie i działają w niepewnym otoczeniu, a także z tym, że wartość w zależności od poziomu konkurencyjności rynku może mieć charakter pozytywny, który występuje na rynkach konkurencyjnych, w ramach których rzeczoznawca majątkowy ma dostęp do znacznej ilości transakcji nieruchomościami podobnymi lub normatywny, gdzie tych transakcji brakuje⁴⁰³, co powoduje, że wycena staje się bardziej sztuką niż nauką. Takie rozróżnienie rynków z punktu widzenia ich aktywności pozwala lepiej zrozumieć kategorię wartości nieruchomości, umożliwia jej lepszą interpretację a także ujawnia jej słabości.

Według wzbogaconej definicji wartość rynkowa to *szacunkowa kwota, rozumiana jako najbardziej prawdopodobna, czyli typowa cena, jaką w dniu wyceny można uzyskać za daną nieruchomość, zakładając, że strony mając stanowczy zamiar zawarcia umowy, podlegają emocjom, działają instynktownie, stosują uproszczone formy wnioskowania, działając w warunkach często małej dostępności do danych, starają się postępować rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej oraz, że upłynął odpowiedni okres eksponowania na rynku.*

⁴⁰² M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, pp. 12-19.

⁴⁰³ Tamże.

W zaproponowanej powyżej koncepcji wartości pojawiają się nowe, w stosunku do poprzedniej sformułowania:

- najbardziej prawdopodobna, czyli najczęściej występująca, typowa cena,
- strony podlegają emocjom, działają instynktownie, stosują uproszczone formy wnioskowania, działając w warunkach często małej dostępności do danych starają się postępować rozważnie.

Konieczność uwzględnienia powyższych elementów zachowań behawioralnych⁴⁰⁴ stanowi efekt: zdefiniowania wartości jako hipotezy ceny, jako opinii sporządzanej przez eksperta a także zawierania transakcji:) na rynku mało efektywnym, na którym cena transakcyjna nie może stanowić prostej podstawy wyznaczania wartości () pomiędzy stronami działającymi w warunkach racjonalności ograniczonej, które podlegają emocjom, działają instynktownie, stosują uproszczone formy wnioskowania, przetwarzając dostępne informacje i dążą do maksymalizacji własnej satysfakcji, niekoniecznie użyteczności.

Włączenie powyżej wskazanych elementów do definicji wartości rynkowej nie oznacza odrzucenia poprzedniej koncepcji tej wartości. Stanowi jej istotne uzupełnienie, ujawnia bowiem to, co jest na tym rynku najbardziej typowe: emocje, ryzyko i niepewność. Stanowi próbę wyjaśniania zjawisk społeczno-gospodarczych, przejawiających się na rynku nieruchomości coraz śmielszą implementacją do ekonomii teorii pochodzących dotychczas z psychologii i socjologii,. Wzbogacenie definicji stanowi kolejny krok w trwającej już od ponad stu lat dyskusji (por. rdz. 2). Zwrócenie uwagi na behawioralne zachowania uczestników transakcji stanowi widoczny efekt zmian w postrzeganiu procesu wartościowania:, ujawnienie się nowego nurtu w wycenie nieruchomości: odejście od dyskusji o metodykach wyceny i przesunięcie zainteresowania na warunki zawierania transakcji. Zmodyfikowana definicja zwraca uwagę na rzeczywiste mechanizmy rządzące ludzkim zachowaniem. Podnosząc ryzyko i niepewność oszacowania przestrzega przed zbytnią ufnością w wynik. Rzeczywisty charakter wartości rynkowej sugeruje także, że przyszły postęp w wycenie powinien polegać nie na doskonaleniu metodyki wyceny, która przeżywa kryzys⁴⁰⁵ ale na odkrywaniu relacji zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku a coraz bardziej złożonym środowiskiem i ich wpływem na wartość. Ale koncepcja wartości musi odpowiadać wyzwaniom XXI wieku. Oznacza to, że może będzie ona dalej

⁴⁰⁴ Behawioryzm zajmuje się badaniem zachowań człowieka w różnych sytuacjach. Zakłada, że należy badać związki zachodzące pomiędzy reakcjami a bodźcami

⁴⁰⁵ M. Mooya, *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berling Heidelberg 2016, pp. 12-19.

ewoluowała uwzględniając, obok aspektów ekonomicznych również aspekty społeczne, np. wymogi równowagi systemu ekologicznego (Life Cycle Cost).

Rozszerzenie definicji wartości rynkowej o wskazane powyżej elementy zachowań uczestników rynku musi znaleźć odzwierciedlenie także w sposobie przedstawiania i interpretacji wyniku szacunku. Na moment pisania niniejszej rozprawy doktorskiej powszechnym rozwiązaniem jest zaprezentowanie wyniku wyceny w postaci pojedynczej liczby po zaokrągleniu wraz z jej uzasadnieniem. Zgodnie z § 79. 2. Rozporządzenia Ministra Rozwoju i Technologii z dnia 5 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości. *Określona przez rzeczoznawcę majątkowego wartość nieruchomości nie zawiera podatków i opłat, w szczególności podatku od towarów i usług. Kwotę wartości nieruchomości wyraża się w pełnych złotych. Kwotę tę można wyrazić w zaokrągleniu do dziesiątek, setek lub tysięcy złotych, jeżeli nie zniekształca to wyniku wyceny.*

Rozważania te podjęte zostały częściowo w rozdziale 4 niniejszej – por. 4.3, w zakresie próby ujawniania niepewności wyceny nieruchomości. Dotychczas prowadzone dyskusje pozwoliły na wskazanie kilku proponowanych sposobów pomiaru ryzyka i niepewności wyceny⁴⁰⁶. Zaliczają się do nich: raportowanie słowne, specjalne klauzule w operacie, rating raportu z wyceny – punktowa ocena ryzyka, odchylenie standardowe, współczynnik zmienności, analizy wrażliwości (metoda zastosowana a analizie wyników eksperymentu), metoda Monte Carlo, przedział liczbowy - oparty na przyjęciu trzech wartości – najbardziej prawdopodobnej, maksymalnej, minimalnej. Pomimo szeroko zakrojonych dyskusji rozwiązań tych nie udało się dotychczas zaimplementować w praktyce gospodarczej. Najprostszymi metodami ujawnienia niepewności i ryzyka wyceny są metoda raportowania słownego lub specjalnej klauzuli w operacie szacunkowym. Z uwagi na niską inwazyjność w proces dochodzenia do wartości są to metody preferowane przez środowiska zawodowe (RICS, TEGOVA). Niewątpliwie są warte upowszechniania i wdrażania ale raczej w formie zasad dobrej praktyki, aniżeli rozwiązania obligatoryjnego dla rzeczoznawców majątkowych⁴⁰⁷. Ich oddziaływanie, w szczególności zamieszczanie specjalnych klauzul w operacie, zdaje się być mocno ograniczonym sposobem ujawniania niepewności. Najważniejszym elementem operatu jest wartość nieruchomości, odbiorcy wczytują się w resztę treści zazwyczaj w przypadku zaistnienia jakiegoś problemu. Rating

⁴⁰⁶ M. Mallinson, N. French, *Uncertainty in property valuation – The nature and relevance of uncertainty and how it might be measured and reported*, Journal of Property Investment and Finance 18(1) 2000, pp. 13-32.

⁴⁰⁷ Specjalne klauzule stosowano w przypadkach wystąpienia niepewności nietypowej na rynkach podczas pandemii COVID-19.

raportu z wyceny poprzez punktowe ocenianie ryzyka tj. w przypadku niskiego jego poziomu ocena 1, wysokiego ocena 4, jest rozwiązaniem prostym, podobnie jak wskazane powyżej metody raportowania lub zamieszczania specjalnej klauzuli. Ma jednak istotne wady, a do najistotniejszych należy zaliczyć m.in zjawisko różnicowania wyceny na lepsze i gorsze, a nie na obarczone większą lub mniejszą niepewnością.

Kolejnym sposobem ujawniania niepewności wyceny jest odchylenie standardowe. Należy jednak zaznaczyć, że jest to klasyczna miara zmienności informująca o tym, jak szeroko wartości danej wielkości są rozrzucone wokół średniej, zakładając rozkład normalny. Ten z kolei nie pasuje do procesów zachodzących na rynku nieruchomości. Dodatkowo, problemem jaki pojawia się przy próbie zastosowania odchylenia standardowego jako miary niepewności i ryzyka wyceny jest jego nieadekwatność względem zachowań uczestników rynku nieruchomości. Nie oceniają oni niepewności i ryzyka w postaci odchylenia standardowego. Te same wątpliwości towarzyszą wyrażaniu ryzyka i niepewności za pomocą współczynnika zmienności- tu również pojawia się problem nieadekwatności tego rozwiązania do realiów rynkowych.

Stosunkowo prostą metodą analizy ryzyka jest analiza wrażliwości. Polega ona na badaniu wpływu jednego lub kilku czynników (zmiennych) na analizowaną wartość przy zachowaniu stałego poziomu pozostałych zmiennych w wybranym scenariuszu. Metoda Monte Carlo ⁴⁰⁸ jest powszechnie znaną w teorii i praktyce zarządzania finansami metodą analizy ryzyka czy narzędziem służącym do oceny efektywności inwestycji. Ma zastosowanie zwłaszcza tam, gdzie pojawia się wiele źródeł ryzyka, a parametry decydujące o wartości wynikowej są ze sobą powiązane⁴⁰⁹.

Ostatnią z proponowanych metod jest przedział liczbowy oszacowany na podstawie trzech wartości bezwzględnych: pesymistycznej, najbardziej prawdopodobnej, optymistycznej. Jego wielką zaletą jest nie tylko prostota ale także fakt, że ten sposób prezentacji wyniku nie zakłada konieczności występowania rozkładu normalnego⁴¹⁰. Wskazana w pracy specyfika procesu cenotwórczego (przekształcanie wartości w ceny,) specyfika rynku nieruchomości i procesu dochodzenia do wartości (przekształcanie ceny w wartość) sugeruje, że nie ma jednego poziomu wartości rynkowej. Rynek operuje

⁴⁰⁸ Metoda Monte Carlo jest to metoda reprezentująca rozwiązanie problemu w postaci parametru pewnej hipotetycznej populacji i używająca sekwencji liczb losowych do skonstruowania próby losowej z danej populacji, z której to statystyczne oszacowania tego parametru mogą być otrzymane. J. Zemke, *Metoda Monte Carlo w ocenie ryzyka finansowego inwestycji*. Optimum, Studia Ekonomiczne nr 3 (84) 2017 s. 52.

⁴⁰⁹ E. Kucharska-Stasiak. *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, ss. 238-245.

⁴¹⁰ Tamże.

przedziałami cenowymi, a nie punktami. Skoro wycena ma odwzorować rynek, powinno to się przełożyć na sposób podawania wartości, jako wyniku procesu szacowania w formie przedziału liczbowego. Przykładem takiego sposobu wyrażania wartości jest rynek dzieł sztuki, który ma pewne cechy podobne do rynku nieruchomości.

5. Trudność obiektywizacji wartości rynkowej w świetle badań własnych

5.1 Postrzeganie koncepcji wartości rynkowej i sposobu prezentacji wyniku wyceny przez rzeczoznawców majątkowych

5.1.1 Cel badania i zastosowana metoda badawcza

Prowadzone dotychczas rozważania teoretyczne wskazują na trudną naturę wartości rynkowej jako kategorii ekonomicznej: nieodłącznie występujący w procesie wartościowania jej subiektywizm, zmienność i względny charakter. Te cechy wartości, w połączeniu z cechami nieruchomości, specyfiką rynku nieruchomości i procesu dochodzenia do niej pogłębiają trudności jej obiektywizacji (C2; H3). Rynek nieruchomości, potrzebuje jednak wartości obiektywizującej zachowania jego uczestników- z uwagi na niski poziom jego efektywności nie może być ona zastąpiona ceną. Podjęta próba rozważań teoretycznych ujawnia, że wartość rynkowa nieruchomości jest słabą próbą obiektywizacji (C1; H2): decydują o tym nie tylko cechy nieruchomości i cechy rynku nieruchomości ale także zachowania jego uczestników, którzy podlegają emocjom, popełniają błędy, dążą do maksymalizacji własnej satysfakcji a nie użyteczności, działają w warunkach ryzyka i niepewności. (C2; H1). Powinien być tego świadomy i rzeczoznawca i odbiorca wyceny. Jednakże ani koncepcja wartości rynkowej nieruchomości ani wartość jako wynik szacunku, w dotychczasowej formie prezentacji, nie umożliwiają zwiększenia świadomości uczestników rynku i nie ułatwiają interpretacji wyniku (C3: H1; H4; H5). Wartość rynkowa, która jest kategorią powstającą w wyniku konkurencji subiektywnych wycen ma faktycznie charakter przedziałowy, nie punktowy (H5). Nie ma zatem jednego poziomu wartości rynkowej tej samej nieruchomości wyznaczanej w danym dniu dla tego samego celu. Jej wyrażanie w postaci jednej liczby, chociaż niezbędne z punktu widzenia wielu celów wyceny, odbiega od realiów rynkowych, w szczególności w przypadku nieruchomości nietypowych a także w warunkach małej aktywności rynku, kiedy ma ona wymiar normatywny, nie pozytywny. Jest to mylące dla uczestników rynku.

Aplikacyjnym celem tej części pracy jest ujawnienie, że wysoki poziom niepewności wartości rynkowej nieruchomości, mający swoje źródła także w procesie dochodzenia do niej, podkreślony we wcześniejszej części pracy w definicji wartości

rynkowej, powinien zostać ujawniony w sposobie przedstawienia i interpretacji wyniku wyceny (C3; H5). Dla realizacji tego celu zastosowana została ankieta, która ma (a) skonfrontować założenia definicyjne obowiązującej wartości rynkowej z ich zrozumieniem i ich akceptacją przez rzeczoznawców majątkowych, (b) wskazać źródła behawioryzmu w procesie wyceny nieruchomości, (c) ocenić rozróżnienie wśród uczestników rynku pojęć wartości i ceny, (d) oraz zweryfikować zasadność zmiany sposobu prezentacji i interpretacji wyniku.

W ramach przeprowadzonego badania posłużono się kwestionariuszem ankietowym (raport z badania zawiera zał. 1). Ankieta w wersji on-line rozesłana została do rzeczoznawców majątkowych zrzeszonych w lokalnych stowarzyszeniach – członkach PFSRM (zał. 2). Badanie prowadzono było w okresie od września 2022 r. do lutego 2023 r. W kwestionariuszu ankiety zawarto pytania zamknięte wielokrotnego wyboru oraz pytania otwarte. Pytania miały charakter diagnostyczny. Respondentów poinformowano o tematyce badawczej, a także o ich anonimowości przy odpowiedziach. Ankieta składała się z dwóch zasadniczych części. Pierwszą stanowiła metryczka, w ramach której respondentów zapytano o: płeć, wiek, wykształcenie, doświadczenie w wycenie nieruchomości (mierzone w latach pracy w zawodzie), formę prowadzenia działalności gospodarczej, aktywność zawodową (liczbę przygotowywanych operatów szacunkowych rocznie), rodzaj najczęściej wycenianych nieruchomości, statusu odbiorców operatów (osoby fizyczne, przedsiębiorcy, sektor finansowy, sektor publiczny). Tak sformułowane pytania pozwoliły na określenie cech próbki badawczej. Ankietę poprawnie wypełniło 136 rzeczoznawców majątkowych (72 kobiety i 64 mężczyzn).

Wśród respondentów dominowały osoby w wieku powyżej 50 lat (37.00% ankietowanych), oraz osoby w wieku 31-40 lat (32.60%), posiadające głównie wykształcenie techniczne (43.00%), ekonomiczne (– 38.50%), oraz prawnicze (11.10%), o bogatym stażu zawodowym (42.60% osób zajmuje się wyceną od 12 lat lub więcej), 40.40% wykonuje ponad 50 operatów szacunkowych rocznie, 30.90% od 11 do 30, głównie nieruchomości mieszkaniowych. Znakomita większość z nich prowadzi działalność gospodarczą we własnym imieniu, w formie jednoosobowej działalności gospodarczej (74.60%).

W części drugiej kwestionariusza respondentom przedstawiono 12 pytań dotyczących: rozumienia definicji wartości rynkowej, specyfiki rynku nieruchomości (w tym: efektywności na niskim poziomie), behawioralnych aspektów procesu

podejmowania decyzji na tym rynku oraz behawioralnych aspektów wyceny nieruchomości i ich konsekwencji.

5.1.2 Postrzeganie koncepcji wartości rynkowej i sposobu prezentacji wyniku wyceny przez rzeczoznawców majątkowych w świetle badania ankietowego

Ankietowani rzeczoznawcy majątkowi na ogół zgadzają się z założeniami definicyjnymi wartości rynkowej – por. tabela nr 16. Najwięcej wątpliwości, wyrażonych głównie w postaci odpowiedzi *trudno powiedzieć*, dotyczy założeń odnoszących się do ludzkiej natury – *działają z rozeznaniem i postępują rozważnie* (model homo oeconomicus), *nie znajdują się w sytuacji przymusowej* (heterogeniczność nieruchomości i relatywnie niewielka liczba transakcji powoduje, że poszczególne nieruchomości nie stanowią względem siebie substytutów doskonałych. Nie ma dwóch takich samych ofert. Obawa, że *drugiej takiej już nie znajdziemy*, wywołuje większą podatność na wpływ emocji, rodzi pewną presję i przymus w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych w środowisku specyfiki nieruchomości i rynku nieruchomości. Sporo niepewności budzi także sformułowanie - *upłynął odpowiedni okres ekspozycji na rynku* (jego krytyka - por. 2.3).

Tabela 16 Zgodnie z art. 151.1 Ustawy o gospodarce nieruchomościami wartość rynkową nieruchomości stanowi szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej. Czy Pana/i zdaniem, warunki definicyjne wartości rynkowej dobrze odzwierciedlają typowe zachowania uczestników rynku nieruchomości?

Odpowiedź	Zdecydowanie tak	Raczej tak	Trudno powiedzieć	Raczej nie	Zdecydowanie nie
Strony mają stanowczy zamiar zawarcia transakcji	58 ⁴¹¹ (43.94 ⁴¹² %)	67 (50.76%)	5 (3.79%)	2 (1.52%)	0 (0.00%)
Działają z rozeznaniem i postępują rozważnie	23 (17.69%)	47 (36.15%)	43 (33.08%)	17 (13.08)%	0 (0.00%)
Strony nie są powiązane	37 (28.46%)	55 (42.31%)	30 (23.08%)	6 (4.62%)	2 (1.54%)

⁴¹¹ Liczba osób.

⁴¹² Procentowy udział w grupie badawczej.

Strony nie znajdują się w sytuacji przymusowej	37 (28.91%)	44 (34.38%)	33 (25.78%)	11 (8.59%)	3 (2.34%)
Upłynął odpowiedni okres ekspozycji na rynku	20 (15.27%)	52 (39.69%)	48 (36.64%)	7 (5.34%)	4 (3.05%)

Źródło: opracowanie własne

Większość ankietowanych rzeczoznawców uważa, że nie w pełni uwzględnione zostały w definicji wartości rynkowej czynniki pozaekonomiczne takie jak: emocje, wpływ otoczenia, instynkt, które są jednak typowe dla uczestników tego rynku – por. tabela nr 17., a przez to wpływają na ceny transakcyjne (czyli zgadzają się, że ceny mają charakter behawioralny), w konsekwencji wpływają na wartość. Potwierdzają oni również wpływ mody a także często niskiej świadomości sytuacji rynkowej⁴¹³. Uznają, że skoro wartość rynkowa ma odzwierciedlać typowe zachowania uczestników rynku nieruchomości, nie powinny być one w jej definiowaniu i rozumieniu pomijane.

Tabela 17 Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że uczestnicy rynku nieruchomości powszechnie podejmują swoje decyzje nie tylko na podstawie cech nieruchomości, ale także pod wpływem czynników pozaekonomicznych takich jak emocje; ulegają wpływowi otoczenia (rodzina, znajomi)?

Odpowiedź	%	Liczba osób
Zdecydowanie tak	25.70%	35
Raczej tak	44.10%	60
Trudno powiedzieć	14.00%	19
Raczej nie	14.00%	19
Zdecydowanie nie	2.20%	3

Źródło: opracowanie własne

W opiniach respondentów rola czynników pozaekonomicznych może stanowić od 11% do nawet 50% ceny – por. tabela nr 18. Niska efektywność rynku powoduje, że rzeczoznawcy majątkowi w procesie wyceny nieruchomości nie są w stanie dokładnie weryfikować warunków na jakich zawierane są transakcje. Nie do końca wiadomo, co i w jakim stopniu wpłynęło na zapłaconą za nieruchomość cenę. Szacowanie wartości odbywa się zatem na podstawie do końca nieznanych faktów. Rzeczoznawca zakłada, że

⁴¹³ Powyższe wyniki badań nawiązują do wskazanej w części teoretycznej pracy oceny założeń definicyjnych wartości rynkowej jakie pojawiają się w literaturze przedmiotu np. M.M Mooya⁴¹³, który wskazuje, że definicja wartości rynkowej nie odzwierciedla dobrze typowych zachowań uczestników rynku nieruchomości, tj. ich irracjonalności, ograniczonych zdolności poznawczych, wpływu emocji na podejmowane przez nich decyzje.

z dużym prawdopodobieństwem w odrzuconych transakcjach nie zostały spełnione warunki definicyjne wartości rynkowej. Wartość rynkowa obarczona jest zatem ryzykiem i niepewnością, które powinny zostać w większym stopniu uwypuklone w definicji, i uwzględnione w sposobie prezentacji wyniku wyceny. Bazuje ona na wielokrotnie krytykowanym w literaturze przedmiotu modelu człowieka racjonalnego (np. homo socio-oeconomicus).

Tabela 18 Proszę określić w jakim stopniu Pani/a zdaniem cena kształtowana jest przez czynniki pozaekonomiczne tj. emocje, wpływ otoczenia, działanie instynktowne, nieracjonalność?

Odpowiedź	%	Liczba osób
0-10%	16.20%	22
11-30%	50.00%	68
31-50%	24.30%	33
51-70%	7.40%	10
71-90%	1.50%	2
91-100%	0.75%	1

Źródło: opracowanie własne

Respondenci są świadomi ułomności informacyjnej cen na rynku nieruchomości. Prawie 50% (46,30%) ankietowanych zgadza się, że ceny transakcyjne oraz stawki czynszów nie odwzorowują w pełni dostępnych informacji dotyczących przedmiotów transakcji. Powyższe potwierdza podnoszoną w literaturze przedmiotu kwestię nieefektywności i niedoskonałości (por. 3.3) jako cech rynku nieruchomości utrudniających proces obiektywizacji wartości rynkowej.

Trudność ta wynika nie tylko z natury wartości, specyfiki rynku nieruchomości i procesu cenotwórczego, ale także z samego procesu wyceny nieruchomości, który obarczony jest subiektywizmem – por. tabela nr 19 oraz eksperyment badawczy pkt. 5.2.

Tabela 19 Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że na proces wyceny i jego wynik (wartość) wpływ mają takie zachowania rzeczoznawcy majątkowego jak:

Odpowiedź	Zdecydowa nie tak	Raczej tak	Trudno powiedzieć	Raczej nie	Zdecydowanie nie
Jego subiektywizm w interpretacji dowodów rynkowych (cechy nieruchomości, wagi cech rynkowych)	48 (35.82%)	64 (47.76%)	10 (7.46%)	10 (7.46%)	2 (1.49%)

Przyjmowane przez niego założenia dotyczące dobru nieruchomości podobnych	55 (40.44%)	66 (48.53%)	8 (5.88%)	6 (4.41%)	1 (0.74%)
Jego emocje (np. w wycenach na potrzeby wywłaszczeń, postępowań sądowych, antypatia lub sympatia dla klienta)	4 (3.05%)	20 (15.27%)	28 (21.37%)	52 (39.69%)	27 (20.61%)
Presja otoczenia (wpływ klienta na wynik oszacowania, zastosowane metody itp.)	12 (9.16%)	35 (26.72%)	30 (22.90%)	37 (28.24%)	17 (12.98%)

Źródło: opracowanie własne

Badani są świadomi występowania behawioralnych aspektów wyceny, dostrzegając ich źródeł w: subiektywizmie oceny dowodów rynkowych oraz w przyjmowanych założeniach. Dostrzegają wpływ na poziom wartości: doświadczenia, zaakceptowanego czasu na wykonanie zlecenia, powiązania pomiędzy podmiotami, staranności, dokładności, presji związanej z chęcią uzyskania przez odbiorcę wyceny kredytu hipotecznego. Większość ankietowanych, z czym trudno się zgodzić, wyłącza wpływ emocji oraz presji otoczenia na wynik szacowania. Nie jest to zgodne z literaturą przedmiotu oraz wynikami wielu badań (m.in. Levy, Schuck 1999).

Wyniki badań potwierdzają szeroko rozpoznane w literaturze przedmiotu zjawisko niezrozumienia istoty wartości rynkowej przez odbiorców wyceny, przejawiające się w postrzeganiu wartości jako kategorii pewnej, równej cenie.. Potwierdza to znakomita większość ankietowanych rzeczoznawców majątkowych (93.40%). Co więcej, niezrozumienie różnicy jaka występuje pomiędzy wartością rynkową, jako kategorią *ex ante*, a ceną jako kategorią *ex post*, negatywnie wpływa zarówno na wizerunek rzeczoznawcy majątkowego, jak i na postrzeganie wyceny nieruchomości (ponad połowa badanych (55.10%) wskazuje, że spotkała się z sytuacją w której rozbieżność pomiędzy wartością a ceną potraktowana została w kategoriach błędu rzeczoznawcy.

Z uwagi na występowanie niepewność wyceny, różnic pomiędzy wartością a ceną, ankietowani rzeczoznawcy majątkowi, w większości zgadzają się co do zasadności

implementacji innego niż dotychczasowy (47,80%) sposobu prezentowania wyniku. W opinii autora rozprawy taka zmiana mogłoby przyczynić się pozytywnie do postrzegania pozycji rzeczoznawcy majątkowego w świecie biznesu oraz do lepszego zrozumienia wyniku szacunku wśród odbiorców, że płacąc za operat szacunkowy, płacą za subiektywną i naukową ekspertyzę. Spora część ankietowanych się waha (34,60%). Liczba wahających się jest jednak większa niż liczba osób deklarujących brak zasadności przyjęcia takiego rozwiązania – por. tabela nr 20.

Tabela 20 Czy uważa Pan/i, że możliwość wystąpienia rozbieżności w oszacowaniu wartości względem ceny transakcyjnej oraz różnicy oszacowań, tej samej nieruchomości, dla tego samego celu, na ten sam dzień, ale dokonanych przez różnych rzeczoznawców, sugeruje celowość zmiany sposobu prezentacji wyniku wyceny?

Odpowiedź	%	Liczba osób
Tak	47.80%	65
Nie	17.60%	24
Trudno powiedzieć	34.60%	47

Źródło: opracowanie własne

Popierający zmianę sposobu prezentacji wyniku wyceny w kolejności preferują: prezentację wyniku w postaci przedziału liczbowego, słowne informowanie klienta, klauzule w operacie, rating operatorów – tabela nr 21. Respondentów poproszono również o przedstawienie własnego pomysłu na zmianę lub modyfikację sposobu prezentacji wyniku wyceny. Wśród zaproponowanych rozwiązań znalazła się analiza wrażliwości, część uwag dotyczyła także stosowania metod ilościowych jako uzupełnienia prezentacji wyniku z zastrzeżeniem, że oczywiście niektóre cele wyceny wymagać będą konkretnej liczby (np. dla celów podatkowych).

Tabela 21 Jaki sposób prezentacji wyniku byłby Pana/i zdaniem najbardziej odpowiedni? Proszę o ocenę przydatności poniższych propozycji w skali od 1-5 (gdzie 1 stanowi rozwiązanie najgorsze, a 5 najlepsze).

Odpowiedź	1	2	3	4	5
Słowne informowanie klienta o możliwości wystąpienia rozbieżności pomiędzy ceną a wartością	30 (22.56%)	19 (14.29%)	31 (23.31%)	23 (17.29%)	30 (22.56%)
Klauzule w operacie dotyczące niepewności wyceny	18 (13.33%)	19 (14.07%)	27 (20.00%)	33 (24.44%)	38 (28.15%)

Prezentacja wyniku w postaci przedziału liczbowego (nie dla każdego celu wyceny)	22 (16.18%)	12 (8.82%)	19 (13.97%)	22 (16.18%)	61 (44.85%)
Rating operatu (operat klasy A, operat klasy B. Oceny przyznawane na podstawie dostępu do informacji, specyfiki przedmiotu wyceny. Czym bardziej złożony przedmiot wyceny, im mniej aktywny rynek tym większa niepewność wyniku)	39 (28.89%)	22 (16.30%)	32 (23.70%)	20 (14.81%)	22 (16.30%)

Źródło: opracowanie własne

Reasumując, wyniki ankiety generalnie potwierdziły świadomość rzeczoznawców majątkowych występowania behawioralnych zachowań na etapie kształtowania się cen, trudności przekształcenia cen w wartość, a także behawioralny charakter wyniku szacunku. W badaniu wykazano także, iż najchętniej stosowanym przez rzeczoznawców sposobem uzupełnienia prezentacji wyników będą metody ilościowe, a w szczególności przedziały liczbowe. Ankietowani słusznie zwrócili jednak uwagę na niemożność stosowania takiego rozwiązania dla każdego celu wyceny.

5.2. Zmienność wyceny jako skutek niepewności pojedynczej wyceny w świetle badań eksperymentalnych

5.2.1 Cel badania i zastosowana metoda badawcza

Drugą zastosowaną metodą badawczą jest eksperyment badawczy. Ma on ujawnić, że jednym ze źródeł trudności obiektywizacji wartości rynkowej jest proces dochodzenia do niej. Rozbieżności w wycenach nieruchomości (tzw. zmienność wyceny) mogą wystąpić nawet w hermetycznym środowisku badawczym, co oznacza, że jej poziom w warunkach rynkowych (w praktyce gospodarczej) będzie zatem istotnie wyższy.

Metoda eksperymentu polega na przeprowadzeniu doświadczenia w celowo i sztucznie stworzonych warunkach, dających możliwość dowolnej ilości powtórzeń. W ten sposób poprzez wywołanie pewnego zjawiska, a następnie poprzez obserwację i pomiar zmian jakie ono wywoła, badacz formułuje wnioski dotyczące przedmiotu badań. Metoda ta

chętnie jest stosowana w naukach przyrodniczych, obecnie także społecznych w tym coraz częściej w ekonomii, która początkowo była uznawana za naukę nieeksperymentalną, ograniczającą się wyłącznie do obserwacji⁴¹⁴. Argumentowano to głównie niemożnością wyizolowania konkretnego zjawiska z całości, a także subiektywizmem badacza (por. 3.1)⁴¹⁵. Badania eksperymentalne prowadzone są obecnie także na gruncie rynku nieruchomości. Jedno z bardziej znanych zostało przeprowadzone w 1987 w obszarze wyceny nieruchomości przez G. Northcrafta i M. Neale⁴¹⁶. Badacze przygotowali eksperyment terenowy, w ramach którego starali się wykazać, że eksperci kotwiczą swoje wyceny na danych, które nie powinny wpływać na wynik oszacowania. Zadanie postawione przed nimi polegało na oszacowaniu wartości nieruchomości zabudowanej domem. Przed przystąpieniem do pracy, otrzymali oni składający się z 10 stron pakiet niezbędnych informacji dotyczących nieruchomości wraz z ceną, której oczekiwał dotychczasowy właściciel. Każdy z ekspertów miał także możliwość 20 minutowej wizytacji nieruchomości. Northcraft i Neale podzielili badanych na dwie grupy, a w każdej z nich podali inny poziom oczekiwanej przez właściciela kwoty (odpowiednio 149 000\$ i 119 900\$). Finalnie okazało się, że podany poziom oczekiwanej przez właściciela kwoty był dla wyceniających kotwicą, pomimo złożonej przez większość z nich deklaracji, że oczekiwana przez właściciela cena nie miała wpływu na wynik oszacowania (tylko 8% przyznało, że oczekiwana przez właściciela cena miała wpływ na wynik oszacowania).

Dla prowadzonych w pracy badań warto przytoczyć inny eksperyment, przeprowadzony w roku 2002 w Holandii. Jego autorzy William N.M Smit oraz Gerjan A. Vos⁴¹⁷ zadali sobie pytanie, czy jeżeli dane wejściowe do wyceny będą identyczne, to czy

⁴¹⁴ Powyższy pogląd został zakwestionowany już w roku 1948 przez Chamberlina, który studiując koncepcję równowagi rynkowej przeprowadzał eksperymenty. Badacz podzielił uczestników doświadczenia na dwie grupy: kupujących i sprzedających, których zadaniem było negocjowanie cen transakcyjnych przy znajomości cen granicznych tj. maksymalnych cen zakupu i minimalnych cen sprzedaży. Celem badania była weryfikacja, na ile wolny rynek samodzielnie będzie zmierzał do równowagi. W latach 60 XX w. eksperyment Chamberlina został zmodyfikowany przez laureata nagrody Nobla Vernona Smita, który zwiększając wynagrodzenia badanych, stosując więcej powtórzeń oraz scentralizowany mechanizm rynkowy, otrzymał wyniki bliższe teorii. Inni pionierzy stosowania metody eksperymentalnych w ekonomii, Hoggat, Siegiel, Fouraker i Hein badali funkcjonowanie rynków oligopolistycznych z perspektywy asymetrii informacji. Długą tradycją mogą pochwalić się także badania z zakresu indywidualnego podejmowania decyzji, w szczególności tzw. paradoks Allais, mający na celu podważenie przewidywań teorii oczekiwanej użyteczności. M. Krawczyk, *Ekonomia Eksperymentalna*, Wolters Kluwer Polska 2012, ss. 17-18.

⁴¹⁵ A. Matel, *Eksperyment ekonomiczny w procesie kreowania wiedzy naukowej, Poznanie naukowe w procesie kreowania wiedzy ekonomicznej*, pod red. Dariusza Kielczewskiego i Anny Matel, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2017, ss. 129-142.

⁴¹⁶ G. B. Northcraft, M. A. Neale, *Experts, amateurs, and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions*. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1) 1987, pp. 84–97.

⁴¹⁷ W. M. Smit, G. A. Vos, *Variations in Valuation: Will identical data input lead to identical output of valuation results?* ERES Conference, Helsinki 2003.

wyniki wyceny też takie będą. W eksperymencie wzięło udział kilku doświadczonych rzeczoznawców majątkowych o dobrej reputacji, których zadaniem było dokonanie wyceny nieruchomości przy zastosowaniu podejścia dochodowego, techniki kapitalizacji prostej i techniki dyskontowanych strumieni dochodów (DCF). Rzeczoznawcy otrzymali komplet identycznych danych wejściowych, zarówno ilościowych jak i jakościowych, następnie zostali poproszeni o dokonanie oszacowania wartości tych samych dwóch nieruchomości: biurowej i mieszkaniowej (apartamentowca). Wyniki eksperymentu okazały się zaskakujące. W przypadku nieruchomości biurowej w metodzie kapitalizacji prostej zaobserwowano rozpiętość wyników na poziomie 8%, natomiast w modelu DCF ta rozpiętość urosła już do 19%. Przy wycenie nieruchomości mieszkaniowej rozpiętość w technice kapitalizacji prostej sięgała 7% a, w technice dyskontowanych strumieni dochodów wzrosła do 14%.

Wyniki eksperymentu badacze skonkludowali dwoma głównymi wnioskami: (1) jeżeli przyjąć założenie, że wiarygodność wyceny mierzy się jako rozrzut pomiędzy uzyskanymi wynikami, w taki sposób, że wiarygodność wzrasta, gdy rozrzut maleje, to okazuje się, że model kapitalizacji prostej uzyskuje lepsze wyniki niż model DCF; (2) nawet ten sam zestaw danych wejściowych w wycenie skutkuje różnymi wynikami w zakresie oszacowanej wartości. Autorzy badania zauważają, że w sytuacji konieczności określenia przez rzeczoznawców także danych wejściowych – zmiennych rynkowych, rozbieżność byłaby znacznie większa (te były podane w zadaniu).

Zestawienie eksperymentu z tradycyjnie stosowaną w ekonomii metodą obserwacji pozwala dostrzec, że głównym wyróżnikiem obu metod jest planowany i czynny wpływ badacza na interesujące go aspekty naturalnych stanów rzeczy i ich zmian. Badania obserwacyjne polegają na samej rejestracji i pomiarze zjawisk. Powyższe powoduje, że metody eksperymentalne przewyższają zdecydowanie metody obserwacji. Należą do grona jednych z lepszych metod służących do ścisłego badania związków przyczynowych. Jak wskazuje S. Stachak: *umożliwiają poznawanie zjawisk niespotykanych w warunkach naturalnych, ale możliwych do wywoływania, umożliwiają powtarzanie obserwacji, co skraca czas badań i sprawdzania ich wyników, zaś przez regulowanie zmian w badanych zjawiskach i wykonywanie pomiarów pozwalają uzyskiwać wiedzę bardziej ścisłą. W tym miejscu należy zaznaczyć także, iż metody te nie są pozbawione wad i ograniczeń: mogą być stosowane w zakresie prostych zjawisk społecznych, ich stosowalność ogranicza się wyłącznie do zjawisk możliwych do wywoływania i modyfikowania przez badacza,*

o powtarzalnym charakterze⁴¹⁸. W literaturze przedmiotu wyróżniono dwie zasadnicze grupy celów przygotowywania eksperymentów badawczych. Wykonuje się eksperymenty diagnostyczne, służące rozpoznawaniu pewnych rzeczy bądź zjawisk, a także eksperymenty przyczynowe, dla wykrycia związków występujących pomiędzy zjawiskami lub zdarzeniami. W badaniach społecznych grupa pierwsza obejmuje badania podstawowe, w ramach których poszukuje się trwałych i fundamentalnych prawidłowości ludzkiej natury.

Dla potrzeb niniejszej pracy eksperyment przeprowadzono w czerwcu 2023 r., w dwóch grupach badawczych: pierwsza z nich obejmowała studentów trzeciego roku⁴¹⁹ kierunku Inwestycje i Nieruchomości studiujących na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego w liczbie 39 osób, druga zaś kandydatów na rzeczoznawców majątkowych, studentów kończących studia podyplomowe z zakresu wyceny nieruchomości również studiujących na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego w liczbie 21 osób. Obydwie grupy otrzymały zadanie – por. tabela nr 22, w ramach którego poproszono ich o oszacowanie wartości nieruchomości w podejściu dochodowym⁴²⁰. Dla uczestników eksperymentu zamieszczono także procedurę (schemat postępowania dla poszczególnych technik). W pierwszej grupie badawczej uczestnikom eksperymentu wręczono zadanie w formie papierowej z prośbą o jego stacjonarne rozwiązanie w ciągu 3 godzin wykładowych (jedna z form zaliczenia przedmiotu). Druga grupa badawcza również otrzymała zadanie eksperymentalne w formie papierowej, jednakże z prośbą o wysłanie rozwiązania na podany w treści adres mailowy w ciągu dwóch tygodni.

⁴¹⁸ S. Stachak, *Podstawy metodologii nauk ekonomicznych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 122.

⁴¹⁹ Badani przystąpili do udziału w eksperymencie po wcześniejszym zaliczeniu dwóch przedmiotów związanych z wyceną nieruchomości: (a) metodyka wyceny nieruchomości w Polsce w wymiarze 30 godzin wykładu i 15 godzin ćwiczeń (b) praktyczne aspekty wyceny nieruchomości, w wymiarze 45 godzin ćwiczeń. Badanych poproszono o rozwiązanie zadania w ramach zaliczenia przedmiotu: praktyczne aspekty wyceny nieruchomości, w czasie trzech godzin wykładowych. Powyższe rozwiązanie podyktowane było chęcią zredukowania możliwości wzajemnego wpływania na wynik oszacowania i na przyjęte założenia wśród studentów (rozwiązanie zadania stacjonarnie, w warunkach kontrolowanych). Z uwagi na ograniczony studenci zostali poproszeni o oszacowanie wartości nieruchomości wyłącznie w technice kapitalizacji prostej.

⁴²⁰ W ramach eksperymentu badawczego zastosowano podejście dochodowe, dlatego też tylko ono będzie przedmiotem dalszej analizy. Zgodnie z art. 153 ust 2, u.g.n. polega ono na określaniu wartości nieruchomości przy założeniu, że jej nabywca zapłaci za nią cenę, której wysokość uzależni od przewidywanego dochodu, możliwego do uzyskania z nieruchomości. Zadaniem rzeczoznawcy majątkowego w tym przypadku jest dążenie do odwzorowania rachunku racjonalnie zachowującego się, typowego, inwestora na rynku nieruchomości, biorąc przy tym pod uwagę zarówno możliwe do uzyskania dochody z nieruchomości jak ich ryzyko. Opis podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości zawiera załącznik nr 4.

Tabela 22 Zadanie eksperymentalne

Zadanie	Oszacuj wartość rynkową przedmiotowej nieruchomości celem jej sprzedaży
Podstawowe informacje o nieruchomości	
Przedmiot wyceny	Nieruchomość stanowiąca działkę ewidencyjną nr X o powierzchni 1300 m ² z obrębu ewidencyjnego XY zlokalizowana przy ul. YZ, w Łodzi. Nieruchomość zabudowana jest 14-piętrowym budynkiem biurowym klasy A o powierzchni najmu 10 640 m ² .
Cel wyceny	Celem wyceny jest ustalenie wartości rynkowej dla potrzeb sprzedaży nieruchomości.
Lokalizacja i otoczenie	Nieruchomość położona jest w ścisłym centrum miasta, przy jednej z głównych arterii komunikacyjnych. Najbliższe sąsiedztwo nieruchomości zdominowane jest przez budynki biurowe klasy A, galerie handlowe oraz nieruchomości mieszkaniowe klasy premium.
Parametry budynku	• Rok budowy 2015 • Powierzchnia zabudowy – 900 m² • Powierzchnia najmu (powiększona o powierzchnie wspólne) – 10 640 m² • Liczba kondygnacji nadziemnych – 15 • Liczba wind – 5
Stan techniczno-użytkowy	Nieruchomość nie wymaga nakładów kapitałowych. Stosowane w budynku technologie w pełni odpowiadają potrzebom najemców. Obiekt nowoczesny.
Powierzchnie najmu (powiększona o powierzchnie wspólne) w podziale na kondygnacje	• Parter – 500.00 m² • Piętra 1-6 łącznie – 4430 m² • Piętra 7-10 łącznie – 2760 m² • Piętra 11-14 łącznie – 2950 m² • Razem – 10.640.00 m²
WARIANT A. Umowy najmu (dane do modelu kapitalizacji prostej)	Nieruchomość nie jest obciążona umowami najmu zawartymi na czas oznaczony
WARIANT B. Umowy najmu (dane do modelu DCF)	Z informacji uzyskanych od Zleceniodawcy wynika, że na dzień wyceny nieruchomość obciążona jest następującymi umowami najmu: • Firma 1 – umowa najmu zawarta na czas oznaczony, okres obowiązywania umowy wynosi 10 lat. Na dzień wyceny do końca umowy pozostało 5 lat. Powierzchnia najmu wynosi 3400 m², stawka czynszu 15.00 EUR/m². • Firma 2 – umowa najmu zawarta na czas oznaczony, okres obowiązywania umowy wynosi 10 lat. Na dzień wyceny do końca umowy pozostało 5 lat. Powierzchnia najmu wynosi 2100 m², stawka czynszu wynosi 14.00 EUR/m². • Firma 3 – umowa najmu zawarta na czas oznaczony, okres obowiązywania umowy wynosi 10 lat. Na dzień wyceny do końca umowy pozostało 5 lat, powierzchnia najmu wynosi 2500 m², stawka czynszu wynosi 16.00 EUR/m². • Firma 4 – umowa najmu zawarta na czas oznaczony, okres obowiązywania umowy wynosi 10 lat. Na dzień wyceny do końca umowy pozostało 5 lat, powierzchnia najmu wynosi 1000 m², stawka czynszu wynosi 15.50 EUR/m². • Właściciel nieruchomości zajmuje 1000 m² powierzchni najmu na cele własne na piętrach 13 i 14.

	Na dzień wyceny w budynku pozostaje 640 m² niewynajętej powierzchni najmu na piętrach 2 i 3. Najemcy stanowią duże i średnie podmioty z branż IT oraz usług o stabilnej pozycji na rynku.
Wydatki operacyjne	Rynkowy poziom wydatków operacyjnych obciążających właściciela przedmiotowej nieruchomości (podatek od nieruchomości i ubezpieczenie) w dniu wyceny wynosi 100 000 EUR. Pozostałe wydatki przerzucone są na najemców. Opłaty eksploatacyjne ponoszone przez właściciela wynoszą 4.50 EUR/m ² .
Dochody pozaczynszowe	Brak
Kurs EUR/PLN w dniu wyceny	4.60

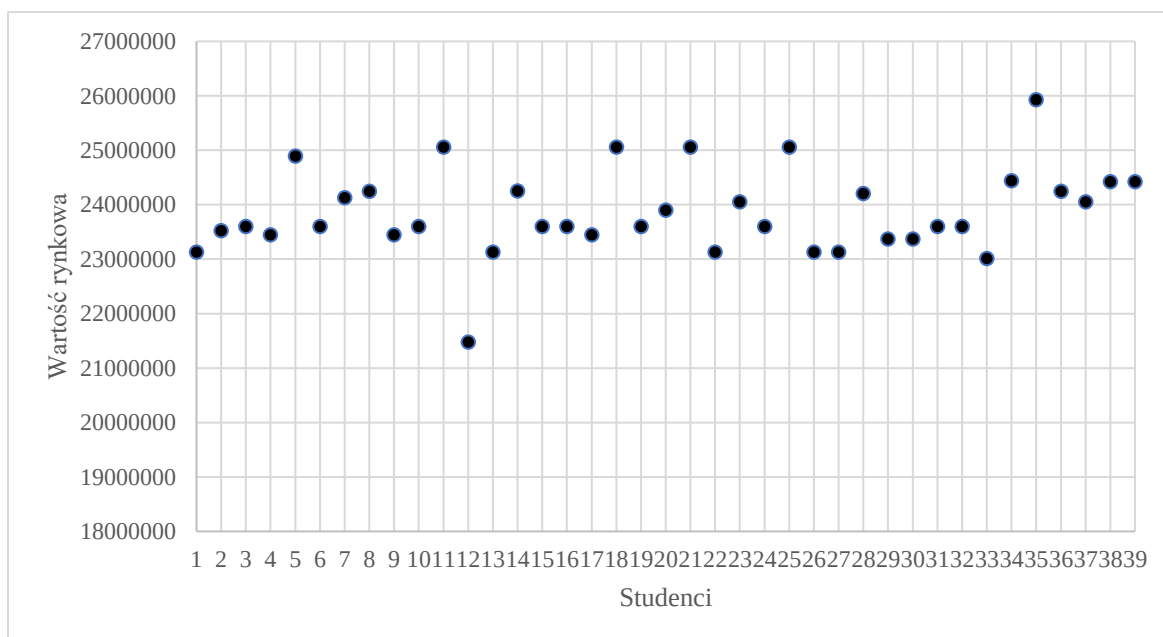
Źródło: opracowanie własne

Niezbędne do oszacowania wartości rynkowej nieruchomości informacje z zakresu analizy rynku nieruchomości biurowych zawiera załącznik nr 3.

5.2.2 Zmienność wyceny jako efekt niepewności pojedynczej wyceny w świetle badań w grupie eksperymentalnej nr 1

Grupę badawczą nr 1 stanowili studenci 6 semestru studiów licencjackich na kierunku Inwestycje i Nieruchomości na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego, w liczebności 39 osób. Uczestnikom eksperymentu wręczono zadanie w formie papierowej z prośbą o jego stacjonarne rozwiązanie w ciągu 3 godzin wykładowych. Zostali oni poproszeni o oszacowanie wartości nieruchomości wyłącznie w technice kapitalizacji prostej (*Wariant A*), zgodnie z podaną procedurą wyceny. Wyniki eksperymentu (por. załącznik nr 5) – rys. 4., i ich i omówienie zestawiono poniżej.

Rysunek 4 Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej - gr I



Źródło: opracowanie własne

Badanych poproszono o określenie potencjalnego dochodu brutto z nieruchomości, efektywnego dochodu brutto, dochodu operacyjnego netto, wyznaczenie stopy kapitalizacji i oszacowanie wartości rynkowej nieruchomości.

Potencjalny dochód brutto wyznaczany przy założeniu, że potencjał nieruchomości jest wykorzystany w 100%, co oznacza, że nie występują straty z tytułu pustostanów, zwolnień z płatności czynszu i zaległości czynszowych, przy czym szacunek dochodów uwzględnia zasady panujące na danym rynku i stan wycenianej nieruchomości. Uczestnicy badania mieli w tym zakresie do dyspozycji m.in. informacje dotyczące, zawartych na nieruchomości umowach najmu (*nieruchomość nie jest obciążona umowami najmu zawartymi na czas oznaczony*), rynkowego poziomu czynszów podanych wg analiz rynkowych firm doradczych i rynkowego poziomu stawek czynszów dla poszczególnych kondygnacji dla budynków biurowych klasy A w Łodzi. Szacunek potencjalnego dochodu brutto zestawiono w tabeli nr 23.

Tabela 23 Sposoby szacowania potencjalnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr I

Studenci	Sposób oszacowania	Wyniki (euro)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 35, 36, 37, 38, 39	$(500 \text{ m}^2 * 13.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) +$ $(4430 \text{ m}^2 * 15.00 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) +$ $(2760 \text{ m}^2 * 15.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) +$ $(2950 \text{ m}^2 * 16.00 \text{ euro} * 12 \text{ msc})$	1958160.00	92.31%
2	$(10640 \text{ m}^2 * 14.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc})$	1851360.00	2.56%
14	$(10640 \text{ m}^2 * 16.00 \text{ euro} * 12 \text{ msc})$	2042880.00	2.56%
34	$(10640 \text{ m}^2 * 15.00 \text{ euro} * 12 \text{ msc})$	1915200.00	2.56%

Źródło: opracowanie własne

W rezultacie uzyskano cztery różne wyniki. Znakomita większość badanych (92.31%) doszła do takich samych rezultatów, szacując potencjalny dochód jako iloczyn powierzchni najmu brutto i rynkowego poziomu stawek czynszowych dla poszczególnych kondygnacji budynków biurowych klasy A. W trzech przypadkach (nr 2, 14, 34)

zaobserwowano inne podejście polegające na oszacowaniu iloczynu powierzchni całego obiektu, bez podziału na kondygnację, i stawki czynszu bez uzasadnienia jej wysokości.

W następnym etapie dokonano oszacowania efektywnego dochodu brutto. Jest on obliczany jako różnica pomiędzy potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach uzasadnionymi rynkowo i stanem wycenianej nieruchomości tj. zwolnieniami w płatnościach, pustostanami, zaległościami czynszowymi. Zgodnie z treścią zadania dane niezbędne do obliczeń ograniczone zostały do informacji o rynkowym poziomie pustostanów wg raportów i analiz firm doradczych, poziomach pustostanów zanotowanych w nieruchomościach podobnych, polityce w zakresie zwolnień i zaległości czynszowych.

W oszacowaniu rynkowego poziomu pustostanów pojawiły się cztery różne wyniki. Znakomita większość studentów zdecydowała się na przyjęcie podanego w zadaniu rynkowego poziomu pustostanów wg. analiz przeprowadzonych przez firmy doradcze – 69.23% badanych. Mała grupa, składająca się z kilkunastu osób oszacowała poziom pustostanów na podstawie informacji zawartych w tabeli: *zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi* poprzez policzenie średniej arytmetycznej poziomu pustostanów z wszystkich nieruchomości podobnych (biurowców klasy A w Łodzi), lub odrzucając najmniej podobne, biorąc głównie pod uwagę kryterium powierzchni (obiekty nr 1 i 2) i lokalizacji (obiekt nr 4), poziomu wynajęcia (obiekty nr 4⁴²¹) – por. tabela nr 24.

Tabela 24 Oszacowanie rynkowego poziomu pustostanów w technice kapitalizacji prostej - gr I

Studenci	Sposób oszacowania	Wynik	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 3, 6, 7, 8, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 31, 32, 34, 36, 37	Przyjęcie stopy pustostanów na podstawie informacji z odnośnie analiz rynkowych firm doradczych	14.00%	69.23%
4, 5, 9, 17, 20, 28	Średnia arytmetyczna wszystkich nieruchomości zestawionych w tabeli – <i>zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi</i>	14.33%	15.38%

⁴²¹ Obiekty nr 6 również istotnie odbiega poziomem pustostanów od pozostałych obiektów jednak nie został wzięty pod uwagę przez uczestników badania.

29,30, 33	Średnia arytmetyczna nieruchomości zestawionych w tabeli – zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi, po odrzuceniu transakcji nr 1, 2.	14.75%	7.69%
35, 38, 39	Średnia arytmetyczna nieruchomości zestawionych w tabeli – zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi, po odrzuceniu transakcji nr 1, 2, 4.	11.33%	7.69%

Źródło: opracowanie własne

Kombinacje różnego postrzegania potencjalnych dochodów brutto oraz pustostanów doprowadziły do tego, że początkowa zbieżność dominujących wyników z poziomu 92.31%, na etapie PDB spadła do poziomu przy EDB do poziomu 61.53% - uzyskano 7 różnych wyników - por. tabela nr 25.

Tabela 25 Oszacowanie efektywnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr I

Studenci	PDB	Poziom pustostanów	Sposób szacowania	EDB	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 3, 6, 7, 8, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 31, 32, 36, 37	1958160.00	14.00%	$1958160.00 \cdot (1 - 0.14)$	1684017.60	61.53%
4, 5, 9, 17, 20, 28	1958160.00	14.33%	$1958160.00 \cdot (1 - 0.1433)$	1677555.67	15.38%
35, 38, 39	1958160.00	11.33%	$1958160.00 \cdot (1 - 0.1133)$	1736300.47	7.69%
29, 30, 33,	1958160.00	14.75%	$1958160.00 \cdot (1 - 0.1475)$	1669331.40	7.69%
2	1851360.00	14.00%	$1851360.00 \cdot (1 - 0.14)$	1592169.60	2.56%
34	1915200.00	14.00%	$1915200.00 \cdot (1 - 0.14)$	1647072.00	2.56%
14	2042880.00	14.00%	$1958160.00 \cdot (1 - 0.14)$	1756876.80	2.56%

Źródło: opracowanie własne

Zgodnie z procedurą wyceny, celem oszacowania dochodu operacyjnego netto, efektywny dochód brutto skorygowano o wydatki operacyjne, czyli w przypadku zadania eksperymentalnego: *podatek od nieruchomości liczony od powierzchni najmu i ubezpieczenie w kwocie łącznie 100 000 euro rocznie oraz opłaty eksploatacyjne dla danej nieruchomości zweryfikowane rynkowo*. Obliczenia wykonane przez studentów zestawiono w tabeli nr 26.

Tabela 26 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice kapitalizacji prostej - gr I

Studenci	EDB (euro)	Wydatki operacyjne	Sposób szacowania DON (euro)	DON (euro)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 3, 6, 7, 8, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 31, 32, 36, 37	1684017.60	100000 euro + (10640 m ² *0.14 * 4.5 euro*12 msc) = 180438.40	1684017.60 - 180438.40	1503579.20	61.53%
4, 5, 9, 17, 20, 28	1677555.67	100000 euro + (10640 m ² *0.14 * 4.5 euro*12 msc) = 182334.45	1677555.67- 182334.45	1495221.22	15.38%
35, 38, 39	1736300.47	100000 euro + (10640 m ² *0.1133 * 4.5 euro*12 msc) = 180438.40	1736300.47 - 180438.40	1555862.07	7.69%
29, 30, 33,	1669331.40	100000 euro + (10640 m ² *0.1475 * 4.5 euro*12 msc) = 184747.60	1669331.40 - 184747.60	1484583.80	7.69%

2	1592169.60	$100000 \text{ euro} + (10640 \text{ m}^2 * 0.14 * 4.5 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) = 180438.40$	$1592169.60 - 180438.40$	1411731.20	2.56%
34	1647072.00	$100000 \text{ euro} + (10640 \text{ m}^2 * 0.14 * 4.5 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) = 180438.40$	$1647072.00 - 180438.40$	1466633.60	2.56%
14	1756876.80	$100000 \text{ euro} + (10640 \text{ m}^2 * 0.14 * 4.5 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) = 180438.40$	$1756876.80 - 180438.40$	1576438.40	2.56%

Źródło: opracowanie własne

Po oszacowaniu dochodu operacyjnego netto, studenci przeszli do określenia stopy kapitalizacji. Stopę lub współczynnik kapitalizacji szacuje się za pomocą następujących metod: (1) znanych transakcji kupna-sprzedaży, (2) danych z rynku kapitałowego, (3) ocen eksperckich. Podstawę dokonania obliczeń stanowiły informacje wynikające z analizy rynku nieruchomości biurowych w Polsce (Rynek biurowy JLL Polska Luty 2023), podane w treści zadania stopy kapitalizacji za najlepsze aktywa „prime”, zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi oraz informacje dodatkowe: *zgodnie z informacjami uzyskanymi na dzień wyceny w budowie jest ok. 43.300 m² nowej powierzchni biurowej. W najbliższym sąsiedztwie przedmiotowej nieruchomości powstają 3 nowe obiekty biurowe klasy A o powierzchni najmu brutto: (1) 9 000 m², (2) 11 000 m², (3) 15 000 m². Zestawienie wyników wraz z obliczeniami zawiera tabela nr 27.*

Tabela 27 Oszacowanie stóp kapitalizacji w technice kapitalizacji prostej - gr I

Studenci (nr z tabeli nr 46)	Stopa kapitalizacji	Uzasadnienie	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
3, 4, 5, 6, 9, 10, 14, 15, 16, 17, 19, 20, 24, 28, 31, 32	6.37%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji z wszystkich nieruchomości biurowych klasy A	41.02%
2, 11, 18, 21, 25, 34	6.00%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji nieruchomości podobnych. Odrzucono nieruchomości 1 i 4. Wynik podany w przybliżeniu	15.38%
1, 13, 22, 26, 27	6.50%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji nieruchomości podobnych. Odrzucono nieruchomość nr 6. Wynik podany w przybliżeniu.	12.82%
35, 38, 39	6.07%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji nieruchomości podobnych. Odrzucono nieruchomość 1, 2, 4.	7.69%
23, 37	6.25%	Brak precyzyjnego wyjaśnienia	5.13%
29, 30, 33	6.35%	Brak precyzyjnego wyjaśnienia	5.13%
8, 36	6.20%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji nieruchomości podobnych. Odrzucono nieruchomość nr 1, 4, 6. Wynik zaokrąglono.	5.13%
7	6.23%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji nieruchomości podobnych. Odrzucono nieruchomość nr 1, 4, 6	2.56%
12	7.00%	Średnia arytmetyczna stóp kapitalizacji powiększona o premię ryzyka z tytułu budowy nowych konkurencyjnych obiektów w sąsiedztwie wycenianej nieruchomości	2.56%

Źródło: opracowanie własne

Studenci biorący udział w badaniu w swoich obliczeniach zastosowali metodę ustalenia stóp kapitalizacji ze znanych transakcji kupna i sprzedaży. Wśród 39 badanych zaobserwowano 9 różnych jej poziomów z dominacją stopy w wysokości 6.37% odnotowaną wśród 41.02% studentów oraz 6.00%, która pojawiła się u 15.38% biorących udział w eksperymencie. W ramach analizy sposobów obliczeń wykazano: (a) wariant oszacowania stopy poprzez obliczenie średniej arytmetycznej wszystkich nieruchomości podobnych – 6.37%, (b) wariant polegający na oszacowaniu średniej arytmetycznej po odrzuceniu nieruchomości uznanych za najmniej podobne. W kilku przypadkach otrzymane wyniki zostały zaokrąglone do pełnych wartości tj. 6.50% lub 6.00%⁴²². Kryterium podobieństwa nieruchomości przyjętych do oszacowania stopy kapitalizacji były: (a) powierzchnia najmu brutto (odrzućenie nieruchomości nr 1 i 2), (b) lokalizacja (odrzućenie nieruchomości nr 1 i 4), poziom wynajęcia i jego ryzyko (nieruchomości nr 2, 5, 6). W uzasadnieniu skorygowania/zaokrąglenia otrzymanej stopy kapitalizacji w jednym przypadku wskazano większe ryzyko osiągnięcia dochodu będące efektem budowy nowych, konkurencyjnych obiektów w sąsiedztwie – badany nr 12. W pozostałych przypadkach informacja ta została pominięta – brak zapisów w rozwiązaniu zadania. Część studentów (nr 1, 13, 22, 9, 10, 15) w uzasadnieniu przyjętej stopy kapitalizacji odniosła się do podanego przedziału stóp dla obiektów typu *prime*, wskazując, że podany przez nich wynik się w nim mieści. Wskazuje to na zastosowanie przez nich heurystyki zakotwiczenia.

Wartość nieruchomości oszacowano jako iloraz dochodu operacyjnego netto i stopy kapitalizacji. Finalnie, wśród 39 badanych wyłoniło się 13 różnych wyników – por. tabela nr 28. Najwyższa uzyskana wartość kształtowała się na poziomie 25 884 725 24 euro, najniższa natomiast 21 479 702 86 euro, co implikuje rozbieżność na poziomie 17.02%. Wartość dominującą w wysokości 23 604 069 07 euro zanotowano w grupie składającej się z 9 badanych (23.07%). Wyniki powtórzyły się jeszcze 7 – krotnie, w grupach stanowiących od 5.12% do 15.38% całej grupy badawczej.

⁴²² W kilku przypadkach w treści eksperymentu nie podano wyjaśnienia przyjęcia stopy.

Tabela 28 Oszacowanie wartości nieruchomości – gr I

Studenci	Stopa kapitalizacji	Dochód operacyjny netto	Wartość nieruchomości $WR = \frac{DON}{R}$	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
3, 6, 10, 15, 16, 19, 24, 31, 32	6.37%	1503579.20	23604069.07	23.07%
4, 5, 9, 17, 20, 28	6.37%	1495221.22	23472860.63	15.38%
1, 13, 22, 26, 27	6.50%	1503579.20	23131987.69	12.82%
11, 18, 21, 25	6.00%	1503579.20	25059653.33	10.25%
29, 30, 33	6.35%	1484583.80	23379272.44	7.69%
35, 38, 39	6.07%	1571202.82	25884725.24	7.69%
23, 37	6.25%	1503579.20	24057267.20	5.12%
8, 36	6.20%	1503579.20	24251277.42	5.12%
12	7.00%	1503579.20	21479702.86	2.56%
2	6.00%	1411731.20	23528853.33	2.56%
7	6.23%	1503579.20	24134497.59	2.56%
14	6.37%	1576438.40	24747855.57	2.56%
34	6.00%	1466633.60	24443893.33	2.56%

Źródło: opracowanie własne

Największe rozbieżności, rozumiane jako różna pomiędzy wartością maksymalną i minimalną (nie biorąc pod uwagę wyniku wyceny), zaobserwowano przy oszacowaniu poziomu pustostanów, stóp kapitalizacji, (ta zmienna w największym stopniu wpływa na wynik wyceny - por. załącznik nr 8) i dochodu operacyjnego netto. Mniej rozbieżne okazały się kalkulacje potencjalnego dochodu brutto, efektywnego dochodu brutto. Zestawienie rozbieżności wyników przedstawia tabela nr 29.

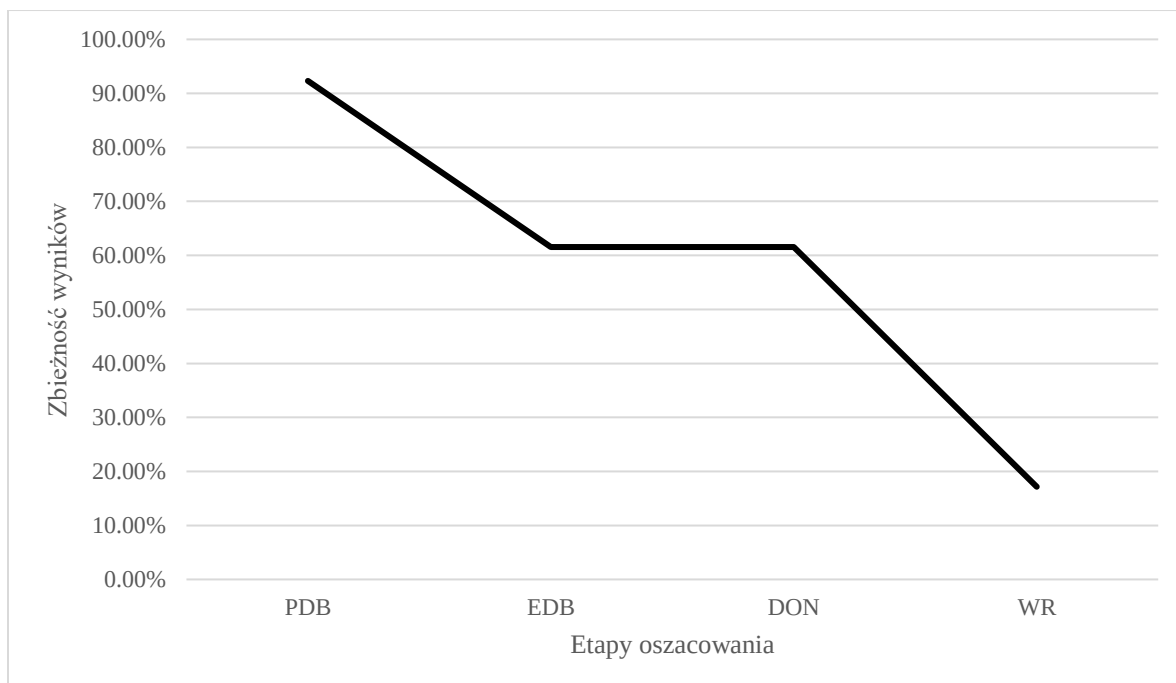
Tabela 29 Zestawienie rozbieżności wyników wyceny techniką kapitalizacji prostej - gr I

	Min	Max	Rozbieżność (%)	Rozstęp	Odchylenie standardowe
PDB	1851360.00	2042880.00	9.38%	191520.00	23124.84
Poziom pustostanów	11.33%	14.75%	23.19%	0.03%	0.0078
EDB	1592169.60	1756876.80	9.38%	164707.20	25235.31
WO	165097.65	184747.60	10.64%	19649.95	4504.97
DON	1411731.20	1576438.40	10.45%	164707.20	28232.75
R	6.00%	7.00%	14.29%	0.01%	0.0020
WR	21479702.86	25884725.24	17.02%	4405022.38	891521.24

Źródło: opracowanie własne

Zmiany w zakresie powtarzalności najczęściej występujących wyników (wykres przedstawia wyłącznie najczęściej występującą wartość) obrazuje rysunek nr 5.

Rysunek 5 Zmiany w zakresie powtarzalności najczęściej występujących wyników poszczególnych etapów oszacowania w technice kapitalizacji prostej - gr I



Źródło: opracowanie własne

Zbieżność, rozumiana jako częstość występowania dominujących wyników, uzyskiwana na poszczególnych etapach procedury wyceny nieruchomości, wykazywała

tendencje malejące. Z poziomu 92.31% na etapie PDB, przez EDB, 61.53% - DON, 61.53%, kończąc finalnie na 23.07% przy wartości rynkowej nieruchomości.

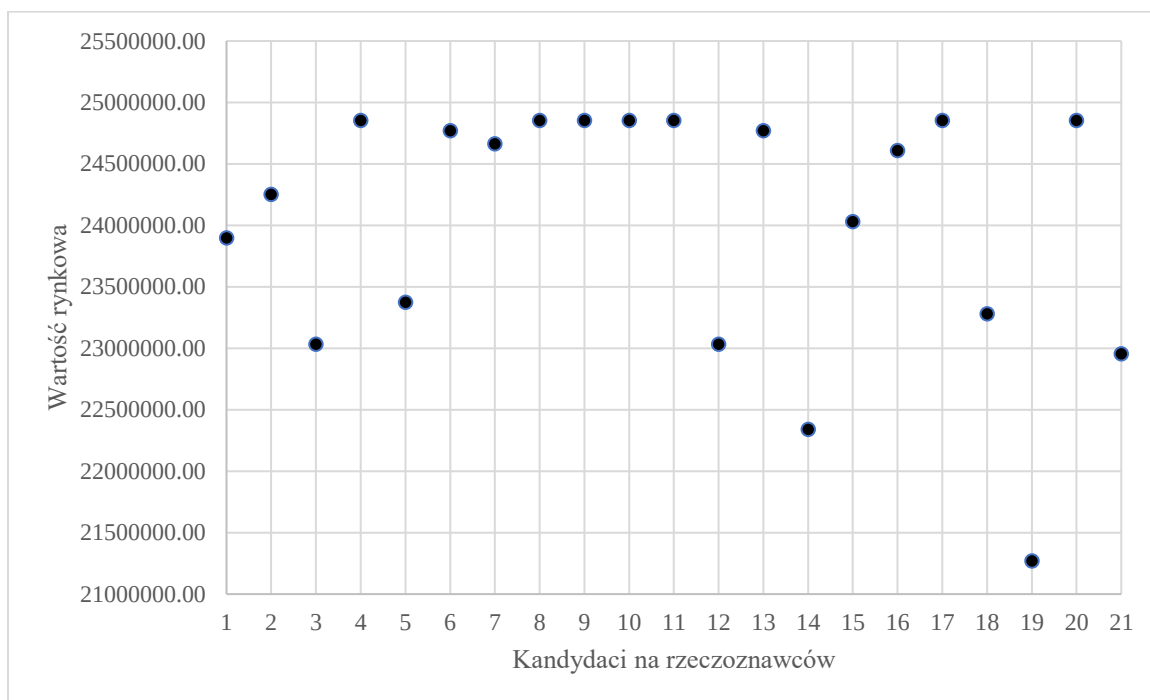
Podsumowując, wyniki uzyskane w grupie badawczej nr I wskazują na to, że nawet przy tych samych danych wejściowych, na skutek ich różnej percepcji przez badanych, wyceny będą się od siebie różnić. Im więcej możliwości wyboru (np. poziom pustostanów, stopy kapitalizacji) tym więcej koncepcji w zakresie przyjęcia danych do oszacowania wartości. Wartym zwrócenia uwagi jest fakt, że są to zmienne o wysokim wpływie na finalną wartość, w szczególności stopa kapitalizacji (por. załącznik nr 8). W rezultacie wykazano, że nawet w takim środowisku badawczym, nie ma jednego poziomu wartości rynkowej wycenianej nieruchomości. Ma ona charakter przedziałowy, nie punktowy. Źródłem takiego stanu rzeczy jest już sam proces dochodzenia do niej.

5.2.3 Zmienność wyceny jako efekt niepewności pojedynczej wyceny w grupie eksperymentalnej nr 2

Grupa badawcza nr 2 składała się z kandydatów na rzeczoznawców majątkowych, studentów kończących (tuż przed egzaminem – czerwiec 2022 r.) studia podyplomowe z wyceny nieruchomości na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Badani otrzymali zadanie w dwóch wariantach: (a) technice kapitalizacji prostej – w tej samej wersji, którą otrzymali studenci studiów licencjackich, (b) w technice dyskontowania strumieni dochodów. Analogicznie, jak w przypadku grupy badawczej nr I, którą stanowili studenci studiów licencjackich, tak i w przypadku grupy nr II, składającej się z kandydatów na rzeczoznawców zastosowano rozwiązanie polegające na przeprowadzeniu badanych przez proces wyceny za pomocą włączenia do treści zadania schematu procedury. W eksperymencie udział wzięło 21 osób w wariancie (technika kapitalizacji prostej) pierwszym i 16 w wariancie drugim (technika dyskontowania strumieni dochodów).

Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej – rys. 6 oraz ich dokładne omówienie zestawiono poniżej (*Wariant A*).

Rysunek 6 Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej - gr II



Źródło: opracowanie własne

Analogicznie jak w przypadku grupy I, tak i w grupie II, pierwszym etapem wyceny było oszacowanie potencjalnego dochodu brutto z nieruchomości. Taki sam wynik, na poziomie – 195 816 00 euro, zanotowano wśród 95.24%. badanych. Stanowił on iloczyn podanych w treści zadania stawek czynszowych dla poszczególnych kondygnacji i ich powierzchni. W jednym tylko przypadku (badany nr 18) zaobserwowano inne podejście polegające na oszacowaniu iloczynu powierzchni użytkowej obiektu i przyjęciu innej, nie uzasadnionej w treści rozwiązania stawki czynszowej. Sposoby oszacowania potencjalnego dochodu brutto zestawiono w tabeli nr 30.

Tabela 30 Sposoby szacowania potencjalnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	Sposób oszacowania	Wyniki	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 19, 20, 21	$(500 \text{ m}^2 * 13.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (4430 \text{ m}^2 * 15.00 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (2760 * 15.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (29950.00 * 16 * 12)$	1958160.00	95.24%
18	$(10640 \text{ m}^2 * 15 \text{ euro} * 12 \text{ msc})$	1915200.00	4.76%

Źródło: opracowanie własne

W kolejnym etapie, kandydaci na rzeczoznawców majątkowych dokonali oszacowania efektywnego dochodu brutto, stanowiącego różnicę pomiędzy potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach uzasadnionymi rynkowo i stanem wycenianej nieruchomości tj. zwolnieniami w płatnościach, pustostanami, zaległościami czynszowymi. Dysponując dwoma źródłami danych, badani dokonali przyjęcia stopy pustostanów na podstawie przyjętej w zadaniu informacji o jej rynkowym poziomie oszacowanym przez firmy doradcze – 14.00% lub poprzez wyliczenie stopy na podstawie notowanych na nieruchomościach podobnych poziomów pustostanów. W rezultacie uzyskano trzy różne wyniki – por. tabela nr 31.

Tabela 31 Oszacowanie rynkowego poziomu pustostanów w technice kapitalizacji prostej - gr II

Liczba osób Kandydaci na rzeczoznawców	Sposób oszacowania	Wynik	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
2, 4, 6, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 17, 18, 20, 21	Przyjęcie stopy pustostanów na podstawie informacji z zadania	14.00%	61.90%
3, 7, 12, 15	Średnia arytmetyczna wszystkich nieruchomości zestawionych w tabeli – <i>zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi</i>	14.33%	19.04%
1, 5, 16, 19	Średnia arytmetyczna wszystkich nieruchomości zestawionych w tabeli – <i>zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi po odrzuceniu nieruchomości nr 1 i 2 (kryterium powierzchni).</i>	14.75%	19.04%

Źródło: opracowanie własne

Kombinacje różnego postrzegania potencjalnych dochodów brutto oraz pustostanów doprowadziły do tego, że początkowa zbieżność dominujących wyników z poziomu 95.24%, na etapie PDB spadła do poziomu 57.14% przy wyliczaniu EDB - W efekcie uzyskano 4 różne wyniki - por. tabela nr 32.

Tabela 32 Oszacowanie efektywnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	PDB	Poziom pustostanów	Sposób szacowania	EDB	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
2, 4, 6, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 17, 20, 21	1958160.00	14.00%	1958160.00 * (1-0.14)	1684017.60	57.14%
1, 5, 16, 19	1958160.00	14.75%	1958160.00 * (1-0.1475)	1669331.40	19.04%
3, 7, 12, 15	1958160.00	14.33%	1958160.00 * (1-0.14.33)	1677555.67	19.04%
18	1915200.00	14.00%	1915200.00* (1-0.14)	1647072.00	4.76%

Źródło: opracowanie własne

Następnie badani skorygowali efektywny dochód brutto o wydatki operacyjne dla danej nieruchomości na poziomie rynkowym. Dysponowali informacjami dotyczącymi wysokości podatku od nieruchomości i ubezpieczenia w łącznej kwocie 100 000 euro rocznie oraz danymi o opłatach eksploatacyjnych (na poziomie rynkowym). Wyniki obliczeń zestawiono poniżej – por. tabela nr 33.

Tabela 33 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice kapitalizacji prostej - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	EDB (euro)	Wydatki operacyjne (euro)	Sposób szacowania (euro)	DON (euro)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
2, 4, 6, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 17, 20, 21	1684017.60	100000 euro + (10640 m ² * 0,14 * 4.5 euro*12 msc) = 180438.40	1684017.60 - 180438.40	1503579.20	57.14%
3, 7, 12, 15	1677555.67	100000 euro + (10640	1677555.67 - 182334.45	1495221.22	19.04%

		$m^2 \cdot 0.1433 \cdot 4.5$ euro*12 msc) = 180438.40			
1, 5, 16, 19	1669331.40	100000 euro + (10640 $m^2 \cdot 0.1475$ * 4.5 euro*12 msc) = 184747.60	1669331.40 - 184747.60	1484583.80	19.04%
18	1647072.00	100000 euro + (10640 $m^2 \cdot 0.14$ * 4.5 euro*12 msc) = 180438.40	1647072.00 - 180438.40	1466633.60	4.76%

Źródło: opracowanie własne

Zgodnie z zaproponowaną w zadaniu procedurą szacowania wartości nieruchomości w podejściu dochodowym, po kalkulacji dochodu operacyjnego netto, uczestnicy badania przystąpili do oszacowania stopy kapitalizacji. Analogicznie, jak w grupie nr I, podstawę dokonania obliczeń stanowiły informacje wynikające z analizy rynku nieruchomości biurowych w Polsce (Rynek biurowy JLL Polska Luty 2023), podane w treści zadanie stopy kapitalizacji za najlepsze aktywa „prime”, zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi oraz informacje dodatkowe - *na dzień wyceny w budowie jest ok. 43.300 m² nowej powierzchni biurowej. W najbliższym sąsiedztwie przedmiotowej nieruchomości powstają 3 nowe obiekty biurowe klasy A o powierzchni najmu brutto: (1) 9 000 m², (2) 11 000 m², (3) 15 000 m².* Wyniki oszacowania zestawiono w tabeli nr 34.

Tabela 34 Oszacowanie stóp kapitalizacji w technice kapitalizacji prostej - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	Stopa kapitalizacji	Uzasadnienie	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
4, 8, 9, 10, 11, 20	6.00%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z nieruchomości wybranych podobnych. Odrzucono obiekt nr 1 i 4. Wynik zaokrąglono.	28.57%
1, 5, 16, 18, 19	6.30%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z wybranych nieruchomości podobnych. Odrzucono obiekt nr 1, 2.	23.80%

3, 7, 12, 15	6.37%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z nieruchomości podobnych.	19.04%
6, 13	6.07%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z wybranych nieruchomości podobnych. Odrzucono obiekt nr 1, 2 i 4.	9.52%
2, 14	7.00%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z nieruchomości wybranych podobnych. Odrzucono obiekt nr 1 i 4. Z uwagi na powstające w sąsiedztwie nowe konkurencyjne obiekty biurowe, stopę podwyższono.	9.52%
17	6.05%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z nieruchomości wybranych podobnych. Odrzucono obiekty nr 1 i 4	4.76%
21	6.23%	Stopa oszacowana jako średnia arytmetyczna z nieruchomości wybranych podobnych. Odrzucono obiekty nr 1, 4, 6.	4.76%

Źródło: opracowanie własne

Wśród badanych zaobserwowano 7 różnych oszacowań stopy kapitalizacji. Dominowało rozwiązanie polegające na oszacowaniu stopy jako średniej arytmetycznej z nieruchomości uznanych za najbardziej podobne – odrzucono obiekt nr 1 i 4 (28.57%) ; druga najczęściej pojawiająca się w badaniu stopa kapitalizacji – 6.30%, również obliczona jako średnia arytmetyczna, z tą różnicą, iż odrzucono obiekty nr 1 i 2. W pozostałych wariantach pojawiało się odrzucenie także nieruchomości nr 6. Analiza wyboru nieruchomości podobnych jako podstawy do oszacowania stopy kapitalizacji wykazała, iż kandydaci na rzeczoznawców kierowali się przede wszystkim podobieństwem w zakresie powierzchni najmu brutto (obiekty nr 1 i 2), lokalizacji (obiekty nr 1 i 4), a także zawartymi na nieruchomości umowami najmu (obiekt nr 6). Kandydaci na rzeczoznawców, podobnie jak studenci, zaokrąglali uzyskane wyniki. W dwóch przypadkach (takie informacje pojawiały się w rozwiązaniu zadania), badani skorygowali stopę kapitalizacji zgodnie z informacją o powstającej w sąsiedztwie nowej konkurencyjnej dla przedmiotu wyceny powierzchni (nr 2 i 14).

Finalnie, na etapie oszacowania wartości rynkowej zanotowano 8 różnych wyników (wśród 21 badanych) – por. tabela nr 35.

Tabela 35 Oszacowanie wartości nieruchomości w technice kapitalizacji prostej - gr II

Kandydat na rzeczoznawcę	Stopa kapitalizacji	Dochód operacyjny netto	Wartość nieruchomości $WR = \frac{DON}{R}$	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
4, 8, 9, 10, 11, 20	6.00%	1503579.20	25059653.33	28.57%
1, 5, 16, 19	6.30%	1484583.80	23564822.22	19.04%
3, 7, 12, 15	6.37%	1495221.22	23472860.66	19.04%
6, 13	6.07%	1503579.20	24770662.27	9.52%
2, 14	7.00%	1503579.20	21479702.86	9.52%
17	6.05%	1503579.20	24852548.76	4.76%
18	6.30%	1466633.60	23279898.41	4.76%
21	6.23%	1503579.20	24134497.59	4.76%

Źródło: opracowanie własne

Dominujący wynik, w wysokości 25 059 653 33 euro, pojawił się u 6 kandydatów na rzeczoznawców majątkowych (28.57%). Ponadto wynik powtórzyły się jeszcze czterokrotnie.

Podsumowanie wyników oszacowań w grupie kandydatów na rzeczoznawców majątkowych zawiera tabela nr 36.

Tabela 36 Zestawienie rozbieżności wyników wyceny techniką kapitalizacji prostej - gr II

	Min	Max	Rozbieżność (%)	Rozstęp	Odchylenie standardowe
PDB	1915200.00	1958160.00	2.19%	42960.00	9374.64
Poziom pustostanów	14.00%	14.75%	5.08%	0.75	0.30
EDB	1647072.00	1684017.60	2.19%	36945.60	9196.02

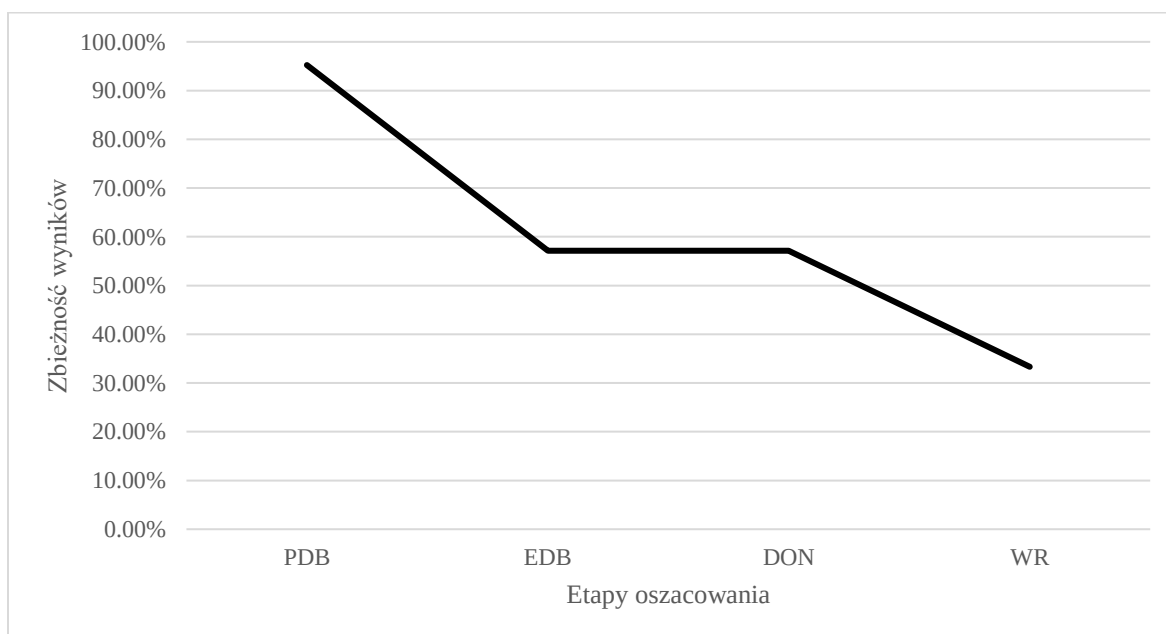
WO	180438.40	184747.60	2.33%	4309.20	1722.20
DON	1466633.60	1503579.20	2.46%	36945.60	9196.02
R	6.00%	7.00%	14.29%	1.00%	0.29%
WR	21479702.86	25059653.33	14.29%	3579950.48	1082005.37

Źródło: opracowanie własne

Podejmowane na każdym etapie wyceny przez uczestników badania decyzje doprowadziły do rozbieżności wyniku (liczonego na podstawie dwóch skrajnych wartości) w wysokości 14.29%. Spośród 8 uzyskanych wyników, najwyższa oszacowana przez kandydata na rzeczoznawcę majątkowego wartość kształtowała się na poziomie 25 059 653 33 euro, natomiast najniższa na poziomie 21 479 702 86 euro. Kandydaci najbardziej różnili się od siebie przy szacowaniu poziomu pustostanów i stopy kapitalizacji (por. załącznik nr 8).

Rysunek nr 7 prezentujący zbieżność dominujących wyników w wycenie potwierdza dotychczasowe obserwacje. Na skutek przyjmowania różnych założeń oraz ich kombinacji częstość dominującego wyniku zmniejsza się. Odpowiednio: na etapie potencjalnego dochodu brutto – 95.24%, efektywnego dochodu brutto – 57.14%, dochodu operacyjnego netto – 57.14%, finalnie wartości rynkowej – 28.57%.

Rysunek 7 Zmiany w zakresie powtarzalności wyników poszczególnych etapów oszacowania w technice kapitalizacji prostej - gr II



Źródło: opracowanie własne

Podsumowując powyższe, analogicznie jak w gr I, pomimo identycznych danych wejściowych do wyceny, rezultatem badania przeprowadzonego w gr nr II, w technice kapitalizacji prostej, wynik szacunków tworzy przedział wartości. Rozbieżności w zakresie postrzegania danych rynkowych pojawiały się na każdym etapie wyceny, z tendencją do ich wzrostu wraz ze wzrostem możliwości wyboru zmiennych do modelu. Najbardziej rozbieżną wśród danych wejściowych okazała się stopa kapitalizacji, zmienna, która ma największy wpływ na oszacowanie wartości (por. załącznik nr 8). Sugeruje to możliwość wystąpienia znacznie większych różnic w wycenach realizowanych w praktyce gospodarczej, gdzie rzeczoznawcy majątkowi samodzielnie pozyskują dane rynkowe, dokonują ich analizy i korekty i subiektywnie dokonują oceny przedmiotu wyceny na tle nieruchomości konkurencyjnych.

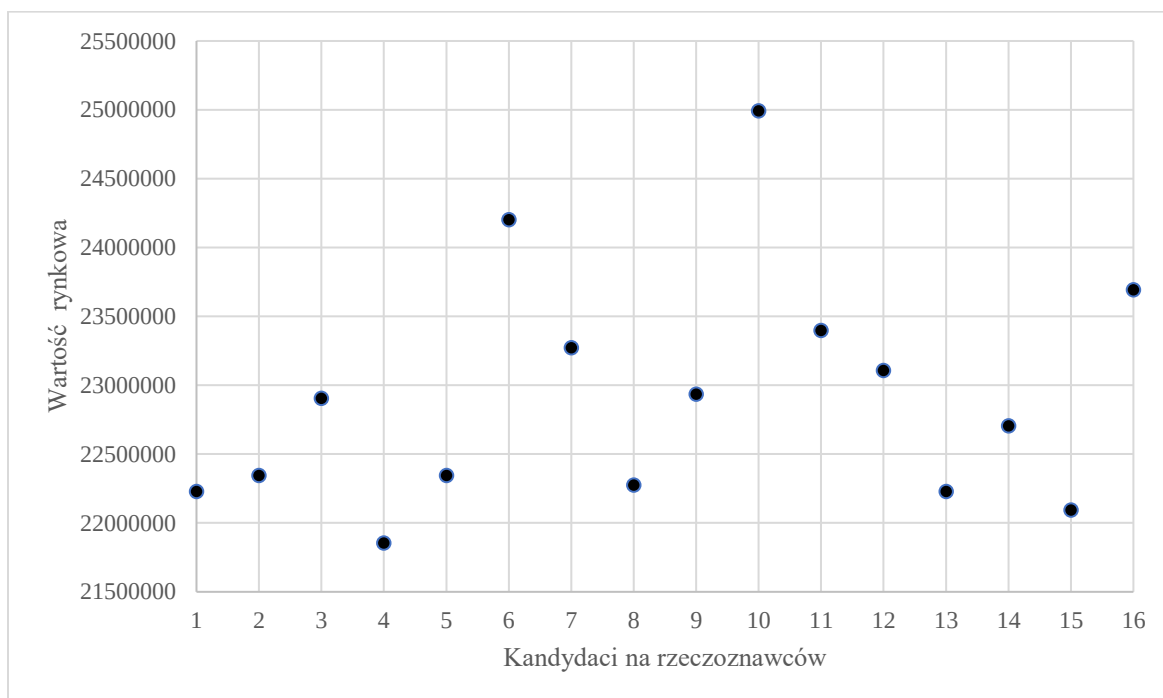
W ramach drugiego wariantu badania eksperymentalnego poproszono kandydatów na rzeczoznawców majątkowych⁴²³ o przygotowanie wyceny tej samej nieruchomości ale z zastosowaniem techniki zdyskontowanych strumieni dochodów (*Wariant B. Umowy najmu dane do modelu DCF*⁴²⁴). Podstawą zmienności dochodów były umowy zawarte na czas oznaczony, które z uwagi na ich wagę prawną muszą być uwzględnione w trakcie ich trwania.

Wyniki uzyskane przez uczestników badania na poszczególnych etapach wyceny oraz ich omówienie zestawiono w tabelach i na wykresach poniżej- por. rysunek 8

⁴²³ W tym wariancie udział wzięło 16 kandydatów na rzeczoznawców

⁴²⁴ Z racji tego, że technikę DCF stosuje się w przypadku występowania zmiennych dochodów z nieruchomości w okresie prognozy, w tym wariancie zadania zawarte zostały dodatkowo informacje o umowach najmu, zarówno na czas oznaczony jak i na czas nieoznaczony, wraz z zajmowaną przez najemców powierzchnią najmu brutto, stawką czynszu i okresem ich zawarcia (umów). Powyższe zdeterminowało konieczność oszacowania dochodu z nieruchomości: (1) w okresie prognozy – zmienności dochodów, (2) po okresie prognozy, a także odpowiednio: stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji.

Rysunek 8 Wyniki wyceny techniką dyskontowania strumieni dochodów - gr II



Źródło: opracowanie własne

Zgodnie z przyjętą procedurą wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym, w technice DCF, kandydaci na rzeczoznawców majątkowych rozpoczęli proces dojścia do wartości od oszacowania potencjalnego dochodu brutto w okresie tzw. prognozy, czyli zmienności dochodów z nieruchomości. Kalkulacji dokonano na podstawie podanych w treści informacji dotyczących: zawartych na nieruchomości na dzień wyceny umowach najmu – rodzaju umowy, okresu jej obowiązywania, zajętej powierzchni najmu brutto, stawki czynszu za m^2 , powierzchni niewynajętej i tej wykorzystywanej przez właściciela na potrzeby własne, rynkowego poziomu czynszów – w zadaniu podano dwie informacje: pierwsza dotyczyła zakresu rynkowego poziomu czynszów na rynku biurowym w Łodzi ($12 - 18 \text{ euro}/m^2$), druga rynkowego poziomu stawek czynszów dla biurowców klasy A w Łodzi z podziałem na kondygnacje. Sposoby oszacowania potencjalnego dochodu brutto zestawiono w tabeli nr 37.

Tabela 37 Oszacowanie potencjalnego dochodu brutto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II

Kandydat na rzeczoznawcę	Sposób oszacowania	Wynik (PDB 1)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14 15, 16	Umowy na czas oznaczony: $(3400 \text{ m}^2 * 15 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (2100 \text{ m}^2 * 14 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (2500 \text{ m}^2 * 16 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (1000 \text{ m}^2 * 15.50 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) = 1\,624\,800 \text{ euro}$ Pozostała powierzchnia: $(1000 \text{ m}^2 * 16 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) + (640 \text{ m}^2 * 15 \text{ euro} * 12 \text{ msc}) = 307\,200 \text{ euro}$	1938000	100%

Źródło: opracowanie własne

Kandydaci na rzeczoznawców majątkowych zgodnie doszli to takiego samego wyniku w wysokości 1 938 000 euro. Zgodnie z przyjętą procedurą wyceny, kolejnym etapem dojścia do wartości rynkowej było skorygowanie potencjalnego dochodu brutto o straty w dochodzie spowodowane typowymi dla rynku zaległościami czynszowymi i typowym dla tego rynku poziomem pustostanów w okresie zmienności dochodów. Uczestników badania poinformowano o (a) panujących na lokalnym rynku praktykach z zakresu zwolnień oraz zaległości czynszowych (*na lokalnym rynku nie praktykuje się polityki okresowych zwolnień z czynszów, ani czasowego ich obniżania*; z uwagi na jakość najemców, *zaległości czynszowe – nie występują*), (b) powierzchni niewynajętej, oraz tej zajętej przez właściciela na potrzeby własne (*właściciel budynku zajmuje 1000 m² powierzchni najmu brutto na cele własne; na dzień wyceny w budynku pozostaje 640 m² niewynajętej powierzchni najmu brutto*), (c) rynkowego poziomu pustostanów na lokalnym rynku nieruchomości w wysokości 14.00%, (d) pustostanów odnotowanych w nieruchomościach podobnych. Sposoby oszacowania efektywnego dochodu brutto zestawiono w tabeli nr 38.

Tabela 38 Sposoby szacowania efektywnego dochodu brutto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	PDB (1)	Poziom pustostanów (1)	Sposób szacowania	EDB (1)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 5, 7, 13, 16	1938000.00	14.00% (przyjęty na podstawie wyników analiz firm doradczych)	Potencjalny dochód brutto skorygowano o poziom pustostanów obliczony wyłącznie z powierzchni zajętej przez właściciela i z powierzchni niewynajętej	1894992.00	37.50%
6, 11, 12, 14	1938000.00	14.75% (odrzucono nieruchomość nr 1 i 2)	Potencjalny dochód brutto skorygowano o poziom pustostanów obliczony wyłącznie z powierzchni zajętej przez właściciela i z powierzchni niewynajętej	1892688.00	25.00%
3, 4, 9	1938000.00	14.00% (przyjęty na podstawie wyników analiz firm doradczych)	Pustostan obliczono z całej powierzchni najmu brutto	1666680.00	18.75%
8, 10	1938000.00	14.33% (średnia z nieruchomości podobnych)	Potencjalny dochód brutto skorygowano o poziom pustostanów obliczony wyłącznie z powierzchni zajętej przez właściciela i z powierzchni niewynajętej	1893978.24	12.50%

15	1938000.00	14.33% (średnia z nieruchomości podobnych)	Pustostan obliczono z całej powierzchni najmu brutto	1660284.60	6.25%
----	------------	--	--	------------	-------

Źródło: opracowanie własne

Wśród kandydatów na rzeczoznawców zaobserwowano pięć różnych rozwiązań. Pierwsze, dominujące – 37.50%, w ramach którego potencjalny dochód brutto skorygowano o rynkowy poziom pustostanów w wysokości 14.00% wyłącznie z powierzchni niewynajętej oraz zajętej przez właściciela na potrzeby własne. W wariancie drugim i czwartym korekty dokonano analogicznie, z tą jednak różnicą, że rynkowy poziom pustostanów oszacowano na podstawie pustostanów w nieruchomościach podobnych. W wariantach trzecim i piątym uczestnicy badania oszacowali efektywny dochód brutto poprzez uwzględnienie strat w dochodach, będących efektem pustostanów, ale liczonych od całej powierzchni najmu. Należy to uznać za błąd⁴²⁵. W tym przypadku różnice dotyczyły także przyjętej stopy pustostanów – trzech badanych (3, 4 i 9) zdecydowało się na rynkowy poziom pustostanów wynikający z analiz firm doradczych, badany nr 15 dokonał własnego oszacowania.

Na skutek różnego postrzegania i interpretacji danych rynkowych, początkowy wynik w postaci 100% zgodności w zakresie oszacowania potencjalnego dochodu brutto, zmalał w przypadku efektywnego dochodu brutto do poziomu 37.50%.

Kolejnym etapem prowadzącym do oszacowania wartości nieruchomości, jest określenie poziomu wydatków operacyjnych w okresie zmienności dochodów. Obejmują one wydatki na pokrycie m.in.: podatku od nieruchomości, opłat za UW, kosztów mediów, nakładów na konserwację i naprawy bieżące, kosztów zarządzania, ubezpieczenia i ochrony nieruchomości. Uczestnikom badania przedstawiono informację dotyczące struktury wydatków operacyjnych tj. jaka ich część płacona jest przez najemcę a jaka pozostaje w gestii właściciela nieruchomości - *wynajmujący pokrywa koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia, opłaty eksploatacyjne ponoszone za niewynajętą powierzchnię. Wydatki obciążające właściciela wynoszą - 100 000 euro rocznie, (podatek od nieruchomości i ubezpieczenia). Dodatkowo właściciel ponosi opłaty eksploatacyjnych w wysokości 4.50 euro/m² od niewynajętej powierzchni najmu brutto.*

Analiza rozwiązań przyjętych przez uczestników badania wykazała następujące sposoby dojścia do rocznego poziomu wydatków operacyjnych ponoszonych przez właściciela: (1) sumując kwoty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia razem z kwotą

⁴²⁵ Błędy popełniane na etapie oszacowania nie są uznawane za źródło zmienności wyceny.

opłat eksploatacyjnych, liczonych od niewynajętej powierzchni najmu brutto – 1000 m² i od powierzchni zajmowanej przez właściciela na potrzeby własne – 640 m²; (2) sumując kwoty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia razem z kwotą opłat eksploatacyjnych liczonych od uzasadnionej rynkowo niewynajętej powierzchni biurowca, co należy uznać za rozwiązanie kontrowersyjne.

Tak oszacowane wydatki operacyjne stanowiły podstawę do zmniejszenia potencjalnego dochodu brutto i do określenia dochodu operacyjnego netto w okresie zmienności dochodów (DON1) – por. tab. 39.

Tabela 39 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II

Kandydaci na rzeczoznawców	EDB (1)	Wydatki operacyjne (1)	Sposób szacowania	DON (1) = EDB (1) – Wydatki operacyjne (1)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
2, 5, 7, 16	1894992.00	180438.40	100 000 euro + (10640 m ² * 0.14 * 4.50 euro * 12 msc)	1714553.60	31.25%
6, 11, 10, 14	1892688.00	188560.00	100 000 euro + (640 m ² * 4.50 euro * 12 msc) + (1000 m ² * 4.5 euro * 12 msc)	1704128.00	25.00%
1, 13	1894992.00	188560.00	100 000 euro + (640 m ² * 4.5 euro * 12 msc) + (1000 m ² * 4.5 euro * 12 msc)	1706432.00	12.50%
3, 9	1666680.00	188560.00	100 000 euro + (640 m ² * 4.5 euro * 12 msc) + (1000 m ² * 4.5 euro * 12 msc)	1478120.00	12.50%

12	1892688.00	184747.60	100 000 euro + (10640 m ² * 0.1475* 4.50 euro * 12 msc)	1707940.40	6.25%
15	1660284.60	188560.00	100 000 euro + (640 m ² * 4.50 euro * 12 msc) + (1000 m ² * 4.50 euro * 12 msc)	1471724.60	6.25%
4	1666680.00	180438.40	100 000 euro + (10640 m ² * 0.14 * 4.50 euro * 12 msc)	1486241.60	6.25%

Źródło: opracowanie własne

Kombinacje różnych poziomów efektywnego dochodu brutto (5 wariantów) i wydatków operacyjnych (3 warianty) doprowadziły do 7 różnych oszacowań dochodu operacyjnego. Tak oszacowane zmienne strumienie dochodów zostały zdyskontowane. Przy oszacowaniu stopy dyskontowej uczestnicy eksperymentu mogli uwzględnić elementy wpływające na jej obniżenia, takie jak: obiekt nie wymaga remontów, technologie odpowiadają potrzebom najemców, obiekt jest nowoczesny, umowy zawarte są na czas oznaczony, wysoka jakość najemców (najemcy stanowią duże i średnie podmioty z branż IT a świadczone usługi mają stabilną pozycję na rynku), czy trendy panujące na rynku nieruchomości, takie jak: zjawisko „ucieczki do jakości”, polityka pracy hybrydowej, rosnące koszty energii, materiałów, kosztów pracy, wzrost stóp procentowych jako bodźców negatywnie wpływające na nową podaż (co znalazło swoje odzwierciedlenie w danych rynkowych – na koniec IV kw. 2022 w realizacji znajdowało się 600 000 m² w porównaniu z 1 mln m² do IV kw. 2018 r.).

Kandydatów poinformowano także o stopach kapitalizacji za aktywa *typu prime* na lokalnym rynku nieruchomości (5.50% - 7.00%); o danych z rynku kapitałowego w zakresie stopy wolnej od ryzyka – 2.27%, narzutu ryzyka z tytułu inwestowania w najlepsze nieruchomości – 2.50%, narzutu ryzyka z tytułu inwestowania w przedmiotową nieruchomość – 1.00%. Podano im także: (1) listę transakcji nieruchomości podobnymi łącznie z informacjami o obiekcie tj. powierzchnia najmu brutto, lokalizacja, rok budowy, poziom wynajęcia, rodzaj umów; (2) informację dodatkową: *na dzień wyceny w budowie*

jest ok. 43.300 m² nowej powierzchni biurowej. W najbliższym sąsiedztwie przedmiotowej nieruchomości powstają 3 nowe obiekty biurowe klasy A o powierzchni najmu brutto odpowiednio 9000 m², 11000 m² i 15000 m². Sposoby oszacowania stóp dyskontowych przez poszczególnych uczestników badania zestawiono w tabeli nr 40.

Tabela 40 Oszacowanie stopy dyskontowej w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II

Kandydat na rzeczoznawcę majątkowego	Stopa dyskontowa	Uzasadnienie	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 5, 13	7.00%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi. Odrzucono obiekt nr 1, 4, i 6. Z uwagi na powstające w sąsiedztwie nowe, konkurencyjne obiekty budowlane, stopę dyskontową podwyższono do poziomu 7.00%.	25.00%
6, 11, 12, 14	6.30%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi. Odrzucono obiekty nr 1 i 2	25.00%
8, 10, 15	6.37%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi – średnia z wszystkich nieruchomości	18.75%
3, 7	6.00%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi. Odrzucono obiekty nr 1 i 4. Wynik zaokrąglono.	12.50%
4, 9	6.50%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi – obiektu nr 5.	12.50%
16	6.23%	Stopę dyskontową oszacowano na podstawie znanych transakcji nieruchomościami podobnymi.. Odrzucono obiekty nr 1, 4, 6.	6.25%

Źródło: opracowanie własne

Uczestnicy badania zdecydowali się na rozwiązanie polegające na oszacowaniu stopy dyskontowej poprzez korektę znanych z nieruchomości podobnych stóp kapitalizacji.

Wśród 16 kandydatów na rzeczoznawców majątkowych zaobserwowano 6 różnych rozwiązań – dwa dominujące w wysokości 7.00% i 6.30%. Do elementów różnicujących uzyskane wyniki zaliczyć należy: (a) zróżnicowaną perspektywę nieruchomości podobnych – selekcji dokonywano w oparciu o powierzchnię najmu brutto – odrzucając obiekty nr 1, 2; lokalizację – odrzucając obiekty nr 1, 4; kryterium jakości najemców, rodzaju umów i zajętej przez nich powierzchni – odrzucając obiekty 4 i 6; (b) różną percepcję ryzyka osiągnięcia dochodu – nowe trendy na rynku nieruchomości, analiza informacji dotyczącej nowopowstającej powierzchni biurowej itp. – por. rysunek nr 43 (występowanie korekty lub jej brak). Oszacowanie sumy zdyskontowanych strumieni zmiennych dochodów w okresie prognozy zestawiono w tabeli nr 41.

Tabela 41 Oszacowanie sumy zdyskontowanych zmiennych strumieni dochodów - gr II

Kandydat na rzeczoznawcę	DON	Stopa dyskontowa	Okres prognozy	Suma zdyskontowanych zmiennych strumieni dochodów (W 1)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
6, 11, 14	1704128.00	6.30%	5	7120199.56	18.75%
2, 5	1714553.60	7.00%	5	7030008.27	12.50%
1, 13	1706432.00	7.00%	5	6996708.11	12.50%
7	1714553.60	6.00%	5	7222323.49	6.25%
12	1712249.60	6.30%	5	7136128.56	6.25%
16	1714553.60	6.23%	5	7177357.14	6.25%
10	1705418.24	6.37%	5	7112106.28	6.25%
8	1713539.84	6.37%	5	7145975.79	6.25%
3	1478120.00	6.00%	5	6226379.16	6.25%
15	1471724.60	6.37%	5	6137533.61	6.25%
4	1486241.60	6.50%	5	6176343.66	6.25%
9	1478120.00	6.50%	5	6142592.89	6.25%

Źródło: opracowanie własne

Na tym etapie uzyskano 12 różnych wyników. Po oszacowaniu i zdyskontowaniu przepływów pieniężnych w okresie prognozy, kandydaci na rzeczoznawców majątkowych przeszli do oszacowania zdyskontowanej wartości rezydualnej. Proces obliczeniowy zestawiono w tabeli nr 42. Uczestnicy badania dysponowali dokładnie takim samym zestawem danych rynkowych jak w przypadku wariantu pierwszego – techniki kapitalizacji prostej.

Tabela 42 Oszacowanie wartości rezydualnej - gr II

Sposób oszacowania			Wynik (PDB 2)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
(500 m ² * 13.5 euro * 12 msc) + (4430 m ² * 15 euro * 12 msc) + (2760 m ² * 15.5 euro * 12 msc) + (2950*16*12)			1958160.00	100%
EDB (2)				
Kandydat na rzeczoznawcę	PDB (2)	Stopa pustostanów	EDB (2)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 3, 4 5, 7, 9, 13, 16	1958160.00	14.00%	1684017.60	56.25%
6, 11, 12, 14	1958160.00	14.75%	1669331.40	25.00%
8, 10, 15	1958160.00	14.33%	1677555.67	18.75%
DON (2)				
Kandydat na rzeczoznawcę	EDB (2)	WO (2)	DON (2)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
1, 2, 3, 4 5, 7, 9, 13, 16	1684017.60	180438.40	1503579.20	56.25%
6, 11, 12, 14	1669331.40	184747.60	1484583.80	25.00%
8, 10, 15	1677555.67	182334.44	1495221.22	18.75%
Wartość rezydualna				

Kandydaci na rzeczoznawców	DON (2)	Stopa kapitalizacji	Wartość rezydualna DON (2)/R	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
6, 11, 12, 14	1484583.80	6.30%	23564822.22	25.00%
1, 2, 5, 13,	1503579.20	7.00%	21479702.86	25.00%
8, 10, 15	1495221.22	6.37%	23472860.63	18.75%
3, 7	1503579.20	6.00%	25059653.33	12.50%
4, 9	1503579.20	6.50%	23131987.69	12.50%
16	1503579.20	6.23%	24134497.59	6.25%

Źródło: opracowanie własne

Rozbieżności w zakresie przyjętych przez kandydatów na rzeczoznawców majątkowych założeń pojawiły się już na etapie szacowania efektywnego dochodu brutto. Przyjęto w tym zakresie trzy, znane z wcześniejszego etapu badania rozwiązania, polegające na pomniejszeniu potencjalnego dochodu brutto o pustostany przyjęte na poziomie zaproponowanym przez firmy doradcze (14.00%) lub na oszacowaniu tego poziomu na podstawie danych dotyczących transakcji nieruchomościami biurowymi klasy A na rynku lokalnym. Na tym etapie początkowa zbieżność wyników spadła z poziomu 100.00% do 56.25%.

Następnie kandydaci na rzeczoznawców majątkowych oszacowali dochód operacyjny netto. Analogicznie jak w poprzednich etapach wyceny dokonano tego sumując kwoty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia razem z kwotą opłat eksploatacyjnych liczonych od uzasadnionej rynkowo niewynajętej powierzchni. W ten sposób uzyskano 4 różne oszacowania dochodu operacyjnego netto.

Stopy kapitalizacji przyjęto na poziomie stóp dyskontowych, z co jest zgodne z założeniem o stabilizacji rynku po okresie prognozy. W rezultacie kombinacji stóp kapitalizacji i dochodów operacyjnych netto uzyskano 6 różnych wartości rezydualnej.

Ostatni etap wyceny, czyli oszacowanie wartości nieruchomości jako sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych i zdyskontowanej wartości rezydualnej zestawiono w tabeli nr 43.

Tabela 43 Oszacowanie wartości rezydualnej - gr II

Kandydat na rzeczoznawcę	Wartość w okresie prognozy (W1)	Wartość rezydualna	Współczynniki dyskontujące $\frac{1}{(1+r)^t}$	Zdyskontowa na wartość rezydualna (W2)	Wartość nieruchomości (W1+W2)	Częstość (ile % osób uzyskało ten sam wynik)
6, 11, 12, 14	7120199.56	23633222.22	$\frac{1}{(1+0,630)^5}$	17361923.77	24482123.34	25.00%
1, 13	6996708.11	21479702.86	$\frac{1}{(1+0,700\%)^5}$	15314731.28	22311439.39	12.50%
2, 5	7030008.27	21479702.86	$\frac{1}{(1+0,700)^5}$	15314731.28	22344739.55	12.50%
9	6142592.89	23131987.69	$\frac{1}{(1+0,650)^5}$	16883594.53	23026187.42	6.25%
4	6176343.66	23131987.69	$\frac{1}{(1+0,650)^5}$	16883594.53	23059938.18	6.25%
15	6137533.61	23472860.63	$\frac{1}{(1+0,637)^5}$	17237339.04	23374872.66	6.25%
10	7112106.28	23472860.63	$\frac{1}{(1+0,637)^5}$	17237339.04	24349445.33	6.25%
8	7145975.79	23472860.63	$\frac{1}{(1+0,637\%)^5}$	17237339.04	24383314.84	6.25%
3	6226379.16	24924293.33	$\frac{1}{(1+0,600)^5}$	18726030.76	24952409.92	6.25%
16	7177357.14	24134497.59	$\frac{1}{(1+0,623)^5}$	17840308.30	25017665.44	6.25%
7	7222323.49	24924293.33	$\frac{1}{(1+0,600)^5}$	18726030.76	25948354.26	6.25%

Źródło: opracowanie własne

Podejmowane przez kandydatów na rzeczoznawców decyzje na poszczególnych etapach procesu wyceny doprowadziły finalnie do uzyskania 11 różnych wyników oszacowania (wśród 16 kandydatów). Najwyższą wartość oszacowano na poziomie 25 948 354 26 euro, najniższy w wysokości 22 311 439 39 euro. Rozbieżność oszacowanych

rezultatów wyceny wynosi 14.02%. Największe różnice z pośród przyjmowanych danych wejściowych zanotowano na etapie szacowania poziomu pustostanów oraz stóp zwrotu, te ostatnie są elementami w największym stopniu wpływającymi na wynik (por. załącznik nr 9 – wyniki badania wrażliwości w technice DCF)⁴²⁶.

Podsumowanie wyników oszacowań w grupie kandydatów na rzeczoznawców majątkowych zawiera tabela nr 44.

Tabela 44 Zestawienie wyników wyceny techniką dyskontowania strumieni dochodów - gr II

	Min	Max	Rozbieżność	Rozstęp	Odchylenie standardowe
PDB (1)	1938000.00	1938000.00	0.00%	0.00	0.00
Stopa pustostanów (1)	14.00%	14.75%	5.08%	0.75%	0.32%
EDB (1)	1660284.60	1894992.00	12.39%	234707.40	102414.37
Wydatki operacyjne (1)	180438.40	188560.00	4.31%	8121.60	3981.25
DON (1)	1471724.60	1714553.60	14.16%	242829.00	103260.06
Stopa dyskontowa	6.00%	7.00%	14.29%	1.00%	0.34%
V (1)	6137533.61	7222323.49	15.02%	1084789.88	420816.59
PDB (2)	1958160.00	1958160.00	0.00%	0.00	0.00
Stopa pustostanów (2)	14.00%	14.75%	5.08%	0.75%	0.32%
EDB (2)	1669331.40	1684017.60	0.87%	14686.20	6358.63
Wydatki operacyjne (2)	180438.40	184747.60	2.33%	4309.20	1865.74
DON (2)	1484583.80	1503579.20	1.26%	18995.40	8224.37
Stopa kapitalizacji	6.00%	7.00%	14.29%	1.00%	0.34%
Wartość rezydualna	21479702.86	25059653.33	14.29%	3579950.48	1165965.40

⁴²⁶ Po wyłączeniu z dalszej analizy iteracji zawierających założenia kontrowersyjne (uczestnicy eksperymentu o numerach 3, 4, 9, 15) nie uwzględnili zawartych na czas oznaczony umów na etapie oszacowania poziomu pustostanów) okazało się, że najniższa i najwyższa wartość, a także liczba uzyskanych wyników pozostaje zmian. Biorąc pod uwagę obserwowaną w praktyce gospodarczej powszechność takiego rozwiązania nie zostało ono usunięte z podsumowania wyników eksperymentu.

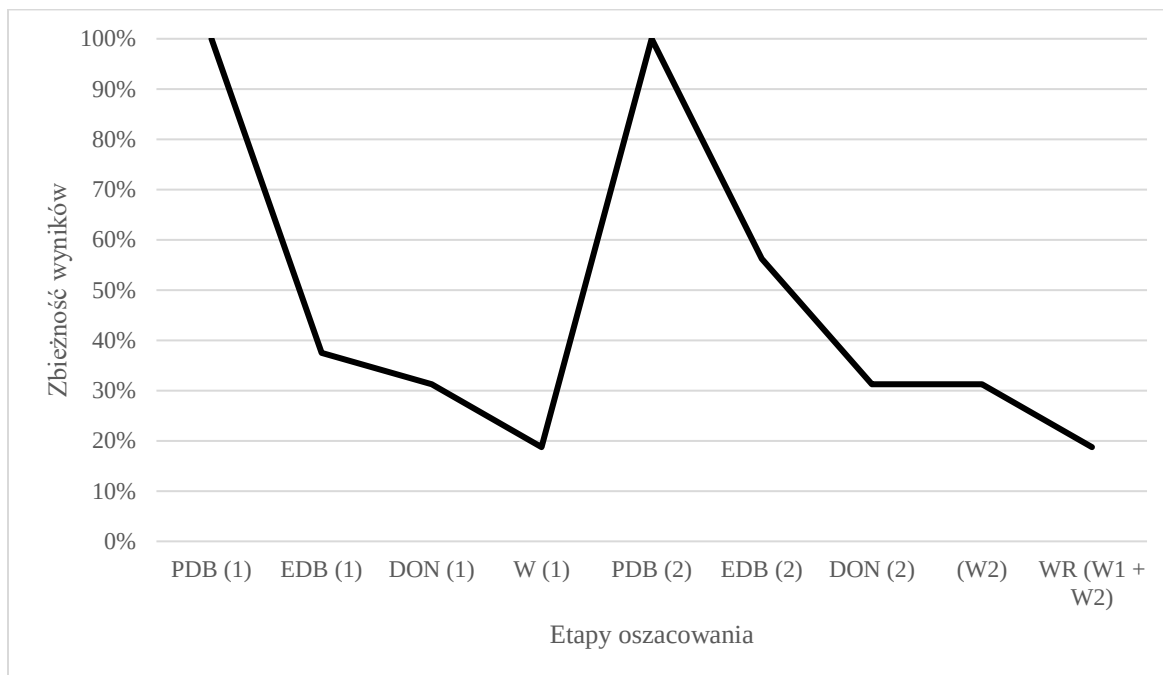
Zdyskontowana wartość rezydualna	15314731.28	18726030.76	18.22%	3411299.49	1117378.86
Wartość nieruchomości	22311439.39	25948354.26	14.02%	3636914.87	1152552.33

Źródło: opracowanie własne

Ponownie okazało się, że na skutek różnych założeń wejściowych i ich kombinacji zbieżność wyników zmniejsza się. Na rysunku nr 9 zaprezentowano badanie dotyczące dominujących tendencji zbieżności otrzymywanych wyników. W tym przypadku na etapie PDB₁ była ona na poziomie 100%, co oznacza, że wszyscy badani doszli do takich samych wyników. Na skutek różnic w założeniach dotyczących skorygowania potencjalnego dochodu brutto o rynkowy poziom pustostanów dominująca zbieżność wyników spadła do poziomu 37.50% (5 różnych wyników). W następnym etapie procedury – oszacowaniu DON₁, zbieżność spadła do 31.25% (6 różnych wyników). Dochód operacyjny netto dyskontowano za pomocą 6 stóp dyskontowych. Częstość dominującego wyniku spadła do poziomu 25.00%.

W ramach oszacowania sumy zdyskontowanych zmiennych strumieni dochodów kandydaci na rzeczoznawców otrzymali 11 różnych wyników – dominująca częstość 18.75%. Oszacowaniu PDB₂ towarzyszyła 100% zgodność wśród badanych, uległa ona jednak dużemu zmniejszeniu już na etapie EDB₂ na skutek różnych wariantów obliczeniowych związanych z pomniejszeniem PDB₂ o straty wynikające z rynkowego poziomu pustostanów. Zbieżność dominującego wyniku spadła na tym etapie ze 100% do 56.25% (trzy wyniki). Na etapie wyliczenia DON₂ zanotowano cztery różne wyniki, z dominującą częstością na poziomie 25.00%. Na etapie oszacowania stopy kapitalizacji zaobserwowano sześć różnych jej poziomów, dominujący jej poziom: 6.30% i 7.00% pojawił się w dwóch grupach (po czterech badanych – 25.00%). W rezultacie zaobserwowano sześć wyników oszacowania wartości rezydualnej nieruchomości. Finalnie, uzyskany poziom wartości nieruchomości powtórzył się tylko trzykrotnie w grupach stanowiących od 25.00% do 12.50% badanych.

Rysunek 9 Zmiany w zakresie powtarzalności dominujących wyników na poszczególnych etapach oszacowania w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II



Źródło: opracowanie własne

Eksperyment przeprowadzony w grupie badawczej nr 2 potwierdza dotychczasowe ustalenia w zakresie braku jednego poziomu wartości rynkowej nieruchomości. Należy dodatkowo zauważyć, że w przypadku stosowania techniki DCF zróżnicowanie wyników jest istotnie większe niż w technice kapitalizacji prostej tj. w gr I zanotowano 13 różnych wyników (39 badanych), w gr II 8 różnych poziomów wartości rynkowej (21 badanych), natomiast w DCF 11 różnych wyników (16 badanych).

5.2.4. Podsumowanie i wnioski z przeprowadzonego eksperymentu i ich wpływ na sposób prezentacji wyniku szacunku wartości rynkowej

Badanymi w gr nr I byli studenci studiów licencjackich na kierunku Inwestycje i Nieruchomości na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Dobór badanych do grupy miał charakter arbitralny. Przed przystąpieniem do eksperymentu zdobywali oni wiedzę i umiejętności z zakresu wyceny nieruchomości na realizowanych w ramach kierunku na zajęciach. W badaniu udział wzięło 39 osób – zadanie rozwiązywano w sali wykładowej (element zajęć przedmiotu „praktyczne aspekty wyceny nieruchomości”). Z uwagi na ograniczony czas, oraz najmniejsze doświadczenie badanych, respondentów poproszono o oszacowanie wartości w podejściu dochodowym metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej. Metoda DCF została w tym wariantcie

wyłączona. Wśród 39 oszacowań zanotowano 13 wyników, spośród których najwyższa uzyskana wartość kształtowała się na poziomie 25 884 725 24 euro, najniższa natomiast 21 479 702 86 euro, co implikuje rozbieżność na poziomie 17.02%. Największą rozbieżnością oszacowania wykazywała się stopa kapitalizacji. Jest to też jeden z kluczowych elementów w tej technice. Jej wpływ na wynik ujawniono w badaniu wrażliwości – por. załącznik nr 8.

Analogicznie, dobór badanych do grupy badawczej nr II także miał charakter arbitralny. Zapytanie o chęć udziału w eksperymencie skierowano do kandydatów na rzeczoznawców majątkowych (uczestników studiów podyplomowych po seminarium dyplomowym tuż przed egzaminem końcowym). Chętni do udziału w badaniu otrzymali zadanie eksperymentalne (w tej samej wersji, którą dostali studenci) z prośbą o jego odesłanie na wskazany adres mailowy. Kandydaci na rzeczoznawców zostali poproszeni o rozwiązanie zadania w wariancie techniki kapitalizacji prostej i wariancie DCF. W wariancie techniki kapitalizacji prostej udział wzięło 21 osób, natomiast zadanie w wariancie DCF rozwiązało 16 osób.

W technice kapitalizacji prostej, wśród 21 rozwiązań, zanotowano 8 różnych wyników. Najwyższa uzyskana wartość kształtowała się na poziomie 25 0596 53 33 euro, najniższa natomiast 21 479 702 86 euro, co implikuje rozbieżność na poziomie 14.29%. Analogicznie jak w grupie nr I, także i tutaj stopa kapitalizacji jest jedną z najbardziej rozbieżnych w oszacowaniu zmiennych, będąc jednocześnie jedną z najważniejszych w kontekście uzyskiwanych wyników. W technice dyskontowania strumieni dochodów, wśród 16 rozwiązań, zanotowano 11 różnych wyników oszacowania. Najwyższa uzyskana wartość kształtowała się na poziomie 25 948 354 26 euro, najniższa natomiast 22 311 439 39 euro, co implikuje rozbieżność na poziomie 14.02%. W tym przypadku zmienność powodowana była także głównie przez stopę kapitalizacji i stopę dyskontową.

Zestawienie wyników zawiera tabela nr 45.

Tabela 45 Zestawienie najważniejszych wyników eksperymentu

Grupa	Grupa badawcza nr 1 (studenci)		Grupa badawcza nr 2 (kandydaci na rzeczoznawców)	
Technika	Technika kapitalizacji prostej	Technika dyskontowania strumieni dochodów (DCF)	Technika kapitalizacji prostej	Technika dyskontowania strumieni dochodów (DCF)
Rozbieżność ⁴²⁷	17.02%	-	14.29%	14.02%
Liczba uzyskanych wyników (liczba badanych)	13 (39)	-	8 (21)	11 (16)
Wynik maksymalny	25 884 725 24 euro	-	25 059 653 33 euro	25 948 354 26euro
Wynik minimalny	21 479 702 86 euro	-	21 479 702 86 euro	22 311 439 39 euro

Źródło: opracowanie własne

Uzyskane w ramach badania eksperymentalnego rezultaty potwierdzają, iż na skutek przyjmowania różnych założeń, ten sam zestaw danych wejściowych, przy zastosowaniu tej samej techniki wyceny, może skutkować różnymi rezultatami. Wynika to z ich subiektywnej percepcji (odnośnie dochodu, pustostanów, wydatków operacyjnych, ryzyka osiągnięcia dochodu) oraz różnych kombinacji. To dowodzi, że nie ma jednego poziomu wartości rynkowej danej nieruchomości. Wycena nieruchomości obarczona jest niepewnością szacunku, która nawet w hermetycznym środowisku badawczym nie zostaje zniesiona. Nie można jej wyeliminować, można ją jedynie ujawnić. Jednym z jej źródeł jest proces dochodzenia do wartości. W przypadku dokonywania analogicznej wyceny w warunkach rynkowych (nielaboratoryjnych), gdzie rzeczoznawcy majątkowi samodzielnie pozyskują dane rynkowe, dokonują ich analizy i korekty i subiektywnie dokonują oceny przedmiotu

⁴²⁷ Rozbieżność pomiędzy wynikiem maksymalnym a minimalnym

wyceny na tle nieruchomości konkurencyjnych można by spodziewać się istotnie większej rozbieżności pomiędzy uzyskanymi wynikami.

Im mniej możliwości wyboru, im bardziej transparentny rynek (im powszechniejszy dostęp do informacji) tym niepewność wyceny jest mniejsza. Zaobserwowano to także porównując wycenę w technice kapitalizacji prostej i DCF. Pomimo tego, że rozbieżności pomiędzy minimalnym a maksymalnym wynikiem nie różnią się znacząco, to już liczba uzyskanych wyników wykazuje duże zróżnicowanie.

Rozważania teoretyczne, poparte wynikami przytoczonych badań uzasadniają konieczność pochylenia się nad sposobem prezentacji wyniku wyceny w postaci nie jednej konkretnej liczby, ale tak jak ma to miejsce np. na rynku dzieł sztuki w postaci przedziału liczbowego⁴²⁸. Zasadnicze pytanie, jakie pojawia się w tym miejscu dotyczy sposobu określenia dolnej i górnej jego granicy. Są to rozważania prowadzone na gruncie aplikacyjnym i teoretycznym już od jakiegoś czasu – przy wykorzystaniu metod opartych o rachunek prawdopodobieństwa np. metoda Monte Carlo. Nie zostały one jednak zaimplementowane do praktyki gospodarczej. Biorąc pod uwagę zróżnicowane kompetencje rzeczoznawców w zakresie możliwości stosowania różnych metod oraz co istotniejsze zrozumienie tych metod przez odbiorców wyceny, autor rozprawy proponuje znacznie prostsze rozwiązanie. Może ono zastąpić obecny sposób prezentacji wyniku wyceny⁴²⁹ lub stanowić załącznik do operatu szacunkowego.

Wykorzystując założenia poczynione przez uczestników badania eksperymentalnego przygotowano propozycję polegającą na zestawieniu zmiennych wejściowych w wariantach: maksymalnym, minimalnym, typowym⁴³⁰. Na tej podstawie dokonano oszacowania wartości w trzech wariantach: pesymistycznym (P), typowym (T), optymistycznym (O) dla techniki kapitalizacji prostej (gr I i II łącznie) i techniki dyskontowania strumieni dochodów⁴³¹ – por. tabela nr 46.

⁴²⁸ W wycenie przedsiębiorstw stosowana jest analiza scenariuszowa oraz analizy wrażliwości.

⁴²⁹ Nie jest to możliwe dla każdego celu wyceny.

⁴³⁰ Najczęściej występującym

⁴³¹ Niniejszy sposób prezentacji wartości rynkowej mógłby mieć zastosowanie nie tylko do przedstawiania wyniku szacunku w ramach podejścia dochodowego, ale także porównawczego czy mieszanego.

Tabela 46 Prezentacja wyniku wyceny w postaci przedziału liczbowego – przykład rozwiązania problemu niepewności wyceny

Wariant/model		Wariant pesymistyczny (P)	Wariant typowy (wartości najczęściej występujące) (T)	Wariant optymistyczny (O)
Kapitalizacja prosta	PDB	1851360.00	1958160.00	2042880.00
	Pustostany	14.75%	14.00%	11.33%
	EDB	1578284.40	1684017.60	1811421.69
	WO	184747.60	180438.40	165097.65
	Stopa kapitalizacji	7.00%	6.37%	6.00%
	WR (bez zaokrąglenia)	19907668.57	23604069.07	27438734.10
DCF	PBD (1)	1938000.00	1938000.00	1938000.00
	Stopa pustostanów (1)	14.75%	14.00%	14.00%
	EDB (1)	1892688.00	1894992.00	1894992.00
	WO (1)	188560.00	188560.00	180438.40
	DON (1)	1704128.00	1706432.00	1714553.60
	Stopa dyskontowa	7.00%	7.00%	6.00%
	W (1)	6987261.26	6996708.11	7222323.49
	PDB (2)	1958160.00	1958160.00	1958160.00
	Pustostany (2)	14.75%	14.00%	14.00%
	EDB (2)	1669331.40	1684017.60	1684017.60
	WO (2)	184747.60	180438.40	180438.40
	Stopa kapitalizacji	7.00%	7.00%	6.00%
	W (2)	15121253.31	15314731.28	18726030.76
	WR (bez zaokrąglenia)	22108514.57	22311439.39	25948354.26

Źródło: opracowanie własne

Zaprezentowany sposób jest nieskomplikowany, dlatego też ma wymiar praktyczny. Ponadto jest łatwo modyfikowalny. Wraz z rozwojem rynku nieruchomości, postępem technologicznym coraz powszechniejszym może być uzupełnianie powyższej metody takim rozwiązaniami jak na przykład wspomniana wcześniej symulacja Monte Carlo, czy wykorzystanie sztucznej inteligencji. Jest to kierunek dla dalszych badań.

Jednak pomimo tego, że przyszły postęp w wycenie nieruchomości wiązał się będzie z implementowaniem coraz bardziej zaawansowanych metod z wykorzystaniem np. sztucznej inteligencji i uczenia maszynowego, Big Data, technologii blockchain, systemów GIS, rozszerzonej (AR) i wirtualnej (VR) rzeczywistości, wycena pozostanie opinią sporządzoną przez eksperta, obciążoną niepewnością i ryzykiem, które są jej nieodłącznym elementem. Stosowane metody będą starać się jedynie w sposób ilościowy je uwypuklić. Poziom niepewności zależeć będzie od specyfiki przedmiotu szacowania, od segmentu rynku, od zachowań rzeczoznawców majątkowych (w ten sposób wartość może mieć wymiar normatywny lub pozytywny). Jedynym i najlepszym sposobem na ich ogólne zredukowanie jest ich ujawnienie. Wartość rynkowa nieruchomości jest jedynie próbą obiektywizacji zachowań uczestników tego rynku.

Zakończenie

Przedmiotem rozważań w niniejszej pracy była kategoria wartości rynkowej nieruchomości. Ma ona obiektywizować zachowania uczestników rynku, czyli przedstawiać typowe, najczęstsze ich zachowania. Głównym problemem podniesionym w pracy była ocena możliwości tejże obiektywizacji na rynku nieruchomości. Wskazano, że na obszarze nauk ekonomicznych podkreśla się występowanie niepełnego obiektywizmu. Podjęte rozważania pozwoliły wykazać, że obiektywizacja wartości rynkowej na rynku nieruchomości jest relatywnie trudniejsza niż na rynku innych aktywów z powodu specyfiki nieruchomości, a także specyfiki samego rynku nieruchomości. Wykazano, że wycena nieruchomości, rozumiana jako proces dochodzenia do wartości ma charakter behawioralny. Wynika to m.in. z dokonywanych przez rzeczoznawcę ocen badanych zjawisk jak również z postawy badacza. Wskazano na występowanie łańcucha behawioralnego: behawioralny jest proces podejmowania decyzji, behawioralne są ceny, behawioralny jest proces wyceny. Widoczne to jest na wszystkich etapach podejmowanych czynności przez rzeczoznawcę majątkowego: czynności technicznych, analitycznych, obliczeniowych a także sprawdzających. Powoduje to, że również wartość jako wynik szacunku ma charakter behawioralny.

Problematyka podejmowana w niniejszej pracy obejmowała cztery, wzajemnie uzupełniające się wątki. Wystąpiła w niej warstwa teoretyczna, warstwa analityczna, warstwa metodyczna i badawcza. W ramach warstwy teoretycznej (1) odwołano się do historycznych rozważań dotyczących wartości wskazując, że jest to wyjątkowo trudna kategoria na gruncie ekonomii, wymykająca się spod łatwych, prostych sformułowań,

rodząca ciągły niedosyt na etapie jej definiowania i interpretacji, (2) przedstawiono ewolucję wartości rynkowej nieruchomości, trudną drogę do jej standaryzacji w skali globalnej. W ramach warstwy analitycznej podjęto próbę (1) wyjaśnienia, dlaczego cechy nieruchomości i rynku nieruchomości -oprócz konieczności dokonywania przez badacza ocen badanych zjawisk i wpływu jego postawy – dodatkowo utrudniają proces obiektywizacji wartości, (2) wskazania skutków trudności obiektywizacji wartości w postaci niepewności wyceny pojedynczej nieruchomości i niepewności rozumianej jako różnica w wycenie tej samej nieruchomości dokonanej przez różnych rzeczoznawców dla tego samego celu i na ten sam dzień, nazwanej zmiennością wyceny. W warstwie metodycznej zawarto propozycję (1) uzupełnienia ujednoliconej w skali globalnej definicji wartości rynkowej o elementy niepewności, co zbliża do warunków zawierania transakcji na rynku nieruchomości, a także (2) propozycję sposobu przedstawienia i interpretacji wyniku wyceny. W ramach warstwy badawczej zastosowanie metody ankiety i eksperymentu pozwoliło podjąć rozważania, jak subiektywne postrzeganie i różnorodne założenia wpływają na końcowy wynik wyceny nieruchomości.

Reasumując, podjęta w niniejszej pracy doktorskiej problematyka rzuca nowe światło na złożoność wartości rynkowej nieruchomości, ukazując jej behawioralne uwarunkowania oraz ograniczenia w zakresie jej obiektywizacji, pozwala wskazać na skutki trudności obiektywizacji.. Autor pracy podjął próbę wykazania, że współczesne podejście do wyceny nieruchomości, oparte w znacznej mierze na założeniach ekonomii neoklasycznej, nie w pełni oddaje rzeczywistość rynkową, która jest skomplikowana i obciążona niepewnością. Powoduje to zastąpienie realiów gospodarczych ich alternatywą, nierzadko mylącą wersją. Okazuje się, że ze względu na specyfikę nieruchomości, rynku nieruchomości, a także proces dochodzenia do wartości rynkowej nieruchomości stanowi jedynie niedoskonałą próbę obiektywizacji zachowań uczestników tego rynku (C1). Wartość rynkowa powstaje w wyniku konkurencji subiektywnych wycen, jest zatem względna, dynamiczna, a przede wszystkim istotnie obciążona subiektywizmem (C2). Stanowi hipotezę ceny możliwą do uzyskania za nieruchomość przy założeniu spełniania określonych w definicji i interpretacji warunków brzegowych, a nie kwotę, za którą faktycznie dojdzie do transakcji. Szacunek dokonywany jest na konkretny dzień, dzień wyceny, ale wykorzystuje oczekiwania uczestników rynku dotyczące przyszłości (zasada antycypacji). Obarczony jest zatem niepewnością, która w opinii autora nie została w dostateczny sposób ujawniona w definicji wartości rynkowej i w sposobie przedstawiania

i interpretacji wyniku wyceny, mając w ten sposób swoje negatywne implikacje w sferze gospodarczej (C3).

Podjmując próbę rozwiązania napotkanych problemów badawczych i aplikacyjnych w pracy wykazano, że na rynku nieruchomości występuje łańcuch behawioralny: behawioralny jest proces podejmowania decyzji, behawioralne są ceny, behawioralny jest proces dochodzenia do wartości, behawioralna jest wartość (H1). Strony transakcji podejmują swoje decyzje w ograniczonym środowisku informacyjnym z uwzględnieniem różnych czynników, takich jak emocje, czy moda. Bodziec pochodzący z rynku odbierany jest w sposób wysoce subiektywny i skutkuje subiektywną oceną. Wywołuje subiektywne reakcje. Ten sposób postrzegania stanowi bezpośrednią podstawę procesu decyzyjnego: podejmowania decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych a w rezultacie kształtowania się cen. Podejmowane decyzje w dużej mierze zagrożone są występowaniem skrótów myślowych w postaci heurystyk, które mogą doprowadzić do tzw. błędów poznawczych. Ceny transakcyjne stanowią następnie podstawę dokonania oszacowania wartości rynkowej nieruchomości, są dowodami rynkowymi. Jednak na skutek specyfiki rynku nieruchomości (głównie jego nieefektywności), możliwości odczytania informacji zawartej w cenie są ograniczone. Model wyceny nieruchomości skonstruowany został jako model normatywny, który wskazuje, w jaki sposób, krok po kroku, rzeczoznawca majątkowy powinien ustalić wartość wycenianej nieruchomości (jak być powinno). Służą temu standardy zawodowe, noty interpretacyjne oraz regulacje prawne. Rzeczoznawcy majątkowi nie zawsze podążają za wymogami modelu, podlegają dysonansowi poznawczemu, a także pewnym heurystykom, które nie pozostają bez wpływu na wynik szacunku. Stosowanie tych heurystyk działa jak odruch bezwarunkowy, przed którym nie chroni nawet wiedza specjalistyczna ani doświadczenie. Źródłem behawioryzmu w wycenie nieruchomości jest również środowisko, w którym działa rzeczoznawca i które może mieć wpływ na proces szacowania wartości. Istotnym elementem tego środowiska jest klient, który może sugerować poziom wartości, zmuszać do korekt, stosować wobec rzeczoznawcy system karania (pozbawianie zleceń) i nagradzania (częste udzielanie zleceń), czy wymuszać zastosowanie konkretnej metody w wycenie. Dlatego wartość jako rezultat łańcucha behawioralnego na rynku nieruchomości także ma wymiar behawioralny (H4). Okazuje się zatem, że definicja i interpretacją wartości rynkowej nieruchomości jest konstrukcją o charakterze hipotetycznym, opiera się na wielu założeniach upraszczających, które wywodzą się częściowo z teorii neoklasycznych, bazujących na modelu homo oeconomicus: Model ten wyjaśnia konkretną aktywność człowieka w zakresie podejmowanych przez niego

decyzji rynkowych w kategoriach idealnych, ściśle racjonalnych wyborów. Standardowa teoria wartości może się sprawdzić wyłącznie na rynkach dobrze rozwiniętych i konkurencyjnych, tam gdzie to, co możliwe jest do zaobserwowania, poprzez poziom cen transakcyjnych jest równoważne z wartością. Założenia te nie odpowiadają w pełni specyfice rynku nieruchomości, warunkom zawierania transakcji na tym rynku, oraz procesowi dochodzenia do wartości (H3). Wartość rynkowa jest jedynie próbą obiektywizacji zachowań uczestników rynku nieruchomości (H2).

Udowadniają to nie tylko rozważania o charakterze teoretycznym ale także badania empiryczne. Stanowią one ważny wkład w zrozumienie, jak subiektywne postrzeganie i różnorodne założenia wpływają na końcowy wynik wyceny nieruchomości. Badanie ankietowe miało na celu zbadanie stopnia zgodności definicji wartości rynkowej z jej rozumieniem i akceptacją przez rzeczoznawców majątkowych, a także identyfikację behawioralnych czynników wpływających na proces wyceny nieruchomości. Zdecydowana większość respondentów zgadza się z podstawowymi założeniami definicji wartości rynkowej, jednakże zauważono pewne wątpliwości dotyczące aspektów związanych z ludzką naturą, takich jak racjonalność decyzji uczestników rynku nieruchomości czy brak przymusu w podejmowaniu decyzji - heterogeniczność nieruchomości oraz relatywnie niska liczba transakcji powodują, że poszczególne nieruchomości nie są substytutami, co może wywoływać presję na szybkie podejmowanie decyzji zakupowych i tym samym zwiększać podatność na wpływ emocji. Znaczna część respondentów wyrażała przekonanie, że definicja wartości rynkowej nie uwzględnia w pełni czynników pozaekonomicznych, takich jak emocje, wpływ otoczenia, czy instynkt, które mogą znacząco wpływać na ceny transakcyjne. Rzeczoznawcy majątkowi wskazywali także na behawioralne aspekty procesu wyceny nieruchomości. Zauważono, że subiektywizm w ocenie dowodów rynkowych oraz przyjmowanych założeń wpływa na końcowy wynik wyceny. Chociaż większość ankietowanych nie dostrzegała wpływu emocji czy presji otoczenia na wyniki wycen, badania literaturowe wskazują, że taki wpływ istnieje i może być istotny. Respondenci przyznali, że ceny transakcyjne oraz stawki czynszów nie zawsze odzwierciedlają w pełni dostępne informacje dotyczące nieruchomości, co potwierdza istniejące w literaturze przedmiotu opinie o niskiej efektywności i niedoskonałości rynku nieruchomości. Znaczącym rezultatem badania było wykazanie, że większość respondentów dostrzega niezrozumienie istoty wartości rynkowej przez odbiorców wycen, którzy często mylnie traktują wartość rynkową jako równą cenę. Takie podejście negatywnie wpływa na wizerunek zawodu rzeczoznawcy oraz proces podejmowania decyzji inwestycyjnych na

rynku nieruchomości. Ponadto ponad połowa respondentów spotkała się z sytuacją, w której niewielka różnica między wartością a ceną została uznana za błąd rzeczoznawcy, co świadczy o braku zrozumienia różnicy między tymi kategoriami.

Wyniki badania wskazują również na potrzebę zmiany sposobu prezentacji wyników wycen. Większość respondentów opowiada się za wprowadzeniem nowych metod prezentacji, takich jak przedziały liczbowe, klauzule w operatach czy analiza wrażliwości, które mogłyby lepiej odzwierciedlać ryzyka i niepewności związane z procesem wyceny. Respondenci dostrzegają także potrzebę informowania klientów o subiektywnym i naukowym charakterze wyceny, co mogłoby przyczynić się do poprawy zrozumienia roli rzeczoznawcy majątkowego i lepszego postrzegania jego pracy w środowisku biznesowym. Wyniki badania wskazują na potrzebę dalszej edukacji odbiorców wycen w zakresie zrozumienia różnicy między wartością rynkową a ceną oraz rozważenia zmian w sposobie prezentacji wyników wycen, aby lepiej odzwierciedlały one realia rynku i potrzeby jego uczestników.

Również na podstawie przeprowadzonych badań eksperymentalnych można stwierdzić, że wycena nieruchomości jest procesem obciążonym znaczną niepewnością, która wynika z różnorodności założeń przyjmowanych przez wyceniających. Zarówno w grupie studentów, jak i kandydatów na rzeczoznawców majątkowych, zanotowano istotne rozbieżności w oszacowanych wartościach nieruchomości, mimo stosowania tych samych technik wyceny i danych wejściowych. Niepewność pojedynczej wyceny prowadzi do niepewności rozumianej jako różnica pomiędzy wynikami kolejnych wycen tej samej nieruchomości dla tego samego celu na ten sam dzień. Tak rozumiana niepewność nazwana została zmiennością wyceny (por. 4.3). Analiza wyników wykazała, że im bardziej skomplikowana technika wyceny, tym większe zróżnicowanie uzyskanych wyników, co potwierdza obserwację, że wycena nie jest procesem jednoznacznym, a wręcz przeciwnie – podlega wpływowi subiektywnych czynników i percepcji ryzyka, dochodów oraz innych parametrów.

Wyniki badań jednoznacznie wskazują, że wycena nieruchomości jest procesem, w którym niepewność i ryzyko odgrywają kluczową rolę. Dlatego też przyszłe podejścia do wyceny powinny uwzględniać te aspekty w sposób bardziej przejrzysty, aby umożliwić lepsze zrozumienie i interpretację uzyskanych wartości, zarówno przez rzeczoznawców, jak i odbiorców operatów szacunkowych. Na podstawie zebranych danych zasadne wydaje się rozważenie wprowadzenia nowego podejścia do prezentacji wyników wyceny w postaci przedziału liczbowego, zamiast jednej konkretnej wartości. Podejście to mogłoby lepiej

odzwierciedlać rzeczywisty zakres niepewności towarzyszącej procesowi wyceny. Wprowadzenie wariantów pesymistycznych, najbardziej prawdopodobnych i optymistycznych daje możliwość bardziej elastycznego i realistycznego przedstawienia wartości rynkowej, co w szczególności może być użyteczne w kontekście praktycznym, zwłaszcza w warunkach rynkowych, gdzie zmienność i dostępność danych mogą wpływać na końcowy wynik szacunku. Wprowadzenie przedziałów wartości oraz jasne ujawnienie przyjętych założeń może stanowić istotny krok w kierunku zwiększenia transparentności i zaufania do procesu wyceny nieruchomości i jego wyniku a więc do rzeczoznawcy majątkowego.

Autor rozprawy zauważa, że pomimo, że przyszłość wyceny nieruchomości rysuje się jako obszar dynamicznych zmian, w których kluczową rolę mogą odegrać zaawansowane technologie, wartość rynkowa zawsze pozostanie kategorią trudną, względną, dynamiczną i obciążoną subiektywizmem. Kluczem do rozwiązania problemu niepełnej obiektywizacji wartości, jej niepewności i zmienności jest prostota szacunku.

Podsumowując, Autor ma nadzieję, że praca ta stanowi wkład w rozwój teorii wyceny, proponując podejście, które lepiej odzwierciedla złożoną naturę nieruchomości, rynku nieruchomości oraz dynamiczne i subiektywne aspekty wartości rynkowej i procesu dochodzenia do niej. Dalsze badania nad tym zagadnieniem mogą przyczynić się do opracowania bardziej zaawansowanych narzędzi i metod wyceny, aby lepiej oddać rzeczywistość rynkową oraz zminimalizować ryzyko i niepewność, które są nieodłącznymi elementami każdego procesu wartościowania. Nie rozwiązuje to jednak całkowicie problemu badawczego, *żadne ulepszenia w metodologii czy technice nie pozwolą rzeczoznawcom znaleźć tego, co nie istnieje*⁴³².

⁴³² M. Mooya, *Market Value without a Market: Perspectives from Transaction Cost Theory*, Urban Studies, March 2009, vol. 46, nr 3, pp. 687-701

Bibliografia

- A.A Ring, & J. H. Boykin, J. H. *The valuation of real estate*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall 1986.
- Achu, K., Chin, L. W., Burhan, B., Nordin, M. F., *Factors Affecting Client Influence on Property Valuation in Malaysia: Do Client Size and Size of Value Adjustment Matter*, Jurnal Teknologi, Nr 10 (75), 2015.
- Adair, A.S., Berry, J.N., McGreal, W.S., *Investment Decision Making: A Behavioural Perspective*, Journal of Property Finance, Vol. 5, Nr 4, 1994.
- Adamiczka, J., *Wartość rynkowa nieruchomości – Święty Graal wyceny nieruchomości to mit*, Rzeczoznawca Majątkowy, Nr 4 (96), 2017.
- Akerlof, G.A., Shiller, R.J. *Zwierzęce instynkty*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2010.
- Akta sprawy sądowej: *Sacramento Southern Railroad v. Heilbron*, 156 Cal. 408 (1900).
- Alston, J., Ergetsson, T., North, D. (Eds.). *Empirical Studies in Institutional Change*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.
- American Institute of Real Estate Appraisers, *Appraisal Terminology and Handbook*, 4th ed. American Institute of Real Estate Appraisers, Chicago 1962.
- Ankarloo, D., *New institutional economics and economic history*, Capital and Class, 26, 2002.
- Arystoteles. *Etyka Nikomachejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Automated Valuation Models: Roadmap for RICS members and stakeholders*. RICS, June 2021.
- Ayres C. *The Problem of Economic Order*, Farrar and Rinehart, New York, 1938.
- Becker G., *A Treatise on the Family*, Cambridge, MA: Harvard University Press 1981.
- Begg, D., Fischer, S., Dornbusch, R. *Makroekonomia*, Wyd. 4, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Bittner, M. *Homo Oeconomicus*, SWSPiZ, Łódź 2009.
- Black, R., Gibler, K. M., Brown, M., Diaz III, J., Grissom, T. V., *Behavioral Research in Real Estate: A Search for the Boundaries*, Journal of Real Estate Practice and Education, vol. 6, nr 1, 2003.

- Blaug, M. *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1994.
- Bochenek, M., *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych – rozważania semantyczne*, *Ekonomia*, nr 4(21), 2012.
- Böhm-Bawerk, E. Cytowane w: Blumin, I. *Szkoła subiektywna w burżuazyjnej ekonomii politycznej. Szkoła austriacka i anglo-amerykańska*, T. I., Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1965.
- Bonbright, J. C. *The Valuation of Property: A Treatise on the Appraisal of Property for Different Legal Purposes.*, McGraw-Hill, New York 1938.
- Bryx, M. *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*. Warszawa: Poltex, 2006.
- Cannone, J., Macdonald, R.J., Özdiilek, J. *Valuation without Value Theory*, A North American Appraisal. March, 2005.
- Cantillon, R. *Ogólne rozważania nad naturalnymi prawami handlu*, Nakładem Szkoły Głównej w Warszawie, Warszawa 1938.
- Case, K. E., Shiller, R. J., *The Behaviour of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets*, New England Economic Review, November 1988.
- Cochran, T., *Methods of valuation of real estate for taxation*. Penn Monthly May, 1874.
- Colander, D.C., Landreth, H. *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Crosby, A., Lavers, J., Murchod, J. *Property Valuation Variation and the 'Margin of Error' in the UK*, Journal of Property Research, 1998.
- Cymmerman, R., Hopfer, A. *Wycena nieruchomości. Zasady i procedury.*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych PFSRM, Warszawa 2005.
- Czernek, K., *O Potrzebie Badań Jakościowych w Ekonomii: Przykład Sektora Turystycznego*. W: Dymarczyk, W., Pyfla, Ł. (red.) *Wykorzystanie Metod Jakościowych w Badaniach Zachowań i Zjawisk Ekonomicznych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2017.
- D. Levy, E. Schuck, *Client influence on reported values*, Cutting Edge Conference RICS, London 1998.
- Damodaran, A. *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business, 2006.

- Derwich, M. *Koncepcja ceny sprawiedliwej w doktrynie ekonomicznej św. Tomasza z Akwinu*, Acta Universitatis Wratislaviensis, 1386, Historia 101, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, 1992.
- Diaz, J. III, Wolverton, M. L., *A Longitudinal Examination of the Appraisal Smoothing Hypothesis*, Real Estate Economics, Nr 2 (26), 1998.
- Diaz, J. III., *The Process of Selecting Comparable Sales*, The Appraisal Journal, Nr 4 (58), 1990.
- Drenda, L. *Teoria Wartości, Wartość Teorii*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 259, 2016.
- Dudziak, M., Szpakowska, E. *Zarządzanie ryzykiem i niepewność w działalności gospodarczej. Podejmowanie decyzji biznesowych*, Zarządzanie i Finanse, R. 11, nr 1(1), 2013.
- E. Kucharska-Stasiak, *Wartość rynkowa nieruchomości*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa 2001
- Europejskie Standardy Wyceny*, Edycja 8, TEGOVA 2016.
- Europejskie Standardy Wyceny*, Edycja 9, TEGOVA 2020.
- Evans, W. *Economics, Real Estate and the Supply of Land*. Blackwell Publishing, Oxford 2004.
- Farlow, A. *Crash and Beyond: Causes and Consequences of the Global Financial Crisis*. Oxford University Press, Oxford 2013.
- Financial Stability Forum. *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.
- Fisher L., Hasell J., Proctor C.J, Uwake D., Ward Z., Watson. C., *Rethinking Economics. An Introduction to Pluralist Economics*, Routledge London 2017.
- French, N., Gabrieli, L. *Uncertainty of Valuation.*, Journal of Property Investment & Finance, 2004.
- Friedman, M. *Methodology of Positive Economics.*, W: Friedman, M. *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago 1966.
- Gallimore, P., Gray, A. *The Role of Investor Sentiment in Property Investment Decisions*, Journal of Property Research, vol. 19, nr 2, 2002.
- Gallimore, P., Wolverton, M. L. *Price Knowledge Induced Bias: A Cross Cultural Comparison*, Journal of Property Valuation and Investment, vol. 15, nr 3, 1997.

- Gallimore, P., Wolverton, M. L. *The Objective in Valuation: A Study of the Influence of Client Feedback*, Journal of Property Research, vol. 17, nr 1, 2000.
- Genesove, D., Mayer, C. *Loss Aversion and Seller Behaviour: Evidence from the Housing Market*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, Nr 4, 2001.
- Głębiński, S. *Historia ekonomiki. Tom I Historia Ekonomiki Powszechnej*, Wydawnictwo Towarzystwa Naukowego, Lwów 1939.
- Głowacki, J., *Wartość w ekonomii społecznej*, Ekonomia Społeczna, Nr 2, 2015.
- Gniewek, E. *Prawo rzeczowe*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck, 2003.
- Górski, J. *Zarys historii ekonomii politycznej*. Wydawnictwo Książka i Wiedza, Warszawa 1984.
- Grzesik, K., Żróbek, S. *Harmonizacja Standardów Wyceny na Świecie i Ewolucja Różnych Interpretacji Wartości Rynkowej*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, vol. 20, nr 2 2012
- Hausner, J. *Społeczna czasoprzestrzeń gospodarowania. W kierunku ekonomii wartości*. Wydawnictwo Nieoczywiste, 2019.
- Henry George and the single tax*, w: *Henry George's Writings on the United Kingdom* (Research in the History of Economic Thought and Methodology, Vol. 20, Part 2). Emerald Group Publishing Limited, Leeds, 2002.
- Holska, M. *Teorie podejmowania decyzji*, w: Kłincewicz, K. (red.) *Zarządzanie, organizacje i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016.
- Hurd, R.M. 1903. *The rise of urban America*. New York: The Record and Guide.
- Janasz, W., *Ryzyko i Niepewność w Gospodarce – Wybrane Aspekty Teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Nr 14, 2009.
- Jensen, J.P., *Property taxes in the United States*, University of Chicago Press, Chicago 1931.
- Jevons W.S, *The theory of Politicial Economy*, A.M Kelley, New York 1957.
- Joslin, D. *An investigation into the expression of uncertainty in property valuations*. Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, No. 4, 2005.
- Kahneman, D., Tversky, A. *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Wydawnictwo Media Rodzina, Warszawa 2012.

Kay, M., King, M. *Radical Uncertainty: Decision-Making Beyond the Numbers*. W.W. Norton & Company, 2020.

Kinnard, W. N., Lenk, M. M., Worzala, E. M., *Client Pressure in the Commercial Appraisal Industry: How Prevalent Is It?*, Journal of Property Valuation and Investment, vol. 15, nr 3, 1997.

Kishore, R. *Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm*. Paper presented at the Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, 2006.

Kołodko, G.W. *Dokąd zmierza świat. Ekonomia Polityczna*, Wydawnictwo Prószyński Media, Warszawa 2013.

Konowalczyk, J. *Wycena nieruchomości dla celów kredytowych*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2014.

Kowalczyk, S., *Filozoficzne koncepcje wartości*, Collectanea Theologica, nr 56/1, 1986.

Krawczyk, M. *Ekonomia Eksperymentalna*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.

Kucharska-Stasiak, E. "Wycena bez wartości." *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, Vol. 20, Nr 2, 2012.

Kucharska-Stasiak, E. *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.

Kucharska-Stasiak, E. *Wpływ współczesnych koncepcji wyceny na metodykę wyceny nieruchomości w Polsce*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, 36/1, 2014.

Kucharska-Stasiak, E., Jarecki, P., *Market Value as an Attempt to Objectivize the Behavior of Real Estate Market Participants*, World of Real Estate Journal, Nr 3 (117), 2021.

Kucharska-Stasiak, E., *Niepewność wyceny nieruchomości jako źródło rozbieżności czy akceptowalny poziom różnic w wartości nieruchomości*, Rzeczoznawca Majątkowy, Nr 4 (96), 2017.

Kucharska-Stasiak, E., *Pomiar wartości na gruncie ekonomii – reperkusje dla wyceny*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości, Vol. 19, Nr 1, 2011.

Kucharska-Stasiak, E., *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości, Vol. 14, Nr 1, 2006..

Kucharska-Stasiak, E., *The evolution of the market value definition*, Geomatics and Environmental Engineering, Vol. 16, Nr 4, 2022.

- Kucharska-Stasiak, E., *Wycena nieruchomości w gospodarce globalnej*, International Business and Global Economy, 2016, Nr 35/11.
- Kummerow M., *A Statistical Definition of Market Value*, The Appraisal Journal 70 (4) 2002.
- Kuszyk-Bytniewska, M., *Obiektywność a obiektywizacja w naukach społecznych*, Filozofia i Nauka. Studia filozoficzne i interdyscyplinarne, tom 5, 2017.
- Kuszyk-Bytniewska, M., *Problematyzacja obiektywności w naukach społecznych*, Zagadnienia Naukoznawstwa, nr 2(204), 2015.
- Lejman, W. *Ekonomia instrumentalna C. E. Ayresa*, Folia Oeconomica, nr 138, 1996.
- Lewiński, S. *Breve Trattato del valore delle Monete* (1680) i *La Zecca in Consulta di Stato* (1688), za: Głąbiński, S., *Skarb w Radzie Państwa*.
- Lipiński, E. *Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1968.
- Lis, T. *Dylematy wokół wartości ekonomicznej i ich znaczenie we współczesnej nauce rachunkowości*. Studia Ekonomiczne, nr 125, 2012.
- Łobodzki, M. *Wprowadzenie do metodologii badań pedagogicznych*. Wydawnictwo Impuls, Warszawa 2009.
- Ludwig von Mises, L. *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*. Instytut Ludwiga von Misesa, Wrocław 2011.
- Mączyńska, E. *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*. Zeszyty Naukowe Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, 2011.
- Mallinson, M., French, N. *Uncertainty in Property Valuation – The Nature and Relevance of Uncertainty and How It Might Be Measured and Reported*, Journal of Property Investment and Finance, vol. 18, nr 1, 2000.
- Mandeville, B. *Bajka o pszczołach*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1957.
- Marshall A., *Principles of Economics*, Macmillan, London 1948.
- Matel, A., *Eksperyment ekonomiczny w procesie kreowania wiedzy naukowej*, w: Kielczewski, D., Matel, A. (red.) *Poznanie naukowe w procesie kreowania wiedzy ekonomicznej*. Wydawnictwo Uniwersytet w Białymstoku Białystok, 2017.
- Medici, G. *Principles of Appraisal*. Ames: Iowa State College Press, 1953.
- Menger, C. *Zasady ekonomii*. Wydawnictwo Fijor Publishing, Warszawa 2013.
- Międzynarodowe Standardy Wyceny*, RICS, 2020.

Mieszek, W. *Metodyka określania wartości rynkowej nieruchomości zurbanizowanych w warunkach niepewności*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013.

Mill, J. S. *Zasady ekonomii politycznej i niektóre jej zastosowania do filozofii społecznej*. T. I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1965.

Moore, J. W. *A History of Appraisal Theory and Practice: Looking Back from IAAO's 75th Year*, Journal of Property Tax Assessment & Administration, Vol. 6, Nr 3.

Mooya, M. M. *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016.

Mooya, M. *Market Value without a Market: Perspectives from Transaction Cost Theory*, Urban Studies, vol. 46, issue 3, 2009.

Mooya, M. *Real Estate Valuation*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016.

Murphy, R. P. *The Labor Theory of Value: A Critique of Carson's Studies in Mutualist Political Economy*, Journal of Libertarian Studies, vol. 20 (Winter 2006).

Nadolna, B. *Wpływ koncepcji wartości na pomiar wartości ekonomicznej w rachunkowości*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Nr 32, 2011.

North, D. C. *Institutions*, Journal of Economic Perspectives, vol. 5, nr 1, 1991.

Northcraft, B., Neale, M.A., *Experts, amateurs, and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions*, Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol. 39, Nr 1, 1987.

Parker, D. *International Valuation Standards: A Guide to the Valuation of Real Property Assets*. Wiley Blackwell, 2016.

Pfeffer, I. *Insurance and Economic Theory*. Homewood, Illinois: Irwin Inc., 1956.

Piątkowski, W. *Adam Smith Ekonomia polityczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

Przybyła, H., Pęciak, R., Zagóra-Jonszta, U., Rolski, M., Danowska-Prokop, B., Grabowski, A. *Podstawowe kategorie ekonomiczne w ujęciu wybranych kierunków myśli ekonomicznej. Kategoria Wartości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.

Przystupa, M. *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw w podejściu dochodowym*. Wydawnictwo Frel, Warszawa 2016.

R. H. Sewall, *The theory of value before Adam Smith*. New York: Macmillan 1901.

Radzewicz, A., Wiśniewski, R. *Niepewność rynku nieruchomości*, Towarzystwo Naukowe Rynku Nieruchomości, Vol. 19, Nr 1, 2011.

Rao, C.R., *Statystyka i prawa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.

Ring, A. A., & Boykin, J. H., *The Valuation of Real Estate*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall 1986.

Rojszczak, A., *Od sądów do zdań: nośnik prawdy a obiektywizacja wiedzy*, Filozofia Nauki, Vol. 5, Nr 2, 1997.

Romanow, Z., *Koncepcje wartości i ceny w teoriach ekonomicznych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, Rok L, zeszyt 3, 1999.

Rothbard, M. N. *Economic Thought Before Adam Smith: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Vol. 1. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1995.

Rudnicki, L. *Zachowanie konsumentów na rynku*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa 2000

Sanders, M. V. *Market Value: What Does It Really Mean?* *The Appraisal Journal*, Summer 2018.

Say, J. B. *Traktat o ekonomii politycznej, czyli prosty wykład sposobu, w jaki się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1960.

Schmutz, G. *Condemnation Appraisal Handbook*, University of Wisconsin, 1948.

Schmutz, G.L. 1941. The appraisal processes. North Hollywood, CA: George L. Schmutz. American Institute of Real Estate Appraisers, *Appraisal Terminology and Handbook*, 4th ed. (Chicago: American Institute of Real Estate Appraisers, 1962), 121.

Schumpeter, J. A. *History of Economic Analysis*, Routledge, 1987.

Seslen, T. N. *Housing Price Dynamics and Household Mobility Decisions*, Paper presented at the USC LUSK/FBE Real Estate Seminar, 2004.

Shiller, R. J., *Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices*, *The Economists' Voice*, vol. 3, nr 4, 2006.

Simon, H., *Rational choice and the structure of the environment*, *Psychological Review*, Vol. 63, Nr 2, 1956, ss. 129–138.

Skousen, M. *Narodziny współczesnej ekonomii – Żywoty i idee wielkich myślicieli*, Wydawnictwo Fijorr Publishing, 2012.

- Smit, W. M., Vos, G. A., *Variations in Valuation: Will Identical Data Input Lead to Identical Output of Valuation Results?* Paper presented at ERES Conference, Helsinki, 2003.
- Smith, A. *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I i II., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Solek, A., *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Zeszyty Naukowe Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Nr 8, Kraków, 2010.
- Stachak, S. *Podstawy metodologii nauk ekonomicznych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
- Such, J., Szczęśniak, M. *Filozofia nauki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Poznań 1999.
- Szczepański, J. *Elementarne pojęcia socjologii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1972.
- Tatarkiewicz, W. *Historia filozofii*, tom 1., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2020.
- Thaler, R. H., Sunstein, C. R. *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Wydawnictwo Zyska i S-ka, Warszawa 2012.
- The Appraisal Institute. *The Appraisal of Real Estate*, 15th Edition. Chicago, 2020.
- The Appraisal of Real Estate. *Wycena nieruchomości – wydanie polskie*. PFSRM, 2000.
- The Mallison Report: Report of the President's Working Party on Commercial Property Valuations*. RICS, 1994.
- Thorne, J., *Valuation uncertainty – when and why this is important*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 39, Nr 5, 2021.
- Topczak, M., Patalas-Maliszewska, J., *Model Oceny Poziomu Ryzyka w Przedsiębiorstwie Produkcyjnym*, Enterprise Management, vol. 22, nr 4, Grudzień 2019.
- U. Zagóra-Jonszta, *Rozważania wokół wartości – do Marska do czasów współczesnych*, Studia Ekonomiczne vol 176, 2014
- Wendt, P. F. *Real Estate Appraisal: A Critical Analysis of Theory and Practice*. New York: Holt, 1956.
- Wieser, F. Cytowane w: Drenda, L., *Teoria Wartości, Wartość Teorii*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 259, 2016.
- Zangerle, J. A. *Principles of Real Estate Appraising*. Cleveland: McMichael Publishing, 1924.

Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z 4.2.2013 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi (Dz.U.UE.L.2014.60.34).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestujących, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 Tekst mający znaczenie dla EOG (Dz.U. L 176 z 27/06/2013).

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 5 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości (Dz.U. 2023 poz. 1832)

Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. z 2024 r. poz. 1145)

Ustawa z dnia 16 kwietnia 2004 r. o ochronie przyrody (Dz. U. 2004 Nr 92 poz. 880)

Ustawa z dnia 23 kwietnia 164 r. Kodeks Cywilny (Dz. U. z 2023 r. poz. 1610, 1615, 1890, 1933, z 2024 r. poz. 653), art. 46.1

Ustawa z dnia 9 czerwca 2011 r. Prawo geologiczne i górnicze (Dz. U. z 2023 r. poz. 633, 1688, 2029)

Ustawa z dnia 3 lipca 2002 r., Prawo lotnicze (Dz.U. 2002 nr 130 poz. 1112).

Strony internetowe

Słownik języka polskiego PWN, *Filozofia*, www.encyklopedia.pwn.pl.

Słownik języka polskiego PWN, *Aksjologia*, www.encyklopedia.pwn.pl.

Słownik języka polskiego PWN: *Niepewność*, www.sjp.pwn.pl.

M.N Rothbard, *Błędy Davida Ricardo*, www.mises.pl.

Robert P. Murphy, *Błędy klasycznej teorii wartości*, www.mises.pl.

Wyrok sądowy: Banque Bruxelles Lambert SA v. Eagle Star Insurance Co Ltd [1995] 2 All ER 769 www.uk.practicallaw.thomsonreuters.com.

Wyrok sądowy: Sacramento Southern Railroad v. Heilbron, 156 Cal. 408, 1900; www.casetext.com.

Jak zostać rzeczoznawcą majątkowym, Ministerstwo Rozwoju i Technologii, <https://www.gov.pl>.

Spis tabel

Tabela 1 Interpretacja wyroków Sądu Najwyższego w Australii z 1907 r.	49
Tabela 2 Wybrane koncepcje wartości rynkowej nieruchomości	58
Tabela 3 Etapy ewolucji definicji wartości rynkowej w Polsce.....	60
Tabela 4 Główne założenia koncepcji highest and best use.....	68
Tabela 5 Homo oeconomicus i jego krytyka (ujęcie socjologiczne).....	72
Tabela 6 Katalog praw do nieruchomości	78
Tabela 7 Specyfika rynku nieruchomości w kontekście rynków efektywnych.....	81
Tabela 9 Podejścia, metody i techniki w wycenie nieruchomości w Polsce	89
Tabela 10 Ocena wpływu poszczególnych czynności szacowania wartości na proces obiektywizacji wartości rynkowej	91
Tabela 11 Wady i zalety automatycznych modeli wyceny RICS	101
Tabela 12 Podział sytuacji decyzyjnych	104
Tabela 13 Ryzyko a niepewność - ujęcie historyczne.....	106
Tabela 14 Ryzyko a niepewność - ujęcie współczesne	108
Tabela 15 Przykładowe tytuły artykułów zawierające frazy związane z ryzykiem i niepewnością na rynku nieruchomości	114
Tabela 16 Analiza wyroków sądowych z UK i z Australii pod kątem dopuszczalnego poziomu marginesu błędu	120
Tabela 18 Zgodnie z art. 151.1 Ustawy o gospodarce nieruchomościami wartość rynkową nieruchomości stanowi szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym	133
Tabela 19 Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że uczestnicy rynku nieruchomości powszechnie podejmują swoje decyzje nie tylko na podstawie cech nieruchomości, ale także pod wpływem czynników pozaekonomicznych takich jak emocje; ulegają wpływowi otoczenia (rodzina, znajomi).....	134
Tabela 20 Proszę określić w jakim stopniu Pani/a zdaniem cena kształtowana jest przez czynniki pozaekonomiczne tj. emocje, wpływ otoczenia, działanie instynktowne, nieracjonalność?135	
Tabela 21 Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że na proces wyceny i jego wynik (wartość) wpływ mają takie zachowania rzeczoznawcy majątkowego jak:	135
Tabela 22 Czy uważa Pan/i, że możliwość wystąpienia rozbieżności w oszacowaniu wartości względem ceny transakcyjnej oraz różnicy oszacowań, tej samej nieruchomości, dla tego samego celu, na ten sam dzień, ale dokonanych przez różnych rzeczoznawców, sugeruje celowość zmiany sposobu prezentacji wyniku wyceny	137

Tabela 23 Jaki sposób prezentacji wyniku byłby Pana/i zdaniem najbardziej odpowiedni? Proszę o ocenę przydatności poniższych propozycji w skali od 1-5 (gdzie 1 stanowi rozwiązanie najgorsze, a 5 najlepsze).....	137
Tabela 17 Zadanie eksperymentalne	142
Tabela 24 Sposoby szacowania potencjalnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr I	144
Tabela 25 Oszacowanie rynkowego poziomu pustostanów w technice kapitalizacji prostej - gr I	145
Tabela 26 Oszacowanie efektywnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr I ..	146
Tabela 27 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice kapitalizacji prostej - gr I...	147
Tabela 28 Oszacowanie stóp kapitalizacji w technice kapitalizacji prostej - gr I	149
Tabela 29 Oszacowanie wartości nieruchomości – gr I	151
Tabela 30 Zestawienie rozbieżności wyników wyceny techniką kapitalizacji prostej - gr I	152
Tabela 31 Sposoby szacowania potencjalnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr II	154
Tabela 32 Oszacowanie rynkowego poziomu pustostanów w technice kapitalizacji prostej - gr II	155
Tabela 33 Oszacowanie efektywnego dochodu brutto w technice kapitalizacji prostej - gr II .	156
Tabela 34 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice kapitalizacji prostej - gr II..	156
Tabela 35 Oszacowanie stóp kapitalizacji w technice kapitalizacji prostej - gr II	157
Tabela 36 Oszacowanie wartości nieruchomości w technice kapitalizacji prostej - gr II	159
Tabela 37 Zestawienie rozbieżności wyników wyceny techniką kapitalizacji prostej - gr II ...	159
Tabela 38 Oszacowanie potencjalnego dochodu brutto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II	163
Tabela 39 Sposoby szacowania efektywnego dochodu brutto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II	164
Tabela 40 Oszacowanie dochodu operacyjnego netto w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II	166
Tabela 41 Oszacowanie stopy dyskontowej w technice dyskontowania strumieni dochodów - gr II	168
Tabela 42 Oszacowanie sumy zdyskontowanych zmiennych strumieni dochodów - gr II	169
Tabela 43 Oszacowanie wartości rezydualnej - gr II	170
Tabela 44 Oszacowanie wartości rezydualnej - gr II	172
Tabela 45 Zestawienie wyników wyceny techniką dyskontowania strumieni dochodów - gr II	173
Tabela 46 Zestawienie najważniejszych wyników eksperymentu	177
Tabela 47 Prezentacja wyniku wyceny w postaci przedziału liczbowego – przykład rozwiązania problemu niepewności wyceny	179

Spis rysunków

Rysunek 1 Wielowymiarowość wartości ekonomicznej	13
Rysunek 2 Graficzna interpretacja wartości rynkowej nieruchomości	69
Rysunek 3 Wpływ klienta na proces szacowania wartości nieruchomości.....	98
Rysunek 4 Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej - gr I	143
Rysunek 5 Zmiany w zakresie powtarzalności najczęściej występujących wyników poszczególnych etapów oszacowania w technice kapitalizacji prostej - gr I	152
Rysunek 6 Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej - gr II.....	154
Rysunek.... 7 Zmiany w zakresie powtarzalności wyników poszczególnych etapów oszacowania w technice kapitalizacji prostej - gr II	160
Rysunek 8 Wyniki wyceny techniką dyskontowania strumieni dochodów - gr II.....	162
Rysunek 9 Zmiany w zakresie powtarzalności dominujących wyników na poszczególnych etapach oszacowania w technice dyskontowania strumieni dochodów \- gr II	175

Spis załączników

Załącznik nr 1 – Raport z badania ankietowego
Załącznik nr 2 - Wykaz stowarzyszeń w PFSRM
Załącznik nr 3 – Metodyka podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości
Załącznik nr 4 – Analiza rynku nieruchomości
Załącznik nr 5 – Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej gr I
Załącznik nr 6 – Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej gr II
Załącznik nr 7 – Wyniki wyceny w technice DCF gr II
Załącznik nr 8 – Wyniki badania wrażliwości techniki kapitalizacji prostej
Załącznik nr 9 – Wyniki badania wrażliwości techniki DCF

Załącznik nr 1 – raport z badania ankietowego

Płeć badanych:

Odpowiedź	%	Liczba osób
Kobieta	52.90%	72
Mężczyzna	47.10%	64

Odpowiedzi: 136

Wiek badanych:

Odpowiedź	%	Liczba osób
Poniżej 25 lat	1.5%	2
25-30 lat	10.40%	14
31-40 lat	32.60%	44
41-50 lat	18.50%	25
Powyżej 50 lat	37.00%	50

Odpowiedzi: 135

Wykształcenie:

Odpowiedź	%	Liczba osób
Techniczne	43.00%	58
Ekonomiczne	38.50%	52
Prawnicze	11.10%	15
Inne	8.88%	10

Odpowiedzi: 135

Doświadczenie w wycenie nieruchomości w latach:

Odpowiedź	%	Liczba osób
Do 3 lat	22.80%	31
4-7 lat	19.90%	27
8-11 lat	14.70%	20
12 lat i więcej	42.60%	58

Odpowiedzi: 136

Forma prowadzenia działalności zawodowej:

Odpowiedź	%	Liczba osób
We własnym imieniu – jednoosobowa działalność gospodarcza	74.60%	100
W ramach stosunku pracy u podmiotu prowadzącego działalność z zakresu szacowania wartości nieruchomości	13.40%	18

W ramach umowy cywilnoprawnej u podmiotu prowadzącego działalność szacowania z zakresu szacowania wartości nieruchomości	8.20%	11
Inne	3.73%	5

Odpowiedzi: 134

Liczba przygotowywanych operatów rocznie:

Odpowiedź	%	Liczba osób
Do 10	8.10%	11
11-30	30.90%	42
31-50	20.60%	28
51 i więcej	40.40%	55

Odpowiedzi: 136

Jakie nieruchomości Pan/i najczęściej wycenia?

Odpowiedź	Bardzo często	Często	Czasami	Rzadko	Bardzo rzadko	Nigdy
Mieszkaniowe	76 (56.30%)	22 (16.30%)	26 (19.26%)	5 (3.70%)	6 (4.44%)	0 (0.00%)
Biurowe	5 (4.10%)	25 (20.49%)	43 (35.25%)	27 (22.13%)	17 (13.93%)	5 (4.10%)
Handlowe	5 (4.07%)	12 (9.76%)	51 (41.46%)	34 (27.64%)	15 (12.20%)	6 (4.88%)
Magazynowe	6 (4.88%)	19 (15.45%)	49 (39.84%)	31 (25.20%)	13 (10.57%)	5 (4.07%)
Gruntowe niezabudowane	57 (43.85%)	49 (37.69%)	17 (13.08%)	5 (3.85%)	2 (1.54%)	0 (0.00%)
Inne	13 (14.77%)	14 (15.91%)	21 (23.86%)	10 (11.36%)	9 (10.23%)	21 (23.86%)

Kto jest odbiorcą Pana/i operatów

Odpowiedź	Bardzo często	Często	Czasami	Rzadko	Bardzo rzadko	Nigdy
Osoby fizyczne	62 (45.93%)	31 (22.96%)	23 (17.04%)	11 (8.15%)	6 (4.44%)	2 (1.48%)
Przedsiębiorcy	27 (21.43%)	46 (36.51%)	34 (26.98%)	10 (7.94%)	6 (4.76%)	3 (2.38%)
Instytucje finansowe (m.in. banki)	25 (20.83%)	31 (25.83%)	23 (19.17%)	14 (11.67%)	18 (15.00%)	9 (7.50%)
Sektor publiczny	40 (32.26%)	26 (20.97%)	30 (24.19%)	13 (10.48%)	6 (4.84%)	9 (7.26%)

Zgodnie z art. 151.1 Ustawy o gospodarce nieruchomościami wartość rynkową nieruchomości stanowi szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej. Czy Pana/i zdaniem, warunki definicyjne wartości rynkowej dobrze odzwierciedlają typowe zachowania uczestników rynku nieruchomości?

Odpowiedź	Zdecydowanie tak	Raczej tak	Trudno powiedzieć	Raczej nie	Zdecydowanie nie
Strony mają stanowczy zamiar zawarcia transakcji	58 (43.94%)	67 (50.76%)	5 (3.79%)	2 (1.52%)	0 (0.00%)
Działają z rozeznaniem i postępują rozważnie	23 (17.69%)	47 (36.15%)	43 (33.08%)	17 (13.08%)	0 (0.00%)
Strony nie są powiązane	37 (28.46%)	55 (42.31%)	30 (23.08%)	6 (4.62%)	2 (1.54%)
Strony nie znajdują się w sytuacji przymusowej	37 (28.91%)	44 (34.38%)	33 (25.78%)	11 (8.59%)	3 (2.34%)
Upłynął odpowiedni okres ekspozycji na rynku	20 (15.27%)	52 (39.69%)	48 (36.64%)	7 (5.34%)	4 (3.05%)

Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że uczestnicy rynku nieruchomości powszechnie podejmują swoje decyzje nie tylko na podstawie cech nieruchomości, ale także pod wpływem czynników pozaekonomicznych takich jak emocje; ulegają wpływowi otoczenia (rodzina, znajomi, sentyment rynkowy); działają instynktownie; a także bywają nieracjonalni w swoich wyborach?

Odpowiedź	%	Liczba
Zdecydowanie tak	25.70%	35
Raczej tak	44.10%	60
Trudno powiedzieć	14.00%	19
Raczej nie	14.00%	19
Zdecydowanie nie	2.20%	3

Odpowiedzi: 136

Czy w swojej pracy zaobserwował/a Pan/i inne niż wymienione w punkcie powyżej czynniki pozaekonomiczne wpływające na decyzje uczestników tego rynku. Jeżeli tak, to jakie?

Wśród odpowiedzi zanotowano: *nie, indywidualne upodobania, opinie i moda, moda na konkretny rodzaj budynku (w przypadku lokali mieszkalnych i biurowych), sprawdzenie lokalu pod względem feng shui, praca i dojazd, czynniki emocjonalne, presja otoczenia (własne mieszkanie synonimem dojrzałości), poczucie bezpieczeństwa i stabilizacji, zróżnicowany poziom akceptacji ryzyka inwestycji, narodowość związane z tym wzorce biznesowe, chęć zamieszkania w pobliżu rodziny, nieświadomość pewnych aspektów czy okoliczności dotyczących rynku, konieczność zmiany otoczenia, chęć przynależności do grupy społecznej, umiejętność*

negocjacji, pragmatyzm, optymalizacja wyborów, ocena estetyki, obawa przed wzrostem cen, upór i chęć pokazania na siłę otoczeniu, że ma się racje.

Czy uważa Pan/i, że ceny transakcyjne na rynku nieruchomości (z aktów notarialnych) i stawki czynszów (z umów najmu) odwzorowują w pełni wszystkie dostępne informacje dotyczące przedmiotów transakcji?

Odpowiedź	%	Liczba
Zdecydowanie tak	2.90%	4
Raczej tak	24.30%	33
Trudno powiedzieć	15.40%	21
Raczej nie	43.40%	59
Zdecydowanie nie	2.90%	4

Odpowiedzi: 136

Proszę określić w jakim stopniu Pani/a zdaniem cena kształtowana jest przez czynniki pozaekonomiczne tj. emocje, wpływ otoczenia, działanie instynktowne, nieracjonalność?

Odpowiedź	%	Liczba
0-10%	16.20%	22
11-30%	50.00%	68
31-50%	24.30%	33
51-70%	7.40%	10
71-90%	1.5%	2
91-100%	0.75%	1

Odpowiedzi: 136

Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że na proces wyceny i jego wynik (wartość) wpływ mają takie zachowania rzeczoznawcy majątkowego jak:

Odpowiedź	Zdecydowanie tak	Raczej tak	Trudno powiedzieć	Raczej nie	Zdecydowanie nie
Jego subiektywizm w interpretacji dowodów rynkowych (cechy nieruchomości, wagi cech rynkowych)	48 (35.82%)	64 (47.76%)	10 (7.46%)	10 (7.46%)	2 (1.49%)
Przyjmowane przez niego założenia dotyczące dobru nieruchomości podobnych	55 (40.44%)	66 (48.53%)	8 (5.88%)	6 (4.41%)	1 (0.74%)
Jego emocje (np. w wycenach na	4 (3.05%)	20 (15.27%)	28 (21.37%)	52 (39.69%)	27 (20.61%)

potrzeby wywłaszczeń, postępowań sądowych, antypatia lub sympatia dla klienta)					
Presja otoczenia (wpływ klienta na wynik oszacowania, zastosowane metody itp.)	12 (9.16%)	35 (26.72%)	30 (22.90%)	37 (28.24%)	17 (12.98%)

Jakie inne niż wymienione w powyższym punkcie czynniki pozaekonomiczne Pana/i zdaniem wpływają na osąd rzeczoznawcy?

Wśród odpowiedzi zanotowano: *slaby dostęp do danych transakcyjnych i informacji o rynku, brak dostatecznej wiedzy o rynku, poziom wiedzy rzeczoznawców, presja ze strony banków – wycena dla potrzeb zabezpieczenia wiarytelności, krótkie terminy na wykonanie operatów szacunkowych, doświadczenie, dostępność danych odnośnie transakcji oraz błędy w rejestrach, znajomość z klientem, zleceniodawca, ograniczona wiedza na temat sprzedanych nieruchomości, staranność i dokładność, umiejętność patrzenia na wartość jako kategorię ekonomiczną, chęć kreowania rynku a nie jego interpretacja, mała liczba transakcji, dostępne dane – stan nieruchomości podobnych, powiązania pomiędzy podmiotami, sytuacja materialna rzeczoznawcy, niepełna wiedza o sytuacji na rynku, urok miejsca a nawet typ pogody w czasie oględzin, znajomości prywatne i różnego rodzaju powiązania ze zleceniodawcami a zwłaszcza z urzędnikami jednostek samorządowych, pracownikami banków i innych instytucji, publikowane analizy rynku, brak nieruchomości porównawczych posiadających cenę odzwierciedlającą typowe zachowania uczestników rynku nieruchomości . Przy sprzedaży nieruchomości rzadko występujących w obrocie ustalona cena sprzedaży często jest zawyżona np. przez działanie pod wpływem emocji lub zaniżona z uwagi np. na powiązanie stron. Rzeczoznawca nie zawsze ma możliwość ustalenia czy transakcja spełnia warunki transakcji rynkowej, natomiast ze względu na rzadkość występowania danego typu transakcji trudno ustalić wartość ze względu na bardzo duże rozbieżności w cenach.*

Czy zgodzi się Pan/i ze stwierdzeniem, że odbiorcy wycen często utożsamiają wartość z ceną?

Odpowiedź	%	Liczba
Zdecydowanie tak	52.20%	71
Raczej tak	41.20%	56
Trudno powiedzieć	2.90%	4
Raczej nie	1.50%	2
Zdecydowanie nie	2.20%	3

Odpowiedzi: 136

Czy zdarzyło się Panu/i, żeby odbiorca wyceny potraktował rozbieżność pomiędzy ceną a wartością jako błąd rzeczoznawcy (operat bez uchybień formalnych i metodycznych)?

Odpowiedź	%	Liczba
Tak	55.10%	75
Nie	28.70%	39
Trudno powiedzieć	16.20%	22

Odpowiedzi: 136

Czy uważa Pan/i, że możliwość wystąpienia rozbieżności w oszacowaniu wartości względem ceny transakcyjnej oraz różnicy oszacowań, tej samej nieruchomości, dla tego samego celu, na ten sam dzień, ale dokonanych przez różnych rzeczoznawców, sugeruje celowość zmiany sposobu prezentacji wyniku wyceny?

Odpowiedź	%	Liczba
Tak	47.80%	65
Nie	17.60%	24
Trudno powiedzieć	34.60%	47

Odpowiedzi: 136

Jaki sposób prezentacji wyniku byłby Pana/i zdaniem najbardziej odpowiedni? Proszę o ocenę przydatności poniższych propozycji w skali od 1-5 (1- najmniejsza przydatność; 5 – największa przydatność).

Odpowiedź	1	2	3	4	5
Słowne informowanie klienta o możliwości wystąpienia rozbieżności pomiędzy ceną a wartością	30 (22.56%)	19 (14.29%)	31 (23.31%)	23 (17.29%)	30 (22.56 %)
Klauzule w operacie dotyczące niepewności wyceny	18 (13.33%)	19 (14.07%)	27 (20.00%)	33 (24.44%)	38 (28.15%)
Prezentacja wyniku w postaci przedziału liczbowego (nie dla każdego celu wyceny)	22 (16.18%)	12 (8.82%)	19 (13.97%)	22 (16.18%)	61 (44.85%)
Rating operatu (operat klasy A, operat klasy B. Oceny przyznawane na podstawie dostępu do informacji, specyfiki przedmiotu wyceny. Czym bardziej	39 (28.89%)	22 (16.30%)	32 (23.70%)	20 (14.81%)	22 (16.30%)

złożony przedmiot wyceny, im mniej aktywny rynek tym większa niepewność wyniku)					
---	--	--	--	--	--

Jaki inny sposób prezentacji wyniku w operacie szacunkowym mógłby/a Pan/i zaproponować?

Wśród odpowiedzi zanotowano: *prezentacja wyniku w formie przedziału, ale jako opcja dodatkowa - ekonomicznie jest to uzasadnione, ale trudno będzie odejść od jednej wartości, z uwagi na to, że w przypadku wielu celów wyceny do rozwiązania problemu jest potrzebna konkretna kwota. Uważam, że brak tej jednej wartości w operacie wpłynąłby negatywnie na postrzeganie zawodu. Można by się pokusić o wskazywanie wielkości błędu szacunku, co w zasadzie jest nawiązaniem do przedziałowego obrazowania wartości, ale moim zdaniem jest bardziej czytelne dla odbiorcy. Czasami takie pytania padają od klientów, jak i na sali sądowej; Zawsze przy oddawaniu operatu tłumaczymy jak powstał wynik końcowy i uzasadniamy cały proces; wszystkie spostrzeżenia i uwagi opisać przy uzasadnieniu wyniku oszacowania; przedział liczbowy; Klauzula informująca o możliwości rozbieżności pomiędzy operatem jako opinią rzeczoznawcy a realną ceną osiągniętą w wyniku sprzedaży; przedział kwotowy; klauzula w operacie informująca odbiorcę wyceny o tym, że cena w transakcji nie musi równać się oszacowanej w operacie wartości; cena minimalna, maksymalna i rekomendowana z tego przedziału; podanie warunków jakie wpłynęłyby na wzrost lub obniżenie ceny względem wartości, rzetelne uzasadnienie wyniku wyceny. Jest to obecnie niedoceniany element operatu. Nie wystarczy napisać, że wartość mieści się w tzw. delta C; wartość w postaci przedziału z rekomendacją rzeczoznawcy jednej wartości z mocnym zaznaczeniem, że nie jest to cena oraz z wyraźnym zaznaczeniem, że oszacowana wartość rynkowa służy wyłącznie do podejmowania decyzji przez zleceniodawcę a nie wyręcza go z tej czynności; prawdopodobna wartość szacunkowa; wartość najniższa, wartość najwyższa, wartość najbardziej prawdopodobna; operat obejmuje wszystkie wyliczenia, nie widzę potrzeby wykonywania dodatkowych prezentacji; w uzasadnieniu wyniku odniesienie się do cen za nieruchomości podobne i wyjaśnienie przyczyn różnicy; analiza wrażliwości w formie załącznika (ale tylko dla odbiorców prywatnych); na pewno coś z w/w wariantów; bardzo podoba mi się koncepcja przedziału cenowego.*

Załącznik nr 2 - Wykaz stowarzyszeń w PFSRM

L.p.	Członkowie PFSRM	Szacowana liczba członków stowarzyszenia
1	Karkonoskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych Jelenia Góra – Wałbrzych	52
2	Krakowskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych w Krakowie	75
3	Legnickie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	50
4	Łódzkie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	99
5	Lubuskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	39
6	Lubuskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych w Gorzowie Wlkp.	43
7	Małopolskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	270
8	Mazowieckie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	200
9	Podkarpackie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	149
10	Północno - Wschodnie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	95
11	Polskie Stowarzyszenie Rzecznawców Wyceny Nieruchomości im. prof. Andrzeja Hopfera	460
12	Pomorskie Towarzystwo Rzecznawców Majątkowych w Gdańsku	213
13	Regionalne Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych w Lublinie	134
14	Śląskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych im. Andrzeja Kalusa	390
15	Środkowopomorskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	70
16	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych Wielkopolski Południowej w Kaliszu	54
17	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych w Bydgoszczy	72
18	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych we Wrocławiu	286
19	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych Województwa Wielkopolskiego	267
20	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych w Słupsku	24

21	Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych Ziemi Łódzkiej	55
22	Świętokrzyskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	93
23	Toruńskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	49
24	Warszawskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	760
25	Zachodniopomorskie Stowarzyszenie Rzecznawców Majątkowych	71
Szacowana liczba respondentów		4070

Źródło: opracowanie własne na podstawie PFSRM

Załącznik nr 3 – Metodyka podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości

W podejściu dochodowym stosowane są dwie metody wyceny: (a) inwestycyjna, (b) zysków. Różnią się one przyjętym jako podstawa wyceny źródłem dochodów generowanych przez wycenianą nieruchomość. Metoda inwestycyjna, która ma charakter podstawowy, stosowana jest w przypadku nieruchomości dla których możliwe jest określenie dochodu z czynszu najmu lub dzierżawy, którego wysokość określa się na podstawie analizy kształtowania się stawek rynkowych tych czynszów. Ponadto, źródłem dochodów z tych nieruchomości mogą być wpływy poza czynszowe z tytułu np. opłat za parkingi, reklamy itp.. W ten sposób wycenia się m.in.: nieruchomości biurowo-usługowe, handlowe, magazynowo składowe, lokale użytkowe. W metodzie inwestycyjnej wyróżnia się następujące poziomy dochodów:

- a) potencjalny dochód brutto (PDB) – wyznaczany przy założeniu, że potencjał nieruchomości jest wykorzystany w 100%, co oznacza, że nie występują straty z tytułu pustostanów, zwolnień z płatności czynszu i zaległości czynszowych, przy czym szacunek dochodów uwzględnia zasady panujące na danym rynku i stan wycenianej nieruchomości;
- b) efektywny dochód brutto (EDB) – obliczany z różnicy pomiędzy potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach, uzasadnionymi rynkowo i stanem wycenianej nieruchomości, np. zwolnieniami w płatnościach, pustostanami, zaległościami czynszowymi;
- c) dochód operacyjny netto (DON) – obliczany jasko różnica pomiędzy efektywnym dochodem brutto a wydatkami operacyjnymi związanymi z utrzymaniem danej nieruchomości, których rodzaj i poziom wynikają z warunków rynkowych.

Natomiast metoda zysków wykorzystywana jest do wyceny nieruchomości, które również przynoszą lub mogą przynosić dochód, natomiast jest to dochód niemożliwy do ustalenia na podstawie kształtowania się stawek rynkowych czynszów, stanowi on udział właściciela nieruchomości w dochodach osiągniętych z działalności prowadzonej na wycenianej nieruchomości i na nieruchomościach podobnych. Metodę zysków można stosować do wyceny np. hoteli, stacji benzynowych, restauracji. W metodzie zysków stosowanej do wyceny nieruchomości gdzie jest lub może być przyjęte założenie, że działalność prowadzi użytkownik, wyróżnić można następujące etapy określania dochodów:

- a) wyznaczanie wpływów użytkownika (WU) z działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości;
- b) obliczanie dochodu brutto użytkownika (DBU) z różnicy wpływów użytkownika (WU) i kosztów operacyjnych użytkownika (KOU);
- c) obliczanie dochodu operacyjnego netto użytkownika (DONU) z różnicy dochodu brutto użytkownika (DBU) i wydatków operacyjnych (WO);
- d) obliczanie dochodu operacyjnego netto właściciela nieruchomości (DON) z udziału właściciela nieruchomości w dochodzie operacyjnym netto użytkownika (DONU). Wysokość tego dochodu wyznacza się na podstawie danych rynkowych lub w inny uzasadniony sposób.

W ramach podejścia dochodowego, metody inwestycyjnej lub zysków, stosuje się: (a) technikę kapitalizacji prostej lub (b) technikę dyskontowania strumieni dochodów. Wybór techniki wyceny nie ma charakteru swobodnej decyzji rzeczoznawcy majątkowego. W oparciu o przeprowadzone analizy rynku

nieruchomości i przedmiotu wyceny, ustala on czy istnieją obiektywne przesłanki wskazujące występowanie zmiennych dochodów po dniu wyceny. W ramach techniki kapitalizacji prostej wartość nieruchomości określa jako iloraz stabilnego strumienia dochodu rocznego i stopy kapitalizacji lub jako iloczyn stabilnego strumienia dochodu rocznego możliwego do uzyskania z wycenianej nieruchomości i współczynnika kapitalizacji. Zgodnie §11.3 Rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie wyceny nieruchomości *2. Stopę kapitalizacji ustala się na podstawie badania rynku nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej jako wzajemne relacje między dochodami możliwymi do uzyskania z nieruchomości podobnych a cenami transakcyjnymi uzyskanymi za te nieruchomości, przy uwzględnieniu stopnia ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość. 3. Współczynnik kapitalizacji odzwierciedla okres, w którym powinien nastąpić zwrot środków, poniesionych na nabycie nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej, z dochodów możliwych do uzyskania z tych nieruchomości podobnych.*

Technikę kapitalizacji prostej stosuje się do wyceny nieruchomości, w przypadku której w ramach analizy rynku zasadnym okazuje się przyjęcie założenia o tym, że dochód z nieruchomości będzie stabilny w długim okresie czasu. Ryzyko zmiany dochodu wynikające ze zmian na nieruchomości i sytuacji na rynku nieruchomości uwzględnia się w stopie lub we współczynniku kapitalizacji.

Wartość nieruchomości w metodzie kapitalizacji prostej oblicza się za pomocą wzoru:

$$W = DON \times W_{kp}$$

$$W = DON/R$$

gdzie:

W – wartość nieruchomości,

DON – strumień dochodów operacyjnych netto,

W_{kp} – współczynnik kapitalizacji,

R – stopa kapitalizacji.

Powyższa zależność wywodzi się z matematyki finansowej. Wynika z teoretycznego założenia, że wartość przyszłych stałych dochodów z nieruchomości zmierza do nieskończoności⁴³³ ($n \rightarrow \infty$).

Stopę lub współczynnik kapitalizacji szacuje się za pomocą następujących metod:

- 1) danych z rynku nieruchomości - stopę kapitalizacji określa się w oparciu o kilka (przynajmniej 4) informacje o uzyskanych w ramach transakcji rynkowych cenach sprzedaży nieruchomości podobnych (tożsama funkcja i zbliżona charakterystyka) i dochodów na poziomie rynkowym, jakie one mogą generować,

⁴³³ Pomimo teoretycznego charakteru niniejszego założenia, szczegółowa analiza wykazuje, że w przypadku wieloletnich płatności o stałej wysokości, daje ono przybliżone, ale akceptowalne wyniki.

- 2) danych z rynku kapitałowego (w przypadku niewystarczających danych z rynku nieruchomości)⁴³⁴,

$$R = r - q$$

gdzie:

R – stopa kapitalizacji,

r – stopa dyskontowa,

q – oczekiwana stopa wzrostu wartości czynszu w ciągu roku

Powyższe równanie pozwala wykazać, że:

- dla rosnących dochodów z nieruchomości $R < r$,
 - dla malejących dochodów z nieruchomości $R > r$,
 - dla niezmiennych dochodów z nieruchomości $R = r$
- 3) ocen eksperckich – szacowania stóp na podstawie wiedzy eksperta odnośnie akceptowalnego przez inwestorów ryzyka.

Procedurę wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym, metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej przedstawia tabela poniżej.

Krok	Czynność
1.	Określenie potencjalnego dochodu brutto, jaki może być osiągnięty w ciągu roku z nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny. Określenie to polega na oszacowaniu rocznej sumy wszystkich czynszów za najem lub dzierżawę poszczególnych powierzchni innych dochodów (poza czynszowych) możliwych do uzyskania przez wynajmującego (wliczając powierzchnie zajęte przez właściciela lub zarządcę). Rzeczoznawca w tej sytuacji winien posłużyć się rynkowymi stawkami czynszu
2.	Określenie efektywnego dochodu brutto z nieruchomości poprzez pomniejszenie potencjalnego dochodu brutto o straty w dochodzie spowodowane typowymi dla rynku zaległościami czynszowymi i typowymi dla tego rynku poziomem pustostanów
3.	Określenie wydatków operacyjnych związanych z utrzymaniem nieruchomości. Obejmują one – ponoszone przez wynajmującego – wydatki na pokrycie m.in.: podatku od nieruchomości, opłat za UW, kosztów mediów, nakładów na konserwację i naprawy bieżące, kosztów zarządzania, ubezpieczenia i ochrony nieruchomości
4.	Obliczenie rocznego dochodu operacyjnego netto z nieruchomości jako różnicy efektywnego dochodu brutto i wydatków operacyjnych wynajmującego.

⁴³⁴ Inwestor dokonując wyboru kierunku alokacji kapitału porównuje stopy rentowności dla różnych kierunków posługując się zasadą kosztu alternatywnego, czyli kosztu utraconych możliwości. Za koszt alternatywny, czyli koszt utraconych możliwości przyjmowana jest stopa zwrotu z obligacji skarbu państwa.

5.	Ustalanie stopy kapitalizacji (lub współczynnika kapitalizacji), jako typowej relacji rynkowej pomiędzy cenami transakcyjnymi i dochodami możliwymi do uzyskania z nieruchomości podobnych. W przypadku braku możliwości ustalenia stopy kapitalizacji na podstawie kształtowania się rynkowego poziomu cen transakcyjnych i dochodów możliwych do uzyskania z nieruchomości, stopę ustala się z relacji $R = r - q$
6.	Określenie wartości nieruchomości jako iloczynu osiąganego lub możliwego do osiągnięcia rocznego dochodu operacyjnego netto i współczynnika kapitalizacji lub ilorazu osiąganego lub możliwego do osiągnięcia rocznego dochodu operacyjnego netto i stopy kapitalizacji

Źródło: Zasady sporządzania operatów szacunkowych, red. Andrzej Nowak, Educaterra 2020.

W ramach techniki dyskontowania strumieni dochodów wartość nieruchomości określana jest jako suma zdyskontowanych strumieni zmiennych dochodów przewidywanych do uzyskania z nieruchomości wycenianej w poszczególnych latach przyjętego okresu prognozy, powiększona o zdyskontowaną wartość rezydualną. Wartość rezydualna⁴³⁵ stanowi wartość nieruchomości po upływie ostatniego okresu prognozy przyjętego do dyskontowania zmiennych strumieni dochodów. Liczba lat okresu prognozy jest zależna od przewidywanego okresu, w którym dochody z wycenianej nieruchomości będą ulegały zmianie. Dyskontowania dokonuje się na dzień określania wartości nieruchomości przy użyciu stopy dyskontowej. Powinna ona uwzględniać stopę zwrotu wymaganą przez nabywców nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej, przy uwzględnieniu stopnia ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość. Wartość nieruchomości w technice dyskontowania strumieni dochodów obliczana jest podstawie wzoru:

$$W = DON_1/(1 + r_d) + DON_2/(1 + r_d)^2 + \dots + DON_n/(1 + r_d)^n + RV/(1 + r_d)^n$$

$$RV = DON_n/R$$

gdzie:

W – wartość nieruchomości,

DON – dochód operacyjny netto w danym roku n ,

r_d – stopa dyskontowa,

n – okres prognozy,

RV – wartość rezydualna.

W przypadku gdy dochód operacyjny netto jest stały w ciągu n lat, sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych można oszacować wykorzystując współczynnik łącznego dyskonta:

⁴³⁵ Przy określaniu wartości rezydualnej przyjmuje się, tak jak w technice kapitalizacji prostej, nieskończenie długi okres osiągania dochodu

$$W = DON * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

Wartość rezydualna nieruchomości (RV) to jej wartość z końca okresu prognozy. Przy określaniu wartości prawa własności nieruchomości przyjmuje się nieskończenie długi okres osiągania dochodu. W szczególnych sytuacjach, uzasadnionych stanem nieruchomości, przy szacowaniu wartości rezydualnej można nie przyjmować założenia o nieskończenie długim okresie osiągania dochodu. Przyjąć założenie, zgodnie z którym po okresie prognozy dochody z nieruchomości ustalone zostaną na stałym poziomie, w wysokości dochodu z ostatniego roku prognozy. W takiej sytuacji wartość rezydualna szacowana jest zgodnie z następującym wzorem:

$$RV = DON/R$$

Do określenia stopy dyskontowej wykorzystuje się kilka metod. W każdej z nich główną przesłanką jest konieczność odzwierciedlenia postaw inwestorów:

- metoda wyciągu – polega na badaniu cen transakcyjnych i dochodów operacyjnych netto nieruchomości podobnych. Znajomość tych dwóch zmiennych pozwala na poszukiwanie takiej stopy dyskontowej, przy której dla znanych transakcji dokonuje się zrównania spodziewanych dochodów operacyjnych netto z ceną zapłaconą za nieruchomość. Tak pozyskana baza stóp dyskontowych stanowi podstawę do zastosowania elementów podejścia porównawczego celem doboru stopy dyskonta dla nieruchomości wycenianej,
- metoda wywiadu rynkowego – Wywiad rynkowy przeprowadza się wśród inwestorów, którzy traktują zakup nieruchomości jako jedną z form inwestycji kapitałowych,
- metoda sumowania – stopę dyskontową określa się na podstawie rentowności bezpiecznych i długoterminowych lokat na rynku kapitałowym. W szacowaniu stopy uwzględnia się stopień ryzyka związany z inwestowaniem w nieruchomości podobne do nieruchomości wycenianej, zgodnie z poniższym wzorem:

$$r = r_c + r_r$$

gdzie:

r – stopa dyskonta (%)

r_c – rentowność lokat bezpiecznych (%),

r_r – premia ryzyka

Rentowność lokat bezpiecznych ustalana jest na podstawie rentowności wieloletnich obligacji rządowych, co podyktowane jest podobieństwem długości okresu trwania inwestycji, poziomemu ryzyku, wielkości zaangażowanego kapitału.. Ich rentowność r_b określa zależność:

$$\text{rentowność lokaty} = \frac{\text{dochód z lokaty}}{\text{wysokość lokaty}} = \text{wysokość lokaty} \times \text{stopa zwrotu}$$

W analizach możliwe jest przyjęcie: (a) nominalnej stopy zwrotu (r_n), która obejmuje premię inflacyjną i realną, (b) realną stopę zwrotu (r_r), która jest częścią stopy nominalnej i odpowiada oprocentowaniu depozytu ponad poziom inflacji.

Obydwie stopy powiązane są następującą zależnością:

$$r_r = \frac{1 + r_n}{1 + i} - 1$$

gdzie:

i – oczekiwana inflacja roczna.

Premia za ryzyka natomiast obejmuje:

- premię z tytułu ryzyka inwestowania w „bezpieczne” instrumenty. Odzworowuje ona koszt alternatywny r_b ,
- premię z tytułu ryzyka inwestowania na rynku nieruchomości w najlepsze nieruchomości w danym segmencie rodzajowym i przestrzennym rynku,
- premię z tytułu ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość.

Procedurę wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym⁴³⁶ zestawiono w tabeli poniżej.

Krok	Czynność
1.	Sformułowanie założeń wstępnych do wyceny nieruchomości tj. (a) długości okresu prognozy, (b) sposobu szacowania wartości strumieni dochodów i stopy dyskonta, (c) określenie motywów i skali zmienności dochodów i wydatków z wycenianej nieruchomości w czasie wynikających z warunków jej przyszłego funkcjonowania np. zmiana warunków wynajmowania, zmiana efektywnej powierzchni najmu, przeprowadzenie prac remontowych, (d) szczegółowego sposobu szacowania wartości rezydualnej
2.	Analiza lokalnego rynku nieruchomości celem ustalenia rynkowego poziomu cen, dochodów oraz wydatków operacyjnych związanych z eksploatacją i funkcjonowaniem nieruchomości podobnych do wycenianej w momencie wyceny, a także możliwe powody i przewidywane tempo zmian tych parametrów w poszczególnych latach prognozy np. możliwe zmiany stawek czynszowych, poziomu pustostanów, kosztów eksploatacji i utrzymania, opłat itp.
3.	Określenie wartości przyszłych strumieni dochodów z wycenianej nieruchomości na koniec poszczególnych lat prognozy z uwzględnieniem sformułowanych założeń wstępnych i wyników uzyskanych w ramach analizy lokalnego rynku nieruchomości

⁴³⁶ nie ma jednej metodyki wyceny na świecie (szkoła niemiecka, brytyjska czy amerykańska). Dotyczy to także podejścia dochodowego. Kluczowym elementem różnicującym metodykę wyceny w tym zakresie jest odzworowanie zmienności rynku w procesie wyceny. W ten sposób wyróżniono koncepcję strumieni bezpośrednich - stosowaną m.in. w Polsce (opisaną powyżej) i w Wielkiej Brytanii i pośrednich - USA).

4.	Ustalenie stopy dyskontowej przyszłych strumieni dochodów możliwych do uzyskania z wycenianej nieruchomości
5.	Określenie wartości rezydualnej szacowanej nieruchomości na koniec ostatniego roku prognozy strumieni dochodów
6.	Określenie wartości nieruchomości na dzień wyceny poprzez zsumowanie wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy i zdyskontowanej wartości rezydualnej

Źródło: Zasady sporządzania operatów szacunkowych, red. Andrzej Nowak, Educaterra 2020.

Załącznik nr 4 – Analiza rynku nieruchomości

Analiza rynku nieruchomości biurowych w Polsce – Rynek biurowy JLL Polska Luty 2023

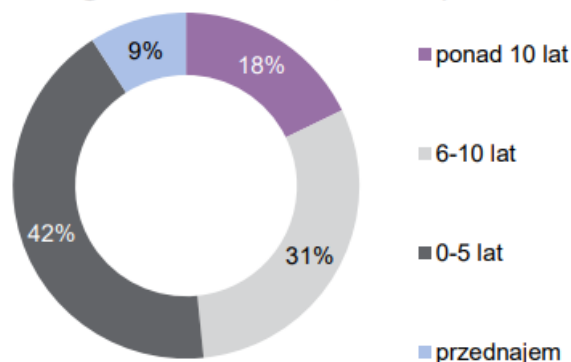
Rok 2022 był kolejnym okresem pełnym wyzwań zarówno dla gospodarki jak i dla rynku biurowego w Polsce.

W pokłósie pandemii COVID-19, większość firm kontynuuje stosowanie hybrydowego modelu pracy. Choć niektórzy pracodawcy zauważają wśród swoich pracowników słabnącą „więź z korporacją to wprowadzanie obowiązku całkowitego powrotu do biura może okazać się wyzwaniem. Lwia część firm (przede wszystkim z sektora usług wspólnych oraz IT) na stałe wprowadziła politykę pracy hybrydowej, co może stanowić atrakcyjną i konkurencyjną ofertę dla osób, dla których taka możliwość stanowi istotny element przy wyborze pracy. W związku z rosnącymi stopami procentowymi, cenami energii i materiałów oraz kosztami pracy, deweloperze ostrożniej podchodzą do rozpoczynania nowych inwestycji. W przypadku znacznej części planowanych projektów start budowy jest uzależniony od pozyskania najemcy.

Na koniec IV kw. 2022 r. w realizacji znajdowało się ok. 600 000 m² powierzchni biurowej, co w porównaniu do p.. 2018 r. kiedy budowie podlegało ponad 1 mln. m², potwierdza znaczące spowolnienie przyrostu podaży. W wyniku takiego poziomu aktywności deweloperów oraz obecnej sytuacji, od roku 2024 przewiduje się lukę nowej podaży na największych rynkach biurowych w Polsce poza Warszawą. Warto jednak pamiętać, że alternatywą dla nowszych inwestycji będą odnowienia starszych, niższej jakości budynków. Wskutek takich zmian, w ofercie nie tylko znajdzie się więcej wysokiej jakości przestrzeni, ale również przy zastosowaniu nowoczesnych rozwiązań możliwe będzie wygenerowanie oszczędności m.in. w zużyciu energii.

Zarówno w stolicy jak i na rynkach regionalnych widoczna jest tzw. „ucieczka do jakości”. Popyt na biura pozostaje w znacznym stopniu generowany przez realokację najemców do lepszych jakościowo obiektów biurowych. W 2022 r. 50% wolumenu aktywności najemców zostało podpisanych w budynkach mających maksymalnie 5 lat.

Popyt na biura wg wieku budynku (największe rynki regionalne w Polsce, 2022 r.)



Źródło: JLL, IV kw. 2022 r.

Na koniec 2022 r. współczynnik pustostanów dla ośmiu głównych rynków regionalnych wyniósł 15,3%. Indeks pozostał na porównywalnym poziomie względem ubiegłego kwartału, jednak nadal był wyższy o 1,2 p.p. wobec analogicznego okresu w 2021 roku. Wraz z dostarczeniem na rynek nowych projektów biurowych, wskaźnik pustostanów będzie wykazywał tendencję wzrostową w trakcie 2023 r., natomiast jego stopniowe obniżanie się może nastąpić wraz z luką nowej podaży szacowanej na rok 2024.

Na rynku utrzymuje się presja wzrostowa na stawki czynszu za najlepsze powierzchnie biurowe. Jest to efekt zarówno zwiększającego się zainteresowania tego typu przestrzenią ze strony najemców jak również wysokich kosztów związanych z aranżacją wnętrz, czy budowy w przypadku nowych obiektów. Niższej jakości budynki, chcąc stać się konkurencyjnymi dla A-klasowych nieruchomości oferują niższe stawki za wynajem. Warto jednak pamiętać, że w większości tego typu biurowców rozwiązania technologiczne nie są tak nowoczesne jak w nowo budowanych inwestycjach. W przypadku braku zastosowania m.in. energooszczędnych instalacji, należy liczyć się z wyższymi kosztami za media, a co za tym idzie – z większymi stawkami opłat eksploatacyjnych. Choć w stolicy trend ten pojawił się już wcześniej, to w ostatnim czasie na największych rynkach biurowych poza Warszawą, coraz częściej spotykane są umowy podpisywane na 7 a nawet 10 lat. Z perspektywy wynajmujących, krótsze umowy nie są w stanie pokryć

kosztów, niezbędnych do poniesienia w procesie przygotowywania powierzchni dla najemcy. W efekcie zawierania transakcji na dłuższy okres, właściciele nieruchomości w ramach zachęt oferują odpowiednio wyższy budżet na fit-out.

Na koniec grudnia 2022 r., całkowity biurowy wolumen inwestycyjny w Polsce osiągnął 2,2 mld euro, przekraczając całoroczny wolumen z poprzedniego roku o 26%. Stopa kapitalizacji dla Wrocławia i Krakowa wynoszą obecnie ok. 6,00%.

Analiza łódzkiego rynku nieruchomości		
Podstawowe informacje dotyczące lokalnego rynku nieruchomości biurowych wg. analiz rynkowych firm doradczych		
Dane rynkowe – rynek biurowy w danym mieście	Zasoby powierzchni biurowych	631,200 m ²
	Powierzchnia w budowie	43.300 m ²
	Rynkowy poziom pustostanów	14.00%
	Rynkowy poziom czynszów (w zależności od kondygnacji)	12,00 EUR – 18,00 EUR m ²
	Rodzaj czynszów	Netto netto (wynajmujący pokrywa koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia)
	Zwolnienia czynszowe	Na lokalnym rynku nie praktykuje się polityki okresowych zwolnień z czynszów, ani ich czasowego obniżania.
	Zaległości czynszowe	Nie występują
	Stopy kapitalizacji za najlepsze aktywa typu „prime”	5.50 – 7.00%

Dane z rynku kapitałowego	Stopa wolna od ryzyka (oszacowana na podstawie rentowności 10 – letnich obligacji skarbowych)	2.27%
	Narzut z tytułu inwestowania na rynku nieruchomości w najlepsze nieruchomości	2.5%
	Narzut z tytułu inwestowania w przedmiotową nieruchomość	1%

Na podstawie informacji o kształtowaniu się rynkowego poziomu stawek czynszów dla budynków biurowych klasy A w Łodzi	
Parter	13.50 EUR/m ²
1p. – 6p.	15.00 EUR/ m ²
7p. – 10 p.	15.50 EUR/ m ²
11p. – 15 p.	16.00 EUR/ m ²
16p. – 20 p.	17.00 EUR/ m ²
21 p. i wyżej	18.00.EUR/ m ²

Zestawienie transakcji nieruchomościami podobnymi					
L.p.	Powierzchnia najmu brutto (tys. m ²)	Cena transakcyjna (mln EUR/)	Cena transakcyjna (mln EUR/m ²)	Stopa kapitalizacji	Informacje o obiekcie
1.	25.55	71.00	2.77	7.00%	Biurowiec poza ścisłym centrum miasta, wybudowany w roku 2005, wynajęty w 85%,

					umowy na czas oznaczony i nieoznaczony, kilkunastu małych i średnich najemców.
2.	18.70	72.50	2.57	6.00%	Ścisłe centrum miasta, obiekt wybudowany po roku 2015 , wynajęty w 88%, wyłącznie umowy na czas oznaczony, kilku dużych najemców
3.	12.02	35.40	2.94	6.20%	Ścisłe centrum miasta, obiekt wybudowany w roku 2013 , wynajęty w 86%, umowy na czas oznaczony i nieoznaczony, kilku dużych najemców
4.	14.70	45.00	3.06	7.00%	Biurowiec poza ścisłym centrum miasta centrum miasta, wybudowany w roku 2018 , wynajęty w 75%, umowy na czas oznaczony i nieoznaczony, kilku średniej wielkości najemców
5.	13.35	37.80	2.83	6.50%	Ścisłe centrum miasta, obiekt wybudowany w roku 2010 , wynajęty w 85%, umowy na czas oznaczony i nieoznaczony, kilku dużych najemców
6.	16.25	42.00	2.58	5.50%	Ścisłe centrum miasta, obiekt wybudowany w roku 2017 , wynajęty w 95% jednej dużej firmie z branży IT

Informacje dodatkowe	Zgodnie z informacjami uzyskanymi na dzień wyceny w budowie jest ok. 43.300 m ² nowej powierzchni biurowej. W najbliższym sąsiedztwie przedmiotowej nieruchomości powstają 3 nowe obiekty biurowe klasy A o powierzchni najmu brutto: (1) 9 000 m ² , (2) 11 000 m ² , (3) 15 000 m ² .
-----------------------------	---

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 5 – Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej gr I

L.P	PDB	Stopa pustostanó w	EDB	Wydatki operacyjne	DON	Stopa kapitalizacji	Wartość nieruchomości
1	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	23131987.69
2	1851360.00	14.00%	1592169.60	180438.40	1411731.20	6.00%	23528853.33
3	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
4	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
5	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
6	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
7	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.23%	24134497.59
8	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.20%	24251277.42
9	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
10	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
11	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
12	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	21479702.86
13	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	23131987.69
14	2042880.00	14.00%	1756876.80	180438.40	1576438.40	6.37%	24747855.57
15	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
16	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
17	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
18	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
19	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
20	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
21	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
22	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	23131987.69

23	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.25%	24057267.20
24	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
25	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
26	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	23131987.69
27	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	23131987.69
28	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.63
29	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.35%	23379272.44
30	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.35%	23379272.44
31	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
32	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.37%	23604069.07
33	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.35%	23379272.44
34	1915200.00	14.00%	1647072.00	180438.40	1466633.60	6.00%	24443893.33
35	1958160.00	11.33%	1736300.47	165097.65	1571202.82	6.07%	25884725.24
36	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.20%	24251277.42
37	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.25%	24057267.20
38	1958160.00	11.33%	1736300.47	165097.65	1571202.82	6.07%	25884725.24
39	1958160.00	11.33%	1736300.47	165097.65	1571202.82	6.07%	25884725.24

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 6 – Wyniki wyceny w technice kapitalizacji prostej gr II

L.P	PDB	Stopa pustostanów	EDB	Wydatki operacyjne	DON	Stopa kapitalizacji	Wartość nieruchomości
1	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	23564822.22
2	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	21479702.86
3	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.66
4	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
5	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	23564822.22
6	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.07%	24770662.27
7	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.66
8	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
9	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
10	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
11	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
12	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.66
13	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.07%	24770662.27
14	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	21479702.86
15	1958160.00	14.33%	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	23472860.66
16	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	23564822.22
17	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.05%	24852548.76
18	1915200.00	14.00%	1647072.00	180438.40	1466633.60	6.30%	23279898.41
19	1958160.00	14.75%	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	23564822.22
20	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	25059653.33
21	1958160.00	14.00%	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.23%	24134497.59

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 7 – Wyniki wyceny w dyskontowania strumieni dochodów

L.P	PDB (1)	Pustostany	EDB (1)	WO (1)	DON (1)	Stopa dyskontowa	W (1)	PDB (2)	EDB (2)	WO (2)	DON (2)	Stopa kapitalizacji	W (2)	Wartość nieruchomości
1	1938000.00	14.00%	1894992.00	188560.00	1706432.00	7.00%	6996708.11	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	15314731.28	22311439.39
2	1938000.00	14.00%	1894992.00	180438.40	1714553.60	7.00%	7030008.27	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	15314731.28	22344739.55
3	1938000.00	14.00%	1666680.00	188560.00	1478120.00	6.00%	6226379.16	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	18726030.76	24952409.92
4	1938000.00	14.00%	1666680.00	180438.40	1486241.60	6.50%	6176343.66	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	16883594.53	23059938.18
5	1938000.00	14.00%	1894992.00	180438.40	1714553.60	7.00%	7030008.27	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	15314731.28	22344739.55
6	1938000.00	14.75%	1892688.00	188560.00	1704128.00	6.30%	7120199.57	1958160.00	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	17361923.77	24482123.34
7	1938000.00	14.00%	1894992.00	180438.40	1714553.60	6.00%	7222323.49	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.00%	18726030.76	25948354.26
8	1938000.00	14.33%	1893978.24	180438.40	1713539.84	6.37%	7145975.79	1958160.00	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	17237339.04	24383314.84
9	1938000.00	14.00%	1666680.00	188560.00	1478120.00	6.50%	6142592.89	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.50%	16883594.53	23026187.42
10	1938000.00	14.33%	1893978.24	188560.00	1705418.24	6.37%	7112106.28	1958160.00	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	17237339.04	24349445.33
11	1938000.00	14.75%	1892688.00	188560.00	1704128.00	6.30%	7120199.57	1958160.00	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	17361923.77	24482123.34
12	1938000.00	14.75%	1892688.00	184747.60	1707940.40	6.30%	7136128.56	1958160.00	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	17361923.77	24498052.34
13	1938000.00	14.00%	1894992.00	188560.00	1706432.00	7.00%	6996708.11	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	7.00%	15314731.28	22311439.39
14	1938000.00	14.75%	1892688.00	188560.00	1704128.00	6.30%	7120199.57	1958160.00	1669331.40	184747.60	1484583.80	6.30%	17361923.77	24482123.34
15	1938000.00	14.33%	1660284.60	188560.00	1471724.60	6.37%	6137533.61	1958160.00	1677555.67	182334.45	1495221.22	6.37%	17237339.04	23374872.66
16	1938000.00	14.00%	1894992.00	180438.40	1714553.60	6.23%	7177357.14	1958160.00	1684017.60	180438.40	1503579.20	6.23%	17840308.3	25017665.44

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 8 – Wyniki badania wrażliwości techniki kapitalizacji prostej

Grupa badawcza	L.P	PDB	Stopa pustostanów	Wydatki operacyjne	Stopa kapitalizacji
Gr I	1	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	2	0.94%	-0.18%	-0.13%	-0.99%
	3	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	4	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	5	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	6	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	7	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	8	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	9	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	10	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	11	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	12	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	13	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	14	0.93%	-0.18%	-0.11%	-0.99%
	15	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	16	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	17	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	18	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	19	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	20	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	21	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	22	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	23	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	24	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	25	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	26	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	27	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	28	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	29	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	30	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	31	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	32	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	33	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	34	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	35	0.97%	-0.14%	-0.12%	-0.99%
	36	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	37	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	38	0.97%	-0.14%	-0.12%	-0.99%
	39	0.97%	-0.14%	-0.12%	-0.99%
Gr II	1	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	2	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
	3	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
	4	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%

5	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
6	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
7	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
8	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
9	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
10	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
11	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
12	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
13	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
14	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
15	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
16	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
17	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
18	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
19	0.93%	-0.19%	-0.12%	-0.99%
20	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%
21	0.94%	-0.18%	-0.12%	-0.99%

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 9 – Wyniki badania wrażliwości techniki DCF

	PDB (1)	Stopa pustostanó w (1)	WO (1)	Stopa dyskontowa	PDB (2)	Stopa pustostanów (2)	WO (2)	Stopa kapitalizacj
1	0.35%	-0.01%	-0.03%	-0.06%	0.77%	-0.13%	-0.09%	-0.68%
2	0.35%	-0.01%	-0.04%	-0.06%	0.77%	-0.12%	-0.08%	-0.68%
3	0.31%	-0.05%	-0.08%	-0.04%	0.82%	-0.13%	-0.09%	-0.72%
4	0.32%	-0.05%	-0.09%	-0.05%	0.81%	-0.13%	-0.09%	-0.71%
5	0.35%	-0.01%	-0.04%	-0.06%	0.77%	-0.13%	-0.09%	-0.68%
6	0.33%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.79%	-0.14%	-0.09%	-0.70%
7	0.34%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.78%	-0.13%	-0.09%	-0.68%
8	0.35%	0.00%	-0.03%	-0.05%	0.77%	-0.13%	-0.08%	-0.68%
9	0.30%	-0.05%	-0.08%	-0.05%	0.82%	-0.13%	-0.09%	-0.72%
10	0.31%	0.00%	-0.03%	-0.05%	0.81%	-0.14%	-0.09%	-0.71%
11	0.34%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.78%	-0.14%	-0.08%	-0.69%
12	0.35%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.77%	-0.13%	-0.09%	-0.68%
13	0.35%	-0.01%	-0.04%	-0.06%	0.77%	-0.13%	-0.09%	-0.68%
14	0.35%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.77%	-0.13%	-0.08%	-0.68%
15	0.32%	-0.05%	-0.09%	-0.05%	0.81%	-0.13%	-0.09%	-0.71%
16	0.34%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	0.78%	-0.13%	-0.09%	-0.69%

Źródło: opracowanie własne

Załącznik nr 10 – Porównanie szkół wyceny

Różnice/Szkola	Szkola amerykańska	Szkola brytyjska	Szkola niemiecka
Różna liczba stosowanych podejść	Do wyceny nieruchomości stosuje się jednocześnie 3 podejścia ⁴³⁷	Do wyceny nieruchomości stosuje się jednocześnie 1 podejście	Do wyceny nieruchomości stosuje się jednocześnie 2 podejścia ⁴³⁸
Różna waga stosowanych podejść	Podejście kosztowe ma znaczenie wspomagające.	Podejście kosztowe stosowane jest do wyceny nieruchomości, które rzadko stanowią przedmiot obrotu i dla których nie można ustalić wartości rynkowej	Podejście kosztowe ma znaczenie dominujące
Różne źródła przyjmowanych danych do wyceny	Źródłem danych do wyceny mogą być nie tylko ceny z aktów notarialnych czy zawartych umów najmu ale także badania własne.	Źródłem danych do wyceny mogą być nie tylko ceny z aktów notarialnych czy zawartych umów najmu ale także badania własne.	Do wyceny wykorzystuje się dane wtórne, pozyskiwane z tzw. map cenowych oraz aktów notarialnych.
Odmienne podejście do ujawniania danych rynkowych z raportu z wyceny	W USA rzeczoznawcy w pełni ujawniają szczegóły dotyczące transakcji sprzedaży nieruchomości przyjętych do analizy	Rzeczoznawcy nie ujawniają szczegółów sprzedaży nieruchomości porównywalnych – nie są one bowiem własnością publiczną	Szczegółowe informacje dotyczące transakcji objęte są ustawą o ochronie informacji. Rzeczoznawcy posiadają wyłącznie dane zagregowanie
Przedmiot wyceny	Przedmiot wyceny stanowią prawa do nieruchomości (w podejściu dochodowym horyzont osiągnięcia dochodów z nieruchomości dąży do nieskończoności)	Przedmiot wyceny stanowią prawa do nieruchomości (w podejściu dochodowym horyzont osiągnięcia dochodów z nieruchomości dąży do nieskończoności)	Przedmiotem wyceny jest nieruchomość (horyzont dochodów możliwych do uzyskania z nieruchomości ograniczony do jej technicznej żywotności)
Zasady odwzorowania rynku	Łączne oszacowanie wartości gruntu wraz z zabudowaniami za	Łączne oszacowanie wartości gruntu wraz z zabudowaniami za	Zastosowanie każdego z podejść wymaga oddzielnego oszacowania

⁴³⁷ Wartość nie jest średnią wyników częściowych. Rzeczoznawcy przypisują poszczególnym podejściom wagi.

⁴³⁸ Zawsze podejście kosztowe.

	wyjątkiem podejścia kosztowego. W podejściu dochodowym zmienność dochodu uwzględniania jest nie tylko w okresie prognozy, ale również po nim. Zmienność dochodu wynika zarówno ze zmian zachodzących na nieruchomości jak i na danym rynku. W podejściu porównawczym do porównań przyjmuje się kilka nieruchomości podobnych.	wyjątkiem podejścia kosztowego. W podejściu dochodowym rynek stanowi tło, które nie wpływa na wysokość dochodu, a jedynie na ryzyko jego osiągnięcia tj. stopa dyskontowa, stopa kapitalizacji. W podejściu porównawczym do porównań jedną nieruchomość.	a wartości gruntu i budynku. Rynek jest statyczny. Brak techniki zdyskontowanych strumieni dochodów. Rozdzielenie dochodu na ten przypadający do budynku i do gruntu. W podejściu porównawczym do porównań przyjmuje się kilka nieruchomości podobnych.
Odmienne interpretacja wartości rynkowej	Zasada <i>highest and best use</i>	Oprócz zasady <i>highest and best use</i> pojawia się także <i>hope value</i>	W szkole niemieckiej funkcję wartości rynkowej pełni <i>Verkerswert</i> – wartość obiegowa, liczona jako średnia cena. W szkołach amerykańskiej i brytyjskiej wycenia się potencjał nieruchomości, Niemcy szacują nie potencjał, a samą nieruchomość.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Kucharska-Stasiak, *Wpływ współczesnych koncepcji wyceny na metodykę wyceny nieruchomości w Polsce*. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 36/1 2014. ss. 101-111.; E. Kucharska-Stasiak, *Wycena nieruchomości w gospodarce globalnej* International Business and Global Economy 2016, no. 35/11, ss. 429-44

