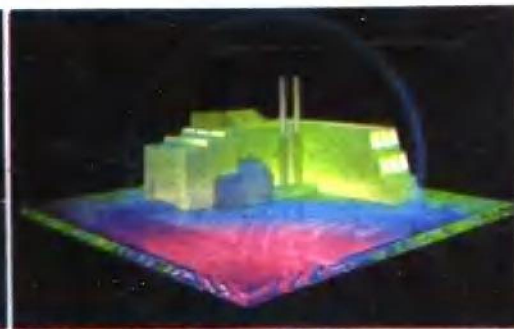


深圳新产业投资股份有限公司

投资管理丛书

房地产评估



翻译 必孟建
审校 李工有
刘 岷

3

科技翻译出版公司

(津)新登字(90)010 号

房 地 产 评 估

宓孟建 译

李士有 刘岷 校

天津科技翻译出版公司出版

(邮编 300192)

新华书店天津发行所发行

河北省霸州市印刷厂排版印刷

开本 850×1168 1/32 印张 4.75 字数 125 千字

1994 年 4 月第 1 版 1994 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—5000 册

ISBN 7-5433-0666-2

F·90 定价: 4.00

前 言

本书是根据“The Estates Gazette Limited”出版社出版的《An Intvoduention To Property Valuation》一书编译的。

本书是有关房地产评估的综合性基础读物,主要介绍了房地产特性及其市场以及影响其价格变动的因素,并对有关评估方法包括房地产投资决策的方法进行了广泛探讨。另外还介绍了一些在评估领域中开始流行的技术方法等。

本书先从一些基础性的概念入手,渐渐进入到有关专业领域。整本书涉及面较广但又浅显易懂。虽然有些章节引入了不少数学内容,但只要有一般的数学知识便能完全掌握。读者在读完本书后,不但对评估的基础知识有所了解,而且可望对本专题的一些基本原理能融会贯通。

本书在编译过程中,对章节做了适当调整,并增加了习题与习题答案。

深圳大学经济管理系李工有老师对本书进行审校,并对内容安排提出了宝贵意见,在此表示感谢。

目 录

第一章 房地产投资	1
第一节 评估——房地产投资的基础.....	1
第二节 投资质量.....	4
第三节 投资方式.....	8
第四节 影响房地产投资的基本因素	15
习题	23
第二章 房地产价值评估基础	24
第一节 价值	24
第二节 房地产评估的目的	25
第三节 房地产的法定权益	29
第四节 房地产市场的特性	30
第五节 引起房地产价值变动的因素	34
第六节 评估人员的作用	38
第七节 利率及收益率	40
习题	49
第三章 评估方法简介	50
第一节 比较法	50
第二节 成本法	52
第三节 剩余法	53
第四节 利润法	55
第五节 投资法	57
第六节 对评估方法的进一步探讨	59

习题	71
第四章 投资收益的评估	73
第一节 动态收益的评估	73
第二节 期限收益的评估	80
习题	90
第五章 征税对评估的影响	91
第一节 在评估中如何考虑税收因素	91
第二节 净现金流量技术	100
第三节 税收对房地产投资的影响	113
习题	119
第六章 资金配比	120
第一节 借贷的作用	120
第二节 物业金融市场	121
习题	127
附录 专业用语中英文对照	128
习题答案	143

第一章 房地产投资

第一节 评估——房地产投资的基础

拥有物业是持有货币的一种形式,当人们进行物业评估时,实质上就涉及到用货币单位来进行衡量的问题。所以,初涉评估的人员应该了解投资者的想法。学生也好,具有丰富阅历的工作人员也好,一般应该了解金融界的现状。因为对于资产阶层的情况了解得越多,就越能有助于成为一个熟练的评估人员。所以,应常常有目的地阅读一些优秀报刊的财金版,并对下列问题加以思考:目前人们的资金主要投放在那些方面?趋势如何?目前的投资政策有什么变动?人们是怎样处理手中货币的?为什么会发生这种变动?等等。

事实上,对于评估这个课题来说,光学习是不行的,应该将精力集中于理解所读的文章和所讨论的课题。填鸭式的学而不求甚解是没有用的,如果能以理解为基础,就必然能循序渐近地掌握这门学科,并渐渐形成自己的观点,这将是非常有益的。

本书假定读者都是初涉房地产评估的学生,所以整本书从头至尾浅显易懂,虽然其中某些章节有不少数学内容,但那些自认为没有数学脑筋的读者完全无需怯步,既不要跳过这些章节不读,也不要气馁放弃。其实仔细读一下你就会发现,这些章节中的数学过程是非常基本、非常简单的,无须担心看不懂。事实上,评估并不能简单地被认为是一种数学过程,其中蕴含的内容要复杂得多,甚至可以说评估的大部分过程取决于评估者形成的观点,评估者必须

探查各种各样的因素并预测未来。评估者应目光敏锐、思维快捷，他必须权衡特殊场合下的各种因素，形成作为评估基础的观点。

对于“评估”这个词，历来有各种各样的定义，有人把评估定义为：“既是一门艺术，也是一门科学，它是在某一特定时刻权衡物业的所有特征，同时还考虑市场所有基本经济因素，包括投资的选择性后，为了某一特定目的而对所涉及的物业进行价值估算”。对于评估这个概念会有许多形形色色的不同定义。读者可以发现，这里所列的定义内涵似乎丰富，但却显得模棱两可。

一般来说，评估的数学过程通常非常简捷。评估可被简单地定义为：“是一种用数学形式来表达观点的艺术，它能在某一特定时刻对所涉及的特定物业给出数值解”。通过研究影响有关物业权益的各种因素及物业状况，建立一套评估观点并将这些观点渗透到数学体系中去，就可建立起一整套处理实际问题的评估体系。

为学好评估基础知识，对前面提到的第一个定义细细加以体会可能会很有益处。该定义涉及到投资的选择性概念，这是最为重要的，既然拥有房地产是持有货币的另一种表现形式，但是，什么样的人才会上投资于房地产呢？对消费者而言，花钱的渠道并非一条，选择性非常广泛，虽然总会有人挥霍无度或花钱方式违背常理，但一般来讲，多数消费者在进行购买时，总是有所考虑的。当支出金额较大时就更是如此。人们总希望手中所持货币能真正体现出它的价值。评估人员应尽力引导，使消费者如愿已偿。对于置业者而言，一定要使他感到投资于房地产是一个非常好的策略，不然，消费者会宁可投资于其它被认为能真正体现货币价值的项目中去。

人们持有货币后，消费方式各有不同，有人喜欢及时行乐，花钱尽情享受，有人可能会不惜巨资购入高速赛车，或者把钱花在夜总会、公共游乐场所等；有人注重衣食，也有人甚至只为了轻松一

下,就会花钱去参加豪华旅游,所有这些消费方式都属个人所好,无可厚非。诚然,有许多人对上述消费行为可能并不赞同,但是谁能说别人就一定要按你的行为准则去消费呢?如果这些人能从这种消费方式中获得最大满足,就很难断言他们的行为是不明智的。不过,有些人可能在以后的岁月中消费意识有所改变,从而引起消费行为的相应变化,那时有可能会对早先那种为一时之乐而耗费巨资的行为感到后悔。总之,由于投资者选择具有多样性,引导他们投资时,一定要使投资者感到能获取他所期望的值。

同样,投资者也可以将资金投放到耐用品上,如室内摆设、房屋、交通工具,甚至投资于孩子的教育上。这类投资与极时享乐的开支相比,回收期较长一些。所获取的收益主要表现在被购物品能被长期享用,但更进一步的分析可以证明,这类投资最终是有经济效益的。比如小康的生活保证了投资者的工作高效率,交通工具及其所受教育可助其谋生挣钱。由此可见,将资金投入这类范畴,可以比及时行乐有更长久的效益。而且能够形成间接的财政收入。

应该说,可以进行投资的对象是非常广泛的,人们可以进行证券与股票的投资。另外国民储蓄券、金边证券、信用债券、公债、建筑学会股票、存款帐户、单位信托、投资信托、房地产债券等都可以作为投资对象。如果对地产有兴趣,也可以投资于房地产公司的股票或 directly 对房地产进行投资,另一方面也可以用一部分资金购置诸如金银首饰,古董工艺品等等。

既然有这么多的投资渠道,投资者一定会考虑怎样才能发挥资金的最大效益,除非投资者有过一番研究,不然即使购买了房地产股票,他也难于确定所做决策是否正确。有关这方面的问题将在下面章节中得到详细探讨。

第二节 投资质量

从逻辑上讲,潜在投资者是否会进行投资取决于该项投资的特性是否最接近其理想化投资的特性。不同的投资项目之间有巨大的特性差异,对这些可能会吸引投资的特性应该详细研究。这里可以列出许多反映投资质量的特性,其中有一些所处的地位极其重要,而且往往被投资者所注重。这些特性包括资本保障、资本变现速度、收益保障、收益固定性、交易的简捷性、购销费用、资产的可分割性、保值性及资本增值前景等。

资本保障:资本保障是投资质量最重要的特性。因为投资者很少会对亏损风险很高的项目进行投资,只有赌徒和一些过于阔绰的人会对某些风险项目进行投资,但这也是在他们认为一切顺手就可以大捞一把的前提下进行的。绝大多数理性的投资者进行投资时,都是在确信如果一旦需要,投资资金可随时获得补偿的前提下进行的,这种随时可追回本金的可能性越高(即资本保障越牢靠),人们就越愿投资。如果不能确信可以随时追回本金,这类投资会被认为是没有保障的,就会丧失投资的吸引力。

收益保障:收益保障是投资质量的另一个重要的特性。应该注意到,对某项目进行投资,意味着投资者放弃了对所持货币的直接运用权,而将这种权力转交给其他人。如果有人放弃对拥有物品(如汽车)的使用权,他一般会要求借用方支付租借费用。投资者的情况也是这样,他将货币使用权转让他方的行为,是以取得报酬为目的的,这类报酬就是投资资本所获得的利息。这种用放弃对货币的使用权而获得报酬的行为是在投资者充分确信能确实获取足够收益的前提下发生的。

收益固定性:当确信利息足以令人满意后,投资者就会希望利

息支付能具有固定性。这种固定性意味着不拖欠支付款,利息必须定期足额支付,这样,投资者可以用这种收入应付正常的开支,也能有助于他自己控制预算。

交易的简捷性:交易简捷的投资特别具有吸引力,尤其对于那些准备在某种特殊情况下要求追回投资资本的人来讲就更是如此。如果预计有这种需要的话,投资者一般不会轻易将资金投放到那些资本偿付期未滿就不能追回本金的投资项目中去,除非所需提款通知期限实在太短则另当别论。提款通知书的期限通常是以月计,而非以日计。当投资者在近日内突然需要处理一些意外债务等,那么如果他将资金投放到需要二、三个月才能抽回资本的项目中去的话,投资者的处境将会极其不利。如果这种突发情况对投资者来讲可能随时发生的话,他的投资方向必定会转到那些在数日内就能抽回本金的项目中去。资金抽取简捷程度的重要地位取决于投资人自己的特殊环境和需要,当其它条件相同时,哪项投资项目的资金能随时方便地抽回,该投资项目就具有更多的附加优势。

购销费:兑现资本的速度是非常重要的,但投入及抽取资金过程中所发生的费用问题也为诸多投资者所关注。有些投资项目在投入或提前支取本金过程中很少或无需另付费用,但有些就要支付相当数量的金额,如专业费及印花税的支付等。甚至于有些投资项目在投资期未滿而抽回本金的,要罚一定数目的款。显然,投资项目的购销费用越低,投资吸引力越大。

资产的可分割性:或许投资者希望抽回部分资金而非投资总额。这时,如果投资者所持部分财产能兑现为现金的话,对投资者一定是很有利的(但这种可能性并非处处存在。若他对某项物业进行投资的话,或许对他来讲就不能再指望将这笔财产分出一部分来售出以获取现金了)。因此,投资者个人对于某个投资项目是否可以分割,并且分割后的部分仍可相机售出这些问题是相当重视

的。即使投资者并非真的希望采取如上行动,但某个投资项目的其它投资特性按要求全部具备时,可分割性就会增加投资的灵活性,从而使该项投资更具吸引力。

保值性:注意到本章开头所讨论到的投资第一个特性:资本保障,如果一旦出现通货膨胀现象,货币购买力会急剧下降,这时对于资本能否随时得到补偿的问题,不仅显得重要,而且人们更关心的是其投入的资金增值速度能否抵消货币贬值的速度。投资者通常会希望投资某项目所获的资本增额足以补偿因货币贬值而带来的影响。保值就是能保证投资一段时间后,所抽取的资金完全能购买到当初投资金额可以购买到的同等实物和服务水准。这种情况下,其资金不会随时间推移而减少价值。如果资本增值的势头更加迅猛,这类投资项目当然会更加抢手。反之,当投资者在投资末期所获的本息不足以购得相当的实物,那就意味着他不如当初富有,其所进行的投资项目就是非保值性的。当一项投资是保值性的,就意味着能防止通货膨胀。近年来,这项特性成了社会上最为着重的投资条件,而房地产投资一般能满足这一条件。因此,房地产方面的投资变得越来越具有吸引力。当然,尚需补充提出的是,并非所有物业都可以列入具有保值的范畴中来。无需置疑,有些类型的物业在将来是不具备保值特性的,但可以断言,比起多数其它类型的投资项目来讲,房地产投资更具有保值性。

如前所述的各种投资特性同样也反映了物业投资的风险性,某些投资者还会考虑更多的其它投资特性,但投资者不可能把所有的特性作为权衡投资利弊的重要标准。某些特性可能对一些投资者而言会显得更重要,而某一具体投资项目对不同投资者来讲风险因素也会不同。一些志在获取超额利润的投资者就不会象那些只求稳妥保本的投资者那样担心资本保障问题。投资者个人可以决定自己的偏好,投资风险对不同的投资者而言是由某项具体

投资的投资特性及投资者自身的偏好等因素综合决定的。

一般而言,若某项投资的风险越大,投资者所要求的收益率就会越高。通俗地说,就是投资风险越大,要求报酬越高,这是很自然的道理。正如有的人干危险工作要求的工资比干安全工作时高一样,投资者因风险投资所要求的高效益正是对投资蚀本可能性的一种合理补偿。

从另一方面而论,一般总是希望资本的回收尽量短期化,高收益将有助于投资者迅速回收原始支出。虽然这只是一个粗略判断投资质量的方法,但无疑是一种实用的思考途径。如果有一项风险性投资可获得每年 25% 的收益,在第四年末的总收益就可以与原始资本相抵。从这种意义上讲,风险就会相应减小。显然,这种考虑方法忽视了这样一个事实,即:这里的年收益其实是投资人因为放弃了自己对货币运用的权力而获取的相应报酬,而并非是对资本的补偿。所以,严格地讲,这种评价投资质量的方法并不是非常正确的,但这种方法却是实用可行的。

读者可以自己再考虑一下在不同情况下是否另有其他特性亦比较重要。由于本书着重探讨的是房地产及其价值问题,在房地产投资中上述各个特性哪些最为显著,哪些较为重要,是值得思索一下的。毋庸置疑,近年来资本的保值被列为房地产投资最为重要的特性之一。实际上,许多情况下房地产投资不但具有保值性,而且,更令人瞩目的是资本增值的迅猛现象。这种资本增值特性产生了巨额资本收益,从而使房地产投资变得非常具有吸引力。

成功的房地产投资具有明显的收益保障及收益固定性,高质量的房地产必然会供不应求,而决不会产生诸如收益危机或拖欠租款等现象。万一这类事情发生,业主一般会采取转租等策略保证物业收入源源不断。

但从另一方面来看,短期内售出房地产却并非易事。可能需数

月乃至数年才能将这样一笔资产兑成现金。因为只有当所有的特性迎合至少一位潜在置业者要求时,这笔资产才能脱手。通常因为房地产的差异性,购买者需要相当一段时间的酝酿,才能决定是否购买。这就形成了房地产投资非常不利的因素。通常,房地产事实上不可以被分割成更小单元,这样,当仅要求补偿一部分原始资本的金额时,就会显得一筹莫展。

只有对那些无需在短期内抽取资金的投资者而言,房地产投资才会引起他们的兴趣。所以注重资本保障,尤其是实物担保及固定收益的投资者将会有兴趣投身于房地产事业。

第三节 投资方式

货币可以有許多不同的运用方式。前文已讨论了花钱买快活的各种例子,但这种行为一般不可能形成长期的回收效益。只有对于那些非常富有而不必为以后的固定收入担心的人来说,这种挥霍可能不会产生太大的不利影响。这种拥有巨大财源的人可以通过设想预期要活的年数,然后将所拥有的资金逐年分配,确保其享用一生。这种及时行乐的生活方式被一些人认为是误入歧途,但人们应该承认这个世界上各人有各人不同的生活哲学,今朝有酒今朝醉的生活方式,仍在这个世界上大行其道。

一、生活用品

生活用品可能更具耐久性,而且从长远看一般能形成一定的回收效益。但即使这样,多数情况下的生活用品仍属于递耗资产*,它们会逐年陈旧,越来越不中用,而且还可能需要定时修理甚至进行更新。

* 递耗资产:因逐渐消耗而价值递减的任何资产。

二、股票*

认购某公司的股票意味着购买了该公司的一部分,股票持有人拥有该公司多少,取决于其认购的股票额占公司股票总发行量的比例(即:与公司在市场上售出的股票份数相比较的关系)。如果认购某公司的 1000 份股票,而该公司股票总发行量为 500000 份,结果就意味着买方因拥有该公司的 $1/500$,而成为该公司的股东。但股东并不能因此有权任意干涉公司的经营活动,公司的日常经营活动仍由受雇的职员及管理人员负责。公司的经营战略要由每年一度的股东大会所选出的董事会制定。而作为公司的拥有人之一,股东对公司的盈利具有参与分享的权力,亦即当公司有盈余后,如果董事会决定将其中的一部分用作发放股利,持股人有权收取其应得的数额。但公司利润并不是都用作发放股利的,董事会可以决定将利润的一部分留作未来纳税及公司的扩展,不过只要决定发放股利,股东就可以按其持股份额得到相应的部分。股票所获之收益称为红利,红利是股票市场的投资者获取收益的一种形式,然而红利的数额及是否能定期分红是不确定的,这完全取决于公司盈利状况及董事会的决定。

如果购买了经营状况渐好,处在上升阶段公司的股票,还会产生资本的增值,譬如公司以一定数额的资本开业后,业务迅速发展并开辟了自己的资金来源,该公司的股票价值就会不断增长,持股

* 这里把股票市作为一项投资找来分析,但在资本主义国家,投资人购买股票一般出于三种动机。第一种动机,买进股票是为了长期保存,做为公司的股东以期分配到股票的股息;第二种动机,完全不以取得股息为目的,而是希望通过买卖股票,谋取差额利益;第三种动机,出于上述两种动机的结合,股票的股息高时便保存之,领取股息,股息低时即到证券交易所通过买卖谋取名额利益。一般而言,出于第一种动机的投资者购买股票称为投资,第二、第三种动机被视为投机。

人不但从公司的盈利中可分得红利,而且其资本得到了保障和增值,所以人们总是希望成为成功企业的股东。如果大家认为某个公司经营状况非常良好,必定会有许多投资人愿意买入该公司的股票,从而抬高了该公司股票的市场价格。因为需求增长,该公司股票能以远远高过原先买入的价格卖出,显而易见,既能赚取相当红利,又能有资本增值的股票是具有强大吸引力的。

在股票市场中,资本确实较易获得增值,但象赌马一样,每一方的资本增值注定有另一方遭受损失。赌赢者资本增值了,但不能改变其他人赌输的事实。近年来一些原本声名卓著的公司现状惨淡的情况已非罕见,投资股票市场所固有的风险性是再明显不过的了。无可否认,投资股票市场风险较大,但也正因为这种风险才有高收益的前景。过于慎重保守的投资者决不会成为百万富翁,以1比2的机率来赌输赢不会赚大钱。如果以1比100的机率来赌,万一成功便可有相当可观的收益。风险越大,所期望的收益就会越高,当然失败的机会也越大。

对于投资股票市场的人来讲,或许最大的好处便是交易方便,只要打个电话给投资银行或证券经纪人讲明自己的决定,经纪人就可根据要求相机进行交易。证券交易所有两周的结算期,可以迅速办理交割手续*同时结清佣金及印花税等因交易而引发的费用。当投资人决定卖出股票时,一旦成交就可以在结算期内收到相

* 交割:股票交易程序大体上经过以下几个步骤,即:开户——委托——竞价——交割——清算——过户,其中交割就是买方交款买回股票,卖方交出股票收到现金。西方各国的证券交易所对于成交后间隔多长时间交割规定不一。有的规定当日成交当日交割,有的规定在成交日第二天交割,有的规定在成交日第三天或第五天交割。这取决于各国证券交易所使用的具体交易方式。如在美国纽约证券交易所,它经常实行的是“例行日交割”,即在成交日以后的第五天下午进行交割。

应的款项。可见投资股票具有资本变现快捷便利的优势。

如果投资人决定认购股票,股票一般要经过数月后才能取到,不过一旦股票交易合同签订后,认购人就已是这些股票的拥有人,即使股票实际上尚未收到,这些股票仍然可以马上再作转售。这种购入股票后迅速再抛出的行为一般发生在以下二种情况:(1)转手即可获利*;(2)在认购股票时不幸有所疏忽,投资者即刻转手抛出以减少损失。如果在结算期内同时发生股票的买卖行为,投资者一般只在结算期末从其经纪人手中收到一张票据,根据相反的买卖对冲结帐,投资人只要收进或支付买卖中发生的差额就可以了。

然而,证券交易所的不利之处是:股票市场行情不稳,虽然卖出过程很简单,但市场价格不一定符合卖方的要求,很难保证购买股票的原始支出能得到补偿,如果投资者希望其投资金额能随时抽取且不愿担负损失风险的话,证券交易所就不是他们的理想去处。

因为交易所中随时可能发生蚀本的生意,那些投资于证券交易的人必须准确预测股票市场的涨落行情,即使有意外发生,也不能怨天尤人。无论怎样说,如果手中有足够资金不惜蚀本的话,对市场经过一番认真研究后,股票市场将会是一个既方便又大有赚头的投资场所。

三、金边证券

金边证券其实就是政府为募集资金而发行的借贷股票,政府以股票形式行借贷之实。对金边证券的购买者,政府保证以一定的年度收益率作为报酬,多数情况下还确定在将来某一特定期限内

* 这种情况一般发生在股票的投机买卖中。如在看涨期权交易中,投资人预料股票市场价格今后将要上涨,便购买卖多合同,反之则购买卖空合同。通过买空卖空,获取差额利益

将本金全部归还证券的购置人。但另外也有些证券是无期的，不保证何时能偿还资本。这种情况下，这类投资其实就成了永久性贷款。尽管如此，投资者仍可以在证券交易所中卖出这类证券，但这时投资者不应希冀通过这种方式追回其原始资本，他只能按当时市场的抛售价卖出。

如果这类证券标明期限，就意味着政府保证在将来的某年或某一段时间内偿付资本，例如：有两种偿付日期的证券：10%国库券（1986年），及8.25%国库债券，前一类，年息10%，于1986年偿付证券的票面值，而第二类将支付8.25%的年息，在1987到1990年4年内的某一时间偿付。对于无限期证券的投资，资本没有保障性，因为不能确定证券在将来某时期的实际价值。对于有期证券，虽有长期的资本保障，但并不一定具有实物担保性。

四、借款股票

一般将借款股票称为信用债券，实际上它是由公司发行的借贷股票。公司在需要募集资金时可以通过发行借款股票来进行，这种行为为公司集资提供了有别于银行或其他一些金融机构借贷的选择机会。而投资于这类信用债券的人能以既定利率获得稳定可靠的收入。公司在发行股票时确定保证投资吸引力的利率，为了使信用债券为投资者所接受，在发行该证券时，利息率必定与当时市场利息率相当。如果市场利率有下跌趋势，则投资者有些资产增值。因为信用债券的收益率高于市场利率时便能在出售这类股票时有溢价收入。

信用债券持有人并无拥有部分公司的权力，这不同于持有公司股票，投资人只是公司的债权人而已。如果公司经营出现困难，他可能蚀本。但在公司清理财产时，信用债券持有人排在普通股东之前获得其贷款的补偿，在这种情况下，他具有“优先支取”权。