

第 1 章

收益性不动产评估概论

1.1 收益性不动产投资

本书对可产生收益的不动产投资的估价技术做了概述。不动产的收益潜能通常取决于个人或企业愿意为使用不动产而支付的资金。像其他经济性货物一样，租赁一个特定收益性不动产的价格取决于竞争性不动产的供给和潜在使用者的需求。能够带来收益不动产，对投资者才有价值，投资者才会为了预期的投资回报购买不动产。收益性不动产可以被不同类型的投资者所拥有，包括个人、合伙企业、公司、不动产投资信托公司、保险公司、养老金基金会、州和地方政府。

不动产评估与财产价值评估涉及的评估理论和技术有关。收益性不动产可以分成住宅和非住宅，它们有不同的特征。表 1.1 总结了收益性不动产的主要分类，住宅类收益性不动产最简单的形式由单户租赁不动产组成；最复杂的形式，可以说是在大城市市区的高层公寓。在任一情况下出租的不动产均用于一个或多个人的居住。

非住宅类收益性不动产包括商业、工业、旅馆和其他特殊用途的不动产。商业不动产可以进一步分为办公楼、商业中心（包括跨区域的、区域性的、社区的、邻近的和专用的商业中心）、金融机构、饭店和其他零售商店。

办公不动产可分为高层楼房、低层楼房、单一承租人和医疗用不动产。工业不动产可分为制造、仓储、顶楼、车库、配送、研究与开发等。旅馆可分为汽车旅馆、高层楼房、会议或娱乐场所。特殊用途不动产包括医院、疗养院、游艇停泊港、航运设施、发电厂等等。

表 1.1 收益性不动产分类

非住宅类	商业中心	研究与开发
金融机构	跨区域的	
研究与开发	区域性的	旅馆
	社区的	汽车旅馆
家庭住宅	邻近的	高层楼房
多户住宅	专用的	会议中心
花园公寓	其他零售商店	娱乐场所
低层楼房	金融机构	
高层楼房	饭店	特殊用途
		医院
商业类非住房	工业类	疗养院
办公用	制造业	游艇停泊港
高层楼房	仓储	航运设施
低层楼房	办公仓储	发电厂
单一承租户	顶楼	其他
医疗用房	车库	
	配送	

1.2 不动产价值构成

不动产实际是一种综合性的经济实体，它的各种不同组成部分都能对特定不动产的价值产生贡献。表 1.2 总结了其主要价值构成。不动产有两种主要的自然构成：土地和添加于土地之上的地上改良物。土地的定义是：地球的表面，包括陆地、水资源和其上的任何附着物；原始状态的自然资源（例如矿藏、森林、土壤）。在法律上，土地是地球的固体表面，不包括水资源。改良物包括地上附着的永久性构筑物或建筑物。

有形的不动产（Physical Real Estate）以及与之相联系的法律上的不动产（Legal Property）权利之间是有区别的。法律上的权利与实际的财产有关。后一种不动产（Real Property）被定义为因不动产的物主身份而固有的产权、利益和其他权利。前一种不动产（Real Estate）被鉴定为包括改良物的一小块或大片的土地。^①当评估法律意义上的不动产时，评估人员必须明确既要评估有形的不动产，又要评估与之相联系的法律上的权利。

不动产的全部权利指的是一系列的权利，可定义如下：一个所有权的概念，用来描述因拥有不动产而具有的法律上的权利。在其他权利中，它突出了如销售、出租、使用、占有、抵押和交易不动产等权利。除非在销售中有其他的注明或限制，上述这些权利可为购买者在销售交易中所购买。

具有完整的一系列权利的所有权指的是继承权无限制的不动产（或继承权无条件限制产权），它定义为：不受其他产权或不动产妨碍，但服从于征用权、（对无继承人财产的）没收权、治安权和税收权限的不动产的绝对所有

权。继承权无限制不动产可以通过以市场租金产生的收益的现值来估价。

一个所有者可以把一系列权利的全部或部分转让给另外的实体。例如，当通过书面的协议或租约把不动产租给外部的承租人时，房东在租赁期满之前就放弃了占有和使用不动产的权利。房东保留的所有权以及房东持有的服从于租约的所有权，指的是出租的是继承权无限制不动产，持有不动产所有权的房东已通过租约的执行把不动产的占有权利转移。被租赁的继承权无限制的不动产可以通过租赁期内收益的现值加上期满后收回的权利来评估，房东保有收取租约规定的租金报酬和在租约终止后占有不动产的权利。

表 1.2	价值构成
有形的不动产	一系列权利（不动产）
土地	继承权无限制不动产
改良物	租赁的继承权无限制不动产
	租得物
所有权利	
不动产权益	融资
非不动产权益	抵押
动产	净资产
无形资产	
商业价值	
融资溢价	

在租约规定下，只要不违背租约的条款，承租人享有占有和使用不动产的权利。当租赁期满，承租人的占有权随之丧失。这种权利被称为租得物房产，可定义为：一种承租人在租赁期内持有的不动产的所有权利益。租得物房

产可以通过市场租金和租约确定的租金的现值的不同来评估。承租人被给予在一定时间内、基于包含于租约中的限制条件下使用和占有不动产的权利。

在某些情况下，如果租约允许，承租人也可以转让所租赁的不动产的占有和使用权。如果租约条款对预期承租者有利，则租赁权就会有价值并因此而被售出并且获利。

租赁土地也会产生租赁权。开发者可能会订立长期土地租约并且建造改良物。在这种情况下，承租人拥有土地租赁权和改良物的所有权，直到土地租赁期满。土地所有者则具有被租赁的土地的继承权无限制不动产权和租赁期满后改良物的继承权。任何一方都有权出售、抵押和交易不动产，但只有土地承租者有占有和使用不动产的权利。当租期满时这种权利随即消失。

不动产评估业务包括分析任一或所有不动产权利。评估的任务就是分清并估价这些权利的价值。

1.3 非不动产权利

由于许多不动产评估业务的综合性，非不动产权利有可能被包含在内。非不动产权利包括动产和无形资产，如商业价值和合约。

动产

包含有非不动产权利最明显的例子是在有形的动产被包含进来时。动产被定义为：可确认的、可移动而有实体的物品，并被一般公众认为是“私人的”，例如，家具、艺术品、古董、珍宝和钻石、收藏品、机器和设备——所有未被定义为不动产的财产。

不动产项目中包含有动产在内的例子有：（1）安装在

餐厅中的餐厅设备；(2) 工业车间中的机器设备；(3) 旅馆中的家具。动产并非永久地与不动产相结合。某些情况下，判断一个项目应包含在动产中还是应该包含在不动产中是困难的，特别是在工业财产中。

尽管动产也有价值，但在评估报告中其价值应该与不动产价值分开。例如，旅馆价值中包括的家具、固定设备和装备应该被认为是动产。评估报告应指明这些动产使不动产（土地及改良物）价值得到增加。

商业价值

另外一个经常需要从不动产交易中分离的动产权利是商业价值。商业价值的定义是：由商业组织产生的价值，包括管理技巧、凝聚力、营运资金和法定权利（商品名、商号、专卖权、专利权、商标、合同、租约和运营协议），这些权利共同使商家在竞争性的市场上形成有活力、有价值的实体。商业价值常常和旅馆、疗养院及地区性的商业中心之类的不动产相联系。

持续经营价值指的是资产的全部价值，包括不动产、有形的动产和由于商业运营而增加的价值。持续经营价值是以持续进行商业运营行为为假设的。例如，对一个因具有国家特许权和较高管理水平而占有较大市场份额的旅馆，评估人员可以认为它具有持续经营价值。因此，由于在土地上增加了改良物和动产，评估人员可以给商业企业增加额外价值。所有这些因素都可以包含在旅馆的持续经营价值中。

税收激励

对某些类型的不动产，政府机构通过激励措施如准予税额减免、减少地产和其他税赋来鼓励发展或恢复某些类型的不动产。这些激励的价值可被归入非不动产权利。这

些权利的分析包括了一些复杂的过程，本书不再考虑。然而分析者应该知道存在这些权利的可能性。

1.4 抵押和回赎权

众多的不动产交易通过借债筹措资金。一旦债务发生，出借人就获得了不动产的抵押权。所有者的权利就变成了回赎权。抵押文书在所有者和借款人之间创造了一种契约关系。出借人可以自由地将抵押债权卖给另外的出借人。而借款人应在最初的贷款条件下设定能不能销售该不动产并且让后来的所有者承担债务。

如果贷款条件低于典型市场条件并且贷款是可承让的，潜在的购买者在取得贷款的承让权时可能还要支付溢价数量。这种溢价可称为融资溢价，并可被作为一种非不动产权利。增加的价钱并不能体现不动产的回报。实际上，这些溢价支付的是不动产回赎权。可是，因为贷款条件低于典型市场条件，现有的不动产抵押权价值较低。假如出借人想把贷款卖给其他出借人，如果合同条件没有典型条件有利，则该贷款市场价值就低于它现在的余额。理论上，回赎权投资者为获得低于市场条件的贷款而付出的溢价数量，被出借人卖出抵押权获得的较低的回报量所抵消。因此，对筹资市场，抵押权和回赎权的价值与不动产价值相同。

1.5 不动产市场特性

不动产评估与通常用于如股票和债券等其他投资的评估技术在很多方面不同。这部分是由于不动产的市场特征

与其他资金市场不同造成的。

市场是由寻求交换等价货物的买卖双方相互作用而产生的。在今天的经济体制下，货币是典型的交换媒介。本书其余部分主要介绍了针对不同的不动产类型和权利，用于分析其市场和评估其市场价值的方法。下面对不动产市场的不同特性作一番评点。

无组织的市场

与股票和债券市场不同，不动产交易没有集中的市场。因此，想知道特定类型不动产在某一时点的价值是困难的。

市场信息的可用性

作为交易一部分的售价、租约条款、筹资或其他协议的信息，对未参与交易的人来说是保密且不易获得的。缺少用于准确分析交易并公开出版的有效信息。因为交易的复杂性，以及需要对其建造质量、环境问题、法律文件、过去的运营历史等情况做出评判，对特定不动产的交易协商可能需要较长时间。

由于完成交易的时间是必不可少的，关于交易价格的有效信息能够反映大大早于实际交易截止日达成一致的条款，售价中可能还包含有对不动产之外的其他权利的支付。

不动产交易的不频繁

不动产投资的交易不是持续的，要想知道不动产价格如何随时间而变化是困难的。评估人员经常使用以前评估过的不动产销售的有关信息来评估现在的不动产。

不动产位置的固定性

与投资机构其他的可能的投资机会不同，不动产受地理位置固定性的约束。不动产周围地理区域发生的意外情况和发展趋势，对潜在的不动产项目的成败有重大的影响。股票、债券和其他商品则不受特定位置的约束。甚至一个公司在现在的位置未获得预期成功，经营者通常也可将其移动其他位置。然而，不动产是并且一直是深受其周围环境影响的产品。由于产生效益的不动产特别受其所处环境状况的影响，不动产分析者应当同分析不动产自身一样，重点分析本地和邻近市场的情况。另外一个变化因素就是市场情况不稳定，并且可能随时间而产生重大的变化。这种变化可能是很突然的，并且可能会对不动产产生积极或消极的影响。如果变化是消极的，抵消这种不利情况的行动可能从自然、政治、经济上超出了不动产所有者的能力。不动产的固定性使不动产有一个很有趣的现象：面积一样的两宗地上同样自然状态的改良物，因为各宗地独特的地理位置，可以产生不同的市场价值。

每宗地都是惟一的

由于不动产的固定性，可以说没有完全相同的两宗地。它们总是在位置上有差别。这些差别是否会对其价值产生重大影响也存在不同的情况。由于每宗地的惟一性，一个不动产的价格对另一个来说可能是、也可能不是一个令人满意的参照数。

被分割的市场

不动产市场被划分很多并不一定以同样的方式交易的小区域或次一级市场。这种划分不仅受不动产类型和市场范围的影响，而且受各区域自身的影响。例如，一种类型

的建筑物在某个特定区域内取得成功，并不能自动地保证同样类型的建筑在另外的地方也成功。A类办公楼的建造成本在X地区可能会很快地吸收，并且该楼可能会吸引承租者和较高租金。由于在Y地区A类办公用房供给过量，因此，如果同样的A类办公楼在该地区建造，就可能不会取得同样的成功。技术进步可能会影响市场分割，并改变市场的看法。换句话说，新的分割可能会对现存的市场分割产生冲击。例如，最近小的专营商业中心的上升对社区中心的混合承租产生了较大冲击。过去关于社区商业中心离开大的承租者就不能成功的想法已经逐渐消失。

不动产市场不仅可以以使用者类型和地理位置划分，而且可以以投资者的类型来划分。例如，主要的“投资级别”不动产可能包含了多种的不动产类型，但是在位置、面积、有效使用年限、建造质量方面都是相似的，因此，所面临的风险也是相似的。

1.6 政府规章

不动产是受到严格控制的，不但在地方而且在州、国家的层面上都是颁布法规的对象。新建筑必须符合严格的要求诸如分区制限制、开发要求、环境控制和建筑审查要求。土地使用必须被其他公开的程序进一步控制。例如，对满足预定方针的低收益住宅项目，激励措施是可行的。除了被分区、环境政策和开发要求加以限制之外，这些方针也是对项目的约束。了解严格的政府政策是房产市场的主要因素以及其规章和法律的改变将对不动产投资产生重大影响是很重要的。1981年，为了提供一种激励措施，以在高通胀和高利率期间促进建设新的项目，政府改变了税法。这些激励措施起了作用：国内许多市场在1982~

1986 年期间出现了重要的新建筑。1986 年，税收激励措施被取消。因为不动产市场在不少区域市场中已打破均衡，80 年代后期不动产价格在供给过度地区暴跌。

地方的控制措施对今天的市场也是重要的影响因素，对新建筑的严格控制就是一个证明。法律规定如建筑密度、交通形式和管制，以及新建筑对公共设施能力的影响等逐渐变得更严格。这表明开发者的选择减少了，并且在将来可能会更少。任何不考虑政府控制后果的不动产市场分析都是不全面的。

1.7 市场趋势

尽管众多的投资市场是不稳定的（如日用品），不动产市场受到随时间而产生的重大变动的支配。不动产供求关系很少完全均衡，一旦需求超过供给，典型的投机开发商就会进入这个市场并建造有可能会超出即时需求的新的项目，建造新项目需要一个建设期，新项目的大小、完善的市场信息的缺乏以及对筹资方式的选择，都会影响不动产市场的周期性质。经济性因素如就业情况、收入水平、商业活跃水平和资金市场的健康情况也会影响不动产价值，并且是形成不动产市场波动的驱动力。因为市场信息的不完善，了解和估计不动产市场周期性质的影响是相当困难的。对市场信息的合理估计在不动产市场分析中显然是很需要的。

缓慢的供给调节

通过开发新的不动产，甚至通过转变其用途来改变不动产的供给需要一定的时间。这给估测不动产的价值增添了新的复杂性。例如，在“均衡”情况下，如果能够被准

确和合适地测算，价值可能等于成本。但是在短期内，价值则与成本相差很远。

很少会同时有买者和卖者

与股票和债券类市场相比较，市场上在特定时间对特定的不动产很少会既有买者又有卖者。这就会导致交易价格与市场价值相差很大。也就是说，某些情况下特定的买者能影响不动产的价格。这样的市场与理想的竞争性的市场特性不同，在竞争性市场上购买者仅是“价格的接受者”。也就是说，单个的购买者不能影响价格。在不动产市场上，价格经常受出价较高的购买者的影响。因此，一些分析者怀疑正在支付的是否是市场价值——特别是对那些“乐观者”而言。

1.8 资本市场的作用

我们已经讨论过不动产的市场特性。在这个市场上不动产——土地和建筑物的相关权利被交易。收益性不动产经常被那些为获得预期的回报率的投资者买卖。（回报率的测算我们将在后面章节讨论。）这些投资者期望不动产投资与相类似风险的其他投资有相同的收益率。此外，不动产投资比较典型的筹资方式是抵押，通过此方式从各种类型的金融机构，包括银行、中小金融联合会（S&L）、保险公司和不动产抵押投资信托公司等地方取得资本。

显而易见，不动产价值会受较广泛的资本市场趋势的影响。因此，对不动产评估人员来说重要的是了解当前可选择投资的回报率，并对全部的不动产资本市场有一个全面的了解。

资本市场这个名词指的是有各种不同来源的资本的市场，不管是借款还是投资。包括政府和公司债券以及公司股票，作为不动产的债务和权益资本。

债务资本以长期抵押的形式被用作建设贷款和永久性融资。建设资本传统上来自于商业银行和中小金融联合会。然而，由于中小金融联合会行业在 20 世纪 80 年代后期到 90 年代早期所经历的一些问题，对开发商来说，依靠它作为建设和开发贷款的来源变得非常困难。用于单户和较小的住宅及非住宅类收益性不动产的长期抵押贷款资本主要来源于银行、中小金融联合会和信用合作社。对大型的住宅和非住宅类收益性不动产，债务资本可能会来源于保险公司、养老基金或不动产抵押贷款信托公司 (REIT)。

“一级市场”这个名词指使用者投资于项目的资本的最初来源。而最初的资本提供者又出售提供资本时产生的筹资契约。例如，住宅购买者从中小金融联合会收到一笔贷款，从而产生标明贷款条款，并使不动产成为贷款抵押物的抵押契约。中小金融联合会可能会在所谓的“二级市场”上卖出抵押权。“二级市场”是现行筹资求偿的市场。在二级抵押市场上，购买者包括“联邦国家抵押协会”(FNMA)，称为“Fannie Mae”和联邦住宅贷款抵押公司(FHLMC)，称为“Freddie Mac”之类的实体。这些二级市场的参加者充当了资本市场的重要角色，他们为抵押贷款者提供了流动的资本来源，这种供应能够保证用于单户住宅不动产所需的抵押资本。

不动产的权益资本有各种广泛的来源，包括较小的个人投资者和大型的机构投资者如保险公司、养老基金会等。这些基金可以直接投资于不动产项目，也可以通过金融中间人，例如不动产抵押贷款信托公司或某些类型的企业联合组织如公共的或私有的合伙企业进行。这些中间人

的性质随着时间而显著改变。在 80 年代早期至中期，企业联合组织十分活跃，因为投资者通过他们能够获得与不动产相联系的税收上的好处。随着 1986 年税收激励措施的减少，这些工具变得不那么有吸引力了。同时，养老基金作为不动产资本来源的作用则越来越重要。尽管一些养老基金直接投资于不动产，另外一些则通过某些类型的中间媒介进行，这些媒介能够提供投资和管理不动产的专家意见。许多保险公司和其他的资本管理者的反应是为养老基金投资建立基金。这些基金从养老基金收到资本并且将其投资于不动产，然后通过基金进行管理。

1.9 不动产研究的类型

不动产研究可分成不同的类型：市场研究、可销售性研究、投资分析、可行性研究、最佳利用分析、环境影响研究、成本效益分析、土地利用研究和不动产评估。与不动产评估准备相关的研究包括市场研究、可销售性研究、最佳利用分析和可行性研究。这些研究的结果是放入评估报告的重要内容。每种类型研究的定义如下：

市场研究

一个比较全面的关于影响不动产的一般性市场条件的不动产分析，包括影响特定类型不动产供求关系的人口、经济、政治和文化的发展趋势和有关条件的市场研究。

市场研究特别聚焦于不动产类型，而不是特定的不动产自身。从这个意义上说市场研究具有最一般的性质。另一种研究类型则特别关注于某一特定的不动产。市场研究中分析的关键资料是影响不动产项目的人口和经济因素以及政府的政策和社会的趋势。

可销售性研究

可销售性研究也是一种不动产分析，它主要提出某一不动产在现行或预期市场条件下被吸收、销售或出租的能力。

与市场研究相对照，可销售性研究包括对特定不动产的分析。可销售性研究的信息被用于检验特定用途的开发是否有现行或可预测的市场能力的支持，以及会产生什么样的吸收率。可销售性研究密切关注竞争能力，这可用下面三个结论来说明：

1. 不动产可出售或出租的价格；
2. 吸收期后可出售或出租的数量；
3. 能提高项目成功率的条件、经营技巧和特点。

可销售性研究的信息可用于评估中的各种关键性投入的预测，包括租金和费用的估测、不动产特征相关的贡献、吸收期和吸收方式。租金估测不仅包括绝对租金水平而且包括一些典型的条件：租金增加条款、选择权、过手费用、销售过期条款等等。

投资分析

按照专业评估准则中的统一标准规定，投资分析是反映不动产投资的买进价和预期未来收益关系的一种研究。

投资分析这个名词也可以用通俗的词汇来描述：与用于对购买不动产权益的货币或资本相关联的预期未来现金流量分析的各种研究。例如，分析决定是否再为不动产提供资本或者是将其处置，就是一种投资分析。

可行性研究

按照专业评估准则的统一标准，可行性研究是对经济行为成本效益关系的研究。它是对不动产项目市场和可销

售性研究结果的汇总。经过该研究能决定一个项目是否适合特定的市场或满足投资者要求的经济利润。

可行性研究直接关注不动产评估中所指不动产的预期效益。在可行性研究工作中，评估人员获得信息和进行判断基于来自于市场和可销售性研究的资料，并且应用了与投资分析相联系的分析技巧来计算该项目预期基准效益。如果预期的效益水平符合不动产投资者的标准，该项目就通过了可行性测试。可行性研究的准备将在后面的章节中讨论——在评估人员已经揭示了使用市场和可销售性研究信息来进行现金流量投入预测测试的分析技术之后。

最佳使用分析

最佳使用（HBU）分析实质上是对不动产不同使用情况的一系列可行性研究。假设土地是空闲的，房产是改良过的。那些能产生最高价值的用途就是评估报告中假设的用途。实质上，最佳使用分析应用市场研究、可销售性研究和可行性研究的结果，来得出关于不动产最佳使用的结论。

最佳使用就是考虑了土地的法律许可、自然上可能性和经济可行性之后确定的，能产生最高现值的合理的和可能的土地用途。对每种可能用途的资本化率和折现率，应能反映市场上典型的预期回报。最佳使用经常在两个不同的前提下来确定，假设该场地是：

1. 空地并且能够用最佳的方式来改良；
2. 按现行状况来改良。

在后一种前提下，将选择保持现行的建筑物或拆除该建筑物并且重建一幢能满足该场地最佳利用的建筑。一般说来，只要现存建筑贡献价值大于场地空置价值，拆除它是不大可行的。

环境影响研究

环境影响研究是对准备使用土地的环境影响情况的分析，它包括对该项目在各使用阶段以及长期的直接和间接的影响。

1969 年国家环境政策法案要求：每一个关于立法的提议或报告以及其他重要的联邦政府行为，只要对人类的环境有重大影响，都应对影响情况有详尽的说明。环境影响研究提供对不可避免的不利的环境影响的因素分析，包括被执行的议案、对被提议行动的选择、地区短期使用环境和保持、增进长期生产力的关系，以及包含在行动方案中并且将被执行的不可撤销和挽回的资源的保证。

成本—效益研究

成本—效益研究是关于生产改良物的成本以及相对应的将由改良物产生的效益的分析，包括产生的非货币的效益。成本—效益研究通常被公共机构用来决策资本、改良物方面的事宜。

成本—效益率一般通过一个计划项目的分析来体现。这个比率等于由改良物所产生效益的货币数量除以改良物的成本。该比率只有超过 1.00，建造该改良物才被认为是值得考虑的。

土地利用研究

土地利用研究是对一块地潜在用途的分析和对最佳使用的确定；一个比较全面的所给定社区或按使用类型分类的其他区域的地的清单，在一些情况下应增加对清单展示的使用的空间式样的分析。

土地利用研究不包含特定投资者的观点，也不包含他们对任何一块地的关注。此外，关于市场条件和可行性的