

# 房地产评估学科的展望

## ——在对历史的回顾中预测未来

Kerry D. Vandell 著，曹文文、王建中、焦晓松 译

原载:Journal of Property Investment & Finance, Vol.25, No.5, pp.427-443, 2007

### 【文章简介】

**目的:** 这篇文章的目的是对房地产评估理论及实践的发展演变过程进行追溯。文章立足于历史，结合最近发生的事件，揭示了在房地产评估领域中逐渐形成的思想和实践的统一，这种统一对未来具有重要的意义。

**设计/方法论/思路:** 文章综合介绍了对建立房地产评估价值理论和实践的哲学基础具有贡献性的著作，并追溯了从史前到现在的经济学家的观点和方法。近来在经济学和金融学的价值评估理论中发生的改革与这些观点和方法密切相关。

**发现:** 价值理论最新的研究成果表明了一种趋势，即：房地产评估实务正在逐渐变成一项“艺术级”的活动。尽管如此，在这一转变过程中仍然存在不少的障碍，其中包括：对房地产自然属性（相对于资本属性）的认识不足；教学标准的滞后导致专业的前沿性不足；对模型和数据的过度依赖，而不是立足于判断和常识；以及专业的固化特性。本文揭示了未来研究中具有创新性的方向。

**创新点/价值:** 随着房地产市场规模的扩大和流动性的增强以及市场的不断完善，房地产评估也变得越来越重要。理论和实务既然要保持灵活性和相关性，那就需要有必要的改变。依据这一点，本文就房地产评估的起源以及它未来发展的方向给出了自己的观点。

**关键词:** 房地产；资产评估；现代历史；产权营销（市场化）

## 一、价值评估思想和教育的历史

### （一）古典文明的史前历史

早在原始社会，人们已经认识到了对不动产实行配给制的必要性。具有保护作用的洞穴、可以捕猎的场所、以及宝贵的水源，都是各个部落通过权力争取来的，必要的时候甚至会采取武力相争。但是有的时候，出于权利平等和其它目的，部落之间也会采取交易的方式解决问题，而在部落内部则实行等级配给制。因而，“价值”的大小实际上依赖于权力的大小，价值的定义是由绝对的权力阶级决定的，并真实地表达了“使用价值”这个概念。

随着科技进步和人类社会分工的扩大、城市化进程的加快和生产剩余的出现，“交换价值”的概念开始出现，在这一概念中“交易”体系得到了发展。一项房地产的交易是基于由其他劳动产品体现的该房地产内在或外在的价值，不论该产品是以何种形式出现或存在。

根据希腊历史学家希罗多德的观点，吕底亚人在 18 世纪下半叶引入了“货币”这个概念来替代价值，这一概念的引入将交换从一系列特定的交换物品中解放出来。在货币概念的创造上，根据所交易物品的效用来确定交易双方之间的优劣关系，当时就已经盛行；但是货币的出现为衡量这种关系和交易机制的效率提供了基准。在这种简单的交易世界中，“价值”是买卖双方谈判的产物。交易不再根据某些特殊物品，但是交易的发生仍然需要存在一个意愿买方和意愿卖方。

### （二）中世纪

在物品具有明显的可替代性的“日用品”市场（例如农产品市场）成为竞争性市场之后，即使房地产所有权的交易具有特殊性（土壤肥力、地理优势、水源远近程度不同），在中世纪的房地产交易市场上，市场仍然由买卖双方的谈判决定（到今天仍是如此），这就导致了明显的市场价格差异。这种情况下的“价值”就是价格，或者是由交易中占主导地位的人决

定的某个术语。单个买卖者基于自身过去的经验和流传下来的知识，对所要交易的房地产形成一个大致保留价格，但是根本不存在对该保留价格的正式规定。从这个时期一直到近现代，历史上对某些（特别是重大的）财产权利的要求权和交易权，大部分是由统治阶级或者教会定义的，而且并不被认为是交换经济发展的一部分。

托马斯·阿奎纳在《神学大全》中具体表达了“公平价格”这一概念，并根据社会情况对价值概念进行了表述，这一价值概念一直沿用到今天。

### （三）启蒙运动和古典经济学派

随着现代经济学的发展，一直到文艺复兴和十六世纪到十八世纪的启蒙运动，人们才开始对标准的价值理论有了正式的研究和讨论，而不是简单地认为交易价格是偶然形成的。于是就有了各种思想流派的争论，每一流派都给出了自己对价值的测度方法。与重商主义者的观点相反，重农主义者认为：价值的本质在于生产而非交换。包括亚当·斯密、托马斯·阿奎纳和大卫·李嘉图在内的古典经济学家们为人们理解各种经济力量如何相互作用，从而产生生产、价格和分配奠定了基础。尽管斯密降低了土地这一生产要素在生产中所起的作用（他认为最重要的生产要素是劳动力），但是他也承认，价值作为物品的本质在交换中起着支配性的作用。他同时发展了“使用价值”和“交换价值”这两个概念，它们是房地产评估中的两个基本因素。同时他也认为通过买卖而实现的市场“价格”并不一定等同于市场“价值”，这个市场“价值”被斯密称作“自然价值”。斯密关于价值的观点最初来自于生产成本，因为在生产成本中所有的生产要素都能以市场价格得以补偿。地租在这里被斯密认为是由价格决定的生产成本（为使用土地而支付的价格）。

另一方面，马尔萨斯却推翻了斯密的价值理论，他认为：地租是土地所有者获得的、以价格表现的生产者剩余。这一观点为李嘉图土地剩余价值理论的发展做出了贡献，在李嘉图的土地价值理论中，地租代表的是土地生产物的价格超过所有生产要素成本之上的超额部分（从市场上通过出售获得的价值大于工资、种子、肥料和交通费用）。马尔萨斯和李嘉图关于土地剩余的观点，在冯·杜能将土地剩余用空间优势来说明时，被具体化了（杜能认为：地租起源于土地，由于距离城市市场的远近不同而出现级差性质——译者注），因而开创了空间经济学这一领域和区位理论，并且为这些观念得到更好的应用打下了深远的基础。

“公平价格”这一古老的概念在古典经济学家那里仍然盛行。约翰·司徒亚特·穆勒在他的《政治经济学原理》（1848）中引入了“自然增值”这一术语，因为它指的是由土地所有者本身之外的力量所创造的土地价值增值。穆勒的观点得到了亨利·乔治的支持，在乔治的《进步与贫穷》中，他主张以单一的土地税种代替所有税种，将土地增值的收益归整个社区所有。虽然在很大程度上，这在政治上是不现实的，而且从经济效率和经济增长的角度看也只具有有限的可取性，但是乔治的思想直到今天也贯穿在许多地方的财产税制度中，包括澳大利亚和美国的匹兹堡等城市。设在马萨诸塞州剑桥市的林肯土地政策研究院，就受到了乔治地租哲学很深的影响。

### （四）奥地利学派

如果说古典经济学家们主要关注的是生产，那么包括门格尔、冯·维塞尔和庞巴维克在内的奥地利学派的经济学家们就不仅仅关注生产，同时也把对市场需求以及效用理论的研究放在了同等重要的位置上。奥地利学派对“归因论”的形成以及利率理论和时间偏好理论做出了贡献，归因论认为：整体的价值与部分的价值是等同的（这是对房地产内部的一系列权利进行研究的起点），而利率理论和时间偏好理论构成了收益分析法的基础。

### （五）新古典综合派

最后，在十九世纪末二十世纪初出现了各种理论的大综合，古典学派的供给理论与奥地利学派的需求理论融合在一起，形成了完美的市场均衡理论，被称为新古典主义经济学派。该学派最著名的代表人物就是阿尔弗雷德·马歇尔，他的《经济学原理》（1890）取代了约翰·穆勒的《政治经济学原理》，成为正在兴起的经济学领域的教科书。马歇尔充分发展了供给和需求的相关概念，在供求相互作用下的“马歇尔交点”决定了市场均衡价格。但是，他认为，即使市场运行的推动力量速度不变的情况下，市场均衡价格也不是固定不变的，

而是不断变化的。马歇尔关于市场一般均衡的观点认为，长期中任何要素都是相互影响的。因而“局部均衡”只有在短期或者既定条件下才成立。

#### （六）从价值理论到价值评估实务

上面提到的每个学派的思想都对价值理论的发展做出了贡献，价值理论站在一个独特的角度，从根本上研究了这么一个问题，即：到底是什么最终决定了有限供给的商品的市场价格，其中也包括房地产商品的价格？欧洲一些大学里的政府经济学家们（这批人从今天看已经非常少了）最先讨论了这个问题。他们影响了政治活动，但是却没有对房产以及其他资产的“价值评估”实务产生过影响。大体上讲，在市场领域，那些参加房地产市场交易的市场主体并没有受到这场争论的影响，他们只是感觉到了在政权更迭中市场规则的改变。标准的价值概念通常是由统治阶级和法律确定的，目的是为了定义产权和交易权。在那些交易主体可以进行自由买卖和讨价还价的地方，价值的概念仍然取决于市场交易过程。但是，一直以来，关于价值评估的训练都没有得到普及。

直到十九世纪和二十世纪早期，房地产行业才开始逐步完善其行业制度。行业中的各个部分逐渐成为在运行机制上相互独立的专业领域，但这些领域仍然是一个整体的各个组成部分，它们推动着房地产、交易、金融、税收和管理等领域的发展。与这种专业化发展相对应的是：一些涉及各个专业领域的专业性组织出现了，它们就像各种行业协会一样，制定行业标准、促进行业间的交流、并且培养新人。因而我们看到的就是各种协会的出现，每个协会代表了不同的利益集体，其中包括建筑商协会、开发商协会、土地协会、投资者协会、抵押贷款银行协会、经纪人协会、管理者学会以及评估协会和咨询协会等，后两类协会与我们所要讨论的主题相关。

当然，这种情况在世界各地产生和发展的方式是不同的。英国可能是行业协会发展最早的国家，而且在皇家特许测量员协会（RICS）的庇护下，也是行业协会发展得最好的国家。皇家特许测量员协会成立于 1863 年，最初以测量员团体的形式存在，但是很快就发展和分裂成为一个个专业性的机构，涉及到资产管理、抵押贷款、价值评估和其他相关领域。英国的这种行业结构模式很快扩展到了其它联邦国家和地区，甚至直到今天，在一些原英属殖民地地区和国家还能够看到这种行业结构的影子，比如香港、新加坡、印度、澳大利亚、新西兰和南非等地区和国家。加拿大最早也受到了这种行业结构的影响，但是后来，美国的制度发展模式对它产生了更加深远的影响。

在美国，全美房地产经纪人协会（NAR）的前身为全美房地产交易协会，1908 年成立于芝加哥，它将房地产咨询协会、房地产管理协会以及商业投资房地产协会都吸纳了进来。直到今天，这些协会都还是 NAR 的组成部分，但是那些涉及评估的协会，包括美国房地产评估协会（1932），之后都在 NAR 的发展中脱离出来成为了独立的机构。此外，也形成了其他一些独立的机构，但它们的业务也涉及到房地产评估，而这些组织分布的领域涉及到了农村财产、财产税、保险和租借等领域。随着行业发展的复杂化，行业中领域的分化也越来越细，其中伴随每个专业领域的产生和发展而兴起的行业协会也都制定出了它们自己的一套专业标准和价值标准。

教育和相关培训的同步发展对房地产行业各个领域的发展起了鲜明的作用，它们推动了行业标准的发展、研究的深入和创新以及知识的积累。在开始阶段，这些教育和培训并不那么正规和完善，只是在授课中零星出现，但是后来就逐渐正规化了，其内容涵盖了所有的专业相关知识。促进这些正规教育和培训大众化的一个重要因素就是专业书籍、工作报告和杂志的出版，目的就是为提供了行业的实务标准、价值评估理论和方法论，而这些都将使得专业教育得到更广泛的传播。这些正式的教育可能最早开始于二十世纪初期，不过直到二十世纪三四十年代才真正得到发展。但是，尽管正式的教育成功地评估方法论的应用提供了标准化和正规化的学习，然而也不乏对它们的批评，尤其是理查德·拉特克利夫、阿尔弗雷德·金以及詹姆斯·格雷斯卡普，他们认为：正规的教育过多关注的是数学公式形式和机械的运用——而这些数学公式也常常是不恰当的，而并不关注价值实质和探索实现价值无偏估

计的原理。

### （七）大学中土地经济学的开端

在行业协会专业教育的繁荣发展中，大学扮演着什么样的角色呢？我们看到：大学中关于价值的哲学争论已经进行了一个世纪，但是直到18世纪，尤其是随着亚当·斯密《国富论》的问世，才形成了古典主义经济学派；同时因为“政治经济学”这门本质上是哲学的学科也倾向于解决现实世界的问题，从而发展成为现代的“经济学”。

在19世纪晚期，一批关注和研究土地市场、改良以及自然资源的理论经济学家出现了。从本质上讲，这些经济学家一开始是将“价值评估”理论作为一门应用学科进行研究的，而不是对“价值”进行理论研究。起初在维斯康星大学工作的理查德·埃利，在“土地经济学”中被公认为是现代制度主义之父，因为他认为：土地同时具有私人和社会两种效益，因此就需要广泛的社会参与（通过政府），来实现土地资源的合理定价和分配。埃利在维斯康星大学建立了城市土地经济学研究院，培育了从事这一学科研究的整整一代学生。

另外三个研究早期土地经济学的重要人物为弗雷德里克·巴布科克、欧内斯特·费希尔和阿瑟·默茨克。埃利、巴布科克和费希尔对土地经济学丛书的出版做出了贡献，他们受国家房地产协会的委托对土地经济学以及价值评估理论和实践的主要思想进行传播。在这一系列丛书中，第一本就是费希尔的《房地产原理》（1923），之后又出现了埃利和穆尔豪斯的《土地经济学基础》（1925年）、巴比科克的《房地产估价》（1924年）以及默茨克在1927发表的《房地产估价过程》。在1932年10月，美国房地产评估师协会开始出版《评估杂志》，上面所提到的人都是这一杂志的经常撰稿人。总的来说，这些人所作的先驱性的贡献为房地产评估理论的正式化和合理化奠定了基础。尤其是默茨克，他把价值评估的理论实践与马歇尔的经济学原理和价值理论相结合，对我们今天的房地产评估做出了突出的贡献。他提出的三种价值评估（即正常价值、长期成本和资本收益价值——译者注）在本质上是相同的，并且从在欧文·费希尔（1906）那里作为现在价值收入概念出现的利率原理中提出了今天我们所说的价值评估收益法。

之后，又出现了海德（1936）、阿特金森（1936）和舒姆茨（1941）等学者，他们在文章中详细阐述了在追求最终价值评估中的价值评估技术。舒姆茨构造的模型后来被美国房地产评估师协会收录在首次发表的《房地产评估》（1951年）一书中，该书成为西方房地产界最权威的房地产评估专著。

### （八）二十世纪四十一—六十年代：反思和批判时期

在美国，评估思想和实务成为了一门正式的“学科”，20世纪早期的发展为其奠定了基础，但是战后这个基础开始动摇了。由主要评估机构制定的标准支撑的评估实务开始盲目地依赖机械的公式，而这些机械的公式根本就跟不上土地以及房地产市场变化的情况。结果引发了对过去使用三种评估方法进行价值评估的广泛批评，同时一些新的分析和统计工具开始赤县并得以发展，这些分析和统计工具为经验估计提供了更为规范的理论基础。

瑟斯顿·罗斯就是最先参与这一改革运动的人物之一，早在1925年他就研究了我们现在所知的复合投资法（即：复合投资收益率法），但是直到1937年他的研究在《评估杂志》上才得以发表，这种方法才开始被广泛采用。这一技术方法最初是要作为金融领域的分析方法的，它区分了房地产中的抵押和权益两个部分，但是后来这一概念就被其他人应用到了实物分析和法律分析中。在运用这一方法进行实物分析时，土地及其改良被分别加以对待，而在进行法律分析时，租赁物及其租赁费还有其他所有权的法律分配都是分别进行价值评估的。乔治·施穆茨建议以资本化率代替一个固定的比率，从而成功地将管理、风险和流动性等因素的影响考虑了进来，对这一分离的价值评估方法早期的发展做出了贡献。这些早期的研究为后来在金融著作中被屡屡提到的“加权平均资本成本”（WACC），以及最后用于金融资产定价的“资本资产定价模型”（CAPM）做出了贡献。但是，尽管复合投资法在长时期内一直流行，但是施穆茨的“利率上限”方法后来却遭到了金和巴布科克以及其他长期强烈的批评（尽管到今天，这些人中的大部分都会认为接下来的研究说明了这一方法的正确性）。

这一时期的第二个革新来自于里昂·埃尔伍德的“埃尔伍德表格”，这个表格在一系列暗含的假定下形成了利率上限，这些假定包括既定的权益股收益和抵押条件一定、持有期一定、以及资本增值和贬值速度一定。尽管这一表格假设现金流量在一定时期内是不变的，而资本流量在发生通货膨胀以及一个较长的时间中不可能不发生变化，后来又对这一假设作了调整，假设现金流量是可以累进的，但是由一系列表格构成的埃尔伍德表格成为了估计在一个较长时间内利率上限的标准方法，而且直到今天在某些情形下仍然得以沿用。

对战前价值理论的第三个革新源于 Giuseppe Medici (1953)，他最先提出了“最可能的市场价格”这一概念，从而代替了“最高价格”这一传统的概念。“最可能的市场价格”这个概念在用产权定义市场价值时会被引用。这一概念后来得到了威斯康星大学埃里（后来曾到英国哥伦比亚大学工作）的继承者理查德·拉特克利夫（1965）的补充，并经过詹姆斯·格雷斯卡普（威斯康星大学拉特克利夫的继承者）和康涅狄格大学的威廉·金纳德的扩展，用“最可能的使用”代替了“最高最佳使用”。其他人后来又把这一概念加以扩展变为“最高最佳的交易结构”，后者考虑到了投资结构的所有方面（税收、金融、权益所有权的分配等等）。

这段期间另外一个著名的观点是由一个创业实践者詹姆斯·吉本斯提出的。早在 20 世纪 60 年代初期他就主张：房地产收益和最高利率是与大规模资本市场的收益测量方法直接相关的；同时他也最先认识到与一项房地产价值真正具有相关性的测量方法是税后资本收益法，这一观点直到今天在许多资产评估人员和正统理论家看来仍然十分费解。

上面我们所提到的和没有提到的理论改革，以及对资产评估实务本质的疑问，引发了一系列的评论。保罗·温特就是资产评估实务界一位苛刻的评论家，他认为大部分被应用于价值评估的复杂数学公式都没有经济理论基础，而且由于数据有效性、数据质量以及数据不充分方面存在的问题，制约了人们对未来市场发展方向的正确预测，这也就根本上无益于资产评估实务的发展。

有这样三种观点：第一，三种资产评估方法的评估结果应当一样；第二，分离的资本化率是合理的；第三，评估人员应当使用与边际投资者相同的假设。温特、巴布科克和拉特克利夫对这三种观点进行了强烈的批判。拉特克利夫特别关注了成本法，其中又尤其对成本法中关于折旧。折旧表的基础是会计上的折旧概念，而这些概念是在余额递减法和年度总和法等税收规则的基础上形成的。

威斯康星大学的詹姆斯·格雷斯卡普继承了同在一所大学的理查德·拉特克利夫的观点，认为资产评估职业衰落了。在他的经典案例对 The Appraisal of 25 N. Pinckney (?) 所作的分析中，他指出了存在于资产评估实务中的许多谬误，特别是用于进行比较调整以及平差值估计加权的机械方法。他提出的可选择的调整机制，尽管依然包含了一定程度的特殊步骤，却仍然对这一问题的解决做出了一定贡献。

格雷斯卡普做出的第二个贡献是：他指出，在评估者和委托人之间存在一个固有的利益冲突，这种利益冲突自然地导致评估者基于委托人的偏好进行价值估计，这也就不可避免地出现了估计偏差。他认为大多数的评估实务从业人员实际上并不理解他们所使用的公式，而只是机械的将数字代入以求得评估结果。同时他指出：人们对于最新市场数据的开发和应用缺乏重视，而这一点对于实现价值评估最终结果的准确性有着重要的影响。他认为成本和销售比较分析方法正在进行一些专门的调整，因为折旧和愉悦等比较因素需要有理论支撑。同时他认为调整的结果就是资产评估这一职业的门槛下降，成为类似于熟练工人的行业，而这种情况还会在行业协会和组织的培训和方法论的应用下得以加强。

有意思的是，极端的压力最终证实了拉特克利夫和格雷斯卡普的观点。在这个极端压力下，政府为回应市场方面受到的诟病，在二十世纪六十到八十年代建立了各种专业机构，其中也包括评估业机构。种族过渡地区的资产评估行业建立了第一个专业机构。为联邦住房管理局（FHA）的抵押贷款业务提供服务的资产评估人员自 20 世纪 30 年代开始为那些正在经历或者将要经历这种过渡的街区提供价值折扣优惠。他们相信：事实上这一过程会导致白人业主的紧急抛售、房地产行情暴跌和种族主义衰落。其结果就是整个街区的缩小，因为

这致使用于回购的主要债务资本资源消失了。美国联邦政府对资产评估组织施加了相当大的压力，要求他们修改这种做法，并指出：在多数情况下，支持这些组织相关假设的统计证据十分薄弱或根本不存在。双方最后达成了谅解，并最终使得上述做法有了很大改变，并且带来了经纪人行业以及反歧视章程的变革，从而改变了过渡街区住宅市场的运行机制。

第二个被迫发生改革的是在美国八十年代小金融联合会（S&L）崩溃过程中出现的专业领域。评估人员在评估要被开发的项目时常常会相互勾结，比如通过使用缺乏切实依据或者没有发展前景的交易作为评估比较对象而对出售、占有进行评估。这种行为被认为是在反向激励关系中所固有的，这种关系存在于借贷者之间——他们想得到贷款，就想和评估者之间保持业务关系。政府最终再一次迫使专业评估执业统一准则（USPAP）进行了相当大的改革，以限制投机性和欺骗性评估行为的出现（尽管在消除评估人和其委托人之间的反向激励方面没有采取任何措施）。

### （九）二十世纪70-90年代：与基础学科的再整合

我们所提到的对价值理论及其实践做出许多贡献的理论学家们对评估实务的改革发展也做出了突出贡献。尽管如此，在学术界——特别是在那些被认为是最高研究学府的专业机构，这一领域也开始被认为是过于脱离了其经济学和金融学的学科基础。这种说法有一定的合理性，因为在这些学科中出现了许多研究贡献，例如人们开始仔细和严格地考虑以实物和资本来体现市场特点的制度本身，以及这些学科内在的非完整性和非完美性。这种内在的非完整性和非完美性成为二十世纪七十年代评估领域的主流人物进行批判的基础。在这些研究贡献中包括对所谓的“市场微观结构”做出的一系列重要研究。此外，新的资本市场改革，例如资本证券化和衍生产品，正在降低或者消除过去存在于私人债务和资本资产以及金融市场领域的障碍。

这种情况在二十世纪七十年代得到了很大发展，出现了被称为“房地产经济学家”的“第三代”价值评估研究者，这些“房地产经济学家”接受了城市经济学和金融学的严格训练，并且能够用一种合乎情理的方式处理以前大学里的价值评估研究者们提出的有争议的问题。

有很多的研究既关注正式的统计学方法论，也关注应用于住宅及商业财产价值评估方面的现有统计资料的特点。请看：

- 科尔维尔、艾萨克森、万德尔、高和王、格林以及其他人通过开发出用于选择和确定可比较因素以及确定这两者在销售比较方法中权重的正规的步骤，从而使得格雷斯卡普早期努力的成果变得正规了。

- 在拉特克利夫和其他人早期摧枯拉朽的批判后，也有人试图重新恢复成本法的地位。拉荣格和万德维尔证明：在《房地产评估》一书中的传统评估方法中功能折旧是双倍计算的。

- 克拉普思考了空间自相关的潜在影响，其中来自附近次级市场的溢出效应可能会影响到个人舒适度系数的无偏估计。包括帕塞和基利在内的其他人在克拉普成果的基础上继续进行了研究。

- 哥特纳、吉利贝托、Quigley 和其他人检验了在一段时期内熨平商业和住宅价格指数的效果，这些价格指数是在各种因素的共同作用下形成的，包括集合偏差、选择偏差以及统计异常。

- 科斯和席勒在贝利、Muth 和诺斯研究的基础上，为建立在一个“重复销售”计量经济学评估方法论基础上的各项价格指数的发展提供了选择。

- 泰特曼、Grenadier、卡波扎、奥特、里迪乌、查尔兹和其他人将实物期权理论应用到房地产评估中。他们从理论上和实证上论证了这一应用所带来的影响，即：这种植根于房地产所有权和管理中的期权，不仅可以大大影响企业效益和土地价值，而且还会影响到最高和最佳实用决策的性质以及其他资产管理的决策。

房地产与其他无形价值组成了部分的分配。行业界和学术界内部对于企业价值（BEV）和房地产价值之间在价值评估中——尤其是在财产税评估中，如何得到合理的分配的进行了激烈的争论。其中，金纳德和费雪认为：无形却又确实存在的的企业价值，不仅仅存在于旅馆价值评估中，而且也存在于超市和其他管理密集型企业组织中。另一方面，万德尔、肯尼、

Karvel 和其他人则认为：在那些提供非不动产服务和回报极为正常的金融衍生产品中，企业价值的作用十分有限。

这次争论在经济学、金融学、法学以及会计学等各个领域的著作中引起了广泛的关注。这次争论扩展到了远至澳大利亚的世界各地，在资产评估发展史中起着重要的作用。

## 二、价值理论的近代趋势

到了 20 世纪 90 年代，我们继续来看当代这段时期的房地产经济学家，看看他们对价值评估理论与实务的发展做出了哪些进一步的贡献。

• **房地产非流动性的评估** 一系列的研究论文[费雪、Gatzlaff、哥特纳和哈林(Haurin)、格茨曼(Goetzmann)以及彭；林和万德尔；邦德(Bond)、黄(Hwang)、林(Lin)、万德尔]在把房地产与股票和债券这样的完全流动性资产进行对比的基础上，考察了在价值评估中由于缺乏对房地产非流动性合理的考虑所造成的固有偏差。在个人房地产的销售中妥善评估非流动性，将解决机构投资者在混合资产组合中合理地确定房地产比例时长期存在的一个重要问题。

• **“第四种”价值评估方法** 传统的“三种价值评估方法”的补充和发展受到了人们广泛的关注。赖、万德尔和王提出了“复制法”来替代销售比较法或多元回归方法，在这一方法中，不是对求得比较因素的相关性而进行的函数形式和调解因数的估计，从而复合价值评估中潜在的错误，而是人们可以很容易的获取销售评估本身的最佳权重，从而在一定的情况下得出更加准确的价值估计。

• **公共市场和投资组合市场中的价值评估** 鉴于在资产方面，世界各地出现了作为大规模资产投资组合拥有者出现的房地产投资信托公司和其他公共公司，在债务方面，出现了为住房和商业抵押贷款提供强大后盾的证券市场，人们开始从普通资本市场和投资组合市场的角度关注进行房地产评估方法的合理性。资本市场的这次革命在催生出了与房地产密切相关的新的衍生债务和权益产品的同时，也推动了一个新行业的产生。在这些新的衍生产品的价值评估中，必须考虑到每个产品本身的特点及其市场情况。这里我们简要地看一下资本市场研究的更广泛的领域。在房地产投资信托公司的价值评估及其本身资产的权益评估方面做出了贡献的房地产研究者包括 Capozza, Shilling, Gyourko, Corgel, Sirmans, Mei, Knight 等等。另一方面，在债务价值评估中，那些对证券及其衍生品支持的抵押贷款的价值评估做出贡献的人包括 Riddiough, Ott, Childs, Titman and Torous, Ciochetti, Vandell, a 和 Kau 等等。

• **资本市场改革深化过程中的价值构成** 最后我们意识到，资本市场中与不动产紧密相关的衍生产品的出现，迫切需要有新的方法对他们进行价值评估。例如，科斯和席勒通过在芝加哥商业交易所引入住房价格期货合同，从而进一步完善了住宅交易市场，它使得人们能够采取措施对冲单个市场（最初是十个地铁区域）未来的低迷情况。这类合同的有效利用将对定价产生深远的影响，因为包括有效的对冲合同在内的“最高和最好的资本结构”将成为最高和最好的利用和价值的决定因素之一。随着公共资本市场对私人资本市场支配性的日益加强——或者至少为私人资本市场提供了一个平衡和参照点，更多房地产方面传统的债务和权益资本资源、定价水平及其动态，将会更加密切地反映出更广阔的资本市场的情况。

## 三、结语：资产评估学科的未来

在最近 30 年左右的时间中，没有什么比全面开花的房地产评估理论和实务研究更加抢眼了。这一研究的繁荣在一定程度上得益于“火箭科学家们”——沉迷于神奇的随机分析数学和衍生品定价研究中金融经济学家们。对房地产评估理论和实务的这一广泛研究，为其未来的发展奠定了坚实的基础，它使得与其他经济产品和金融资产相比，房地产价值评估不再是一个不受关注的学科，而是成为了广受关注的领域。因而，无论是在债务市场还是在权益资本市场上，无论是单个资产还是组合资产，在国内还是在国际，房地产评估都拥有了具有价格竞争力的大量资本资源，以及更为有效的交易程序，并且跨越了不同的资产类别。但这

并不是说价值评估实务的未来以及我们做好价值评估工作的能力就都没有问题了。需要注意的有以下三个方面：

**(一) 房地产是“不动的”。**尽管上面提到的“火箭经济学家”们沉浸在与房地产安全利益定价相关的复杂的数学之中，但是却常常无视这一个事实，即：在单个市场中，在所有这些随机现金流量下，都隐藏着对于房地产来讲真实存在的风险。今天有许多的对冲基金、不动产投资信托公司和投资组合都在寻求获得“B-pieces”（资产抵押贷款的证券化问题中较低或未征税部分）和管理商业或次级抵押贷款的投资组合，这些组织以国债的历史最低价位获得了它们所拥有的资产，而没有经历过在大面积市场低迷下的“压力测试”。

**(二) 评估员稀缺。**在这种情况下，同样稀缺的专业评估机构并没有跟上不断变化的市场和技术的步伐，而正面临着衰退甚至是消失的威胁。理论和市场本身脱离了实际。我们看一下十九世纪的情况，在那个时候，大学中的理论家以及华尔街和主要街道上不断变化的市场庄家在价值评估方面的能力已经远远超过了房地产行业专业人员的水平。大体上讲，对于世界各地许多的评估员和估价员来讲，我上面提到的大部分影响到价值评估的方法论和因素还没有被应用和考虑进评估报告。在所有的评估报告（至少百分之九十九的评估报告）中，今天所采用的方法与30年前相比没有任何变化。行业的这种状况所造成的后果很多：在住房抵押贷款市场，“政府发起企业”（如“房地美”和“房利美”）所采用的，比如用电脑进行精确的资产评估之类复杂的统计学的保险工具，已经显著地改变了住房价值评估的需求和价格。现在，复杂的评估专家见证和对大型资产、资产组合以及专项房地产利益的评估，往往不是由传统的评估员进行。相反，一批掌握数学知识和构造资产所有权的新方式的房地产经济学家或金融经济学家开始步入人们的视野。在税收评估中，随着人们开始习惯于用最先进的软硬件和统计工具以一个更加及时、准确和低成本的方式进行评估，那些坚持以传统的“重新估价”方式对个人资产进行税收评估的专业人员发现：他们正在渐渐的失去市场。

**(三) “黑匣子”和“无用输入得到无用输出”的危险。**评估行业也仍然迷恋于高科技工具，无论是硬件还是软件；而对这些所使用的工具并没有充分的理解，同时也没有认识到在不完整和不准确的数据面前，即使是最精确的统计软件也是没有任何意义的（即所谓“无用输入得到无用输出”）。要克服这种不足，需要获得数据库并对它进行维护，而我们对这方面的投入远远不够。一方面，这是由于行业不愿意分享这些数据；另一方面，是因为短期成本投入过高以及后期的数据采集系统维护。但是，随着时间的推移，如果像地理信息系统、实时数据输入系统这些工具和内容丰富的司法数据库管理工具能够逐渐地大量投入使用，这些短期的市场摩擦将会被克服。最精密的“B-piece”的买家已经使用了这些资料，这些买家的生存依赖于他们比下一代资产绩效评估师具有更强的竞争力。

鉴于上面我们所列举的注意事项中存在的隔阂和问题，人们不禁要问：

### **“为什么我们不能进行沟通？”**

不言自明，我们需要加强评估业从业人员、房地产学术界和“火箭科学家”之间的沟通，从而促进理论和实践的重新结合。在理查德·拉特克利夫等人的推动下，1983年在威斯康星大学召开了一次“评估理论和实践讨论会”，目的就是为了加强这种沟通。今天我们需要再次召开这样的会议，而且所进行的将不仅仅是沟通和对话，还有后续的努力，直接的目的就是为缩小已知的隔阂而提供有效的方法。

需要进行沟通的问题包括价值评估理论及其应用的“整体化”。我们早就提到过在十九世纪随着社会和经济制度的复杂化，出现了许多有关房地产价值的概念。每一概念都有一项价值评估技术与之相联，每项技术都是对应于其他技术产生却又独立于其他技术的，尽管在假定条件下，使用“三种方法”进行市场价值评估被认为在理论上会得出相同的结果，但是在实践中结果往往是不等的，而且在应用三种方法时所做出的假设往往是臆断的，这仅仅使得价值评估变得具有可比性。在现实中，可保价值、应税价值、可借贷价值、投资价值、使用价值、市场价值等等这些概念，都是在一个不受约束的一般性的价值概念下的“专用概念”，这个一般性的价值概念包含了参与市场出租的所有一系列的产权。如果出租方、政府监管机构或者法院对这个一般性的价值概念做出限制，那么我们的专用概念也会相应的改变。



第二个有待解决的问题应该是有关未开发和已开发土地价值的问题。现在的典型做法是对可供比较的未开发土地的销售进行适当的调整，来为评估已开发土地提供参照。事实上，实物期权理论告诉我们：按最高和最佳用途开发的土地应当会有价值增值，这个价值增值就是开发商/所有者所承担风险的资本化，因为开发商/所有者在决定开发的时机、用途、密度和出租时承担了风险。这个价值增值的大小体现了企业在交易中实现的利润。人们通常忽视了这一增量价值元素，或者将它归咎于无形的企业价值。

第三个问题已经存在了很多年，尽管 50 年前吉本斯就对它进行了倡导，但是从来没有成为普遍使用的评估方法。这就需要从理论上将税后股权现金流量看作是衡量能够给投资者提供多少利润量的最佳标准，从而也是价值评估的基础。在税收和融资为“一般”水平的假定下，我们所普遍使用的方法论忽略了税收，常常连融资也忽略了。事实上，当可能存在替代税和融资结构，并且在确定一项最高和最佳用途和“交易结构”时必须对它们进行慎重考虑时，有许多分配是可以决定的。其中一个例子就是美国的低收入住房返税政策。恰当地处理好这些税收优惠，不管是房地产还是非房地产都会受益。日益增加的房地产跨境投资创造了无数可能的融资和税收安排，这一情况可能影响到最高和最佳使用、交易结构并产生价值，当我们考虑到这一点时，这个问题变得异常重要了。

第四，我希望看到一个自己多年来最感兴趣的话题得以解决，如果这一情况出现，我会称之为成本法的“康复”。在美国，多年以来人们已经不再使用这一方法。造成这种现象的基本原因有二：第一，折旧理论仍然十分专业（就像拉特克利夫在 20 世纪 60 年代所说的那样），即使这一理论能够正确地发展，也很难被大部分专业评估师理解。因此它导致了专业的再生产成本的调整。第二，这一点已经暗含在上文的叙述中了，那就是：评估人员对当前使用中或最高最佳使用中未开发和已开发土地的价值评估最恰当的方法知之甚少。这导致了对土地价值的低估，从而导致了往往过低以至于与其他方法不具有相关性的折旧调整。另一方面，在美国以外的世界大部分地区——特别是亚洲、拉丁美洲和非洲这些与美国情况相反的地区，由于在价值评估实务中难以获得有效的数据，而且缺乏成本管理和成本核算，成本法作为主要的价值评估手段，其主导地位一直摇摆不定。因此，尤其在那些地区，需要对成本法有一个正确的认识和使用。

最后，我呼吁对“到底什么是房地产？”这一基本问题进行一次不带偏见的、有广泛基础的对话。这个问题尽管看似陈词滥调，但是事实上至今还没有人对它做出过严格的回答，就比如最近全球关于什么是公司企业价值（BEV）的争论也证实了这一情况。要对价值进行评估，我们首先要确切地知道我们应该评估的是什么。对这一问题的回答不同，那么对房地产交易的所有参与方——买家、卖家、出租方、经纪人、税务机关和价值评估员本身的影响就不同，因此他们自然会根据自身的利益对这一问题做出回答。这就是为什么行业利益渗透到了关于什么是公司企业价值争论中的原因，尽管这一情况的出现是非常不幸的。为了维护自己的利益，他们不仅仅运用法律手段，甚至使用金钱和其他途径，来影响学术著作中对该问题的回答。这就是为什么有必要建立将房地产同其他事物相分离的标准。在建立的标准中，为了将判断中的主观因素最小化，不确定性较强的无形利益必须尽量明确、完整和直观，同时这些标准的合理性也需要得到广泛的承认。

在上面对历史发展进行回顾的基础上，现在我们可以简要地陈述一下我们对于评估理论和实务的发展以及二者的结合程度的研究结果。

首先，显而易见，从此项研究的萌芽期到现在，评估理论和实务都有了非常大的变化，特别是在最近 30 年左右的时间里。此外，在二十世纪三十年代到六十年代初这段时期中，随着与当时的理论结构相一致的新的评估工具的引入，评估实务与评估理论似乎结合得更加紧密了。但是，近年来，特别是随着更为综合和更加完善的房地产资本市场的发展以及机构和国际房地产投资的增加，房地产市场的基本性质已经发生了变化，随之而来的是应对这些市场变化的需要。而工具的使用——包括显著提高的计算和数据处理能力、实物期权理论以及改进的统计估算方法，都使得我们能够应对这些变化。面临的挑战就是：评估专业人员必须熟练地掌握这些工具的使用，以确保在未来的世纪中他们仍然是房地产市场一个不可或缺

的重要组成部分。

译者单位：河北农业大学经济贸易学院  
邮政编码：071000

---

**注释：**

1. 这部分的历史回顾参考了许多资料来源，其中需要特别感谢的是：阿隆索(Alonso)(1964)，金(Ring)和柏金(Boykin)(1986)尤其是第二章“价值思想的历史和重要性”第14-35页，美国房地产评估师协会(1987, 1992, 2001)，王(Wang)、瓦尔顿(Wolverton)(2002)和舒文(Sirmans)、Worzala(2003)(尤其是 Jaffe 和 Lusht(2003)的文章 article)。

2. 参见 Galbraith(1975)。尽管来自印度史诗的资料显示早在好几个世纪之前，印度人对这个概念已经非常熟悉了。

3. 早在 1883 年，就特许成立了新西兰测量师学会。