

# 房地产评估之假设开发法运用探讨

王珍莲(副教授)

(广西财经学院 南宁 530003)

**【摘要】** 本文从房地产评估假设开发法的两种应用模式入手,通过对假设开发法与会计学、工程经济学中的利润计算方法、资金等值换算、现金流量分析法的对比分析,对相关问题进行探讨。

**【关键词】** 假设开发法 投资利息 利润 现金流量 资金等值换算

假设开发法又称剩余法,是预测估价对象开发完成后房地产价值和后续开发建设完成该房地产的必要支出和应得的利润,然后将估价对象预期的房地产价值减去后续开发建设正常投入成本、正常税费及应得利润来求取估价对象价值的方法。其估价思路通常是模拟一个典型房地产开发商拿地时,在公平的竞争环境下,如何得出其愿意支付的最高土地价格。根据房地产估价师执业资格考试用书介绍,假设开发法分为两种模式,一种是现金流量折现法,另一种是计息法。为了在实际应用中,能够更准确地评估出估价对象的价格,笔者认为有必要对这两种方法的理论及运用做进一步的探讨。

## 一、关于将投资利息作为机会成本的理解问题

为了体现假设开发法是成本法的倒算法,传统计息法的计算公式保留了成本法中所有成本费用科目,其一般的待开发房地产价值的计算公式为:待开发土地价值=开发完成后房地产价值-整个开发项目的开发成本-管理费用-投资利息-销售费用-销售税费-购买待开发房地产应负担的税费-开发商的合理利润。

对于将投资利息作为一项成本费用来考虑,房地产估价师执业资格考试用书的解释是:投资利息有别于投资估算中的财务费用,其并不是指由于贷款而产生的财务费用,而是基于机会成本的考虑。对于机会成本,《工程经济学》的解释是:机会成本是由于资源的稀缺性,资源一旦用于某种用途,就失去了其他被使用而创造价值的机会,在所有这些其他可能被利用的机会中,把能获取最大价值作为项目方案使用这种资源的成本,称为机会成本。因此机会成本更多用于方案比选,在进行投资决策时,应选择机会成本最小的方案。但是在计算单方案的经济效果时,把机会成本考虑进去的做法让人费解。一般认为:会计利润=总收入-总成本费用,而“经济利润=总收入-总成本费用-机会成本”。

在现实的投资领域,开发商的利润应当用会计利润而不是用经济利润去衡量。基于机会成本考虑后的经济利润更适用于选择投资机会时采用。也有不少业内人士这样解释估价时房地产开发成本中为什么应当包含“投资利息”:由于取得开发土地到开发建设完成需要很长一段时间,因此无论是自有资金还是贷款都应计算利息。如果是基于这样一种理解,那么计算投资利息就是考虑了资金时间价值。把各种成本费用按投入的时间点与开发期末(销售型项目)的时间间隔来确定计息期,本质上就是对流入流出的资金进行等值换算,求取其终值然后再相加减。

## 二、传统估价方法与现金流量折现法的主要区别

房地产估价师执业资格考试用书及许多相关教材在介绍传统方法与现金流量折现法的区别时均认为:“对开发完成后房地产价值和后续成本、管理费用、销售费用、销售税费等的测算,在传统方法中主要是根据估价时点的金额。而现金流量折现法中,是模拟房地产开发过程,预测它们未来发生的时间以及在未来发生时的金额,即要进行现金流量预测。”这也是一种很奇怪的说法。单纯就开发完成后的房地产价值而言,假设开发法当然是开发以后能实现的价值减去相应的成本费用;因此开发完成后的房地产能实现价值是多少,应当根据能销售时的市场行情来进行预测,而不是根据估价时点的市场行情来直接确定;也就是说在采用市场比较法预测开发完成后房地产价值时,应考虑类似房地产市场价格的变化趋势。考试用书在此处的说法是前后矛盾的。

考试用书还提及:“现金流量折现法需要预测各项成本费用及收入发生的时间及金额,而传统方法不需要预测它们发生的时间点,只需要预测数额。”既然传统方法需要计算投资利息,投资利息的大小又与计算周期有关系,不预测资金发生的时间点,那么如何知道按多长周期

来计算利息呢?笔者认为,房地产估价师执业资格考试用书中的以上观点会误导实务操作。

### 三、假设开发法如何与现行项目经济评价方法(投资估算)接轨

1. 明确到底是采用现金流量折现法还是会计利润法。现在使用的考试用书上介绍的计息法到底是现金流量折现法还是传统计息法呢?从估价师协会现在使用的理论计算公式来看,两种都不是。如果是现金流量分析法,则其存在非现金流科目“利润”;如果是传统计息法,其又存在与现行会计制度不相符的科目“投资利息”。

在实际应用中,同一项目,同样的现金流量,采用传统计息方法与采用现金流量折现法得出的结论总是不一致,很多教科书认为:传统方法没有考虑资金时间价值,比较粗略,因此结论存在差异。但是根据资金等值换算的原理,如果仅仅是等价点选择不同,那么结论应该一致。在《工程经济学》中,评估投资项目可以采取净现值的方法,也可以采用净终值的方法,两者的结论是一致的。以项目起始点(拿地)作为等价点,对项目计算期内所有的现金流入和现金流出进行贴现换算以后相加减的方法,就是求净现值的方法,即现金流量折现法。如果以项目开发经营期结束的时间点为等价点,对所有现金流量进行等值换算相加减的方法,就是求净终值的方法,即计息法。房地产估价中之所以传统计息法与现金流量折现法估算结果存在差异,原因在于“利润”科目的存在,用两种方法计算时采用了不同的利率(贴现率),从理论上讲,也可以找到使得两者相等的换算利率,但是在实际操作中很难找到这个换算利率。

如果采用的是会计利润法,则不应该存在虚拟科目“投资利息”。房地产的重置成本估算应当遵循估价时点的国家财税制度和市场价格体系,但是作为机会成本的投资利息并不是实际支出,在财税制度上不允许作为成本费用进行扣除。正如前文所述,假设开发法把估价对象价格的形成过程当成一项投资活动来看待,这项投资活动的经济效果测算应该遵循现行的财税制度,这样测算的结果才是符合实际的。另行采用一套计算利润的方法也可以,但是这无疑会增加估价师的工作量。比如在估价当中,无论采用成本法还是假设开发法中的传统方法,均需要有当地同类型项目的利润率指标,如销售利润率、成本利润率或者投资利润率之类的,但是因为估价中的利润计算与实际会计利润计算方法不同,估价师除了找到类似项目各项建设投资数额资料外,还得根据公式中的投资利息计算方法把投资利息总额计算出来,最终计算出相应的开发利润数额及相应的利润率。

实际房地产开发成本中,财务费用(贷款利息)是存在的,在会计利润法中可以作为成本费用扣除,但是估价

时贷款利息是多少却难以据实估算。

2. 开发期间费用处理及利息计算方法的衔接。估价结果与投资分析结果的差别还在于考虑资金时间价值时,对于非计息期末发生费用的处理方法上,项目经济评价中或者财务分析中,为了简化运算,而对于计算期内发生投资通常按期初发生处理,而经营期内的成本、费用通常按期末发生来处理,后者也称期末惯例法。但是在估价理论方法中,开发成本、管理费用通常假定其在投入期内均匀发生,计算时一律按期中合并发生处理。这样计算出的结果肯定会存在差异。

利息计算方法上,估价采用的处理方法是将成本投入按年中支付考虑,计息期按支出年限的1/2计算,实质是按连续复利处理半年的贷款利息。目前造价估算、投资咨询等计算建设期利息同样将成本按年中支付考虑,但处理为计息期利率的1/2实质上是按单利计算了半年的贷款利息。计算公式为:

$$\text{建设期利息} = \sum [(\text{上一年年末借款本金累计} + \text{本年借款额}/2) \times \text{年利率}]$$

比如第一年投资500万元,利率为10%,那么估算上的计算方法是: $500 \times (1+10\%)^{0.5} - 1$ ,而投资估算采用的计算方法是: $500 \times 10\%/2$ ,两者方法不一致,建议房地产估价师协会对考试用书相关内容进行修改,与当前银行的计息方法统一。

3. 应按开发商融资前分析的方法进行项目评估。在项目经济评价中,现金流量分析分为融资前的分析与融资后的分析,融资前的财务状况通过项目投资现金流量表反映,融资后的经济效果通过资本金现金流量表反映。融资前分析是假定全部投资均来自于自有资金,不存在贷款利息及其他财务费用。因此利息不会出现融资前的现金流当中,但是作为融资后分析的资本金现金流量表则存在利息支出科目。在进行多方案比选时,项目投资现金流量表的指标是各方案比较选择的基础。同样在估价中,当需要评估开发商所能承受的购地价格时,也应当按融资前的情况进行分析,因为房地产估价通常所评估的是估价对象的市场价值而非投资价值,市场价值由社会平均收益水平来决定,而投资价值由投资者对自有资金的期望的收益水平决定,融资后的分析反映的正是一定融资方案下自有资金的收益水平情况。

【注】本文研究受广西高校优势特色重点学科管理科学与工程项目资助。

#### 主要参考文献

1. 唐莹.假设开发法在地产评估实务中的应用.财会月刊,2011;28
2. 中国房地产估价师与房地产经纪人学会.房地产估价理论与方法(第四版).北京:中国建筑工业出版社,2009