

空间市场视角下商业房地产研究回顾

陆伟, 聂冲, 贾生华

(浙江大学 房地产研究中心, 杭州 310027)

摘要: 本文基于空间市场的视角, 对商业房地产空间市场的分析和预测、商业空间的多样化, 以及与商业空间租赁相关的租金、租赁行为、租约及空间的租买选择等方面的研究进行了系统综述。

关键词: 商业房地产; 空间市场; 租金

中图分类号: F293.3 文献标识码: A 文章编号: 1002-980X(2009)10-0093-05

Lizieri 和 Ward 认为商业房地产是指属于一方(机构投资者、专业的资产公司或个人)并且出租给另一方的土地和建筑物, 包括出租给公司的写字楼、零售和工业房地产, 出租给个人的公寓和住宅^[1]。商业房地产的经济学研究中存在着两个主要的分支: 城市经济学和金融经济学。其中, 城市经济学主要是从空间市场的视角出发, 关注对房地产相关的空间和社会现象的理解^[2]。

空间市场(space market)是指使用房地产(土地或建筑空间)的市场^[2]。这类市场也经常被称为房地产使用市场(usage market)或租用市场(rental market), 其需求方可以是使用空间用于消费或生产目的的个人、家庭或公司, 而供给方则是出租空间给租户的资产所有者, 如图 1 所示。每一特定时期使用空间的价格称为租金。因此, 出租的价格(由空间市场的供给和需求决定)为建筑空间的近期价值和空间供求的近期平衡提供了一个信号。如果使用需求出现增长, 空间供给保持不变, 那么租金趋于上升; 否则相反。另外, 空间需求者往往也需要在租赁还是占有一项商业房地产(即是否拥有其所有权)中进行选择。

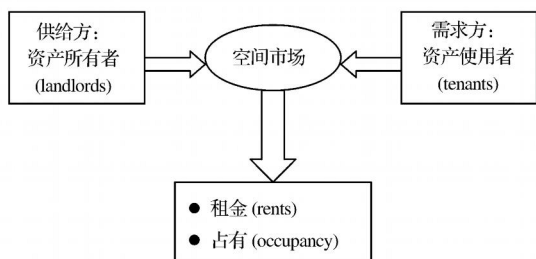


图 1 商业房地产空间市场的构成图^[2]

1 商业空间的市场分析和预测

1.1 商业空间的数量和选址

1.1.1 商业空间的数量

单一商业资产的市场价值通常可以通过观察市场的交易数据而获得。但是, 商业空间的市场价值总额往往无法获知, 地理位置的分割使得房地产市场难以在国家层面进行加总。20 世纪 90 年代, Mile 回顾了美国商业房地产价值的各种各样的研究, 发现估计值的范围从最低的 8000 亿美元到最高的 50000 亿美元不等。这些估计值从各种数据来源中获得, 包括经济分析署(The Bureau of Economic Analysis)和 Associates 等机构^[3]的统计数据。可见, 商业房地产市场由于地理上的细分、数据的难以获得以及来源的不同, 因此在国家水平进行加总变得非常的困难。

1.1.2 商业空间的选址

零售空间选址最早的理论可以追溯到 20 世纪 30 年代德国地理学家 Christaller 和德国经济学家 Losch 提出了中心地理论(center place theory, CPT)模型 TP, 即在单目的购物(single-purpose shopping)时, 消费者往往会选择去距离最近的购物中心购买。尽管这得到了一些经验性的支持, 但是这一理论“单目的购物”的假设还是受到了其他学者的广泛批评^[4]。直到 20 世纪 80 年代 Hanson^[5]和 O'Kelly^[6]发现, 购物中心内的消费者往往具有多目的购物(multipurpose shopping)的倾向, 他们更愿意去相对更远但产品更丰富的购物中心消费。Hanson 和 O'Kelly 通过研究实现了中心地理论的拓展。此外, Eaton 和 Lipsey^[7]认为多目

收稿日期: 2009-09-09

作者简介: 陆伟(1978—), 男, 安徽淮南人, 浙江大学房地产研究中心博士生, 研究方向: 房地产经济; 聂冲(1980—), 男, 江西丰城人, 浙江大学房地产研究中心博士后, 研究方向: 房地产投资、城市经济学; 贾生华(1962—), 男, 陕西延长人, 浙江大学社会科学学部副主任, 浙江大学房地产研究中心主任、教授, 博士生导师, 研究方向: 房地产投资、土地经济。

的购物行程可以降低消费者购物的直接交通成本和购物时间成本。Ghosh 和 McLatterty^[8]指出贮存成本的高低在消费者是否决定多目标购物的决策中起着重要作用。Eppli 和 Shilling^[9]使用 Lakshmanan 和 Hansen 在 1965 年提出的零售引力模型,其结论指出,店铺选址(如到购物中心的距离)对购物中心销售额的影响较小。可见,店铺的选址仅是消费者进行购物选择的重要影响因素之一,消费者最终的决策是多个因素(如更多商品的比较及更低的找寻成本等)共同作用的结果。

关于写字楼选址的文献很少,Dobson 和 Goddard^[10]认为,那些对办公地点相对不敏感的公司可能更偏好于租赁低租金的写字楼,而不论其位置等其他不利条件如何。在选址上,研究多集中于零售方面,一个可能的解释就是零售店铺对经营区位的要求更为重要。

1.2 商业空间的供求分析

1.2.1 商业空间的市场预测

国外学者采用诸多方法对商业房地产的空间进行了预测,结果都不是很理想。因为预测的准确性不仅依赖于变量的选择,更加依赖于数据的可靠性。经济增长模型(economic growth model)是商业房地产空间预测中较为常用的方法,但 1991 年 Malizia 在大都市区的商业空间需求预测中指出经济增长模型仅仅适用于短期预测。长期来看,经济发展因素(economic development factor)似乎更大地决定了大都市区的竞争力。Ball 和 Grilli^[11]采用商业产量(output)的时间序列数据,指出国民收入、资产价值和建筑成本的重要变化决定商业产量改变。然而,某些技术及理论上的原因导致其模型的预测能力十分贫乏。正如 Ball 和 Tsolacos 所指出的,建模时面临着大量的问题:数据的精确性、重大项目的影 响、信息的缺失、未被纪录的产量增加以及导致序列相关的评估等。但是,这其中最为重要的仍然是数据精确性的问题^[12]。

1.2.2 商业空间的供求调整

商业房地产空间的供给和需求并不总是均衡的,而是一个动态调整的过程。此过程中,商业房地产的价格或租金缓慢地向着均衡移动。1999 年, Lentz 和 Tse 发展了产品市场(需求方)和空间市场(供给方)相联结的一个简单的理论模型,用于解释商业房地产的空间供给方的最优供给决策以及对产品市场需求作出反应。然而,商业资产空间的数量调整表现为一个相对长的滞后时期^[13]。而且,不同类型的商业房地产其调整时期也不尽相同。例如 Eppli 和 Shilling 的研究表明美国的写字楼和工业

房地产(用于出租)市场,其调整期范围在 1~2 年,对于美国的零售资产市场,调整期则更长^[13]。

2 商业空间的多样化

2.1 基于地理和资产维度的商业空间多样化

商业房地产空间市场是高度细分的,其细分为两个主要维度:地理位置(geographic location)和资产类型(property type)。其中,地理位置可以是不同的国家、一个国家内的不同城市或单个城市的不同区域;资产的类型则是指写字楼、零售、仓库以及公寓等。

2.1.1 商业空间的地理模式的确存在

就空间维度而言,大量研究集中在采用适当的地区分类上,而且大量的文献验证了商业空间地理模式的存在。Hartzell 等分析了美国 1973—1983 年的评估数据,发现在 4 个地理区域(east、mid-west、west 和 south)之间存在着低相关。相似的,1987 年 Grissom 等在上述区域使用了套利定价理论(arbitrage pricing theory,APT)证明了地区性市场的存在。1993 年,Mueller 基于 316 个大都市统计区(MSAs)的标准产业分类规范比较了美国标准的 4 区域的划分,Hartzell 等的 8 区域结构以及 Malizia 和 Simons 的 9 区域分类^[14]。在欧洲,Hartzell 等根据就业对欧洲社区进行了分类,发现经济上的区域并不是相邻的^[15]。

2.1.2 资产类型是比地理区位更为重要的维度

在不断增加的房地产投资组合多样化战略的文献中,研究的一个重要的内容就是对于识别什么是多样化的最优维度(就地理和资产的类别而言)进行探索。而且,似乎较多地文献指出:资产类型是比地理区位(geographic location)更为重要的维度^[16]。

Cullen^[17]的研究发现,在美国工业资产在地理上是相对类似的,且零售资产的划分更多的是依据所有权和租赁条款而不是地点或功能。仅写字楼市场表现出明显的地理细分,且伦敦的写字楼市场(相对于其他写字楼市场)是分离的。Heosli 等^[16]的研究结果指出,在决定不同的市场行为时,资产类型是最为重要的维度。零售及工业市场相互聚集在一起。伦敦写字楼市场是分离的,然而在非伦敦区域的写字楼和工业市场之间存在着类似的地方。地理模式上清晰地显示出一个伦敦、南部圈和更外围市场的三级区域架构。但是,Hendershott 等^[18]与以前的研究不同,在经济低增长和高增长的地区他们并没有发现一个明显的南北划分。相似的是,他们在写字楼市场上都发现了一个伦敦效应(London effect):在伦敦,写字楼的价格(租金)和收入需求弹

性相对小得多。此外,不同资产类型的商业房地产在地理区位上的表现也不同。

2.2 商业空间多样化带来的通胀规避

投资者对商业空间进行多样化的投资,除了获得高额的投资回报之外,更重要的在于通胀(风险)的规避上。Wurtzebach 等^[19]检验商业房地产绩效与通胀之间的关系,指出房地产能够提供一个通胀规避(inflation hedge)。并进一步发现写字楼和工业资产之间,风险规避的效率有着显著的差异。Barber 等^[20]同时使用了多元不可观测成分模型和结构向量自回归(SVAR),发现商业资产能够带来一个通胀的规避,但仅仅是一个很弱的规避。并且不同资产在规避能力上存在差异,工业资产最优而写字楼最差。可见,不同商业资产类型通胀规避的能力有所不同。

3 商业空间的租赁

3.1 商业空间的租赁价格

通过商业空间的租赁,商业资产所有者可以获得一定的租金。但是,不同类型的商业房地产其影响租金的主要因素也有所不同。

3.1.1 写字楼租金

研究表明,在不同时期不同地区之间的写字楼租金率存在着显著的不同。写字楼租金指数的经济计量的主流方法还是特征价格模型,或称为特征回归等式(hedonic regression equation)。Mills^[21]在采用特征回归等式分析1990年Chicago大都市地区写字楼的要价租金(asking rent)时,指出询问租金依赖于建筑特征及与建筑物位置相关的设定,包括建筑年龄、大小、停车位、商店、宾馆、银行、交通等。Dunse 和 Jones^[22]、Gunnellin 和 Söderberg^[23]为写字楼的特征价格模型提供了一个综述。另外, Sivanides^[24]通过可供选择的租金调整模型的研究,指出应当考虑不同地区写字楼空间市场的交互影响。并认为,就业增长率、空置率的变化,吸收率及完工率对租金有显著的影响。

3.1.2 零售租金

大量的实证研究证明:在商业空间租赁中存在着价格歧视^[25-26]。研究认为由于购物中心的主力店具有非常强的外部性,能够为购物中心吸引顾客,而非主力店享受到了主力店的外部性所带来的好处,因此理应支付额外的租金或费用,这也是为什么非主力店支付的租金通常更高的原因所在。而且,店铺租金与其零售额之间存在一个显著的相关关系,零售租户愿意使用基本租金(base rent)加上零售额的一定百分比作为租金支付(即百分比租金, per-

centage rent)^[26-27]。这是因为零售总额既包含这一零售店铺本身所能获得的销售额,也包含其他店铺产生外部性所能获得的销售额^[28]。而基本租金加上零售额中一定百分比的租金形式,能够将这些店铺所获的外部性进行内在化或量化^[26]。

类似于写字楼的特征价格模型,过去的研究强调零售建筑的物理属性(如购物中心的位置、可出租的区域、建筑年龄和设计等)对于零售租金水平的显著影响^[4,29]。然而,近来研究(如 Eppli 和 Shilling^[9]、Hardin 和 Car^[30]等)又转向强调非空间(或无形)的因素对于零售购物的影响,尤其是零售形象(retail image)和零售组合(retail mix),显著地影响着店铺的光顾人数,影响到这些店铺的租金支付能力。

3.2 商业空间的租赁行为

商业空间的租赁行为本身就存在着委托代理关系。已知租户存在着为了他们自身的利益而滥用资产的倾向,这就必然强烈地鼓励出租人和资产管理人参加到广泛的租赁活动中去。Benjamin 等^[31]指出普通租赁实践是很多基本原理作用的结果,包括出租人在保持资产愿望中解决搭便车问题的能力以及在出租人和租户之间存在的信息不对称。

假设在商业房地产的租赁中租户存在滥用资产的情况,Benjamin 等通过聚焦于出租人和租户都关心的现金流,指出对于一个假定的投资者在最大化现金流的期望值时,出租人和租户资产滥用的最优水平是不相同的^[31]。通过签署租赁合同,租户将一定能够获利,当资产被过度利用和较少维护时,资产会从出租人手中发生转移。

既然承租者几乎没有动机去控制他们的滥用水平,那么为什么租约存在呢?有学者提出了很多可能的原因,包括税收、进入信贷市场的不同路径、风险转移、交易成本、在资产处置中的比较优势、规模经济、不对称信息和其他的代理问题^[32]。知道租赁存在的原因对于资产管理者很重要,因为他们可以利用这一知识来提升他们资产的绩效。例如,如果信用风险是导致租赁而不是购买的主要因素,那么资产管理者和出租人可能应当努力评估这一风险并索要不同的租金率。

3.3 商业空间租赁协议/租约的选择权

租赁协议或租约经常附有或嵌入某些选择权。Buetow 和 Albert^[33]检验了大量在商业租约中普遍存在的不同的选择权,并通过价格定价模型分析指出:通常而言,附有选择权的租约都会被索要更高的合同租金。Mooradian 和 Yang^[34]发现在经济不景气的环境下,含有缩小规模选择权的租约,其合同租

金明显更高。但是,终止(termination)和转租(sublet)选择权并没有表现出与索要更高的租金相关。他们的研究指出,市场的不稳定性、私人信息和逆向选择效应影响了取消租约选择权的定价以及这一选择权是否最终被使用。的确,正是由于租约中附有了某些选择权,使得承租人在更大程度上降低了风险,因此支付更高的租金也是情理之中。需要指出的是,并不是所有的选择权都需要被索取更高的租金。

4 商业空间的租买选择

公司可以租赁(leasing)或者拥有(owning)商业运作中所需的空间。如果空间是被拥有的,那么公司必须在房地产上进行“投资”。当购买这些资产时,一个公司可以决定通过权益资本和资产抵押担保,或仅仅通过权益资本来为这一购买提供资金。另一方面,如果空间是租赁的,公司就能够使用空间而不投资于公司权益。这就使得公司可以获得其他投资机会的权益资本。这些投资机会是否比投资于房地产更好取决于其与房地产相比较时的税后收益率和风险。

通常而言,租赁或拥有商业资产与租赁或拥有设备有所不同,因为商业资产具有一个相当大的剩余价值。商业资产所有者拥有剩余价值的索取权,但同时也要承担与剩余索取权相联(与资产购买时所预期的不相一致)的风险^①。重要的是公司承受这一风险是否比拥有商业资产并将其出租给公司的投资者更具有相对的比较优势^[35]。因此,除了在租赁规定的条款中对商业资产进行使用外,拥有商业资产的公司也在其剩余价值上进行了一项投资。资产的剩余价值通常比按合同支付租金更具不确定性。Dobson 和 Goddard^[10]的研究表明具有低贴现率的公司可能更偏好购买而不是租赁。

5 结语

关于商业地产的研究十分广泛,其经济学研究主要存在两大分支:城市经济学和金融经济学。其中,城市经济学主要研究空间市场。商业地产的空间市场的主要内容包括对商业空间本身的市场分析和预测,商业空间的多样化以及与商业空间租赁相关的租金、租赁行为,租约以及空间的租买选择等诸多方面,并形成了一个较为完整的体系。本文正是基于商业地产的空间市场这一视角,对商业空间的相关研究进行了较为系统的综述。另外,本

文仅是从单一视角对商业房地产进行研究,作为本文研究的进一步拓展,可以尝试从其他视角(如金融经济学等)来进行研究或针对商业空间的某一内容进行计量分析。

中国的商业地产近几年发展十分迅速,然而中国对商业地产的研究正处于起步阶段^[36]。关于商业地产的文献多集中于对近年来发展过程中涌现的热点问题的研究上,如商业地产的投资运作、经营模式的探讨、资金的瓶颈以及外资涌入带来的影响等,偏重于定性分析,研究的理论深度略显不足。希望本文的研究能起到一个承上启下的作用,推动中国商业地产领域的理论分析及实证研究进一步发展。

参考文献

- [1] LIZIERI C, WARD C. Commercial real estate return distributions: a review of literature and empirical evidence [Z]. Working Paper, 2000.
- [2] GELTNER D M, MILLER N G. Commercial Real Estate Analysis and Investment [M]. South-Western Publishing, 2000.
- [3] MILES M. What is the value of U. S. real estate? [J]. Real Estate Review, 1990, 20(2): 69-77.
- [4] EPPLI M J, BENJAMIN J D. The evolution of shopping center research: a review and analysis [J]. The Journal of Real Estate Research, 1994, 9(1): 5-32.
- [5] HANSON S. Spatial diversification and multipurpose travel: implications for choice theory [J]. Geographical Analysis, 1980(12): 245-257.
- [6] O'KELLY M E. Multipurpose shopping trips and the size of retail facilities [J]. Annals of the Association of American Geographers, 1983, 73(2): 231-239.
- [7] EATON B C, LIPSEY R G. An economic theory of central places [J]. Economic Journal, 1982, 92: 56-72.
- [8] GHOSH A, MCLATTERTY S. A model of consumer propensity for multipurpose shopping [J]. Geographical Analysis, 1984, 16: 244-249.
- [9] EPPLI M J, SHILLING J D. How critical is a good location to a regional shopping center? [J]. The Journal of Real Estate Research, 1996, 12(3): 459-468.
- [10] DOBSON S M, GODDARD J A. Commercial property and the location decision [J]. Location Science, 1996, 4(1/2): 49-67.
- [11] BALL M, GRILLI M. UK commercial property investment: time-series characteristics and modeling strategies [J]. Journal of Property Research, 1997(14): 279-282.
- [12] BALL M, TSOLACOS S. UK commercial property forecasting: the devil is in the data [J]. Journal of Property Research, 2002, 19(1): 13-38.

① Fisher 和 Webb 在 1992 年的研究中,认为这一风险可能与公司的运营成功与否完全不相关。

- [13] EPPLI M J, SHILLING J D. Speed of Adjustment in Commercial Real Estate Markets[Z]. Working Paper, 2001.
- [14] MUELLER G. Refining economic diversification strategies for real estate portfolio[J]. Journal of Real Estate Research, 1993(8):55-68.
- [15] HARTZELL D, EICHHOLTZ P, SELENDER A. Economic diversification in European real estate portfolios[J]. Journal of Property Research, 1993(10):5-25.
- [16] HOESLI M, LIZIERI C, MACGREGOR B. The spatial dimensions of the investment performance of UK commercial property[J]. Urban Studies, 1997, 34(9):1475-1494.
- [17] CULLEN I. Cluster analysis and property risk[Z]. Proceedings of the RICS Property Research Conference London:RICS, 1993:21-36.
- [18] HENDERSHOTT P H, HENDERSHOTT R J, WARD C R W. Corporate equity and commercial property market 'bubbles'[J]. Urban Studies, 2003, 40(5/6):993-1009.
- [19] WURTZEBACH C H, MUELLER G R, MACH I D. The impact of inflation and vacancy of real estate returns[J]. The Journal of Real Estate Research, 1991, 6(2):153-168.
- [20] BARBER C, Robertson D, Scott A. Property and inflation: the hedging characteristics of U. K commercial property, 1967-1994[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 1997, 15(1):59-76.
- [21] MILLS E S. Office rent determinants in the Chicago area[J]. JAREUEA, 1992, 20(1):273-87.
- [22] DUNSE N, JONES C A. A hedonic price model of office rents[J]. Journal of Property Valuation and Investment, 1998, 16(3):297-312.
- [23] GUNNELIN A, SÖDERBERG B. Term structures in the office rental market in stockholm[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 2003, 26(2/3):241-265.
- [24] SIVITANIDES P S. The rent adjustment process and the structural vacancy rate in the commercial real estate market[J]. Journal of Real Estate Research, 1997, 13(2):195-209.
- [25] BENJAMIN G, BOYLE W, SIRMANS C F. Price discrimination in shopping center leases[J]. Journal of Urban Economics, 1992, 32:299-317.
- [26] MICELI T J, SIRMANS C F. Contracting with spatial externalities and agency problems: the case of retail leases[J]. Regional Science and Urban Economics, 1995(25):355-372.
- [27] GERBICH M. Shopping center rentals: an empirical analysis of the retail tenant mix[J]. Journal of Real Estate Research, 1998, 15(3):283-296.
- [28] BRUECKNER J K. Inter-store externalities and space allocating in shopping centers[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 1993(7):5-16.
- [29] SIRMANS C F, GUIDRY K. The determinants of shopping center rents[J]. Journal of Real Estate Research, 1993, 8(1):107-15.
- [30] HATDIN III W G, Car J. Disaggregating neighborhood and community center property types[J]. The Journal of Real Estate Research, 2006, 28(2):167-192.
- [31] BENJAMIN J D, TORRE C MUSUMECI J. Rationales for real estate leasing versus owning[J]. The Journal of Real Estate Research, 1998, 15(3):223-37.
- [32] PRETORIUS F, WALKER A, CHAU K W. Exploitation, expropriation and capital assets: the economics of commercial real estate leases[J]. Journal of Real Estate Research, 2003, 11(1):3-34.
- [33] BUETOW G W, ALBERT J D. The pricing of embedded options in real estate lease contracts[J]. Journal of Real Estate Research, 1998, 15(3):253-265.
- [34] MOORADIAN R M, YANG S X. Cancellation strategies in commercial real estate leasing[J]. Real Estate Economics, 2000, 28(1):65-88.
- [35] FISHER J D, WEBB R B. Current issues in the analysis of commercial real estate[J]. Journal of American Real Estate and Urban Economics Association, 1992, 20(1):211-227.
- [36] 聂冲, 贾生华. 美国购物中心的发展实践及理论研究述评[J]. 技术经济, 2006, 25(7):62-66.

Study Review on Commercial Real Estate Based on Perspective of Space Market

Lu Wei, Nie Chong, Jia Shenghua

(Center for Real Estate Study, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: Based on the perspective of space market, this paper reviews these researches as following: the analysis and forecast on space market of commercial real estate, the space diversification, as well as the rent, the leasing behaviors and the lease relating with space market leasing, and the choice about leasing and owning.

Key words: commercial real estate; space market; rent