

如何认识房地产估价中的资本化率

王长江¹ 常春² 周寅康² 金晓斌²

(1. 国土资源部土地整理中心 北京 100035 2. 南京大学地理与海洋科学学院 南京 210093)

【摘要】 本文运用定性与定量相结合的研究方法在对资本化率内涵及属性进行分析的基础上,讨论了资本化率的影响因素,为资本化率的确定提供理论指导。

【关键词】 房地产估价 资本化率 平均投资收益率 投资风险 租售市场

资本化率是房地产估价中常用、重要但不易掌握的参数之一。目前,国内房地产估价中资本化率的确定存在“主观性强、时效性差、针对性差”等弊病,严重影响了估价结果的公信力。理论界对资本化率的研究多集中于其确定方法的总结或改进,少有对其内涵及影响因素的剖析。

本文运用定性与定量相结合的方法,在对资本化率内涵界定的基础上,分析了资本化率的属性和影响因素,得出如下结论:资本化率具备主观性、动态性、稳定性、唯一性、下限性等五个基本属性;资本化率应区分全部平均投资收益率和局部平均投资收益率,局部平均投资收益率主要受区位、资本、知识及其他因素影响;资本化率的确定方法可分为三类,分别基于风险收益论、利率说及租售市场,其中基于租售市场确定资本化率最具说服力。

一、资本化率的内涵界定

不同估价行业对资本化率(或近似含义)采用不同名称,土地估价中称为还原利率或还原率,房地产估价中称为资本化率,资产评估根据收益年限区分为折现率(有限期)和资本化率(无限期)。此外,还有本金化率、租售比、收益率、报酬率、贴现率、收益乘数等称谓。一些学者对部分称谓进行了区分,但总体而言,各种称谓对资本化率的内涵存在以下基本共识:①它是一种期望投资回报率(投资收益率);②它体现资本的时间价值,反映资本价值随时间变化而产生的变化。为避免因概念混淆而影响理解,本文中仅研究无限期投资收益率,并统称为资本化率。

投资收益率针对于个别人时,可称为个别投资收益率,其对应于非市场价值类型;针对于整个群体时,应该为平均投资收益率,对应于市场价值类型。个别投资收益率不一定相同,取决于投资主体的预期目标。如甲乙两人均有意购买某商铺用于经营,甲乙预期投资收益率分别为10%、8%。则对于甲乙而言,资本化率分别为10%、8%(当然,该商铺对于此二人的投资价值也就不同)。投资主体之于资本化率类似于价值类型之于估价结果,属于需要明确的基本前提之一。除非特别说明,本文中资本化率均为平均投资收益率。对应于应用最为广泛的公开市场价值,资本化率应该是平均投资收益率。

二、资本化率的属性分析

1. 主观性。仅对于个别投资收益率而言。不同的投资主体投资目的不同,其要求的投资回报率(资本化率)可能不同,其对应的价值标准、价值结果也可能不同。

2. 动态性。资本化率受估价对象内外部环境影响,处于不断变化之中,判断资本化率需要以某一时间断点为基础。

3. 稳定性。除非出现某些重大事件(如发生经济危机),资本化率的变化是较为缓和的。这样就可以“一次测算、多次使用”。也正因为如此,一些估价工作者呼吁政府发布官方资本化率。

4. 唯一性。在特定估价对象、特定时间、特定价值标准条件下,资本化率是唯一的。否则,估价对象价值将不能确定。

5. 下限性。资本化率必为正值,且不低于投资的机会成本(即无风险投资报酬率,一般取一年定期的国库券和银行储蓄利率)。

几成共识,资本化率还具备“与投资风险呈正相关”的属性,即“投资风险越大,期望收益率越高”。利用投资风险与投资收益率综合排序插入法确定资本化率的方法就是该观点的直接体现之一。该观点最早由哈里·马柯维茨在其1952年发表的《资产选择:投资的有效分散化》论文中系统提出,而后发展为投资组合理论。该理论基于风险回避假设(或称风险厌恶假设)成立,认为投资者将选择在给定风险水平下期望回报率最大的投资组合,或在给定期望回报率水平下风险最低的投资组合。对此,笔者持怀疑态度,因为在现实中这样的假设并不总是成立。

其一,投资者获得的收益与心理效用不成正比。并不是所有的人都讨厌风险,对于一部分人而言,赌博带来的刺激本身就是一种效用,而真正影响人们做出决策的,正是其预期获得的效用。

其二,投资者获得的收益与实际效用不成正比。笔者发现,面对选择“明天100%给你50万元”还是“明天给你100万元或0元,概率均为50%”时,虽然预期收益都是50万元,但被调查者并不总是选择第一种方案。一个重要因素是被调查者的消费缺口。当某人急缺80万元以购买房屋时,50万元对

于他的实际效用是零,所以他不得不选择第二种方案。此外,投资者个人喜好也会对选择产生影响。

其三,竞争市场下,不同投资间的预期收益率差异呈非稳定状态,预期投资收益率总是趋于统一,而无论风险大小。例如,假设甲乙各以价值100万元的土地和建筑物合作出租,当发生地震等情况,乙方单独承担建筑物毁损。假定一年后该建筑物遭受毁损的概率为10%,毁损后价值为0,其余情况下建筑物保持原值,土地价值不变,年租金为20万元,不计费用。因为建筑物预期损失为10万元 $[(100-0) \times 10\%]$,故笔者认为合理的利润分配方案是:甲分配5万元,乙分配15万元,双方年末资产期望值均为105万元,否则合作将不能持久。此时,土地与建筑物资本化率一致,均为5%。表面上,似乎乙因为承担的风险较高而多分配了10万元,符合“风险越大,收益越大”的观点。其实,这多得的10万元,是对乙预期损失大小的补偿,而不是对其预期损失可能性大小(即风险)的补偿。预期投资收益率与风险无关。

其四,该理论没有考虑流动性限制及成本。当资本流动会增加成本或者带来其他不利影响时,正确的决策可能是维持现状而不是“优化”调整。

三、资本化率的影响因素

当资本可以完全自由流动时,任何投资个体可以自由调整投资,其追求的收益率很快趋于一致,即全部平均投资收益率。全部平均投资收益率与GDP(或GNP)增长率、利率及物价指数有关。

但是由于资金流动总是受到这样那样的限制,使得一些群体在一定时间内可以保持高于其他群体的投资收益率,产生局部平均投资收益率。根据造成这些“限制”的原因,笔者将影响局部平均投资收益率的因素分为:

1. 区位——源于土地固定性的限制。例如,当前房价疯涨,即使不考虑购买能力的影响,也并不是所有人都愿意或能够立即对其投资,所以至少有一段时间内投资房地产能够获取超额利润。

2. 资本——源于规模经济的限制。例如,我国规定房地产开发企业最低注册资本为100万元,而实际中经营性用地出让金动辄数亿元,具有较高的资金门槛,因此投资房地产有可能获取超额利润。

3. 知识——源于人力资源的限制。例如,IT产业对专业知识要求较高,从而限制了部分投资者进入市场。

4. 其他——源于政策的限制。例如,特许经营权可能导致资本化率较高,而低利率政策则会降低存款的资本化率(即利率)。

如前所述,笔者对投资风险与资本化率之间的关系持怀疑态度,或者说,投资风险对资本化率的影响至少应该不如上述几个因素明显。上述因素中除区位和房地产直接相关外,其他因素均不一定依附于某种类型的房地产,而是大体上区分于行业。故笔者认为,仅基于投资风险判断的“商业资本化率>住宅资本化率>工业资本化率”、“建筑物资本化率>综合资本化率>土地资本化率”、“租赁权资本化率>使用权资本化

率”等说法有待商榷。

四、资本化率的确定方法评析

目前,资本化率的确定方法主要可分为基于风险收益论、基于利率说、基于租售市场三种。

1. 基于风险收益论,如安全利率加风险调整值法、投资收益率排序插入法、资本资产定价模型及收益风险倍数法等。即使不论及其理论基础是否在现实中成立(其余方法均不直接体现或根本不涉及风险,如实际利率法),客观地讲,对于各种投资风险大小及其对资本化率影响程度的准确把握已超出大多数学者及估价工作者的能力,无怪乎会认为其“主观性强”。

2. 基于利率说,如实际利率法、复合利率法(亦称加权平均法)。实际利率=一年定期银行存款利率/物价指数 $\times(1-$ 所得税税率)。由此公式可见,它基本上稳定不变,对不同估价对象的针对性较差。但实际利率法对于物价指数的考虑是值得借鉴的。复合利率=自有资金占总投资额的比例 \times 自有资金机会成本+抵押贷款额占总投资额的比例 \times 抵押贷款率,其中出资比率及自有资金机会成本的确定难以寻求可靠的依据,主观性较强。

$$r = \frac{R(1-T)}{PI} \quad (1)$$

式中: r 表示资本化率; R 表示1年定期银行存款利率; T 表示所得税税率; PI 表示物价指数。

3. 基于租售市场,如市场提取法、实际利率调整法等。笔者认为,此类方法市场依据最强,且能针对不同区位、时点、类型的房地产进行测算,针对性强,较具有说服力。此处需要强调的是,不能将资本化率简单理解为纯收益与售价的比率。例如,我们假设年纯收益、售价等比变化,租赁(持有)一段时间后出售,讨论两者的区别。根据假设,式(2)成立。

$$V = \frac{A}{r-g} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n \right] + V \times \left(\frac{1+s}{1+r} \right)^n \quad (2)$$

式中: V 表示售价; A 表示年纯收益; r 表示资本化率; g 表示租金年增长率; s 表示售价年增长率; n 表示房屋持有年数。 $0 < (1+s)/(1+r) < 1$ 。

显然可得到: $r > 0, 0 < (1+g)/(1+r) < 1, 0 < (1+s)/(1+r) < 1, n > 0$ 。

当 $g=s=0$ 时,化简式(2)可得: $r=A/V$ 。此时,资本化率等于年纯收益与售价之比。

当 $g=s \neq 0$ 时,化简式(2)可得: $r=A/V+s$ (或 g)。此时,资本化率等于纯收益与售价之比加上售价(租金)年增长率。

当 $g \neq s$ 时,若令 $n=1$,则 $r=A/V+s$;若令 $n \rightarrow +\infty$,则 $r=A/V+g$ 。也就是说,当投资者采用不同的租售方案时其收益率不同,违背了资本化率唯一性原则。假设当 $n=i$ 时, r 取得最大值 r_{max} ,则理性的投资者会在第 i 年年末集中出售房地产。这样,将导致市场供求发生变化,使得 $g=s$ 或者在其周围波动,最终 $r < r_{max}$ 。

五、结论

本文在对资本化率内涵分析的基础上,将其界定为无限期平均投资收益率。进而,提出资本化率具备主观性(仅对于

工商银行与招商银行的杜邦财务分析对比

李桂英

(天职国际会计师事务所深圳分所 深圳 518000)

【摘要】 本文利用杜邦分析法,以工商银行和招商银行为例,对各相关指标作层层分解,综合评价两家银行的财务状况与经营成果,并结合国家产业政策、国内外经济发展因素及行业自身特点剖析其深层原因,提出改进措施。

【关键词】 杜邦财务分析 权益净利率 成本控制 资产管理

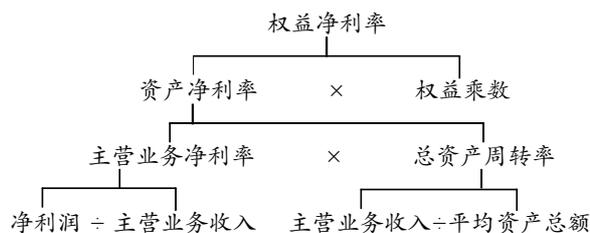
工商银行于1984年1月1日作为一家国家专业银行而成立,承担了中国人民银行的所有商业银行职能,2005年10月28日由国有商业银行整体改制为股份有限公司。至2009年12月31日,工商银行股票市值达到2 689.82亿美元,居全球银行业之首,被英国杂志《银行家》评为“全球最赚钱银行”。招商银行是由招商局轮船股份有限公司于1987年3月31日在深圳招商局蛇口工业区设立的商业银行,2002年4月在上交所挂牌,是国内第一家采用国际会计标准上市的公司。2009年8月,英国《银行家》杂志公布的“2009年全球银行1 000强排名”,招商银行居第87位。本文运用杜邦财务分析体系对工商银行和招商银行进行绩效分析,以发现这两家银行在经营过程中存在的优势与不足,为改善经营管理指明方向。

一、杜邦财务分析体系介绍

杜邦分析法利用几种主要的财务比率之间的关系来综合分析企业的财务状况,其基本思想是将企业权益净利率逐级分解为多项财务比率乘积,来深入分析比较企业经营业绩。权益净利率主要分解为净利率、总资产周转率和财务杠杆三

个部分。这三个主要指标之间的关系为:权益净利率=资产净利率×权益乘数。其中:资产净利率=主营业务净利率×总资产周转率;权益乘数=1÷(1-资产负债率);资产负债率=负债总额÷总资产。即:权益净利率=主营业务净利率×总资产周转率×权益乘数。用图表示如下:

个部分。这三个主要指标之间的关系为:权益净利率=资产净利率×权益乘数。其中:资产净利率=主营业务净利率×总资产周转率;权益乘数=1÷(1-资产负债率);资产负债率=负债总额÷总资产。即:权益净利率=主营业务净利率×总资产周转率×权益乘数。用图表示如下:



二、利用杜邦分析法对工商银行及招商银行进行财务对比分析

通过对杜邦财务分析指标的横向纵向对比,并对指标进行逐层分解展开,可分析各财务指标的内在影响因素。

工商银行、招商银行的基本财务数据如表1所示。

主要参考文献

1. 彭赤兵. 房地产评估收益法下资本化率的确定. 财会月刊(综合), 2007; 12
2. 恽建平, 曹霞, 曹天邦. 农用地土地还原利率的确定方法研究. 安徽农业科学, 2007; 3
3. 杜葵, 高平. 风险补偿法确定房地产还原利率的定量研究. 财经问题研究, 2003; 4
4. 龚水燕, 黄秀梅. 房地产估价: 对收益还原法下资本化率求取方法的探讨. 商业研究, 2003; 19
5. 哈里·马柯维茨著. 刘军霞等译. 资产选择——投资的有效分散化. 北京: 首都经济贸易大学出版社, 2000
6. 卢新海. 房地产估价: 理论与实务. 上海: 复旦大学出版社, 2008
7. 魏敏. 浅析资本化率确定的几种方法. 宁夏师范学院学报, 2007; 6
8. 周寅康. 房地产估价. 南京: 东南大学出版社, 2006

个别投资收益率而言)、动态性、稳定性、唯一性、下限性等属性,并着重对“风险收益论”提出质疑。

从资本流动性角度出发,本文提出资本化率应区分全部平均投资收益率和局部平均投资收益率。全部平均投资收益率与GDP(或GNP)增长率、利率及物价指数有关。局部平均投资收益率主要受区位、资本、知识及其他因素影响。并且认为,相对于房地产类型,资本化率与行业的关联度更大。

本文还将资本化率的确定方法总结为三类,分别基于风险收益论、利率说及租售市场,认为基于租售市场确定资本化率最具说服力。最后,强调运用该方法应该结合售价、租金变化趋势,而不能简单理解为纯收益与售价之比。

受资料限制,本文仅限于理论探讨,未能对文中部分观点进行实证分析,尤其是资本化率的影响因素部分。

【注】 本文系国家科技支撑计划“中部粮食主产区增量经济型土地整理技术开发”(项目编号:2008BAB38B06)及国土资源部科技项目(项目编号:0602-03)阶段性研究成果。