

基于博弈理论的产权式酒店投资风险研究

戴若林

(烟台大学 土木工程学院, 山东 烟台 264005)

摘 要: 作为一种旅游与房地产相结合的物业, 产权式酒店模式自引入之日起便开始风靡全国。在国内著名旅游城市及经济繁荣城市从星星之火已发展为燎原之势。然而, 由于产权式酒店的各方利益者众多、信息不对称的情况严重, 产权式酒店也成为了目前我国不动产投资市场上投资风险最大的产品之一。从博弈理论的角度出发, 探讨了产权式酒店的各方利益主体之间的博弈策略和博弈行为, 提出建立健全担保机制, 使其成为开发者的信号传递机制, 从而避免了产权式酒店投资领域的逆向选择和道德风险问题, 以推动产权式酒店投资的和谐、健康发展。

关键词: 产权式酒店; 博弈理论; 信息不对称; 信号传递机制; 担保机制

DOI: 10.3969/j.issn.1001-7348.2010.19.036

中图分类号: F219

文献标识码: A

文章编号: 1001-7348(2010)19-0138-04

0 引言

“产权式酒店”的概念诞生于瑞士, 由亚历山大·耐提首创的“时权酒店”演变而来, 进而买断产权而不仅是买断时段, 购房者最终取得房屋产权。简言之, 酒店将每间客房分割成独立产权出售给投资者, 投资者一般不在酒店居住, 而是将客房委托给酒店经营以获取投资回报, 同时还可获得酒店赠送的一定期限的免费入住权。自海南省三亚市于 20 世纪 90 年代最先引入产权式酒店模式以来, 产权式酒店作为一种旅游与房地产相结合的物业就开始风靡全国。从海南岛到北京, 从重庆到上海, 产权式酒店在国内著名旅游城市及经济繁荣城市已从星星之火发展为燎原之势^[1]。然而, 由于产权式酒店的各方利益者众多、信息不对称情况严重, 产权式酒店成为目前我国不动产投资市场上投资风险最大的产品之一^[2]。

1 产权式酒店投资风险分析

产权式酒店的投资和运营模式具有特殊性, 其投资回

报率的高低和风险的大小往往取决于酒店将来的经营状况, 并不是投资人所能控制的, 其风险具体表现如下:

1.1 市场风险

市场风险, 即在酒店经营过程当中, 由于宏观经济环境、相关政策出台、宏观市场变动而带来的风险。产权式酒店的投资回报率取决于客房的入住率, 而入住率是直接和与城市旅游市场的发达程度、酒店的地理位置、硬件设施和服务质量等相关的, 这些都不是开发商所能完全预见和控制的。特别是在投资年限内, 如果有相关政策的出台, 如近期出台的一系列措施旨在抑制投资、打击投机的宏观调控, 对于那些通过银行按揭投资产权式酒店的人来讲, 就意味着加大了投资成本^[3]。

1.2 法律风险

法律风险又分 3 个层面, 首先是项目本身及操作方式存在着风险。目前法律和行政法规对产权式酒店的运作方式并未作出规定, 仅有一些部门规章存在^[4]。产权式酒店在操作上涉嫌违反建设部的《商品房销售管理办法》和国

参考文献:

- [1] 张瑞敏. 要树立全方位创新的理念[J]. IT 时代周刊, 2006(9).
- [2] 惠宁. 浅析全球博弈视角下的中国战略产业[J]. 时代金融, 2008(1).
- [3] 查全衡, 何文渊. 试论“低品位”油气资源[J]. 石油勘探与开发, 2003(6).

- [4] 胡晓敏, 姚余雪. 全方位创新管理——中国企业实施创新的可行途径[J]. 企业家天地, 2008(2).
- [5] 唐家青, 惠宁, 姚宏彦. 中国石油长庆苏里格气田合作开发的成功模式[M]. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2009.
- [6] 冉新权, 李安琪, 唐家青, 等. 苏里格气田合作开发管理模式[J]. 中国石油企业, 2008(12).

(责任编辑: 万贤贤)

收稿日期: 2010-07-25

作者简介: 戴若林(1980-), 女, 湖南邵阳人, 博士, 烟台大学讲师, 研究方向为工程管理。

家工商行政管理局发布实施的《房地产广告发布暂行规定》，不可避免地存在一定的法律风险；其次是合同条款的不合法，即合同条款的约定不够清晰，无法起到保障各方利益的作用；再次是担保机制不合法，即所提供的担保为无效担保。

1.3 权属风险

产权式酒店的性质决定了所购产权不可避免的依赖性。从功能上来说，酒店是一个具有综合服务功能的经营实体。除客房外，还有餐饮、娱乐等配套设施，离开这些配套设施，客房的独立使用价值并不大。另外，客房出售后，酒店配套设施的所有权属于谁，是投资者共有，还是属于开发商，这些设施的产权在法律都存在着模糊性。即使投资者取得了房屋所有权证，由于客房本身的属性——不适宜居家性质的长期居住，同样也不适宜办公、商业等性质的长期使用，这就决定了投资价值的大幅缩水。

1.4 委托代理风险

产权式酒店的产权分散，所有权人为数众多且彼此独立，只有联合起来才能共同对酒店的日常经营进行监督。但是，一方面，由于信息不对称导致监督成本过高且难以真正落实；另一方面，由于投资者对酒店管理不熟悉，难以对酒店本身的日常经营实施主动的监督。因此，所有权人对酒店经营者的监督是十分有限的，从而产生委托代理风险。一方面酒店的经营可能侵害所有者的利益；另一方面，大的投资者也可能侵害中小投资者的利益。

1.5 开发商诚信风险

在国外，产权式酒店的投资和运营主要是一种契约和信用机制运作模式，而目前我国的物权和信用机制尚不完善，因此不可能完全靠契约来履行义务。如产权式酒店项目仓促上马、资金实力不足、前期大力炒作，但工程进度和后期配套服务均跟不上；同时，如果后期管理公司经验不足、经营状况欠佳，加上部分发展商纯粹想变相圈钱集资，这些原因都会使得对投资者的种种承诺无法兑现。

综上所述，产权式酒店的投资收益主要来源于酒店的经营利润。由于投资者不参与酒店的经营以及专业知识的限制，产权式酒店是否盈利在很大程度上取决于开发商的品牌和实力。因此，本文将从开发商和投资者的角度来探讨产权式酒店的风险防范问题。

2 产权式酒店的利益相关者和信息不对称

房地产开发商是产权式酒店的性质确定者，由其来出售和经营酒店产权；投资者购买酒店产权，成为其产权所有者。因此，开发商和投资者处于产权式酒店利益相关方的核心地位。然而，由于获取信息的能力、社会条件及所处交易地位的不同，产权式酒店的各方利益主体拥有的信息是不对称的^[5]。首先，在产权式酒店的销售阶段，开发商对产品的定位选择、建造水平以及自身的运营能力等拥有私人信息，而由于产权式酒店作为一个新生事物，目前尚处于初级发展阶段，投资者对它的认识还不够，再加上

开发商的宣传片面强调投资回报率，消费者获取产品的全部信息十分困难，处于信息劣势地位；其次，在产权式酒店的运营阶段，投资者与开发商是一种委托代理关系，投资者作为委托方对开发商的经营行为无法监督、约束，或者说约束的成本很高。

在有限理性和机会主义行为的影响下，事前的信息不对称可能导致逆向选择，事后的信息不对称可能导致道德风险^[7,16]。开发商的逆向选择主要表现为投资回报率吹嘘得越高的产权式酒店项目的吸引力越大，更容易引起投资者的兴趣且销售价格更高，开发商就能得到更大的利益，不断进行项目投资以获取收益，使得诚实守信、合理定价的开发商无法与其竞争，以致出现格雷欣法则(Gresham's Law)所描述的“劣币驱逐良币”现象。开发商的道德风险主要表现在仅仅将产权式酒店作为摆脱楼盘滞销困境、回收资金的策略，只关心产权式酒店的出售获利，而不注重酒店的运营管理和对投资者的投资回报。由于“产权式酒店”的开发商在出售酒店的过程中已在收回成本，如果开发商恶意欺诈或经营公司在酒店营业中经营不善，由于酒店经营成本较高，一旦产生经营风险，投资者的投资回报就没有任何保障。特别是有些酒店项目在前期销售阶段定价过高，为后期经营埋下了隐患。在承诺的投资回报率条件下，如果预期的回报超出了酒店的实际年租金收益，这时承诺的回报便兑现不了，久而久之，便形成了恶性循环。

本文提出担保机制可作为一种有效的信息共享和信号传递机制，从事前控制入手，在根本上消除或减少开发商和投资者之间的信息不对称，从而有利于建立防范开发商信用风险的长效机制，推动产权式酒店的健康发展。

3 博弈模型的建立

假设存在两种类型的开发商，一种为信誉好的开发商(G)，他们会通过前期合理的投资预测和后期优质的经营管理，为投资者提供丰厚、稳定的收益；另一种为信誉差的开发商(B)，他们只关注前期酒店的出售收益，而投资者的收益状况则完全取决于市场状况，能实现其承诺的回报率的概率为 $W(W < 1)$ 。

同时，市场上也存在两种类型的投资者，一类为风险偏好型，他们高度追求资金的增值，愿意接受可能出现的大幅波动，以换取资金高成长的可能性，其投资回报率的期望值为 V ；另一类为保守型，保护本金不受侵蚀是其首要目标，他们对投资的态度是希望投资收益极度稳定，不愿用高风险来换取收益，通常不太在意资金是否有较大增值。假设市场上风险偏好型投资者的比例为 U ，则保守型投资者的比例为 $1-U$ 。

3.1 投资者的效用函数

假设在产权式酒店的运营过程中，开发商的运营成本为 C ，经营收入为 K 。然而由于开发商选择的策略不同，其效用函数就存在着差异。

情况 1：信誉好的开发商通常会选择合理的售价 Q^G 和投资回报率 R^G ，并通过科学有效的经营管理，保证投资者

获得合理的投资收益。在这种情况下，当开发商承诺的投资回报率 $R^G > V$ ，就能吸引到风险偏好型的投资者；否则，就只能吸引到保守型的投资者。此时，开发商获得的销售收入为 $X^G = Q^G \cdot U \cdot P^G + Q^G \cdot (1 - U)$ ，其中， P^G 为投资回报率 $R^G > V$ 的概率。

情况 2：信誉差的投资者通常会选择较高的售价 Q^B 以获得当期的销售利润和较高的投资回报率 R^B 来吸引投资者。然而当经营管理不善时，其承诺的投资回报则不能实现。在这种情况下，一般只有风险偏好型的投资者愿意投资，其获得的销售收入为 $X^B = Q^B \times U \times P^B$ ，其中， P^B 为投资回报率 $R^B > V$ 的概率，显然， $P^B > P^G$ 。

首先，我们考察对称信息条件下的情况，G 型开发商和 B 型开发商的预期效用分别为：

$$\begin{cases} U^G = u \{ X^G + K - C - P^G \cdot R^G \} \\ U^B = u \{ X^B + K - C - W(P^B \cdot R^B) \} \end{cases} \quad (1)$$

令 $w^G = X^G + K - C - P^G \cdot R^G$ ，以及 $w^B = X^B + K - C - W(P^B \cdot R^B)$ ，即 w^G 和 w^B 是在对称信息条件下开发商从项目中获得的利润。

由于投资者无法分辨开发商的类型，为了规避风险，保守型的投资者将会推出产权式酒店投资领域。因此，G 型开发商和 B 型开发商的预期效用分别为：

$$\begin{cases} EU^G = u \{ Q^G \cdot U \cdot P^G + K - C - P^G \cdot R^G \} < U^G \\ EU^B = U^B \end{cases} \quad (2)$$

总之，如果不存在信息不对称问题，保守型的投资者和风险偏好型的投资者分别选择合适的产权式酒店项目进行投资，两类开发商都能实现其最大效用 (U^G, U^B)；如果存在信息不对称问题，即开发商知道自己的类型而投资者不知道时，G 型开发商的预期效用小于其在对称信息条件下的最大效用；如果存在一种机制能够诱导或强迫开发商，在签约前即通过某一行动或决策将其所属类型的信息传递给投资者，那么 G 型开发商就能实现其最大效用，从而避免逆向选择行为，实现帕累托效率改进。这就是信息经济学所谓的“信号传递机制”。

3.2 开发商的信号传递机制——担保机制

目前，某些产权式酒店物业，不仅有专门的酒店管理公司统一承租经营，而且还有担保公司作为第三方以保证合同的履行，为投资者提供了双保险。不过这种销售模式还属新颖，目前相对较少。第三方担保公司的作用是，在中小投资者与酒店管理公司签定委托租赁协议时，同时还和这两方签定担保协议，起到了见证的作用，真正意义上保障了中小投资者的利益。担保分为一般责任担保和连带责任担保。两种不同的担保方式所反映出的对投资人的利益保障也是不一样的。如果是一般责任担保，当债务人(开发商)无法向债权人(投资者)偿还债务时，债权人需先向法院提起诉讼，胜诉之后，如果债务人仍不能偿还债务，可以向保证人即担保公司主张权利；如果是连带责任担保，那么，当债务人无法偿还债权人的债务时，债权人可以选择起诉，也可以选择直接向保证人主张权利。

从信息传递的角度来看，担保机制的作用机理是开发商为了获利，试图通过获取担保这一活动将其信誉好的特征信息传递给投资者，以减少双方信息不对称的状况。如果开发商不能履行其承诺的投资回报率，以至投资者遭受损失时，担保人就必须在一定金额、一定时期内代其向投资者履行赔偿责任，偿还本金和收益。因此，担保人为了维护自身的经济利益，在提供担保前会对投资者的品牌、实力等信息进行严格审核，根据投资者的类型实行担保差别费率，并采取各项反担保措施。

假设由开发商决定在出售和经营产权式酒店之前将会获取多少份额 t 的保函，这个 t 可以被投资者观察到。如果开发商是 G 型，这一活动的负效用为 $v^G(t)$ ；如果开发商为 B 型，则为 $v^B(t)$ 。为了进一步简化，假设 t 可以取两个值， $t \in \{0, t\}$ ，并且 $v^G(0) = v^B(0) = 0$ ，那么 $v^G \circ v^G(t)$ ， $v^B \circ v^B(t)$ 。

假设投资者关于开发商为 G 型的概率的先验信念是 q ，但一旦 t 被观察到，这一概率信念就会被修正，称 $q(t)$ 为投资者在观察到决策 t 后，对开发商为 G 型的概率信念。如果开发商总是选择相同的 t 值，而与他是 G 型还是 B 型无关，那么观察到 t 不能进一步反映开发商的类型，这时的信号不是信息性的^[8-10]，因此 $q(t) = q$ 。

相反，如果 G 型开发商选择 $t=t$ ，而 B 型开发商选择 $t=0$ ，当投资者观察到 t 时，他知道该信号不可能来自 B 型开发商。那么，投资者就会形成如下信念，即如果观察到 $t=t$ 时，他们会认为开发商为 G 型；如果观察到 $t=0$ ，开发商则为 B 型。这时的信号是信息性的，即： $q(t)=1$ ， $q(0)=0$ 。

根据信息经济学，在第 1 种情况下，两种类型开发商在同一决策上混同，我们称之为混同均衡；而第 2 种情况则被称为分离均衡。

4 结语

假设开发商作出的是最大化自身效用的决策，即如果处于一个混同均衡中，无论它是什么类型的开发商，都不会情愿偏离这一均衡；同理，如果处于一个分离均衡中，没有一个 B 型开发商会有兴趣伪装成一个 G 型开发商，反之亦然。这是完备贝叶斯均衡的逻辑。因此，要实现分离均衡，需要满足以下条件：

(1)如果担保费率的设置对于信誉好的开发商足够低，而对信誉差的开发商足够高，那么 G 型开发商就会选择获取保函，而 B 型开发商就会选择不获取保函。这时，开发商依靠信誉和综合实力获取的保函是传递其信誉和实力等信息的有效信号。

(2)如果获取保函的成本充分高到 B 型开发商不愿偏离混同均衡，但没有充分低到 G 型开发商在一个分离均衡中会发送信号，那么分离均衡和混同均衡均存在。

(3)如果获取保函的成本非常低，以至于连 B 型开发商都选择获取保函，或者获取保函的成本高到就连 G 型开发商也不情愿去获取时，均衡总是混同的。

(4)作为集投资和商品房买卖为一体的商业行为，购买产权式酒店时，开发商所出具的担保书和合同条款等法律文件具有相当重要的价值。而开发商以什么为担保，担保是否有效成为重中之重。因此，投资者在投资前期一定要了解是由谁提供的担保，担保公司的资金实力如何，还应特别关注担保是以何种形式存在的。

参考文献：

- [1] 闫伟红.我国产权式酒店发展的现状及对策 [J] .内蒙古财经学院学报 综合版 ,2009 ,12(1) :129-131.
- [2] 费真群,杨勇.浅析产权式酒店存在的问题与对策 [J] .科协论坛 ,2007 ,9(7) :169-170.
- [3] 沈国娟.浅析我国产权式酒店投资的风险防范 [J] .经济研究 ,2006 ,8(5) :15-16.
- [4] 吴雨冰.产权式酒店存在的法律问题 [J] .房地产与法律 ,2005 ,9(4) :67-68.
- [5] 余菲菲.论信息不对称与我国产权式酒店的发展 [J] .企业技术开发 ,2007 ,10(8) :76-78.
- [6] 阿罗.信息经济学 [M] .北京 北京经济学院出版社 ,1980.
- [7] 约翰·D·海.微观经济学前沿问题 [M] .王询,卢昌崇,译.北京 :中国税务出版社 ,1999.
- [8] TULLIO JAPPELLI , MARCO PAGANO. The European Experience with Credit Information Sharing [J] . Conference Paper ,1999 ,9(6) :23.
- [9] TAYLOR ,TERRY. Credit Information 2 Superhighway to the Future [J] . Credit World ,1996 ,8(5) :54.
- [10] LISA HAMMITT. Leveraging knowledge management technologies to bring risk expertise to the electronic channel [J] . Business Credit ,2000 ,12(5) :39.

(责任编辑：陈晓峰)

Study on Investment Risk in Property Hotel Based on Game Theory

Dai Ruolin

(School of Civil Engineering, Yantai University, Yantai 264005, China)

Abstract: As a real property combined by tour and real estate, Property Hotel has been prevail throughout China, especially in some famous tourism cities and economic developed cities even since it was introduced to China. However, Property Hotel has become one of investments at the highest degree of risk in real estate investment, because of the numerous stakeholders and the information-dissymmetry. Based on Game Theory, this paper discusses the strategies and behaviors of stakeholders in the game, and puts forward that guarantee mechanism should be established as a signal transmission mechanism of developers to avoid the adverse selection and moral risk and promote the development of Property Hotel investment.

Key Words: Property Hotel; Game Theory; Information Dissymmetry; Signal Transmission Mechanism; Guarantee Mechanism