

Urban Finance in Property Investment
REITs, Industrial Fund and Subsidized Housing

— 城市金融之 —

不动产投资管理

房地产投资信托 REITs、
产业基金与公共住房（保障房）

主 编 江 合（江崇光）

副主编 马 寅 娄玉怀 耿艳艳 郑 湘



江合与新加坡建屋局前局长刘太格就公共住房问题交流。



江合与美国工商联房地产商会聂梅生会长出访美国就REITs问题交流。



江合在美国硅谷银行总部就风险性资本与总裁合作交流。

KD00893710

北方联合出版传媒(集团)股份有限公司

万卷出版公司

F293.33

92

KD00893710 Finance in Property Investment

REITs, Industrial Fund and Subsidized Housing

— 城市金融之 —

不动产投资管理

房地产投资信托 REITs、
产业基金与公共住房（保障房）

主 编 江 合（江崇光）

副主编 马 寅 姜玉怀 耿艳艳 郑 湘

北方联合出版传媒(集团)股份有限公司

万卷出版公司

© 江合（江崇光） 2012

图书在版编目（CIP）数据

城市金融之不动产投资管理：房地产投资信托
REITs、产业基金与公共住房（保障房） / 江合主编. --
沈阳：万卷出版公司，2012.2
ISBN 978-7-5470-1810-1

I. ①城… II. ①江… III. ①不动产—投资管理—研究 IV. ①F293.335

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第024561号

出版发行：北方联合出版传媒（集团）股份有限公司
万卷出版公司
（地址：沈阳市和平区十一纬路29号 邮编：110003）
印刷者：辽宁北方彩色期刊印务有限公司
经销者：全国新华书店
幅面尺寸：165mm × 242mm
字数：385千字
印 张：彩页 1.25 黑白 18
出版时间：2012年2月第1版
印刷时间：2012年2月第1次印刷
责任编辑：孙郡阳
装帧设计：刘萍萍
责任校对：高 辉
ISBN 978-7-5470-1810-1
定 价：68.00元

联系电话：024-23284090
邮购热线：024-23284050 / 23284627
传 真：024-23284521
E-mail: vpc_tougao@163.com
腾讯微博: <http://t.qq.com/wjebgs>
网 址: <http://www.chinavpc.com>

常年法律顾问：李福 版权所有 侵权必究 举报电话：024-23284090
如有质量问题，请速与印务部联系。联系电话：024-23284452

前 言

城市金融是一个城市活力的润滑剂，而多层次的创新金融体系的建立是一个城市发展的动力基础。本书就城市金融的创新手段——房地产投资信托 REITs 及产业基金进行了理论研究，并就中国政府正面临的城市化发展的第二阶段的重要问题——公共性住房即保障房问题进行了系统的国际比较研究。由于城市金融方面的研究在中国罕有见著，本书虽不能完善并针对性地提出城市金融的所有解决方案，也算是抛砖引玉的一本前沿论著。

内容如下：

这是中国第一部不动产（房地产及基础设施）产业投资基金的理论著作，也是中国第一部结合公共住房（保障性住房）、商用不动产、工业不动产等物业形态进行房地产投资信托 REITs 研究的理论著作。同时也是中国第一部以新加坡为主要研究对象进行国际公共住房（保障房）投资管理研究的理论著作。

全书分为四个部分，分别为产业投资基金理论基础、房地产基金、房地产信托投资基金 REITs 及保险资金的利用和公共住房（保障房）投资管理。

本文第一部分的产业投资基金理论主要从产业投资基金的概念入手，阐述了产业基金的投资过程、产业基金投资过程中应注意的问题以及包含产业基金的发起、运作、终止与清盘及退出渠道等环节在内的产业基金运作全流程，并重点比较了国际产业投资基金的相关特点及概况，从而得出对中国产业基金发展的有利借鉴。

本书的第二部分主要讲产业基金中的房地产基金，包括房地产基金的理论研究及相关操作程序等问题，并重点对房地产私募股权基金、有限合伙机制进行了重点阐述，最后特别对当前人民币房地产基金的发展概况及发展方向进行了总结。

本书的第三部分主要阐述了房地产信托投资基金 REITs 的相关理论，主要包括房地产信托投资基金的概念、特点、分类、发展状况等问题，并通过对新加坡、中国香港及中国内地房地产信托投资基金的相关案例解析，总结出 REITs 在中国的发展途径及模式选择。此外，本部分也对保险资金的运用进行

了相关研究与总结。

本书的第四部分主讲公共住房即保障房的投资管理。本部分从探讨国际发达国家和地区保障房发展状况开始，重点以新加坡公共住宅为主要研究对象，对新加坡的城市规划、公共住宅规划及新城镇规划都进行了详尽系统的研究与介绍，结合大巴窰、达士岭等具体案例展示了新加坡公共住宅的发展实况，总结了新加坡公共住宅发展的成功因素，从而得出对中国保障房建设的相关启示。最后对保障性住房的金融组织，包括保障房的基金组织及城市基础设施的资产证券化问题进行了比较系统的阐述，堪称公共住房投资管理的教科书。

本书得到了新加坡建屋局、新加坡中华总商会、国家发改委中国投资协会创业投资委员会、全国工商联房地产商会、中国社会科学院金融研究所、北京大学国家发展研究院、摩根士丹利中国商业银行、美国安永（中国）会计师事务所、新加坡CKSP集团、太平洋保险、新华人寿等诸多行业专家的审阅、指导及倾力推荐，具有很强的专业性和实践指导意义。

目 录

前 言

第一部分

产业投资基金理论基础

第一章	产业投资基金概念阐释	003
第二章	国际产业投资基金概况	009
第三章	当前国际产业投资基金发展的主要趋势	016
第四章	国际产业投资基金运作的新特点及典型案例	022

第二部分

房地产基金

第一章	房地产投资基金理论研究	031
第二章	私募股权投资基金	044
第三章	有限合伙投资机制	074
第四章	人民币房地产基金	100

第三部分

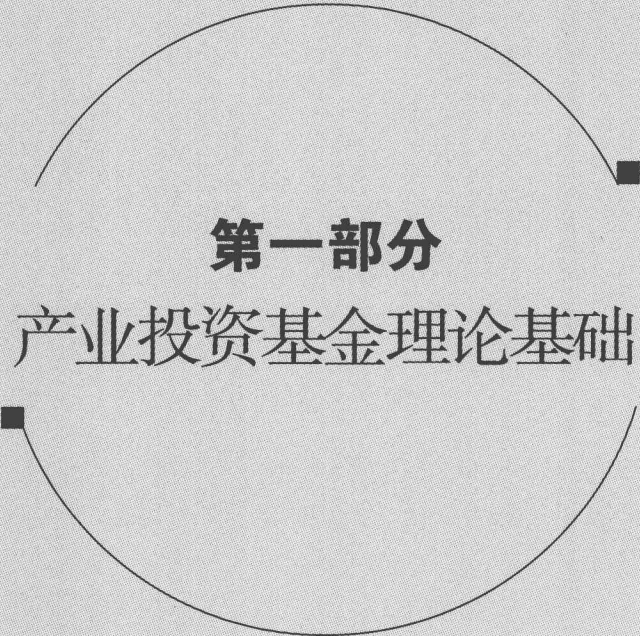
房地产信托投资 REITs 及保险资金的利用

第一章	房地产信托投资基金 (REITs)	127
第二章	保险资金的利用	159

第四部分

公共住房（保障房）投资管理

第一章	国际公共住宅规划	177
第二章	新加坡公共住宅规划分析	192
第三章	新加坡公共住宅实况	239
第四章	保障性住房的金融组织	268
参考文献		279



第一部分

产业投资基金理论基础



第一章 产业投资基金概念阐释

1.1 什么是产业投资基金

1.1.1 产业投资基金概述

产业投资基金是一大类概念，国外通常称为风险投资基金（Venture Capital）和私募股权投资基金，一般是指向具有高增长潜力的未上市企业进行股权或准股权投资，并参与被投资企业的经营管理，以期所投资企业发育成熟后通过股权转让实现资本增值。根据目标企业所处阶段不同，可以将产业基金分为种子期或早期基金、成长期基金、重组基金等。

1.1.2 产业投资基金特点

产业投资基金具有以下主要特点：第一，投资对象主要为非上市企业。第二，投资期限通常为 3~7 年。第三，积极参与被投资企业的经营管理。第四，投资的目的是基于企业的潜在价值，通过投资推动企业发展，并在合适的时机通过各类退出方式实现资本增值收益。产业基金涉及多个当事人，具体包括：基金股东、基金管理人、基金托管人以及会计师、律师等中介服务机构，其中基金管理人是负责基金的具体投资操作和日常管理的机构。

1.1.3 产业基金投资过程

产业基金进行投资的主要过程为：首先，选择拟投资对象；其次，进行尽职

调查；当目标企业符合投资要求后，进行交易构造；在对目标企业进行投资后参与企业的管理；最后，在达到预期目的后，选择通过适当的方式从所投资企业退出，完成资本的增值。

1.1.4 产业基金进行投资的注意事项

产业投资基金对企业项目进行筛选主要考虑以下几个方面：首先，管理团队的素质被放在第一位，一个团队的好坏将决定企业最终的成败；其次，产品的市场潜力，如果产品的市场潜力巨大，那么即使目前尚未带来切实的盈利，也会被基金所看好；第三，产品的独特性。只有具有独特性的产品才具有竞争力与未来的发展潜力；以下依次是预期收益率、目标市场极高的成长率、合同保护性条款、是否易于退出等。

1.1.5 产业投资基金的退出方式

产业基金在所投资企业发展到一定程度后，最终都要退出所投资企业。其选择的退出方式主要有三种：

- 一、通过所投资企业的上市，将所持股份获利抛出；
- 二、通过其他途径转让所投资企业股权；
- 三、所投资企业发展壮大后从产业基金手中回购股份等。

1.1.6 产业基金投资与其他投资的比较

产业投资基金投资与贷款等传统的债权投资方式相比，一个重要差异为基金投资是权益性的，着眼点不在于投资对象当前的盈亏，而在于他们的发展前景和资产增值，以便能通过上市或出售获得高额的资本利益回报。具体表现为：

首先，投资对象不同。产业投资基金主要投资于新兴的、有巨大增长潜力的企业，其中中小企业是其投资重点。而债权投资则以成熟、现金流稳定的企业为主。

其次，对目标企业的资格审查侧重点不同，产业投资基金以发展潜力为审查重点，管理、技术创新与市场前景是关键性因素。而债权投资则以财务分析与物资保证为审查重点，其中企业有无偿还能力是决定是否投资的关键。

第三，投资管理方式不同。产业基金在对目标企业进行投资后，要参与企业的经营管理与重大决策事项。而债权投资人则仅对企业经营管理有参考咨询作用，一般不介入决策。

第四，投资回报率不同。产业投资是一种风险共担、利润共享的投资模式。如果所投资企业成功，则可以获得高额回报，否则亦可能面临亏损，是典型的高风险高收益型投资。而债权投资则在到期日按照借款合同收回本息，所承担风险与投资回报率均要远低于产业基金。

第五，市场重点不同。产业投资基金侧重于未来潜在的市场，而其未来的发展难以预测。而债权投资则针对现有的易于预测的成熟市场。

1.2 产业投资基金的运作

1.2.1 产业投资基金的发起

产业投资基金和证券投资基金一样，必须由直接从事实业投资的机构和非银行金融机构共同发起。发起人可以是一家投资机构和一家非银行金融机构，也可以是数家。大多数国家对此没有限制。

对于直接从事实业投资的投资机构作为产业基金发起人的资格，各国有不同的规定：

1. 对法人资格的规定。各国普遍规定，必须是依法成立的法人。我国应该是经工商管理部门批准的有限责任公司或者股份有限公司。原则上，自然人不作为基金的发起人。

2. 对资本金的规定。根据我国的实际情况，我们可以确定，全国性产业基金的发起人实收资本不少于5亿元人民币，区域性产业基金的发起人不少于2亿元人民币。

3. 对投资方向的规定。各国普遍规定，必须是与所发起的产业基金的投资方向相关的企业。

4. 对企业资信的规定。各国普遍规定，必须是资信良好，经营作风稳健，并在近年来未受到有关主管机构或司法机构的重大处罚。

5. 对从业人员的资格规定。各国普遍规定，从业人员必须具有熟练的基金管理的技能。

6. 为了规范产业基金投资行为，大多数国家规定，设立产业基金必须选择政府支持的产业项目，该项目具有良好发展前景与投资回报。所设产业基金名称必须能够体现基金资产的投资方向。

1.2.2 产业投资基金的运作

1. 产业基金的上市与转让

产业基金存续期达到一定期限（一般是一年），可以经有关管理机构的批准，向证券交易所申请上市。上市后运作基本与证券投资基金类似。产业基金上市后，公众持有的与定向募集的法人份额或单位一般可以随时转让，发起人认购份额一般在一定期限（一般两年）后可以部分转让，但必须继续持有一定比例的份额（一般为5%）。

2. 产业基金管理者与托管人

世界各国普遍强调，产业基金须委托管理机关批准的管理人管理。产业基金管理人是指凭借专门的知识与经验，遵守管理机关以及基金公司章程或信托契约有关规定，运用所管理的基金资产进行投资，谋求所管理的基金资产增值并使基金持有人获得收益的、具有独立法人资格的产业投资基金管理公司。

产业基金管理人除了须具备上述的设立产业基金发起人需符合的条件与资格外，还应具备如下条件：

- 至少有一个产业基金拟委托将成立的管理公司管理。

- 具有足够的产业基金管理人才。

- 如果基金管理人申请成为任何新设立基金的管理人，除满足上述条件外，还应满足下列条件：

- ①基金业绩良好，年收益率高于全国产业基金平均收益率；

- ②具备健全的内部风险控制制度；

- ③最近三年内无来自管理机关的重大处罚；

- ④所管理基金的资产与本身的运营资产严格分开，并坚持将其管理的不同基金资产分别设立账户，分别管理，分别核算；

- ⑤其董事、总经理及基金经理具有良好声誉和经验。

3. 产业投资基金的募集

- 项目储备

- 投资组合设定

- 产品研究设计

- 产品论证分析

- 销售体系建设

- 基金招股

1.2.3 产业投资基金的终止与清盘

如果出现下列情况之一的，产业基金应终止并清盘：

- (1) 基金封闭期满。
- (2) 持有基金份额（或单位）60% 以上的持有人要求终止基金，并经持有人大会决议通过。
- (3) 基金发生重大亏损，无力继续经营。
- (4) 因出现重大违规事件，基金被管理机关强制终止。

基金清盘时需组织清算小组，在管理机关的监督指导下，对基金资产进行专项清理。清算结果经注册会计师、律师鉴证并经管理机关批准后公告。基金清算后的全部剩余资产按基金持有人持有的基金份额（或单位）比例分配给基金持有人。

1.2.4 产业投资基金的退出渠道

- (1) 到期清算
- (2) 基金份额转让
- (3) 整体上市
- (4) 回购
- (5) 被投资企业上市
- (6) 其他转让办法

1.2.5 发展我国产业投资基金的对策

(1) 建立和健全法律法规，为我国产业投资基金的顺利运作提供法律依据。应该迅速制定有关产业投资基金方面的各项法律法规，使产业投资基金能够健康地发展。特别是应有操作性强的法规细则，使实际工作部门有明确的依据。

(2) 做好试点工作，有计划、有步骤地发展。产业投资基金应在国家急需发展的行业开展试点，例如科技新兴产业、国有企业重组等方面。试点取得经验后可以成立专业性和区域性产业投资基金。

(3) 研究和制定符合我国国情的产业基金运作模式。根据我国的实际情况，我国的产业投资基金采用公司型的封闭式模式较为合理。

(4) 建立强大的专家队伍，为产业投资基金的正常运行进行人才储备。为了



保证我国产业投资基金的顺利发展，除注重项目选择外，还应建立一支既精通政策、又熟悉业务的专家队伍。

（5）加强资本市场建设。建立多层次资本市场体系，为发展产业投资基金奠定良好基础。

第二章 国际产业投资基金概况

2.1 国际关于私募股权基金（即产业投资基金）的界定

产业投资基金名称虽然在中国已经有十多年的历史，但并没有较为规范的定义。在研究产业投资基金之前，需要先界定产业投资基金的范围，然后才能提出相应的规范建议。我们认为，中国产业投资基金的定义应该类似于国际上通称的 Private Equity Fund，或称私募股权基金。

私募股权基金虽然形成了一个规模庞大的行业（全球规模超过万亿美元），但是在法律上还没有明确的定义。根据美国联邦银行业监管条例^①，私募股权基金的定义为：

- 业务方向限于投资于金融 / 非金融公司的股权、资产或者其他所有者权益，并且将在未来将之出售或以其他方式处置；
- 不直接经营任何商业 / 工业业务；
- 任何一家金融控股公司，董事、经理、雇员或者其他股东所持有的股份都不超过 25%；
- 最长持续期限不超过 15 年；
- 并非出于规避金融控股监管条例或者其他商业银行投资条例目的而设立。

私募股权基金行业起源于创业投资（亦称“风险投资”），在发展早期主要以中小企业的创业和扩张融资为主，因此创业投资在相当长的一段时间内成为私募

^① 出处：Code of Federal Regulations: Banks and Banking, Chapter XV—Department of The Treasury, Subchapter A—General Provisions, Part 1500—Merchant Banking Investments (12 Code of Federal Regulations 1500.4)

股权投资的同义词。也因为如此，私募股权基金行业协会通常的名称都冠以“创业投资协会”（VCA）。从1980年开始，大型并购基金（如KKR）的风行使得私募股权基金有了新的含义。由于历史原因，各国对于私募股权/创业投资的定义也稍有差别。美国（NVCA）一般认为创业投资基金投资范围限于中小公司的初创期和扩张期融资，私募股权基金则涵盖所有为企业提供长期股权资本的私募基金（包括创业投资基金）。欧洲（EVCA）、中国香港（HKVCA）和中国台湾（TVCA）则将创业投资基金和私募股权基金完全等同，都是提供长期股权资本的集合投资形式。本文如未特别说明，创业投资基金和私募股权基金的含义均参照美国说法。

2.2 私募股权基金的历史简介

早期的私募股权基金是政府为了实现特定目的而设立的基金。这些目的可能是为了促进中小企业的发展，向之提供长期资本（英国）；可能是为了促进特定领域的科技研发（美国）；或者推动特定产业的发展（中国台湾）。私募股权基金作为一个成熟的产业出现是在20世纪80年代。杠杆并购基金的大量出现引发了不少争议，但在许多案例中为投资者提供了高额回报。

私募股权基金发展的最大障碍在于缺乏资金。私募股权基金的特点决定了公众资本很难成为其主要资金来源，需要依赖于私人资本或者金融机构投资。美国从20世纪70年代末开始放松对机构投资者的投资限制，允许养老基金投资于私募股权基金。英国也在20世纪70年代开始允许银行等金融机构投资于私募股权基金。欧洲各国也相继放松管制，允许银行和保险公司进入这个领域。

私募股权基金发展的另外一个重要动力在于税收处理方式的改变。有限合伙制的出现使得机构投资者可以在享受税收优惠的同时，承担有限的风险，并且方便不同司法制度下的投资者联合进行投资。大多数私募股权基金都采取有限合伙形式进行投资。不同司法制度下，某些公司还可能采取其他公司形式，如我国的有限责任公司制度。欧洲某些特定类型的基金采取了公开上市基金的方式，但是数量较少。

20世纪90年代是一个低通胀时期，固定收益证券（包括债券和优先股等）的收益率相对较低。大量金融机构的投资进入高绝对收益率的私募股权基金领域。这一时期是私募股权基金发展的高峰时期，也是创业投资的高峰时期。2000年之后的网络泡沫破灭对创投行业影响巨大，目前私募股权基金重新进入上升期。