

房地产丛书

房地产融资理论与实务

陈怡 彭岩 / 编著 ●



中国建筑工业出版社

房地产丛书

房地产融资理论与实务

陈怡 彭岩 编著

中国建筑工业出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产融资理论与实务/陈怡,彭岩编著. —北京:
中国建筑工业出版社,2005
(房地产丛书)
ISBN 978 - 7 - 112 - 07547 - 8

I. 房… II. ①陈… ②彭… III. 房地产—融资—
高等学校—教材 IV. F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 086072 号

房地产丛书

房地产融资理论与实务

陈怡 彭岩 编著

*

中国建筑工业出版社出版、发行(北京西郊百万庄)

各地新华书店、建筑书店经销

广东省肇庆市科建印刷有限公司印刷

*

开本:850×1168 毫米 1/32 印张:15 $\frac{1}{4}$ 字数:423 千字

2005 年 8 月第一版 2007 年 8 月第二次印刷

印数:2001—4000 册 定价:30.00 元

ISBN 978 - 7 - 112 - 07547 - 8

(13501)

版权所有 翻印必究

如有印装质量问题,可寄本社退换

(邮政编码 100037)

本书共分为 8 章,包括房地产融资概论、融资环境、金融市场、房地产企业融资分析、房地产项目融资、房地产资产证券化、房地产产业投资基金、房地产信托投资等。

本书在充分了解并借鉴国外有关理论及案例的基础上,立足我国房地产业发展及社会经济发展的国情,着重研究论述各类房地产项目可行的融资理论与实务,重点在于融资多元化的理论研究以及金融创新在房地产项目开发实践中的应用。

本书可作为高等院校房地产经营管理、投资分析、策划等专业方向学生学习房地产金融教材,也可供从事房地产投资、金融、经营管理、项目策划等相关行业人员参考使用。

* * *

责任编辑 常 燕 欧晓娟

前 言

近年来,我国房地产金融发展迅猛,但和发达国家相比,房地产金融市场还很不完善,房地产金融产品很少,主要依靠银行贷款,房地产融资相对困难。导致房地产投资的市场风险和融资信用风险高度集中于商业银行。在发达国家成熟的房地产金融市场上,除了传统的信贷方式外,各种房地产金融中介机构为房地产企业提供了种类繁多的融资产品,例如,公开上市、项目融资、企业债券、股权融资、产业基金、房地产信托等。这样不仅为提供融资的金融机构分散和管理风险提供了有效的手段,而且也市场投资者提供了多元化的金融产品,使房地产投资具有稳定的资金来源。

实践中从房地产项目融资角度出发的各类理论基础与实践还不够完善,融资渠道与手段还不够充分,不仅缺乏大量掌握有关融资理论和技能的高级人才,也缺乏培养这方面人才的书籍。本书力图突破目前对房地产金融的理解,也就是普遍适用于其他各个领域的金融业务不再作为专门的房地产金融内容,而是在充分研究房地产特有的资金运用规律和方法的基础上,着重围绕房地产项目与房地产企业讨论融资方式,希望有助于我国房地产项目投融资领域实践的进一步发展。

本书的编写在内容的选择上,既力求保持现实性,以满足在我国目前房地产市场发展水平下市场参与者对房地产项目融资知识的需求,又不失超前性,伴随金融创新的发展,引入了国际上各种先进和成熟的融资方式。本书在全面系统地研究房地产项目融资操作流程和方法的基础上,以案例操作说明,具有针对性强、实用性强的显著特点。

全书共8章,分为两个部分。第一部分包括第一章到第四章,主要阐述房地产融资的理论基础、融资环境、金融市场架构以及房

地产企业作为融资的主体所面临的挑战。第二部分包括第五章到第八章,主要针对目前金融创新的发展,围绕房地产项目与房地产企业,阐述与研究了房地产项目融资、房地产资产证券化、房地产产业投资基金、房地产投资信托的具体运用。全书由陈怡和彭岩编著,各章编写安排如下:第1~4章由彭岩编写,第5~8章由陈怡编写。陈怡担任主编,并对全书进行统稿审定。本书既可作为高等院校房地产经营管理类专业的教材,也可作为房地产企业从业人员的培训教材和参考资料。

本书在编写过程中得到广州大学教务处和经济与管理学院工程管理系陈德豪主任的大力支持,在此表示衷心感谢。同时,编者参阅过大量的国内外文献资料,在此不一一列举,一并表示感谢。由于经济形势的发展,房地产金融市场的不断完善,房地产融资的内容在不断丰富和更新,以及编者的水平有限,书中难免有疏漏与不当之处,敬请读者批评指正。

编 者

目 录

1	房地产融资概论	1
1.1	房地产及其资金运动	1
1.2	房地产融资基础	5
2	融资环境	15
2.1	融资活动与融资环境	15
2.2	财务融资环境的分类	16
2.3	融资环境的主要内容	17
3	金融市场	26
3.1	金融市场概述	26
3.2	货币市场	32
3.3	资本市场	50
3.4	外汇市场	72
4	房地产企业融资分析	75
4.1	企业融资的基本观念	75
4.2	融资方式与融资结构	85
4.3	融资成本与综合资本成本	89
4.4	筹资风险及其回避	97
4.5	资本结构决策	102
5	房地产项目融资	112
5.1	项目融资的概念	113
5.2	商业房地产项目融资	125
5.3	项目融资结构	140
5.4	项目融资风险管理	193
5.5	房地产项目融资租赁	218

5.6	项目融资结构案例	240
6	房地产资产证券化	248
6.1	证券化	249
6.2	资产证券化	267
6.3	特设目的机构 SPV	296
6.4	房地产资产证券化	309
6.5	房地产抵押贷款证券化	328
7	房地产产业投资基金	341
7.1	产业投资基金	342
7.2	房地产产业投资基金	366
7.3	房地产产业投资基金的发展	381
7.4	房地产投资基金案例	396
8	房地产投资信托	404
8.1	现代信托	406
8.2	房地产信托	411
8.3	房地产投资信托	426
8.4	房地产信托案例	467

1 房地产融资概论

1.1 房地产及其资金运动

1.1.1 房地产及其特征

1. 房地产的概念

房地产是房产与地产两种财产的合称,是以房与地的这种物的存在为前提的一种财产形态,是土地和附着于土地之上的房屋等建筑物以及构筑物所构成的物质形态在经济上的体现,是房屋与土地的经济形态,它涉及到权属关系。房产和地产都是与一定所有制关系下的房屋和土地相关联的,产权的形成、转让、抵押和租赁等是房地产经济活动的主要内容。房地产的各种经济活动的实质就是其权属(产权)的运行过程,因此,房地产不仅是指土地及土地附着物,而且还包括由此而衍生的各种权属关系。

2. 房地产的特征

房地产作为一种财产,与其他形态的财产相比,具有如下的物质性质方面的特征和经济性质方面的特征。

(1) 房地产物质性质方面的特征

固定性。属于不动产的房地产,从建设到使用始终固定在某个确定的场所,不能移动。除非自然毁损和人为拆除,它是一直建立在一定的地理位置上的。

多样性。房地产受地质、地形、水文、气候等自然条件的限制影响,同时还受文化、风俗、民族习惯等社会因素的影响,这些影响都会导致人们对房地产的需求不同,也决定了房地产在不同地区、不同条件下存在着异质性,从而导致房地产生产的单件性和房地产本身的多样性。

耐久性。房地产的使用价值具有耐久性,如果不是人为原因或自然灾害,使用年限可长达几十年,在整个使用年限里都能基本保持原有的使用价值,从而也使房地产服务具有长期性的特点。

体积大。房地产的外在形态一般都比较比较大,要占相当大的空间。随着现代社会城市化发展和人们生活水平的提高,房地产的建筑标准在提高,房地产规模也在扩大,从而导致房地产的生产跨年甚至跨若干年,客观上也决定了某些房地产生产的长期性。

(2) 房地产经济性质方面的特征

房地产所处的地理位置对其价格有着重大影响。由于房地产所处场所的固定性,使得购买者或承租人对房地产的选择,深受该房地产周围的交通、就业、购物和文化教育设施等条件的影响。这些条件的好坏直接影响了房地产的价格,此外,土地的价格又受土地的地段价差影响,处在有利区位的房地产价格就高;反之则低。

房地产的单件性使得房地产估价显得日趋重要。由于房地产本身的多样性,为了实施房地产的交易,需要有专门的机构和人员从事房地产估价工作,以便能够公平有效地实现房地产的交易。

房地产产权具有可分割性,投资者可以以出售或出租等方式寻求投资回报。所有权是法定权利的集合体,它包括占有权、使用权、收益权和处分权。在必要的情况下,这些权利可以分别出售或转让给不同的生产者和消费者,甚至随着社会经济的发展和需要,以上权利可以分割并重新组合,产生新的权属状态,如租赁权、信托权、抵押权、可保权益等。在房地产交易中,房地产所有者既可以以出售房产的方式转移房屋产权和土地使用权,也可以在保留房屋产权的情况下转移一定期限的房屋使用权,如房屋出租等。房地产产权的可分割性,也为房地产金融的多样化运行,如房地产抵押、房地产典当、房地产信托、房地产保险等,提供了可能和法律上的保障。

房地产生产投资大。房地产在生产过程中,从土地征用、规划、设计到委托施工,要投入大量的人力和物力,单位产品的价格

较高,房地产的购买者也需要投入大量的资金,这也为金融机构介入房地产领域提供了机会。金融机构可为房地产开发和消费提供融资服务。

1.1.2 房地产开发资金运动及其特点

1. 房地产开发资金的循环运动

房地产开发活动中的资金随着开发经营活动的进行不断地循环运动。房地产产品的生产和再生产,依次经过供应、生产和销售阶段,资金也相应从货币资金形态经过储备资金形态、生产资金形态(在建工程,包括在建场地、在建房屋、在建配套设施等)、成品资金形态(产成品,包括完工土地、房屋、配套设施等开发产品),以及结算资金等各种不同的形态,然后又回复到货币资金形态进行循环周转。在准备阶段,房地产开发经营者用货币购入物质资料以及土地使用权,这时,货币资金就转化为储备资金;在生产阶段,房地产开发经营者在建筑地块上投入物质资料,用货币资金支付人工费和生产费用,使储备资金和一部分货币资金转换为生产资金,产品完工后,生产资金又转化为成品资金,在销售阶段,房地产开发经营者将产品出售,进行结算,收回价款,成品资金又通过结算资金转化为货币资金。

房地产开发经营的资金运动,不仅要通过供应阶段、生产阶段和销售阶段,而且要在各个阶段循环反复(除了一次性的房地产项目公司外)。资金在同一时期中经历各个阶段,各种形态的资金在空间上并存,时间上继起,从而使房地产业经济活动不断地运行,资金在循环周转中不断增值,房地产的生产和再生产不断地进行。

2. 房地产开发经营资金运动的特点

由于房地产存在着物质性质方面和经济性质方面的特征,房地产开发资金运动也就有着与一般商品生产和流通行业不同的特点。这些特点归纳起来主要有:

(1) 资金投入量大

相对于一般商品来说,房地产产品单体价值较大,在房地产生产和再生产过程中,房地产产品的生产、流通和消费的每一环节都

要花费大量资金,否则难以实现房地产的价值和使用价值。

(2) 整体资金周转慢,资金使用的中长期性质明显

房地产产品从开发到可交付使用,其生产工期短则一年,长则数年,才进入流通和消费领域。由于房地产的投资回收可以采用出售、出租方式来实现,其中出租和采用分期收款出售的,投资回收期可长达几十年。资金完成一次周转的时间较长。无论在生产还是在消费领域,中长期信用的性质非常明显。

这首先表现在房地产开发企业及开发产品的生产性融资上。房地产开发产品(以下简称开发产品)的生产性融资期限较长,主要由以下几个因素决定:一是开发产品本身的生产周期较长。开发产品的单件性和固定性等固有特点,决定了开发产品从其投资的项目策划和可行性研究开始,到开发产品及其必需的使用配套设施全部建成,通常都是跨年度的,甚至是跨多个年度的。二是现代城镇房屋的高层化影响了生产周期的缩短。随着城市化和经济与社会不断发展,城镇土地的稀缺度越来越高,由于在一定区域内土地的自然供给弹性为零,因此,为了解决土地供给与需求的矛盾,只有在土地的经济弹性上做文章,即在其他条件一定时,通过增加房屋的楼高,提高土地容积率来求得城镇土地供求的相对均衡,所以,现代城镇尤其是大中城市的房屋开发产品,是以建高层房屋为特征的。而开发产品的施工难度一般是随着楼层的增加而加大的,施工难度的加大必然影响开发产品生产周期的压缩。三是开发产品生产建设资金往往要延续到开发产品建成以后的数月甚至数年才能全部收回。这主要是因为有相当一部分开发产品并不能在其建成时就全部售出。如果能采用预售方式,情况无疑会好一些。但值得注意的是,开发产品预售必然使住房交易中本来就比较严重的信息不对称现象更加严重,从而必然使开发产品购买者的购房风险加大,因此,在成熟的房地产开发产品市场上,开发产品预售在全部销售中的比重是很有限的。

开发产品金融的中长期信用特征更突出的是表现在开发产品的消费性融资上。因为开发产品特别是住宅消费是一种典型的耐

用消费品,价值大、价格高,对普通人和一般家庭而言,通常只能进行负债消费。同时,由于一般个人和家庭都是按月取得劳动报酬和收入,因此,当他们进行开发产品的负债消费时,对购买所产生的高额负债,只能按月逐步偿还,而且,为了不过大影响其他正常消费支出,每月用于住房消费的支出也是很有限的,这样,购买住房的高额债务的偿还时间必然很长。事实上,现实中大部分家庭通过贷款买房的偿债时间,一般少则 3~5 年,多则 30 年。

(3) 资金运动受地域影响大

房地产属于不动产,其生产、流通和消费都要在同一地域才能完成,加上房地产的购买者或投资者往往受国籍、城市户口等的限制,使得房地产的流通和消费有一定的地域性,从而导致房地产资金运动也会受地域的影响。

(4) 房地产资金的增值性

由于房地产地理位置的排他性和每个确定场所的稀缺性,随着经济的不断发展和人们生活水平的不断提高,房地产的需求也不断增大,造成一定时间和特定地点上的供需矛盾加剧,从而使得房地产的价格上扬,房地产资金的增值性越发明显。

1.2 房地产融资基础

1.2.1 房地产开发经营与融资

1. 房地产开发企业与融资

(1) 企业组织形式

企业,是指以盈利为目的从事商品和劳务生产经营的经济组织。它是现代社会中人们从事商品生产和经营的重要组织形式。企业组织形式多种多样,其中最主要的三种类型是独资企业、合伙企业和公司。

1) 独资企业

独资企业是归个人所有的企业,它没有独立于企业所有者之外的财产,没有自己的组织机构。

在独资企业里,企业的所有权和经营权是统一的,企业主既是企业的所有者,又是企业的经营管理者;企业内部的所有、经营与劳动的关系或是统一的或是分离的;企业所有者对企业债务负无限清偿责任;企业的建立或关闭、经营和管理受内部和外部制约较小,比较灵活,自主权充分。但企业资金来源有限,规模较小,发展缓慢且稳定性较差。

2) 合伙企业

合伙企业是由两个或两个以上的合伙人共同出资组建的企业。与独资企业相比,合伙企业的一个基本特征是业主多于一人。它包括两种类型:一般合伙企业和有限合伙企业。在一般合伙企业中,每个合伙人都对企业的债务负无限连带责任,每个合伙人的行为都代表整个企业而不是个人,合伙人之间要订立书面或口头形式的合伙协议。在有限合伙企业中,一个或多个于一个的合伙人仅以自己投入企业的资本对债务承担有限责任。但是,要成为有限合伙人,需满足以下条件;至少存在一个一般合伙人对企业债务负无限连带责任;有限责任合伙人的姓名不能在企业名称中出现;有限责任合伙人不能参与企业的经营管理。

3) 公司

公司是依法组建的具有法人资格的企业,它有独立于公司所有者之外的自身财产,有自己的组织机构,能独立承担民事责任和享有民事权利。

在现代社会中,公司的基本类型有以下两种:

有限责任公司。有限责任公司是指由两个或两个以上的股东共同出资,每个股东以其所认缴的出资额对公司债务承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业法人。无论出资多少,每一位股东都有一票表决权。有限责任公司的资本不表现为等额股份,不能向社会公众发行股票募集资金。其基本特点是:股东以其出资比例享受权利,承担义务,对公司的债权人不负直接责任,在公司破产或解散时,仅以在公司中的投资承担有限责任,不涉及个人财产,因而是典型的“资合公司”(相对于以个人信

用为基础的人合公司);公司不公开发行股票,股东协商确定各自的出资额,公司给股东出具书面的股份权利证书;公司股份不能随意转让,股东若要转让其股份,须经全体股东同意,现有股东拥有优先购买权。公司股东通常直接参与公司的经营管理。

股份有限公司。股份有限公司是指注册资本由等额股份构成并通过发行股份(或股权证)的方式募集资本,股东以其所认购的股份对公司债务承担有限责任,并享有相应的权利,公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。其基本特点是:公司的资本总额划分为等额股份;股东以其所认购的股份对公司债务承担有限责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任,在公司破产或解散时,公司债权人只能对公司的资产提出要求,无权直接对股东进行起诉,因而也是典型的“资合公司”;经批准,公司可以向社会公开发行股票,股票可以交易或转让,但不得退股;股本数不得少于规定的数目,但没有上限;股东以其持有的股份,享受权利,承担义务,每一股有一票表决权。

在上述三种企业组织形式中,公司特别是股份公司,因其股东对公司债务仅承担有限责任和通过股票的自由买卖转移股权,使得公司这种组织形式更有利于企业融资,责权利分明,从而成为现代企业的一种典型组织形式。

(2) 房地产开发企业融资的主要内容

房地产开发企业(包括独资企业、合伙企业和公司各种组织形式的企业,以下简称开发企业),是以房地产开发和经营取得盈利的营业性组织。

开发企业要从事房地产开发经营活动,必须具备一定的物质条件,这些物质条件只能由投资者提供。也就是说,开发企业要从事生产经营活动,必须筹集到与其开发经营性质相适应的法定资本。随着房地产开发经营活动的开展和规模的不断扩大,开发企业必须不断补充开发经营资金,追加开发经营投入。一般说来,开发企业所需资金来源于两个方面:一是投资者投入的资金,即自有资金;二是债权人投入的资金,即负债。不论是自有资金还是负

债,在现代市场经济条件下,开发企业都是以信用方式从金融市场上取得的,因此,开发企业与金融市场有着密切的联系。在现代市场经济条件下,一个企业要取得成功,仅靠有限的自有资金是不够的。资金的筹措是企业顺利经营和运作的前提。特别是对于房地产开发企业,房地产市场是资金高度密集的运作体,可以说,没有资金就没有房地产。开发投资规模大、周期长、房地产价值昂贵等特点使得房地产开发、投资需要的资金量巨大,并且急于扩大再生产,因此融资就成了房地产开发商最关心的问题。开发资金的筹措在其开发经营中占有很重要的地位。

融资是指任何一个企业在金融市场上以信用方式筹措资金的活动。企业融资涉及的内容包括:

1) 融资方式。企业融资都是借助于一定的方式进行的,因此,企业在融资活动开始之前,必须首先明确企业可以选择的融资方式有哪些。同时,融资方式还是企业融资决策的重要工具,融资成本和融资风险的分析,以及融资结构的确定都是借助于融资方式进行的。因此,研究融资方式对于融资具有重要的意义。

2) 融资成本和融资风险。融资是要付出代价的,即存在融资成本,同时,融资还面临风险,即存在融资风险,不同融资方式下的融资成本和融资风险又是不同的,因此,企业融资必须考虑融资成本和融资风险。

3) 融资结构与融资效应。企业融资体现为按照一定的融资方式筹措一定量资金的活动,结果是形成一定的融资结构。由于融资是有成本和风险的,不同融资方式下的融资成本和融资风险是不同的,进而由不同融资方式及其融资量构成的不同融资结构下的融资成本和融资风险也是不同的,因此,企业融资必须分析由融资所带来的融资结构的变化对融资成本和融资风险的影响,即融资结构与融资成本和融资风险之间的关系,为公司融资决策提供理论依据。

4) 融资决策。融资决策就是对融资方式的选择及其融资量的确定。融资决策的主要依据是融资成本和融资风险。

5) 融资操作。融资有多种方式可供选择,不同融资方式下的融资条件、操作程序是不同的,因此,为保证融资活动的顺利进行,企业融资必须明确各种融资方式的融资操作规范。

2. 房地产项目融资

随着当代经济和技术的发展,一些大型开发性项目(大型油田开发、大型电力建设开发等)的规模越来越大,耗资金额、项目风险也随之不断增加。如果采用传统的公司融资方式,将没有人敢于参加项目的投资。因为,一旦项目失败,投资者不仅无法收回在项目中的投资,还可能牵扯到其他的业务和资产,甚至破产。房地产项目开发也具有类同的性质,在这种背景下,项目融资方式便应运而生。

(1) 项目融资的概念及融资的模式

1) 项目融资的涵义

项目融资在世界一些国家出现已有 20 多年,但作为学术用语,迄今为止还没有一个公认的定义。不同的人,站在不同的出发点,所下的定义也不尽相同。但是在众多的定义中存在着共同的东西,即项目融资的本质:

首先,项目融资必须存在一个经济实体,又称之为项目公司。项目公司是为项目的开发而特别成立的一个组织,是借款人或者是债务的承担者,也是债务的偿还者。

第二,偿还项目贷款的来源必须明确。用来偿还债务的资金主要来源于项目运行所得的收益。如果项目运行后效益不好,即项目的净利润不能全部偿还债务,债权人只能从项目本身的资产中或其他信用中收回贷款,而不涉及到项目以外的任何项目。所以,项目融资是一种无追索权或有限追索权的贷款。

2) 项目融资的特点

传统的融资方式通常是指企业用本身的资信能力所安排的融资。借款人(外部资金投入者)在决定是否对该公司投资或者为该公司提供贷款时的主要依据是该公司的资产、负债、利润及现金流量的情况,而把该公司所要投资的具体工程项目的现金流量和收