

房地产信托

风险管理与案例剖析

胡 鑫 编著

交易结构 全景呈现

风险因素 敏锐透视

经典案例 深入剖析



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

房地产信托 风险管理与案例剖析

胡 鑫 编著

● 交易结构 全景呈现

● 风险因素 敏锐透视

● 经典案例 深入剖析



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产信托风险管理与案例剖析/胡鑫编著. —北京: 经济管理出版社, 2016.12

ISBN 978-7-5096-4719-6

I. ①房… II. ①胡… III. ①房地产投资—信托投资—投资风险—风险管理

IV. ①F293.338 ②F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 270818 号

组稿编辑: 杨国强

责任编辑: 杨国强 张瑞军

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 19

字 数: 236 千字

版 次: 2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4719-6

定 价: 68.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前言

房地产信托常见的类型包括传统贷款型、股权投资型、复合型和其他创新类型。房地产信托的风险涉及多个方面，既包括经济、货币与地产行业政策等宏观层面，也包括信托项目本身所涉及的信用风险、交易结构风险等微观层面。

宏观方面，近年来国家经济形势及货币、地产行业政策发生了很大变化。中国经济在经历了多年的高速增长后，逐步进入调整经济产业结构、保持中高速增长的新时期。伴随经济发展趋势的调整，货币政策亦经历了“四万亿”时期的宽松供应，到2012年中期的适度紧张，再到2014年以来为了保增长、促进企业融资的相对宽松时期。在行业政策方面，房地产行业经历了黄金十年后，相继迎来了“国八条”、“国十条”等艰难时刻，致使房地产企业的股权融资、银行贷款融资等渠道受阻，而房地产信托则以其较强的灵活性和相对宽松的监管政策，获得了飞速发展。但是，在当时严格的调控政策下，企业融资后销售受阻，使得很多房地产信托遭遇兑付危机，给风险控制工作带来了严峻挑战。2014年开始，国家为了去库存、促消费，逐步松绑地产调控政策，地产企业通过债券、银行信贷等渠道进行融资逐步好转，部分大型地产集团信托融资成本甚至低至5%~6%，房地产信托业务开展面临很大困难，能够接受信托公司高融资成本的房地产企业资质一般，因此，虽然国家信贷环境及房地产行业景气度均有所回暖，但信托公司的风险防控任务仍然不能松懈。

微观层面，在各线城市房地产景气度逐步分化、房地产企业逐步整合的大背景下，交易对手的情况也参差不齐。另外，随着信托创新业务的开展，以及规避监管政策的需要，交易结构更为复杂的房地产信托产品日益增多，给房地产信托风险控制工作带来了难度。房地产开发是专业性很强、区域差别大、资金密集型的行业。房地产开发涉及很多复杂的环节，包括获得土地、取得各项批证、建设、验收、销售等。无论哪个环节出现问题，都可能使得整个项目失败。因此，相关从业人员对于专业知识的积累非常重要。

由于目前信托从业人员总体呈现年轻化特征，且随着大资管时代的来临，信托公司资深的项目经理及风控人员流失严重，导致信托公司熟悉房地产信托风险管控的人员明显不足。目前，市面上尚无针对房地产信托风险防控的专门书籍。本书结合目前行业发展的背景，以房地产信托的风险控制为核心，对常见的风险点、风控措施、风险案例进行了大量列举和总结。同时，由于信托行业与证券公司、银行、房地产开发企业等其他机构合作紧密，核心内容殊途同归，目标一致，本书亦可作为相关从业者的工作参考，受众广泛。

本书以认识房地产企业开篇，力求为从业人员了解地产企业提供一个新的视角。第二章进入信托风险控制措施的梳理和应用案例介绍，第三章逐步深入总结各类房地产信托模式的交易结构设计与风险控制要点。针对最为复杂的投资类房地产信托，本书在第四章列举了6个经典案例进行重点分析。在第五章，又以多个风险案例强化对房地产信托的认识和理解。最后一章基于风险控制前移的思想，本书回溯至房地产信托开展后最初阶段，即“尽职调查”，力图将前五章所讲述的风险点、风险意识融合于一份完整详尽的尽职调查指引中，相信本书能够为广大金融从业者了解房地产信托投融资提供丰富的知识资源。

由于作者本人经验及业务知识仍有欠缺，如有不足，欢迎各位读者指正。

目 录

第一章	认识房地产企业——基于开发流程与财务管理角度	001
第二章	房地产信托风险与防控措施	025
第一节	房地产信托常见风险及应对措施梳理	025
第二节	房地产信托重要风控措施详解	030
第三节	房地产信托重要风控手段应用案例解析	070
第三章	房地产信托主要交易类型	091
第四章	投资类房地产信托案例	127
第一节	信托型房地产投资信托案例	127
第二节	有限合伙型房地产投资信托案例	148
第三节	公司制房地产投资类信托	155
第五章	房地产信托风险案例	161
第六章	房地产信托项目尽职调查指引	197

附 录	219
附录一 房地产企业访谈提纲	219
附录二 房地产信托项目所需资料清单	220
附录三 重点房地产开发企业名单	226
附录四 房地产信托的相关法律法规	232
参考文献	297

第一章 认识房地产企业

——基于开发流程与财务管理角度

房地产企业所生产的“产品”既关系到民生，也关系到一个城市的规划发展和经济增长。因此，其开发建设需要分阶段取得若干资质和许可证，建设期往往超过一年，销售需要满足一定条件并且经过监管部门批准。不难看出，房地产企业在运营过程中有着自身的鲜明特点，从而造就了地产公司财务独特的特点。每一个信托项目都需要对房地产企业进行财务尽职调查，因为财务管理是房地产企业经营的重要核心，是房地产企业经营情况的全面反映，只有理解了房地产企业的财务特点，才能更好地评判交易对手。

由于房地产开发项目在各个阶段特点不同，其财务核算的侧重点也有所不同。具体来说，房地产开发阶段可分为可行性研究阶段、获得项目开发用地阶段、项目公司的设立和项目前期准备阶段、项目建设开发阶段、房地产销售及利润分配阶段。上述开发流程，决定了各阶段地产开发企业财务管理的核心内容，即：①筹措项目开发资金；②核算土地价款及后续建设开发成本，管理经营收支，有效控制成本；③监控产品销售进度，尽量加快回款节奏；④完成收入及成本的结转，核算企业利润，缴纳税款。

一、可行性研究阶段

在一线城市，土地成本已经占据项目开发成本的 50% 以上。地产企业一般会在土地购买前就对目标地块进行可行性分析，把开发风险管控和成本控制做在前端，具体的考虑因素包括区域市场、目标客群、售价和地价的关系（现金盈余空间）、内部收益率、产品嵌套、规划方案、开工条件等。根据可研结论，制定土地价格的获取上限。一旦获得目标地块，就迅速开工，早日达到预售条件。

地产行业属于资金密集型行业，在进行项目决策以及项目最终核算时，IRR（内部收益率，Internal Rate of Return）是一个关键指标。IRR 是指资金流入现值总额与资金流出现值总额相等、净现值等于零时的折现率。IRR 指标被细分为项目整体 IRR、自有资金 IRR 以及股东投入资金 IRR 等。如果项目需要举债，则自有资金 IRR 需要大于项目整体 IRR 才具备可行性。很多房地产企业内部和投资类房地产信托项目（可参见本书第四章投资类房地产信托“案例一”）都以 IRR 作为重要考核指标（如可通过房企最高能接受的地价测算 IRR）。这是因为，不管是股东投入，还是债权借款，都面临机会成本、资金成本以及通货膨胀的影响。IRR 的优点是能够把项目寿命期内的收益与其投资总额联系起来，将项目的 IRR 与同行业基准投资收益率对比后便可以确定该项目是否值得建设，揭示在现有投资期内，所投入的资金每年可以赚取多少，以及是否可以承受通货膨胀和资金借贷成本。

对于房地产项目来说，首先 IRR 应该满足银行大额存单利率约 3.2%，通货膨胀率 6%~8%，以及 2%~3% 的收益，则 IRR 的基准水平一般定在 12% 左右。通过对项目现金流入和流出进行简单假设可以发现，不同情况

下的 IRR 测算值差异很大（详见表 1-1），这就要求在项目建设前要就项目本身条件的建设、销售、各项证照的获取时点进行充分调研，考虑融资到位时间、回款时间和回款条件、设计部出规划图、工期与工程付款节点等因素，并做相应压力测试，同时在项目运行过程中进行动态监控，随时进行调整，保证 IRR 决策的有效性。

表 1-1 不同预测条件下项目 IRR 的差异表现

方案一	第一年	第二年	第三年	
拿地	-120			
建设	-5	-10	-5	
销售	80	60	40	IRR
期末净现金流	-45	50	35	60%
方案二	第一年	第二年	第三年	
拿地	-120			
建设	-5	-5	-10	
销售	60	70	50	IRR
期末净现金流	-65	65	40	43%
方案三	第一年	第二年	第三年	
拿地	-120			
建设	-5	-5	-10	
销售	55	65	55	IRR
期末净现金流	-70	60	45	34%

二、获得项目开发用地阶段

主流地产公司均对土地储备的比例有一定的规划。随着全国地价的普遍攀升，以及企业持续经营的需要，地产企业都面临着以合理价格获得具有开发前景土地的难题。为了控制项目管理层的拿地决策和后续开发风险，包括万科、碧桂园等企业都在实施合伙人制度，通过项目跟投制度控制风险，并激励管理层实现利益最大化。

房地产企业获得项目开发用地的方式主要包括参与招拍挂和前期土地

整理、股权收购、债权收购等。

我国大部分商业土地一般通过招拍挂这一较为透明的方式取得。《根据城镇国有土地使用权出让和转让条例》的相关规定，以出让方式取得土地使用权进行房地产开发的，必须按照土地使用权出让合同约定的土地用途、动工开发期限开发土地。一个全国性的地产企业，可能在全国各个目标城市参与多个目标地块的竞拍，这需要大额的投标保证金。有的企业通过债务方式取得，有的则通过过桥资金取得。或反映在债务科目，或反映在其他应收款科目。在实际业务中，资金链紧张的企业甚至可能无法支付投标保证金。地产企业取得土地后，一般按照土地竞拍价格将土地核算计入存货科目。土地没有拿到所有权前，也有可能计入其他应收款或者预付账款。如果成功取得地块，那么地产企业需要统筹后续各期土地款的缴纳资金，并支付相关税费。为了偿还拍地时的借款或进行后续开发，房地产企业取得土地使用权后会迅速进行质押融资。

还有一种独特但较为普遍的方式是，地产开发商先与政府展开前期合作，由地产企业出资对标的地块实施拆迁和安置补偿，上述工作完成后，进入招拍挂程序时，政府会根据地产商和标的地块的情况，设定一定的竞买条件，如承担前期拆迁安置费用等，这些条件将会导致其他不熟悉项目情况的竞买人放弃竞买，前期进入的开发商则顺利获得土地使用权。该种获得土地的模式主要面临政策变化风险、前期资金投入风险、土地一级开发进度风险、不能成功竞买土地的风险等。为应对风险，地产企业通常签订全面的前期开发合同，对项目投入的资金进行严格预算，并签订与竞买相关的保密协议。

以股权受让方式间接取得的土地使用权，地产企业（受让方）主要考虑受让标的风险以及受让项目的风险。首先是收购标的股权的合法有效

性，特别是涉及外资股权和国有股权两种情况，必须遵守法定程序，避免导致转让无效。其次是标的项目的风险，特别是收购股权后对于标的公司原有债务或负担的继承，包括未披露债务、未决诉讼、欠税等。

通过收购债权的方式，主要是地产企业将债务人拟进行抵债的地产项目或土地使用权以司法诉讼的方式过户至自身名下。从一般流程看，第一，原债权人与地产企业达成债权转让协议。第二，转让双方将债权转让的事实向土地使用权人或在建工程所有人进行通知。第三，受让人提起诉讼，要求债务人以上述资产进行抵债，签订债务抵偿协议。第四，法院出具判决书或调解书，完成资产转让的变更登记。在该过程中，受让方主要关注的是：①债权是否能够被转让，最好要求原债权债务人对债权瑕疵承担连带担保责任；②债权是否已经过诉讼时效，最好明确通知期限和格式；③债权人怠于履行债权转让通知义务的风险。

对于股权受让和收购债权两种方式，应参照《企业会计准则第7号——非货币性资产交换》、《企业会计准则第20号——企业合并》、《企业会计准则第12号——债务重组》进行财务处理。

三、筹备阶段

地产企业一般会成立专门的项目公司对所获得的地块进行后续开发。筹备阶段的主要任务是办理项目公司的成立手续、项目融资、进行项目概算以及规划设计。

成立项目公司包括验资、拟定章程、领取执照、开户等一系列程序。财务管理的重点主要包括资本金以及前期费用，特别是股东现金类/非现金类资产的投资，以及拆借款、信托公司或其他公司的债务性或股权投资的核算。地产企业还将着手购买原材料、机器设备、固定资产等，上述环节

将涉及物资的成本核算。在成立过程中发生的验资费等支出则应纳入长期待摊费用科目进行核算。

对于大型地产企业来说，其在项目地块摘牌前就已经对项目定位、规划、盈利预测、投标价格等因素做好统筹规划，以便在取得项目地块后，能够迅速开展建设工作，实现资金回笼。目前，主流房地产企业从拿地到预售的时间均在 6~10 个月左右（市政、售楼处、样板间、绿化及建设穿插进行），首次开盘销售比例一般不低于 5~8 成，现金流回正要求在一年左右。

表 1-2 主要房企从拿地到开盘时间统计

房地产企业名称	拿地到开盘时间
万科地产	南方 8 个月，北方 9 个月
绿地集团	6~10 个月
保利地产	7~10 个月
中海地产	9~11 个月
恒大地产	6~8 个月
碧桂园	6~8 个月
华润置地	7~10 个月
世茂房地产	6~9 个月
龙湖地产	6~9 个月

资料来源：CRIC，2013。

项目总投资是指项目从拍地到竣工交付这一过程中所有费用之和，主要包括土地及拆迁费用、前期费用、建安费用、基础设施建设费用、公共配套设施费用、开发间接费用、财务费用、销售费用、管理费用、不可预见费用等。在进行项目总投入的测算后，需要进行项目资金的筹措。

对于自有资金的认定是一个关键问题，即要确认自有资金是否达到监管部门的规定比例，这涉及对于自有资金来源和金额的认定。具体看，土地使用权、固定资产或其他实物方式投入的资本金，应注意其价值的核

算,原则上讲,评估溢价部分不应作为资本金。与项目无关的土地或股东资产,应该予以剔除。如果一个地产公司名下有多个在开发项目,应将资本金在多个项目中进行合理分配。应重点关注实收资本是否与注册资本一致且足额到位,是否存在大股东抽逃出资的情况,资本公积和盈余公积的形成是否符合现行会计制度的规定;未分配利润是否存在虚增的情况等。也可通过开发成本验证自有资金投入比例,即,从项目公司存货科目中的开发成本余额减去有息负债余额(如有)和预售收入(如有),可大略等于地产企业自身投入的资金。

四、筹资活动与负债管理——重点关注债务管理、假按揭、利息支出的核算

(一) 债务管理

目前,房地产企业资金来源较为多样(如表1-3),包括自有资金、债券、金融机构融资、销售回款、施工方垫资等。作为地产企业,应该重点把控资金筹措的渠道、金额、成本、汇率、时间匹配性、还款来源(包括流动性管理)。既要保证项目建设资金链不断裂,同时也要合理控制资金成本。符合条件的融资成本最终会资本化,因此受利率影响大,一个地产项目,原则上应尽量实现快速周转,否则每延长一年,需分摊的利息费用都将翻倍,大大降低项目的盈利能力。

表 1-3 某地产企业期末负债明细

单位:元

项目	金额
直接银行借款	8000000.00
间接银行借款	18300000.0
民间借贷	143630516.0
银行按揭	14621306.4

续表

项目	金额
税收滞纳金	256400.3
工程、材料款	5156406.27
往来款	6486172.03
诉讼判决	230000000.0
退房	—
房屋租金及滞纳金	—
其他款项	6989879.03
预收房款	78627060.9
应付利息	132545.20
合计	85749485.13

注：①间接银行借款为：企业通过其他企业法人或自然人提供担保而间接向金融机构取得的银行贷款；②民间借贷指企业向非金融机构的企业法人或者自然人借入的款项；③银行按揭指企业向金融机构取得的房屋按揭贷款，该部分按揭款实际使用人为企业，并记在“其他应付款”项下。

地产企业通过预售取得的价款通常在预收账款中核算，是一种名义上的负债。由于房地产项目建设周期相对较长，因此，虽然企业在实现预售的时候，同时获得了货币资金，但货币资金的周转要明显快于预收账款，导致预收账款在一定时期内作为短期负债存续于企业财务报表，造成项目竣工前地产企业资产负债率较高。如果想要了解地产企业在某个时点的负债压力情况，去掉预收账款测算净负债率也是一种方式。但前提是，与预售账款挂钩的待交付存货不会发生大额的应付工程款、税费等，否则，盲目去掉预收账款而计算资产负债率是不准确的。

(二) 假按揭贷款

按揭贷款的全称是购房抵押按揭贷款，是指购房人支付一定比例的首付款，剩余款项则以所购买的房产作为抵押，向银行申请抵押贷款。申请成功后，银行将剩余款项代替购房者支付给地产商，购房者则按月向银行支付贷款本金和利息。一般而言，按揭贷款需要将房产抵押，同时要求开

发商为购房人的贷款行为进行担保。商业银行有权从购房款中扣除一定比例的保证金，一旦购房者还款违约，银行将直接扣除保证金。对于银行来说，按揭贷款是一项相对优质的信贷资产，对于购房者来说，按揭贷款解决了资金难题。但需要注意的是，一旦按揭贷款被开发商利用，也就是说，贷款主体由购房者变成了开发商，将变成以按揭贷款变相套取银行资金的行为，俗称假按揭。

假按揭一般包括以下特征：一是购房合同可能没有正常合同填写的完整；二是通常由地产企业负责支付银行利息与本金；三是可能存在与虚挂企业的资金往来；四是房产在“卖出”后仍被闲置，小区入住率较低；五是将按揭贷款记为短期借款而非预收账款。

假按揭的一般操作手法为，地产公司以其内部员工及关系人的身份办理银行按揭购买房屋，由地产公司承担按揭办理的本金及利息。报告期后再办理销售退回手续。在办理假按揭后，地产公司内部员工的工资均出现明显增加，主要是为了偿还每月按揭本息，同时造成管理费用大幅增长。

通过上面的例子可以看出，假按揭是一种违规的融资手段。假按揭既可以使得企业提供销售收入增加利润，同时也可以让企业从银行获得低成本的资金，并吸引客户。

（三）利息支出的核算

利息支出是与企业融资相关的核算重点。房地产企业进行利息资本化的比例是相当高的，普遍在 70%~90%。一般情况下项目公司的借款都用于具体项目，除了补充经营资金的利息外，绝大部分都予以资本化。当期的房屋销售成本中，以前年度资本化的借款利息随当期房屋销售进入损益，而将该进行费用化的利息进行资本化则会影响当年利润。

应根据《企业会计准则第 17 号——借款费用》重点核实相关费用资本

化或费用化的合理性。根据《企业会计准则第 17 号——借款费用》，企业发生的借款费用，可直接归属于符合资本化条件的资产的购建或者生产的，应当予以资本化，计入相关资产成本；其他借款费用，应当在发生时根据其发生额确认为费用，计入当期损益。实际业务中，地产企业判断借款资本化的起止时间、资本化的范围具有一定难度。

新会计准则中规定应予资本化的借款范围包括一般借款和专门借款，而原会计准则中仅有专门借款利息可以被资本化。专门借款是指为购建或者生产符合资本化条件的资产而专门借入的款项。对于除专门借款之外的一般借款，只有在购建或者生产符合资本化条件的资产占用了一般借款时，才应将与该部分一般借款相关的借款费用资本化；否则，所发生的借款费用应当计入当期损益。

房地产开发企业借款费用资本化应当是在取得开发项目时开始（即资产支出已经发生、借款费用已经发生、为使资产达到预定可使用或者可销售状态所必要的购建或者生产活动已经开始），并在开发项目竣工验收日停止资本化（即购建或者生产符合资本化条件的资产达到预定可使用或者可销售状态时）。在项目开始之前和竣工之后的借款费用都应当计入当期损益。另外，如果在项目开发过程中发生了非正常中断，且中断时间连续超过 3 个月的，应当暂停借款费用的资本化。

五、正式开发阶段——重点在于存货的核算与存货跌价风险的防范

正式开发阶段前，地产企业一般会根据预计开盘时间倒排施工进度，明确关键工程节点和绩效考核制度，在实际开发中，根据实际建设中出现的难点、风险点、不确定性因素及时决策，不断优化调整施工计划。