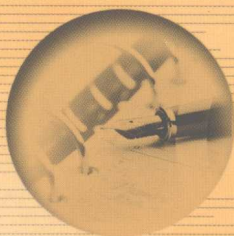
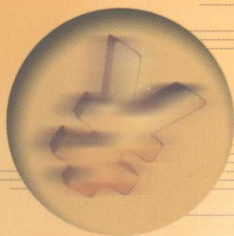


国际房地产投资： 利益、风险与制度

GUOJIFANGDICHANTOUZI
LIYIFENGXIANYUZHIDU

李文斌 / 著



中国财政经济出版社

国际房地产投资： 利益、风险与制度

李文斌 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际房地产投资: 利益、风险与制度/李文斌著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 7

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9935 - 7

I. 国… II. 李… III. 房地产 - 对外投资 - 研究 IV. F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 067853 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 7.875 印张 200 000 字

2007 年 6 月第 1 版 2007 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9935 - 7/F · 8628

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

目 录

导 论	(1)
第一章 国际资本流动与国际房地产投资	(10)
第一节 有关的概念界定	(10)
第二节 国际资本流动与国际房地产投资的发展	(12)
第二章 国际房地产投资的动因：利益与风险	(29)
第一节 有关国际投资动因的理论评价	(29)
第二节 国际房地产投资的动因：综合利益风险论	(47)
第三章 国际房地产投资的制度分析框架	(73)
第一节 国际房地产投资制度分析的理论基础	(73)
第二节 制度对国际房地产投资的影响	(92)
第四章 税收制度与国际房地产投资	(104)
第一节 世界各国的税收制度	(104)
第二节 税收制度对外商房地产投资的影响	(114)
第五章 案例分析——日本和美国的跨国房地产投资	(130)
第一节 案例一：日本的对外房地产投资	(130)

第二节 案例二：美国的外商房地产投资·····	(146)
第六章 中国的外商房地产投资·····	(173)
第一节 外商房地产投资的发展背景与发展过程·····	(173)
第二节 中国外商房地产投资的利益·····	(195)
第三节 制度与外商房地产投资风险·····	(212)
参考文献·····	(228)
后 记·····	(246)

导 论

一、问题的提出

当今经济正向全球化方向发展，国际间的贸易与投资不断增长。国际贸易的范围不断拓展，形式也更加多样化。而从 20 世纪 80 年代以来，国际投资的增长速度远远超过国际贸易，国际投资的形式、工具等越来越多样化。在这个领域，以跨国企业的直接投资最受关注。在传统观点中，房地产是一个地域性很强的产业，因此跨国房地产投资活动并没有像制造业等其他类型的跨国投资一样引起足够重视。

从历史角度考察，在资本市场国际化的潮流中，房地产虽然是一种不能移动的产品，不能像一般商品一样可以进行直接贸易，但是却以不同的形式存在于国际交易中。例如，一个国家的居民可能会在其他国家购买住房，目的是消费或者投资；跨国企业可能会购买国外的办公楼；投资机构可能会直接或间接地投资国外的房地产业务。

20 世纪 80 年代，房地产跨国投资经历了一个飞速发展的过程，以日本、德国等为主要投资输出国，以美国、英国等为主要输入国（东道国），跨国房地产投资一度达到非常大的规模。日本对外房地产投资高潮中，对外房地产投资余额最高达到 700 多亿美元，相当于对外直接投资的 15% 左右。80 年代以来，美国、英国的房地产成为外商投资的热点，美国的外商房地产投资额达到 300 亿美元以

上，占外商直接投资的 10% 左右。80 年代的跨国房地产投资热潮在 90 年代虽然有所回落，但是总体规模仍然相当可观。

我国房地产业经历了近 20 年的发展，已经成为国民经济的一个支柱产业。在这不长的过程中，外商投资者扮演了一个极为重要的角色。尤其是在 20 世纪 90 年代初，外商房地产投资规模连年超过 500 亿元，在 1994 年达到 673 亿元，占当年房地产行业投资的 1/4。2001 年中国加入 WTO，意味着中国的市场将会更加开放，房地产市场也不例外。中国的经济增长在世界上一枝独秀，房地产业方兴未艾，在资本市场日趋国际化的趋势面前，中国的房地产业如同其他行业一样，不可能独立于国际资本的视野之外。

据统计，房地产占全世界财富的 50% 左右。无论是美国、日本、英国等发达国家，还是中国等发展中国家，房地产都已经或者正在成为一种极为重要的投资工具，其重要程度不亚于证券市场。房地产与其他产业相比，一方面的确存在地域性很强的特点，房地产业跨国投资也存在各种不同于其他产业的障碍；另一方面，全球化的趋势、信息技术的发展、企业的跨国经营以及劳动力的国际流动，又为跨国房地产投资带来新的有利条件。

一个现实而又急迫的问题摆在我们的面前——在资本市场国际化的趋势之下，具有明显地域性特征的房地产跨国投资前途究竟如何？这个问题是本书选题的出发点之一，但是书中并没有急于直接回答这个问题。主要原因在于，在没有充分的理论准备之前，这样的预测恐怕不会有说服力。

国际房地产投资为什么产生？跨国房地产投资者动机如何？从“为什么”的角度出发，就是要从跨国房地产投资的利益出发，这是研究国际房地产投资的一个出发点。但是利益不会孤立存在，任何事物总有一个对立面，对于风险规避型的投资者来说，风险就是利益的最主要的对立面。投资者在约束条件下的收益最大化、风险最小化是经济学的一般性假设。风险体现了投资者所面临的未来的

不确定性,在跨越国界进行投资时,必然伴随着风险的增加。

房地产投资的地域性,一方面源于房地产不可移动性的特点,另一方面房地产受制度的影响也是一个重要原因。尤其是在跨国投资中,不同的国家有不同的制度,而投资活动跨越国界时,不仅仅是跨越地理上的界限,更重要的是跨越了不同制度的界限。制度因素对跨国房地产投资的影响力是其他因素所不能比拟的。一个国家的外商房地产投资规模的决定因素中,制度因素构成了该国的投资软环境。不仅如此,“制度是经济增长的最为重要的因素之一”^①,制度因素与国际房地产投资的利益和风险具有密切的关系。

把利益、风险和制度共同作为研究国际房地产投资的切入点,一方面从投资者行为角度出发,力求对国际房地产投资的动因做出解释;另一方面把投资者行为和制度结合起来,进一步研究制度如何影响国际房地产投资。这两者之间是一个递进关系,前者是后者的基础,只有充分把握国际房地产投资的动因,才能理解制度如何影响国际房地产投资。同时,后者也是前者的延伸,因为利益和风险也在很大程度产生于制度,不同的制度意味着不同的利益和风险。

二、研究现状

国际房地产投资产生的历史很长,但是真正形成规模并得到关注是在 20 世纪 80 年代初期。对于国际房地产投资的系统研究不是很多,更为常见的是针对某个方面的研究。这些研究比较散乱,没有形成体系,但是相对与之相关的国际投资研究,已经相当丰富。此处的理论回顾,主要是简单介绍,具体和深入的分析将在正文中展开。

^① 道格拉斯·诺思等著:《西方世界的兴起》,厉以平等译,华夏出版社 1998 年版,第 3 页。

（一）关于国际房地产投资的研究

关于国际房地产投资的研究在 20 世纪 80 年代才开始出现，主要是从投资者的角度讨论应不应该进行跨国投资房地产活动。在这些文献中，大部分是从投资组合的角度考察跨国房地产投资通过分散化风险来改善投资组合。围绕分散化问题的研究，由于采取的样本数据不同、研究方法各异，观点也不统一。

对这一问题的研究有两大类：一类认为国际房地产投资能够带来分散化的超额收益，以 Giliberto 和 Testa（1990）、Gordon（1991）和 Eicholz（1996）等为代表；另一类持相反的观点，认为国际房地产投资不能带来分散化的超额收益，以 Ziobrowski 和 Curcio（1991）、Boyd Mcalun 为代表。在这些研究中，主要是以美国、日本和英国 20 世纪 80 年代以来的房地产数据为样本，有的采用各国实物房地产收益指数，有的采用房地产证券指数。采用的方法主要包括：测算各国的房地产收益的相关系数，利用资产组合理论中的均值方差模型来实证检验。

以上两种观点都试图从历史数据中找出跨国房地产投资的额外利益，完全是从投资者的实践角度出发，把所有的利益和风险都加总在一起，包括分散化利益、汇率风险以及税收等因素，来找出能否改善投资组合的证据。

毫无疑问，这类研究对指导投资者具有极高的实践价值，但从理论上来说，并没有对国际房地产投资的真正动因进行系统研究。因为国际房地产投资并不只存在一种动因，而且由于研究只是着眼于投资者的历史数据的测算，缺乏一般性，因此研究的结论只是证实了某一时期的局部问题，不能成为一种普遍理论。

另外，也有一些学者专门关注跨国房地产投资的风险。例如，Stephen L. Lee 在对亚洲地区房地产投资的风险中提出，跨国房地产投资除了具有分散化的利益，还存在货币风险、政治风险、制度风险等因跨国投资而引起的跨国投资风险。Stephen 着重研究了在

亚洲地区房地产投资的风险情况,但对这些风险的分析还停留在一种考察性的层面上,缺乏更深入的分析。

对国际房地产投资个案研究最为深入的是 Farrell Roger, 他在《日本对外房地产投资——从兴起到衰落》中对日本 20 世纪 80 年代的对外房地产投资热潮进行了比较全面的考察。在该著作中,他分析了日本对外投资房地产所具备的优势,也涉及到日本对外房地产投资的动因。Farrell Roger 的研究,数据较为充分,考察的范围也比较广,对认识跨国房地产投资是比较有价值的。当然,作为单纯的个案研究,不可能得出具有普遍性的结论。

国内关于跨国房地产投资的研究极为罕见。清华大学刘洪玉教授曾经做过关于国际资本流动和外商房地产投资的报告,分析了未来外商房地产投资的方向。中国社科院的刘志宇在其博士论文《关于外商投资北京房地产的研究》中,着重研究了北京外商房地产投资的发展过程,同时分析了跨国直接投资(FDI)理论对于解释跨国房地产投资的可行性,并提出了获取市场机会和高额利润是外商投资北京的主要动机。

总的来看,关于国际房地产投资的研究还处于初级阶段,大部分研究仍然集中在局部,缺乏全面、系统的研究。

(二) 关于国际直接投资的研究

国际直接投资的范围更广,历史也 longer。有关国际直接投资的研究早在 20 世纪 60 年代就开始大量涌现,其中以海默提出的企业优势理论最受关注。此后,巴克利等提出的内部化优势理论、邓宁提出的区位优势理论以及小岛清提出的边际产业投资理论等,都为解释跨国直接投资的动因做出了很大的贡献。目前,以邓宁提出的折衷理论最为大家所接受。

国内关于外商直接投资的理论也非常多。国内的理论以国际上比较流行的跨国直接投资主流理论为基础,结合中国的外商直接投资特点,从研究外商直接投资的动因,到研究外商直接投资的决定

因素，已经形成了一套比较系统和成熟的理论体系，而且不乏创新之作。例如，崔新建在《外商对华直接投资的决定因素》中提出了全新的 FDI 理论分析范式，以及把东道国搁置在重要位置的 FDI 微观经济理论——OL 模型和 FDI 宏观经济理论——DS 模型。

三、研究方法 with 基本思路

从一般意义上看，本书是经济学的应用研究，就是应用经济学的理论来研究具体问题。经济学发展到现在，用著名经济学家贝克尔的话来说，“已经进入第三阶段。今天，经济学研究的领域已囊括人类的全部行为及与之有关的全部决定。经济学的特点在于，它研究问题的本质，而不是该问题是否具有商业性或物质性。”对于国际房地产投资领域的问题同样如此，我们不应该停留在仅仅为投资者服务的研究层次上，应该研究问题的本质，即国际房地产投资中的规律性，揭示隐含在国际房地产投资现象背后的本质。

本书应用现代经济学的一般研究方法，体现了以下几个特点：

1. 一般经济学的研究方法和制度经济学的方法相统一。新古典经济学的研究方法已经主宰了包括国际投资学在内的各种领域，同样这些方法也贯穿在本书的研究之中。由于本书同时把制度作为一个重要的研究对象，制度经济学的一些范式也就不可避免地成为书中的另一个基础理论。制度变量对国际房地产投资的重要性不言而喻，但是如何引进这个变量，新古典经济学的理论不能提供有力的工具。本书把制度经济学的产权范式作为制度变量的理论核心，并运用该范式来解释制度变量如何影响国际房地产投资。

2. 历史考察与逻辑推理相结合。考察国际房地产投资的发展过程，可以提炼出一些基本观点，这些观点既可以指导逻辑推理的方向，又是需要理论和实证检验的对象。逻辑推理则是在已有的相关理论基础上，对各种相关理论进行检验，验证这些理论是否满足国际房地产投资的基本条件。在验证的过程中有破有立，例如对

FDI 理论、FPI 理论以及预期收益论是否能对国际房地产投资进行逻辑分析,并在这些理论的基础上提出能够解释国际房地产投资问题的新理论。

3. 本书研究的是具体问题——国际房地产投资,贯穿于书中的基本逻辑是一种经济解释。解释为什么会产生国际房地产投资,以及国际房地产投资的决定因素,尤其是制度因素如何以及为何影响国际房地产投资,是本书的基本线索。告诉人们“为什么”通常是一种实证分析,而不是告诉人们“应该怎样”。

4. 本书在逻辑推理的基础上,注重实证分析和案例分析相结合。通常来说,逻辑分析能够解决一些基本理论问题,而实证分析和案例分析是对这些观点的证实。虽然一般的实证分析能够部分证实一些理论假定,对于具体问题来说,实证方法则会受到获取数据的局限,而案例分析则能够克服数据资料存在的局限,并且能够对有关的理论进行比较系统、全面的印证。

四、主要内容与篇章结构

本书力图以利益、风险和制度为切入点,来研究国际房地产投资问题。全书内容安排如下:

导论中提出问题,阐明全书的研究方法和主要研究内容。

第一章国际资本流动与国际房地产投资。本章主要界定国际资本流动和国际房地产投资的基本概念,并从总体上考察国际资本流动和国际房地产投资的发展过程,直观上把握国际房地产投资发展的基本轮廓以及发展过程中所体现的大致特征。

第二章国际房地产投资的动因:利益与风险。本章主要研究国际房地产投资的动因,首先研究已有的国际资本流动的动因理论,即 FDI 理论、FPI 理论以及预期收益理论对解释国际房地产投资的可行性。在此基础上,提出国际房地产投资的综合利益风险论,把“预期收益、投资者优势和分散化风险”作为国际房地产投资的主

要利益，把“制度风险、货币风险和信息成本（或者因此而导致的风险）”作为国际房地产投资的主要跨国风险，并且提出综合利益和综合风险的统一才能解释国际房地产投资的动因。

第三章国际房地产投资的制度分析框架。本章把制度经济学的产权范式作为研究制度因素如何影响国际房地产投资的核心理论，在强式产权可以提高经济绩效的逻辑基础上，提出了强式产权通过降低不确定性来提高经济绩效。降低不确定性就是降低风险，因此产权的强弱就成为制度因素影响国际房地产投资的一种衡量标准。运用这种逻辑思路来研究制度，可以把具体的制度和指标联系起来，使得制度因素对国际房地产投资的影响可以具体化。无论整体的制度环境，还是单个的制度，对于国际房地产投资的影响都有可以一般化的研究方法。

第四章税收制度与国际房地产投资。本章主要研究税收制度对国际房地产投资的影响。税收制度体现了国家的财政政策，也反映了各国对待外商房地产投资的价值取向。在上一章的理论基础上，对税收制度的影响进行更为具体的分析，既包括历史分析又包括实证研究。

第五章案例分析——日本和美国的跨国房地产投资。本章选取日本和美国作为案例分析的对象。对日本的研究着重于对外房地产投资，主要考察了日本对外房地产投资热潮，并集中于投资者行为，分析投资者的动机。而对美国的研究则着重于外商房地产投资，主要分析美国外商房地产投资的决定因素，尤其是制度因素如何影响国际房地产投资。

第六章中国的外商房地产投资。本章既是全书理论研究的一种应用，同时也是一个案例分析。中国的外商房地产投资的动因和制度因素仍然是该章的主题，在考察了中国外商房地产投资的发展背景与发展过程的基础上，分析了外商投资中国房地产的利益和风险。最后研究了中国转型期间制度因素对外商房地产投资的影响。

五、主要创新之处

由于国际房地产投资的研究还处于初始阶段,比较系统和全面的研究成果不多,因此书中关于国际房地产投资问题的研究以及研究视角本身就是一种尝试,同时也是一种创新。

1. 比较系统全面地研究了国际房地产投资,提出了国际房地产投资的动因理论(综合利益风险论)。国际房地产投资的综合利益风险论体现了房地产投资的特性,这与已有的跨国投资理论(包括跨国直接投资理论和跨国间接投资理论)都有明显的区别,弥补了已有的跨国投资动因理论在解释跨国房地产投资方面的局限性。

2. 在对国际房地产投资动因做出解释的同时,比较系统地分析了国际房地产投资的利益和风险,其中利益主要包括追求预期收益、投资者优势(主要是资金优势)以及分散化风险,而国际房地产投资的跨国风险主要包括制度风险、货币风险和信息成本。

3. 运用制度经济学的产权范式,提出产权强弱这一制度变量的衡量标准,从而提出了国际房地产投资的制度分析框架。以产权范式为理论基础的制度分析框架,为进一步的制度因素定量化分析提供了理论准备,并提出了把抽象的制度因素定量化的基本思路。这对于以理论思辩为主要研究方法的制度经济学如何针对现实问题进行实证检验提供了一种方向,不仅具有一定的理论意义,也有很重要的现实意义。

4. 运用制度分析框架研究税收制度对国际房地产投资的影响和激励作用。

5. 系统地分析了中国的外商房地产投资,提出了外商投资中国房地产的利益和风险,同时也研究了中国的制度因素对外商房地产投资的影响。

第一章 国际资本流动与 国际房地产投资

第一节 有关的概念界定

一、国际资本流动与国际投资

新帕尔格雷夫经济学大词典对国际资本流动的定义是：“当一国居民（资本输出者）向另一国居民（资本输入者）提供贷款，或者购买财产所有权时，就形成了国际资本流动。”^① 这是一个比较宽泛的概念，或者说是国际资本流动的广义概念。按照这个定义，国际资本流动包括一切形式的跨国交易，不仅包括货币或者生产资本的跨国流动，也包括商品资本的跨国流动，而商品的跨国流动通常被视为国际贸易的范畴。在一般意义上，国际贸易与国际资本流动是有区别的。

按照狭义的理解，国际资本流动主要是指货币资本和生产资本的流动。其中，货币资本包括国际证券、国际信贷，生产资本主要是实物投资（技术、设备等）。一般来讲，国际资本流动是一种双边的转移，包括资本输入和输出两个方面。

^① 约翰·伊特韦尔等著：《新帕尔格雷夫经济学大词典》，经济科学出版社1996年版，第964页。

国际投资是国际资本流动的一种重要形式，国际资本流动包括国际投资。两者关注的角度不同，国际资本流动关注的是资金往来，而国际投资的本质特征是它的盈利性。

二、国际间接投资与国际直接投资

国际投资按照投资方式分为国际间接投资和国际直接投资。

国际间接投资（FPI）是指个人或机构购买外国发行的股票、公司债券或政府债券，只谋求取得利息、股息或买卖该证券的差价收益，而不是取得对筹资者经营活动控制权的一种投资方式。因此，国际间接投资又称为国际证券投资。由于证券投资的理论基本上是资产组合理论所主导，因此证券投资又称为资产组合投资，这样国际间接投资通常又称为国际资产组合投资。

国际直接投资（FDI）又称为外商直接投资或者跨国直接投资，是指以购买或控制外国资产为目的实现的跨国资本转移。国际货币基金组织对国际直接投资的定义是：“一个国家的投资者进行跨越国界的直接投资，并且拥有了直接投资的实体的10%或以上的原始股份或投票权。”^① 国际直接投资与国际间接投资的主要区别在于投资是不是以控制或拥有经营权为目的。实际上，10%不是一个绝对的数字，只是出于统计上的方便，而且现在各国的口径很不统一。美国和日本官方机构将美国投资者拥有国外企业的10%以上的股份的投资全部列入直接投资，欧盟也提倡其成员国采用10%作为一种区分的标准，但是英国采取的是20%，德国以25%为标准，同时德国还要求投资下限，即超过50万德国马克以上。

三、国际房地产投资

严格来讲，国际房地产投资指的是对房地产行业的跨国投资，

^① International Monetary Fund, Balance of Payment Manual, 5th edition, Washington, DC: 1993, p. 86.

应该包括直接投资和间接投资。国际房地产直接投资是指拥有国外实物房地产资产的部分或全部产权（如住宅、办公楼等），或者以取得控制权为目的对房地产开发或投资企业的直接投资。而间接投资是指拥有代表房地产实物资产或抵押贷款的权益的证券或者房地产开发投资企业的证券投资（不以获取控制权为目的）。

一方面由于房地产实物资产与其他金融资产的差别，在研究和实际操作中，国际房地产一般都是以直接投资的形式出现；另一方面，在各国的统计数据中，房地产投资都包含在直接投资的范围内。所以在本书的研究中，除特别指明以外，国际房地产投资都是指国际房地产直接投资，包括房地产实物投资和开发投资。

在官方机构的统计中，大部分国家的国际房地产投资不包括个人购买国外的住宅部分，主要原因是住宅的用途往往是以居住为目的，即便有以出租为目的的投资者，统计上也很难区分。只有德国的官方统计中包含了以出租为目的的住宅。

另外，企业在进行跨国投资时往往会购买国外的房地产（包括土地、厂房等）。由于统计上很难对其进行区分，所以在一般的国际房地产投资数据中也不包括这部分房地产。值得注意的是，近年来跨国企业（非房地产企业）开始将本企业的房地产进行投资性经营，这是一个新的课题，由于缺乏相关的数据，本文的研究不包括此部分内容。

第二节 国际资本流动与国际 房地产投资的发展

当今经济正向全球化发展，国际间的贸易与投资不断增长。国际贸易的范围不断拓展，形式也更加多样化。在这种国际化的潮流中，房地产虽然是一种不能移动的产品，不能像一般商品一样可以