

房地产投融资的最佳运营平台

任纪军 编著

房地产

投资基金

Real Estate Investment Fund

——组织、模式与策略



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

房地产投资融资的最佳运营平台

任纪军 编著

房地产 投资基金

Real Estate Investment Fund

——组织、模式与策略

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资基金:组织、模式与策略/任纪军编著. 北京:经济管理出版社,2005

ISBN 7-80207-418-5

I. 房... II. 任... III. 房地产—投资—基金—研究
IV. F293.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 122022 号

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11层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京晨旭印刷厂

经销:新华书店

选题策划:谭 伟

技术编辑:杨 玲

责任编辑:张 马

责任校对:秀 木

787mm×1092mm/16

18 印张

266 千字

2006 年 1 月第 1 版

2006 年 1 月第 1 次印刷

印数:1—4000 册

定价:38.00 元

书号:ISBN 7-80207-418-5/F·404

·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

2004年6月我开始动笔写《房地产投资基金——组织、模式与策略》，在写房地产市场现状等书稿的引子时，深感房地产业有太多需要说明白的问题，自己有感而发，不吐不快，结果越写越多，一发而不可收，洋洋洒洒地写了十几万字。只好改变写作计划，把引子独立成书，写就了《破解乱局——重整中国房地产经济》一书。2004年秋，我与好友胥和平聊起我正在写一本《房地产投资基金》的书，而且把书稿的引子写成了一本书。自嘲自己不擅写书，只擅写书的引子。和平笑称，有的经济学大师就是把引子写成不朽之作而流芳百世。并举证说，有一位经济学大师计划写作6册、24部的鸿篇巨著，最后尽其毕生精力并在生前挚友的帮助下完成了计划的1/24即第一部，也就是一个引子，而这个引子成为经济学划时代的名著，研究这部名著成为经济学的分支。这位经济学大师就是马克思，他写作完成的“引子”名著就是《资本论》。我笑答，我不求流芳百世，只求流通万册。

我是个写书的慢手，写作《破解乱局——重整中国房地产经济》花费了近一年的时间。2005年4月为了扭转我“引子”写手这一不良称号，只好杀了个回马枪来完成《房地产投资基金》一书的写作，为自己正名。

中国房地产业正面临着产业资本和金融资本的融合乃至升级的关头。房地产业通过各种类型的房地产投资基金与资本市场全面接

轨，将会使我国的房地产业从一个主要由私有资本支撑的产业过渡到主要由公众资本支撑的大众投资产业，这将造成房地产业一次脱胎换骨的巨变。这种转变过程将在未来五到十年造成我国房地产业最大的一次商业机会，可能造就一批房地产投资经营的巨头。而知识是投资者取得成功的第一要素。我希望本书对能够把握住房地产业战略机遇的企业成功转型和升级，尽些绵薄之力。

我要感谢支持我、鼓励我创作书稿的朋友、同事和亲人。我想诉说的是：你们曾经给予的期盼、鼓励、帮助和支持是我写作的动力。每当我回想到此，都心存深深的感激。

沈志渔是我在中国社科院亦兄亦弟的同事，现任经济管理出版社总编辑。当我2004年把写作《房地产投资基金》的计划告诉他时，志渔表示大力支持，认为选题不错。志渔是那种干什么事都特别认真的人，带着深度的眼镜，当强调自己的观点时有时爱重复自己说过的话。这次，当他重复支持我写书的话时，我心花怒放，深刻地感到那句至理名言的精辟，“真理是不怕重复的”。然而半年之后，我把《房地产投资基金》的引子独立成专著硬塞给志渔。面对我的“狸猫换太子”，志渔“逆来顺受”，依然替我出主意想办法，让人感觉到诚挚的友情。也成就了《破解乱局——重整中国房地产经济》的出版。这次《房地产投资基金——组织、模式与策略》付梓，还是承蒙志渔的支持。对志渔的支持和鼓励，我深表感谢。

经济管理出版社编辑部主任谭伟，对书稿的出版、设计、销售等进行了策划，而且还给我提高了稿费，在此一并表示感谢。众所周知，目前我国的出版业存在着市场经济初期的特点和制度缺陷。在这种出版体制下，作者就像奶牛，吃的是青草，奉献的是奶。能够增加点稿费，在青草中加些“料豆”，“奶牛”的心理也多少会平衡一点。

对外经济贸易大学的李娜同学，帮助我查找资料、借书、录入等。对此，我表示感谢。本书也凝结着她的劳动成果。

本书是在总结现有的研究成果的基础上编著而成，感谢译者把大师的佳作翻译过来，也感谢国内同仁的研究成果，我已经在参考文献中一一列出。

房地产投资基金不论对于房地产业还是对于金融业都是一个崭新的领域，不论对于理论界还是工商界都是一次创新的过程。由于我才疏学浅，本书难免会有很多错误乃至谬误之处，敬请读者不吝指教。我的电子信箱：jijunren@sohu.com。

在《房地产投资基金》付梓之时，我正在快马加鞭地写作我的下一部书《不动产经营》。这是我国第一本关于企业不动产经营的著作，是大中型企业的不动产经营管理的基本知识读本。在不动产投资热的今天，我希望《不动产经营》的出版将有助于企业利用不动产资源提高企业的竞争优势，并且通过制定适当的不动产经营战略和策略，把不动产变为企业新的利润增长点。

任纪军

2006年1月于北京



任纪军：

- 中国社会科学院研究生院经济学博士，中国人民大学企业管理学士
- 曾就职轻工业部经济调节司
- 曾在中国社会科学院工业经济研究所从事产业研究
- 历任投资公司、房地产投资公司项目部副总经理、财务部总经理、副总裁
- 兼任多家企业的高级咨询顾问
- 著有《破解乱局——重整中国房地产经济》及多部合著著作
- 累计发表论文70多篇
- 联系邮箱：jijunren@sohu.com

目 录

第 1 章 房地产基金概述	1
1.1 房地产基金的概念	1
1.1.1 房地产基金的概念	1
1.1.2 房地产基金与股票、债券的联系与区别	2
1.1.3 房地产基金与抵押贷款证券的联系与区别	3
1.1.4 房地产基金与证券投资基金、创投基金的联系与区别	3
1.2 房地产基金的类型	5
1.2.1 开放式房地产基金和封闭式房地产基金	5
1.2.2 私募房地产基金和公募房地产基金	7
1.2.3 权益型、抵押型和混合型房地产投资信托基金	8
1.2.4 有限期和无限期房地产投资信托基金	9
1.2.5 伞型合伙和伞型多重合伙房地产投资信托基金	10
1.2.6 独立型、附属型和半附属型房地产基金	12
1.3 房地产基金的优势和局限	12
1.3.1 房地产基金的优势	12
1.3.2 房地产基金的局限	15
第 2 章 房地产基金发展概况	17
2.1 美国房地产基金的起源和发展	17
2.1.1 房地产投资基金的起源	17

2.1.2	1968~1973 年: 抵押型房地产基金的快速扩张	18
2.1.3	20 世纪 70 年代: 在艰难时期权益型房地产投资 信托胜出	19
2.1.4	20 世纪 80 年代: 有限合伙房地产基金从迅速增长 到衰落	20
2.2	20 世纪 90 年代以来美国的房地产投资信托	21
2.2.1	房地产公司上市推动了房地产投资信托高速发展	21
2.2.2	法律调整刺激了养老基金对房地产投资信托的投资	22
2.2.3	伞型合伙房地产投资信托的组织创新功不可没	22
2.2.4	房地产投资信托越来越专业化	23
2.3	世界房地产基金的现状和特点	24
2.3.1	以美国为中心, 亚洲是新兴市场	24
2.3.2	以房地产投资信托为主体	25
2.3.3	以权益型房地产投资信托为主导	26
2.3.4	适度规模经营	27
2.4	中国房地产基金的发展现状	28
2.4.1	房地产投资公司	28
2.4.2	房地产集合信托计划	29
2.4.3	外资房地产基金	31
	案例 香港新世界中国投资基金	33
2.4.4	我国房地产基金尚处在发展的萌芽阶段	35
	案例 中国首例类房地产基金: 三亚地产投资券	40
第 3 章	房地产基金对中国房地产业的作用	45
3.1	完善房地产业资本市场	45
3.1.1	中国房地产业的资本结构缺陷	45
3.1.2	房地产证券化是解决问题的根本出路	47
3.1.3	发展房地产基金是房地产业的需要	48

3.1.4 发展房地产基金是资本市场的需要	49
3.2 重塑中国房地产业的微观基础	53
3.2.1 滞后的企业机制	53
3.2.2 不同投融资模式的公司治理效果	54
3.2.3 重塑中国房地产业的微观基础	58
3.3 推动中国房地产企业的战略转型	60
3.3.1 落后的房地产企业经营模式	60
3.3.2 我国房地产企业经营模式的局限	61
3.3.3 中国房地产业面临升级和转型的关头	62
3.3.4 房地产基金对房地产企业转型的推动作用	64
3.4 推进中国房地产业的战略重组	65
3.4.1 我国房地产业结构的缺陷	65
3.4.2 房地产业势在必行的战略重组	67
3.4.3 中国房地产业的产业集中	68
3.4.4 房地产基金在推动房地产业重组中的作用	69
第4章 房地产基金的组织形式	72
4.1 房地产基金的组织形式	72
4.1.1 公司型房地产基金	72
4.1.2 契约型房地产基金	75
4.1.3 有限合伙型房地产基金	78
4.1.4 公司型、契约型、有限合伙型房地产基金的比较	80
4.2 发展上市房地产基金的路径选择	83
4.2.1 房地产投资信托是未来上市房地产基金的目标模式	83
4.2.2 发展房地产投资信托的方案选择的依据	84
4.2.3 我国现行投资基金的问题和局限	87
4.2.4 以公司型起步渐进式发展房地产投资信托基金	92
4.2.5 我国企业成功转型房地产投资信托的策略	95

第 5 章 房地产基金的设立和资金募集	97
5.1 房地产基金的策划	97
5.1.1 房地产基金策划的基础	97
5.1.2 房地产基金的策划要点	99
5.1.3 房地产基金的投资方案	101
5.2 房地产基金的发起设立	102
5.2.1 房地产基金发起人	102
5.2.2 申请设立房地产基金的基本条件	103
5.2.3 房地产基金的设立程序	104
5.3 房地产基金的资金募集	105
5.3.1 筹集资本的来源	105
5.3.2 房地产基金证券的发行	109
5.3.3 房地产基金的私募程序	110
5.3.4 房地产基金的公募发行	111
案例 世界首例大型房地产权益证券化：洛克菲勒中心	113
5.4 房地产基金募集策略	114
5.4.1 基金经理及其募资能力	114
5.4.2 房地产基金募集策略	115
5.5 房地产基金管理公司的设立	117
5.5.1 房地产基金管理公司发起人的条件	117
5.5.2 房地产基金管理公司设立的基本程序	118
5.5.3 房地产基金管理公司的组织架构	119
5.5.4 房地产基金管理人的退任	120
第 6 章 房地产基金的盈利模式	121
6.1 房地产企业经营模式的战略转型	121
6.1.1 房地产企业经营模式战略转型的途径	121

6.1.2 规避房地产企业经营模式转型的风险	122
案例 美国综合型房地产企业——铁狮门·斯贝尔地产公司	123
6.2 房地产基金盈利模式的选择	126
6.2.1 抵押型房地产基金盈利模式的选择	126
6.2.2 权益型房地产基金盈利模式的选择	129
6.2.3 混合型房地产基金盈利模式的选择	131
案例 美国办公房地产投资信托	132
6.3 收购不良资产的房地产基金盈利模式	134
6.3.1 收购房地产不良资产的商机	134
6.3.2 收购房地产不良资产的房地产基金盈利模式	136
第7章 房地产基金的投资经营策略	138
7.1 投资组合策略	138
7.1.1 风险分散化和投资组合	138
7.1.2 房地产基金的投资组合策略	139
7.2 集中化策略	142
7.2.1 房地产的类型及其特点	142
7.2.2 房地产基金的集中化优势	145
7.2.3 房地产基金的集中化投资策略	149
7.3 积极管理的投资策略	150
7.3.1 房地产需要积极的管理策略	150
7.3.2 积极管理的投资策略	151
案例 成功的房地产逆向投资：收购索尼大厦	154
7.4 提高附加值策略	155
7.4.1 房地产管理的附加值	155
7.4.2 提高附加值策略	156
7.5 投资管理策略	159
7.5.1 投资管理策略的类型	159

7.5.2	投资管理策略的选择	161
7.6	外资房地产基金在中国的投资策略	162
7.6.1	以中长线投资为主	162
7.6.2	集中在上海、北京等一线城市投资	162
7.6.3	主要投资大型的高级物业	163
7.6.4	与拥有大量土地储备的大型房地产公司合作开发	163
7.6.5	采用控股投资方式	164
7.6.6	外资房地产基金运作架构	164
第8章	房地产基金的房地产管理	165
8.1	房地产管理的重要性	165
8.1.1	房地产管理的重要性	165
8.1.2	企业的概念和房地产资产的持续管理	166
8.2	房地产管理的层次和职责	167
8.2.1	房地产管理的三个层次	167
8.2.2	房地产管理的职责	168
8.2.3	房地产管理的目标是房地产价值最大化	170
8.2.4	房地产基金主要充当资产管理者的角色	171
8.3	提升房地产价值	171
8.3.1	房地产项目生命周期	171
8.3.2	物业管理者和资产管理者尽早介入房地产开发	172
8.3.3	房地产战略规划:提升房地产价值	173
8.3.4	有效的物业管理是维护和提高房地产价值的根本	176
8.4	房地产基金给物业管理带来的变化	178
8.4.1	更详细准确的预算	178
8.4.2	营销的深化	178
8.4.3	多层次的租户关系	179
8.4.4	加快创新的推广	180

8.4.5 信息的公开化	180
第9章 房地产基金的运作	181
9.1 房地产基金的估值	181
9.1.1 房地产基金资产净值及其估值	181
9.1.2 房地产基金证券价值的计算	183
9.1.3 经营现金收入：房地产基金的评价标准	183
9.2 房地产基金的费用和收益	186
9.2.1 房地产基金的收益	186
9.2.2 房地产基金的费用	187
9.2.3 房地产基金的税收	189
9.2.4 房地产基金的收益分配	192
9.3 房地产基金的信息披露	194
9.3.1 信息事务管理	194
9.3.2 信息披露	195
9.4 房地产基金的终止和清算	197
9.4.1 房地产基金的终止	197
9.4.2 房地产基金的清算	199
第10章 房地产基金的风险管理	201
10.1 房地产基金的投资风险及其内部控制	201
10.1.1 房地产基金的投资风险	201
10.1.2 房地产基金投资风险的内部控制	203
10.2 房地产基金投资的风险管理措施	205
10.2.1 房地产基金投资前的风险管理措施	205
10.2.2 房地产基金投资后的风险管理措施	209
10.2.3 房地产基金的财务管理模式	210

第 11 章 房地产商如何获得基金投资	215
11.1 房地产商业计划书的编写	215
11.1.1 房地产商业计划书的结构	215
11.1.2 商业计划书编写的重点	217
11.2 向房地产基金融资的策略	218
11.2.1 房地产商融资的目标	218
11.2.2 获取房地产基金投资的策略	221
11.3 房地产商应重点解决的自身问题	223
11.3.1 我国房地产商存在的问题	223
11.3.2 房地产商融资需要重点解决的自身问题	224
附录：我国有关房地产投资基金的法律法规	225
产业投资基金管理暂行办法	225
中华人民共和国证券投资基金法	235
信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法	256
参考文献	269

第 1 章 房地产基金概述

1.1 房地产基金的概念

1.1.1 房地产基金的概念

房地产投资基金是从事房地产的收购、开发、管理、经营和营销获取收入的集合投资制度。它可以被看成是为投资者从事其自身的资金和管理能力所不能及的房地产经营活动的一种融资形式。房地产投资基金通过发行基金证券的方式，募集投资者的资金，委托给专业人员专门从事房地产或房地产抵押贷款的投资，投资期限较长，追求稳定连续性的收益。基金投资者的收益主要是房地产基金拥有的投资权益的收益和服务费用。基金管理者收取代理费用。

房地产投资基金证券是指由房地产基金发起人向社会公开发行或者私募的，表示持有人按其所持股份享有财产所有权、收益分配权和剩余资产分配权的凭证。

房地产投资基金的组织形式可以采用以任何一个合法的集合制度形式存在，如股份公司、有限合伙公司或契约型基金。在美国，房地产投资基金主要采用公司制和有限合伙制的组织形式。房地产投资基金也是投资房地产的各种基金组织形式的总称。

1.1.2 房地产基金与股票、债券的联系与区别

1. 房地产投资基金与股票、债券都是有价证券

房地产投资基金证券是一种有价证券。虽然它自身没有价值,但由于它代表着证券持有人的资产所有权、收益分配权以及剩余资产分配权等权宜,因此能够在市场上进行交易,并在交易过程中形成自己的价格。作为有价证券,房地产投资基金证券有着与股票、债券共同的特征。另外,投资者不论购买房地产投资基金、股票还是债券等,其目的无非是为了获得更大的经济利益,对投资者而言,它们都是资本市场上的投资工具。

2. 房地产投资同时具有债券和股票的特征

房地产投资具有债券和股权的综合属性,从纯债权到纯股权的具体程度因投资房地产的类别而异。这种债权和股权的综合属性及其分散性特点使房地产成为一个独特的资产类别。在一个极端,以抵押贷款为形式的房地产资产类似债券。在另一个极端,饭店投资类似参与股本股票的特征,因为饭店出租房间时间短,通常每次只出租一晚,饭店资产缺乏房地产在长期租赁中所具有的稳定性,对饭店投资所需的精心管理使实际投资特征更类似于经营企业。大多数的房地产是介于两者之间,既有债券的特点又有股票的特征。

3. 房地产投资基金的收益和风险处在债券和股票之间

与房地产投资的特点相适应,房地产投资基金的收益和风险处在债券和股票之间,即房地产投资基金的收益和风险高于债券的收益和风险,低于股票的收益和风险。房地产投资基金在证券市场上具有中等的收益水平和风险。

4. 房地产投资基金的证券价值具有不确定性

由于房地产及其投资基金具有的特性以及其估值的不确定性,所以关于房地产投资基金所投资的房地产和抵押贷款的价格信息不容易获得,特别突出的是获取部分物业增值收益的抵押型房地产投资基金,致使房地产投资基金的证券价值的不确定性高于大多数拥有经营性资产行业的企业股票。在美国,证券市场上房地产投资基金的证券价值普遍被低估,以致造成一些房地产投资基金