

房地产

李安民 / 编著

投资基金

——融资与投资的新选择



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

房地产投资基金——

融资与投资的新选择

李安民 编著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

房地产投资基金:融资与投资的新选择 / 李安民 编著.- 北京:中国经济出版社,2005.1

ISBN 7-5017-6829-3

I. 房… II. 李… III. 房地产-投资-基金-研究-中国 IV.F299.233

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 137396 号

出版发行:中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址:www.economyph.com

责任编辑:吴凌芳(电话:010-64471642)

责任印制:常 毅

封面设计:北京中子画艺术设计有限公司

经 销:各地新华书店

承 印:北京市地矿印刷厂

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:14 字 数:388千字

版 次:2005年2月第1版

印 次:2005年2月第1次印刷

书 号:ISBN7-5017-6829-3/F 5454

定 价:30.00元

版权所有 盗版必究

举报电话:68359418 68319282

服务热线:68344225

68353507

68341876

68341879

读者服务部:68346406

地 址:北京西城区百万庄北街3号

序

近年来,信托的理念得到广泛的推广,信托作为一种财产管理制度,也日益被社会广泛认同。截至目前,基金管理公司管理的证券投资信托资产超过 3000 亿元,信托投资公司管理的资金信托资产也超过 2000 亿元。企业年金、住房抵押贷款等也广泛采用了信托的形式。信托的风险隔离和权利重置功能,在商事领域扮演着越来越重要的角色,对促进我国经济发展和社会进步具有不可或缺的重要作用。

房地产投资基金在我国刚刚起步,但可预期,它作为一种重要的新的金融产品在我国将得到广泛的发展和传播。房地产投资基金是信托基金管理人通过制订信托投资计划,与投资者签订信托投资合同,通过发行信托受益凭证等方式,将投资者的资金聚合起来,进行房地产股权或债权组合投资,并委托或聘请专业机构和人员实施具体经营管理的一种信托投资方式。其优势:一是通过集中化专业管理和多元化投资组合,选择不同地区和不同类型的房地产项目及业务,有效降低投资风险,取得较高投资回报;二是中小投资者通过房地产投资信托在承担有限责任的同时,可以间接获得房地产规模投资的利益;三是房地产投资信托提供了一种普通投资者无法进行房地产投资的理想渠道。其特有的组织形式、有限责任、专业管理、自由进出转让、多样化投资等运行机制,有助于保证聚集的大量社会资金在较理想的监管状态下,实现资金委托人和受益人对其资产增值保值的期许。可以说房地产投资基金是一种比较理想的资本市场投资工具,它将在证券市场、房地产市场占有重要的地位,发挥重要作用。

在我国发展房地产投资基金具有重要意义。它是金融业创新发展的必然要求。不仅可以有效化解银行不良资产,有效降低金融运行风险,促进金融结构的调整,实现金融风险的再分配,有利于信托投资公司主业和核心竞争力形成,为信托机构的发展业务提供法定制度安排,而且能协助房地产企业走出困境,转换经营和管理机制,对房地产业的经营和管理模式将产生重要影响。

目前我国发展房地产投资基金的条件日益改善。房地产金融政策的调整为我国推出房地产投资基金提供了较佳时机。信托投资公司近年来发展房地产投资信托计划和管理产业基金的经验 and 水平在不断提高。我国土地使用制度和住房制度改革为房地产权益分割提供了可能,包括个人投资者、机构投资者在内的房地产投资主体已逐步形成。信托业的发展和证券制度的逐步完善,为房地产投资基金创造了必要的支持。

李安民同志所著的《房地产投资基金——融资与投资的新选择》是我国第一本系统研究房地产投资基金的专著。该书全面剖析了国外房地产投资基金的发展历程,分析了中国房地产投资基金的现状与问题,介绍了房地产投资基金的产品设计和风险控制,描画了中国房地产投资基金未来的发展前景。该书具有一定的理论探讨价值和实际应用价值,对促进中国房地产投资基金的普及和发展,将具有积极意义。

是以为序。

原全国人大财经委《中华人民共和国信托法》起草工作小组组长

王连洲

2004年12月

内容简介

本书为国内第一本系统介绍国内外房地产投资基金的专著。介绍了全球正在日益兴盛的房地产投资基金，分析了中国房地产投资基金出现的背景、现状与问题，概括了中国当前房地产投资基金的产品设计和发行思路，剖析了房地产企业通过信托基金融资的主要案例，指出了房地产投资基金的投资决策、风险控制体系和策略。该书具有较强的理论价值和实用价值，对中国房地产金融、信托业、基金业、证券业的风险控制和产品开发具有重要的指导作用。

作者简介

李安民，1965年生人，中山大学法学博士，经济学博士后。现为广州科技信托投资公司副总裁。具有15年金融证券工作经验。曾任广东华侨信托投资公司证券总部总经理、湛江证券有限公司总裁、汉唐证券有限公司常务副总裁、中天基金管理有限公司（筹）总经理等职，对国内外资本市场有较深的了解。曾任广东证券业协会副会长。主要著作有《中国股市投资指南》、《股票投资技巧》、《危险的游戏——公司并购中的文化冲突与整合》等，发表在全国核心刊物上的主要论文有《论公司并购中的文化同化策略》、《证券投资信托计划及其相关产品的比较研究》、《从当前信托产品的风险看完善信托业的信息披露制度》等。

目 录

第一章 房地产投资基金的特征与分类	1
第一节 房地产投资基金的定义和特征	1
一、房地产投资基金的定义	1
二、房地产投资基金的特征	2
第二节 房地产投资基金的分类	6
一、根据组织形式分类	6
二、根据运作方式分类	10
三、根据投资组合分类	10
四、根据财产初始状态分类	11
五、根据是否上市分类	12
六、根据募集方式分类	12
七、根据投资风险与收益分类	12
八、根据资本来源和运用地域分类	13
九、根据投资对象货币种类分类	13
十、根据基金是否收费分类	13
第三节 房地产投资基金的结构	14
一、房地产投资基金的相关当事人	14
二、相关当事人的法律关系	16
第四节 信托投资公司与房地产信托投资	22
一、信托投资公司房地产业务的重新定位	22
二、房地产信托融资的创新与突破	26
三、信托投资公司在房地产投资基金中的收益	34
第五节 发展房地产投资基金的意义	36

一、我国发展房地产投资基金的意义	36
二、我国发展房地产投资基金的可行性	44
第二章 世界主要国家和地区房地产投资基金概况	48
第一节 全球房地产投资基金概况	49
第二节 美国房地产投资基金的发展	50
一、美国房地产投资基金的发展	50
二、美国房地产投资基金的分类	61
三、美国房地产投资基金设立的条件与特点	72
四、美国房地产投资基金的运营结构	92
五、影响美国房地产投资基金收益的主要因素	103
六、美国房地产投资基金发展的主要经验	106
第三节 欧洲房地产投资基金概况	109
一、欧盟房地产投资基金的引进和发展	109
二、英国的房地产投资基金	111
第四节 亚洲房地产投资基金概况	114
一、香港地区、新加坡的房地产投资基金	114
二、日本的房地产投资基金	118
三、台湾地区房地产投资基金的发展和借鉴	120
四、亚洲房地产投资基金的特点	126
第五节 全球房地产投资基金的比较	128
一、全球房地产投资基金的共同特征	128
二、房地产投资基金上市条件的比较	131
三、发展房地产投资基金的两种模式比较	132
第三章 房地产投资基金在中国的实践	136
第一节 海外房地产投资基金在中国	136
一、海外房地产投资基金进入中国的背景	136
二、目前海外房地产投资基金在中国的分类	141

三、海外房地产投资基金进入中国的路径	144
第二节 中国房地产投资基金的起步	146
一、老的信托型投资基金	146
二、公司型私募基金	147
三、其他形式的信托基金	149
第三节 中国房地产投资信托基金的现状	158
一、房地产企业融资渠道与房地产投资信托基金的出现	158
二、房地产信托基金的现状	164
第四节 当前房地产与信托投资公司结合的路径	176
一、信托与房地产结合的主要路径	176
二、信托与房地产业结合的深层分析	184
第五节 中外房地产投资基金的比较	190
一、房地产直接投资与房地产投资基金的区别	190
二、中外房地产投资基金的异同	191
第四章 房地产投资信托基金的发行和产品设计	195
第一节 当前房地产投资信托基金的发行	195
第二节 贷款型信托基金的设计思路和产品分析	199
一、贷款型信托基金的设计思路	199
二、贷款型信托基金的多种表现形式	200
第三节 股权类信托基金的设计方法与产品分析	202
一、房地产投资信托基金的阶段式股权投资	202
二、房地产投资信托基金对房地产企业的并购投资	205
三、房地产投资信托基金对良好、优质物业的长期投资	206
第四节 不动产信托基金的设计方法和产品分析	208
一、不动产信托基金的设计和功能	208
二、案例分析	210
第五节 权益类信托基金的产品设计和分析	211
一、债权信托基金	212

二、受益权信托基金	215
第六节 烂尾楼工程信托基金的产品设计和分析	217
一、传统烂尾楼工程处置模式分析	219
二、以信托方式处置烂尾楼工程优势分析	221
三、以信托方式处置烂尾楼工程具体 操作思路及业务流程	223
四、精图大厦烂尾楼信托基金分析	227
第五章 房地产投资信托基金的投资决策与资产配置 ...	229
第一节 房地产投资信托基金的投资目标	229
一、房地产投资信托基金的投资目的	229
二、房地产投资信托基金的投资对象	229
第二节 房地产投资信托基金的投资决策	235
一、房地产投资信托基金的投资过程	235
二、房地产投资信托基金的投资决策	241
第三节 影响房地产投资信托基金投资决策的主要因素 ...	243
一、房地产投资信托基金投资的关键要素	243
二、房地产投资信托基金投资的决策	244
三、房地产投资信托基金投资项目开发成本与收入	250
四、房地产投资信托基金项目开发的财务评价	253
第四节 经济周期的识别和房地产投 资信托基金的资产配置	271
一、资产配置策略的分类	271
二、房地产投资信托基金收益率与风险关系	275
三、经济周期与房地产投资信托基金的资产配置	277
第五节 房地产投资信托基金的投资组合	294
一、投资组合原理	294
二、房地产投资信托基金的投资组合方法	296
三、房地产投资信托基金投资组合的形式与作用	300

第六章 房地产投资信托基金的内部控制与风险识别 ···	305
第一节 内部风险控制的结构与程序	305
一、COSO 报告与内部控制的发展	305
二、内部控制的设计与质量控制	309
第二节 信托投资公司内控制度的架构	315
一、信托投资公司的组织结构与职能	315
二、信托投资公司的主要业务循环	317
三、信托投资公司内部控制的设计框架	320
第三节 信托投资公司风险控制体系	330
一、信托投资公司风险控制的组织体系	310
二、信托投资公司的风险分类与风险控制制度体系	331
三、信托投资公司的风险控制	333
四、当前房地产投资信托基金风险控制的重点	340
五、信托投资公司的风险控制程序	345
第四节 房地产投资信托基金投资风险的识别和控制	349
一、房地产投资信托基金投资的风险特征	349
二、房地产投资信托基金投资风险的类型	351
三、房地产投资信托基金投资风险的处置方法	359
四、房地产投资信托基金投资风险控制	364
第七章 中国房地产投资基金的未来	369
第一节 当前房地产投资信托基金的问题	369
一、融资规模小和发行人条件过松	370
二、发行方式的不完善	371
三、二级市场缺少统一的转让平台,存在较大的流动性风险	372
四、投资者风险教育不足和机构投资者缺乏	373
五、缺乏专业人才运作房地产投资基金	374
六、不完善的信息披露	374

七、强制性的独立的第三方财产监管制度未能建立	376
八、产品定价依据的缺乏	377
九、在投资决策上,风险控制的具体措施仍需进一步加强	377
十、在目标客户上存在选择上的两难	379
十一、房地产金融市场不发达	379
第二节 发展我国房地产投资基金的路径选择	380
一、房地产投资基金的三种发展路径	380
二、信托形式是发展中国房地产投资基金的最优选择 ...	366
三、房地产投资信托基金的产品开发	390
第三节 发展中国房地产投资信托基金的关键制度安排 ...	393
一、加强监管部门的协调,确立房地产投资信托基金在金融体系中的地位	393
二、房地产投资信托基金配套法规的完善	398
三、当前必须迅速解决的几个关键制度	402
附件一 主要参考文献	420
附件二 2002~ 2003 年房地产信托产品统计表	425

第一章 房地产投资基金的特征与分类

第一节 房地产投资基金的定义和特征

一、房地产投资基金的定义

房地产投资基金，实际上是房地产投资信托。在美国等大多数国家称为 Real Estate Investment Trusts，简称 REITs；或 Real Estate Investment Trust，简称 REIT。只是在英国和亚洲一些国家才称之为房地产投资基金(Property Investment Fund，简称 PIF)。它是指通过发行基金受益凭证募集资金，交由专业投资管理机构运作，基金资产专门投资于房地产产业或项目，以获取投资收益和资本增值的一种基金形态。不同于一般的投资基金，房地产投资基金是专门用于房地产投资、租赁开发、销售和消费等方面的投资资金，投资范围限于房地产领域，是集众多的分散资金于一体，同时采用专家经营、专业化管理的一种投资体制。其设立目的是集聚资金、分散风险，获得较高的规模效益，促进房地产市场健康发展。

投资基金起源于英国，近几十年在全球得到快速发展。它最早来源于中世纪的尤斯(USE)制度。19世纪，英国出现了最早形态的投资基金，即由政府出面组成投资公司，集中众多中小投资者的资金，委托具有专门知识的理财能手代为投资。1868年英国组建的“海外和殖民地政府信托”(Foreign and Colonial Government Trust)，是世界上第一家较为正式的投资基金。1921年4月，美国组建了国内第一个信托投资基金，即美国国际证券信托基金(The International Securities Trust of America)。在随后的几十年里，投资基金成为美国

发展最迅速的一种投资工具。1940年，美国仅有投资基金68只，总资产为4.48亿美元。1978年，发展到500只，总资产580亿美元，增长了130倍。截至2000年年底，美国投资基金共7791只。其中资本市场基金6746只，货币市场基金1045只，资产总额近7万亿美元。有基金管理公司434家，基金投资者达8280万人次。据了解，目前全球各类投资基金资产总额已超过10万亿美元。其中开放式基金资产近11万亿美元，美国约占66%，其余依次是法国、意大利、日本、英国和我国香港地区等。在我国，自1998年以来，证券投资基金也从小到大，从无到有，至2004年9月已接近3000亿元，占证券市场流通市值的30%。随着全球资本市场的不断发展，目前投资基金以其专业化管理和分散投资等诸多优点，受到各国投资者的普遍青睐，成为当代国际金融市场变化最突出的特征之一，也成为国际资本流动的重要渠道和发展中国家与地区吸收外资的一种有效形式。

与此同时，20世纪60年代以来，全球房地产投资基金也得到很大的发展。根据标准普尔公司的统计，在世界范围来看，房地产投资基金在美国十分普遍。至2003年底美国已经有近200只上市的房地产投资信托基金，市值总额超过2390亿美元，约占美国纽约证券市场市值的4%，管理的商业房地产资产超过4000亿美元。在澳洲，房地产投资基金(Australian Listed Property Trust, 简称ALPT)也十分活跃。自20世纪70年代澳洲开始引入第一只房地产投资基金以来，目前澳洲房地产投资基金的规模已经占到当地证券市场总值的10%。在日本，第一只房地产投资基金于2001年在东京证券交易所上市。在我国，房地产投资基金仍在起步和发展阶段。

二、房地产投资基金的特征

房地产投资基金一般说来有以下几个显著特征：

1. 专家集合理财

房地产投资基金将小量资金集合后进行投资。除了资金集合投资外，还可以将对房地产物业的投资转化为对代表该物业的证券的

投资，即从占有多少物业的面积转化为占有多少比例的权益。为了更好地理解这种房地产投资基金的概念，我们以下面实例说明：设某栋大楼有10层，每层1000平方米，每平方米售价1000元，如果以整层为单位出售，那么每层要卖100万元，卖给10个有购买力的业主，就可收回1000万元；如果将整栋楼按价值1元的单位分割成1000万份权益单元，卖给投资者，同样可以实现该栋楼1000万元的价值，但这时候任何小投资者都有能力投资，投资者的范围从10个扩大到1000万个。如果这种权益单元有人投资，能够交易，那么这就实现了该房产的证券化。房地产投资基金可以通过将传统的按单位、按面积分割出售的房地产，改为按价值单元分割出售来实现，使投资商迅速变现房地产，融通资金。

房地产投资基金的出现，使得投资者可以把资金投入由职业投资经理管理的房地产投资组合中。该公司将其收入现金流的主要部分分配给投资者，而本身仅起到一个投资代理的作用。投资者将资金投入房地产投资基金有很多优越性，比如可以以相对较少的投资持有多元化的房地产组合；可以获得稳定的分红潜力；投资者有机会得到资金增值。

基金财产须交由专业性较强的基金管理机构投资运作，这些机构具有专门的理财专家和市场分析人员，他们专门对国内外经济形势、各个行业甚至某一公司的运营状况和潜力，进行科学系统的分析，并在此基础上做出投资决策。因此相对于个人投资者来说，更能把握市场的脉搏，从而赢得较高收益。由于房地产基金经营权与所有权高度分离，通过专业化的经营管理，可以使房地产营运绩效大幅度提高，使投资者可以分享房地产专业投资的成果。

2. 组合投资，分散风险

投资学上有一句谚语：“不要把你的鸡蛋放在同一个篮子里”。然而中小投资者由于资金量小且研究实力较弱，通常无力做到这一点。如果投资者把所有资金都投资于一家公司的股票，一旦这家公司破产，投资者便可能失尽其所有。而投资基金通过汇集众多中小投资者的小额资金，形成雄厚的资金实力，可以同时把投资者的资

金分散投资于各种资产，使某些资产跌价造成的损失可以用其他资产涨价的盈利来弥补，分散了投资风险。如证券投资基金，它一般要同时买 10 种以上、甚至几十种不同的股票，假设其中一半亏了，而另外的一半则赚到了钱，这样一平均下来，总体上不会有大的输赢。而从长期来看，投资基金有总的平衡问题。由于市场行情此涨彼落，投资基金短期内可能有赚有亏，但从较长时间考察，随着经济的发展，投资基金大体上是盈利的。

国外实践证明，投资基金的风险介于银行存款和买卖股票之间，适合那些不想将资金存在银行又害怕股市风险、想获取较高投资收益的中小投资者。由于房地产投资往往需要庞大资金的投入，个别投资人无法同时进行多项房地产开发计划，造成风险的过度集中。房地产投资基金是以收益凭证方式募集大众资金，从事多样化的投资，除可通过不同的房地产种类、区位和经营方式等投资组合来降低风险外，也可以在法律规定范围内从事政府债券、股票等有价值证券投资以分散投资风险。

3. 筹措资金迅速

房地产投资基金是以受益凭证在金融市场募集资金，再以直接经营或间接融资方式投资于房地产市场，有效地结合了房地产市场和资本市场。通过这两个市场的结合，有助于房地产商在大规模房地产开发中的资金取得，加速资本积累，促进土地的有效利用。

4. 投资小、费用低

在我国每份基金单位面值为人民币 1 元。证券投资基金最低投资额一般较低，投资者可以根据自己的财力，多买或少买基金单位，从而解决了中小投资者“钱不多、入市难”的问题。目前房地产投资基金认购份额不得超过 200 份，最低认购金额为 5 万元。随着市场的成熟和发展，这一比例和限制将会取消。投资基金的管理公司就提供基金管理服务而向基金收取的管理费一般为基金资产净值的 1%~2.5%，购买房地产投资信托基金则不像购买证券投资基金那样需缴纳认购总额 1.5% 的认购费用和以后需缴纳 0.25% 的赎回费用。

5. 基金财产具有独立性