

教育部人文社会科学研究“十五”规划项目

王洪卫 等著

中国房地产

证券化运行机制

Z H O N G G U O
F A N G D I C H A N
Z H E N G Q U A N H U A
Y U N X I N G
J I Z H I

上海财经大学出版社

教育部人文社会科学研究“十五”规划项目
(批准号:01JA790018)

中国房地产证券化运行机制

王洪卫 等著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国房地产证券化运行机制/王洪卫等著. —上海:上海财经大学出版社, 2005. 11

ISBN 7-81098-510-8/F·462

I. 中… II. 王… III. 房地产-证券投资-研究-中国
IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 130780 号

☐ 责任编辑 张小忠

☐ 封面设计 周卫民

ZHONGGUO FANGDICHAN ZHENGQUANHUA YUNXING JIZHI

中国房地产证券化运行机制

王洪卫 等著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷装订

2005 年 11 月第 1 版 2005 年 11 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 9.625 印张 241 千字

印数: 0 001—2 000 定价: 19.00 元

前 言

目前,我国房地产金融市场融资渠道极其单一,主要依靠商业银行发放的房地产贷款。2004 年底,银行业金融机构房地产贷款余额达到 2.63 万亿元,比 2003 年增加 4 890 亿元;房地产开发商贷款余额为 7 811 亿元,比 2003 年增加 1 153 亿元;同期,住房按揭贷款余额为 1.6 亿元,比 2003 年增长了 4 161 亿元;按揭贷款增幅高出房地产开发贷款增幅 18 个百分点。

据不完全测算,我国房地产市场上超过 50% 的资金都是来源于银行信贷。虽然在理论上有多渠道可以融资,但是上市融资、信托融资、债券融资、基金融资的作用微乎其微。目前,已经上市的房地产企业只有 50 多家。2004 年房地产信托虽然取得了快速发展,但一年的融资额不过 200 亿元;发行企业债券要经过政府相关部门的严格审核,房地产企业发行企业债券更加困难。2004 年基金融资随着信托融资的发展虽然有了进步,但作用仍然很小。

从全世界来看,依靠银行信贷为房地产市场提供单一融资渠道只有东南亚、南亚的一些发展中国家,这种模式下一旦房地产市场发生剧烈波动,就必然导致严重的金融危机,严重的金融危机甚至导致国民经济的长期持续衰退。1998 年,东南亚国家爆发的严重的金融危机也与这种单一融资模式关系重大。借鉴美国、英国等发达国家的融资经验,要想改变我国目前单一依靠银行贷款的现状,房地产证券化是一种必然的选择。

根据我国房地产金融发展的客观需要,2001 年 12 月我国教

育部批准立项成立课题组展开专项研究。以上海财经大学中青年学者为骨干力量的“中国房地产证券化运行机制的研究”课题组长长期致力于这一领域问题的研究,本书是该课题组长精心研究的成果。

房地产证券化,就是把房地产能够得到的收益(包括出售或出租经营收益),作为担保或抵押品发行证券,然后出售这些证券,其实质是将房地产投资直接转化为证券形态,使投资者与房地产的关系由拥有房地产产权转变为拥有有价证券的权利,即化直接的物权关系为持有有价证券的投资权益关系。房地产证券化的概念有狭义和广义之分。狭义的房地产证券化专指房地产投资权益证券化(或称为房地产项目融资证券化、商业用不动产证券化等),其内涵完全符合前述定义;广义的房地产证券化则是在房地产投资权益证券化基础上拓展出房地产抵押债权证券化。房地产抵押债权证券化是房地产投资权益证券化发展到一定程度的衍生产品,是指贷出机构将其拥有的房地产抵押债权转化为可转让的有价证券并出售给投资者,从而在资本市场上融资。此种证券化发展得最为成功的代表品种就是住房抵押贷款证券化。

20世纪中叶,房地产证券化在西方发达国家成功得以应用,但房地产证券化在我国的发展却十分缓慢。自从1992年海南三亚推出“地产投资券”以来,我国的房地产证券化探索地走过了13年的历程。时至2005年9月,由建设银行试点,即将推出的住房贷款证券化则可算是我国大规模实施房地产证券化的重要开端。值得注意的是,目前,国内对房地产证券化的研究更多关注于对抵押贷款证券化的研究,而相对更易实施且市场广阔的房地产投资权益证券化研究甚少,但是,如果房地产证券化仅仅局限于抵押贷款证券化仍然难以摆脱传统的依赖银行信贷的融资路径,而房地产投资权益证券化则可以摆脱对银行融资的传统依赖,通过全新的融资安排实现多元化、多方位的房地产融资。

推出房地产证券化的必然性是由其内在特点决定的。一方面,房地产证券化是以房地产预期收益作为支持的金融品种,在破产隔离原理的作用下,房地产证券化收益与房地产价格波动是分离的,所以证券化产品是一种更加安全的金融品种。在当前股票市场一路低迷,债券市场始终不景气的情况下,房地产证券化以其特有的优势,为投资者提供了更好的投资渠道。房地产证券化通过证券的形式将房地产市场与资本市场联系起来,为一般投资者提供了共享房地产开发与经营收益的机会,增添了一种新的投资工具的同时,可以推动资本市场的发展,同时,也可以吸引当前社会上的游资,从而在一定程度上也有利于减少房地产泡沫化倾向,即也有助于稳定房地产一级市场。

另一方面,房地产证券化拓展融资渠道的同时,加速了房地产金融市场资金流通,从而有效降低融资成本。2004年下旬,我国各大商业银行开始收紧房地产信贷银根、房地产市场监管部门提高了房地产企业自有资本要求、改变土地转让方式,这都迫使房地产企业具有更强的资金周转能力与资金实力。房地产证券化中的项目融资证券化、房地产信托基金等证券化方式将为房地产企业拓展融资渠道提供机会。房地产证券化实施后,商业银行提供抵押贷款与发放开发贷款的成本会相应降低,房地产消费者将获得利率更低的按揭贷款,开发商开发成本也会相应降低,这都有利于房地产价格的理性回归与房地产市场的稳健发展。

房地产证券化的产生需要一系列的相关条件。西方发达国家的经验表明:除了要考虑证券化资产要适合证券化外,还要具备基本的经济、制度、技术和组织条件。首先,我国证券市场逐步成熟,为房地产证券化的实施提供了一定的经验。截至2005年5月,共有1536家公司在深、沪股市上市,A、B股总市值已达32308.72亿元,其流通市值达到10210.44亿元。证券市场的发展,使得参与市场的各方积累了丰富的经验,也为理性投资者的培养打下了良

好的基础。其次,我国房地产证券化的组织体系与制度条件初具雏形。我国房地产市场已发展成为包括房地产抵押贷款、典当、信托、保险等多方位、功能齐全的市场体系;发展房地产证券化的市场基础设施及配套服务正在逐步完善,如商业银行住房抵押贷款商业化住房金融业务的发展,保险公司、信托投资公司提供的金融服务渐趋完善等。

但是,房地产证券化是一项复杂、专业化程度高、技术性较高的系统工程,这在我国还是一项新生事物,其特殊的结构设计需要各方面的制度安排。目前,我国在法律、会计、税收制度及风险防范等配套环境方面还难以对房地产证券化形成良好的支持,这将是开展房地产证券化的现实障碍。所以,房地产证券化在我国的发展虽不具备大规模推广的条件,却也有一些有利因素。这些有利因素为展开房地产证券化品种的试点提供了必要条件,房地产证券化的进一步试点是完全可行的,等试点成功积累了足够的经验后再大范围推广将是比较稳妥的路径选择。

本书的研究目标是在综合国内外房地产证券化研究成果基础上,系统地研究我国的房地产证券化问题,为完善和发展我国的房地产证券化理论,提出有效可行的房地产证券化运行机制,以此指导我国的房地产证券化实践。基于上述研究目标,本书的研究内容主要有以下几个方面:

第一章首先对国内外的相关研究进行评述,在综合现有研究成果的基础上,提出本书的研究目的、内容和关键问题,并就研究方法和必要性进行了阐述。第一章是本书提纲挈领式的部分,它基本上提出了本书的研究框架。

第二章主要对房地产证券化的基础理论进行介绍。主要介绍了房地产证券化的支撑理论和基础理论——房地产金融产权理论,本书创新性地提出房地产金融产权的界定和划分直接决定房地产证券化过程中的产权归属和收益分配。以上理论基础为本书

后面的内容提供了理论基石。

第三章研究了我国房地产证券化的发展历程和现状,并就我国房地产证券化发展的环境和可行性进行分析。初步总结出目前我国房地产证券化发展的状况及我国房地产证券化进一步发展所遇到的有利和不利因素。

第四章主要介绍了房地产证券化的国际经验及对我国房地产证券化发展的启示。从当前世界范围内的房地产证券化实践来看,以美国、英国和日本三种房地产证券化模式为主,并有进一步融合的趋势。

第五章设计了我国房地产证券化的推进模式。这是在我国房地产证券化实践的基础上,借鉴国外经验得出的。本章主要对我国房地产证券化的推进模式、突破口选择和监管模式进行论述,在总体上规范了我国房地产证券化运行机制。

第六章对我国房地产证券化的主要品种进行设计。课题组认为,我国应同时发展权益型和抵押债权型两种类型的房地产证券化,我国房地产投资权益证券化的品种主要有以下四种:房地产投资信托基金(REITs),房地产有限合伙(RELP),单项房地产证券化和土地信托。房地产抵押债权证券化中的住房抵押贷款证券化仍然是我国未来房地产证券化的主要品种之一。

第七章对住房抵押贷款证券化定价进行研究。产品定价是房地产证券化过程中的一个关键问题,住房抵押贷款证券化产品定价是其中最为复杂的一种,其他产品可以借鉴其定价方法进行适当调整。因此,本章对其他证券化产品定价未做进一步展开。本章分析了住房抵押贷款证券化产品定价的主要影响因素,特别是对提前偿付行为进行分析。然后,对住房抵押贷款证券化产品定价中的决定性内在因素进行分析。最后,介绍了国际上通用的集中房地产证券化定价方法,并对我国房地产证券化定价方法的选择提出建议。

第八章研究房地产证券化中会计、税收、法律、风险控制问题。在房地产证券化的具体实行过程中,会遇到很多会计、税收和法律问题,这些问题将直接影响到房地产证券化的实施效果,本章对以上问题进行深入分析,并提出了具体的解决方案。此外,房地产证券化中会存在各种风险(包括系统的和非系统的),对风险进行研究和控制也是本书所要讨论的内容。

上海财经大学国民经济专业博士生导师王洪卫教授承担了本书的全部组织工作与全书的总撰、修改工作。张学文负责了部分统稿与修改、撰写工作。上海财经大学国民经济专业的研究生吉瑞、潘爱民、胡昌丽、韩刚、胡斌、王妍、任晓辉、叶卫东承担了本书相应章节的撰写工作。

上海财经大学出版社为本书的出版提供了大量帮助,在此表示衷心感谢。由于本书作者学识有限,且研究时间仓促,错误之处在所难免,敬请读者批评指正。

作 者
2005 年 9 月

目 录

第一章 导 言/1

第一节 国内外相关研究的现状评述/2

一、国外相关研究现状综述/2

二、国内相关研究现状综述/47

三、对国内外相关研究现状的评价/57

第二节 研究目标、研究内容和关键问题/58

第三节 研究的创新之处和理论贡献/60

一、创新性地提出了房地产金融产权理论/61

二、系统地分析了我国房地产证券化问题/61

三、对我国房地产证券化实践具有现实的指导意义/61

第四节 研究方法与技术路线/62

本章参考文献/64

第二章 房地产证券化的理论基础/68

第一节 房地产证券化的基础理论

——房地产金融产权理论/68

一、房地产金融产权的提出/69

二、房地产金融产权的特点/73

三、房地产金融产权的主要内容/73

四、房地产金融产权在房地产证券化中的基础作用/77

第二节 房地产证券化的相关理论/78

- 一、风险分散理论/78
- 二、分工理论/80
- 三、不对称信息理论/82
- 四、交易成本理论/83
- 五、规模经济理论/85

第三节 房地产证券化运行的支撑原理/86

- 一、房地产抵押债权证券化运行的支撑原理/86
- 二、房地产投资权益性证券化运行的支撑原理/89

本章参考文献/90

第三章 我国实施房地产证券化的必要性与可行性分析/92

第一节 我国房地产证券化的探索/92

- 一、房地产债券/93
- 二、房地产股票/93
- 三、房地产信托/93
- 四、房地产信托基金/94

第二节 我国实施房地产证券化的必要性/95

- 一、房地产证券化的实施有利于我国房地产市场的长远发展/96
- 二、房地产证券化的实施有利于商业银行转移金融风险/98
- 三、房地产证券化的实施有利于我国资本市场发展/99

第三节 我国实施房地产证券化的可行性/99

- 一、我国实施房地产证券化的宏观环境越来越成熟/100
- 二、我国已初步具备实施房地产证券化的微观基础/103
- 三、政府的推动/108

本章参考文献/110

第四章 房地产证券化的国际比较与经验借鉴/112

第一节 美国的房地产证券化/112

一、美国的房地产投资信托/113

二、美国的房地产有限合伙/117

三、美国的住房抵押贷款证券化/120

第二节 英国的房地产证券化/125

一、英国房地产抵押贷款证券化/125

二、单一房地产证券化模式/127

三、授权房地单位信托/130

第三节 日本的房地产证券化/132

一、信托型房地产证券化/132

二、组合型房地产证券化/135

三、日本房地产证券化的发展/135

四、日本房地产证券化主要品种/136

第四节 房地产证券化国际比较对我国的启示/138

一、当前我国发展房地产证券化是非常必要的/139

二、发展房地产证券化必须发挥好政府的作用/139

三、发展房地产证券化必须营造良好的法律环境/140

四、发展房地产证券化还必须具备良好的制度环境/140

本章参考文献/141

第五章 我国房地产证券化推进模式设计/143

第一节 我国房地产证券化的突破口选择/143

一、我国房地产投资权益证券化的突破口选择/143

二、我国房地产抵押债权证券化的突破口选择/146

第二节 我国房地产证券化的推进模式/149

一、我国房地产投资权益证券化的推进模式/149

二、我国房地产抵押债权证券化的推进模式/153

第三节 我国房地产证券化的保障机制/155

一、引入国外资产证券化资信评级机构和体系/156

二、明确房地产证券化的信用增级措施/158

本章参考文献/159

第六章 我国房地产证券化品种设计/161

第一节 我国房地产投资权益证券化品种设计/161

一、房地产投资信托基金(REITs)/161

二、房地产有限合伙(RELR)/166

三、单项房地产证券化/171

四、土地信托/173

第二节 我国房地产抵押债权证券化运行设计/175

一、住房抵押贷款证券化的结构及运行机制/176

二、住房抵押贷款证券化的主要品种/178

三、我国住房抵押贷款证券化运行设计/182

本章参考文献/187

第七章 住房抵押贷款证券的定价问题/188

第一节 定价基础:提前偿付问题/188

一、提前偿付的含义/188

二、衡量提前偿付行为的指标/194

三、我国住房抵押贷款提前偿付的研究/199

第二节 住房抵押贷款证券化定价方法研究/205

一、房地产证券产品折现率的确定/206

二、房地产证券化产品现金流的测算/212

三、具体定价方法/215

四、我国住房抵押贷款证券化定价方法的选择/224

本章参考文献/227

第八章 房地产证券化中法律、会计、税收、风险控制问题/229

第一节 房地产证券化中现有法律障碍及完善/229

- 一、房地产证券化的法律特征/230
- 二、资产发起和出售中的法律障碍及完善/231
- 三、有关 SPV 的法律障碍及完善/236
- 四、信用增级中的法律障碍及完善/244
- 五、证券发行和交易过程中的法律障碍及完善/246
- 六、资产服务过程中的法律障碍和完善/248
- 七、存在的其他法律问题/249

第二节 房地产证券化中会计处理方式的选择/250

- 一、资产证券化存在的会计问题/251
- 二、房地产证券化的会计处理方式/254
- 三、我国房地产证券化中的会计制度建设/265

第三节 房地产证券化中税收制度的完善/268

- 一、发起人面对的税收问题/268
- 二、特殊目的机构(SPV)面对的税收问题/273
- 三、投资者面对的税收问题/278
- 四、我国房地产证券化中的税收政策设计/280

第四节 房地产证券化中的交易风险及其控制/283

- 一、资产质量、规模和打包风险/284
- 二、早偿风险(提前支付风险)/286
- 三、信用风险(违约风险)/290

本章参考文献/292

第一章 导 言

20 世纪 70 年代美国专营房地产贷款的金融机构以贷款债权为担保,向投资大众发行抵押证券(Mortgage-Backed Securities, 缩写 MBS),以此筹措抵押贷款资金,“房地产证券化”一词开始出现。房地产证券化是资产证券化在房地产领域的具体应用,它是以房地产为对象,以房地产或与房地产有关的债权作担保,发行股票、债券、单位信托或其他受益凭证,直接从市场筹集资金的一种资金融通机制。房地产证券化有两种基本形态:一是房地产本身或所有权证券化(权益型),二是房地产抵押权的证券化(抵押权型)。其他则为二者的复合。

权益型房地产证券化又可以分为三种具体的形式:(1)房地产项目融资证券化,它是以融资主体自身的资产或信誉作担保,或针对某一房地产项目并以其建成后的销售收益作担保而发行的证券。(2)房地产权证证券化,它是指通过有价证券形式,将房地产与投资者之间的直接物权关系转化为由于拥有有价证券而形成的债权关系,使房地产的价值由固定的资本形态转化为具有流动性的资本有价证券。(3)房地产投资信托(REITs),它是一种大众化的投资工具,是由专门的投资机构投资于房地产,通过发行受益证券或入股凭证的方式,将分散的不等额资金汇集成基金,交由专家进行经营和管理,投资者按出资比例分享基金的增值收益。

抵押权型房地产证券化是指以一级市场(发行市场)上抵押贷款组合为基础,发行抵押贷款证券的结构性融资行为。房地产抵

押贷款证券化主要采取两种方法:一是由二级抵押机构对房地产金融机构的住房抵押贷款项目进行“再贴现”,然后将此类贷款进行资产组合并发放有价证券,以“批发”的形式出售给机构投资者。二是由“特定交易组织”(Special Purpose Vehicle,简称 SPV)无追索权^①地购买房地产金融机构持有的住房抵押贷款,然后将此贷款整合成有价证券,在市场上公开出售以收回资金。投资者不局限于机构投资者,也可以是个人投资者。

第一节 国内外相关研究的现状评述

房地产证券化作为 20 世纪世界金融领域的重要创新成果之一,对房地产证券化的相关研究成果浩如烟海,限于笔者的精力以及资料的可获得性,本书仅就笔者所掌握的资料进行房地产证券化的相关研究综述。

一、国外相关研究现状综述

与我国不同的是,国外的房地产证券化实践已经有近半个世纪的历史,国外对房地产证券化的研究也非常深入,但总体来讲,根据房地产证券化的不同类型,国外对房地产证券化的研究可以分为以下三个方面:一是对房地产证券化的整体研究,这主要研究不同类型房地产证券化共性的东西,揭示房地产证券化的本质;二是对权益型房地产证券化进行研究,目前看来,房地产投资信托(REITs)逐渐成为各国房地产证券化的主要形式,因此,国外对权益型房地产证券化的研究也主要集中在房地产投资信托领域(REITs);三是对抵押型房地产证券化进行研究,主要是对房地产

^① 追索权是一个法律用语,又称偿还请求权,是指票据持票人到期不能获得付款或在到期日前不获承兑或有其他法定原因时,持票人请求义务人清偿票据金额、利息及有关费用的票据权利。

抵押贷款证券化(MBS)的研究。基于以上论述,本节就三个方面的研究成果分述如下:

(一)房地产证券化的整体研究

1. 房地产证券化的收益和绩效

国外学者大多使用房地产投资信托(REIT_s)的相关数据对房地产证券化收益、回报和绩效进行研究,这是因为 REIT_s 在国外发展较为成熟,其数据比较容易获得而且比较完整。

(1)房地产证券化的收益和绩效

关于房地产证券化收益和绩效的研究成果很多,大多数研究成果都证明了房地产证券化存在着很大的收益,有比较好的绩效。

大多数的研究文献都集中研究某一国市场,特别是美国市场的房地产证券化收益和绩效。如 Mei 和 Liu(1994)研究房地产证券的季度收益,Mei 和 Gao(1995)则研究房地产证券化每周的收益,发现通过买进绩效好的证券和卖出亏损证券的反向投资策略可以获得很大的利润。以上研究结果表明,房地产证券投资组合和单个证券的收益都是可以预期的,文献特别证明了单个证券的收益之间有负的自相关性,而证券组合的收益之间却存在着正的自相关性。

Cooper, Downs 和 Patterson(1999)运用一个简单的方法将噪音和 REIT_s 的价格逆转剔除,并使用筛选过的 REIT_s 每周的收益数据扩展了 Mei 和 Gao(1995)的研究。他们认为,反向投资策略在大多时候获取的收益都会大于相关的交易成本,老练的投资者可以从短期的房地产市场特别是公开交易的房地产市场获得利润。

Nelling 和 Gyourko(1998)分析了 1975—1995 年间所有的权益型 REIT_s 证券。他们研究收益的自相关结构,并根据证券的初始绩效建立可以预期的证券组合。研究结果表明,证券组合每月的收益是可以预测的,但通过这种证券组合获取的收益并不足以