

王仁涛 / 著

ZHONGGUO FANGDICHAN JINRONG ZHIDU CHUANGXIN YANJIU
—JIYU REITs LILUN DE TANTAO

中国房地产金融制度创新研究 ——基于REITs理论的探讨

 复旦大学出版社

本专著为中国博士后科学基金资助项目[20070410667]、上海市教委优秀青年教师基金项目[B.37-0124-07-003]、上海大学创新基金项目[A.10-0124-08-401]、上海大学文科跨越项目[A.07-0124-07-002]的研究成果。

王仁涛/著

ZHONGGUO FANGDICHAN JINRONG ZHIDU CHUANGXIN YANJIU
—JIYU REITs LILUN DE TANTAO

中国房地产金融制度创新研究 ——基于REITs理论的探讨

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国房地产金融制度创新研究——基于 REITs 理论的探讨 / 王仁涛著. —上海: 复旦大学出版社, 2009. 7

ISBN 978-7-309-06676-0

I. 中… II. 王… III. 房地产-金融体制-研究-中国
IV. F832.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 087061 号

中国房地产金融制度创新研究 ——基于 REITs 理论的探讨

王仁涛 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 王联合

出品人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	890 × 1240 1/32
印	张	7.25
字	数	208 千
版	次	2009 年 7 月第一版第一次印刷

书	号	ISBN 978-7-309-06676-0 / F·1494
定	价	18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 引论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 学术构想	5
第三节 主要观点	7
第二章 房地产金融创新国内外研究现状	10
第一节 国外研究现状及发展动态	10
第二节 国内研究现状	16
第三节 尚待研究的问题	20
第三章 中国房地产金融制度创新路径分析	21
第一节 中国房地产金融制度的发展历程	21
第二节 房地产金融制度的国际比较	30
第三节 中国房地产金融制度创新的路径分析	38
第四节 房地产金融制度创新的最优路径	48
第四章 房地产投资信托基金制度概述	56
第一节 REITs 的定义和特征	56
第二节 REITs 的分类	63
第三节 REITs 的运作方式	71
第四节 REITs 基本制度构成解析	76
第五章 房地产投资信托基金的国际经验比较与借鉴	80
第一节 美国 REITs 的产生与发展	80
第二节 欧洲的 REITs	90
第三节 亚洲的 REITs	95
第四节 国际比较与经验借鉴	105
第六章 房地产投资信托基金运作中的委托—代理关系分析	112
第一节 委托—代理理论的基本含义	112

第二节	REITs 的委托—代理模型	115
第三节	案例分析	122
第四节	解决委托—代理问题的对策	131
第七章	房地产投资信托基金的风险及其控制	138
第一节	风险概述	138
第二节	REITs 风险分析	139
第三节	REITs 的风险控制体系	149
第八章	房地产投资信托基金的发展策略	163
第一节	中国 REITs 的发展现状	163
第二节	REITs 的发展环境研究	174
第三节	REITs 发展环境的构造	185
第四节	中国 REITs 的发展策略	191
第五节	房地产投资信托基金的业务定位	208
第六节	REITs 与住房保障	213
参考文献		218
后记		227

第一章 引 论

第一节 问题的提出

当前,我国正在大力推进社会主义和谐社会建设,促进国民生活水平的全面提高。在构建和谐社会的进程中,虽然我国的宏观经济快速稳定增长,但群众的居住水平却没有同步提高,房价居高不下、住房供需不平衡、房地产贷款风险加剧等问题日益突出,成为居民提高居住水平的巨大障碍,严重影响了构建和谐社会的进程。出现以上问题的深层次原因,是我国房地产业在 20 多年的发展过程中缺乏制度创新,尤其是投融资体制的创新。长期以来房地产业的主要资金来源是银行贷款,融资渠道单一,在银行、房地产企业、地方政府等各方利益的驱动下,房价不断上涨,同时大量的房地产贷款也积累着巨大的金融风险。尽管国家出台了大量的宏观调控政策,但大多是治标不治本,时效有限,不能从根本上解决问题。

银行信贷间接投融资体制不但累积了巨大的信贷金融风险,而且越来越不能解决房地产资金需求和供给之间的矛盾以及房地产投资收益与风险对等问题,已经明显不适应新形势下房地产业发展的需要。在目前的房地产投融资市场上,一面是银行资金供给的短期性,一面是房地产资金需求的长期性;一面是银行信贷风险的累积,一面是房地产企业的超额利润;一面是社会资本的闲置,一面是房地产资金的短缺;等等。这些矛盾和问题归根结底都是我国房地产投融资制度缺失、不健全所致。因此,加快投融资制度创新已成为确保中国房地产业持续、健康发展所必须解决的问题。

制度创新源于制度失衡,它是对现有制度缺陷或者制度缺失的反应,其目的在于获得潜在的制度创新收益。中国以银行信贷间接融资为绝对主体的房地产投融资制度,在前几年扶持房地产发展的

相对宽松政策环境下,基本上还能满足各方的需求,维持着制度的相对均衡。但是,其内在的弊端却随着中国房地产业的飞速发展而日益暴露。国家在充分地意识到这种弊端对于房地产业发展甚至整个国民经济发展的危害性后,不得不采取措施,连续出台相应的法规文件对现行投融资制度予以抑制和调整,其中影响最大的就是央行的“121号文件”。国家对于银行信贷的严控,彻底打破了原有房地产投融资制度的相对均衡,其目的在于促动民间投融资力量的形成和扩展,引发投融资制度的诱致性变迁。但作为对国家金融和宏观经济产生巨大影响的投融资制度,其供给和创新在很大程度上是依赖于国家的,必须要有国家的认可和参与,制度创新才能有效形成。因此,在目前“旧制度打破”的情况下,国家应及时顺应经济和社会发展要求,创新我国的房地产投融资制度,以弥补制度缺口。从发达市场经济国家投融资制度的演进变迁历程可以看到,投融资制度发展演变趋势表现为由以银行为主的间接信贷融资模式转向以市场证券化为主的直接权益融资模式过渡,由单一银行投融资体制向多元化、多层次的市场投融资体制过渡,房地产投融资制度的发展也不例外。目前,美国的房地产投融资制度已经基本完成了这一转化过程,促成了美国房地产业的持续发展和稳定繁荣。随着市场经济发展的日益深入,中国房地产投融资制度的发展演变也必定会融入国际金融体制的发展潮流之中。因此,发展以证券化、社会化、多元化为特征的直接权益投融资模式将是中国房地产投融资创新的基本方向。

从研究发展趋势来看,近年来各国都在大力推进房地产金融创新,经过实践和探索,许多国家选择了建立房地产投资信托基金(REITs)制度作为金融创新的形式。近年来国内外学术界的研究主要集中在房地产金融创新领域,特别是对REITs的理论与实践问题开展了大量的探讨。未来这一方面的研究还将是热点和重点。目前我国房地产行业的发展迫切需要房地产金融创新的支持,政策制定、宏观调控等方面也亟须金融创新理论为依据,建立和完善中国的房地产金融创新理论已经是当务之急,所以本课题的研究有较高的理论价值。

从实践意义来看,目前我国房地产业和金融业都需要进行金融

创新以进一步发展。开展房地产金融制度创新,建立中国的 REITs 制度,对行业发展和国民经济增长都有重要的意义。具体来看,体现在以下几个方面。

一、促进中国房地产投融资的证券化进程

中国如果建立 REITs 制度,将直接推动房地产证券化进程。首先,REITs 可以通过对房地产抵押贷款支持证券的购买,化解目前累积在银行的房地产信贷风险,为房地产发展提供再投资资金。其次,REITs 可以通过将房地产所有权益分割成小份,以股票或受益凭证的证券形态体现出来,在资本市场上出售给投资者,这一方面实现了中小投资者对房地产的直接投资,另一方面又实现了房地产所有者在资本市场上的融资。通过 REITs 对房地产证券化的实现,使原来实物形态的“不动产”转变为证券形态所有权份额,获得了高度的流动性和变现性,从而使房地产资金供求双方跨过银行直接联系起来,实现了中国房地产投融资的直接化、社会化,这将从根本上促成中国房地产投融资制度的创新。

二、弥补现行的房地产信贷融资制度的缺陷

REITs 通过发行有价证券向社会资金所有者进行直接融资,替代以通过商业银行为媒介的间接融资,成为房地产业外部资金的主要融通渠道。REITs 通过信托所融得资金主要是针对房地产进行权益性投资,正好可以满足房地产企业对长期资金的需求;而且,REITs 又具有很好的风险化解和风险分摊机制,它不但通过专业投资人员的多样化组合投资分散了房地产投资风险,而且将剩余的风险转嫁给各个不同的投资者,避免了在信贷融资制度下房地产投资风险在银行的积累和集中。

三、拓宽我国房地产业发展的资金来源

REITs 是专门为中小投资者设计的房地产投资工具,通过 REITs,社会闲散的、零星的小额货币积聚或规模化的产业资本,直接投向房地产,从而使房地产业的发展资金在筹集面上更宽、更广。

我国一旦建立起 REITs 制度,这笔庞大的资金就将通过 REITs 这个投资中介,源源不断地进入了房地产领域,为我国房地产业的进一步发展提供更为宽广、稳定的资金来源。通过对房地产投资主体多元化的促进,REITs 创新了我国的房地产投融资制度。

四、提供一种适应大众投资者的房地产直接投融资制度

REITs 通过发行小面值的股票或者受益凭证,将把广大社会投资者的资金聚集起来,在专家操作管理下,集中投资于房地产业,并直接分享房地产投资的高收益。它以其低进入门槛、专家理财、风险分散、收益稳定和资产增值等众多优点而获得了广大中小投资者的欢迎,成为一种比银行存贷制度更为优越的新型大众投资制度,从而在很大程度上弥补了我国房地产直接投融资制度缺口。

从研究背景的分析中可以看出,房地产业的发展、金融业的产品创新以及居民的投资需求都迫切需要我国的房地产金融制度的创新,而从目前的实际情况来看,以建立 REITs 制度为突破口开展房地产金融制度创新是可行路径中的最优选择。本书研究的主要目的是通过分析我国开展房地产金融创新的必要性和各种可行路径,对 REITs 制度的理论问题进行探讨,对我国已开展的准 REITs 业务做实证分析,剖析 REITs 的运作机理,提出发展 REITs 制度的政策建议。具体来看,本书试图达到以下研究目的:

(1) 分析我国房地产金融的现状,设计各种可行的创新路径,提出建立 REITs 制度是最优的创新路径;

(2) 剖析 REITs 制度的特点、运作机理和对我国房地产业的意义;

(3) 应用委托—代理模型研究 REITs 运作中的委托—代理关系,对目前已开展的准房地产投资信托基金业务做案例分析;

(4) 评价建立 REITs 将面临的各种风险,提出控制风险策略;

(5) 设计中国 REITs 的投资制度、投资模式以及投资项目的管理制度;

(6) 研究发展房地产投资信托基金的外部环境,指出制约因素,提出我国房地产投资信托基金发展战略。

第二节 学 术 构 想

一、研究视角与研究方法

本书提出以建立 REITs 制度来开展中国房地产金融制度的创新,从新制度经济学的分析视角、运用新制度经济学中的相关理论来研究 REITs 制度。之所以采用这一研究视角,主要是基于以下原因:第一,虽然 REITs 的外在表现形式是股票、受益凭证、基金、基金管理公司等具体的投融资工具和投融资机构,但其背后隐含的却是一系列的特殊制度安排。只有深入到制度层面,才能揭示 REITs 的本质及其运行规律,才有助于我们更好地认识 REITs。第二,深入到制度层面,对 REITs 制度安排和运行机制进行经济剖析,对当前中国房地产业发展所面临制度问题和制度缺失进行探讨,对中国建立 REITs 制度所需要的制度环境进行深入研究,并以此为理论基础提出建构中国 REITs 制度的政策建议,将使本课题的研究更具有理论价值和现实意义。

本书的研究方法主要有:(1)理论上的制度分析法。这是本书最基本的研究方法,即由新制度经济学的制度理论、委托—代理理论和契约理论构成制度分析框架。(2)历史考察法。在制度分析的过程中,融入了对美国 REITs 制度形成和制度变迁的历史考察,以便能更好地借鉴历史经验。(3)统计分析法。运用统计图表、统计数据等对问题进行实证分析。在这三个分析方法的运用中,始终贯彻了宏观分析与微观分析、规范分析与实证分析、抽象分析与具体分析相结合的研究原则。

二、全书框架

本书的总体研究框架如图 1-1 所示。

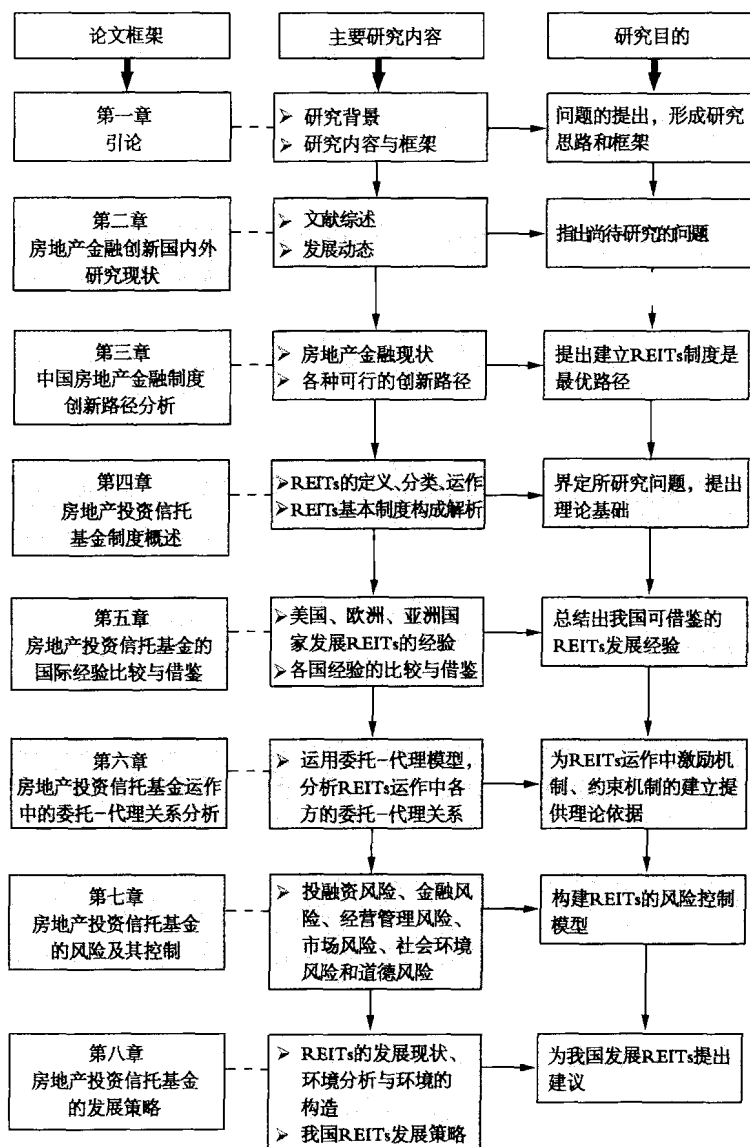


图 1-1

第三节 主要观点

一、研究内容

第一章为导论,主要介绍我国房地产金融创新的背景与意义,形成论文的主要研究内容、研究方法、研究框架;

第二章评述房地产金融创新的研究现状,通过对国内外研究文献和发展动态的分析,指出亟待研究的问题;

第三章分析我国房地产金融的现状,剖析房地产投融资渠道状况,在此基础上设计房地产金融创新的多种路径,提出建立 REITs 制度是创新的最优路径,指出我国发展 REITs 对我国房地产业的重要意义;

第四章介绍 REITs 制度的概念和特征、分类、运作模式,对 REITs 制度的基本构成进行解析;

第五章比较世界主要国家发展房地产投资信托基金的经验,提出我国可借鉴的经验;

第六章运用委托—代理模型分析 REITs 运作中的委托—代理关系,找出存在问题,提出解决方法;

第七章分析发展房地产投资信托基金将面临的各种风险,设计风险控制体系;

第八章对我国发展房地产投资信托基金的外部环境从法制、房地产市场、资本市场、中介机构、人才等方面进行分析,并提出相关的政策建议;为我国发展 REITs 设计战略构想,提出相关建议。

二、结论性观点

(1) 发展房地产投资信托基金(以下简称 REITs)对我国房地产业、金融业都有重要的意义。REITs 在美国等发达国家已经是一种成熟的房地产融资方式。结合 REITs 的特点和我国房地产融资的实际情况可以看出,发展 REITs 对我国房地产业、金融业均有积极作用,能够拓宽房地产融资渠道、促进信托公司业务重组、降低房地产

金融风险。

(2) 美国等发达国家发展 REITs 的经验值得中国借鉴。通过对这些国家 REITs 的发展模式、结构、上市条件进行比较,本书提出发展我国 REITs 的建议,即:为我国 REITs 进入实施运作创造必要的法律环境、改善市场环境、建设 REITs 的组织机构、加快培养大量的机构投资者、完善人才培养和信息公开化制度。

(3) REITs 制度中存在着双重委托—代理关系。运用委托—代理模型分析可知,REITs 运作中托管人对管理人的监督越严格,投资人为激励 REITs 管理人选择努力工作而必须付出的报酬就越小,投资人的收益就越高。另一方面,在基金管理人努力工作的情况下,投资人要想尽量减少为激励 REITs 管理人而付出的报酬,以提高自己的收益,可以采用增大基金管理人舞弊被发现时受到的处罚罚金、加强托管人的监督、加强外部监督的办法。REITs 存在的委托—代理问题,需要设计合理的制度来解决,包括:完善信息披露、建立标准化的基金业绩指标评价体系、设计合理的激励机制、营造有效的 REITs 监管体系、建立 REITs 经理人市场、完善 REITs 市场。在目前开展的房地产信托计划业务的委托—代理关系中,托管人没有充分发挥监督作用。

(4) 我国在发展 REITs 的过程中将遇到多种风险,主要包括:投融资风险、金融风险、经营管理风险、市场风险、社会环境风险和道德风险。REITs 风险的度量方法有风险价值法、敏感性分析方法和基于贝叶斯理论的风险分析。本书设计了 REITs 风险控制模型,提出从宏观和微观层面来控制 REITs 风险。宏观层面的控制措施包括:建立 REIT 的法律法规体系、加强对信托业务的监督和管理、努力营造有利于 REIT 业务发展的社会环境;微观层面的控制措施包括:建立 REITs 内部风险管理制度、做好投资项目的风险分析和投资的风险控制、适当实行风险规避、杜绝违规经营、加强人才培养、控制道德风险。

(5) 我国发展 REITs 的法律环境、市场环境、运作环境还不成熟。我国的 REITs 正处于起步阶段。发展 REITs 还存在一些障碍,具体包括:法律法规不健全、道德风险、流动性风险、专业人才缺乏、第三方财产监管制度未能建立、难以获得税收优惠。本书提出从宏

观经济环境、微观经济环境、政策法律环境三个方面构造我国 REITs 的发展环境,并为我国 REITs 提出发展战略,即组织模式采取信托模式;先以私募方式发展,成熟后再采取公募方式;国内募集与海外募集相结合;以民间私人持有资本、保险基金和养老基金、企业资金、国外投资者为资金来源;设计 REITs 的产品,主要有股权投资写字楼房产信托产品、房屋租赁信托产品、房地产商空置房信托;建立房地产信托登记制度;利用 REITs 促进我国住房保障制度的建设。

第二章 房地产金融创新 国内外研究现状

第一节 国外研究现状及发展动态

20 世纪 60 年代以来,美国、日本、德国、英国等发达国家的房地产金融创新表现为由以银行为主的间接信贷融资模式转向以证券化为主的直接权益融资模式过渡,由单一银行投融资体制向多元化、多层次的市场投融资体制转变。目前,这些发达国家的房地产金融创新已经基本完成了这一转化过程,促进了其房地产业和金融的持续发展和稳定繁荣。与房地产投融资改革的过程相适应,国外对房地产金融创新的研究已经超越了定性研究层面,主要是开展对 REITs 制度的定量研究。

近年来,对 REITs 的研究主要集中在这样几个方面: REITs 投资的多样化与集中化、REITs 的分红和债务政策、REITs 股票的绩效、REITs 的组织结构、顾问问题、机构投资者对 REITs 的影响。许多学者对 REITs 这些问题进行了研究,提出了各自的观点,为 REITs 的研究提供了大量文献。

一、关于 REITs 的组织结构

在美国房地产投资信托基金采用的是公司型基金的组织形式,一些学者对这种组织形式带来的成本和利益进行研究,对这种组织形式会产生的净效益进行探讨。Gyourko 和 Sinai (1999)提出了一个有说服力的案例。他们利用合理的参数值,使得成为 REIT 的所有利益超过相应的成本。在他们的比较分析中,认为 REIT 结构有两个正面因素和一个负面因素。首先,他们考虑成为 REIT 后,节省的税费估计约为该行业市值的 4%。此外,在某种程度上,REIT 无须进行正

规公司所需做的、费用高昂的避税政策研究;Gyourko 和 Sinai 估计在这些政策研究上所能节省的费用是 1%—4%。这样成为 REIT 的利益加在一起为 5%—8%。不利的一面是,REITs 被要求分配其应纳税收入的绝大部分,它们必须为支撑公司投资的增长募集资本。Gyourko 和 Sinai 估计,募集资本所需的相关财务费用大约是该行业权益市值的 2.5%。在这种情况下,成为 REIT 的净收益为该行业权益市值的 2.5%—5.5%,由于是基于全部 REIT 的市值,因此这一数目相当可观。此外,费用支出较低的公司采用 REIT 结构会得到更多的好处^{[1][2]}。

除了 REITs 组织结构外,MLP(业主有限合伙公司)也可以作为一种投资房地产和抵押贷款的组织形式,一些学者对 REIT 和 MLP 进行了比较^{[3][4][5]},结果表明从盈利的角度看,REIT 结构优于 MLP 结构^{[6][7]}。Wang, Ko and John Erickson(1997)还调查了包括 60 家投资于房地产和抵押贷款的 MLPs 在内的 114 家 MLPs 的股票业绩表现。他们发现,在 1981—1991 年间,这 114 家 MLPs 的股票在风险调整的基础上,其业绩表现均大大低于一般市场水平。这表明股票市场似乎并不喜欢这种组织结构形式。但他们还发现,同期房地产 MLPs 业绩的实证研究表明,对于盈利目的,MLP 并不是一种好的工具^[8]。对于 REIT 结构的未来,Su Han Chan and Ko Wang 等认为在可以预见的将来,REIT 组织机构会一直存在下去。但 REIT 为了使其税收利益最大化以及减少代理(和其他)成本,其在经营结构方面会有所改变^[9]。

二、委托—代理问题

在 REIT 行业中,顾问通常发挥资产组合管理人的作用,他们将影响物业的购置、处置、租赁、物业管理以及借贷融资时机的选择,此外还参加交易谈判,能影响到谁将会获得合同或该项业务的决策。Ambrose and Linneman(2001)的研究表明,在 1990—1996 年间,大多数使用内部顾问的 REITs,都通过房地产的买进和开发,积极地寻求增长的策略。在 1990—1996 年间,使用内部顾问的 REITs 平均规模远远大于使用外部顾问的 REITs^[10]。对于使用顾问产生的代理成本

问题, Su Han Chan and Ko Wang(2003) 等认为尽管使用内部顾问管理的 REITs 也必须支付某些代理成本, 但这些成本即使是使用外部顾问的 REITs 也无法避免。采用任何形式的顾问(内部的或外部的)都必须研究这一特殊的代理问题。因为外部顾问管理的 REITs 还存在另外的代理问题, 所以公平地说, 在处理代理成本方面, 内部顾问管理的 REITs 比外部顾问管理的 REITs 更具有优势。同时他们还指出, 在这个承受较高代理成本的行业中, 报酬机制的设计在决定 REIT 的业绩方面相当重要^[11]。

三、机构投资者的影响

房地产投资信托基金中会有各种类型的投资者参与, 其中机构投资者占有重要地位^[12]。机构投资者在 REIT 市场中的作用表现在三个方面。一是, 由于机构投资者不断收集市场中股票的定价信息, 它们可能就在扮演着价格决定者的角色。二是, 一旦机构投资者投资某一公司的大量股票, 它们就会更多地关注该公司及其管理队伍的业绩^[13]。因为它们具有知情权和选举权, 它们要对其投入巨资的公司的投资和融资决策进行监督。第三个作用只适用于 REIT 市场。该作用就是机构投资者为一些他们所发起的、刚起步且尚未知名的公司提供信用贷款和信用支持。普通公众会将一个著名机构投资者的良好声誉, 推演到其所投资的新的 REIT 上。从以上三个方面来看, 机构投资者的参与对市场中的所有公司都非常重要, 而它们的关注对 REITs 来说则更加重要。

机构投资者对 REIT 股票价值和绩效有明显影响, 唐斯(1998)对于吸引机构投资者进入 REIT 市场是否有价值的研究, 其结论是肯定的。他考证了在 REIT 股票市场中, 由于机构投资者的增加所带来的行业范围内价值的创造和分配。他的主要结论是, 机构持股水平对 REIT 的价值有所贡献^[14]。虽然机构投资者的绝对水平并不是 REIT 回报的一个重要决定性因素, 但唐斯发现, 机构持股数量的绝对变化, 与 REITs 的风险调整回报紧密相关。这就意味着, REITs 所经历的机构持股数量的增加(减少), 将通过同期其股票业绩更好(或更差)的形式表现出来。