

et 网上投稿

et 网上订阅

录用查询

汇款查询

杂志栏目

● 经济研究

● 西部大开发

● 改革探索

● 新观察

● 理论经纬

● 三农问题

● 热门话题

● 企业论坛

● 区域经济

● 财经论坛

● 对外开放和贸易

● 综合论坛

● 经济全球化

● 产业集群研究

● 社会主义劳动理论探讨

● 面向21世纪的中国经济学

论文正文

REITs——开辟房地产融资多元化的途径

上传日期: 2007年9月12日 编辑: 现代经济编辑部 点击: 239次

杨帆

(深圳大学, 广东深圳 518060)

作者简介: 杨帆, 深圳大学05级金融研究

摘要: 我国房地产企业融资渠道单一, 过分依赖银行已是不争的事实了。然而渠道过于单一却存在很多的弊端, 给银行以及整个社会经济带来了风险。可是现有的一些融资方式并不适合于我国的大多数房地产企业, 目前正在兴起REITs不失为一条开拓多元化融资渠道的途径。

关键词: 银行贷款; 房地产宏观调控; 信托; 股权融资; 债券融资; REITs

我国房地产市场的发展基本上是国内银行金融支持的结果。其大体上的运作模式是: 协议拿地、然后用土地作抵押到银行贷款、期房销售回笼资金还银行的开发贷款, 而银行在此过程中得到的回报是开发商捆绑在开发贷款上的个人按揭贷款。有资料表明, 目前房地产开发企业项目投入资金中约20%至30%是银行贷款; 建筑公司对项目垫付约占总投入的30%至40%, 这部分资金也多是向银行贷款的。此外, 至少一半以上的购房者申请了个人住房抵押贷款。这几项累加, 房地产项目中超过60%的资金是来自于银行。显见我国信贷增长的大部分都投进了房地产行业, 变成了大批的楼房住宅。国际上这一比例的警戒线是10%, 也就是说银行信贷资金中地产贷款的最高占比是10%。而我国远远超出了安全的范围。一旦支持房地产开发的资金链条断裂, 它对银行造成的风险, 对国内金融系统以至整个经济体系是十分严重的。上个世纪末, 日本的房地产泡沫破灭, 使得日本商业银行迟迟无法走出巨大呆账的危机, 也使得日本经济的复苏遥遥无期。就我国目前情况来看, 由于银行存款利率过低, 民众的短期存款占比过高。在这种情况下, 银行以短期存款做中长期贷款, 严重的资金错配, 必然会导致银行流动性风险。

在房地产投资过热, 金融风险不断积聚的情况下, 监管机构为了抑制投资过热、调整商品房结构、防范信贷风险, 对房地产市场的发展进行宏观调控。121号文件提高了房地产项目资本金比例、对房地产贷款的清查、银行贷款审批权限上收、内控制度趋严, 均使房地产开发企业取得贷款更难, 筹措资金成本更高, 资金链断裂的风险加大; 对土地市场的整顿, 使房地产开发企业取得土地更难, 成本进一步提高, 受到的限制更多; 对在建、拟建固定资产投资项目的全面清理, 主要涉及土地管理及信贷政策, 房地产业是此次清理的重点。这些政策在开发商本不开阔的融资渠道中又设了很大的限制。正是由于融资渠道少、融资渠道单一, 这就使房地产企业的融资受政策性影响很大, 一旦政府信贷政策有变化, 不少房地产企业就面临无法融集到资金的风险。如去年“房地产新政”及四大国有银行股份制改造加速, 银行信贷的收紧以及银行信贷风险管理更加严格, 这就使得一些实力不强、资信不好的房地产企业面临流动性缺乏的问题。

与此同时当房地产企业需要资金但又不能够通过其他方式获得时, 开发商或个人有可能以不真实的住房交易套取银行个人住房贷款形成“假按揭”, 从而给银行带来信用风险。“假按揭”已成为当前银行房地产信贷中最大的风险因素。例如新华社在2006年6月曾以《银行是怎样沦为豪宅“房东”的》为题披露了上海浦发银行巨额虚假个人住房贷款事件。“曲沪平”和“优佳投资”公司通过“虚高评估抵押物价值, 套取银行资金”、“利用他人身份证, 偷梁换柱搞假按揭”和“公证机构虚假公证”等三大骗术, 导致浦发银行出现了1.26亿元的“不实抵押”贷款。因此, 改变国内单一的以银行为主导的房地产融资模式已是迫在眉睫, 开拓多元化的融资渠道已经刻不容缓了。但是面对资金的瓶颈, 现行解决的途径并不是很多, 也并不十分的有效。

首先是信托, 其曾被房地产行业寄予厚望。121号文件导致房地产企业在资金上捉襟见肘, 银行资金的截流直接催生了房地产信托的繁荣。从121文件的情况看, 房地产信托的投资方向与121号文件限制的投资方向存在高度吻合。譬如, 121号文件规定: 房地产企业自有资金不能低于开发项目总金额的30%, 由于开发商一般都连续开发项目, 全部资金不可能只投入在一个在建项目上, 资金链条必然紧张, 股权信托恰恰可以弥补自有资金不足。例如, 某北京开发商注册资本等自有资金为1.5亿元, 其开发的项目共需要资金8.9亿元, $1.5/8.99 < 30%$, 因此某西南著名信托投资公司推出信托计划募集2亿元对其增资, 使其注册资本达3.5亿元, 这样便可顺利申请银行贷款。再例如, 为规避121文件中“只能对封顶住房的个人发放个人住房贷款”的规定, 消费按揭信托可以弥补银行按揭, 诸如此类, 不一而足。2004年各类房地产信托共募

集资金122.15亿元，占信托募集资金总额的37.25%。2004年10月18日，《信托管理公司房地产信托业务暂行办法》（征求意见稿）出台，也曾让房地产信托投资基金的设立看到了曙光。

然而2005年，一份被称为银监会212号文件的《加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》却让信托公司陷入一片慌乱之中。而对于开发商而言，想通过信托方式获取项目前期的“过桥贷款”已几近无望。212号文件规定开发商必须同时满足“四证”齐全、自有资金超过35%、资质在二级以上等三项条件才能通过信托融资。如果按照“212号”文件规定的这三项条件执行，那么实际上是把开发商利用信托融资的准入条件和央行“121号”文件之后银行放贷的准入条件等量齐观，信托的利息一般都在9%以上，加上管理费用银行监管费用等，综合成本在10%以上，而到银行贷款则是5.51%或者6.12%。以前利用信托是因为其准入门槛不高，如果其门槛抬高到同银行一样，那还不如去银行贷款。如果按照“212号文件”执行，在现实当中，取得四证后才能贷款，同时还要达到二级资质的开发商可谓少之又少。因此，未来通过信托方式进行融资的开发商数量将大大减少。

其次是上市融资，上市是企业获取资金，实行资本运作的主要方式之一，也是企业品牌提升的捷径。然而中国证监会的《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》让大多数房地产公司只能望洋兴叹。新规则面前，真正有实力，守规矩的开发商方可顺利上市，然而在目前开发商数量过多、信用水平普遍低下的情况下，欲通过大规模的上市解决行业性的资金短缺，并不现实。

最后是债券发行，先不说我国债券市场的规模相对较小，交投清淡，发行和持有的风险。根据《公司法》，发行债券主体要求严格，只有国有独资公司、上市公司、两个国有投资主体设立的有限责任公司才有发行资格，而且对企业资产负债率、资本金以及担保等都有严格限制，这同样注定了大多数房地产企业对发行债券只能好梦难圆。

总而言之，房地产融资额度巨大，加强金融产品的创新，进一步拓宽融资渠道，完善金融制度是当务之急了。

目前正在我国兴起的REITs不失为一条好的途径。REITs实际上是一种证券化的产业投资基金，通过发行股票（基金单位），集合公众投资者资金，由专门机构经营管理，通过多元化的投资，选择不同地区、不同类型的房地产项目进行投资组合，在有效降低风险的同时通过将房地产经营活动中所产生的收入以派息的方式分配给股东，从而使投资人获取长期稳定的投资收益。2005年6月16日，我国香港证监会正式发布修订过的《房地产投资信托基金守则》，撤销了我国香港REITs投资海外房地产的限制。2005年的最后两个月，三只REITs领汇（0823.HK）、泓富（0808.HK）和越秀（0405.HK）先后在联交所上市。REITs似乎离我们越来越近了。REITs一直受追捧是因为其有其独特的优势：

其一，REITs是基于有稳定现金流收入的商业地产项目而不是基于房地产企业，有利于提高房地产企业的融资效率。房地产企业受土地储备、开发进度、经营策略等多方面因素影响，其现金流并不稳定，投资风险较大，房地产企业整体上市的模式很难被市场接受。REITs则不同，开发商可以将旗下部分或全部商业地产打包上市，从而将部分资产变现上市，从而为开发商提供更灵活、更方便的融资方式选择。

其二，为投资者提供了更安全、收益更高的投资渠道，间接实现投资房地产业的愿望。REITs一直是分散投资组合风险的有效途径，据统计，美国REITs的平均股息收益率为7.3%，高出10年期美国国债350基点；澳大利亚REITs的平均股息收益率更高达7.6%；新加坡REITs平均收益率则在5%~6%之间。通过投资REITs，投资者可以实现其分享房地产业高速成长的巨大收益。作为普通百姓就可以不提前透支购房，通过购买债券的方式进行投资，享受房地产升值所带来的实惠，等到真正需要住房的时候再进行购房。这样既解决了房地产资金的来源问题，减轻了银行的风险，又缓解了房地产供求关系。

其三，缓和通货膨胀，稳定证券市场。REITs将储蓄资金分流入REITs后再投向房地产等长线投资项目，从而将短期性、灵活性的社会资金转变为长期性的，稳定性的资本投资，有利于缓和通货膨胀，对证券市场，对社会的发展都可起到“稳定器”的作用。

因此从长期来看，房地产信托投资基金（REITs）将成为房地产行业融资的重要手段。信托投资基金将能使非房地产行业投资者以及个人分享到专业团队成功运营房地产项目的收益，也能为投资者提供必要的流动性。但是REITs在我国还面临着一些难题，如REITs有完整业权的要求，而我国的土地只是有一定期限内的使用权和收益权，暂且不论土地产权，现在国内许多开发商在项目建成后只有土地证，却一直没有房产证；还有，一般而言，在美国REITs都有税收上的优惠，避免了双重纳税的负担，但是我国还没有，加上资本利得税和所得税之后，REITs的吸引力将减少。但是REITs有着巨大的潜力，还需要政策支持。就目前而言，我们不妨看一下05年已经上市的越秀（0405.HK）REITs，越秀投资通过分拆旗下的优质商业物业，打包后注入房地产投资信托基金（REITs）在香港成功上市，对我国房地产行业来说具有划时代影响，大胆启用新的金融工具与经营模式，开辟了房地产领域新的融资渠道，进一步促进了房地产实业与金融的融合，引起了国人的广泛关注。它的成功或许可以给现在正陷入融资困境的地产商以启示。

最初，先注入越秀REITs的物业资产是由广州市城市建设开发集团有限公司(下简称

“GCCD集团”)持有,2001年9月25日,原国家计委批准将广州市政府持有的GCCD集团95%权益注入越秀企业(集团)有限公司(越秀投资控股股东,下简称“越秀”),越秀将重组后的GCCD集团的权益出让给越秀投资。在重组完成后,越秀投资通过城市建设开发集团(中国)有限公司(下简称“GCCDBVI”)和广州华振,持有白马大厦的物业所有者白马合营公司的100%权益;越秀投资通过GCCDBVI的子公司AconBVI与GCCD集团合资成立中外合营企业广州市城市建设开发有限公司(下简称“GCCD”)持有财富广场、城建大厦、维多利亚广场三座物业,双方在GCCD中的权益分别是95%和5%。2005年10月19日,白马合营公司将白马单位的所有权转让给柏达BVI;分别于2004年9月10日和2005年8月8日,GCCD将财富广场单位的所有权转让给金峰BVI;分别于2005年10月20日、21日、22日及26日,GCCD将城建大厦单位的所有权转让给福达BVI;分别于2005年7月6日及15日,GCCD将维多利亚广场单位的所有权转让给京澳BVI;作为物业单位受让方的上述四个BVI公司都是GCCDBVI的全资子公司。最后,越秀投资通过GCCDBVI将四个BVI公司的股权转让给越秀REITs。在这一系列的股权变动、组织架构和业务调整后,越秀REITs最终修成正果。在越秀投资如此复杂的变动中,除了清晰所有权结构以符合香港证监会《房地产投资信托基金守则》的监管要求之外,使用BVI公司而非注册于内地的公司持有物业单位也还有着显著的税收优势。

从设想变成了现实,它的意义并不仅仅在于其操作手法上的借鉴和示范作用,更在于越秀投资从中获取的巨大利益将鼓动其他跃跃欲试的内地发展商们积极地踏上海外REITs之路。当未来有更多的内地优质物业资产走向海外资本市场时,这或许能带来一种触动,触动中国内地REITs市场的早日形成;促进房地产融资多元化;推动我国房地产业健康、平稳、持续的发展,从而推动我国经济结构转型,促进经济的可持续发展。

参考文献:

- [1] 香港经济年鉴编辑部.2006年香港经济年鉴.经济报道社,2006
- [2] 刘宗圣,吴嘉钦,陈品桥,等.REITs:不动产投资信托.高宝国际有限公司/Rich致富馆,2005
- [3] 中华全国工商业联合会房地产商会.太平星集团、新加坡国立大学、房地产投资信托基金指南.中国建筑工业出版社,2006
- [4] 李青云.信托税收政策与制度研究.中国税务出版社,2006
- [5] <http://finance.sina.com.cn/g/20050427/00131553038.shtml>: 发改委六措施加强宏观调控稍放松可能前功尽弃,2005-4-27

版权所有:《现代经济》编辑部

E-MAIL:mej@vip.sohu.com 电话:0898—68928581 传真:0898—68919810

地址:海口市龙昆北路24号龙园别墅D1栋 邮编:570105