



房地产业融资问题研究

浙江工贸职业技术学院 王国银

【摘要】 2003年以来,中央实施了以“管严土地,看紧信贷”为主的宏观调控政策。本文通过对房地产企业的调查发现,当前房地产业可采用的融资方式有房地产信托、民间融资、企业合作开发、房地产投资信托基金等,并对这几种融资方式的现状、概念、类型、特征、操作流程、应用案例、注意事项等进行了深入分析。

【关键词】 房地产业 房地产信托 民间融资 房地产投资信托基金

房地产业具有投资周期长、流动性差、受社会经济发展影响大和易受国家宏观调控政策的影响等特征。长期以来,在我国的房地产投资资金来源中,商业银行是最主要也是最重要的资金提供者。房地产业的银行贷款主要有土地储备贷款、房地产开发贷款和销售环节的住房按揭贷款,开发商的自筹资金和工程垫款也大多间接来自银行贷款。不过,近两年来,由于房地产投资增长迅速、房屋价格上涨过快以及商品房结构严重失衡,中央实施了以“管严土地,看紧信贷”为主的宏观调控政策。这使得房地产企业再向商业银行贷款较困难,通过银行信贷来融资的比例会越来越低。

上市发行股票,其手续复杂,成本较高,对企业资质的要求较高,审批程序严格,一般房地产开发商很难迈过审批坎。发行企业债券,对债券发行主体的要求也比较严格,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,同时手续复杂。相对而言,一般房地产项目获取发行债券的资格的可能性较小。

笔者结合当前形势和企业的实际情况,并通过对房地产企业融资情况的调查研究,按照目前房地产业筹资金额大小排列,房地产企业融资渠道主要有以下几条:房地产信托融资,民间融资,房地产企业合作开发融资,成立房地产投资信托基金。

一、房地产信托融资

2003年中央银行121号文件规定,商业银行发放房地产开发贷款时,企业自有资金应不低于开发项目总投资的30%,而且要求开发商“四证齐全”(国有土地使用证、建设工程规划许可证、建设用地规划许可证、建设工程开工许可证)。而房地产信托则不受此限制,可以说信托进入房地产业正是利用了一个政策空白点。正是从那时起,信托开始大举进入房地产领域。而这次宏观调控后,房地产信托更是成为开发商解决资金问题的“救命稻草”。房地产信托的快速发展之势被业内称为“井喷”。

(一) 房地产信托的概念

信托是私有制和商品经济发展到一定阶段的产物,指的是资财的所有人(自然人与法人)按照自己的目的或利益,将其所拥有的资财委托给他人或信托机构代为管理或处理的

一种经济行为。它以投资理财为核心,以信任为基础,采取他人受托管理方式,具有信用和委托双重含义,是一种包括委托人、受托人和受益人在内的多边经济关系。

房地产信托是信托的重要组成部分,即将房地产项目作为融资对象的一种信托产品。它是由投资人将其持有的资金委托给信托公司投资于房地产领域,并将所得的利润或约定的收益按照投资份额进行分配的一种行为。房地产信托不仅为房地产业的发展提供了巨额的资金,而且其自身也随之获得了长足的发展。各国的成功实践充分证明,房地产业的发展与房地产信托业务密不可分,在今后我国大规模的经济建设进程中,房地产信托将与房地产业相辅相成,共同繁荣。

(二) 房地产信托融资的现状

据不完全统计,2004年信托公司共发行并公布了396个集合资金(含财产)信托品种,实际募集资金总计379.5958亿元,平均单个品种募集0.96亿元。发行各类房地产信托产品89个,占全年发行总量的22.47%,共计金额110.7576亿元,占全年发行总规模的29.18%。其中:75个运用贷款方式,金额为94.6577亿元;4个运用股权投资方式,金额为2.6亿元;10个运用财产信托受益权转让方式,金额为13.4999亿元。

2005年1~8月,我国信托业共发行了249个集合资金信托产品,发行规模232.5亿元。其中:房地产信托产品61个,资金规模70.2亿元;证券投资类信托产品26个,资金规模10.5亿元。以上两类产品的发行数量和规模占全部信托产品的比率分别为34.9%和34.7%。

(三) 房地产信托融资的方式

1. 债权信托融资模式。信托投资公司以债权人的身份将信托资金投入房地产公司,到期收取本金和利息或获得优先购房权。

这种模式的优点是,管理比较简单,收益比较稳定。其主要缺点是,由于信托投资公司的信用贷款本身有较大的风险,而总体上看信托投资公司对房地产项目的评估能力还不如银行。在当前国家政策的限制下,这种融资模式被使用得最多。若采用了优先购买权债权信托融资模式,即投资者既享有优先购买房子的权利,还能享受折扣价格,则对房地产开发商来说,房子卖了,融资也成功了,可谓“一箭双雕”。

2. 房地产股权投资信托融资模式。该类信托是指信托投资公司通过将信托资金以股权投资的方式加以运用,成为房地产企业的股东或房地产项目的所有者,直接经营房地产企业或房地产项目,并根据其在房地产企业中所占的股权比例或拥有的房地产项目所有权,获得经营所得,作为信托投资收益来源。

这种融资模式比较接近国际上流行的房地产投资信托基金。北京国际信托投资公司发行的“法国欧尚天津第一店资金信托”即是较为成功的案例。通过发行信托投资计划,募集近1亿元资金,在天津中环地区投资一个综合性商业物业并与法国欧尚公司签下40年租约,北京国际信托投资公司通过信托资金将这一商铺买下来,每年的租金回报约为1200万元,扣除税费和折旧,这一信托计划给投资者的回报能达到6%,而信托投资公司则收取固定的管理费用。

3. 股权证券化信托融资模式。该模式是指信托投资公司成为房地产企业的股东或房地产项目的所有者后,并不直接经营房地产企业或房地产项目,而是与相关当事人签订协议,约定在一定时间内,相关当事人按约定价格(溢价部分为信托投资收益)回购信托投资公司的股权或所有权。信托投资公司对通过其信托计划募集的资金在进行股权融资时只要求在约定时间内取得一个合理回报,并不要求与开发商分享最终的利润成果。这样既满足了充实开发商股本金的需要,开发商也没有丧失对项目的实际控制权。

在这种模式下,房地产企业除了实现融资目的外,还能够提高企业的信用等级。因为通过信托资金的增资扩股,可有效地改善其资本结构,降低高负债经营所带来的风险,并增加房地产企业的自有资本。这种方式充分体现了信托的特色,是银行所不能做到的(因为银行不能进行实业投资)。

4. 混合信托融资模式。该模式是指信托投资公司采取权益信托和债务信托相结合的方式介入房地产行业。信托投资公司与委托人在信托合同中对信托资金的使用方式加以明确规定,受托人按照合同约定的比例,以股权投资和贷款融资的不同方式加以组合运用,具有较强的灵活性。

5. 财产信托融资模式。财产信托与上述几种资金信托不同。房地产类财产信托设立的前提是委托人必须提供业已存在并具有较强变现能力的房地产类信托财产,将之委托给信托投资公司,委托人取得信托受益权;委托人再将信托受益权转让给投资者并取得相应等价实现融资,或者将受益权抵押进行债务融资。投资这种项目风险较小,投资收益也较为稳定。

(四) 房地产信托融资的限制

2005年,由于我国实行了严厉的宏观调控政策,房地产企业再向商业银行贷款已不大可能,于是,房地产企业纷纷采用信托融资,房地产信托得到很大发展。但随着房地产信托规模的扩大,一些潜在的问题和风险也开始暴露,比如我国房地产信托呈现比较明显的以贷款型为主的特点,这将使信托业面临一个新的风险高潮。为此,银监会于2005年9月下发了《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》(银监办发[2005]212号),提示信托投资公司密切关注房地产业务风险,规范经营行为,并对房地产信托划定了三条硬

杠:房地产项目必须“四证”齐全、房地产开发企业资质不低于二级以及项目资本金比例不低于35%。

对于房地产开发企业来说,这一规定意味着今后利用信托融资比从银行得到贷款还要困难。对房地产业实行宏观调控的中央银行121号文件等只规定,银行发放房地产开发贷款时要求企业必须“四证齐全”且“自有资金达到开发项目总投资的30%”,但并没有要求房地产开发企业的资质,而我国的房地产开发企业大部分是三级资质及以下。如果212号文件正式执行,则房地产信托就很难实施了,这对房地产信托绝对是个利空。不过,过了这一轮宏观调控,信托成为房地产企业的融资手段应该还是比较适合我国国情的。

二、民间融资

2005年5月25日,中国人民银行在其发布的《2004年中国区域金融运行报告》中指出,对于民间融资的现状和发展前景,应该予以全面认识、正确分析,并加强对民间融资行为的规范和引导,趋利避害,促进其健康发展。该报告首次提出要“正确认识民间融资的补充作用”,并建议明确界定非法吸收公众存款与民间融资。这是官方对民间融资的首次正面评价,也使得民间融资这一广受关注和争议的话题再一次被激活。民间融资之所以被现阶段经济发展和社会所接受,必然有其存在的必要性和积极的现实意义。下面笔者来分析民间融资的类型。

(一) 内部集资

内部集资是指企业向内部职工筹集资金的行为。非法集资与内部集资最大的区别在于内外有别。非法集资肯定是外部集资,而外部集资不全是非法集资。非法集资面向社会不特定对象,而内部集资则是面向特定对象,即某一社会组织内部。中国人民银行副行长吴晓灵说:首先要明确界定非法吸收公众存款与民间融资的政策,引导民间融资公开登记,并规范其经营。把民间金融机构的金融活动,通过法律的方式、登记的方式、自律管理的方式规范起来,给想要合法经营的人一个正当的出口,能够使恶意的欺诈行为和高利贷行为孤立起来,打击起来就更为容易。

当前,很多房地产企业由集团公司投资成立,为了筹集更多的资金,也为了资金的安全和规范,可以由集团公司工会出面,由集团公司工会接受内部员工的委托,与商业银行办理委托贷款事宜,将员工的委托资金交付给该银行,并由其将全部委托资金贷款给房地产企业,用于某一项目的开发。现在有很多企业就是通过内部集资方式来筹集资金的,其手续简单、筹集容易、速度快。

(二) 私募融资

“私募”是房地产企业只面向少数特定的投资者发出融资信息,融资对象有机构投资者如金融机构,或与房地产企业有密切业务往来的公司、个人投资者等。私募融资的最大特点是融资者不必向证券管理机构办理注册手续,从而可以节省时间和注册费用。另外,私募融资多由融资者自己办理融资手续,自担风险,从而可以节省融资费用。相对于公募融资,私募融资的优点是,免去了层层审批的麻烦,大大简化了手续,使得筹资迅速,融资费用低。其主要缺点是,流动性差,资本成本高,经营上还会受到投资者的干预。在私募融资情况下,一般

房地产企业与融资对象关系密切,双方比较信任,投资者经常对贷款资金的使用情况进行实时监督,以加强风险控制。

有数据表明,私募融资正在成为企业融资的新渠道,随着市场的发展,其规模还会进一步扩大,甚至大大超过公募融资。近年来,每年仅向海外投资者私募的资金就高达几十亿美元,国内投资者也大幅增加了通过私募渠道进行的投资。对于那些业务发展较快、急需资金的开发商而言,私募融资可以说是一个很有吸引力的融资渠道。

(三) 私募基金

私募基金相对于公募基金而言,是一种非公开宣传的、私下向特定投资者募集资金进行融资的集合投资。我国当前的公募基金主要投资于证券市场,而私募基金则主要投资于实业。

在资本市场上,私募基金大致有三种类型。一是证券和信托投资等金融机构的自有资金,以及它们为投资者代理投资的资金,以基金的方式投资于上市公司或实业公司。二是投资顾问、信息咨询、财务代理等中介机构私下为少数熟人、朋友和客户提供资金托管服务,把集中起来的资金投资于资本市场。三是其他各种机构法人(包括上市公司),以自己募集的资金集中投资于上市公司或实业公司。

中央财经大学进行的问卷调查的结果表明:我国目前的私募基金规模大于6000亿元。这几年的股市一直处于熊市,投资证券市场的私募基金损失惨重,很多私募基金已经撤离证券市场,现在投向实业或房地产业应该是个不错的选择。

(四) 发展我国民间融资的几点建议

除了民间个人资本实力雄厚外,这几年随着保险市场的发展和养老保障制度的改革,我国也已培育了一部分机构投资者。当它们的资产积累壮大到一定规模后,必然需要相应的释放渠道。而目前我国股市低迷、银行存款利率过低,民间个人和机构投资者的投资渠道极为狭窄,民间资本资源没有得到有效利用。为了更好地发挥民间资本在房地产业的作用,笔者提出如下建议:

首先,完善法规,给民间融资一个正确定位,制定《民间融资管理办法》,为民间融资构筑一个合法、规范的经营平台,让正当的民间金融活动充分发挥“拾遗补缺”的作用,将其纳入正规的融资渠道。

其次,严厉打击高利贷行为,以维护社会稳定,减少民间融资纠纷。尤其是那些在同地域或熟人之间进行的地下非法集资,其风险和危害很大,一定要坚决打击。

再次,扩大监管范围,规范民间融资行为。民间融资一般都在私下进行,金融监管难以涉及,这使得大量资金长期在体外循环,游离于常规的金融监管之外,缺乏必要的法律约束。所以,人民银行、银监部门和地方政府职能部门应强化监管,密切协作,使民间融资在金融法规的保护下,与现存的各种融资方式一起共同为繁荣经济发挥作用。

三、房地产企业合作开发融资

房地产开发的成败,受到许多因素的影响。土地和资金都是房地产开发必不可少的因素,缺少了任何一个,开发便无从谈起。即使是具有相当实力的房地产开发企业,也经常面

临拥有土地使用权但缺乏资金或资金充足但没有土地使用权的窘境。特别是前几年很多房地产企业把战线拉得比较长,囤积了很多土地,希望靠土地增值获得更多利润。现在由于政策限制较多,土地在两年内必须进行开发,它们一时又缺少资金。而另一部分房地产开发企业前几年一直没有拍到土地,虽有较多资金但面临无项目可做的境况。为了今后的发展,双方合作开发方式应运而生。所谓房地产企业合作开发,是指双方当事人约定,由一方提供建设用地使用权,另外一方提供资金,或一方出地、双方或多方出资,合作开发土地、建筑房产等项目,共同投资、共享利润、共担风险。

(一) 房地产企业合作开发的方式

1. 组建新的法人,即一方出地、一方出资。《城市房地产管理法》第二十七条规定:依法取得的土地使用权,可以依照本法和有关法律、行政法规的规定,作价入股、合资、合作开发经营房地产。该条对以土地使用权出资提供了法律保障。成立项目公司,以项目公司的名义进行开发,双方按照出资比例承担风险、获取收益。以项目公司方式合作的优点是责任明确,相对而言可以减小纠纷发生的概率。

2. 组建合作管理机构。即合作双方各自派遣若干人员组成合作管理机构,其职责是协调双方的关系,对合作中的重大事项做出决策,具体运作开发项目。合作管理机构与项目公司的最大区别在于,它仅作为内部机构而非独立的民事主体,不具有缔结合同等民事权利能力,也不承担民事责任。合作双方必须对合作管理机构的法律地位有清晰的认识,并且注意避免对外使用合作管理机构的名义。

3. 不成立合作机构,按照合同的约定各自独立履行义务。这种方式主要用于相对简单的项目,比如房屋参建。房屋参建是指参建人以参建名义对已经成立的房地产项目参与投资或预购房屋的行为。该类参建行为往往因为没有政府的主管部门行政审批而被认定为无法律效力。实践中常常表现为被参建人非法融资,即被参建人由于项目建设资金短缺,又无法通过其他合法途径获得周转资金,在未取得商品房预售证的情况下,打着“优惠价”、“内部价”旗号,以商品房预售方式,吸引参建人投入资金,以获得资金。

(二) 关于房地产企业合作开发的几点建议

我国目前有五万多家房地产开发企业,由于企业文化、运作特点、组织形式、投资主体等各不相同,相互合作开发房地产并不是那么容易。比如,国有开发企业与私人开发企业由于双方信息不对称、相互不信任,合作起来就非常困难。为此,笔者提出以下建议:

1. 做好调查研究工作,详细了解对方的情况,特别是合作方有无开发经营房地产的资格。在签订合作开发房地产合同时,要求至少有一方有房地产开发经营资格,否则,会导致合作开发合同无效。另外,还需要调查合作方的土地使用权是否是划拨形式。

2. 签订合作开发房地产合同应明确几个问题。合作开发房地产涉及的法律关系较多,也较复杂。首先是合作方之间的关系;其次是合作方与政府有关部门的关系;再次是合作方与其他单位或个人的关系,包括与建筑承包商、被拆迁人、购房业主、银行等的关系。在这几种关系中,重点是要解决好合作

方之间的关系,明确当事人之间的权利和义务,避免合同无效或者被撤销。还要明确约定由哪一个或哪几个合作方承担向政府有关部门办理开工建设手续的责任。

3.做好联合开发审批备案工作,确保项目的合法性。以协议方式(即不组建项目公司)联合开发房地产,双方应当共同获得政府有关部门在土地使用、工程规划、项目建设等方面的批准。另外,不能借联合开发房地产项目之名,而行借贷之实。例如,某联合开发房地产合同约定,出资方仅负责提供资金,不承担其他义务,由对方在项目完工后返还资金(当然要高于原出资额)。根据国家有关金融法规,禁止企业间相互借贷收取利息,因此上述合同被法院认定为无效。对此,双方当事人签订合同时,要加倍注意。

4.追求双赢。合作开发过程中,由于双方要出让控股地位或出让开发收益,一般房地产企业是不得已而为之,但为了企业的生存,双方应为双方的共同利益而努力。

四、房地产投资信托基金

由中国社会科学院等多家单位的学者共同完成的2005年中国房地产蓝皮书中建议:一要积极促进资本市场的发育,鼓励房地产开发企业通过股权合作、上市、房地产信托、房地产项目债券化等渠道筹集开发资金;二要加快研究产业基金管理办法,出台产业基金法,促使蓄势已久的房地产产业基金正式登台;三要推进房地产抵押贷款证券化进程。这些充分说明,不远的将来房地产业又将出现一种新的融资渠道:房地产投资信托基金。

(一) 房地产投资信托基金的概念

房地产投资信托基金,在美国已发展成为一种较成熟的房地产证券化模式,而且已经形成了非常合理的投资规模。但在我国,还是有很多人把它和房地产信托、房地产上市公司股票混淆。

其实,房地产投资信托基金的概念比较简单,它是一种不动产证券化的商品,主要是商业用房、办公大楼、购物中心、仓库等不动产,由房地产投资信托基金公司将这些证券化的商品分割为各种受益凭证(普通股票、商业票据和债券),并对外发行以募集资金,之后将资金委托给房地产开发企业负责投资标的的开发、管理,主要是获得不动产的租金收益,在扣除一般房地产管理费用和买卖佣金后,由受益凭证持有人分享。而受益凭证还可通过证券交易所公开上市并流通,具有较强的流动性,且投资者享有不必缴纳公司税项、享受有限责任、集中管理、自由进出转让等优惠条件,在这些利益的吸引下,能筹集到更多的房地产开发资金。由于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出租不动产所产生的收入以派息的方式分配给投资者,从而使投资者获取长期稳定的投资收益。

由于房地产属于不动产,所以其本身的固定性使得它的流动性较差。房地产投资信托基金将房地产产品证券化后,使房地产这种不动产流动起来。而且由于其股份基本上都在各大证券交易所上市,投资者可以根据自己情况随时处置所持有的房地产投资信托基金股份。与房地产证券化的其他方式相比,房地产投资信托基金在产权、资本经营上更具

优势。

(二) 房地产投资信托基金与房地产信托、股票的关系

很多人把房地产投资信托基金和房地产信托、房地产上市公司股票混淆。其实,三者还是有很多差别的,列表如下:

房地产投资信托基金与房地产信托、股票的区别

	房地产信托	房地产投资信托基金	股票
相关法规	《信托法》、《信托投资公司管理暂行办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》	房地产信托基金或基金投资条例	《证券法》、《公司法》
管理主体	银监会、信托投资公司	银监会、房地产投资信托基金管理公司	证监会、上市公司
投资方向	投资于房地产公司	投资于收租房地产物业。对房地产开发有一定限制,甚至完全不允许	无限制
投资形式	主要为贷款型	主要为股本型	股本型
投资期限	1~3年	8~10年	长期
流通性	不能流通	可流通	可流通
资金来源	机构投资者、个人、信托投资公司自有资金	机构投资者、人寿保险公司、各类基金组织、股民、企事业单位、海外基金	股民、机构投资者、企业、海外基金

无论从产业的科学性、合理性以及安全性、流通性还是功能性来比较,信托最多是一个低层次的初级金融产品,并且有严重缺陷。在美国房地产投资信托基金发展历史上,也曾经历过信托这个阶段,经历了一些失败后,才发展到今天成熟的房地产投资信托基金产品与完善的市场体系。

(三) 房地产投资信托基金在我国的发展前景

目前,我国在还没有产业基金法的情况下,房地产投资信托基金还处于探索阶段,其不会在短期内对房地产企业的发展起到支持作用。

伟业资产管理有限公司总经理张晓晋说,真正意义上的房地产基金是可以发展的,房地产基金并不是只针对哪个开发企业的融资,而是要解决整个房地产大盘的资金需求。怎么才能从资本市场获得资金建立“资金池”呢?虽然房地产投资信托基金在我国的发展还处于初级阶段,但是监管层已经开始考虑为房地产信托基金化预留制度安排。我国房地产投资信托基金的诞生是大势所趋,房地产投资信托基金的发展前景良好。

主要参考文献

- ①孙飞.信托治理优化论.北京:中国经济出版社,2005
- ②台玉红.私募房地产投资基金的几种形式分析.房地产金融,2004;11
- ③邢成.2004~2005 中国信托业发展:回顾、评析与展望.信托与基金研究,2005;3
- ④王世渝.REITS 与集合投资信托计划之比较.21 世纪经济报道,2005-08-24
- ⑤威廉姆·B.布鲁格曼,杰夫瑞·D.费雪.房地产金融与投资.北京:机械工业出版社,2003