

研究题目：

## 中国商业地产的融资模式研究

课题组成员：清华大学：王默 焦军 吴桐 方圆  
人民大学：陈黎

研究内容：

一、 我国商业地产的发展现状及特点 .....	1
二、 我国商业地产对资金的要求及目前的融资途经 .....	5
三、 境外商业地产的融资模式分析 .....	6
四、 我国商业地产证券化的可行性分析 .....	8
五、 我国商业地产的REITS之路 .....	13
六、 中海商业地产的融资建议 .....	18

## 一、我国商业地产的发展现状及特点

### 1. 我国商业地产的发展现状

虽然中国的宏观调控主要面向住宅市场倾斜，但中国城市化进程的加速和CPI的持续居高不下以及追求国际化和时尚化不可遏止的潮流，都给中国的商业地产，无论是短期还是长期均带来了巨大的机遇和成长空间，但成长的烦恼也如影相随，特别是近两年的中国商业地产呈现出一些新的走势和特点，行业或者企业成长中存在的问题都值得关注和研究。

2007年全社会城镇固定资产累计投资额117413亿元，增长25.8%，增速稳定。房地产开发投资增长进一步加快，2007年全年完成25280亿元，增长30.2%，高出同期城镇固定资产投资增长率4.4个百分点，增速上升7.4个百分点，远高于其他行业的投资增长速度，占城镇投资的比重为21.5%。

2008年1-2月全国房地产投资完成2374亿元，占第三产业投资的比重为50.3%，同比上升3.9个百分点。房地产投资同比增长32.9%，增幅提高8.6个百分点。2008年2月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨10.9%，涨幅比1月低0.4个百分点；环比上涨0.2%，涨幅比1月低0.1个百分点。

2007年中国商业地产市场投资总体稳定增长，全国商业用房的投资总额是2775.56亿元，同比增长17.9%，连续三年保持在17%左右，这与当年消费品零售总额同比16.8%的增长幅度非常接近。2007年中国商业地产行业还有两个特点：一是主要大中城市商业物业的供应关系无明显大起大落，市场透信价格相对平稳。另一个是市场结构的区域性差异较大，以2007年投资额增幅为例，北京略高于10%，上海为2.5%，天津则为78%。这是因为北京奥运预期提前消化，上海商业发展出现饱和，而天津有滨海新区的发展概念。

### 2. 我国商业地产的发展特点

我国商业房地产的发展呈现着如下的趋势和特点：

(1) 未来商业地产的竞争除了地段、价格和品牌的竞争外，更是服务细节和文化的竞争。

同质化严重，加强了招商与运营的压力。一是指建筑形象千城一面，二是指商家和品牌资源重复率高达50%以上，缺少差异化和特色化，新品牌和民族品牌匮乏，需要引进一些尚未进入中国和地区的国际特别亚洲品牌，同时要加大力度培养本土名牌，通过商业设计尤其是室内设计表现和传达分层消费的场所精神和特质需求，未来的竞争除了地段、价格和商品(牌)的竞争外，更是服务细节和文化的竞争。

(2) 城市综合体和区域性购物中心将成为未来商业地产开发的主要模式。

城市综合体和区域性购物中心将成为未来商业地产开发的主要模式，一是城市综合体无论从建筑体量、标志形象、产品组合、业态分布、客群构成和投资模

式等方面都最符合城市中心型商业发展的要求，同时还满足了政府、投资商、消费者和投资客等多方面的需求，尤其是住宅和写字楼等销售产品的短期现金流可以平衡开发商短期和长期资金的困境，解决持有性物业的长期和战略发展的问题。而区域购物中心如主力店、大卖场、中低挡无疑将是中国城市化加速期(40%以上)、大盘郊区化和城镇化的主体商业类型。

(3) 特色商业中心和高端商业中心将成为城市进步和商业成熟的象征。

特色商业中心和高端商业中心将成为城市进步和商业成熟的象征，同时也代表一个城市的消费水平和消费时尚，特色主要体现在本土化、主题化和集约化，所谓高端主要显示国际化和都市化的程度，不是绝对的高端而是相对的高端。这一切的成功来源于一个强大实力企业的专业运作，目前专业运作的企业并不鲜见。

(4) 复合型人才与专业性人才是商业地产人才两大主要类型

商业地产的人才黑洞将长时间的存在，跨界、总量少、专业粗、周期短、流动频繁，真正专业化、职业化和国际化的人才缺失，而懂地产商业和金融的人才就更少；区域性和文化性的不同，更使人才的质量和利用率大大降低。中国商业地产人才的成熟，一是需要行业整体的成熟，二是需要三化：专业化、职业化和国际化的培训，三是需要更多本土成功的经验和案例的培养和训练。快乐成长，需要有一个很好的成长环境和系统化的条件支持，同时也要付出代价和磨难。中国商业地产发展到今天，无疑正面临重大的机遇和转折，随着中国城镇化进程的提速和郊区化的迅猛外扩，大型居住区的蔓延和公共交通的辐射，新型商业中心和区域商业中心的需求巨大；国内外零售业的连锁大举扩张的发展战略，也使中国城市的中心商业（土地）资源日益有限和稀缺。中国商业地产可以说是机遇与风险并存，一切问题都将在前进中解决也只能在前进中解决。

### 3. 我国商业地产发展中存在的问题

每个企业或行业在发展的过程中都会存在着一系列的问题，商业房地产业也不例外。

问题一：资金短期化和单一化,总量缺失错位，供应变现方式匮乏困扰中国商业地产。

投资规模大、投资回收期长是房地产开发投资的共性，但商业房地产对资金的要求尤为突出。购物中心、特色商业区、shopping mall等的建设一般都需要大量的资金，而且，商业房地产经营一般还要经过 2-3 年的过渡期，需要有雄厚的资金准备。因此，资金问题，历来都是开发商最为关注和颇费心机的问题。任何一家商业房地产开发公司，能否介入商业房地产市场，除了取决于其技术能力、管理经验以及它在以往的房地产发展过程中赢得的信誉外，还取决于其筹措资金的能力和使用资金的本领。

目前我国商业房地产资金主要来自于房地产开发商、商业经营者自身的积累和

传统的外源融资方式。开发商自身资金积累主要是指开发企业自身的资金和以企业为基础的股权融资，前者积累过程相当缓慢，而后者目前在我国利用有限。传统的外源融资主要是银行贷款、信托投资、承包商带资承办等，其中尤以银行贷款为主。而银行贷款提供资金的数量和使用期限都有严格的限制。

对于一些付了土地款，希望用预售回笼资金的开发商，由于赶上今年加剧的调控政策造成消费者和投资者的心理预期的质变，再加上接踵而来的天灾人祸使人的心情趋于消极更是焦急。因此整个商业地产的融资特别是投资市场阴晴不定。

解决思路：

(1) 要针对商业物业开发和运营周期长尤其是长期持有和整体运营的特点，银行信贷应设计和推出针对商业地产开发和持有阶段的中长期贷款品种，而不是现在实验性推出的针对成熟运营的商用物业抵押贷款租约抵押贷款；只有这样才能从根本上解决商业地产被迫散售回笼资金带来的整体招商和运营管理的系列问题，从而保证核心土地资源的商业价值和资产价值最大化。

(2) 参考和学习新加坡澳洲和美国的成熟的基金模式和交易系统,尽快开放商业地产基金的私募和公募市场。一是可以解决所谓流动性过剩的问题，化解金融机构风险；二是解决了消费者和投资客的集合性和资本化的投资通道;三最重要是解决了商业地产开发商的资金短缺难题和证券化变现路径。

(3) 尽快出台民间借贷合法化的有关管理条例，如5月8日银监会和央行联合发布的<小额贷款公司试点指导意见>，使已经汹涌澎湃的民间融资包括房地产的预售，纳入法律和信用的轨道，避免隐藏的市场风险乃至政治风险。

问题二：招商的瓶颈与同质化，大量商业物业闲置或经营惨淡。

中国商业地产的开发和投资速度远远大于商家(主力店和品牌)的开店计划，很多区域性的商业地产开发商和跨区域发展的商业地产投资商都面临招商的瓶颈和同质化竞争的困境；而商家选址标准和设计要求与地方政府和开发商的错位和差异也是形成很多商业项目招商不利与经营困难。

解决思路：

(1) 政府主导和开发商主体的商业地产投资现状必须寻求改变，应尽快通过商业网点管理条例，通过与每个城市的城市规划的有机结合实现整体性和前瞻性的布局包括土地供应和相关标准的制订。

(2) 对商业地产开发商和所在城市的资金能力和金融资源进行评估和论证，采取提高自有资金比例(商业地产开发商应在原35%的基础上提高到50%)或融资计划书的审批程序。避免开发商沿用住宅开发商杠杆资金的投资方式，造成后续开发资金无已为继导致工程延期停工甚至烂尾。

(3) 所在城市规划和商务管理部门要对商业地产投资商和本城的商业资源

进行调研和评估并建立数据库，尤其是对商业地产开发商要考核其商业理念商业资源和商业团队，一定要商业专业的专业开发商和运营商才能投资商业地产甚至采取商业预订制的管理方式，同时对外部商家的拓展计划和开店要求要及时了解，加大城市的推广力度和项目自身的综合素质。

问题三：商业地产投资力度加大和持有物业增加，考验市场的竞争水平和企业的运营能力。

资本型和品牌性企业纷纷加大商业地产的投资比例，而且持有性物业比例逐渐提高如富力、绿地、合生等主要以住宅开发为主的大型开发企业，并出现了细分的专业的专注的商业地产开发商和投资商，如万达 SOHO 中国和宝龙集团等，对核心土地资源稀缺性的认识和未来资产价值的空间的预期正成为战略和长期的声音，这不仅符合商业运营规律更契合资本市场的导向。这种情况的出现，加大了专业商业地产开发企业的竞争压力特别是对后期运营能力的考验。

解决思路：

(1) 专业商业地产投资商的出现，一是考验有所不为的单一商业地产投资商的市场判断能力如选址眼光和定价水平，象 SOHO 中国这类引起诸多争议的商业地产的投资商或建造商，盖好物业只管出售和出租，不负责招商和运营，把风险和机会都自然主义的交给投资者运营商和市场；二是考验商业地产开发商与运营商一体的有所为的复合商业地产投资商的专业分工能力和整合能力，如现在的万达不仅负责招商和运营甚至自己做起了万千百货和万达院线。其实两种方式都不失为中国商业地产未来发展的主要模式，都具备成功或短期成功的可能，除了企业自身的定位和方式外，更取决于政府管理体系金融体系商业资源体系和市场竞争体系的完善和提高。

(2) 持有物业的增加，不仅对有开发商向运营商转变的商业地产投资商是一种压力，即使对专业的商业地产运营商也是一种挑战。一是整体中国商业地产的发展周期就短，无论品牌人才和管理都几乎同步且匮乏；二是零售业的对外开放和新兴商业业态的不断引入，国际化的竞争压力陡增。但持有物业必然是中国商业不动产的发展方向和主流形式，这是符合商业规律金融规律和国际化大趋势的。

问题四：地方政府和首脑主导和干预倾向严重。

标志性和政绩性明显二线城市，特别是三线城市的中心型商业项目，最主要的是新城商业中心型项目，地方政府和首脑主导和干预倾向严重，标志性和政绩性明显，很多项目过高过大过全，违背商业地产设计原则、商业运营规律和投资规律等，要么成为烂尾楼和不良资产，要么经营惨淡，真正经营成功的寥若晨星，但有些优质的项目还处在培育期和调整期，此时下结论尚为时过早。

解决思路：中国的商业地产在政府出现了两头失重的有趣现象，一头是中央

政府及相关部门管理相对空白，原建设部只管关系国计民生的住宅，商务部只管千家万户的商业，商业地产基本是“鸡肋”处在两不管的尴尬状态，甚至国土系统金融系统和税收系统也没有专门的机构和制度针对商业地产；倒是地方政府从商业地产是城市发展的引擎角度和城市形象的重要性方面，过多地关注和干预了商业地产，违背了市场的规律。也许合理和科学的方式是中央政府和相关部门应当专设商业地产的管理机构和研究部门，尤其应参照国际惯例最大地发挥专业协会的功能和影响，在制订行业条例，专业标准和竞争规则方面尽心竭力。而地方政府反而应当多多遵循专业的规律和市场的规则。

## 二、 我国商业地产对资金的要求及目前的融资途经

### 1. 商业地产的资金需求

商业地产开发需要大量的资金支持，以较为常见的商业地产项目——大型购物中心为例，投资一个超过 10 万平方米的购物中心平均需要 10 亿元以上。例如，“全球最大 MALL”的华南 MALL 建筑面积 89 万平方米，商业面积 40 万平方米，停车位 8000 个，总投资 25 亿元。全球最大单体 MALL——北京金源时代购物中心建筑面积为 68 万平方米，总投资 38 亿元。位于广州天河商圈的正佳广场则建筑面积是 42 万平方米，总投资达 40 亿元。

与此同时，商业地产投资开发周期较长，通常 15 年才能收回初期投入，因为涉及的因素众多使得投资商业地产风险巨大。商业地产运营主要由地产开发、商业运营和资本运营三块构成。在商业地产整体运营中，商业是核心和本质，项目的成败最终取决于其商业运营的成败；地产开发是基础和表现，没有主要包括拿地和建设的地产开发，附着其上的商业运营则失去了必要的基础和载体；资本运营是线索和目的，商业地产运营的各环节都由资本运营实现耦合，并且任何商业项目都是以良性的资本运营为最终目的。故，商业地产的融资渠道显得尤为重要。

### 2. 我国商业地产的融资渠道

在市场经济中，企业融资方式总的来说有两种：一是内部融资，即将本企业的留存收益和折旧转化为投资的过程；二是外部融资，即吸收其他经济主体的储蓄，以转化为自己投资的过程。随着技术的进步和生产规模的扩大，单纯依靠内源融资已很难满足企业的资金需求，外源融资已逐渐成为企业获得资金的重要方式。

#### (1) 企业外部融资

目前，我国商业地产融资渠道主要是银行贷款，商业地产自筹资金比例较低，只占到位资金 33.5%；近两年，虽然国家允许房地产企业上市融资，但由于限制条件过高，能够上市融资的公司寥寥无几。总体看来，我国商业地产开发企业融资渠道比较单一，主要依靠银行贷款和股市融资，其中银行贷款占到商业地产开

发企业投资资金的 70% 以上，更有一些实力弱小的企业，通过各种变通的办法，使得实际银行贷款占总投资额的 90% 以上，这无形中增加了银行的信贷风险。

### (2) 企业内部融资

对大型商业地产开发商来说获得银行贷款是其外部融资的主要渠道，而对中小开发商而言就要困难一些，为了解决和缓解资金压力，最便捷的方式就是利用民间资本。当前开发商多采用销售商铺的方式来筹集民间投资。这种筹资方式往往把商铺分散出售，造成产权多元化，经营管理公司难以进行统一招商、统一经营管理。而购物广场等商业项目本身却要求经营权统一，这种难以统一的矛盾正是许多商业地产项目失败的根本原因。

### (3) 国际融资渠道

在银行对商业地产项目的贷款越来越谨慎，限制越来越多的情况下，融资渠道相对单一的众多商业地产开发企业将面临资金链断裂的危险。为保证项目的正常经营，商业地产开发企业期待拓宽商业地产融资渠道，分散商业地产金融风险。

从近两年的趋势来看，国内商业地产的开发商开始转向国际融资渠道。其中，REITs 作为一种成熟的国外融资渠道开始受到市场关注，但是鉴于国内法律和市场环境问题，这一渠道受到的限制较多。这并不意味着这一渠道的不可使用。从国外基金的角度看，国内商业地产的前景仍然具有相当的吸引力。因此，他们可以通过在海外的资金平台将国内商业地产打包放到国外上市，从而获取国际资金支持。这一模式的代表是新加坡嘉嘉德集团旗下中国商业地产基金。无疑，这将为国内开发商提供融资机会。

值得一提的是，国内的少数企业同时也开始尝试商业抵押担保证券。所谓商业抵押担保证券 **CMBS**，是指将传统商业抵押贷款汇聚到一个组合抵押贷款池中，通过证券化过程，以债券形式向投资者发行的融资方式。**CMBS** 的价格根据评级机构的评级来确定；投资银行在参考评级以后，确定最后发行价格，向投资者发行。**CMBS** 的销售收入将返给地产的原始拥有者，用于偿还贷款本息，盈余则作为公司的运营资本。**CMBS** 的优势在于：发行价格低、流动性强、放贷人多元化、对母公司无追索权、释放商业地产价值的同时保持未来增长潜力及资产负债表表外融资等。

最近，万达集团在澳洲知名银行麦格理银行的帮助下，成功地以商业地产抵押担保证券的方式融资近十亿元人民币，开创了国内 **CMBS** 成功筹资先例。这是市场上一个全新的操作模式。或许，这一方式也应受到市场操作者的关注。商业地产的规范化趋势将直接导致融资的多元化。而且，这一趋势在未来几年内都将通过国内开发商与海内外资金提供者的对接操作而愈发明显。

## 三、 境外商业地产的融资模式分析

国外商业房地产业的发展尤以美国市场为典范，今后中国商业房地产业的发展

模式将比较接近美国商业房地产的发展模式。美国的商业地产更加多样化和市场化，这与其经济实力、土地资源和人口数量密切相关。特别是商业地产中的重要类型——购物中心，在美国得到全面和成功的开发。美国是现代大型购物中心的发源地。有学者指出，1923 年美国土地建筑商人尼克斯在密苏里州堪萨斯市（Missouri Kansas）规划兴建的“乡间俱乐部广场（Country Club Plaza）”是美国购物中心的雏形。该中心拥有约 100 家零售商店，零售空间达到 978 万平方英尺。购物中心内有统一管理的商店承租人，购物中心外有很多远离道路的停车位，它为附近住宅区内的居民提供了一个消费的场所。

房地产在美国经历了很长的发展历程，堪称成熟的产业。在此过程中，美国商业房地产无论是在经营模式、商业形态还是资金平台都形成了成熟的发展模式，尤其是在房地产证券化之后，整个商业房地产实现了以房地产投资信托(Reits)为核心的良性资金循环，推动美国商业的创新和发展。美国商业房地产资金循环的主要模式如图 X-X 所示。美国的商业房地产企业按照资本市场的价值观塑造公司的发展模式，上市后依托资本市场的资金支持，持续扩张发展。产业基金、商业地产的投资者和开发商、专业管理公司、其他金融机构的股权投资和贷款以及商铺投资者等都为商业地产的开发和建设提供了大量的资金，拓宽了融资渠道。

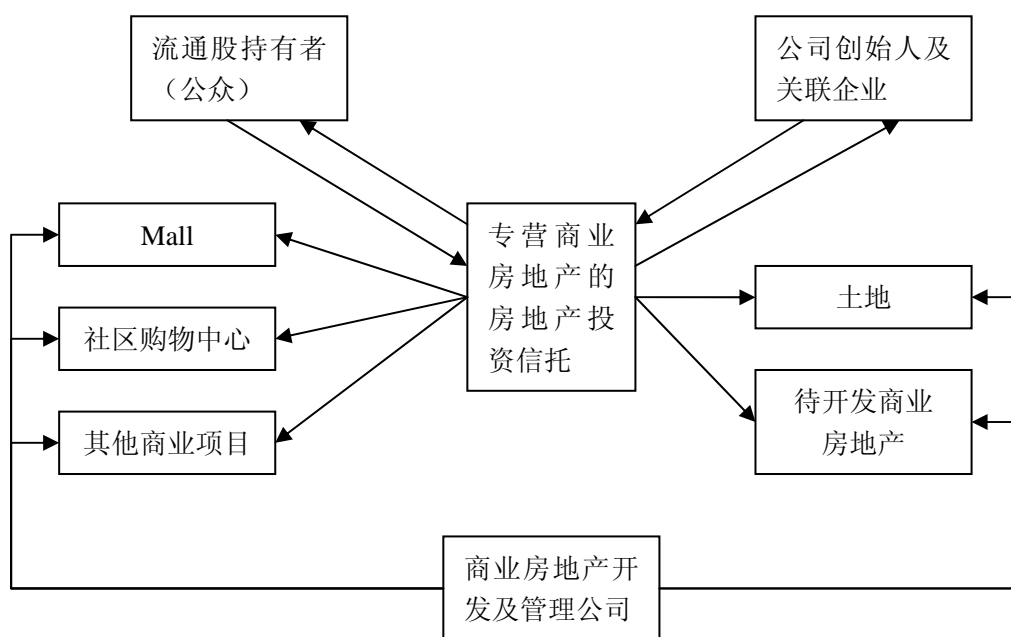


图 1 美国商业房地产资金循环的主要模式

美国商业 REIT 具有金融工具的特性，也具有明显的行业特点：面向公众发行募集资金，募集对象广泛，募集潜力巨大；其投资组合由多家或大量大型商业房地产组成；以强大的资金为后盾，经过兼并、收购的策略扩大市场份额，体现了资金的力量；商业房地产在经营过程中有大量、稳定的现金流；商业 REIT 在

长期经营过程中，与各大零售商建立了良好的长期协作关系。

目前，抵押贷款证券化以及房地产投资信托是国外商业地产进行投融资的主要考虑模式。正如上面分析的美国商业地产一样，商业地产与资本市场的结合，很好地解决了商业地产所需大量资金的问题；同时商业地产的长期盈利能力以及可预测的现金流正好满足了投资者的需要。

## 四、我国商业地产证券化的可行性分析

### 1. 背景知识

资产证券化是一种起源美国的金融创新，因其融资成本低，风险小，回报高的特点使它在世界范围内被广泛接受。但在我国，它处于初级发展阶段，至于在商业地产融资中的应用，更是少见。

#### (1) 资产证券化概念

美国证券交易委员会(SEC)将资产证券化定义为：将企业(卖方)不流通的存量资产或可预见的未来收入构造和转变成为资本市场上可销售和流通的金融产品的过程。

以某种资产及其未来现金收入流为基础和保证而发行债券、进行融资的方式。如住房抵押贷款的证券化、汽车贷款的证券化,以及发行项目债券等。<sup>1</sup>

是指发起人将在未来一定期限内可能产生现金流的资产，真实销售给特定目的机构SPV，所销售的资产从发起人（资产转让人）资产负债表上移出(即作表外处理)，有SPV机构一次资产或资产集合产生的现金流为支持向投资者发行可自由流通的证券的结构性融资安排。<sup>2</sup>

#### (2) 资产证券化主体

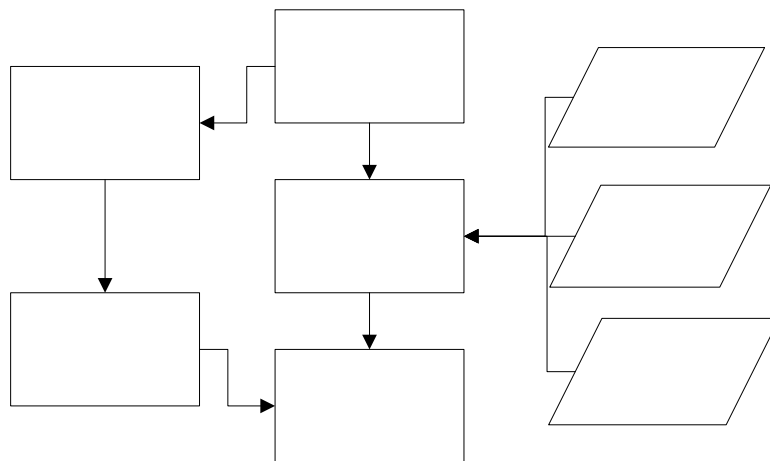


图2 资产证券化的参与主体和关系

<sup>1</sup> 现代经济词典.南京:南京:凤凰出版社;江苏人民出版社.2005.1288.

<sup>2</sup> 徐建全.资产证券化在商业地产融资中的应用研究[D]. 浙江大学,2008

如上图所示，一般而言，资产证券化的主体包括以下六个：

**发起人：**选择被证券化的资产，并组建资产池，然后将其转移给 SPV，从 SPV 除获得对价。

**信用增级机构：**对 SPV 发行的资产制成证券提供额外的信用支持.信用增级机构由发起人或者独立的第三方来担任。

**信用评级机构：**对 SPV 发行的资产支持证券进行信用评级.除了初始评级以外，信用评级机构在对该证券整个存续期内往往还需要对其业绩进行追踪监督，及时发现新的风险要素，并做出升级、维持或降级的决定，以维护投资者的利益。

**承销商：**为资产支持证券的发行进行促销，以帮助证券的成功发行.此外，在证券设计阶段，作为承销商的投资银行还扮演着财务顾问的角色，运用其经验和技能形成一个既能在最大程度上保护发起人的利益又能为投资者借接受的资产证券化方案。

**服务商：**对资产项目及其所产生的现金流进行监管和保管:负责收取这些资产到期的本金和利息，将其交付给受托人；对过期欠账，服务商进行催收，确保资金及时、足额到位；定期向受托管理人和投资者提供有关特定资产组合的财务报告.服务商通常由发起人担任，根据上述服务收费。

**受托人：**托管基础资产以及与之相关的一切权力，代表投资者行使如下职能:把服务商存入 SPV 账户中的现金流转付给投资者；对没有立即转付配款项进行再投资；监督证券化中交易各方的行为，定期审查有关资产组合情况的信用，确认服务商提供的各种报告的真实性和完整性，并向投资人披露；公布违约事宜，并采取保护投资者利益的法律行为；当服务商不能履行其职责时，替代服务商担当其职责。

### (3) 资产证券化过程

资产证券化的基本流程如下:发起人将资产证券化资产真实出售给一家特殊目的机构(SPV)，然后将这些资产汇集成资产池(asset pool)，再以该资产池所产生的现金流为支撑，并聘请信用增级机构对所发行的金融产品进行信用升级，在金融市场上发行有价证券融资，最后用资产池所产生的现金流来清偿所发行的有价证券。

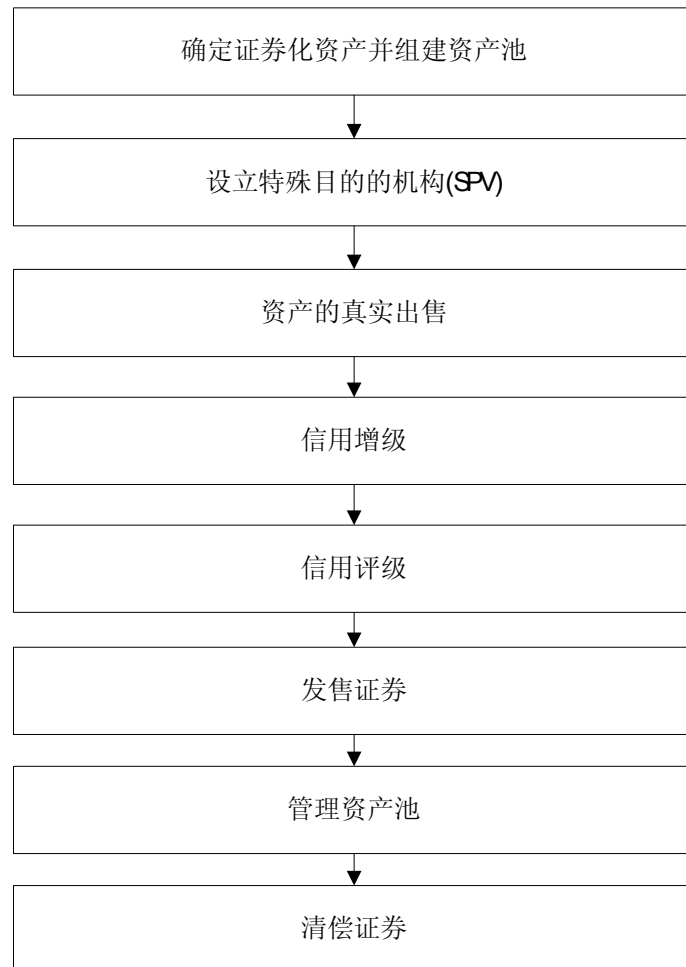


图 3 资产证券化的操作流程

## 2. 优点

### (1) 资产信用而非借款方信用

对于普通的融资手段，与之直接挂钩的是借款方的综合信用。这对于拥有优质资产，而自身并未壮大的企业而言，无疑设置一道融资门槛，而资产证券化的融资方式，资产与发起人隔离，避免发起人的信用危及资产信用。

这对于难于直接进入资本市场发行证券筹资而拥有优质资产的房地产企业来说，具有更为重要的意义。<sup>3</sup>

### (2) 改善资产负债表

由于资产证券化采取表外融资的处理方法，发起人通过真实销售的形式，将证券化资产和负债转移到资产负债表外，从而达到改善资产负债表结构的目的。因而，房地产企业可以用自有资金获取土地使用权，也可以用银行贷款获取土地使用权，然后运用资产证券化的融资模式获取建设和营运资金，同时将获取土地使用权的过程的债务剥离，从而大大减小企业的财务风险，避免财务危机，使企

<sup>3</sup> 资产证券化:中国的模式. 北京大学出版社. 何小锋等 2002

业健康发展。

### 3. 实现条件

#### (1) 房地产市场依然处于快速发展阶段

伴随经济的发展和城市化进程的推进，房地产市场依然处于快速发展阶段，由此产生巨大的融资需求。相对于单一的信用借贷，多样化的融资渠道是我国房地产行业健康发展的保障。

#### (2) 房地产市场面临宏观调控的压力

2003 年以来，国家的紧缩政策向“土地”和“金融”两个目标重拳出击，“组合政策”频频颁布。从 2003 年的 121 号文件和 8.13 大限，到 2004 年的对“购物中心”开发的限制，从 2005 年的“国八条”、“新国八条”到 2006 年的“国六条”，从 2007 年的《关于调整新增建设用地土地有偿使用费政策等问题的通知》以及央行年内五次加息到 2008 年“建设部”更名为“住房与住宅建设部”，都使房地产融资形势严峻，怎样开拓新的融资渠道成为了一个急切而重要的课题。

#### (3) 融资缺口巨大

正是货币政策的紧缩产生和加剧了房地产市场的融资缺口。据有关数据，2008 年国内的房地产市场资金缺口高达数千亿。国内紧缩性的金融调控政策，使得房地产开发企业努力拓宽融资渠道，这就为资产证券化的发展提供了本源性的动力。

#### (4) 金融业、资本市场发展迅速

在过去的两年里，由于资本市场（特别是沪深两地股市）的繁荣，国内的金融业和资本市场有了较大的发展，同时人们的理财理念正在逐步建立。金融体系的日益完善给资产证券化创造了诞生条件。

#### (5) 商业地产的天然属性适宜资产证券化

商业地产作为持有产权的经营性资产，在经营阶段会产生长期稳定的现金流，非常适合资产证券化的融资方式。

#### (6) 个案追溯

国内已有住宅项目采用资产证券化融资的先例：1992 年，海南三亚开发建设总公司，曾发行地产投资证券开发“丹洲小区”。将 800 亩土地作为发行标的物，以地产销售和存款利息收入作为投资者收益来源而发行的 2 亿元地产投资券。

1996 年 8 月珠海市以交通工具注册费和高速公路过路费作为担保发行了两批共 2 亿美元的债券由摩根.斯坦利安排在美国发行分别获得 Baa3 和 Ba1 的信用评级和三倍超额认购中国远洋运输集团总公司在 1997 年以其集装箱船队运费收入的现金流为支持条件在美国通过私募形式成功发行了 3 亿美元浮动利息票据尽管上述两次发行都不是严格意义上的资产证券化融资却为我国发展资产证券化融资方式积累了初步的经验。

2000年3月我国深圳证券交易所上市公司中国国际海运集装箱股份有限公司与荷兰银行ABN-AMRO签署了总额为8000万美元的应收账款证券化项目协议标志着我国国内资产证券化开始从理论探索真正走向实践。<sup>4</sup>

#### 4. 资产证券化面临的问题

##### (1) 法律法规上的冲突

没有专门针对资产证券化的法律法规，针对传统交易形式所制定的法律条款，难免与资产证券化交易存在这样或那样的冲突。

现阶段应该建立健全资产证券化监管法规。对资产证券化过程中的重要问题，如SPV的建立和解散、资产池的管理等，应以法规的形式作出规定，为资产证券化的运作提供一个比较完备的法律框架。

##### (2) 税收上的冲突

资产证券化在我国的发展仍然面临着税收方面的障碍。首先，法律没有明确规定SPV可以采取的法律形式和税收条款，在现行法律法规下组建既合法又能避税的SPV存在很大困难。其次，我国税法规定，无形资产的转让要缴纳5%的营业税，资产转移过程中订立的合同如属于借款合同，要缴纳万分之零点五的印花税，如属产权转让合同，要缴纳万分之五的印花税。这些条款都加大了资产证券化的成本。

##### (3) 监管问题

由于资产证券化涉及众多金融业务，并且一般都会牵涉到外汇结算，管理的主体不明，急需建立一个专门的资产证券化监管机构，或者在现有证券市场监管机构，如证监会，内部设独立的资产证券化监管部门。

##### (4) 评级机构缺失

国内缺乏被市场投资者所普遍接受和认可的信用评级机构，从而影响资产支持证券的市场接受程度。而美国次债危机所导致的金融信用危机也在很大程度上削减了众多评级巨头的可信度。这种金融信用危机也给投资人的信心蒙上了阴影。

#### 5. 小结

从以上的总结可以看出，影响资产证券化的关键因素在于税收，如果选择离岸的方式成立SPV，并以国内信托基金持有SPV的股份，就可以绕开印花税及资产交易税。当然，如果政府有心发展资产证券化，那么可以通过法律规定其他的途径，避免这一繁琐的程序。

商业地产的证券化势在必行，货币紧缩的大环境也在促成房地产开发商拓宽融资渠道，商业地产产生长期稳定现金流的天然属性决定了资产证券化是适用于他的最好融资手段。

---

<sup>4</sup>马向辉. 资产证券化融资方式及其在我国的应用与发展[D]. 对外经济贸易大学, 2002

利用现有的环境，规避缺陷，突破障碍，相信商业地产证券化大为光明。

## 五、我国商业地产的 REITS 之路

### 1. REITs 的概念和特点

房地产投资信托基金是一种以发行收益凭证的方式集合特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。其主要经营模式是公司型和契约型，集合后的资金可以用于发放抵押贷款，也可以持有物业，获得稳定的租金收益。

一般来说，根据 REITs 是否上市流通，可以分为上市型和非上市 REITs，非上市 REITs 实际上就是投资房地产的私募信托基金。上市的 REITs 采用公司型运作，可以公开发行人流通，这样子就把流动性差，资本额大的房地产证券化，有利于中小投资者投资房地产，同时也改善了房地产市场的流动性。非上市的契约型 REITs 一般发放抵押贷款，到期返还本金利息，可以是开放式的，也可以是封闭式。

实际上，绝大部分 REITs 都是公司型的上市基金，通过长期持有各种房地产物业获取稳定的租金收益，所以 REITs 是一种风险较低，收益适中的房地产证券。

根据 REITs 根据投资类型可以分为资产 REITs、抵押 REITs 和混合性 REITs。根据 REITs 持有物业类型可以分为住房、酒店、零售、工业物业、医疗保健物业、写字楼、多元物业几种类型。

和其他金融产品相比，REITs 具有一些不可替代的优势：

①REITs 股本金低，持股灵活。

②REITs 属多元化组合投资，风险低于证券市场整体水平，而市场回报率适中。

③REITs 的资产是分散化了的房地产资产组合，基金单位可以转让和上市交易，流动性强。

④税收优惠、股东收益高。REITs 取得的收益免征公司所得税，避免公司所得税和个人所得税的重复征收，提高了股东收益。

⑤实行专业化团队管理，有效降低风险。正式因为 REITs 拥有许多其他融资工具不具备的优势，所以在美国、欧洲、澳大利亚得到了蓬勃发展，目前全球的 REITs 市场已经达到 6000 多亿美元，美国的 REITs 市场高达 3500 亿美元。因此，我国应当积极制定产业投资基金法，完善税法、公司法等法律法规，让横跨证券市场和房地产市场的 REITs 尽快在中国的内地发展，这样一方面能有效降低当前房地产市场融资渠道单一，融资困难的局面，也能降低金融系统的风险，减少股市和房地产市场的投机活动，规避当前已经处在高风险下的房地产市场和证券市场。

### 2. 房地产投资信托发展意义

我国引入房地产投资信托基金有着非常重要的作用。

首先，引入房地产投资信托基金有利于完善中国房地产金融架构。房地产信托投资基金在国外既参与房地产一级市场金融活动，也参与二级市场活动，是房地产金融发展的重要标志，也是促进房地产金融二级市场的重要手段。房地产信托投资基金直接把市场资金融通到房地产行业，是对以银行为手段的间接金融的极大补充。因此，推出房地产投资信托基金，将大大地提高房地产金融的完备性，是房地产金融走向成熟的必然选择。

其次，引入房地产投资信托基金有助于分散与降低系统性风险，提高金融安全。从房地产金融的角度来看，引进具有市场信用特征的房地产信托基金，将一定程度提高房地产金融当期的系统风险化解能力，提高金融体系的安全性。

再次，引入房地产投资信托基金有助于疏通房地产资金循环的梗阻。房地产投资信托基金的引入，可以避免单一融通体系下银行相关政策对房地产市场的硬冲击，减缓某些特定目的的政策对整个市场的整体冲击力度，有助于缓解中国金融体系的错配矛盾。房地产的固有特性决定了房地产投资信托基金具有保值增值的功能，因此房地产投资的收益相对比较稳定。

### **3. 我国建立REITs的发展政策建议**

#### **(1) 加快相关政策和法律法规制定**

房地产投资信托(REITs)作为一种新的房地产投资工具,是一个需要房地产业和金融业相结合的市场配置资金的投资产品,需要建立完善法律体系,保证和维持整个市场的公平、公正、公开和透明,进而推进房地产投资信托业健康、理性地发展。要建立完善的法律体系,仅仅只颁布单一的《信托法》、《投资基金法》是远远不够的。必须将法律制定工作细化、完备化,要达到此目标还必须配备一些其他的相关法规。首先应进一步完善《公司法》或制定专门针对投资基金发展的《投资公司法》、《投资顾问法》等法规。其次,还可制定一些房地产投资信托基金的专项管理措施,如对投资渠道、投资比例的限制等等。使我国的房地产投资信托基金从一开始就以较规范的形式发展。另外,还需对目前的税法进行改革,避免双重征税问题,为其发展创造良好的税收环境。

#### **(2) 加快房地产信托专门人才的培养**

加快、加强 REITs 的人才培养。发展 REITs 需要尽快建立起一支既精通业务、又了解房地产市场、熟悉业务运作的专门管理人才队伍。一个专业的房地产信托运营机构或专业人员通常有较强的房地产项目操作能力,对市场的嗅觉灵敏,能在恰当的时点对恰当的项目进行恰当的投资;同时这种专业机构或专业人员也是证券市场上的分析家。加强房地产信托人才的培养,需要尽快建立起一支既精通信托业务、又了解房地产市场,熟悉业务运作的专门管理人才队伍。与此

同时，还需积极促进信托业务所必不可少的律师、会计师、审计师、资产评估师等服务型人才的队伍建设。

### (3) 防范运作中的道德风险

从美国的房地产投资信托运作经验来看，其经营与管理由受托人委员会或董事会负责。受托人委员会或董事会通常由三名以上受托人或董事组成，其中大多数受托人必须是“独立”的。借鉴美国经验，我国可以考虑在开展房地产投资信托业务的信托公司中建立类似的受托人委员会，负责制订房地产信托的业务发展计划，并且要求受托人与投资顾问和相关的房地产企业没有利益关系，还要创造一种环境或制度，尽可能使投资者的利益与管理者的利益相一致，对 REITs 的发展就显得非常关键。另外，有限合伙形式能较好地解决约束和激励的问题，管理者承担的无限责任以及管理者的业绩回报制度，能将管理者和投资者的风险及利益有效地捆绑在一起，激励管理者努力管理好各项投资以实现价值最大化，最大限度地防范风险。

### (4) 建立信托企业信用制度

建立信托企业信用制度，以完善的法律体系促进信托市场的诚信，保证信托市场的健康发展。建立信托企业征信体制，划分信托企业信息类型，实现征信数据的开放；发展信用中介机构；建立标准化的信托企业征信数据库；建立健全失信惩罚制度；规范发展信用评级行业；大力发展信托企业信用管理教育。

### (5) 健全信息披露制度

有的信托公司将募集资金投入关联方、并由关联公司进行担保，但信托合同中对此没有揭示，使投资者身处风险隐患而不知情。信托投资公司应真实、准确、及时、完整地披露信息，包括经审计的年报和重大事件临时报告等，在年报中披露各类风险和风险管理情况及公司治理信息，并在会计附注中披露关联交易的总量及重大关联交易的情况等。

## 4. 中国内地房地产投资信托基金的定位

鉴于我国目前存在的住房租赁市场远不如买房市场发达，租售比价严重不合理；房地产企业资金过度依赖银行贷款，房地产业投资风险增大；结构性矛盾日益显现，中低价房供不应求，高档住房供大于求等问题，中国内地设立房地产投资信托基金建议定位于收购和持有适合中低收入居民租住的住房，并辅以一定比例的经营性公建项目，以平衡租金收入，实现受益人的预期收益。

当前设立房地产投资信托基金对中国内地经济和社会的发展意义深远：一是有助于增加租赁住房供应，改善住房供应结构，发展住房租赁市场，并为中低收入居民提供适宜的租赁住房；二是有利于促进房地产业的专业化发展，使房地产融资、开发、物业管理和投资管理等活动相对分离，促进其效率和水平的提高；三是有利于丰富房地产直接融资形式，推进金融体系改革与创新，有效利用社会

闲置资金，扩大直接融资规模，优化融资结构，降低融资成本，同时为大众和保险业提供了有适当收益、低风险的投资品种；四是有利于缓解房地产市场周期性波动对社会经济的影响。

在中国内地设立房地产投资信托基金已具备良好的基础：一是租赁市场的需求潜力将为房地产投资信托基金提供广阔市场。二是中国内地房地产市场持续发展日益成熟，在国家宏观政策指导下，金融机构的风险得到有效控制，房地产金融秩序比较稳定，为信托基金提供了良好的市场环境。三是国际和国内经验可资借鉴。近年来，北京国际信托投资有限公司、北方国际信托投资公司等一些信托投资公司以多种形式为房地产投资及管理的各个阶段提供融资，推出了我国内地在功能上接近房地产投资信托基金的产品，这些探索对设立信托基金均具有借鉴作用，并积累了一定经验。四是国内的信托投资公司、资产管理公司、物业管理公司、基金上市发行服务机构，也已具备为信托基金提供专业服务的能力。五是投资者投资这类房地产投资信托基金是有收益的。把政府原用于解决中低收入居民的住房问题的资金整合起来，加上原来经济适用房“补砖头”的优惠政策以及土地出让金等，再加上社会投资和经营性公建的高租金收入，这类房地产投资信托基金的回报率不会太高，但一定高于银行存款。

## 5. 中国内地房地产投资信托基金模式的选择

### (1) 可供选择的三种模式。

1)信托计划模式。这种模式的优势在于能从结构上确立受托人的资产管理职能，在保证基金的投资和收益分配策略顺利实施的同时，有效地保护投资人（委托人）的利益。目前的房地产信托计划上升到房地产基金的层次上，就要克服其在产品设计上的障碍：一是只具融资性，不具投资性；二是无统一交易平台，面临市场流动性问题；三是债权性质，使得不能像真正的 REITs 那样参与项目的管理和投资决策。

2)房地产上市公司模式。这种模式的优势在于：一是障碍少，以现有《公司法》和《证券法》为根本依据；二是现有上市公司的经营和监管实践提供了丰富的经验；三是这种模式下的基金的股东即为公司股东，回避了基金管理公司股东和基金持有人之间的冲突；四是国际上有成熟的经验可借鉴。这种模式面临的问题有：一是我国《公司法》所规定的“公司对外投资不得超过净资产的 50%”对于主要以收购新的房地产项目而实现增长的房地产企业来说是一个很大障碍；二是面临着公司制下公司管理与房地产项目管理混杂所容易出现的潜在利润冲突问题。

3)封闭式契约型产业基金模式。这种模式的优势在于：一是可借鉴我国现有的证券投资基金的经验；二是避开公司法对公司对外投资 50% 限额比例的限制；

三是通过基金的结构从而引入对房地产项目的监管与管理。这种模式面临的问题有：一是基金管理公司股东和基金持有人之间有利益冲突；二是缺乏法律依据。

## (2) 选择信托基金。

在上述三种模式中，我们认为，利用现有的信托法规及信托制度，在目前信托投资公司开展的集合资金信托业务基础上设立本基金，法律、政策障碍少，可行性强，试点工作成功的机会更大。

1) 相对完善的信托法律法规有助于基金的规范运作。2001 年以来，我国相继颁布了《中华人民共和国信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》《信托投资公司信息披露管理暂行办法》及《信托业务会计核算办法》。信托法律法规体制已经相对完善，便于基金规范运作及获得有效监督。

2) 现有的集合资金信托计划为本基金的设立奠定了基础。第一，此类计划广泛地投资于房地产，已经为房地产企业、投资者和监管部门所熟悉，具有较好的市场基础。第二，信托投资公司已经开始利用此类计划来探索设立本土化房地产投资信托基金的途径。如 2003 年 12 月北京国投推出的一个计划，就是直接购买一个商铺的产权，信托计划投资者的回报源自商铺的租金收入。该计划在运作原理上已经接近国际上的房地产投资信托基金。

## (3) 借鉴国外及我国香港、台湾的成功经验。

美国现有的房地产投资信托基金有一部分是采用信托形式。新加坡及我国香港和台湾上市的房地产投资信托基金也采用信托形式。采用信托形式成立的房地产投资信托基金属于实际上的“信托”；在台湾就明确地被称为“不动产投资信托”，而把该信托项下的信托财产称之为“基金”。

我国证券投资基金法在借鉴香港证券投资基金模式时，把基金管理人和基金托管人视作共同受托人，并分别赋予其管理基金和保管财产的义务，两者分别对基金管理不当和财产保管不当负责。但是按照我国信托法，共同受托人所承担的义务是一样的，必须对信托财产的管理、运用及保管不当负同一责任。因此，证券投资基金法与信托法存在冲突。

如果我们要借鉴新加坡或香港的模式设立房地产投资信托基金，同样面临着上述法律冲突。因此，我们认为，借鉴台湾的做法更适合我国内地现行法律体系，在现行信托法律体制框架内完全可以设立房地产投资信托基金。

## 6. 建立内地 REITs 基本框架设计

(1) 信托基金设立形式。借鉴我国台湾地区的模式，信托基金采用契约型方式设立，由信托投资公司作为受托人，以设立信托的方式，发行信托基金受益凭证。参照封闭式证券投资基金的运作方式，采用公募方式，上市交易，存续期间不得赎回，并按照国际惯例赋予其可以增发的功能。信托存续期不低于 30 年，

信托到期终止后，经受益人大会协商可以延长存续期，也可采取发行新的信托基金的方法，按照协议价格或者公平市场价格收购原信托基金持有的物业，实现原投资者的资金退出。

(2) 信托基金的主要参与者。信托基金的主要参与者包括委托人、受托人、资产管理人和受益人。

(3) 受益人大会制度。为了保障投资者的合法权益，信托基金可引入受益人大会制度，并在信托文件中对受益人大会的相关内容进行约定。受益人会议相当于股东大会，可以就基金管理和运作的重大问题进行表决，如投资策略的改变、受托人的撤换、新受益证券的增发、基金终止等等。信托基金各方当事人应按照信托文件的约定，充分发挥受益人大会的作用，规范信托财产的管理和运作，建立严密的风险内控制度。

(4) 收益及分配。信托财产所得各项收入扣除成本、费用及相关税、费等支出后，原则上将 90% 收益向受益人分配。房地产投资信托基金实际上是一种集体投资方式，投资者必须在自担风险的前提下享受投资收益。因此，基金只提供预测的收益率，而不就投资回报对投资者作任何承诺。

(5) 信托资金的运用。信托资金的运用，主要包括收购和持有适合中低收入居民租住的经济型租赁住房，并辅以部分经营性的公建项目，以平衡租金收入，实现受益人的预期收益。1) 收购房源。信托基金募集资金可收购现有适合租赁的住房，同时，信托基金还可收购符合信托基金运用方向，由房地产开发公司定向建设的住房。定向建设住房的选址地块应为交通便利、邻近市区，具有一定的人口规模及产业基础，有较强的土地升值空间，符合城市建设发展方向的地区，有利于保证物业的出租率及租金水平的稳定性。2) 租金标准。租金构成原则上应包括折旧费、受托人和资产管理人费用、税金、维修费、投资收益五项因素。如在住房建设和运营中政府给予政策扶持，可在一定程度上降低租金水平。

(6) 配套优惠政策。信托基金在我国尚处起步阶段，鉴于基金收购物业主要面向中低收入阶层，为降低运营成本，保证信托基金试点项目的成功，政府可给予必要的政策扶持。如为信托基金定向建设的住房享受经济适用房建设优惠政策，在信托基金运营中按照国际惯例免缴信托基金层面的企业所得税，对租金收入计征的营业税和房产税等统一按综合税率 5% 收取，对信托基金首次购买住房作为经济租赁房过户的契税、印花税予以免缴等政策优惠。

## 六、 中海商业地产的融资建议

根据前文对我国商业地产融资模式的探讨，并结合中海地产企业的背景和实力，我们建议中海地产可以采取以下融资方式：

### 1. 银行贷款融资策略

房地产业近些年的发展与银行金融资本的支持是分不开的。随着住房产业和

住房金融的发展，市场竞争日趋激烈，日渐严格的企业贷款和个人房贷控制，抬高了房地产行业准入门槛，对房地产市场造成不小的影响。在未来的市场环境下，各家银行会面临越来越激烈的市场竞争，利润空间会越来越小，银行也存在信贷营销的压力。对房地产公司本身来说，如果在资信体系的建设和企业信誉度方面多加注意的话，银行贷款仍可成为融资的主要来源。

## **2. 合作开发融资策略**

发展商寻找一家或几家有经济实力的企业进行合作开发，是一种分散和转移筹资负担的较好方法。合作开发的形式是多种多样的，可以是两家合作，也可以多家合作；可以长期合作，也可以就项目短期合作；可以是紧密型合作，也可以是松散型合作。这种方法对于缓解发展商自身资金压力、转嫁风险大有益处。

## **3. 预售房屋融资策略**

房屋预售是指房地产开发企业将正在建设中的房屋预先出售给投资置业者，由此获得房屋预售款。开发商可将预售款及时投入建设项目。在房地产市场前景看好的情况下，投资置业人士及机构对预售楼花都会表现出极大的热情。这是因为他们仅需先期支付少量的资金，就可以享受未来一段时间内房地产的增值收益。而对发展商来说，预售可以筹集到必要的建设资金，又可以将部分市场风险转移给买家，虽可能会丧失一些未来利益，但相对于总体利益终究是微不足道的。我国政府对于开发商预售前的实际投资额均有一些规定，如规定开发商已投入超过总投资 25% 的投资，并已确定施工进度和竣工交付日期，方可预售。在我国某些地方，如上海，对于预售有更加严格的条件限制。

## **4. 利用外资融资策略**

房地产公司利用外资的方式可分为两种，即利用国外直接投资和国外间接投资。直接投资，一般以成立合资或合作公司的方式。外商的投资构成外商资本金，故此方式实际上为第一种筹资策略。间接投资即利用外资贷款。间接利用外资一般不涉及企业所有权与控制权的丧失问题，但需要用外汇还本付息，除了一些国际性或政府间优惠贷款外，国外商业贷款利率一般都很高，故其风险较大。一般来说，除从事大型项目的开发外，中小型企业不宜采用此种策略。

## **5. 信托融资策略**

房地产信托，就是房地产开发商借助权威信托责任公司专业理财的优势和运用资金的丰富经验，通过实施信托计划，将多个指定管理的开发项目的信托资金集合起来，形成具有一定投资规模和实力的资金组合，然后将信托计划资金以信托贷款的方式运用于房地产开发项目，为委托人获取安全、稳定的收益。

信托独具制度优势，创新空间宽广，并具有巨大的灵活性。相对银行贷款而言，房地产信托融资策略不但可以降低房地产业整体的运营成本，节约财务费用，还有利于房地产资金的持续运用和公司的发展；信托在供给方法上也十分灵活，

可以针对房地产公司本身运营需求和具体项目设计个性化的资金信托产品。信托已成为房地产业融资的新热点，成为与银行并驾齐驱的融资模式。但是，信托行业受到银监会的监管。银监会已经开始限制信托对房地产贷款的支持。种种迹象表明，2003 年以来房地产信托的迅猛势头以及由此产生的风险，已受到有关部门重视，进入房地产行业的信托资金将受到一定影响。另外，信托资金的规模--尤其是集合式信托的规模，因为受到信托法的限制，有最多 200 份的限额。因此，每一个信托计划一般筹集的资金规模在 1 亿左右，与开发企业的需求存在一定差异。

## 6. 其它建议性策略

### (1) 加强整合的集团化策略融资

随着经济全球化步伐的日益加快，市场竞争日趋激烈。培育实力雄厚、竞争力强的房地产公司舰队已迫在眉睫。就房地产市场占有率而言，在市场化程度相对较高的上海，市场前十位开发商的市场占有率也只有 23%，深圳还不到 20%。

资产重组才是当前扩大现有房地产公司规模的唯一出路。具体实施时，既可以借助资本市场，也可以采用兼并现有中小企业的形式，实现规模效益；还可以通过企业间的项目收购、土地转让等形式优化资源组合，扩大企业规模。

### (2) 加强对房地产金融相关法律法规的学习和研究

目前，中国的金融市场机制不够规范和成熟，体制也不够完善。房地产金融的创新离不开法律的保障，特别是在证券市场乃至整个金融市场、房地产市场发育并不成熟的情况下，房地产公司对法制建设的重视具有更为重要的意义。房地产公司加强金融法律研究应从两方面入手：一是尽快了解新出台的相关法律法规；二是加强对现有的法律、法规的理解和灵活运用，例如：房地产证券化在国际上是房地产非常重要的融资手段之一，现在中国证券法对于房地产证券化的问题又没有明确的规定，这就要求企业提前介入法规研究，以备在法规出台时及时运用。此外，我国的《证券法》、《担保法》、《保险法》等都存在不适应房地产金融发展与创新的条款，企业要研究这些法规可能发生的变化。