

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 刘素芳

资格证号： 01040643

专业名称： 企业经济学

拟定学位论文题目： **保障性租赁住房公募REITs对房企融资模式的影响研究**

报告日期： 2022年7月30日

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义  **研究目的：**  随着我国经济发展，城镇化率提升，城镇流动人口数目不断增加。2010至2019年，中国每年平均流动人口已达2.39亿，十年间增长率超过70%。因此，近年来国内租房人群数量巨大，租房市场需求旺盛。国家对住房租赁市场的发展极其重视，在“十四五”规划和 2035 年远景目标纲中强调，租赁住房是建立多主体供给、多渠道保障、租购并举住房保障体系的重要一环。  由于租赁住房行业存在前期投入大，回报周期长的特点，导致资金成为阻碍其发展的一个重要原因。对此，一系列金融利好政策应运而生。从 2016 年起，国家陆续出台了一系列政策大力推进房地产行业不动产证券化进程，加快租赁住房 REITs 试点。2017 年开始，第一单租赁住房市场类 REITs 产品成功发行后，在租赁住房市场应用 REITs 产品迎来了爆发式发展。2021 年 7 月，国家相关政策明确将“保障性租赁住房”纳入公募 REITs 试点行业。2022年7月，我国首单保障性租赁住房公募REITs红土创新深圳人才安居REIT就正式获批。  保租房金融体系进一步完善，这对开发企业资金退出提供了可行的范本，“投融管退”闭环被打通意味着租赁行业将迎来新发展。  **研究意义：**   1. 理论意义   REITs 在我国面临着起步晚、发展慢的现状，与其有关的应用研究大部分都是立足于行业的整体视角进行拓宽延展的。经过研读发现，我国当前关于 REITs的理论研究较多地是对其概念特点、发展可行性、产品基本情况以及运作模式等方面进行集中探讨，针对 REITs 在租赁住房市场的具体运用研究较少，且在如何帮助租赁住房市场缓解融资等方面缺乏探索。因此，本文尝试在前人研究的基础上，通过一些案例进行剖析与解读，以充实我国 REITs 在租赁住房市场融资领域应用的研究成果，为企业优化融资结构、改善自身经营提供参考，为后续其他租赁住房向公募 REITs 转型助力，促进资本市场健康平稳运行。   1. 现实意义   从投资者角度出发，本文希望通过对融资动因与融资效益的探讨分析，帮助投资者全面了解租赁住房 REITs底层资产质量情况，为该类产品的投资者给予有效参考，从而降低投资风险。通过对该产品的分析研究，尤其是和基础设施类公募REITs的对比研究，可以推动REITs 在住房租赁市场标准化发展，为中小投资者提供更多投资选择。  从企业和行业发展角度出发，通过对红土创新深圳人才安居REIT优劣势，特别是融资动因与融资效益的深入研究，可以为其他租赁住房企业提供新的融资方向，对于发行类似 REITs 产品的交易结构与发行方式等提供参考，通过丰富融资手段解决租赁住房行业融资难题。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述    **国外研究现状：**  **（1）REITs 运作模式研究**  随着 REITs 在国外金融市场中的发展，案例资料的体量越来越大，而其中关于 REITs 运作模式的研究分析也较为丰富。首先，Gergen 与 Schmitz（1996）基于组织形式存在差异，将 REITs 划分为契约型、公司型、合伙型，并进行了对比分析。其次，若按资产权益构成的比重差异，又可以将 REITs 划分为权益型、抵押型、混合型三类，它们各有优劣。Gyourko 与 Sinai（2020）两人通过分析发现，伴随着房地产行业发展逐渐地成熟，同以往一样单纯依托于银行提供信贷作为资金源的难度越来越大，资产负债率的不断上升也会影响企业向银行借贷这一传统方式的利用，而权益型 REITs 能适应房地产企业的融资需求，且发达国家成熟的房地产证券化管理方式和风险规避方式，为权益型 REITs 的运作提供了良好条件。  **（2）关于 REITs 证券发行方面的研究**  在 REITs 证券发行的定价问题上，Yu chuan 等(2011 )硏究了 REITs 产品 IPO发性定价问题。结果显示，在 20 世纪 80 年代，多数 REITs 的 IPO 报酬属于溢价发行，但到了 90 年代后，多数 REITs 的 IPO 报酬变成折价发行。所以 20 世纪 80 年代，REITs 产品由于多数是个人投资者购买，所以发行价格更符合符合市场假说理论。通过 Yu chuan 等(2011)硏究可以了解到：REITs 相关的各种资产证券化产品发行价格的动态变化过程。在相关交易如何影响 REITs 产品定价方面，Kevin 等(2009)硏究结果解释相关交易主要通过影响个人投资者偏好从而对REITs 产品定价产生影响，Kevin(2009)在REITs 价格发现机制研究中发现了REITs 的报酬主要由真实回报以及公共回报构成。  **（3）关于 REITs 融资动因的研究**  Fabozzi 和 Kothari(2015)通过撰写《资产证券化导论》对资产证券化相关理论知识进行了精炼式总结，包括总结了该类产品优缺点，在融资动因方面，多数企业选择该类产品融资主要基于表外融资，未反应在资产负债表内；丰富了企业融资方式，给予企业融资更多选择；相比于股权融资，可以减小企业融资成本；符合政策导向，一定税收优惠；以及符合公司风险管理，降低企业风险等。Alafita等(2014)解释了改善 REITs 风险评级吸引投资者，从而降低融资成本。Farruggio等(2015)则更偏向于流动性假说，认为 REITs 融资动因主要是增强资产流动性，降低交易成本。Tang 等(2016)研究结果表明：从不同信贷市场 REITs 产品市场表现看，房企通过发行 REITs 产品可以向市场传达企业经营状况良好的信号。  **（4）REITs 融资效果研究**  OoiJ（2010）等人经分析得出，REITs 不光在何时发行或减少何种资本方面具有市场随机行为，同时还能够实现企业的资本结构向目标债务水平移动。Nishigaki H（2007）通过向量误差修正模型分析发现，房地产投资信托基金的运用能够提高企业房价，二者存在较强的正相关关系。Rangan 和 Gupta（2018）等人由实证分析发现，发行 REITs 可以降低企业融资成本、改善实施主体的经营情况，从而进一步助力企业提高经营业绩。Lee（2010）指出房地产投资信托基金能够为不同的资产类别和混合资产组合在特定发展时间提供所需资金，并随时间变化产生不同的收益。  **国内研究现状：**  **（1）关于 REITs 融资动因的研究**  目前国内对于 REITs 产品融资动因研究多集中在调整资本结构从而控制融资风险、满足资金需求、减少成本等方面。在调整资本结构方面，李娜(2019)等认为公募 REITs 产品能吸引更多中小投资者，企业获得短期资金的同时投资者也能有长期稳定收益，达到双赢局面。对于公募 REITs 来说，一方面，吸引更多渠道的资金投入，给予更多中小投资者参与的机会。另一方面，大多数房地产企业都属于重资产型，需要大量资金，也可以通过 REITs 融资从投资者手中募集到所需资金。郭杰群(2017)通过详细分析了部分 REITs 产品交易结构设计、发行方式以及增信措施安排，提出该类产品尤其重视基础资产质量，一般 REITs 产品基础资产质量都较高。在降低融资成本方面，融资方式的选择上，相比于传统银行贷款，通过 REITs 产品能带来融资成本优势。刘红霞(2016)的观点是我国 REITs产品尚处于起步阶段，相关监管仍还处于不断完善中，在市场化不断加速进程中，REITs 产品必然迎来更大发展前景，通过 REITs 产品融资驱动力主要是既可以减少融资成本，也能改善企业盈利水平。  **（2）关于 REITs 融资效益的研究**  从宏观层面来说，金融市场上应用资产证券化产品，丰富融资手段的同时，还能极大提升了整个金融系统稳定性。其中，葛奇(2008)认为对于银行的风险聚集效应，资产证券化产品的应用，可以通过消减金融风险积聚效应，从而有益于提升金融系统稳定性。从微观角度看，通过 REITs 产品融资的部分企业一般通过财务指标变化评价该产品融资效果。林贵红(2016)通过金茂企业 REITs 产品具体案例分析，研究结果发现该产品发行后优化了资产结构，财务状况转好。在安全性方面，莫晶晶(2017)对国内十几家商业银行近几年数据进行面板分析，结论表明：REITs 产品能分散风险，从而提高企业安全性。在影响公司资本结构方面，从国有企业应用 REITs 产品视角出发，陈忠庆(2017)解释了资产证券化产品可以通过表外融资的方式，提高资产负债率，达到优化财务指标的效果。  **（3）关于 REITs 在租赁住房应用研究**  在可行性方面，赵以邗(2011)认为在租赁住房市场发展 REITs 产品需要依据我国国情，通过发布关于租赁住房市场 REITs 产品相关政策，推动 REITs 产品在租赁住房方面应用，助力租房市场发展。闫云松(2016)通过研究资产证券化产品在其成熟市场的发展状况以及成熟市场营造的政策大环境，结果显示现阶段对于我国来说，可以先推行类 REITs 产品发展，在类 REITs 产品应用相对成熟以后，逐步推进标准化 REITs 产品在租赁住房市场的应用。汪宏程(2018)则同样认为REIT 产品的发展完善要结合金融市场发展实际情况，通过研究 REITs 产品在诸如德国等成熟金融市场的发展现状以及运营模式，借鉴其成功经验，提出在房地产行业推行资产证券化产品时在企业层面应注重基础资产信用评级，保持优质基础资产。政府层面给予一定诸如税收优惠等政策扶持力度外，还应加强监管避免滋生更大系统性风险。  **文献评述**  结合上述文献研究可知，REITs 在国外金融市场上的流通发展比国内市场成熟，并且已拥有较为稳固的市场地位，是受到广大投资者青睐的不可或缺的金融工具。国外理论研究多借用实证分析法，结合案例资料不断进行理论验证和问题研究，在 REITs 融资动因以及融资风险两点内容中，肯定了 REITs 对于租赁住房来说是一种比较合适的融资方式，能够带来经济利益的流入，也探索了不同类型的 REITs 运作模式在市场中的应用效果，明确了 REITs 在房地产市场中的积极作用和不利影响。  对比之下，REITs 在我国的研究和运用较为基础，且围绕REITs 展开的定量分析较少。国内现有关于住房租赁类REITs的针对性研究分析有限，对于公募住房租赁 REITs 的发行可行性、产品基本情况、交易结构设计等方面，研究进程比较缓慢。  通过租赁住房 REITs 融资相关研究现状综述，系统整理后得到本文研究思路，进而构建出了本文的研究内容与研究方法。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源  **研究方法：**  （1）文献分析法。本文梳理了大量关于 REITs 融资相关研究，了解当前国内外关于 REITs发行、融资动因与效益、相关法律法规以及 REITs 产品在租赁住房市场的应用现状等内容，从而确定了本文，公募REITs 产品在租赁住房市场应用可行性，以及风险分析的研究方向。  （2）案例分析法。以红土创新深圳人才安居REIT为例，通过介绍该产品的发行背景、发行过程、产品结构等，重点研究该产品发行动因与融资效益以及该产品优劣势，针对红土创新深圳人才安居REIT案例分析结果提供改进建议。  （3）对比分析法。对比分析私募和公募REITs的产品结构和合规性要求，对比租赁住房和基础设置类REITs在对应资产包收益率稳定性，提出公募租赁住房REITs可行性，和目前租赁住房REITs向公募转换必需的条件。  （4）模型分析法。通过企业关键财务指标，市场利率，流动性，政策合规等方面，建立公募租赁住房REITs的风险加权模型，并进行风险分析。  （5）计量经济分析法。通过单向因果关系的计量经济分析法，通过将保障性租赁住房公募REITs作为单一经济变量，通过建立模型，分析该变量对房企融资模式的影响。 |
| 1. 核心观点   在房地产去杠杆以及银行信贷紧缩的大背景下，我国房地产企业以银行为主的传统融资渠道被戴上“紧箍咒”。尤其是从2020年至今，从“房企三条红线”到“贷款集中度管理”政策的陆续推出，涉房资金从供需两头全线紧缩。房地产金融行业进入“资本寒冬”，房企融资“雪上加霜”。公募REITs的面世被外界看作房地产行业的一道曙光。  但是目前公募REITs产品主要聚焦在基础设施领域，扩至地产可能仍需要更长的时间，但在一定程度上也促进房地产行业的发展。一方面需要以公募REITS等金融工具来提升资产流动性和凝聚社会资源助力开发与运营，另一方面也需要通过这一金融手段实现原始权益人的投资退出与收益实现。  公募REITS本身可以有效降低企业的负债率水平，REITS属于权益类产品，资产所带负债能一并出表，上市融资也不占用企业负债额度，有利于企业优化财务结构，并进一步降低资产负债率。  与市场化租赁住房的类REITs 不同，保障性租赁住房公募REITs，是解决市场主体退出问题的一项有效措施。加快推进相关支持政策的落地，尤其是公募 REITs 退出渠道的落实，能够有效提升市场主体参与保障性租赁住房发展的积极性，推动保障性租赁住房的快速发展。  另 一 方 面， 公 募 REITs 的推出对土地、税收以及金融方面都是利好，缓解了目前中国房地产遇到的问题，盘活了住房租赁市场，会有更多的机构运营商加入该赛道。  众所周知，我国资产证券化市场发行的产品是基于“主体 + 资产”双重信用的融资，REITs 的推出将改变依靠主体信用背书的要求，对于以重资产为主的机构来说，提供了盘活存量、融资以及投资退出的途径。 |
| 3.创新之处  1、研究角度创新，通过文献综述发现，目前我国 REITs 研究起步较晚，尤其在租赁住房市场应用方面。国内首单租赁住房 REITs 产品获批时间为 2017 年，到目前为止发展不过到五年时间，对于租赁住房 REITs案例研究有限。另一方面，从2021年5月，我国首单公募 REITs发行，关于公募 REITs案例还处于起步阶段，且多数集中在产业园区和高速公路等领域。本文希望拓展研究领域到住房租赁公募REITs，通过对红土创新深圳人才安居REIT产品案例研究，推动 REITs 标准化产品在租赁住房市场发展。探讨公募REITs优化企业融资结构，推动保障性租赁住房发展的可行性。  2、研究方法创新，对于住房租赁REITs的研究，目前多集中于发行动因和融资效果，以及政策环境影响的分析。对于公募和私募REITs交易结构差异，公募REITs风险评估，公募REITs的社会效益研究不足。本文将强化公募，私募REITs发行和交易结构差异研究，从不同维度分析住房租赁REITs的风险。本文将采用事件研究法，财务指标法，强化融资效益分析，并进一步研究公募REITs对租赁住房行业推动作用。 |

|  |
| --- |
| 1. 参考文献   [1] T. Alafita, J.M. Pearce. Securitization of residential solar photovoltaic assets: Costs, risks and uncertainty [J]. Energy Policy,2014,67:421-470.  [2] Ming-Long Lee, Ming-Te Lee, Kevin C. H. Chiang. Real Estate Risk Exposure of Equity  Real Estate Investment Trusts [J].The Journal of Real Estate Finance and Economics,2008,36(2):215-300  [3] Jian Zhou. Conditional market beta for REITs: A comparison of modeling techniques[J].  Economic Modelling,2013,30:300-356.  [4] Fishman Michael J,Kendall Leon T. A Primer on Securitization[M].The MIT Press:2018-08-31.  [5] Allen Linda,Letdin Mariya. The Cost of Debt for REITs: The Mortgage Puzzle[J]. Journal of Real Estate Research,2020,42(2):412-455.  [6] Richard Imperiale. J.K. Lasser Pro Real Estate Investment Trusts: New Strategies for Portfolio Management[J]. Current Biology Cb, 2002, 22(18): 811~817.  [7] Dennis R. Capozza, Paul J. Seguin. Focus, Transparency and Value: The REIT Evidence[J]. Real Estate Economics, 1999, 27(4): 587~619.  [8] Crystal Yan Lin, and Kenneth Yung. Equity Capital Flows and Demand for REITs[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2006, 33(3): 275~291.  [9] Singh, Sheu-Ji Cheng.An integrated approach for deriving priorities in analytic network process[J].European Journal of Operational Research,2015(180): 1427-1432.  [10]Fangqiang Liu,Liming Wang. Study on Incentive Mechanism of BOT Financing Model for Low-Renting Public Housing[J]. Construction Economy, 2010:47-49.  [11] F.O.Rental ABS Dogged by Fears about Impact on House Prices[J]. Asset Securitization Report, 2014, 14(5):23.  [12] Jones C. Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs[J]. International Journal of Housing Policy, 2007, 7(4):383-400.  [13] Joseph Gyourko, Todd Sinai. The REIT Vehicle: Its Value Today and in the Future[J]. Journal of Real Estate Research,2020, 18(2):355-375.  [14] Busching, T. Germany enters the REITs universe with a big bang[J].Retail Leisure Property 6, 181–187 (2007)..  [15] Brent W. Ambrose,Franz Fuerst,Nick Mansley,Zilong Wang. Size effects and economies of scale in European real estate companies[J]. Global Finance Journal,2019,42:15-96.  中文文献  [1] 蔡建春，刘俏，张峥，周芊. 中国 REITs 市场建设 [M]. 北京 : 中信出版社，2020:191-210;297-310.  [2] 苏建，黄志刚. 租赁住房 REITs 税制研究[M].北京:中国经济出版社，2014:39-61.  [3] 龙天炜. 租赁住房 REITs(REITs)理论研究与实践.北京:中国建筑工业出版社，2019:145-155  [4] 李智. 房地产投资信托制度(REITs)风险之法律规制与运营控制[J].中央财经大学学报,2007(08):41-47.  [5] 沈田丰，韩灵丽. 中国房地产市场引进 REITs 的制度障碍与创新[J].财经论丛，2011(04):69-75.  [6] 刘雪娇.各国 REITs 对于中国发展 REITs 的启示[J].经济师，2020（1）：90-91.  [7] 刘广平，韩爱舍，常夏源.存量房转化为租赁房的 REITs 运作模式研究[J].管理现代化，2018，38(04):82-85.  [8] 王茜萌.我国住房租赁 REITs 市场发展探析[J].新金融，2018(03):28-32.  [9] 史丁莎，王晓楠.金融机构住房租赁资产证券化业务发展探析[J].新金融，2018(10):32-36.  [10] 陈晓曼，范德清，林毅.房地产资产证券化应用模式探究[J].财会通讯，2018（05):23-27.  [11] 马智利,汤达,马敏达.基于 ABN+REITs 的公租房融资模式研究[J].建筑经济,2014,35(09):97-101.  [12] 叶露,冯珂,王守清. PPP 与 REITS-REITs 运作模式的设计与分析[J].建筑经济,2019,40(02):31-35.  [13] 李 倩 . 美国养老地产信托投资基金融资模式借鉴 [J]. 财会通讯 , 2021(02):172~176.  [14] 马智利,王晓燕,马敏达.REITs在公租房融资中的应用研究[J].建筑经济,2014,(01):23~26.  [15] 卢琪.房地产企业 REITs 融资绩效分析——以保利地产租赁住房信托投资基金为例[J]. 商业会计,2021,(07):72~76. |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲  题 目：保障性租赁住房公募REITs对房企融资模式的影响研究  主题词：保障性租赁住房，公募REITs，融资动因，融资效益，风险分析  第一章 绪论  1.1 研究背景及意义  1.1.1 研究背景  1.1.2 研究意义  1.2 文献综述  1.2.1 国外研究现状  1.2.2 国内研究现状  1.2.3 文献评述  1.3 研究内容与研究方法  1.3.1 研究内容  1.3.2 研究方法  1.4 本文的创新点和不足  1.4.1 创新点  1.4.2 不足之处  第二章 概念界定与理论基础  2.1 概念界定  2.1.1 REITs定义  2.1.2 住房租赁市场概述  2.1.3 保障性租赁住房特征  2.2 理论基础  2.2.1 委托代理理论  2.2.2 信用增级理论  2.2.3 破产隔离理论  第三章 红土创新深圳人才安居REIT案例介绍  3.1 REIT产品概述  3.1.1 案例背景介绍  3.1.2 参与主体介绍  3.1.3 底层资产介绍  3.2 产品发行方案介绍  3.2.1 交易主体  3.2.2 发行方式  3.2.3 交易结构  3.3 本章总结   1. 红土创新深圳人才安居REIT案例分析    1. 融资动因分析   4.1.1 政策环境驱动  4.1.2 优化融资结构需求  4.1.3 盘活资产需求   * 1. 产品优势分析   4.2.1 公募发行机制  4.2.2 低融资成本  4.2.3 运营方高度专业化   * 1. 产品风险控制分析   4.3.1 资产隔离设计  4.3.2 底层资产现金流风险分析  4.3.2 流动性风险分析   * 1. 产品融资效益分析   4.4.1 财务指标法分析  4.4.2 非财务角度融资效益分析  4.5 本章总结   1. 研究结论及启示   5.1 研究结论  5.1.1 公募REITs提升企业融资效率  5.1.2 公募REITs支持保障性租赁住房发展  5.2 启示  5.2.1 行业层面  5.2.2 政策层面  参考文献  致谢 |