

一个应该重视的 公租房建设融资模式

——基于嵌入 REITs 的项目融资模式

文 鲍玉才

摘要 融资问题是公共租赁住房建设的核心问题之一, 本文通过将 REITs 嵌入双实体项目融资结构, 以公租房项目的政府土地出让金成立专项补贴基金补贴公租房承租者, 来平衡政府、承租人、REITs 投资者三方利益, 达到为公共租赁住房提供持续稳定融资的目的。

关键词 公共租赁住房 项目融资 REITs

一、引言

目前, 北京、上海、重庆等多地都已有公共租赁住房建成并出租, 但各地根据成本核算出的租赁价格偏高, 承租率偏低。如果政府补贴过多, 将会对政府财政造成巨大负担; 如果按成本定价, 则导致承租率过低。针对这种情况, 国内很多学者提出了引入 REITs 来解决公共租赁住房融资问题。本文受项目融资以及 REITs 融资模式的启发, 对两者进行了一定的改进和组合, 运用项目融资与 REITs 模式组合设计了一种共赢的公共租赁住房融资建设、运营方案, 希望能够破解公共租赁住房持续性发展问题。

二、基于 REITs 的项目融资模式的引入

目前解决公共租赁住房融资问题比较有代表性的是刘方强、李世蓉提出的 BRT 模式, 即 Build—trans-

fer—REITs (建设——移交——房地产投资信托基金) 模式, 即政府或其授权单位经过法定程序, 选择有实力的企业进行融资、建设, 项目建成后由政府或其授权单位通过引入 REITs 回购 BT 投资人建成的公共租赁住房项目。这一解决思路对于公共租赁住房项目的融资具有一定的借鉴作用, 但引用过于简单, BT 的引入只是把融资、建设风险完全转移给了 BT 投资人, 把公共租赁项目未来的收益风险转移给了 REITs 的投资人, 从实质上来讲, 并没有解决民间资本引入公共租赁住房建设的实质问题, 即各方风险与收益的平衡问题。因此, 本文提出如下融资模式:

(一) 基于 REITs 的项目融资模式

1、相关概念

(1) 项目融资是通过“金融工程”为大型项目获得长期债务融资的一种方法, 融资债务是根据项目本身产生现金流的强度决定的。

(2) REITs 是英文 Real Es-

tate Investment Trusts (中文译为房地产投资信托) 的简写, 它是投资信托制度在房地产领域的应用, 是一种集合不特定的投资者, 将资金集中起来, 建立某种专门进行房地产投资管理的基金或机构, 进行房地产的投资和经营管理, 并共同分享房地产投资收益的一种信托方式。

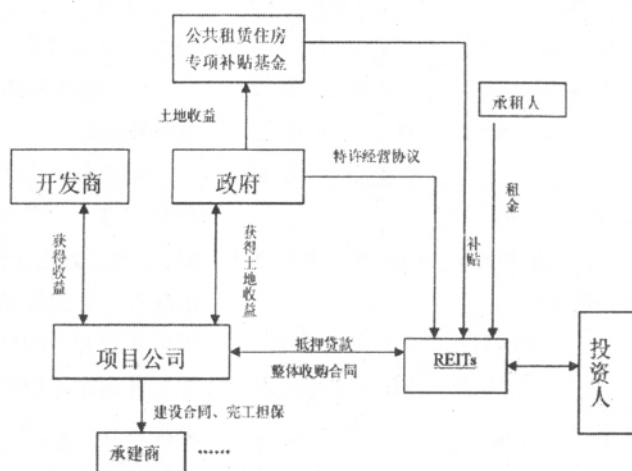
2、模式引入

本文对公共租赁住房融资问题的总体解决思路是在公共租赁住房的建设中引入双实体项目融资模式, 即以新成立的项目公司对公共租赁住房项目实施项目管理, 以 REITs 为融资主体, 为项目进行融资, 同时 REITs 也承担了公共租赁项目的整体收购者的角色。而政府以土地为核心参与整个项目的建设、运营。具体方案见图 1。

①同时成立公共租赁住房项目公司以及融资公司即 REITs, 这里 REITs 为公司型, 这样可以保证 REITs 的未来发展, 融资规模的扩大, 以承担起其他公共租赁住房项目的融资, 并避免契约型 REITs 面临的一次性还本付息的财务压力。

②公共租赁住房项目公司的投资人为政府和政府选定的项目开发商, 政府以土地作价入股, 开发商以资金入股。项目的融资由 REITs 以抵押贷款的方式获得, 其中政府和开

图1



发商对抵押贷款负有抵押责任。

③REITs 与项目公司签订整体收购合同,在项目建成验收合格后对公共租赁住房项目进行整体收购。项目公司获得的收入按持股比例分配给开发商和政府。政府的土地出让最后以货币形式收回并获得一定收益并以此资金为主体,成立公共租赁住房补贴基金,进行专业化运作,作为未来对公共租赁住房承租人的补贴。

④在签订整体收购合同的同时,REITs 公司与政府签订特许经营合同,其中包括保证最小购买量合同、租金确定协议以及承租人资格审核协议。

保证最小购买量合同,即由政府保证的最低承租率,如果达不到此承租比率,由政府按全部租金标准给予补齐,使 REITs 公司取得保证,能够获得最低收益。

公共租赁住房承租人资格审核的安排协议,即建成的公共租赁住房的所有权将由政府和开发商手中转移到了 REITs 公司手中,REITs 公司可以自行选择专业的物业管理商对公共租赁住房项目进行管理,但承租人的资格审核还是必须由政府来管理,以体现其保障的性质。

租金确定协议应规定租金的具体计算方法,还有租金的支付方式等。

(二)基于 REITs 的项目融资模式的优点

一是政府以出资人的身份与开发商共同出资组建项目公司,项目公司负责公共租赁住房的开发建设,承担建设、融资等风险。公共租赁住房可以享受到最大限度的税费减免,项目融资各方受各自利益约束达成相关合同和协议,如建设合同、完工担保、抵押担保、整体收购合同、特许经营协议等,以合同形式明确规范各方权利义务,最大限度的降低各环节的风险。项目公司可以获得与项目风险相匹配的有限收益率。

二是 REITs 首先以抵押贷款方式成为公共租赁住房建设的债务投资人,在公租房建设完成后获得债务利息收益。而在公租房运营阶段获得以政府补贴和承租人租金为主的有保障的租金收入。通过对公共租赁住房项目的深入参与,充分分享了公共租赁住房可能带来的收益,而有限的风险可以使 REITs 投资人接受一个较低的有保障的收益率。

三是政府在公共租赁住房项目的整个运作过程中承担的是以土地对项目公司出资、授予 REITs 公司特许经营权、将土地收益交予专业机构运作、公租房承租人资格审核的角色。政府的责任主要在于服务和监管,为项目提供便利的政策服务、监督项目的进程、审核承租人资格。减少了政府的管控和直接参与,有助于提高项目的效率也降低了政府的风险。

(三)公共租赁住房专项补贴基金

公共租赁住房专项补贴基金(下称补贴基金)的运作是本融资方案能否获得成功的关键因素之一。补贴基金起的作用类似于分级基金中的杠杆份额,通过对补贴基金的专项运作,对公租房项目租金与 REITs 投资人要求的收益之间的差额进行弥补。

补贴基金的资金来源主要是政府公租房项目土地收入资金,这是 REITs 整体收购公共租赁住房项目的一部分,其势必要比 REITs 的收购资金少。而 REITs 的收入来源主要来自补贴基金和承租人租金,为了降低承租人负担,尽可能多的给予补贴,补贴基金的运行的收益率势必要有高于 REITs 的收益率。补贴基金能否获得较高的收益就成为了这一模式的关键问题之一。由于补贴基金的所有权是属于政府的,政府在风险承受能力方面较强,并且基金运作稳定,而 REITs 的资金所有者是公开市场上的广大投资人,风险承受能力要弱于政府,因此基于主体风险承受能

力不同的特点,对补贴基金和 REITs 设计不同的风险水平就可以区别两者的收益率,实现补贴基金对 REITs 的可持续补贴。在 2001—2011 年的 11 年里,我国全国社保基金实现年均投资收益率为 8.41%,由此可见,如果补贴基金可以实现相同的年均投资收益率,那么可以给予 REITs 的投资者 4%—5% 的年收益率,考虑到 REITs 的投资者承担的风险,这一收益率是可以被接受的。

三、结语

嵌入 REITs 的项目融资方式通过对各方风险和利益的调节,实现了各方特定风险下的合理收益率。减少了政府的参与,降低了政府的投融资风险,扩大了社会资金参与的范围、增强了公共租赁住房资产的流动性,提高了各方参与的热情,有助于资金在各个项目间的快速流动。为保障中低收入者的居住权,实现公共租赁住房项目的快速发展提供了一定的参考。■

参考文献:

爱德华 耶斯考比. 项目融资原理与实务[M]. 第一版. 清华大学出版社 2010

张寒燕. 房地产投资信托(REITs)研究[D]. 中国社会科学院研究生院 2005

刘方强,李世蓉. 基于 BT 与 REITs 的公共租赁住房项目融资模式—BTR [J]. 建筑经济 2011(4): 78—78

杨继瑞,黄潇. 公租房制度建设的一个典型案例剖析 [J]. 经济纵横 2011(1) 52—52

曾广录. 保障性住房私人融资的不足及弥补对策[J]. 当代财经, 2011(8):25—25

(鲍玉才,1987 年生,吉林白山人,东北财经学院研究生。研究方向:投资经济)