

分类号 F23/638
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 碧桂园集团房地产投资信托基金
融资效果研究

研究生姓名: 李子薇

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 郑云鹏 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李子薇 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 都丕明 签字日期： 2021年6月5日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李子薇 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 都丕明 签字日期： 2021年6月5日

Research on Financing Effect of Country Garden Group real estate investment trust fund

Candidate :Li Ziwei

Supervisor:Hu Kai Zheng Yunpeng

摘 要

目前政府的宏观调控政策已经在楼市中运用的日益熟练,对于降低企业杠杆的政策要求也逐年加码,面对此形势,找到高适配度的融资途径对于房地产企业来说十分必要的。当前国内大环境下应用率较高的融资手段之一为资产证券化,房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts,简称 REITs)是此种融资手段下的创新路径之一。由于当前 REITs 在我国仍处在发展的初步阶段,此方式的融资效果如何值得进一步分析,通过 REITs 的研究可帮助房地产行业拓宽符合国家政策和监管指导的融资渠道,也有益于 REITs 相关法律制度的构建。

本文研究方法的选取,遵循理论与案例相结合的原则,一方面,对于已有的 REITs 相关研究归纳整理,另一方面,结合过往研究,借助于案例对 REITs 融资效果进行研究。首先,从概念和融资特点出发,对投资信托基金(Investment Trusts)进行阐述。其次,从定义、分类和构成这三个方面介绍 REITs,并介绍相应的理论基础。同时,从融资的结构、效果这两个方面分析我国房企的融资现状,介绍 REITs 目前在我国发展的进程。在案例研究部分围绕碧桂园 REITs 展开,首先,对案例企业碧桂园集团进行介绍,进一步地,依据对碧桂园融资结构的分析,对其融资需求从企业内部和外部分别进行研究,与此同时,分析其选取 REITs 作为融资工具的动机。最后,依据构建评价体系得到碧桂园构建 REITs 的结果,分析其对经营绩效和财务风险变化的影响,评价碧桂园 REITs 的融资效果。

对于企业采取构建 REITs 的方式来获取融资能在以下四个方面有卓越表现:使股东获取更多的价值创造收益、使企业财务方面的绩效得到显著的进步、使企业所负担的融资压力得到减轻、使企业面临的财务风险得到控制和降低。同时,本文将事件研究法、EVA 价值评估、财务指标法和 Z 值模型应用于案例分析的过程中,发现以上方法在对 REITs 融资效果进行分析时适配度较高。除此之外,对 REITs 在我国房地产企业中的运用发展进行分析的过程中,本文也得到了关于 REITs 如何在我国获得长足的发展的启示:REITs 发展的基础是来自于国家政策层面、监管部门强有力的支持;有较高质量保证的基础资产是构建 REITs 的必不可少的要素;企业发行 REITs 仍需加强风险防范。

关键词: 房地产投资信托基金 融资效果 评价方法

Abstract

At present, the government's macro-control policies have been increasingly used in the real estate market, and the policy requirements for reducing corporate leverage have increased year by year. In the face of this situation, it is very necessary for real estate companies to find a high degree of financing. One of the financing methods with a higher application rate in the current domestic environment is asset securitization. Real Estate Investment Trusts (REITs) are one of the innovative paths under this financing method. As REITs are still in the preliminary stage of development in my country, how the financing effect of this method is worthy of further analysis. Research on REITs can help the real estate industry to broaden financing channels in line with national policies and regulatory guidance, and is also beneficial to the development of REITs related legal systems Construct.

The selection of research methods in this paper follows the principle of combining theory and cases. On the one hand, it summarizes and sorts out existing REITs related research. On the other hand, it combines past research to study the financing effects of REITs with the help of cases. First of all, starting from the concept and financing characteristics, the investment trust fund (Investment Trusts) is explained. Secondly, it introduces REITs from the three aspects of definition, classification and composition, and introduces the corresponding theoretical basis. At the same time, it analyzes the financing status of my country's real estate enterprises from the two aspects of financing structure and effect, and introduces the current development process of REITs in my country. The case study part of this article is based on Country Garden REITs. First, the case company Country Garden Group is introduced. Further, based on the analysis of Country Garden's financing structure, the financing needs of the company are studied separately from inside and outside the company. At the same time, it is analyzed. Select REITs as the motivation for financing tools. Finally, based on the establishment of the evaluation system, the results of Country Garden's construction of REITs are analyzed, and its impact on changes in operating performance and financial risks is analyzed, and the financing

effects of Country Garden's REITs are evaluated.

For enterprises to adopt the method of constructing REITs to obtain financing, they can have excellent performance in the following four aspects: enable shareholders to obtain more value-creating income, make the financial performance of the enterprise get a significant improvement, and reduce the financing pressure on the enterprise, Make the financial risks faced by enterprises controlled and reduced. At the same time, this article applies the event research method, EVA value evaluation, financial indicator method and Z-value model to the case analysis process, and finds that the above methods have a high degree of adaptability when analyzing the financing effects of REITs. In addition, in the process of analyzing the application and development of REITs in my country's real estate enterprises, this article has also gained enlightenment on how REITs have achieved substantial development in my country: The development of REITs is based on the national policy level and regulatory authorities. Strong support; basic assets with higher quality assurance are essential elements for the construction of REITs; enterprises still need to strengthen risk prevention when issuing REITs.

Keywords: Real estate investment trust fund; Financing effect; Evaluation method

目 录

1 引 言	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 房地产投资信托基金的相关研究.....	3
1.2.2 房地产投资信托基金融资效果的相关研究.....	5
1.2.3 评价融资效果方法的相关研究.....	7
1.2.4 研究评述.....	10
1.3 研究思路与方法.....	11
1.3.1 研究思路.....	11
1.3.2 研究方法.....	11
1.4 研究框架.....	12
2 相关概念及理论概述	14
2.1 投资信托基金概述.....	14
2.1.1 投资信托基金的定义.....	14
2.1.2 投资信托基金融资的特点.....	14
2.2 房地产投资信托基金概述.....	15
2.2.1 房地产投资信托基金的定义.....	15
2.2.2 房地产投资信托基金的分类.....	16
2.2.3 房地产投资信托基金的构成要素.....	16
2.3 基于 MM 理论的反向推论.....	17
3 房地产企业融资现状及房地产信托投资基金在我国的发展	18
3.1 房地产企业的融资结构.....	18
3.2 房地产企业的融资效果.....	20
3.3 我国房地产投资信托基金发展概述.....	21
4 碧桂园房地产投资信托基金融资的案例介绍	23

4.1 碧桂园集团概况.....	23
4.1.1 碧桂园集团简介.....	23
4.1.2 碧桂园集团融资结构.....	24
4.2 碧桂园房地产投资信托基金融资现状.....	29
4.2.1 融资背景.....	29
4.2.2 交易结构.....	29
4.2.3 构建过程.....	31
4.3 碧桂园构建房地产投资信托基金融资需求分析.....	25
4.3.1 碧桂园构建房地产投资信托基金内部融资需求分析.....	25
4.3.2 碧桂园构建房地产投资信托基金外部融资需求分析.....	27
5 碧桂园房地产投资信托基金融资效果评价.....	33
5.1 碧桂园房地产投资信托基金融资效果的评价体系构建.....	33
5.1.1 评价内容.....	33
5.1.2 评价方法.....	33
5.1.3 评价指标设计.....	36
5.2 碧桂园房地产投资信托基金融资的经营绩效评价.....	41
5.2.1 短期经营绩效评价.....	41
5.2.2 长期经营绩效评价.....	42
5.3 碧桂园房地产投资信托基金融资风险评价.....	52
5.3.1 碧桂园发行 REITs 财务风险评价.....	52
5.3.2 碧桂园发行 REITs 的其他风险分析.....	53
6 研究结论与启示.....	55
6.1 研究结论.....	55
6.2 研究启示.....	56
6.3 研究展望.....	57
参考文献.....	58
后 记.....	62

1 引言

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

我国房地产企业自从进入 2014 年以后，面临着来自政策和市场的双重压力，政策方面，国家对于楼市不断加大其宏观调控的力度；市场方面，受政策影响，作为主营业务的房屋销售状况也进入低迷时期。因此，房地产企业的负债率以及负债总额每一年都在上涨，随之而来就是这些压力持续的施加在房地产企业的资金链上。Wind 所出具的 2019 年我国房地产行业研究报告结论表示，我国房地产企业将在 2020 年面临近年来新一轮的偿债高峰期，债务总体的确需偿还额超过万亿元。房地产企业主营业务的运营流程包括取得施工土地，对地上及地下建筑物进行规划设计和实施建设工程，完工后成品房的出售出租，以上活动都需要源源不断的资金投入，其中尤以开发建设这一流程时间线较长。由此可见，资金流对于房地产行业来说就是生命线，另一方面，一旦完工的商品房在销售端出现问题，导致房地产企业存量房不能及时变现弥补企业的资金流，那么企业的资金链就会产生很高的断裂可能性，也就是说企业的财务风险被放大，甚至出现破产危机。房地产作为我国经济繁荣不可或缺的促进因素，构筑与房地产企业特点相一致的融资模式符合其需求，资产证券化市场将在房地产领域开拓更多更好的业务。

REITs 就是帮助房企将流动性不高且未证券化的商业地产完成证券化转换，使得这些资产被资本市场允许进行金融交易的流程，可以协助企业达成中期甚至是长期融资、调节利润的效果。REITs 进行融资的特点之一是周期长，这就意味着该种融资手段能使不动产在较短期间内被盘活，帮助企业投资成本以较高的效率回笼，同时也可以进行其他投资活动及改善流动性不足的问题。另一方面，REITs 达到调节利润的效果，由于经过证券化的资产不进行折旧的计提，因此这部分资产对于利润的损耗消失，这也帮助房企开辟了降低资产负债率的新途径。房地产企业资产绝大多数都是住宅或者商业地产，这类资产的统一特性是具有很

低的流动性，但是未来可预见的能为企业带来稳定的现金流入，而房地产企业还有一个共性就是对于资金供给的需求大。因此，REITs 刚好能改变这部分资产的流动性，并且通过这种程序使得房企获得融资，所以该种方式融资与房企特点相吻合。

碧桂园集团作为我国房地产综合性开发头部企业，已经连续多年荣登世界 500 强企业的榜单。与此同时，碧桂园租赁住房 REITs 也有两个“第一”头衔：国内百亿级规模 REITs 产品第一单，租赁住房板块证券化产品规模第一，因此对其进行探索研究可以给予其他房企参照和经验。所以本文将碧桂园租赁住房 REITs 作为进行探索的研究对象，对其构筑和实行过程中的背景、起因、具体落实方案和最终达到的效果进行深入钻研探讨，进而得到有益于当前房地产市场积极发展的结论，在处理我国房地产行业融资困局方面给予企业具有实操意义的启发，帮助企业开拓多元化的融资路径，使 REITs 产品在我国发行运作时，可以使发行框架搭构层面的创新与我国房地产企业的实际情况更加贴合，除了产品本身的设计方面，具有针对性的法律法规的出台对于国内 REITs 取得长足发展同样具有不可小觑的作用。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

一方面，对案例企业进行分析，揭示依托 REITs 筹集资金，在经营绩效层面、财务绩效层面，分别会呈现怎样的发展趋势，并且归纳概括促使案例公司选取 REITs 作为其融资手段的原因和动机；添补国内相关研究领域在分析房地产行业寻求创新融资路径时，对于案例进行针对性探讨方面的缺乏。另一方面，使我国房地产行业范围内金融领域的创新理论和实践经验得到增补，我国金融市场与国外相比，差异突出表现在金融工具上，不论品种还是数量，其规模都远不如国外，市场活跃程度不高。但凡需要进行融资，可选渠道并不丰富，主要融资来源就是银行贷款，因此，国内房企纷纷走上金融创新的探寻之路。最后，目前对于融资效果的相关研究大多数立足于财务报表相关指标变化的分析，然而，报表数据的变化仅仅能够反映融资效果的一方面，基于 Donald H. Chew, Jr 对 MM 定理的反向讨论以及考虑企业所处的资本市场，公司股权在资本市场上的价值实现更被投资

者所注重，也能更有利的支持对融资效果的评价。基于以上发现，本文对碧桂园融资效果的评价在经营绩效及财务风险的基础上，加入对企业价值实现的分析，可以对中国资本市场发行 REITs 的融资效果有更加全面的认识，具有一定的创新性。

（2）实践意义

我国房地产行业稳健成长，取决于诸多因素，其中产生重要影响的就是资金来源，然而，目前我国房地产行业融资体系架设不健全，融资机构的融资效率有较大提升空间，亟待破除融资模式刻板单一的桎梏。房地产行业目前是促进我国经济上行的积极因素。因此，放大积极因素的作用，达到帮助我国经济向前发展的效果，为房地产企业寻求融资问题的出路势在必行，加快融资渠道在房地产业的更新步伐，进行房地产企业融资模式创新的有益探索。作为融资手段的创新实践，REITs 在市场上被应用受到国家的鼓励，该种融资手段的实践与国家出台的防范控制金融风险以及在供给侧进行结构性改革等的政策方针相符合，并且还获得了来自审核监管层的保驾护航。针对上述情况，本文以碧桂园房地产的融资结构作为研究的起点，分析促使其进行 REITs 实践的原由所在，将实践日期作为研究的中间时点，重点关注企业经营绩效、价值实现和财务风险在实践前后所发生的改变。本文避免了从单一视角出发的融资效果评价体系，多维度深入考核其真实的融资效果，进一步归纳概括分析结果，得出具备实施性的建议。帮助其他房地产企业寻求适合自身的融资方式的同时，也响应了国家的政策方针，以期为我国 REITs 融资方式的实施，提供一定的借鉴。此外，基于对企业价值实现情况进行分析有助于厘清公司融资行为与公司价值之间的关系。

1.2 文献综述

不同学者的研究视角不同，使得对于 REITs 的研究也呈现很多方面，国外的一些发达国家由于公司发行 REITs 的时间较长，相对的研究时间也较长，而国内起步虽然较晚，但是国内的学者对于 REITs 的研究更加贴合本地企业的特征。

1.2.1 房地产投资信托基金的相关研究

（1）国外相关研究

REITs 的研究在国外开展相对较早，一般认为从 1980 年开始国外相关学者就对 REITs 作出相关理论性分析，主要的研究从三方面展开，即融资机制、收益分配、风险识别，下面本文从这三方面分别进行论述。

房地产投资信托基金的融资从形式上可分为直接与间接两种，直接融资顾名思义即是直接通过信托基金获得资金支持；间接融资指企业发行 REITs 之后，银行对这类企业的融资是否会有倾斜，这两种融资形式相关的学者均作出过研究。对于间接融资在 2010 年 lii&Wu 对发行 REITs 的企业进行财务数据分析，并与同行业未发行 REITs 的企业进行对比，归纳整理得知，银行更加倾向于为发行过 REITs 的企业融资，主要的融资方式为信贷，在企业危急关头帮助其走出难关；2012 年 Ooi, Wong 在 lii&Wu 的研究基础上，将企业的规模纳入研究范畴，结果发现小规模的企业更加难以取得银行的资金支持。对于直接融资，2016 年 Tang 等人对金融危机期间日本企业的融资情况进行研究，结果发现在这段特殊时期得到融资支持的企业大多数与发行 REITs 有关。

对房地产投资信托基金的收益分配方面的研究，相关成果同样丰硕。2013 年 Zhou 等人建立空间模型，对系统风险 β 进行预测，从而建立定价模型针对 REITs 所产生的收益进行划分。2014 年 Devos, Spieler&Tsang 对 REITs 的收益分配进行研究，结果表明不仅股东权益份额影响收益分配，同样股利政策也会对 REITs 所产生的收益产生影响。2015 年 Chiang 收集大量数据，整理 1980-1992 年间的股息收益率与 REITs 收益率，通过大量统计分析，发现两者呈现同增同减的特征。2016 年 Nazlioglu 针对不可再生资源石油进行研究，他发现国际油价的变动会对 REITs 收益率产生影响，并且这种影响不限于针对某一行业，而是多行业的，其中就包括熟知的酒店、医疗等。

REITs 能够实现融资的目的，在此过程中，收益和风险相伴相生，故而针对这部分风险进行防控的措施研究同样关键。2014 年 Cotter, Sullivan&Rossi 对 REITs 的风险防控进行研究，结果发现一般情况下股票与 REITs 相比风险更高，但是全球金融风暴时，两者更加容易出现极端的风险；2015 年 Adams, Ftiss&Schindler 基于前人的研究，研究了 REITs 的风险溢出效应，结果发现发行 REITs 的企业出现风险溢出效应的规模更大。

(2) 国内相关研究

与国外的学者相比，由于我国 REITs 的发行时间较晚，因此相应的研究起步较晚，研究的内容主要包括国内企业对于 REITs 的适应性分析、REITs 的设立结构两方面，可以看出相较于国外的研究，国内学者更加关注 REITs 在本土的适应性，下面对国内的研究进行详细说明。

对于国内企业发行 REITs 的适应性研究，2009 年周代希基于法律法规的角度对企业发行 REITs 的合法性进行研究，为国内企业发行 REITs 制定了相应的路径及可行性分析；2010 年赵以邗基于市场环境及国内房地产的发展情况，对企业发行 REITs 的适应性研究，他认为法律还是需要更加完善，在完善的基础上国内企业发行 REITs 是可行的。

对于国内企业发行 REITs 之后，具体结构应当如何设立是国内研究的热点，相应的研究成果较多，2011 年李梦玄，周义首先表明房地产企业的特征之一就是资金需求量大，因此融资渠道势必是多元化的，之后指出 REITs 作为一种融资方式符合我国相关的政策，因此房地产企业应当积极适应这种融资模式，积极发行房地产投资信托基金；同年蔡步琳基于实际分析，对 REITs 的交易结构进行研究，通过与国外发行 REITs 的企业进行比较分析，他认为对于 REITs 的交易结构应当委托专业的信托公司进行管理，另外相对于私募基金，公募基金具有更加透明的信息，可以利于监管。2013 年丁建臣等对资产证券化的业务进行分析，通过大量的理论分析与实际案例，研究结果表明 REITs 也属于资产证券化的一种，只不过做了相应的变异。2015 年张保国等基于李梦玄，周义的研究成果，同样指出房地产企业发行 REITs 的重要作用，并且表明房地产企业应当针对自身的发展特征制定出适宜的 REITs 交易结构，这样才可以使得 REITs 的发行发挥更大的功效。2016 年李牧航在前人的丰硕研究基础上，对 REITs 的交易结构就行归纳整理，指出目前常用的结构主要有传统、伞状及下型结构三种。

1.2.2 房地产投资信托基金融资效果的相关研究

无论国外还是国内企业，发行 REITs 的主要目的是获得更大的融资，从而获取更多的利益，但是发行 REITs 之后具体的融资效果如何仍需进行深入研究，下面将从国外、国内两方面对 REITs 的融资效果进行分析。

(1) 国外研究

国外对于 REITs 融资效果的研究,比较有代表性的是 2010 年 Chiang 和 Lee 的研究成果,他们跟踪众多企业发行 REITs 之后具体获得的融资情况,并且分析银行对这些企业的态度从而得出结论,结果表明相较于未发行 REITs 的企业,银行对于发行 REITs 的企业贷款会相对宽松,会使得企业资金周转速度变快,并且发行 REITs 的企业遇到的融资困境会明显减少。2011 年 Serrano 和 Hoesli 针对 REITs 的融资方式进行研究,结果表明 REITs 的融资相比于银行贷款具有便捷、易操作、审批简单等特征,正是这些特征对加速企业的资金流动,避免陷入资金困境。2015 年 John L. Glascock 着眼于股票市场,他收集整理了构建 REITs 的企业的股票价格情况,同时与未构建 REITs 的企业进行对比,结果表明构建 REITs 的企业普遍股票价格会更高,并且其 REITs 的规模越大,对于股票价格的推动会更强,最后他还对比了不同类型的 REITs 对于企业的影响,结果得知权益型 REITs 与抵押型 REITs 对于企业的影响呈现不同方面,权益型主要使得企业资产流动变强,而抵押型则对融资规模产生影响。2018 年 Xu, Ruoran 在前人的研究成果上对 REITs 的管理进行研究,结果表明管理者可以抑制经理人的选择,可有效降低相应的财务风险。

(2) 国内研究

国内学者对于房地产企业应用 REITs 融资的研究成果同样丰硕,最早可追溯至 2006 年,该年王庆仁等人通过对比分析法,对 REITs 与股票进行分析,研究得知 REITs 的回报率高于股票,而波动性却呈现出较低的趋势,同时他们的研究还指出 REITs 的融资效果与股票甚至债券市场并没有很大的关系,这样的研究成果表明房地产企业通过 REITs 进行融资可以分担风险,具有较好的融资效果;2012 年黄珺等通过大量数据分析,发现我国房地产企业中存在将融资取得的资金,进行过度消费或投资的现象,资金的利用率低下,融资效果不佳,但是通过 REITs 融资可以优化现有的融资结构,对此种现象进行一定的治理,并且研究发现银行贷款的增多会增加上述不利现象的出现,但是资本市场中对于企业治理效果可有效改善;同年王林的研究聚焦于房地产企业的融资来源,他认为目前房地产企业的融资渠道还是过于狭窄,过度依赖于银行贷款,此种单一融资渠道不适宜现代企业发展,应当积极尝试 REITs 进行融资;2013 年王云峰在王林的研究基础上进一步对房地产企业过度依赖银行贷款的危害进行研究,由于房地产企业

资金需求量大，一旦出现无法履约偿债的情况，会使得整个经济市场出现波动，同时银行会出现信贷危机，因此多渠道融资会有效避免此种风险的出现，多元渠道中就包含 REITs 融资；2015 年葛丰总结分析 REITs 相较于其他融资方式的优点，研究发现企业通过 REITs 融资可增强对公司产生更实际的控制权，交易的程度也会变高，可有效分散融资风险。

1.2.3 评价融资效果方法的相关研究

融资效果是指企业获得资金支持之后，对此部分资金的利用情况，可以表现为企业财务状况或经营情况的变化，若资金利用的好会对企业产生积极的推动作用，若是利用的不好反而会对企业产生一定的负面影响。融资效果也是国内外的研究热点问题之一，一般来说国内外的研究对于融资效果的评价分为绝对值法与相对值法，另外也可分定性分析法与定量分析法，定性的分析主要是融资之后，对企业的经营效果或产生的风险进行宏观分析，而定量分析一般是建立数学模型，基于数据分析企业融资之后的变化，对于定量方法是基于企业实际数据分析的，对比融资前后财务指标的变化从而评价融资效果，前文已经提到企业的融资不一定全是正向的，也存在负向影响，因此对于融资效果的评价是必不可少的，下面将从国内国外两方面，针对企业融资前后的经营效果、风险防控进行综述。

(1) 基于经营绩效的评价方面

国内外对于经营绩效的评价方法一般有平衡计分卡法、EVA 价值评估法、托宾 Q 法等，也有部分学者将这些方法结合起来使用，从而对比各种方法的优劣，下面将对各个方法的应用情况进行说明。

①国外研究

2009 年 Yang 等利用平衡计分卡法对企业员工的绩效进行评价，以适应企业的发展速度，同时对于传统的平衡计分卡进行改进，更加科学的对员工绩效评价，匹配企业的绩效制定标准，有一定的实际应用价值；2011 年 Jiao, Yawen 等运用 EVA（经济增加值法）对美国企业进行经营绩效评价分析，结果发现企业实力越强，综合实力排名越靠前的企业，其绩效考核评价指标越完善；2016 年 Frijns, Bart 分别运用托宾 Q 法及 EVA 分析对企业的公司结构进行评价分析，通过大量的主数据整理及理论分析得知，企业董事会的结构过于复杂不利于企业的发展，

甚至产生一定的负面影响。

②国内研究

国内的研究方法与国外类似,只不过在研究中根据我国企业特征作出相应的改进,例如刘运国等(2007)将平衡计分卡法与EVA法进行有机结合,重新构建模型对我国国企经营绩效进行综合评价;蒋娜(2012)首先分析我国企业特点,之后重新选取评价指标,包括企业盈利能力、长期负债能力、短期偿债能力、营运周转速度等,最后选取样本公司以2009年的实际经营数据进行分析,研究结果表明运用新的指标可更加客观分析企业运营情况,并且发现应收账款的周转速度与企业的权益净利率对企业的经营绩效影响,相较于其他指标作用更强;2013年姚佳等运用因子分析法对我国国内的20家地产公司进行经营绩效评价,同样在各企业的财务年报中根据企业的运营特征选取具有代表性的指标,根据因子权重分析发现,对于企业的经营绩效最重要的影响指标为营运能力,其次是盈利能力、成长能力等;王克稳等在2014年创新性的以房地产企业在股票市场的表现作为指标,对其经营绩效进行评价分析得出相应的结论,结果表明企业接受无偿捐助的程度会对其长期经营绩效产生一定的影响;同年张红等运用EVA法,选取91家上市房地产企业对其2001-2012年的经营绩效进行综合评价,从而得出国内房地产企业的经营绩效状况;2015年肖挺等首先对房地产企业的销售模式进行系统分析,之后进行经营绩效评价时选择资产回报率(ROE)进行分析,结果得知资产回报率可以较好的对房地产企业进行评价,结果也更加客观;2016年周佰成等通过研究认为目前研究中普遍采用的EVA分析法具有一定的局限性,因为该方法在评价时未经过风险测算,因此他提出在使用EVA评价时可引入M2测度建立考虑风险测算的经济增加值模型;2018年孔令明以事件研究法进行评价研究,结果发现高管减持对于企业经营绩效会产生较大影响。

(2) 评价财务风险的相关研究

国内外对于企业财务风险的评价采用的方法主要有Z值分析、VAR分析、P值概率模型等多种方式,也有部分学者对这些方法进行本土化改进,以适应自己国家企业特征,下面对这些研究进行系统说明。

①国外研究

Altman(2013)指出企业的发展不会一直盈利也不会一直亏损,必定是盈利

与亏损交替出现,企业的盈利与亏损与否也与整体市场的环境有关,在整体市场不利好的情况下,企业处于亏损的风险较高,因此论文以 Z 值分析为工具,对意大利 2000-2010 年十年间处于不利经营状态的企业进行风险评价,希望以数据模型预测企业的经营状态,为避免企业破产提前做出动作; Fan, Gang-Zhi (2013) 认为传统的 VAR (风险价值) 模型有一定的弊端,主要表现在重组程序设置不足,因此作者基于 Cornish-Fisher 扩张理论对 VAR 模型进行改进,并且将该模型重新应用于房地产企业 REITs 融资风险分析; Almamy, Jeehan (2016) 基于传统 Z 值模型进行扩展,将实际企业现金流与 Z 值相结合,并将改进后的模型运用于实际分析,选取 2000-2013 年十三年间的英国上市房地产企业为案例,分析其财务风险情况,结果发现改进后的模型可以更有效的预测企业财务风险; Roig Hernando (2016) 的研究指出房地产企业的融资风险受外部市场的影响巨大,金融危机时房地产企业首先会受到严重影响,而多元化的融资渠道可有效分散财务风险, REITs 作为一种融资方式可有效应对此问题,因此建议房地产企业发行 REITs,在获得融资之时还可以达到风险分散的作用。

②国内研究

黄硕等 (2010) 为了验证 Z-Score 模型对于财务风险分析的作用,运用随机抽样的数学方法,选出我国 A 股上市的房地产企业共计 40 家,以这些企业的实际运营数据为基数进行 Z 值分析,并将这 40 家企业按照评分大小进行排序,从而对这些企业的财务风险进行分析,结果发现 Z 值模型的分析与实际情况较为贴切,可有效反应企业的财务风险,可用于对国内房地产企业的财务风险作出预警;徐明稚等 (2012) 以高校的财务情况为研究对象,基于现金流模型,选择相应的指标进行财务风险分析,并建立检验模型验证指标的合理性;王阿靓等 (2014) 基于随机抽样理论选择 A 股上市公司共 10 家,分别运用 Z 值模型、P 值模型及 F 分数分析企业的财务风险,通过分析结果反推各种方法的优劣,结果表明这些方式均可有效真实反应企业的财务风险,同时企业的盈余管理会对数据的稳定性产生影响;彭兵兵 (2014) 为了给房地产企业发行 REITs 提出相应的建议,运用 VAR、Z 值法、ZETA 模型等多种方式分别建立模型,针对企业发行 REITs 的前期、中期、后期三个阶段展开分析,并再此基础上对企业的风险控制进行度量;向晓璐 (2014) 为了明晰各指标究竟给房地产企业财务风险造成什么影响,采取因子

分析法计算相关指标，并探究指标变动趋势，结果表明长期、短期偿债能力对于房地产企业的良性发展至关重要，而财务情况越好的企业对于现金流量比率、营运能力更加敏感；王建波（2015）首先运用层次分析法对房地产企业构建 REITs 进行评价，之后运用灰色评价法对企业运用 REITs 之后的财务风险情况进行评价，并将所分析企业按照风险大小进行排序，以期为这些企业提出相应的发展建议；裴潇等（2015）在研究中发现现有的 Z 值模型再评价房地产企业的融资效果时，对于阈值的选择不适应国内企业的评价，因此他重新调整了阈值范围，并以实例验证，结果表明新阈值可更加真实的反应国内企业的财务风险情况；盛日玲（2016）的研究聚焦于我国制造业，选择我国 30 家制造业上市公司，对这些公司的财务风险情况进行分析，并划分了风险等级，为我国制造业公司规避财务风险提出建议，并且为银行信贷提供依据。

1.2.4 研究评述

上述论文均是基于不同角度对房地产企业投资信托基金的研究，总体来看国外的学者主要聚焦于投资信托基金的融资机制、收益分配及风险防控等方面，国内学者对于 REITs 的研究，由于企业引入较晚，因此起步较晚，但是从上世纪 90 年代开始得以迅速发展，研究主要聚焦于 REITs 与国内企业的适应性及发行 REITs 的企业结构等方面，可以看出国内学者的研究更偏向本土化。国内外虽然研究的重点有所区别，但是也得出一些共性的结论，例如目前房地产企业的融资渠道主要是银行信贷，这样单一的融资方式，一旦企业逾期或无能力偿还，将产生金融危机，REITs 为房地产企业提供了区别于传统的融资方式，有助于企业减轻对银行信贷的依赖程度，能够在一定程度上分散单一渠道融资所带来的风险。同时整体来看 REITs 可以提高资产的利用效率，但是需要企业管理人员的加强管理。对 REITs 的融资效果评价可分为经营绩效与财务风险两方面，对经营绩效的评价国内外常用的方法有平衡计分卡法、EVA 经济增加值法、事件研究法等，而对财务风险常用到 Z 值模型、P 值模型、VAR 模型等。

针对国内外研究现状总结，可以得知目前的研究主要以定性分析或是以整体市场为主体，研究方向以融资效果中的经营绩效评价为主，针对某一企业的案例研究较少，企业最关心的是盈利情况，即在资本市场的表现，因此本文的研

究以碧桂园 REITs 的融资效果为对象,评价 REITs 融资效果时加入企业价值实现。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究思路

本文的研究主要分为四个部分,第一部分的引言,主要目的是提出问题,指出当前背景下 REITs 正成为一种新型的房地产融资手段而被应用,但是目前的研究中还存在一定的不足,通过此部分引出论文需要解决的问题;第二部分为相关概念梳理,对涉及 REITs 的概念进行说明作为本文的研究理论基础。第三部分,碧桂园公司构建 REITs 的内外部融资需求进行分析,并运用相关成熟的评价方法对碧桂园公司构建 REITs 之后的融资效果进行评价。第四部分为全文的总结与展望,说明 REITs 的优势与不足。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

论文的研究需要大量的知识储备,本文的研究同样查阅了诸多文献,通过收集 2013 年以来我国发行房地产投资信托基金的企业的数据,对这些企业的各项特征做出资料整理和筛选,并且对我国发布的与房地产投资信托基金相关准则政策相联系,分析房地产企业选择此种融资模式的动因及采用此种模式进行融资后的实际效果。对相关文献的整理学习使得本文的研究具有相应的理论基础。

(2) 案例研究法

论文以碧桂园集团为案例对象进行研究,该集团于 2018 年 4 月发行了百亿级别 REITs,距今已有三年,以碧桂园为案例可有效分析其融资效果,可以看出以碧桂园为实际案例有一定的代表性,通过分析碧桂园集团通过 REITs 融资的动因、构建及实施流程,运用案例分析的方式,将理论与实践相结合,运用实际的数据分析 REITs 构建之后的融资效果。

1.4 研究框架

本文的研究具体内容分为以下六个部分：

第一章为绪论，首先对文章的研究背景及意义进行了阐述；其次，在阅读了大量关于 REITs 的文献后，进行归纳总结作为本章第二小节，最后对本文的研究内容以及技术路线图进行说明。

第二章主要对理论基础进行说明，主要包括 REITs 的定义及特点，以及对 MM 理论的反向推论，通过本章的梳理形成论文的研究基础，增加了研究的科学性。

第三章为必要性分析，主要指出各大房地产企业构建 REITs 的具体原因，进一步指出论文的研究意义。

第四章为案例分析，本章以碧桂园为实际案例，分析碧桂园 REITs 融资的概况，首先对碧桂园的基本情况进行说明，之后对碧桂园的 REITs 融资概况以及融资特点进行分析，最后对碧桂园的构建 REITs 内、外部融资需求进行分析。

第五章为碧桂园发行 REITs 的融资效果评价部分，首先构建评价体系，对评价体系中每个指标详细说明，之后采用事件研究法、财务分析法、EVA 经济增加值对碧桂园发行 REITs 前后短、长期经营绩效进行评价，最后采用 Z 值分析，对相应的财务风险进行分析。

第六章为结论、启示与展望。

研究框架如图 1.1 所示：

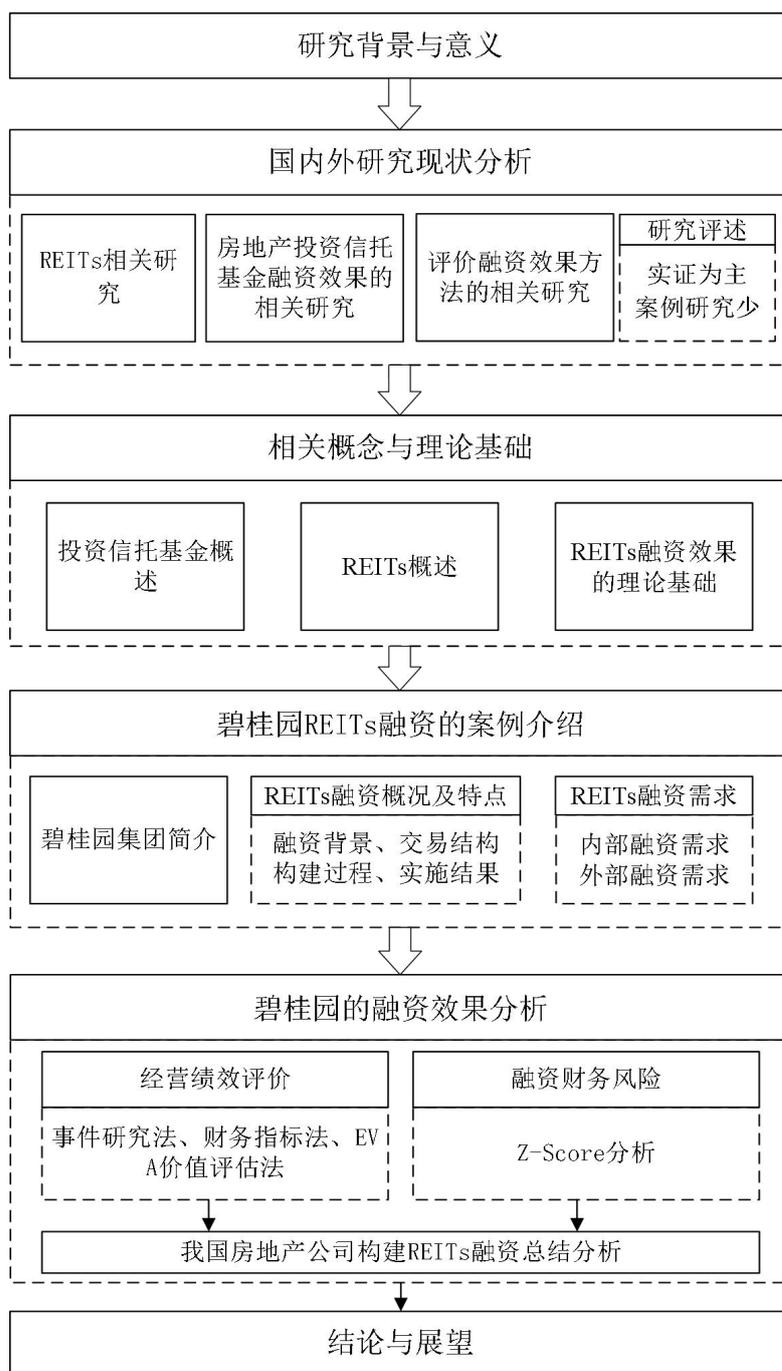


图 1.1 研究框架

2 相关概念及理论概述

2.1 投资信托基金概述

2.1.1 投资信托基金的定义

投资信托基金（Investment Trust）本质上是将各方投资进行归集去达成特定目的，参与者通过这个活动承担与投资份额相对应的收入与风险。契约制和公司制是目前流通于我国投资信托市场的两种主要形式，不论基金形式如何，该种制度的基本路径是先把基金份额投入公开交易市场，投资者投入资金获得基金份额，这部分投入资金则被归集起来，于是，通过这一路径，就形成了规模化的信托资产，这也表现出投资信托基金的一个显著特点，不论是投资者还是投资额都是不特定的。对规模化的信托资产进行投资运作以获益，由获得专业投资资质和经验丰富的专家来实现，投资行为普遍遵循分散的原则，投资者对于利益的分享以及风险的分担都以出资额的比例为准，是一种体现集合投资理念的信托制度。

2.1.2 投资信托基金融资的特点

（1）利益与风险按比例分配

投资者拥有其所购买份额的基金的所有权。基金管理人在市场上通过投资配置获得收益实现，这部分获益中支付给托管人的费用和交易必须产生的费用需要被剔除，之后剩余获益部分的所有权属于该支基金的认购者，认购者基于认购比例获取分配收益，但是任何投资行为都会存在风险，基金只是分散了风险，但不意味着风险不会发生，一旦发生，就意味着信托资产遭受损失，这部分损失需要由基金持有者按其出资比例分担。基金整个运作全流程，虽然运作人是托管人，但是运作人并不参与此过程中获益部分的分配，其收入主要来源于基金认购人所支付认购份额之外的管理费用。通过这样的规则，投资人之间达成了收入的共同享有，并使风险不再聚集。

（2）投资规模化，提升流动性

投资信托基金以签署契约或者成立企业的模式，使基础资产在经历证券化转

换后投入市场，以认购份额的方式，使不特定的投资个体将其投资份额归集在同一支基金中，整个交易过程是否在场内完成则取决于基金的募集属性，间接地，这种流程使基础资产流动性差的现状得到改善，投资交易的聚集效果也被提高。

（3）资产的经营权独立于保管权

投资信托基金的设立依托的是确切存在的资产，并且可供认购的资产份额与企业本来的资产权属不相容，这种基金产品的构建模式帮助基金投资者彻底规避企业本身破产的风险，进一步为投资者获益的权利提供有力保障。可将其分离效应从两个层面阐释：首先，企业作为原始权益人，可以将已经实现证券化的资产转移在资产负债表之外，隔断此部分资产给企业带来损失的可能性，间接地，这部分风险企业不想承担或无法承担，就可以被转移至第三方；其次，投资者虽然认购了证券化的原始资产份额，然而并不需负担其原始权益人破产的可能性，这样的制度特性支持交易更加高效的完成。

2.2 房地产投资信托基金概述

2.2.1 房地产投资信托基金的定义

美国房地产投资信托联合会（NAREIT）认为，房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts）就是投资于拥有平稳现金流的物业资产，或为房企带来融资的一种行为，该行为的达成需要特定机构以企业或契约的制式完成架构，然后将广泛且分散的资金从各个投资者那里获取，将其一并归集。REITs 往往在国际上被采纳的观点是：投资者主要凭借由专门机构发行的收益存托凭证实现投资行为，机构则依托这种模式使个人和非个人投资者的资金被聚集，由此形成具有相当规模的信托基金，此部分资金再由专业人士进行以获取资金增殖为目的的操作，投资活动针对房地产资产证券化产品展开，交易操作的获益以认购份额为基准进行比例分配，持有 REITs 的投资者经由这样的路径获得利益。REITs 在我国本土化定义也对标国际通用的概念，主要是依托公募基金、私募基金的形式，对标的物业产权先全部持有，然后发行的资产支持证券。

2.2.2 房地产投资信托基金的分类

从组织形式层面区分 REITs，有公司型、契约型。公司型 REITs：成立专门服务于 REITs 发行的企业来进行资金的筹集活动，拥有独立法人地位，有管理操作基金的权限，不特定的投资者是其筹集资金的来源。契约型 REITs：凭借信托协议的签订，资产支持专项证券进入公开市场，房地产公司依托此路径获得认购资金，进行投资。该类型 REITs 的特点是无法拥有独立的法人地位，是专用于资产支持的专项计划，其设立以及后续的营运皆由基金管理公司负责。可以看出，两者的差异主要体现在构建所依托的法律法规与运营路径的选择，在可操作性的层面比较，公司型 REITs 的灵活度低于契约型 REITs。

从运营方式层面区分 REITs，有封闭型、开放型。相较于开放型 REITs，多出了认购期间的限定，开放型 REITs 的买入和卖出操作都没有任何期间限制，而封闭型 REITs 在封闭期无法进行任何交易操作。对于在封闭期的 REITs，有权限对其份额进行相关交易层面处理的机构，只有证券交易所。

从募集对象层面可以把 REITs 划分为公募型、私募型两种形式。私募型 REITs 不在公开市场上交易，资金的筹集活动只面向特定的主体。公募型 REITs 则直接面向公众发行，但是其发行前须通过监管机构的审批程序，并且为了使资金更多更有效的募集，可以借助一些宣发手段。

2.2.3 房地产投资信托基金的构成要素

REITs 的搭构和发行，有诸多构成要素，其中，资产支持证券持有人、基金管理人和基金托管人是最基础，同时也是不可或缺的因素。

持有人。即基金的认购方，是运用此工具实现融资的来源因素，认购者对收益享有其认购份额所对应的获益。同时，认购者除了被赋予收益的分配权限，还要分担对应的风险。

管理人。主体以机构性质区分，可以归纳为两种。第一类是以提供信托服务为主业的企业，项目投资去向的选取由其完成，同时，因为获取投资，所以该种性质的机构也要对投资者负责。REITs 从设计到最终发行以及后续的管理都由信托公司全流程参与管理。第二类是提供专业化服务的管理机构，该类管理人一般

是由房地产企业直接聘任至需要专业化管理的物业资产项目，其职责就是对房企所委托的物业资产进行针对性的管理，依托专业化的管理路径保障受托项目能够有稳定接续的盈利。两种类型的管理人的权利和责任范畴存在显著差异。也因为不同管理者在信息披露、运营组织等方面的能力不同，基于管理活动的收益产出会被不同程度的影响。并且专业机构在公开市场所树立的机构形象也会作用于投资者对物业资产的认知，使其评估结果发生变化。举例来说，如果房企将旗下优质资产交予一个行业口碑较差的机构进行管理，那么该持有物业资产的评级就会被拉低，进一步对 REITs 产生间接地负面作用。

托管人。基金成功募集资金需要管理人，但是管理人如果再被授权管理这部分资金，投资人的资产就有被侵占的风险，于是，就需要有独立于管理人的因素存在，来履行资金托管的义务。托管人应运而生，其主要职责是形成对管理人的监管，在投资人的立场帮助其资金能够得到有效利用并产生收益。

2.3 基于 MM 理论的反向推论

MM 不相关定理说明了这样一个问题：不论公司的融资决策选用哪种证券融资，是采取债券融资抑或是股权融资，对公司的价值不存在实质性的影响。而 Donald H. Chew, Jr 对 MM 定理的反向讨论则认为，要使公司融资或者股利政策变化能让股票价格产生显著变化，帮助企业实现其公司价值，只有遵循以下条件：

（1）融资或股利政策对发行者或投资者的税收产生影响；（2）融资或股利政策能为投资者提供可靠的信号，使其对公司未来收益在管理上有信心；（3）融资或者股利政策将起到暗示作用并对这一可能性产生影响：即管理层将会倾其全力去高效运作，仅仅从事那些盈利的项目并把多余的资本还给投资者。而 REITs 的构建刚好能够遵循以上条件，因此可以探究其作为融资手段能否为企业带来价值实现。

3 房地产企业融资现状及房地产信托投资基金在我国的发展

3.1 房地产企业的融资结构

房地产市场的健康发育与我国政策方针的着力点相吻合。资金短缺一直是房地产企业可持续发展道路上的障碍因素，其对房地产行业的成长起反向作用。见图 3.1，从 2013 年起，该比率就常年维持在 75% 以上，且一直保持增长势头，2019 年已经逼近 81%，高资产负债率基本成为房地产行业中的每一个企业的痛点，脱离融资难的困局刻不容缓。

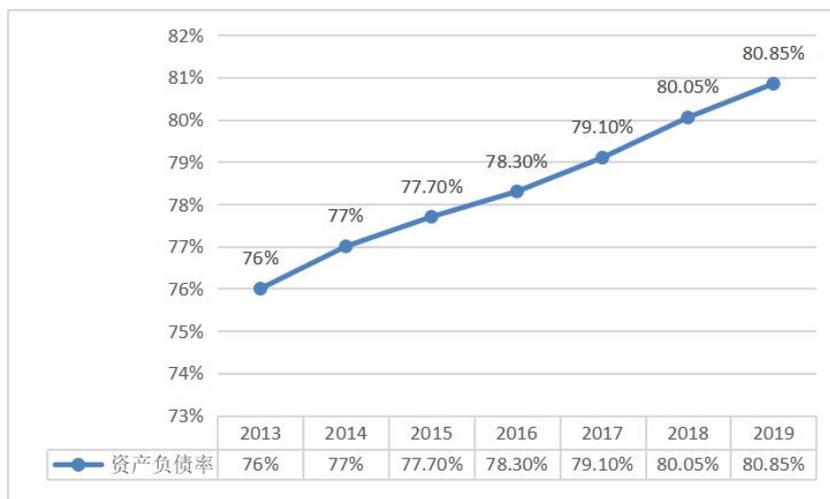


图 3.1 2013-2019 行业负债率（房地产）

与资产负债率保持相同上涨走势的还有房地产行业开发资金。截取同样年度的数据，开发资金只在 2014 年略微下降，五年内基本只增不降，截止 2018 年，该项目的统计数据已超越 16 万亿元，相较于 2013 年，涨幅逼近 25%，如图 3.2，自筹、外资、国内贷款等是房企获取开发资金的主要源头。

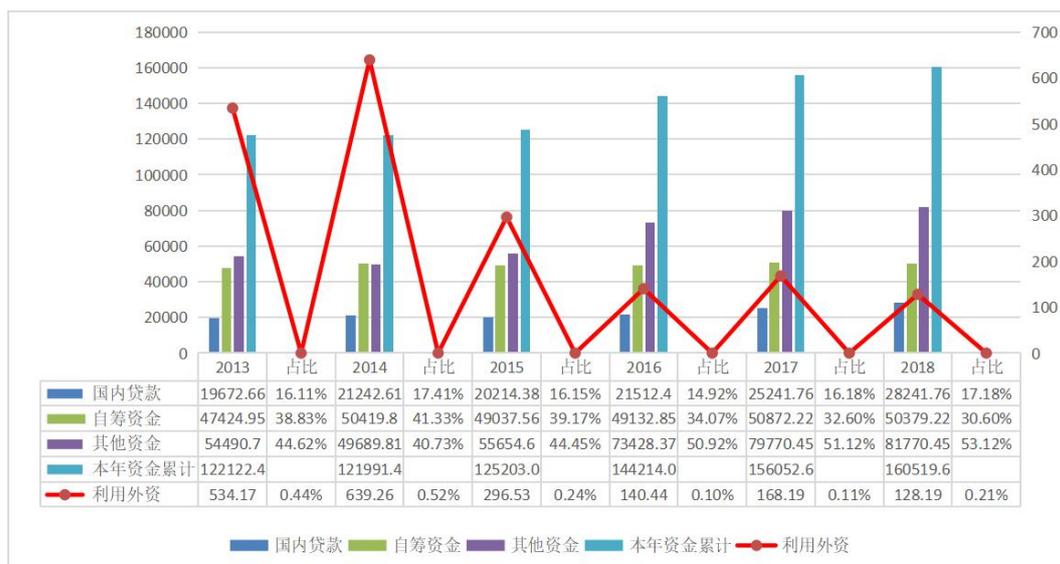


图 3.2 获取资金渠道

逐项分析四个来源的数据可以发现，借助外资进行融资占比最低，且该数据在 2013 和 2014 年分别达到 534.17 亿元和 639.26 亿元，在此之后，大幅跌至 296.53 亿元，此后时间段一直维持在 200 亿元以下，可以看出外资对于我国房企在筹集资金方面的助益很小，一方面我国企业依托外企进行融资的路径不明晰，加大了从该方向筹资的难度和成本，另一方面，相较于国际市场，我国市场在投资方面的束缚较多，因此，外资企业在我国房地产市场也并未表现出投资的积极态度。自筹资金方面，虽然数据显示其占比排在第二位，但是其构成不像国内贷款，来源并不单一，综合考量其比例并不高，并且此比重还呈现出下行态势，截至 2018 年，仅占开发资金的三成。造成该种局面出现的原因来自于以下两点：首先，企业自有资金供需不协调；其次，鉴于我国监管层的强势把控，市场行情的摇摆不定，政策方针也是以紧缩控制为主。上市融资门槛高，束缚多，困难大，便利程度不高，房企较少采取上市融资方式，即便以该手段融资，所融资金数量也难以弥补资金需求缺口。债券融资作为融资创新手段之一，其潜力待开发。国内贷款层面，保持稳步增长，2013 年贷款额接近 2 万亿，2018 年贷款额则在此基础上超出 8000 多亿，占比达 17.18%。贷款融资之所以能成为众多企业青睐的融资途径，源于其突出的优越性，贷款利息能够在缴纳税款时作为可抵扣费用，同时具备财务杠杆功能。但是过分依赖此种途径融资，就会带来我国房地产行业融资行为僵化的不良后果。借助其他资金进行融资所占比例常年居高不下，达 40% 以上，且其增长态势并未停止，从 2016 年起，该比例就占有所有开发资金来源

的五成，该比例在 2018 年升至 53.12%，其他资金的构成要素有预售房产所获得定金和预付金，实际上，这部分资金绝大部分来自于预付款，而基于当前的房屋价格水平，只有小部分购房者的预付款全部由存款支付，大部分则是通过银行贷款支付。不难发现，我国各地楼市常年火爆，即使国家每年都会出台一系列的相关政策来抑制房地产市场“升温”，除了政策影响，学术界以及权威机构也多次预警我国楼市有可能泡沫化，但这些措施所能起到的帮助较小，房地产企业资金需求的扩大已经出现常态化的趋势，房地产属于依赖较多资本投入的企业类型，帮助其走出融资困局是当前急需处理的难题。我国房地产行业的融资痛点主要存在于以下几个层面：可选融资路径单一固定、融资制约条件多等。然而要想协助房地产企业走出融资困局，解决手段不能仅仅局限于资金的供给量，更需要在融资的渠道模式上想办法，房地产投资信托基金就是一个值得推广应用的创新模式。

3.2 房地产企业的融资效果

本文为了更全面地把握当前我国房企整体的融资效果，选取房地产行业每年发生的融资额合计数以及其使用这些资金所创造出的收益这两个数据，对这两个数据进行单独分析和对比分析，使融资效果更为直观的呈现，由图 3.3 所呈现的情况来看，企业所筹资金的利用效果并不理想。

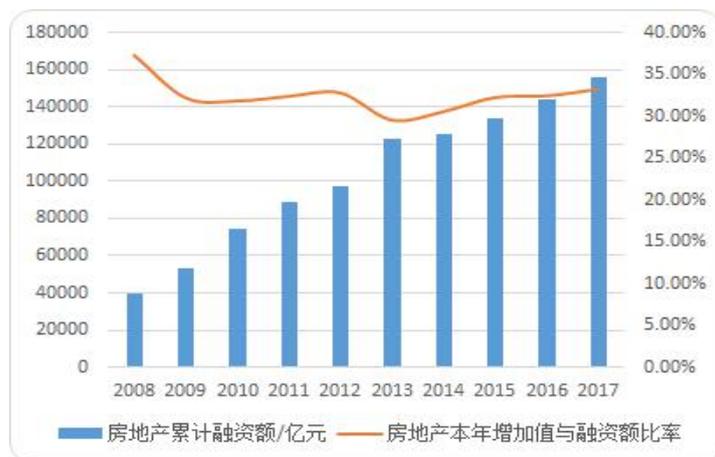


图 3.3 我国房地产业融资效果现状分析

2008 年至 2017 年，我国房地产行业融资额基本保持逐年增大的趋势，2008

年还不足 4 万亿元，仅仅通过十年时间，这一数字已比原来翻了近四番；融资额的大幅增长，从侧面反映出大部分房企正积极开展其业务版图，资金的需求面和供给面都在扩充。处在同样期间的房企增加值与融资额比率的变化则趋于平稳，基本保持在 10% 以内的变化幅度，从 2008 年至 2013 年，以微笑的幅度逐年下调，2013 年以后则有轻微回调的迹象，但是直至 2017 年，该数据上涨至 35% 附近，仍旧未达到十年前的水平。图 3.3 呈现的情况表明，虽然融资额每年都有显著的增长，但是该增长并未带来增加值的上升，尤其是 2013 年，融资额已经达到一个阶段的高点，与之相对的增加值产出比率却是该阶段的最低点，仅有 29.47%，这就意味着融资的效用并未被充分利用，资金利用的低效率使得融资效果大打折扣，也就是说，融资额每增加一元，并不能带来企业增加值更多的上涨，其显著表现是，房地产市场筹集资金额度的上涨幅度并没有带动其创造的增加值以更大的幅度增长，也就是说，房地产企业的融资行为并没有随着融资额的增大而产生更好的效果。

总的来说，在融资效果的实现方面，我国还有很大的上升潜力，融资渠道层面，不仅需要对原来存在的几种模式进行优化处理，更需要在渠道创新方面倾注力量，使融资行为朝着更加多元、高效、灵活的方向成长，而把 REITs 运用于我国房地产企业的融资活动，可以帮助我国房地产行业的融资效果在原有基础上得到改进。

3.3 我国房地产投资信托基金发展概述

依据分析可以看出，融资行为在我国房地产市场的现状存在以下两个方面亟待改进。首先是融资所获取的最终效果不如预期，其次就是融资的渠道不够丰富。相较于国内市场，国际市场融资模式差异化特征更明显，信托作为金融工具，已经在很多国家普及，并被广泛地运用于企业的筹融资环节，截至 2020 年，REITs 在境外已经获得长足进步，融资流程已步入成熟阶段的有新加坡、美国和日本。虽然符合国际标准定义的 REITs 产品在我国还未出现，但为了促进 REITs 更好地适应我国本土国情，为我国房企所用，国家从政策层面给予了该种金融工具较多的支持。以下归纳了 REITs 作为融资工具进入我国市场经历的关键时点，2002 年，信托业务开始在房地产市场显露；2005 年，关于 REITs 发行所需符合的相

关要求，由证监会明确，同年，越秀 REITs 在香港证券市场正式发售，它是第一支选取国内物业作为标的资产的资产支持证券，也是首次在国内亮相的 REITs 产品。2009 年至 2010 年，先有北京和上海，后又增加天津，这三个城市先后被国务院划定为 REITs 的首批试点地区。2014 年至 2015 年，央行和住建部陆续提出要完善 REITs 的监督和运用机制，促使对该种融资工具进行更进一步地有益探索。2016 年，国务院专门将 ABS 融资模式提出，明确要推进该种融资模式稳健开展，鼓励房地产企业借助 REITs 这种融资工具，使企业杠杆降低，去化速度加快。

从 2002 年至 2018 年，不论是市场层面还是政府层面，无一不在努力地促进 REITs 更好更快地成长，也从侧面证明，REITs 作为一种融资渠道，确实与国家层面的大政方针相适配。REITs 的本土化创新使许多类 REITs 产品接连面世，使融资渠道拓宽，让更多的企业认识 REITs 这个新面孔，为以后真正的 REITs 顺利落地实施做好前期工作，也有益于 REITs 实现知识理论方面的丰富和创新。REITs 在国内实现融资功能主要依托证券交易所这个平台。REITs 产品创新也直接促使与其相关的业务分支迅速成长，包括其发行前的交易架构设计，发行后所要处理的会计和税务问题，以及作为证券化标的物的底层资产的评估，各个方面都有创新。因此，各方都在群策群力确保 REITs 能在中国有可持续发展的动力，发展 REITs 势在必行。

4 碧桂园房地产投资信托基金融资的案例介绍

碧桂园 REITs 的发行日期较新,较之前发售的类 REITs 产品来说,更加完善,也更加接近国际市场发售的该类型产品。因此把它作为案例进行研究,是存在价值和意义的。以下部分首先对碧桂园这个企业进行概括性介绍,然后按照架构背景和结构设计的路径分析,最后基于内部、外部两个层面,说明碧桂园依靠 REITs 实现融资目的的需求。

4.1 碧桂园集团概况

4.1.1 碧桂园集团简介

碧桂园集团,总部位于中国东部的广州地区,致力于为客户提供“五星级的家”,经过多年深耕,目前已经成为我国头部房企之一。一直以来,凭借着中国经济不断繁荣所带来的强大助力,碧桂园一步步将其业务版图扩张,目前,国内各大城市都有其开发产品。截至 2018 年 12 月,碧桂园已经完成全国布局,中国每个省、市、自治区都有其房地产相关业务。

2007 年 4 月 20 日,碧桂园成功在联交所主板上市。碧桂园此举的成功帮助其顺利地步入国际资本市场,同时,也保障了企业发展所需的资金供给。自 2007 年 4 月份上市之后,同年 9 月,先后被纳入摩根士丹利资本国际环球标准指数成份股、恒生中国内地 100 指数成份股,这也明晰地彰显出市场给予其肯定积极的反馈。被纳入成分股体系给碧桂园带来很大助益,首先,认可碧桂园在香港资本市场的重要地位;其次,在国际资本市场中,其地位也进一步被提升。自 2007 年上市以来,随着置业版图的扩张,融资活动也逐步扩大规模,凭借来自于股票市场的资金,企业发展得到有力保障。碧桂园致力于提高所筹集资金的效用,各地开发项目齐头并举,这也使企业在市场所占比重不断增大,也进一步为股东创造更多的资本增值。

4.1.2 碧桂园集团融资结构

通过对碧桂园集团历年年报数据搜集，整理得到碧桂园融资构成，如表 4.1 所示：

表 4.1 碧桂园融资结构

	2016	2017	2018	2019
资产负债率	86.20%	88.89%	89.36%	88.54%
权益乘数	7.25	9.00	9.40	8.72
流动资产/流动负债	1.1962	1.1278	1.1479	1.1664
带息债务/全部投入资本 (%)	79.48%	82.47%	83.73%	82.84%
长期负债/资产	0.09044	0.08579	0.08366	0.00001

数据来源：作者整理

2016 年，资产负债率就已经超过 85%，债务占有相当高的比重，且这一比重直至 2019 年并未出现下降势头，至 2019 年，负债占资产的比重接近九成。该趋势意味着碧桂园集团的偿债能力不足。与此同时，由于不断的上新项目，融资需求日渐上涨，仅仅依靠传统融资工具已不足以赶上其需求扩大的速度，但是从带息债务比率的变化不难发现，2019 年比 2018 年出现了小幅度回落，说明 2018 年发行 REITs 之后，原本沉重的带息债务负担稍有缓解，偿债能力小幅提高，资本结构的优化已小有成效，可以预测，以后年度的缓解作用会有更明显的财务表现。

碧桂园为了解决融资束缚，不断尝试各种融资路径，虽然目前在不同类型的金融市场都有其活跃身影，但是，对银行借款的依赖程度仍然是最高的。其在银行的借款规模成倍增涨，从 2016 年的 34.71 亿元，到 2019 年的 2316.83 亿元，扩大了 67 倍。这也增加了偿债风险。因此，在借助股票市场、债券市场分散融资压力之外，碧桂园开始寻求性价比更高的融资模式，也开始布局其 REITs 的发行。

可见 REITs 作为新型的金融工具，能够在一定程度上助力企业摆脱融资难

题。

4.2 碧桂园构建房地产投资信托基金融资需求分析

从融资需求角度分析碧桂园，可以由内外部两个层面的融资需求出发。一方面，政策层给予房地产市场强调控，这给本就不宽松的融资环境带来了更多不利的影响，碧桂园尽管是一线房企，但也不得不应对当前的情况，亟需开拓新的融资路径；另一方面，碧桂园的产品以商业地产和住宅为主，这种存货的显著缺点就是流动性低，凭借 REITs 使置业资产变成货币资金，不仅使流动性抬升，还能降低借助银行这个平台进行融资的依赖性。

4.2.1 碧桂园构建房地产投资信托基金内部融资需求分析

碧桂园近年来已经开始使重资产的运营模式向轻资产的运营模式过渡，但是这一转变并不能一蹴而就，因此，公司资金流持续抗压，所面临风险增大。而利用 REITs 进行融资能够达到缓解资金流压力的效果，除此之外，还可以使流动性低的不动产转变为流动性高的货币资金，这部分资金就可以为新的项目进行投资补充，通过 REITs，碧桂园不断升高的资产负债率也可以被有效控制，最终实现令人满意的融资效果。

（1）优化企业现金流

处于信贷紧缩这样的大背景下，房地产企业必须在以往的经营模式之上进行改进，因为重资产在当前环境中，会成为促进房地产企业成长的反向作用力。现金流之于房地产企业，相当于血液之于身体，起基础支撑作用，一旦负担的压力过重，就会增加现金流的不稳定性，进而使整个资金端都处在高风险的位置。经过搜集碧桂园财报相关数据，得到图 4.1，观察该折线图，不难看出碧桂园 REITs 在融资活动中带来的现金流变化的趋势。

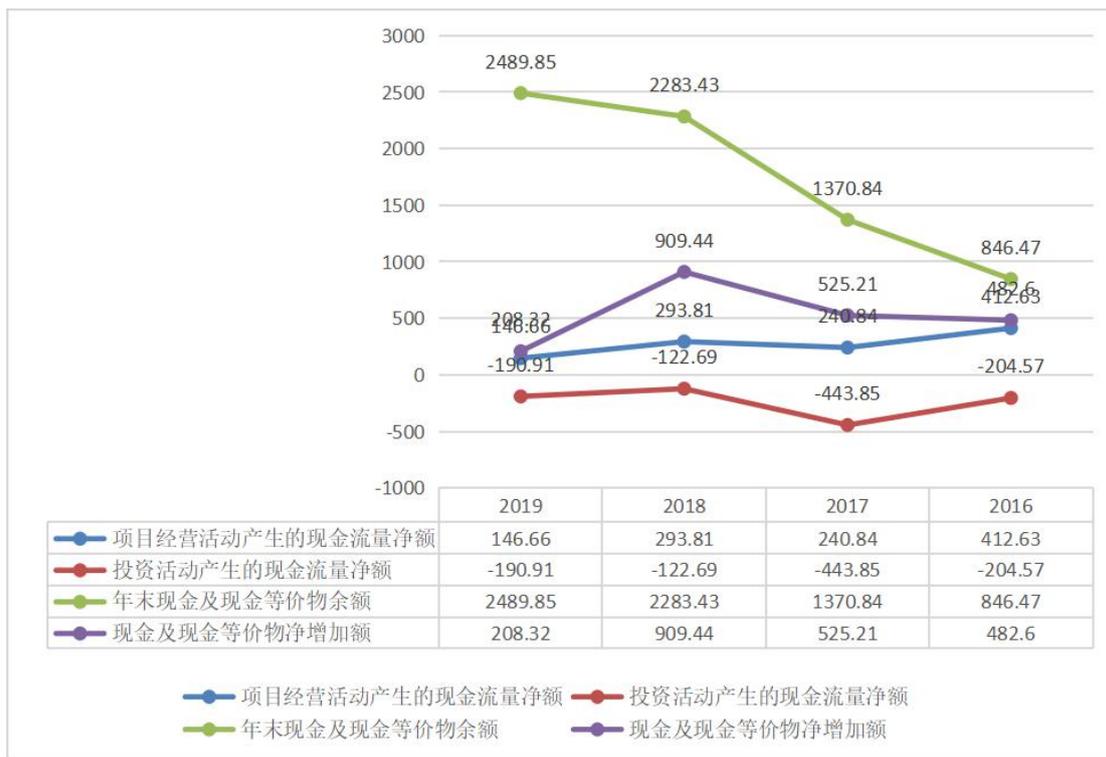


图 4.1 碧桂园现金流量情况

依据图 4.1，年末现金及现金等价物余额变化最为明显，从 2016 年 846.47 亿元增长到 2019 年的 2489.85 亿元，始终保持稳定的向上趋势，虽然 2018 年到 2019 年增速有放缓的迹象，但是该指标在 2019 年仍然达到了可观察区间内的最高点，可以认为碧桂园在众多金融工具中选择发行 REITs，达到了实现其缓解现金压力的目的，这个选择确实对现金流状况的改善起到了作用。

碧桂园作为头部房企，同众多房企一样，对资金的依赖程度较高，然而，依托于 REITs 这种信托产品，有效的使不动产在较短的期间内被转换为资金，助力投资成本高效率收回，进一步地，在新的投资活动开展时，能够起到弥补资金缺口以及补充流动性的作用。从而资产负债指标在碧桂园得到降低，间接地，还帮助碧桂园节省了一部分财务费用的支出。除此之外，在 REITs 运作的整个流程，都能够确保碧桂园原有股权的完整性，这就使得现金流的优化作用更加显著。

(2) 扩宽房地产企业的融资渠道

针对前文的房地产企业特点总结得知，房地产企业的资金需求量巨大，而维持一个企业的高周转更需要大量资金，目前各大房地产主要的融资渠道为银行融资，但是由于资产负债率均处于较高水平，因此为获得银行资金，需要使用现金

进行还本付息，同时以大量资产作为质押，这样的单一融资方式不仅使得资金更难获得，并且放款周期长对于企业也存在诸多不利，因此房地产企业需要在融资渠道中加以扩宽。

目前房地产投资信托基金可有效扩展房地产企业的融资渠道，使得从银行获取的资金比例大幅下降，REITs 主要针对大众，通过优质的商业地产等项目吸引大众投资，在解决自身融资问题的同时也可加快企业运转，同时值得注意的是，REITs 作为一种投资项目，持续时间也较长，可有效解决企业中长期资金。

(3) 开拓商业地产的可融资渠道

REITs 投资的主要项目为优质商业地产，这些地产为获得更好的商业效果，一般位于城市中心位置，包括城市商圈、大型酒店等。REITs 能否成功获得融资也与这些项目的地理位置、投资规模、周围环境等息息相关，因为与住宅不同，住宅往往是一次性交易，而商业地产的资金回笼主要依靠租金，资金回笼持续时间长，可有效应对企业的长期运营，但是构建商业中心的投资较住宅更高，许多企业尽管能看到巨额汇报但也只能望而却步。

REITs 的出现使得商业地产的资金可以由大众投资，社会资金的加入使得商业地产的构建变得不在遥不可及，更多的房地产可以加入建设。碧桂园发行的 REITs 使得商业地产的收费权在 REITs 中，为资金的快速回笼提供必要条件，碧桂园在资金回笼之后又可进行新项目投资，使得企业的周转速度加快。

4.2.2 碧桂园构建房地产投资信托基金外部融资需求分析

政策层面对信贷管理的强干预，使得房地产行业单一融资路径所带来的资金矛盾愈加突出，更多的房企变成融资困局的“局中人”，碧桂园作为其中一员，也应当积极寻求创新路径来应对融资压力。碧桂园在众多类型的金融工具中选取 REITs 作为其融资途径尝试，正是因为 REITs 对风险的分散能力更强，也更适配其融资方面的需求。

(1) 房地产行业对资金的依赖程度高

房地产企业主营业务的运营流程包括取得施工土地，对地上及地下建筑物进行规划设计和实施建造工程，完工后成品房的出售出租，以上活动都需要源源不断的资金投入，以上活动中尤以开发建设这一流程时间线较长。由此可见，资金

流对于房地产行业来说就是生命线，另一方面，一旦完工的商品房销售端出现问题，导致房地产企业存量房不能及时变现弥补企业的资金流，那么企业的资金链就会产生很高的断裂可能性，也就是说企业的财务风险被放大，甚至出现破产危机。资金对房地产企业的重要程度可见一斑。

(2) REITs 融资较传统融资方式更加优越

REITs 的运营管理一般由专业的信托机构负责，这就使其融资的专业度更好，能够更好的确保资金融通顺利进行。首先，为企业融资提供帮助是信托公司的专业领域，相较于房企本身对于融资活动相关知识以及实际操作的熟悉程度，显然这是信托公司的专长，因此借助于专业机构，不但能使融资实现，更能把握更多的融资机会，使融资更加高效，帮助融资成本在实质上降低。从筹集资金的角度出发，对于专攻资本市场的信托公司来说，不论是政策层面还是业务层面，其对于融资的了解都更加全面深入。因此，房企借助于信托机构这样的专业平台，能够得到更详细更有针对性的解决方案。其次，基于委托代理层面的考虑，REITs 在设计时可以加入针对于代理机构设计的机制，比如业绩激励措施，这能够有效减少委托代理问题的发生，因为两者都把获益作为目标，在努力方向上达成一致。

同时，在风险防范方面的运作，信托公司基于对资本市场的了解，能够更加准确的预判风险可能发生的环节，提前布局防范措施，这就使 REITs 融资的风险更加可控，除此之外，筛选优质资产作为底层标的物，实现资源的专业化配置，也使融资活动产生的非系统风险能够分散。而 REITs 的运作流程就是对多个优质的物业资产进行投资，将投资分散于各个资产实现了风险的同步分散，更能保障平稳的收益来源。另外，REITs 的投资标的可选类型众多，非商业地产性质的资产也可以作为标的物，如果在多种类型的项目进行投资，那么对于风险的分散效果则更好；不同投资项目的类型差异性越显著，则获得更高收益的可能性更大。因为份额可在市场上交易，所以 REITs 还在份额的灵活性方面有其优越性。

(3) 信贷政策收紧使房地产业的融资更加困难

近年来，国家出台相关信贷政策，使得信贷环境对房地产企业很不友好，具体表现为：授信额度降低、信用审查机制越来越严格、利息上调使得融资成本增加。由于所负担的融资成本压力逐渐变大，房地产企业纷纷将减少对银行贷款的依赖作为任务来完成。而 REITs 则能够帮助房企跳出信贷限制，并且与国家政策

的提倡方向相一致，例如防控金融风险、供给侧改革等，同时其主要功能是帮助企业在中长期内筹集资金，并且获得了监管层的支持。

4.3 碧桂园房地产投资信托基金融资现状

4.3.1 融资背景

房地产市场在经历了相当长时间快速扩张期之后，进入 2018 年，步伐逐渐放缓，增长速度回调，趋于平稳，在 2018 年前，房价经历了突飞猛进的变化，政策层面的变化与房价相反，宽松的政策环境已经逐渐被紧缩的政策环境所取代，随着房市“降温”，房企的回款速度也被放缓。随着目前我国宏观调控的力度不断加码，金融机构的贷款限制提高，贷款额度也被更严格的控制。通过对房地产行业相关数据的解析，绝大多数的房企仍然借助金融机构作为融资平台。身处这样的大环境，融资可选方式的局限性使得融资活动在进行时伴随着较大的风险，贷款所产生的财务费用以及本金，仅仅依靠企业留存收益不足以偿付，在此基础上，贷款的新增额度又很难申请，导致银行信贷坏账发生的可能性被提高。基于防范坏账风险的目的，银行通过对授信额度下调、对信用评级提高要求等手段帮助自身筛选出优质客户，达到降低自身风险的效果。房企如果想摆脱这种恶性循环，就必须构建符合市场、符合政策、符合自身需求的多元化融资体系。这也成为碧桂园的必经之路，要想弱化对银行信贷的依附，就要在融资渠道的开辟层面付诸行动。

4.3.2 交易结构

REITs 交易的架构基本包含以下流程：第一步，要有专项计划书，此部分由管理人负责，专项计划作用是以财产权信托的方式，获取标的物项目公司的股权的管控权限，同时项目公司在此环节可以获得贷款，第二步，利用第一步搭建的“股+债”模式，一方面，债权会产生利息，利息可以增加税款的抵扣额度，另一方面，进行物业抵押。产品发售实行分层制度，配置相应的增信措施。

碧桂园租赁住房 REITs 产品达到百亿级超大规模，首期发售份额共计 17.17 亿元，其中，优先级的发售份额 15.453 亿元，标的物是碧桂园旗下租赁性质的

物业资产，以 5.75%作为其首发行利率。图 4.2 展示的是其交易结构。

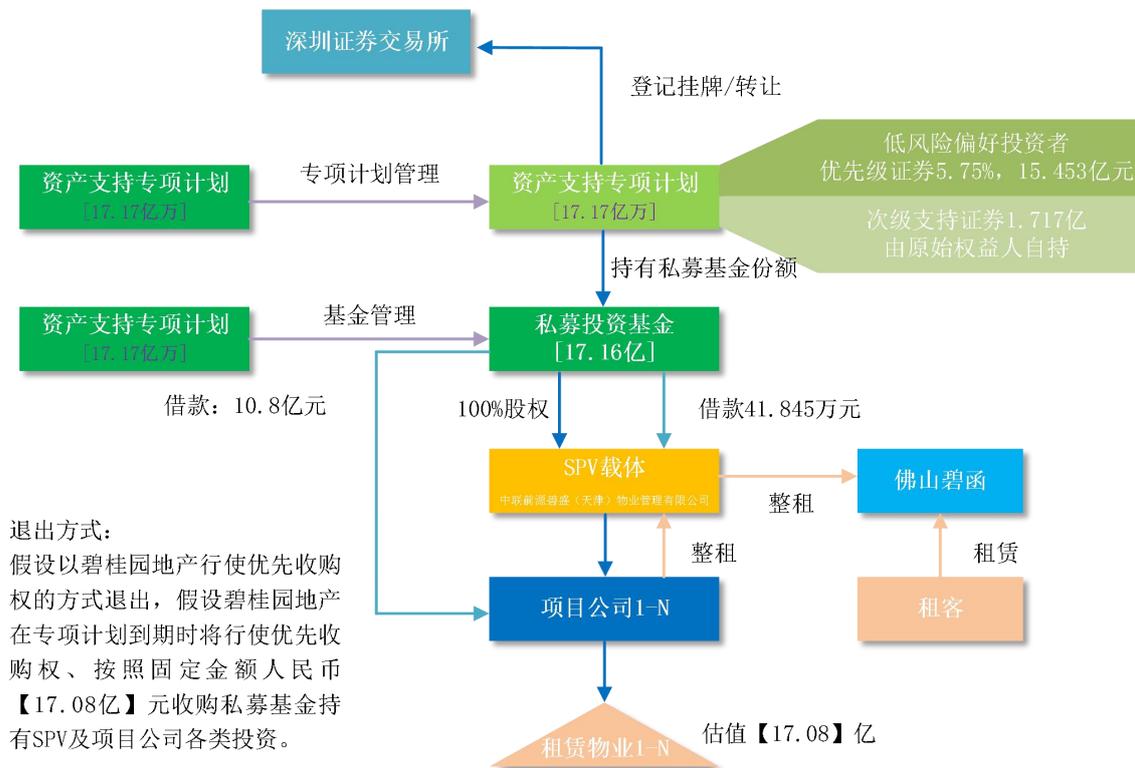


图 4.2 交易结构图

(1) 基金管理人完成私募基金的初始设立，基金的初始份额由原始权益人持有，作为交换，原始权益人把标的物的全部股权和债权交由私募基金控制。

(2) 计划管理人进行 SPV（特殊目的载体）的发起设立流程，认购资产支持证券的活动由投资人向计划管理人发起，这种资产支持证券的发行是以底层资产作为标的物，计划管理人将来自于投资者的认购资金归集，实现统一管理，投资人获取专项计划证券持有权。

(3) 原始权益人获得来自于专项计划的对价支付，同时一并取得基金财产，该财产实质上为标的物的股权、债权，财产取得的份额与其认购的私募基金份额相对应。

(4) 原始权益人保障专项计划的资产支持证券回售业务的正常开展；如果可分配资金数额小于承诺收益数额，那么产出部分由原始权益人履行担保义务。

(5) 专项计划证券的持有人，享受基础资产的分配权，主要包括：标的物股东分红、本金偿付部分以及利息支付。

4.3.3 构建过程

“中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划”（下称“碧桂园 REITs”）于 2018 年 4 月 27 日进行首期发行活动，仅仅相隔一个月的时间，深圳证券交易所就准许其正式挂牌，在市场上流通。碧桂园 REITs 自 2 月 2 日获批，仅历时 84 天，就完成了首期发行，虽然当年市场资金面并不宽松，但是仍旧以极高的效率完成运作，不论是发行的速度还是成本费用，都令人满意。

(1) 底层物业资产概况

碧桂园 REITs 十分注重物业资产的选取，限定在一二线城市进行择选。底层资产分别位于北京、上海和厦门，其中北京两处置业均位于九华山庄，厦门两处置业分别为云厝里和国际海岸物业，上海只有一处，即南翔玉宏。这五处资产由碧函公司整体租赁并实施统一运营管理，该公司是隶属于碧桂园，主要提供长租服务，因此，在该产品的存续期内，底层优质物业可以提供平稳的现金流。

(2) 实施过程

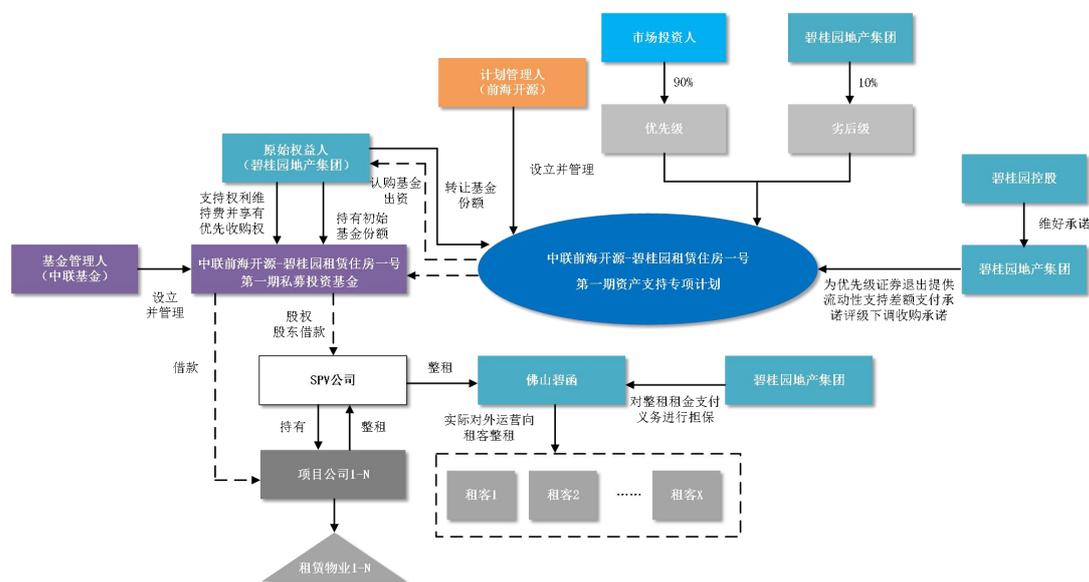


图 4.3 碧桂园 REITs 实施过程

(3) 增信措施

碧桂园 REITs 为认购者提供的收益保障中，包含了置业租金收入的分配权、资产支持证券分级、评级下调收购承诺、差额支付承诺、权利维持费超额覆盖、优先级证券提供开放退出权限及流动性支持以及碧桂园控股对碧桂园地产集团

的增信义务提供维护承诺等多项增信措施，使碧桂园 REITs 能更好的保障认购者的收益。

这些增信措施的安排人由实力雄厚的碧桂园地产集团担任，碧桂园集团常年在国内房地产市场占据领先地位，获得联合评级公司 AAA 主体长期信用评级。

（4）退出安排

碧桂园 REITs 的退出机制也较为完善，主要有发行公募 REITs；增信安排人对于标的物的收购拥有优先权；优先级份额由增信安排人进行收购；对物业资产或项目资产的处理采取市场化形式进行。

5 碧桂园房地产投资信托基金融资效果评价

5.1 碧桂园房地产投资信托基金融资效果的评价体系构建

对相关研究整理总结得知,对房地产企业 REITs 融资效果的评价体系构建可从经营绩效、财务风险两方面展开,其中经营绩效评价方法可采用事件研究法、财务指标法、EVA 分析法,财务风险评价方法主要有 Z-Score 法,本文在总结相关研究的基础上,建立碧桂园房地产 REITs 融资效果的评价体系模型,下面对该评价体系进行详细说明。

5.1.1 评价内容

(1) 经营绩效

企业得到融资最主要的目的是获得更大的企业价值,为股东创造更多的财富,否则融资是没有意义的,企业的经营绩效可正向推动其财富积累,而且房地产企业在构建 REITs 之后经营绩效的评价方式势必会有所改变,因此在分析 REITs 融资特点的基础上,需建立与之相适应的新评价体系,以准确真实的反应企业经营绩效,同时真实的企业经营绩效还可以帮助管理者了解企业的运营情况,在经营不善时以便及时作出改变。

(2) 财务风险

房地产企业具有资金需求量大的特征,房地产企业的财务风险会对整个市场产生影响,因此防范化解房地产企业的市场风险也是国家的政策,对企业发行 REITs 之后的财务风险进行,可以体现为企业指定适宜的发展方针。

5.1.2 评价方法

(1) 短期经营绩效评价方法

短期经营绩效评价采用事件研究法,下面进行详细说明。

碧桂园发行 REITs 产品会对其融资产生一定的影响,融资之后对企业的经营绩效的影响通常采用长、短期绩效评价相结合的方式,目前相关研究表明事件研

究法可以较好的反应短期经营绩效。因此本文在对短期经营绩效评价中，也采用事件研究法对碧桂园采用 REITs 之后的融资效果进行评价，具体的评价方式为首先选定碧桂园发行 REITs 的事件期，在事件期内统计超额收益率、超额累计收益率的数值，通过超额收益率、超额累计收益率的数值分析碧桂园发行 REITs 短期内的财富积累情况，从而得出短期经营绩效的效果。

（2）长期经营绩效评价方法

长期经营绩效评价方法包括财务指标法和 EVA 价值评估法，下面对这些方法进行详细说明。

①财务指标法

企业的融资效果具体如何不仅反映在短期内财富积累情况，也表现在长期经营绩效中，因此本文的评价分析不仅针对短期经营绩效，同时对长期经营绩效采用财务指标法进行评价分析，即使财务指标的影响因素众多，不仅与融资有关，但是其对于企业额经营效果评价还是具有一定的代表性，企业盈余管理之所以可以被有效抑制，其内核原因也正是企业的融资效果可从财务报表中得以体现。由于碧桂园发行 REITs 的时间节点在 2018 年，因此在财务指标分析中选取的时间期限为 2016-2019 年，财务指标众多，选择有代表性的财务指标会对评价效果产生很大影响，本文在阅读大量文献的基础上，结合第四章对碧桂园融资特点的分析，选取较为代表性的盈利能力、偿债能力、营运能力对其长期经营绩效进行评价研究。

②EVA 价值评估法

1) EVA 的内涵

传统计算企业价值时，往往以净利润为绝对指标，认为净利润高的企业价值也越高，而实际的企业运转中，企业的实际价值需考虑机会成本的影响，净利润的评价忽略这部分的影响，经济增加值衡量的是将风险进行调整之后所得到的企业价值，可以更有效的反应企业的真实价值。造成这种现象的主要原因在于我国现行的会计准则中的要求，准则中指出报表的编制是以权责发生制为基础的，即会计报表中的很多的项目在编制过程中融入了编制人员的主观因素，因此刨除这些主观因素的影响可以更加真实反应企业的经营情况，进而进行经济增加值分析。因此选择 EVA 法进行分析可以更好的基于股东利益，分析企业发行 REITs 之

后对股东的影响，同前文分析，碧桂园发行 REITs 发生于 2018 年 4 月，因此在分析 EVA 值变化时时间期间也选择 2016-2019 年的报表数据，通过对比分析 REITs 发行前后 EVA 的变化反映长期经营变化。

2) EVA 指标的会计调整

由于经济增加在计算中涉及投资资本，而会计准则中对于资产总额的定义与投资资本差异较大，同时由于企业高管对于财务报表可能会粉饰，从而进行盈余管理行为，达到操控企业报表中利润显示的目的，因此为真实反映企业增加值情况，结合房地产企业的特点及碧桂园融资特点，下面对影响 EVA 的相关重点会计条目进行调正，具体说明如下：

a. 递延所得税

在会计准则中对于纳税时间的确定相较于税法规定的纳税时间更早一些，除此之外在实际做账中，递延所得税之所以会产生差异，主要原因是折旧存在，由于折旧的计算可达到抵税的作用，因此若是在会计准则与税法中对于折旧的方式出现差异时，在未来进行抵扣税额时便会出现影响，因此在一定程度上递延所得税会对 EVA 的计算产生影响，在计算时应当在投入资本总额中将递延税额加入，否则得出的经济增加值会偏高。

b. 在建工程

企业存在在建工程时，由于工程还未竣工，因此该部分尚未产生任何回报，这部分资产应属于建设期资产，但是未处理的 EVA 计算时，这部分资产也当作可经营资产，从而计算收益资金会偏高，因此调整此项时应当扣除在建工程的影响。

c. 相关减值准备

企业的亏损属于正常情况，但是需要对未来的市场情况进行一定的预测，出于一定的谨慎考虑，当认为企业在未来一点时间内有可能出现较大损失时，为了使管理者引起关注，最主要的使投资者明晰企业的真实价值，避免盲目投资情形，需要在财务报表中将此项损失加以表现，一般以相关减值准备为条目进行考虑，尽管在会计计算时此项费用时为利润扣除项，但是实际此项费用并未实际导致现金流出，更未导致企业资产减少，此项资金对于大型企业来说数额巨大，不可忽略，举例来说，2019 年碧桂园此项资产为 15.15 亿元，因此为真实反映企业价值，对于此项资产应当进行收回。

d. 营业外收支

营业外收支对于财务报表会产生一定的影响，但是对于 EVA 的计算中，明确的是企业的价值增量，因此营业外的收支不应计算在企业实际价值中，在实际计算 EVA 中应加以扣除，以避免对净利润产生影响。

e. 研发和广告费用

房地产企业在支出中，广告及研发费用占比较高，不可轻易忽略，而在财务报表中此项费用可作为一次性费用计入，企业高管可利用这项支出进行盈余管理，管理者可能为了短期报表的美观，通过一定的手段包括过度投资或减少投资，而使得企业的长期利益受到侵害。因此对此项费用进行调整可有效减少对于企业的误判，增加评价的真实性。

f. 利息支出

利息费用在会计准则中明确规定，可以在税前扣除，达到抵税的目的，而资金的资本成本已经包括这部分财务成本，因此防止出现重复计算的情况，在 EVA 计算时应当加以收回。

(3) 财务风险评价方法

企业在融资之后不仅需要对其融资效果加以关注，相应的财务风险也值得企业管理者加以分析，本文采用较有代表性的 Z 值分析碧桂园发行 REITs 前后的财务风险。

其实对于相关的投资者来说，对于投资的损益的关注甚至高于对投资金额的收益，基于此实际现象，不少的学者开始对融资的财务风险进行研究，其中最为代表性的是美国学者爱德华·阿特曼，他于 1968 年构建了著名的 Z 值模型，通过该模型可以有效分析企业与财务危机的距离，跟以往的研究不同，Z 值分析可以作为一个多变量指标，有机结合财务数据与判别标准，在计算得知的 Z 值越高则发生破产的概率越小，反之越大，同时阿特曼指出若是企业想远离破产危机，最为关键的是增加企业的盈利能力。

5.1.3 评价指标设计

(1) 事件研究法

①确定事件期

选定碧桂园发行 REITs 为事件，第 0 天选取为事件发生当天，即 2018 年 5 月 24 日碧桂园 REITs 发行当天。由于事件研究法所针对的事件不同，因此窗口期作为事件研究法不可或缺的因素，学者们都是根据具体分析对象的需要设置，并未有统一的区间选取限制，有较多的可选区间，一般情况下，事件研究期间的选取多集中于以下几个区间：即事件前后 40 天内、30 天内、10 天内、5 天内。本文将事件发生前后 5 天作为窗口期，即 $[-5, 5]$ ，考虑到如果选择较长时间作为窗口期，那么窗口期内可能会出现其他事件，由于这些事件所造成的影响很难剔除，因此研究短期内碧桂园 REITs 发行所导致的结果更为准确。并且为了使构建的收益率模型更加可靠，最终将窗口期前估计期间确定为 200 个交易日，以此来将更多的数据纳入。

②计算市场及个股收益率

选取合适的期间之后，需要得出估计期的收益率数据，包括个股与市场两个收益率指标，个股公式如下：

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \quad (5-1)$$

p_t 、 p_{t-1} ：股票收盘价（t 日、t-1 日）

R_t ：个股收益率（t 日）

通过以上公式可以得到市场收益率：

$$R_{m,t} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (5-2)$$

基于碧桂园在港交所上市的事实，市场收益率也相应的选取恒生指数。

I_t 、 I_{t-1} ：股票收盘价（t 日、t-1 日）

$R_{m,t}$ ：个股收益率（t 日）

③计算超额收益率

超额收益率，该指标是以下两个收益率的差额，窗口期内受事件影响所形成的股票收益率；如果市场一如既往，并没有发生事件，得到的正常预期收益率。引入 CAPM 模型完成预期收益率的计算，公式如下：

$$R_t = \alpha + \beta * R_{m,t} + \varepsilon \quad (5-3)$$

α ：常数项

β ：回归系数

ε : 随机误差

选取估计期得到的数据, 引入回归分析方法, 获取参数估计值, 将数值代入以上公式, 得到以下公式计算预期收益率:

$$R_t = 0.1805 + 1.708R_{m,t} \quad (5-4)$$

(2) 财务指标法

①盈利能力指标

针对于盈利能力评价, 基于对多数学者相关研究内容的归纳和前文的分析, 选取以下三个指标作为分析对象, 分别是总资产净利润率、净资产收益率、每股收益。

②偿债能力指标

针对于偿债能力评价, 普遍选取以下三个指标作为分析对象, 分别是流动比率、速动比率、资产负债率, 本文的评价也基于这三个指标开展。

③资产的流动性指标

评判资产在流动性方面的表现, 主要依据为资产周转的速度快慢, 本文在进行指标确定时引入房地产行业与其他行业的差异作为参考因素, 最终决定围绕应收账款周转天数、流动资产周转天数、总资产周转率这三个指标开展评价。应收账款周转天数、流动资产周转天数, 这两个指标的数值越高, 则相对应的资产流动性越差。总资产周转率的引入是为了更好的衡量资产利用效率的高低, 该指标数值的增加意味着效率的提升。

(3) EVA 价值评估法

经济增加值 (EVA) 可以用来衡量企业价值实现的程度。要想求得 EVA 具体数值, 通常需要通过以下几个步骤: 第一步, 通过计算求出调整后的税后经营净利润; 第二步, 通过计算求出加权平均资本成本, 该数据可以使企业相同风险程度下的折现率确定; 第三步, 在前两个步骤的数据之上求出 EVA, 通过 EVA 在碧桂园 REITs 实施前后的变化趋势来判断其为股东创造企业价值的程度。EVA 通过以下公式计算:

$$EVA = NOPAT - TC * WACC \quad (5-5)$$

NOPAT: 税后经营净利润 (调整后)

TC: 投入资本总额 (调整后)

WACC：加权平均资本成本

①税后净营业利润（NOPAT）

$$\text{税后经营净利润} = \text{税后净利润} \pm \text{调整项目} \quad (5-6)$$

具体需调整的项目如图 5.1 所示。

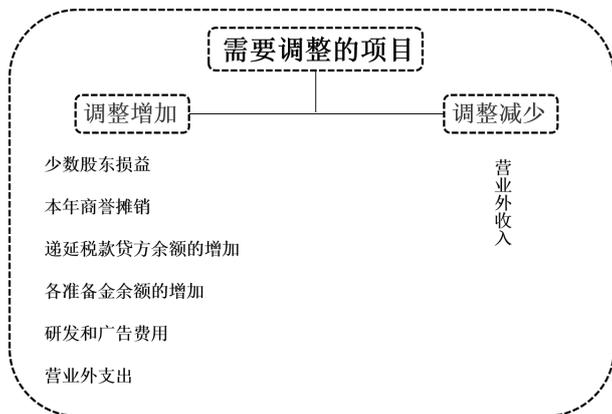


图 5.1 需要调整的项目示意图

②资本总额（TC）

资本总额的数值并不完全与财务报表中资产的数值保持一致，必须将调整因素考虑在内，企业财务报表的负债项目中，存在不需要支付利息费用的项目，这些项目不应当被计入负债总额中。图 5.2 列出了需要进行调整的项目。

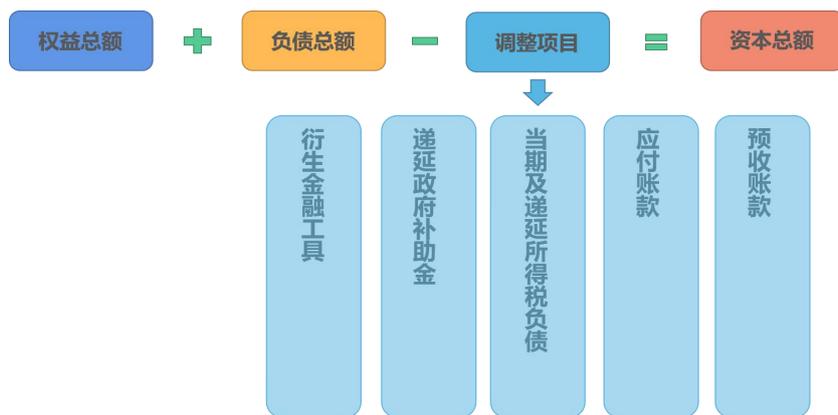


图 5.2 需要进行调整减少的项目

1) 税后债务资本成本的计算

$$\text{实际债务资本成本率} = \text{加权债务资本成本率} \times (1 - \text{企业所得税税率}) \quad (5-7)$$

2) 权益资本成本率的计算

碧桂园集团是港股上市公司，本文中采用 CAPM 模型对碧桂园集团股票的预期收益率进行估算。无风险报酬率采用的是当年国债的到期收益率，碧桂园集团的 β 系数查找自同花顺数据库，市场风险溢价用当年的 GDP 增长率作为市场风险溢价。

(4) Z 值模型法

本文用 Z 值模型来探讨和评价企业财务风险的影响，计算公式如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (5-8)$$

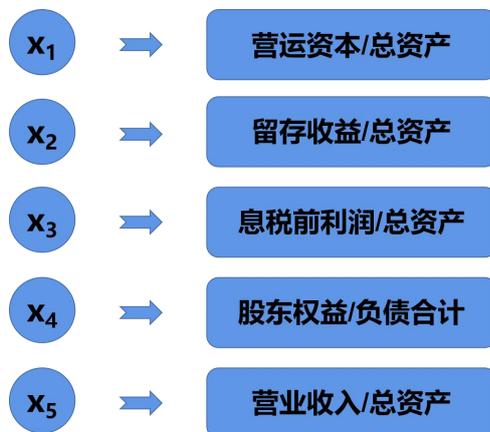


图 5.3 Z 值指标

对于财务风险的评价选择了 Z 值模型，对于 Z 值的计算指标最终选择了如图 5.3 所示的 X_1 - X_5 五个比率来反应企业的财务风险情况，并在此基础上首先确定了各指标的权重，用于反应各指标对于企业破产的影响大小，其中 X_1 为营运资本/总资产，用此指标反应企业的流动性，该指标越高说明营运资产比例越高，企业的流动资产越高，流动性越好， X_2 为留存收益/总资产，反应企业用于下一阶段的资金留存情况，这一比例往往与总资产数额有关，一般为一定额比例； X_3 为 EBIT/总资产，这一比率用于反应盈利的资金可带来的收益情况， X_3 越大则企业的经营情况越好，破产的可能性就越低； X_4 为股东权益/负债合计，用于反应股东权益与总负债的合计，该比例越高说明负债越低，企业越不易破产； X_5 则是企业的营运能力的体现；阿特曼除了设计此 5 项比率，同时对权重做出分析，用于反应不同指标间的重要程度，根据权重也可以看出，阿特曼认为这五个指标中，若是企业向避免破产，走出财务危机最重要的指标是 X_3 ，也就是企业的盈

利能力。

5.2 碧桂园房地产投资信托基金融资的经营绩效评价

以下部分将运用 5.1 所构建的评价体系对碧桂园构建 REITs 前后的融资效果在经营绩效方面的表现进行对比评价。首先，采用事件研究法检验构建 REITs 这个事件，在发生的短期内，其超额回报率是否发生变化，该指标能够较为直观的让我们看到事件发生后，资本市场到底给予了怎样的反应。其次，采取财务指标法，从企业资金增值、企业资产偿还长短期债务以及资产流动性三层面入手，最后，采用 EVA 价值评估法将碧桂园构建 REITs 前后年度的经济附加值进行比较，验证其能否为企业带来价值实现。

5.2.1 短期经营绩效评价

本文对于构建 REITs 这个事件，借助 SPSS 在短期内对数据进行线性回归分析，得到拟合模型：

$$R_t = 0.1805 + 1.708R_{m,t} \quad (5-9)$$

利用模型，将真实发生的市场收益率代入，事件期选定为事件发生前后五天内，就可以获得碧桂园在这 10 天内每天的预期收益率，通过对实际收益率、预期收益率进行减法运算，能够获取超额收益率 AR，再求出所得 AR 的总计数，即累计超额收益率 CAR，计算结果如图 5.4。



图 5.4 AR、CAR 计算结果图

由图可知，发行碧桂园 REITs 前后共 10 天内，计算确定的 CAR 为 2.43%，0.22% 是该项数据的均值。由图 5.4，可以直观的表现规定事件期内 AR 及 CAR 变动走向。

以 AR 和 CAR 在 5.4 中所呈现的变化为依据，事件发生初期，根据市场反馈，积极性到达了最高点，之后的几日，积极性随时间的变化而逐步下降，事件对市场行情产生的有利影响逐渐弱化，可以看出，两条折线都开始下行趋势，AR 的变动逐步向日常变动回归，累计超额收益率与每日收益率保持同向变动。然而，下行趋势虽然明显，整体上两条折线的位置基本处于 0% 以上，即累计超额收益率在所选取的完整事件期内大于 0。

为了使获取结果的准确性不被股价随机变化的影响波及，将 T 检验引入进行稳定性检验，结果整理如下：

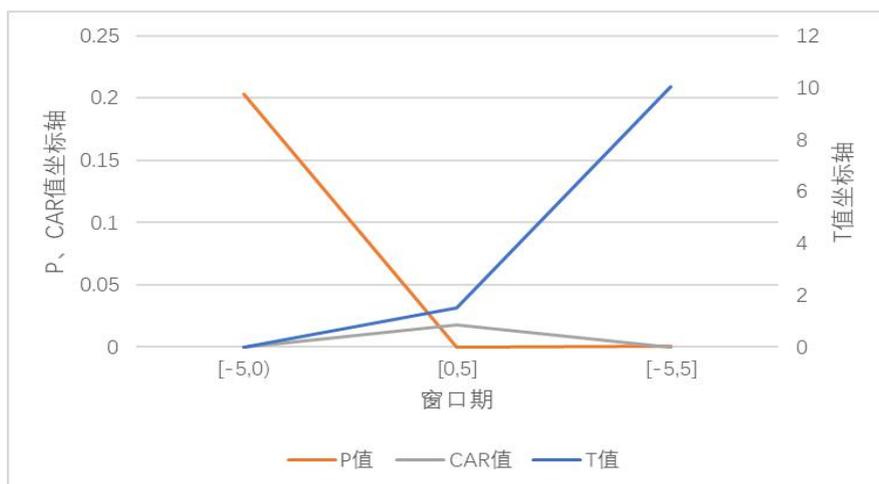


图 5.5 T 检验结果显示

由图 5.5 可以看出，CAR 值在发行前五日较后五日小，显著性低，发行当天直到整个事件期结束，CAR 值在 1% 的水平上显著异于 0，为期 11 天的事件期通过了显著性检验，且大于 0，说明市场对该次事件持正面态度，投资者通过 REITs 在市场上的顺利运作获取超额收益，市场对企业本身的价值也给予相应的积极评价。

5.2.2 长期经营绩效评价

(1) 财务指标融资前后变化评价

本文基于构建的评价体系，从三方面入手分别评价相关财务指标变化，分别是盈利能力、偿债能力和资产流动性这三个方面。因为该事件发生当年为 2018 年，为了更好的对比分析，选定 REITs 发行前两年，运作期两年作为分析区间，即 2016 年-2019 年这 4 年时间。

①盈利能力分析

基于对多数学者相关研究内容的归纳和前文的分析，本文选取以下三个指标作为分析对象，分别是总资产净利润率、净资产收益率、每股收益。三个指标在 2016 年至 2019 年的数值变化在表 5.1 中列示，图 5.6 则将数值的变化更直观的进行表示，结合以上两者，能够发现 REITs 在碧桂园运作前后对盈利能力的变化情况产生了怎样的影响。

表 5.1 碧桂园 REITs 成立前后盈利情况

	2016	2017	2018	2019
总资产净利润率	2.4%	3.18%	2.58%	2.24%
净资产收益率	17.01%	31.82%	32.20%	28.95%
每股收益	0.52	1.23	1.61	1.85

数据来源：碧桂园历年财务报告



图 5.6 碧桂园盈利能力指标变化情况

图表结合分析可知，2016 年至 2017 年，碧桂园总资产净利润率由 2.4% 提升至 3.18%，2018 年和 2019 年两年震荡下行，分别为 2.58%、2.24%。净资产收益

率除 2016 年在 20%，2017-2019 都稳定围绕 30% 上下小幅变动。每股收益则一直保持上涨趋势，2016 年为 0.52，2019 年为 1.85，增长 255%，平均每年增长 26.37%，自 2018 年碧桂园构建 REITs 后，当年出现较大增长，每股收益为 1.61，2019 年更是保持了增长势头，达到了 1.85。

综合来说，2018 年碧桂园 REITs 成功在市场发行以后，对盈利能力起到了正向推动作用。总资产净利润率平稳下降，其资产的获利能力并没有增强，然而，考虑到市场被实施一系列限制政策，如限制房价、限制购买，同时，碧桂园正处在运营模式的转型阶段，所以该指标的下降有迹可循。在这种情况下，每股收益依然保持坚挺的上涨趋势，从侧面说明 REITs 实施过程中确实产生了较好的融资效果。

② 偿债能力分析

通常对于偿债能力的判定，选取的指标有以下三个：流动比率、速度比率以及资产负债率，其中，前两个指标多用来判定短期偿债能力的强弱，资产负债率则被运用在长期偿债能力的分析中。2 和 1 分别被普遍认为是流动比率和速动比率的黄金点，若高于这个标准，则表明企业具有较强的偿债能力，但是，这一标准并不完全适用于房地产行业，由于房企的存货或固定资产一般占较大比重，因此无法达到该水平，根据 2018 年 Wind 数据的统计结果可知，中国房地产行业流动比率均值为 1.8。2016 年至 2019 年碧桂园偿债能力指标在表 5.2 列示。

表 5.2 碧桂园 REITs 实施前后偿债能力指标情况

	2016	2017	2018	2019
流动比率	1.20	1.13	1.15	1.17
速动比率	0.66	0.65	0.63	0.58
资产负债率	86.20%	88.89%	89.37%	88.54%

数据来源：碧桂园历年财务报告计算得出

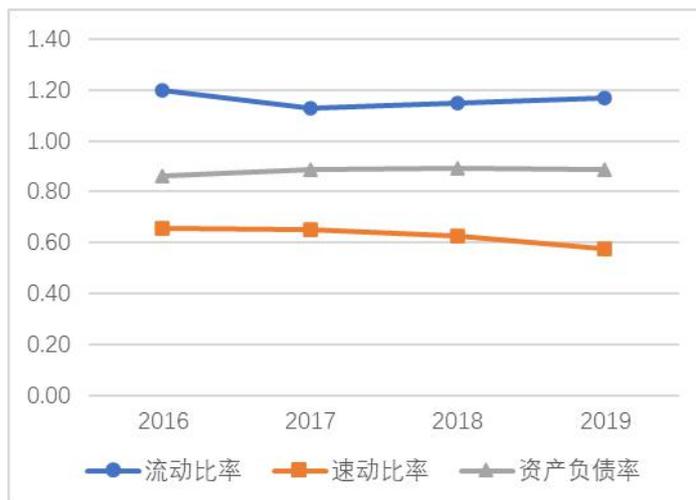


图 5.7 2016-2019 年碧桂园偿债能力变化情况

综合表 5.2 的数据以及趋势图 5.7，流动比率这个指标在图中可以看得出，四年间变化较为平稳，2016 年至 2019 年，该指标的变化趋势为先降低后升高，2017 年相较于 2016 年下降 0.07，2018 年和 2019 年连续两年升高，每年涨幅相同，都是 0.02，总体处在较低的水平，虽然变动较小，但仍能够佐证，碧桂园依托 REITs 实现了流动比率的提升，同时有助于其在较短期间内偿还债务能力的加强。速动比率这个指标的折线，与流动比率相似，没有出现较大的起伏，在整个观察期内的变化为缓慢下降，该指标经过四年仅下降了 0.08，可以看出该指标在碧桂园运作 REITs 后一年内有小幅度的降低。从两者的趋势来看，流动比率整体水平在行业内处于较高水平；这标志着在剔除存货的影响后，企业流动资产有了更强的偿还债务的水平，从图中可以明显看出，流动比率这个指标所代表的折线与速动比率这个指标所代表的折线，两条折线的距离稳定在 0.6 左右。基于房地产企业的特征，其存货大致可以分为商业地产和住宅，这两类存货的流动性都不高，并且与其他行业的存货相比，还存在着两点差异性，分别是金额大、占流动资产比重大。因此碧桂园的速动比率并未达到 1，是基于其所处行业的特殊性，但对于库存过高的问题仍然应该形成足够的重视，供给侧改革、产业结构升级是国家层面一直在主导推动的事情，作为支柱行业，房企应该适当调整库存结构，提高效率去库存化，积极寻求运营模式转变的路径，响应国家的号召。

碧桂园在 2016 年到 2019 年的资产负债率都保持在 85%以上的高位，而据国家统计局数据显示，该项目在房地产行业的均值为 63%，碧桂园高出近三分之一。

这表明碧桂园的总资产构成中，债权性质的融资金额比重大，远高出整体均值，融资结构虽然不单一，但是单个渠道来源占比过大，其他渠道的融资无法实现分散风险的作用。不容忽视的是，2018年碧桂园尝试依托 REITs 产品获得融资来源后，资产负债率由 2018 年的 89.37% 下降到了 2019 年的 88.54%，尽管此时该比率依然高于正常线，但是对于企业偿债风险确实起到了一定程度的分散作用。

碧桂园的偿债能力指标在行业中的表现中规中矩，但碧桂园拥有着领先的行业地位，其在中国深耕多年，品牌优势也已经生成，因此其能获得的信用评级较高，利用以上自身优势，能够克服一些债权融资过程中的限制。因此，站在表外业务的视角看待其偿债能力，还是可以给予肯定的评价。从数据分析结果来看，REITs 并未给短期偿债能力的提高带来很大的影响，但是，发行 REITs 能够获得市场的认可，进而这种认可会在金融机构对碧桂园进行信用评级时产生作用，其能获得的授信额度的提高也变得相对容易。总体来说，REITs 作为金融工具，其功能与碧桂园融资需求特点匹配度高，更倾向于将其作为中长期的融资手段。

③资产流动性分析

对于资产流动性的分析，最为常见且有效的可选指标有应收账款周转天数、存货周转天数和总资产周转率。

表 5.3 2016-2019 年碧桂园营运能力分析

指标	资产证券化前			资产证券化后
	2016	2017	2018	2019
应收账款周转天数	187.62	307.69	330.93	320.28
存货周转天数	529.75	625.03	651.36	730.4
总资产周转率	0.32	0.28	0.28	0.27

数据来源：作者整理



图 5.8 2016-2019 年碧桂园营运能力变化

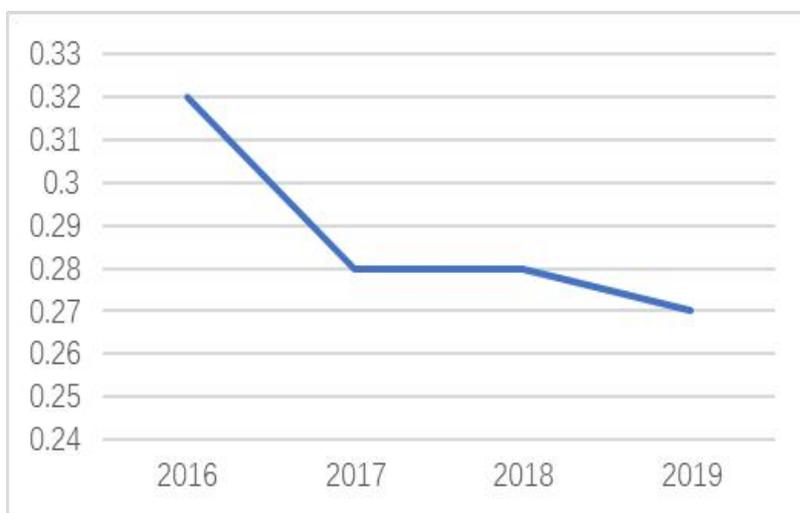


图 5.9 2016-2019 年碧桂园总资产周转率变化

依据对上述表 5.3、图 5.8、图 5.9 综合观察，可以发现，在 2016 年以后，应收账款周转天数出现了明显的升高，2016 年为 187.62 天。2017 年则显著的上升至 307.69 天，但是，2018-2019 年则出现下降趋势，从 330.93 降为 320.28 天。2016 年至 2019 年存货周转天数的变化趋势总体呈现上升趋势。总资产周转率这个指标的变化，整体来看，在 2016 年至 2019 年这四年间阶梯式下行，自 2016 年-2018 年基本保持在 0.28，2019 年下降至 0.27。

综合来说，自 2018 年碧桂园构建 REITs 以来，应收账款周转天数、总资产周转率都呈现降低的趋势，一定程度上缓解了碧桂园的资金压力。但是 2016-2019 年存货周转天数较呈大幅增加趋势，这有可能是因为 2017 年国家层面出台了房

屋限购政策，受该政策影响，房屋销售速度放缓。进一步地，剔除政策作用，那么导致该指标出现下行趋势的原因就是 REITs 的运作，REITs 通过一系列流程将商业地产和房屋变换为货币资产，实现了流动性由低向高的转化，有助于存货层面存在的隐形成本得到一定程度的回笼，使资金存量得到扩充，实现了碧桂园优化资产结构的目的。

(2) EVA 价值评估分析

① 碧桂园税后净营业利润计算

相关的计算结果在表 5.4 中加以展示。

表 5.4 2016-2019 年碧桂园税后经营净利润计算/亿

年份	2016	2017	2018	2019
利润总额	213.91	465.22	795.63	989.39
净利润	136.63	287.52	485.42	612.02
+所得税	-77.27	-177.7	-310.21	-377.37
+利息费用	1.43	0	0	0
息税前利润	60.79	109.82	175.21	234.65
平均所得税税率	-36.12%	-38.20%	-38.99%	-38.14%
息前税后利润	137.54	287.52	485.42	612.02
+少数股东损益	0	0	0	0
+本年商誉摊销	0	0	0	0
+当年计提的各项减值准备	5.26	8.65	10.13	11.96
其他收入及收益	15.30	26.11	43.44	32.88
税后经营净利润	158.10	322.28	538.99	656.86

数据来源：碧桂园历年财务报告

② 碧桂园资本总额 (TC) 计算

相关计算结果在表 5.5 中展示。

表 5.5 2016-2019 年碧桂园资本总额计算/亿

时间	2016	2017	2018	2019
所有者权益	816.15	1166.12	1734.08	2186.08
负债	5099.56	9330.57	14600	16900
无息流动负债	3667.16	7164.87	5663.44	6780.67
预收账款	1924.09	3467.47	3214.27	3160
贸易及其他应付款	1517.89	3309	5010.59	6018.91
当期所得税负债	153.1	216.07	307.83	403.67
递延所得税负债	69.28	164.48	322.24	327.63
递延政府补助金	2.37	2.33	2.49	2.15
衍生金融工具	0.42	5.68	20.29	28.31
资本总额	2248.55	3331.82	7456.37	9145.41

数据来源：作者整理

1) 税后债务资本成本的计算

计算结果见下表 5.6 所示：

表 5.6 2016-2019 年碧桂园资本总额计算/亿

项目名称	2016	2017	2018	2019
债务总额	1431.40	2165.70	8936.56	10119.33
利息费用	68.77	110.41	191.29	244.89
-银行及其他借款	37.41	65.53	1355.17	2316.83
-优先票据	17.31	22.22	319.13	417.16
-公司债券	12.61	19.61	473.34	419.08
-证券化安排的收款	1.44	3.04	0.00	131.68
加权平均的债务成本率	4.80%	5.10%	6.11%	6.34%
实际债务资本成本率	3.60%	3.83%	4.58%	4.76%

数据来源：作者计算

2) 权益资本成本率的计算

考虑到碧桂园并未在深交所、上交所上市，而将其上市地点选取为港交所，

因此在对该集团股票的预期收益率进行估计时，决定运用 CAPM 模型，权益资本成本率也以该指标计算得到的数据为基准。碧桂园集团 2016-2019 年的权益资本成本率计算如下：

表 5.7 2016-2019 年碧桂园相关率计算

项目	无风险收益率 (%)	市场风险溢价 (%)	β	权益资本成本率 (%)
2016	1.500	6.700	1.000	8.200
2017	1.500	6.900	0.970	8.190
2018	1.500	6.600	1.010	8.170
2019	1.500	6.100	0.980	7.480

数据来源：作者计算

3) 加权平均资本成本率的调整和计算

表 5.8 为碧桂园 2016-2019 债务资本与权益资本计算情况。

综合表 5.6，表 5.7 和表 5.8，可以得出加权平均资本成本率，具体计算见下表：

表 5.8 2016-2019 年碧桂园债务资本与权益资本计算情况

年份	2016	2017	2018	2019
债务资本总额	1431.40	2165.70	8936.56	10119.33
债务利息支出	68.77	110.41	191.29	244.89
资本总额	2247.55	3331.82	10670.64	12305.41
债务资本比例	64%	65%	84%	82%
权益总额	816.15	1166.12	1734.08	2186.08
权益资本比例	36%	35%	16%	18%
年份	2016	2017	2018	2019
债务资本总额	1431.40	2165.70	8936.56	10119.33
债务利息支出	68.77	110.41	191.29	244.89
资本总额	2247.55	3331.82	10670.64	12305.41
债务资本比例	64%	65%	84%	82%
权益总额	816.15	1166.12	1734.08	2186.08
权益资本比例	36%	35%	16%	18%

数据来源：作者计算

表 5.9 碧桂园加权平均资本成本率

年份	2016	2017	2018	2019
债务资本成本比例	64%	65%	84%	82%
债务资本成本率	3.60%	3.83%	4.58%	4.76%
权益资本比率	36%	35%	16%	18%
权益资本成本率	8.20%	8.19%	8.17%	7.48%
加权平均资本成本率	5.26%	5.35%	5.16%	5.24%

数据来源：作者计算

③EVA 的计算

相关 EVA 计算结果如表 5.10 所示：

表 5.10 EVA 数值表/亿

年份	2016	2017	2018	2019
税后净营业利润	158.10	322.28	538.99	656.86
资本总额	2248.55	3331.82	10670.64	12305.41
加权平均资本成本率	5.26%	5.35%	5.16%	5.24%
资本成本合计	118.22	178.25	551.12	644.65
EVA 值	39.88	144.03	-12.13	12.21
税后净营业利润 同比增加		103.84%	67.24%	21.87%
EVA 同比增加		261.14%	-108.42%	200.64%

数据来源：作者计算

结合表 5.10，可以得到以下的分析，碧桂园的负债率这一指标，多年来从未下降，始终保持增长的势头，带来该种变化的关键因素是其从未停止升高的财务杠杆，从 2016 年 2018 年，权益资本比率由 36%到 16%，下降了 20%，虽然 2019 年有小幅幅度回调，但是，从较长期间考量，这种趋势仍然是下降的，因此，在衡量企业真实的盈利能力时，相较于税后净营业利润，采用 EVA 更具说服力。2018 年税后净经营利润较 2017 年上升 67.24%，但是 EVA 同比降低 108.42%，这是由

于碧桂园的百亿 REITs 融资所带来的资金效益还未得到体现，而在 2019 年 EVA 同比增加近 200.64%，说明在 2019 年碧桂园的 REITs 资金效果得到充分利用，带来了经济值增加。

5.3 碧桂园房地产投资信托基金融资风险评价

5.3.1 碧桂园发行 REITs 财务风险评价

本文对碧桂园集团在发行 REITs 前后的三个季度进行了 Z 值模型的计算，计算结果如表 5.11 所示，从表中数据分析可得，碧桂园集团发行 REITs 融资后，其财务风险得到下降。

表 5.11 碧桂园 2016-2019 年 Z 值分析

	2017.12.31	2018.6.30	2018.12.31	2019.6.30	2019.12.31
报告期	年报	中报	年报	中报	年报
Z 值分数	0.63	0.39	0.67	0.45	0.73
Z 值-环比增减		-38.85%	72.54%	-33.01%	62.46%
X1 营运资本/总资产	0.09	0.08	0.11	0.09	0.12
X2 留存收益/总资产	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06
X3 息税前利润/总资产	0.04	0.02	0.05	0.02	0.05
X4 股东权益/负债	0.13	0.11	0.12	0.12	0.13
X5 营业收入/总资产	0.22	0.09	0.23	0.12	0.25

数据来源：作者计算

由表 5.11 可以看出，碧桂园发行 REITs 之后 Z 值的变化，根据前文分析息税前利润/总资产为最重要指标，可以看出对于年报 X3 指标相对均衡，中报指标也相对均衡，中报指标略低于年报指标，从 Z 值来看 2018 年年报明显提高，之后 2019 年中报出现降低，到 2019 年年报中又出现增高，碧桂园的 REITs 发行于 2018 年 4 月，到 2018 年底时 Z 值已经较 2017 年底出现增高，到 2019 年底又出现增高，说明 Z 值在向增大的方向变化，Z 值越大企业距离破产越远，说明碧桂园发行 REITs 之后可以有效降低财务风险。

5.3.2 碧桂园发行 REITs 的其他风险分析

以融资效果的分析结果作为依据,评价企业运用该种金融工具进行融资的经营绩效和财务风险,确实可以认为 REITs 是与房企当前紧迫的融资需求相符合的融资模式。然而,投资者为什么会选择 REITs,而不是依托其他金融产品,达到通过投资而获取收益的目的。碧桂园在发行 REITs 之后,股票市场为什么会给予积极的反馈。不论是市场还是个人,都相信其能够在未来带来稳定的收益。但是,这样的信任是基于当前的政策以及经济环境,以及碧桂园本身树立的品牌影响力和其强大的实力,一旦市场发生变化,或者企业本身出现不利因素,那么 REITs 带给投资者以及企业的就是风险而不是收益。因此,即便目前的融资效果的数据表现良好,但是企业还应该注意防范以下可能出现的风险。

(1) 委托代理风险

基于 REITs 交易结构的设定,企业作为委托方,将 REITs 的全流程运作交付于专业的信托公司,信托公司就成为了代理方。REITs 规定代理人的收益与投资行为本身以及底层资产产生的租金收益和增值收益无关,只有管理费收入。由于当前我国 REITs 还处于发展初期,不论是监督机制还是激励机制都是不完善的,同时,企业管理费的支付不一定能够起到对信托机构的激励作用,信托机构提供的服务质量以及专业程度无法保障,直接影响到企业最终融资目的的实现。另外,企业获得来自于投资人认购基金份额的资金,由于相关信息披露机制的不健全,该笔资金有可能被管理者用于其他的投资项目。

(2) 底层资产租金收入波动风险

投资者判断是否进行投资的关键因素是其未来能够产生收益的多少。REITs 的分配机制中,包含了底层资产的租金收入,虽然标的物的资产构成在 REITs 构建时就已经经过严格的筛选,但是市场不是一成不变的,而租金收入的高低以及稳定与否依赖于市场环境,难以保证不确定事件一定不会发生,以新冠期间的深圳房屋租赁市场为例,由于疫情影响,大量企业由于收入降低,选择搬离租金较高的繁华路段写字楼,深圳市场出现写字楼大量空置的情况,没有租客意味着没有租金,如果这种情况发生在 REITs 的底层标的物上,投资者得不到相应的租金分配,在证券开放期内有可能引发投资者卖出大量基金份额的现象,而 REITs 发行时本来就有增信措施,如果这种现象大规模发生,那么房地产企业本来脆弱的

资金链将持续承压，企业一旦资金链断裂，不仅要面临偿付风险，还有可能直接导致企业破产。

（3）发行成本增加的风险

REITs 在中国市场上仍然是新兴事物，国家层面虽然给予 REITs 明确支持，但是目前并未见出台税收层面的优惠政策。REITs 的运作流程环节较多，每个环节基本都需要承担一定程度的相关税费支出，因此，由于存在较高的税费，REITs 在我国实施时，无法实现节约融资成本的功能，反而在一定程度上增加了融资过程的成本费用支出。

（4）投资目的偏离的风险

结合图 5.4 和表 5.6，可以看出，碧桂园 REITs 得到了积极的市场反馈，因此，凭借发行 REITs，企业可以获得较高的信用评级，从表 5.6 的数据可以看出，虽然 2017 年-2019 年信贷政策紧缩，碧桂园依旧获得了较高的授信额度，银行借贷规模呈增长趋势。REITs 本身为起来带来一定量的融资，但是，企业可以凭借市场对其的积极反馈，借助于发行 REITs 达到突破银行信贷门槛的作用，一旦企业基于这样的动机来运作 REITs，带来的结果并不是缓解房地产企业对银行信贷的依赖，而是进一步使企业陷入银行信贷的桎梏，随着银行信贷的规模不断扩大，企业的资产负债率继续高企，将带来难以预料的后果。更甚至于，企业利用资产证券化筹得的资金，继续买入资产，对新资产继续进行资产证券化，这样循环往复，导致的后果就是企业财务杠杆被一而再，再而三的提高，风险也不断扩大。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

(1) REITs 有益于企业价值实现

本文选用事件研究法和价值评估法,形成经营绩效评价体系,探究在较短期间和较长期间内 REITs 如何作用于企业价值。以短期作为分析区间,REITs 在房企融资过程中应用,可以引起市场和企业的相互反应,一方面,发行 REITs 这一举动可以向市场传达企业的积极面,另一方面,市场以及市场中的众多投资者在接收后,给予企业积极的反馈。以长期作为分析区间,EVA 经济增加值在碧桂园发行 REITs 前后波动明显,尤其是 2018 年到 2019 年大幅增长,由负变正,企业在运用 REITs 后确实获得了较大的助益。

(2) REITs 有助于财务绩效的增长

2018 年碧桂园 REITs 成功发行后,引起了盈利水平的上涨。EPS 表现尤其突出,呈现较强劲的上升势头,碧桂园借助于发布 REITs 产品这件事,使其在信用评级时能够获得更高的等级,这更有助于授信额度的提升,在此基础上,充裕的资金流也得到了保障。从长期来看,REITs 被碧桂园成功运行后,得到较明显提升的指标有应收账款周转率和存货周转率,表明其在运营能力的增强方面起到推动作用,有助于碧桂园集团来自于经营层面的压力得到释放。更进一步地,碧桂园成功发行 REITs 后,以较高的效率焕活不动产,缩短收回投资成本所需要耗费的时间,其资产流动性也得到相应的补充。综合来看,REITs 有助于优化企业财务业绩表现。

(3) REITs 能够帮助企业节约融资成本

从企业自身出发,选取融资方式的标准之一是融资环节消耗资金的多少。碧桂园依托 REITs 获取融资来源后,其筹资来源于社会资金的部分得到了较多的补充,能够提供安全保障的融资路径的增加,在一定程度上使企业对于银行等金融机构的依赖程度降低。构建 REITs 标的物的底层资产部分,其功能不仅是充当标的物,该底层资产在交予专业机构管理之后,还能把收益带给企业,这就是 REITs 融资灵活性的体现。上文计算得出 2017 年碧桂园 WACC 为 5.35%,2018 年减少至

5.16%，虽然 2019 年小幅升高至 5.24%，但较实施 REITs 前相比，融资成本降低了 0.11%。基于以上分析，REITs 确实能够实现节约融资成本的功能。

（4）REITs 有助于降低企业财务风险

房地产行业与其他行业在以下三个方面存在着显著的差异：重资产、长周期、强调控，因此房企现金流承压较大，稳定且充足的现金流是每个房企重点关注的环节，所以在资金回收方面的高效率对房企的重要程度不言而喻。对标房企的以上需求，REITs 在运作过程中，将资产项目由表内转移至表外，实现资产流动性由低至高的转变，在此过程中，企业资产的变现能力被直接提高，调整资金流的结构，使得财务风险被疏散。数据分析的结果也进一步使该结论得到验证，经过 5.3.1 中的 Z 值检验，财务风险于 REITs 成功发行后呈现出清晰的下降趋势。

6.2 研究启示

（1）REITs 的成长依托国家顶层设计的支持

现如今，REITs 在我国的本土化进程依旧处于起步阶段，其在金融市场中获得更多的进步，不仅依赖于能否获得企业自身的青睐，还离不开政策层面的支持，近年来，政策层面已出台具有针对性的大政方针，具有代表性的有国务院办公厅在 2016 年 6 月 3 日印发的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》以及 2020 年 4 月 30 日由证监会、国家发改委联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作的通知》，可见 REITs 与顶层设计的架构向符合。因此，基于国家顶层设计的保障，能够使 REITs 在中国市场的发展得到助益。

（2）优质底层资产是 REITs 运作的重要前提

底层标的物产生的收入是 REITs 进行利益分配的重要构成，因此，基础资产所能产出现金流的稳定与否以及规模大小是决定投资者是否进行投资的决定因素之一。基于以上原因，底层标的物的择优选取在运作 REITs 时显得尤为关键。REITs 底层资产的构成项目为住宅或商业地产，不具有强流动性，项目的筛选流程中，质量是决定是否选择的关键因素。优质的资产一般具有以下特征，首先，盈利能力强，租户普遍属于中大型企业并且稳定，租金的偿付能力较强，能够保障租金收益高且安全。其次，升值空间大，商业地产一般选址于拥有成熟配套设施的商业区，升值潜力可观，碧桂园 REITs 底层资产就符合以上两个特征。近年

来，房企大举进军商业地产领域，商业地产的开发数量有大幅度的上涨。商业地产数量的增加也相应的使筛选难度增加，需要剔除只负责建造，没有构建成熟运营体系的地产，以及在建造过程中偷工减料的地产。这些资产一旦被作为REITs的标的物，肯定会伴随着较大的风险。因此，只有筛选真实可靠的优质资产，才能保障REITs全流程的顺利运作。

(3) 企业发行REITs仍需警惕风险

以本文评价体系分析结果作为依据，确实可以认为REITs能带来企业价值的提升，并有助于风险的分散。然而，不论市场还是个人，选择投资碧桂园REITs都是基于其未来能够带来较为客观的收益。一旦市场发生变化，或者企业本身出现不利因素，那么投资者的收入预期将被现实打破。由于REITs的特殊性，企业在其运作过程中容易出现委托代理风险、标的物租金变动风险、成本增加风险，更甚至于，企业依托REITs所带来的融资继续买入资产，将新资产证券化，从而继续获得融资，如此循环往复，将带来难以预计的风险。因此，需要建立有效的市场准入机制、资产评级机制以及监督披露机制，从源头上进行各风险点的全面管控。

6.3 研究展望

本文以碧桂园为实际案例，对其发行REITs前后的融资效果进行对比分析，通过短期经营绩效评价、长期经营绩效评价及融资财务风险进行分析，得出一定的研究成果，但是以此论文为基础还有一定的研究方向，碧桂园发行REITs的主要目的为获得融资，从而更好的为企业发展服务，但是企业作出一项决议不会仅仅只因为一个目的，这其中可能会有更加深层次的目的，本文由于学术水平、时间及精力有限，未更加深层次的挖掘碧桂园发行REITs除融资需求之外的目的，也未基于这些深层次目的作出一定的分析，因此之后的研究可以以此为抓手，探究碧桂园更深层次的发行REITs的目的，并以此撰写论文。

参考文献

- [1] Ahmad N, Pollard TM, Unwin N. The optimal timing of blood collection during the menstrual cycle for the assessment of endogenous sex hormones: can interindividual differences in levels over the whole cycle be assessed on a single day?[J]. *cancer epidemiol biomarkers prev*, 2002, 11(1): 147-151.
- [2] Akinsomi O, Aye G C, Babalos V, et al. Real estate returns predictability revisited: novel evidence from the US REITs market[J]. *Empirical Economics*, 2016, 51(3): 1165-1190.
- [3] Almamy J, Aston J, Ngwa L N. An evaluation of Altman's Z-score using cash flow ratio to predict corporate failure amid the recent financial crisis: Evidence from the UK[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016.
- [4] Devos E, Spieler A, Tsang D. Elective Stock Dividends and REITs: Evidence from the Financial Crisis[J]. *Real estate economics*, 2014, 42(1): 33-70.
- [5] Emeterio, Iglesias, Jiménez, et al. Composting of domestic refuse and sewage sludge. I. Evolution of temperature, pH, C/N ratio and cation-exchange capacity[J]. *Resources, Conservation and Recycling*, 1991.
- [6] Glascock J L, Lu-Andrews R. The Price Behavior of REITs Surrounding Extreme Market-Related Events[J]. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 2015, 51(4): 441-479.
- [7] Hartzell J C, Sun L, Titman S. The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts[J]. *Real Estate Economics*, 2006, 34(3): 343-376.
- [8] Jiao Y. Stakeholder welfare and firm value[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2010, 34(10): 0-2561.
- [9] Nazlioglu S, Gormus A, Soyta? U. Oil prices and real estate investment trusts (REITs): Gradual-shift causality and volatility transmission analysis[J]. *Energy economics*, 2016, (60): 168-175.
- [10] Ooi J T L, Wong W C, Ong S E. Can Bank Lines of Credit Protect REITs against a Credit Crisis?[J]. *real estate economics*, 2012, 40(2): 0-8.

- [11] Wang J,Xia F F,Bai Y,et al. Methane oxidation in landfill waste biocover soil:Kinetics and sensitivity to ambient conditions[J]. waste management,2011,31(5):864-870.
- [12] 安磊, 沈悦, 徐妍. 房价上涨如何影响实体企业债务融资——兼论房地产调控政策的实施效果[J]. 当代经济科学, 2018, 40 (05) : 47-61+126.
- [13] 蔡步琳. 房地产投资基金模式的研究[D]. 浙江大学, 2019.
- [14] 蔡学军, 张莉. 上市公司市值管理评价体系优化探索[J]. 财会通讯, 2017(2).
- [15] 丁建臣, 徐捷, 张维. 中外房地产投资信托基金(REITs)研究文献综述[J]. 经济研究参考, 2013, (54): 36-42.
- [16] 董佳慧, 林秋燕. 我国养老地产对接 REITs 融资模式探究[J]. 对外经贸, 2020 (06) : 75-77.
- [17] 葛丰. REITs 能否适应中国土壤? [J]. 中国经济周刊, 2015 (18) : 7-7.
- [18] 黄珺, 黄妮. 过度投资、债务结构与治理效应——来自中国房地产上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2012 (09) : 69-74+99.
- [19] 孔令明. 基于事件研究法的上市公司高管减持经济后果分析[J]. 财会通讯, 2017(23) : 25-29.
- [20] 李梦玄, 周义. 公共租赁住房融资创新的 REITs 模式[J]. 财会月刊, 2011 (33) : 50-52.
- [21] 李曜, 谷文臣. 债转股的财富效应和企业绩效变化[J]. 财经研究, 2020, 46 (07) : 107-121.
- [22] 刘运国, 陈国菲. BSC 与 EVA 相结合的企业绩效评价研究——基于 GP 企业集团的案例分析[J]. 会计研究, 2007 (9) : 50-59.
- [23] 毛勇春. 市值管理新论[M]. 同济大学出版社, 2015(11).
- [24] 秘勇. 在自持租赁住房业务中引入 REITs 可行性分析[J]. 纳税, 2019, 13 (08) : 168+170.
- [25] 潘世炳, 文云波等. REITs 助力房地产行业进入新时代[J]. 住宅与房地产, 2018 (36) : 16.
- [26] 庞博. 内部控制、非经常性损益与企业绩效[J]. 财会通讯, 2020 (14) :

- 57-59+68.
- [27] 裴潇, 黄玲, 陈华. 基于 Z 值模型的房地产企业财务预警研究[J]. 财会通讯: 综合(上), 2015 (2): 17-20.
- [28] 盛日玲. 我国商业银行信贷制造业投向策略研究——基于 Z 值模型在上市公司信用评级应用[J]. 时代金融(下旬), 2016 (11): 321-325.
- [29] 孙汉康. 国外 REITs 发展的经验及对我国 REITs 转型的启示[J]. 经济问题, 2019 (10): 56-63.
- [30] 王阿靓, 徐兴桃. 财务预警模型效果实证研究——基于房地产行业的数据[J]. 财会通讯, 2014 (18): 110-112.
- [31] 王建波, 宋美佳, 张文丽. REITs 在公租房项目融资中的风险评价与应用[J]. 青岛理工大学学报, 2015, 36(2): 100-106.
- [32] 王克稳, 金占明, 焦捷. 战略群组身份、企业慈善捐赠和企业绩效——基于中国房地产行业的实证研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17 (6): 53-62+71.
- [33] 王庆仁, 高春涛. REITs 风险收益特征及其资产配置作用[J]. 证券市场导报, 2006 (3): 40-43.
- [34] 伍荣政. 平衡计分卡在企业绩效评价中的应用研究[D]. 南京理工大学, 2018.
- [35] 肖挺, 刘华. 两种商业模式下高管团队与上市房地产企业业绩研究[J]. 南开管理评论, 2015, 18 (1): 98-107.
- [36] 熊亚敏, 姜翔程. 我国房地产企业产融结合效果实证研究[J]. 工程管理学报, 2016.
- [37] 徐明稚, 张丹, 姜晓璐. 基于现金流量模型的高校财务风险评价体系[J]. 会计研究, 2012 (7): 57-64.
- [38] 姚佳, 钱莺. 房地产行业上市公司绩效评价[J]. 经营与管理, 2013 (6): 67-69.
- [39] 叶学平, 杨韞韬. 中外房地产信托投资基金(REITs)研究述评与展望[J]. 经济论坛, 2019 (07): 88-96.
- [40] 张保国. 房地产 REITs 创新是必然[J]. 中国房地产业, 2015(Z1): 150-151.
- [41] 张红, 李洋, 黄硕. 中国房地产上市公司财务危机预警研究[J]. 河南社会科学

- 学, 2013 (03) : 82-85+114.
- [42] 张红, 杨飞. 我国房地产上市公司绩效测算与比较[J]. 中国房地产, 2014 (2) : 21-28.
- [43] 张晖. 互联网公司境外上市融资效果分析——以人人公司为例[J]. 财会通讯, 2018(26): 21-24.
- [44] 张丽平, 付玉梅. 多元化经营是否降低企业绩效?——基于特变电工及天威保变的案例研究[J]. 会计之友, 2019(06): 132-136.
- [45] 赵丹青, 李培琳. 国内房地产投资信托基金研究可视化分析[J]. 中国物价, 2020 (04) : 63-66.
- [46] 赵以邗. 廉租住房和公共租赁住房实行 REITs 融资的可行性探讨[J]. 武汉金融, 2010 (9) : 12-14.
- [47] 周佰成, 马可为, 李佐智等. 风险调整 EVA 模型及其在央企绩效评价中的应用[J]. 管理世界, 2016 (6) : 180-181.
- [48] 周代希. 房地产信托投资基金法律形式及立法路径探讨[J]. 证券市场导报, 2009 (12) : 31-35.

后 记

在无数个夜晚里，我总是幻想着论文写完的那一天会是什么样子。

如今，我的论文终于写完了，我的研究生时光也快要结束了。此时此刻的我，内心是激动的，眼眶也是湿润的。

回顾研究生三年，充实而又美好，感谢在这段时间里陪伴我成长的老师与同学，是你们为我原本平平无奇的研究生生活保驾护航。

其中最需要感谢的莫过于我的导师，他是一个极为完美的老师，不只局限于学术上的造诣，还体现在各个方面，在我因对论文一窍不通而坐立不安时，极为耐心地为我讲解该怎么写出一篇论文，又该去哪里找寻资料，让我这个学术小白感悟到了学术研究的魅力，他仿佛是一道光，照亮了我的学术黑洞，又如同是一场雨，滋润着我的学术荒漠，对导师的感谢用一句诗句来形容就是“天长地久有时尽，师恩绵绵无绝期”，能成为导师指导过的学生，属实是我荣幸之至。

除了老师，我还要感谢我的研究生舍友，这三年有她们的陪伴，我已不再是初入校门时自卑的那个自己，我们的友谊体现在了每个方面，我们一起上课，一起复习，一起游玩，在我失落时安慰我，在我喜悦时与我一同分享，在我因为论文遇到瓶颈期时她们也愿意陪我一同解决难题，这篇论文能够顺利写出也同样离不开她们的帮助，非常感谢她们的存在与陪伴，希望她们永远可以在意气风发斗志昂扬！感谢！

我还要感谢的是我的父母，生我育我的爱与恩情我本就该用一生来守护，对他们的感谢根本不能用言语来形容，求学三年在外，毕了业也要在外漂泊，看着父母新添的白发，心中甚至心疼。父母的爱是最温柔的海，而我正是海中一叶舟，感谢他们的养育之恩，让我平平安安成长为现在的自己。

最后我要感谢我的先生，他的帮助为我指明了未来前进的方向，也让我更有信心去迎接全新的挑战，他是我坚实的后盾，也是我最宝贵的财富，我会不断努力去奋斗，为实现自己的理想而拼搏，不让任何一个需要我感谢的人失望。

再一次，由衷的感谢。