

分类号 _____
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 REITs 模式下华发股份资本结构优化研究

研究生姓名: 王晓菲

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 刘志文 注册会计师

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: 2023 年 6 月 19 日

独创性声明

本人声明所提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： 王晓菲 签字日期： 2023.6.9

导师签名： 邓 签字日期： 2023.6.12

导师（校外）签名： 刘 签字日期： 2023.6.13

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： 王晓菲 签字日期： 2023.6.9

导师签名： 邓 签字日期： 2023.6.12

导师（校外）签名： 刘 签字日期： 2023.6.13

Research on capital structure optimization of Huafa Shares based on REITs model

Candidate : Wang Xiaofei

Supervisor : Hu Kai Liu Zhiwen

摘 要

当前，“租售并举”背景下，房地产行业竞争开始转向租赁住房市场。房地产企业纷纷探索轻资产化转型，以谋求新的发展机遇与方向。相关企业竞争战略升级将引起新一轮融资需求。一般而言，企业融资难易程度将深刻影响到企业战略规划制定与实施效果。2020年“三道红线”政策的推行进一步加大了房地产企业的融资难度，为了在困境中谋求突破与发展，房地产企业开始积极探索多元化融资路径，房地产信托投资基金（REITs）受到了越来越多的市场关注。

本文以华发股份为研究对象，通过分析华发股份发行 REITs 前，企业面临的融资结构问题与转型升级的新需求，围绕华发股份租赁住房 REITs 融资动因、特点和发行流程等，利用现代资本结构理论与财务分析指标，结合企业资本结构最优化目标，分别从对资产负债结构的优化路径，降低融资成本，提升企业净资产收益率，对公司剩余价值提供正向反应等方面探究华发租赁住房 REITs 对企业资本结构的优化路径。最后，为保障我国 REITs 的顺利发展，缩小与国际标准化 REITs 的差异性，发挥规模效应，本文结合我国 REITs 发展现状，针对性提出相关保障建议，包括积极推进标准化 REITs 实践、保证底层资产质量、完善增信保障措施、积极落实相关法律和风险控制制度等。

关键词： 房地产信托投资基金 华发股份 资本结构

Abstract

At present, under the background of "rental and sale", the competition in the real estate industry has started to shift to the rental housing market. Real estate companies are exploring asset-light transformation to seek new development opportunities and directions. The upgrading of the competition strategy of related enterprises will cause a new round of financing demand. The implementation of the "three red lines" policy in 2020 has further increased the difficulty of financing for real estate companies, and in order to seek breakthroughs and development in the difficult situation, real estate companies have started to actively explore diversified financing paths. Real estate trust investment funds have received more and more market attention.

This paper takes Huafa shares as the research object, through analyzing the financing structure problems faced by enterprises before Huafa shares issued REITs and the new demands of transformation and upgrading, focusing on the motives, characteristics and issuance process of Huafa shares rental housing REITs financing, using modern capital structure theory and financial analysis indexes, combined with the goal of optimizing enterprise capital structure, respectively, from the optimization path of asset and liability structure, reducing The objective of capital structure optimization is to explore the optimization path of Huafa's rental housing REITs in terms of optimizing the capital structure, reducing the cost of financing, improving the return on net assets, and providing a positive response to the residual value of the company. Finally, in order to guarantee the smooth development of China's REITs, narrow the differences with international standardized REITs, and bring into play the scale effect, this paper puts forward relevant safeguard

suggestions targeted at the current situation of China's REITs development, including actively promoting the practice of standardized REITs, ensuring the quality of underlying assets, improving the credit enhancement safeguard measures, and actively implementing relevant legal and risk control systems.

Keywords: REITs; Huafa shares; Capital structure

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究背景及意义	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 关于房地产信托投资基金发展研究	3
1.2.2 关于房地产信托投资基金融资动因研究	3
1.2.3 关于房地产信托投资基金对企业资本结构影响研究	4
1.2.4 文献述评	5
1.3 研究内容与研究方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	9
2. 相关概念及理论基础	10
2.1 相关概念	10
2.1.1 REITs 概念	10
2.1.2 REITs 分类	10
2.1.3 我国 REITs 产品常见运作机制	13
2.1.4 REITs 退出方式	14
2.2 理论基础	14
2.2.1 权衡理论	14
2.2.2 代理理论	15
2.2.3 信用增级理论	15
2.2.4 风险隔离理论	16
3. 华发股份租赁住房 REITs 案例	17
3.1 华发股份简介	17
3.2 华发股份租赁住房 REITs 基本情况	17
3.2.1 华发股份租赁住房 REITs 发行过程	17

3.2.2 华发股份租赁住房 REITs 模式介绍	18
3.2.3 华发股份租赁住房 REITs 增信保障措施	19
4. 华发股份租赁住房 REITs 发行前融资现状及融资动因	21
4.1 融资现状	21
4.1.1 融资渠道分析	21
4.1.2 融资成本分析	25
4.2 融资动因	21
4.2.1 租赁市场前景广阔	27
4.2.2 增强行业竞争力	27
4.2.3 国内 REITs 发展潜力大	28
4.2.4 满足多元化融资需求	28
5. 华发股份租赁住房 REITs 对资本结构优化作用	30
5.1 资本结构优化目标	30
5.2 华发股份租赁住房 REITs 对资产负债结构的优化	30
5.2.1 对资产结构的优化	30
5.2.2 对负债结构的优化	32
5.3 降低融资成本	36
5.4 提升企业净资产收益率	37
5.5 对企业剩余价值提供正向反应	38
6. 相关保障措施	40
6.1 积极推进标准化 REITs 实践	40
6.2 保证底层资产质量	40
6.3 保障增信措施, 传递积极信号	41
6.4 加快落实相关法律监督和风险控制制度	41
7. 研究结论及不足	42
7.1 研究结论	42
7.2 研究不足	43
参考文献	44
致 谢	47

1. 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

我国房地产企业前期投入成本较高，房地产建设期间资金需求量大。资金回笼慢、资金短缺是房地产行业面临的传统难题，房地产企业举债经营普遍，面临的财务风险较高。此外，近几年受新冠疫情影响，经济下行趋势也波及到了房地产企业，许多房地产企业受制于盈利能力的下降，内源融资占比减少，过度依赖银行借款、债券、股票等外源融资方式，引发了相关利益相关者对企业资本结构的合理性、经营的持续性的担忧，也使得房地产企业融资成本不断升高。

当前，房地产行业积极推行新的政策部署，严格把控房地产行业风险，规避市场泡沫。多项政策先后发布，其中最具有威慑力的是对房地产企业债务融资指标的红线限制，也就是“三道红线”政策。该政策出台于 2020 年 8 月，作为对房地产企业负债安全性的重要监测指标，该政策将房地产企业划分为红、橙、黄、绿四档。不同档别的企业面临着不同的融资限制，三条红线都越过的归于红档，处于红档范围内的房地产企业不再被允许增加有息负债。若企业踩中两条红线，将归于橙档，该范围内，企业有息负债的年增长率被限制在 5% 以内，而只越过一条红线的房企，融资环境相对宽松，但依然有有息负债年增长率不能超过 15% 的限制。

从整体上看，“三道红线”政策不仅直接限制房地产企业有息负债体量，同时也是为市场传递信号的风向标，若企业未达标，将影响资本市场对其未来预期和信任，进一步加大房地产企业融资难度。在房地产竞争加剧的当下，处于绿档且现金流健康稳定的房地产企业，在优质土地储备的获取上更具优势，相关土地获取成本更低。相对而言，处于红、橙两档的企业可能不仅会遇到资金短缺导致的施工延误、成本增加等问题，更严重的会导致市场份额被挤占，竞争优势丧失。

在传统融资方式受阻情况下，许多房地产企业纷纷探寻新的融资方式。其中资产证券化在企业融资创新中发挥越来越重要的作用，房地产信托投资基金 REITs 作为一种资产证券化融资工具，具有一定的融资优势。随着相关制度不断完善，其在房地产行业融

资中逐渐发挥积极作用，并不断朝规范化、标准化发展，市场前景广阔，有望解决企业面临的融资途径不畅通的问题，缓解企业融资压力。

对于企业而言，借助 REITs 顺利融资能为企业提供较为稳定的现金流收入，有助于解决房地产投资的流动性问题，同时分散集中在企业的产权风险。但当前我国 REITs 市场机制与法律法规尚未健全，标准化 REITs 的推行较为缓慢，我国公募化 REITs 在 2021 年才批准上市，现行国内市场上主要以类 REITs 为主。当前，国家政策积极致力于推进基础设施 REITs 的试点，稳步发展 REITs 市场，借助 REITs 为企业创造更多融资空间。在此背景下，华发股份大力推行房地产信托投资基金，以期为企业提供稳定的现金流收入，降低融资风险，改善企业资本结构，助力企业战略目标的实现。内外部环境推动房地产企业积极优化自身的资本结构，谋求新发展机遇。从 2019 年 3 月起，华发股份先后发行 3 期华发租赁住房 REITs，总发行总额约为 50 亿元。

1.1.2 研究意义

当前房地产行业两极化趋势渐显，企业间竞争加剧，除了高效融到资金，解决流动性短缺问题外，如何在激烈的行业竞争中抓住新发展机遇，对企业来说也是极其关键的。近些年，房地产信托投资基金的发展逐渐得到市场认可，相比于其他融资工具，房地产信托投资基金具有鲜明的优势，包括投资回报率高、受股票市场影响小、市场投资者认可度高、审批程序简洁、融资效率较高等，不仅能帮助房地产企业拓展融资渠道，从长远来看，REITs 对我国金融投资市场的完善与进步也有着重要的推动作用。从全球来看，在美国、新加坡、我国香港等经验较发达的资本市场上，标准化 REITs 已经得到了广泛推广和运用，发展较为规范，已形成了一定规模。我国 REITs 产品主要以类 REITs 为主，发展尚不充分，但作为我国资本市场不断发展过程中的产物，对我国现行 REITs 产品的研究，能为我国标准化 REITs 的推行提供理论基础和经验支持，有助于缩短与国际标准化 REITs 的距离，对我国标准化 REITs 的推进具有一定的研究意义。综上，本文通过案例分析的方式，探究房地产信托投资基金对房地产企业产生的积极影响，尤其是关注对企业资本结构的作用，并结合当前企业的融资需求，为我国 REITs 的积极推进与部署提供一些理论支持。

1.2 文献综述

1.2.1 关于房地产信托投资基金发展研究

房地产信托投资基金自 1960 年起源于美国房地产市场后，几十年间，积极在各个国家与地区拓展。美国作为目前最大规模化的 REITs 市场，拥有丰富的史料文献，实证研究较多。国内学者普遍认为我国 REITs 发展还落后于美国、新加坡等发达资本市场，我国 REITs 建设任重道远。Christopher（1997）关于风险隔离理论的介绍，为后续各国推进资产证券化的发展提供重要理论支撑。张威（2007）认为在我国当前的融资环境下，契约型 REITs 与我国资本市场发展具有一定的适配性，随着我国资本市场的不断完善，在克服我国 REITs 产品上市发行的障碍后，未来房地产信托投资基金发展趋势应该是向公司类 REITs 转型。陈琼和杨胜刚（2009）总结了美国 REITs 的发展经验，认为税法优惠是 REITs 发展的关键驱动力，同时美国 REITs 的优势在于能够根据市场发展创新而选择合适的结构与发展战略。陈伟（2017）认为在当前阻碍我国 REITs 发展的关键运营理念与方式等方面，我国与国内发达资本市场相比仍有欠缺。张庆昌和王跃生（2018）认为目前在交易结构、资金募集范围、收入来源与分配要求、运营理念与方式等方面，我国与国内发达资本市场相比仍有差距。陈晓曼等（2018）认为相比于其他资产证券化工具，REITs 有更高标准化、更强融资能力、信息披露更清晰的特点，随着资产证券化不断完善，未来 REITs 将成为我国房地产企业调整结构的重要融资手段。孟明毅（2020）分析了我国当前 REITs 发展的不足及成因，其认为 REITs 有助于提高企业再投资能力，对化解地方债务压力方面提供积极影响，能够自发引导社会资本投资趋向正确方向，并对我国 REITs 的后续发展提出了相关建议。主要通过推进发行模式公募化、权益化发展、经营方式自主化、基础资产多样化、法律及税收制度的配套化等五个方面来实现。朱祥伟等（2022）认为实行“信托计划+资产管理计划”的双 SPV 模式，能够获得更多信用评级，拓展资产来源，实现真实出售，将是未来企业资产证券化的重要发展趋势。

1.2.2 关于房地产信托投资基金融资动因研究

张超英（2003）总结了影响资产证券化的融资动因情况，认为主要包括监督技术假说、管制税假说、担保和道德风险假说，以及流动性和比较优势假说。聂青（2009）认

为企业资产证券化能够突破股权、债权融资的直接投资与被投资关系，能对企业已有存量资产进行优化配置。何平和金梦（2010）分析了资产证券化的信用评级对资本结构的作用，得出了较高的信用评级有助于降低发行成本，且债券评级的影响力要优于主体的信用评级影响力的结论。邱成梅等（2013）认为资产证券化对发起人的财富增加产生积极作用，在资产证券化前能够带来正向的财富效应，但是资产证券化后却有着负向的影响。陈小宪和李杜若（2017）认为商业银行开展资产证券化主要融资动因是为了提升盈利性，而不是改善流动性。张峥（2017）认为房地产信托投资基金可以起到盘活存量资产的作用，此外，权益型 REITs 有助于分散风险、实现多元化融资。张勇（2017）认为风险隔离机制和降低融资成本是资产证券化的本质所在，能够利用未来收益补充当前经营发展所需的投资成本，进而为其原始资产流动性提供较好的补充。张胜松和吴义辉（2018）认为我国当前企业资产证券化的动因主要是为了满足企业降低融资成本、提高资产流动性、改善资产负债结构与偿债能力、扩大融资主体范围等方面的需求。杨凯（2019）分析了企业以房地产信托投资基金进行资产证券化的内外部动因。他认为企业以房地产信托投资基金进行资产证券化的外部动因是国家宏观政策的推动，除了改善资本结构、拓宽融资渠道外，企业为进行产业布局、提高行业竞争力也是房地产信托投资基金进行资产证券化的内部动因。

1.2.3 关于房地产信托投资基金对企业资本结构影响研究

Rosenthal（1992）通过对资产证券化的多次研究发现，资产证券化有助于增强资产流动性，提高资产的变现能力。Jure Skarabot（2001）分析了企业利用房地产信托投资基金融资的原因，并通过对比分析企业资产证券化前后资本结构，认为利用房地产信托投资基金进行资产证券化后，能够降低资产负债率，改善了企业的财务状况，在一定程度上优化了企业的资本结构。伍骏鹏（2005）认为企业通过资产证券化融资能够降低市场信息不对称现状，强化对经理人的监督，降低代理成本，以及通过分散产权降低破产成本，从而整体上提高了企业的价值。喻国平（2008）认为资产证券化不仅能降低融资支出，加强资产流动性，降低破产可能性，同时能利用积极的现金流管理，实现增加自由现金流与额外投资收益的目标。刘霞（2008）通过分析越秀地产的案例，得出了 REITs 短期内可以迅速提供周期资金，中期可以优化房地产企业盈利模式，从长远考虑，能提高房地产企业发展战略的灵活性。王凤荣等（2012）认为，一方面，从投资工具角

度而言，REITs 作为投资工具的一种新选择，在相关收益性、安全性、风险分散上作用突出，优势明显，有助于丰富资本市场内容。同时，作为一种新的融资工具选择，REITs 优化了相关有融资需求企业的资本结构，实现实体经济稳健发展。Bigda 和 Carolyn（2014）认为相比债券与股票，房地产信托投资资金能够使得企业收益增加，并改善融资效率。赖小民（2018）认为不良资产证券化是不良资产处置的有效方式，有助于推动经济改革，资产证券化有助于盘活存量资产，降低了企业融资成本。张艳（2017）认为房地产信托投资基金等有助于企业实现轻资产化战略目标，有助于发挥长板效应，推动实现企业价值最大化的目标。李嘉（2018）认为资产信托制度有助于打通资产端与资金端的联系，是降低长租公寓融资高成本的破解选项，制度优势明显。王茜萌（2018）认为 REITs 作为一种资产证券化工具，能够帮助发行人通过不动产出售融资，同时实现资产的出表。有利于拓宽融资渠道，降低杠杆率，实现轻资产运营；但我国 REITs 由于税收制度不完善、政策变动会导致投资回报率低、收益风险等问题。陈宇涵（2019）认为在分析资产证券对资本结构影响时，只关注狭义的资本结构定义，容易将资产证券化定义为表外融资，忽略其对于资产结构的影响作用。应当从更广的财务结构视角切入，在分析资本结构优化路径时，也不应忽略资产负债之间的比例关系。

1.2.4 文献述评

通过总结国内外学者研究成果，我们发现：当前房地产信托投资基金在全球范围内的发展逐渐成熟，在各国应用广泛，融资优势明显，能为企业发展带来积极影响。由于我国资本市场相关制度尚未完善充分，相较于国外较为成熟的房地产信托基金产品，我国本土化 REITs 发展相对滞后，相关数据和案例为该领域理论研究提供的支撑有限，学者们重点关注我国与其他发达国家 REITs 产品结构与发行效率、效果的区别，认为两者在交易结构、收益来源、经营管理理念与方式等方面存在差距，并围绕当前我国 REITs 产品发展建设，在税收优惠、风险控制、增加信用评级的保障与完善等方面提出了相关建议。同时，我国 REITs 相关研究与我国的资本市场发展息息相关。从融资者角度，相关 REITs 研究主要集中在单案例 REITs 产品设计结构、运行流程、融资风险与效率分析等方面，从投资者角度，相关 REITs 的研究主要关注投资风险与收益匹配程度上。

在融资动因方面，国内外学者普遍认为房地产企业发行 REITs 的主要动机是为了改善流动性短缺、盘活现有资产、提高资产盈利性、增加自由现金流、降低市场信息不对

称导致的融资成本、向相关福利政策倾斜等，大多数已成功的 REITs 产品往往会对企业产生正向效应，不仅可以降低房地产企业对以银行信贷为代表的传统融资方式的依赖程度，还能够帮助企业降低财务风险，从而为房地产企业带来较好的融资效益，得到利益相关者的认可，进一步提高企业价值。但在现有研究中，鲜有研究者提出从企业战略布局、提高竞争力的角度探究 REITs 的融资动因。

资产证券化作为一种行之有效的融资机制，对企业的影响的研究逐渐增加。REITs 产品作为一种较为新颖的融资选择，是对资产证券化的创新。大量研究表明资产证券化具有实现资产出表、降低资产负债率、实现轻资产转型、提高资产变现能力、改善资产负债结构、增加企业财富的作用，有助于实现资本结构优化。但目前文献中，对企业资本结构具体优化路径进行分析的研究文献不多。基于以上原因，本文结合我国目前住房租赁市场发展，选择华发股份租赁住房 REITs 为研究案例，围绕华发租赁 REITs 的相关结构特点、立足于其战略需求与经营策略等，尝试阐述房地产信托投资基金对企业资本结构优化作用，期待该研究能够为今后我国公募化 REITs 的发展和相关政策的完善提供一定的理论依据。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

经过近些年对类 REITs 产品探索与实践后，我国 REITs 发展开始逐渐步入正轨，相关监管法规也在逐渐完善。预计几年内，将形成一定规模。本文从目前我国发展较为成熟的类 REITs 入手，探究其对企业资本结构优化作用。

第一章为绪论部分。介绍了本文的研究背景及意义、文献综述、研究思路和研究方法等。本章重点为文献综述部分。包括 REITs 的发展、REITs 融资动因、REITs 发展对资本结构的影响三部分进行文献梳理。

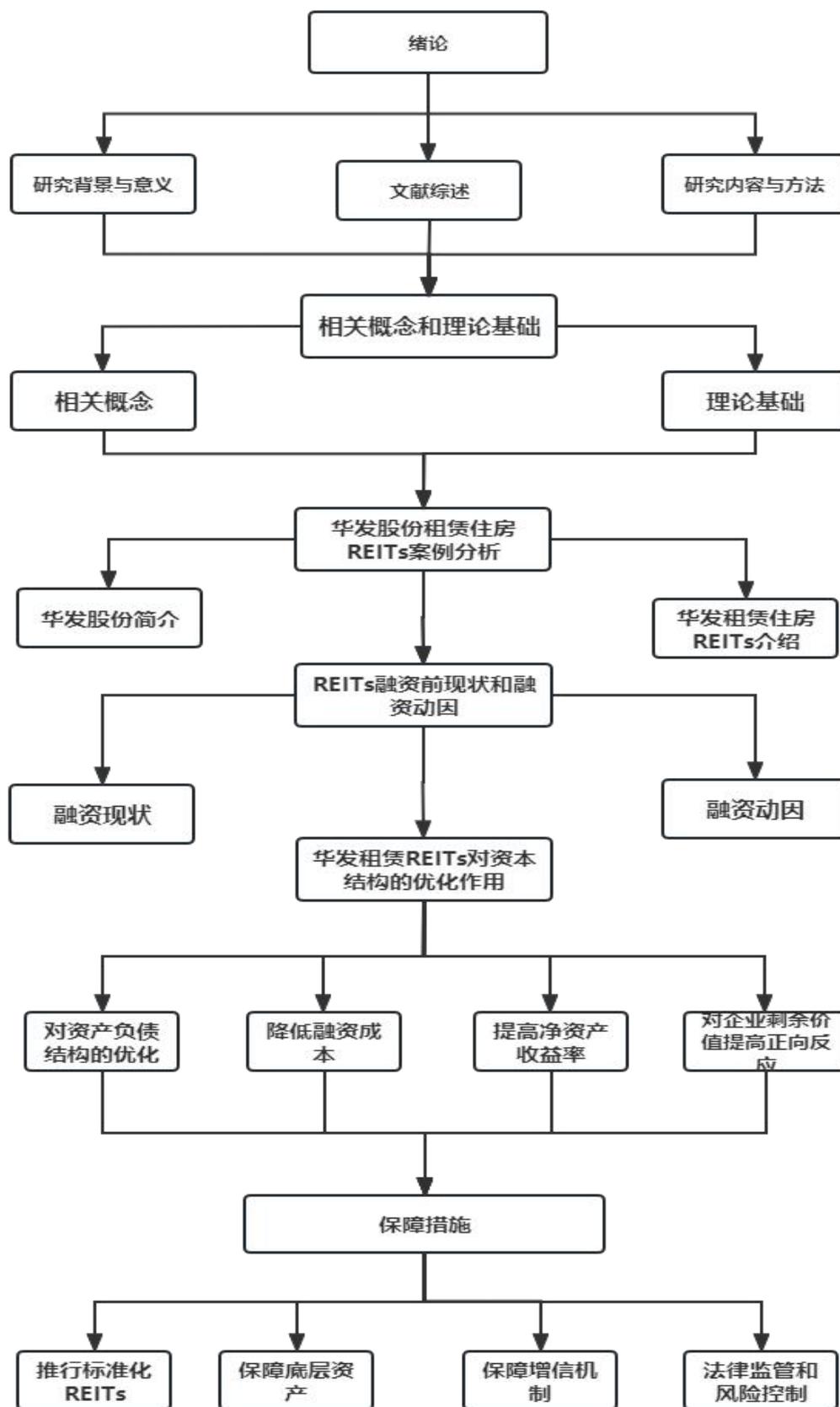
第二章为相关概念和理论基础部分。首先介绍了房地产信托投资基金的相关概念，主要包括 REITs 概念、分类、作用机制、退出方式等内容。其次对本文分析所需的理论概念进行梳理，主要包括权衡理论、代理理论、信用增加理论和风险隔离理论四个方面。

第三章为华发股份租赁住房 REITs 案例介绍。本章介绍了华发股份的基本情况，并对其租赁住房 REITs 模式展出具体分析，主要包括发行过程、发行模式和增信保障措施等内容。

第四章为华发租赁 REITs 发行前的融资状况与融资动因介绍。通过介绍华发股份遇到的融资问题和战略发展需求，引出了华发股份选择 REITs 作为融资工具的融资动因，主要包括租赁市场前景广阔、增强行业提高竞争力、国内 REITs 发展潜力大、满足多元化融资需求。

第五章基于前面的理论分析，分析华发租赁 REITs 对华发股份资本结构的优化作用，本文认为华发股份 REITs 能够在提升资产质量，降期限错配风险，保障资产负债结构平衡，降低融资成本，提升净资产收益率、对企业剩余价值产生正向反应等方面起到优化企业资本结构的作用，有助于企业提高价值，实现战略目标。

在宏观政策的积极推动下，当前我国 REITs 发展势头良好，为了保障 REITs 产品能真正发挥其优势，对企业资本结构优化起到积极作用，第六章针对性提出相关保障建议，主要包括积极推进标准化 REITs 实践、保证底层资产质量、保障增信措施、加快落实相关法律和风险控制制度等。



1.3.2 研究方法

1. 文献分析法。本文查阅和了解 REITs 相关概念、研究发展历程、REITs 融资动因、优化效果等相关文献和资本结构相关理论成果，在深入了解相关概念与理论基础之后，进行案例分析。

2. 比较分析法。为了提高论证的科学性，在文章撰写过程中，多次用到对比分析法。为了更清晰地看到华发股份融资过程中资本结构发生的变化。在财务指标分析和融资成本对比中，本文分别通过横向对比，比较了近五年的财务数据，通过纵向对比，比较了案例公司与行业均值、行业标杆企业的发展差异。

3. 案例分析法。本文选取的案例公司为珠海华发实业股份有限公司，简称华发股份，华发股份租赁住房 REITs 体量大，发行效率高，是首位扩募机制下三期全部发行完成 REITs 产品的国企，该案例具有典型性和代表性。

2. 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 REITs 概念

房地产信托投资基金，简称 REITs，是资产证券化的重要途径之一。房地产信托投资基金通过将流动性不足，但预期收益稳定且增值空间较大的不动产通过证券化的方式投放到资本市场，稳定的底层资产产生的未来现金流是收益的保障，使得参与各方从中收益。底层资产产生的收益在扣除相关费用支出的基础上，向基金份额持有人进行分配。相关底层资产主要包括不动产以及与不动产相关的使用权、收益权、所有权等，原始权益人通过资产出表来获得融资。同样的，REITs 属于高回报型资产证券化工具，无论是房地产增值还是获得租金收入都能为投资人带来收益，且获得的绝大部分收益都会用于分红。高收益的吸引力和信用隔离的特征使得 REITs 引起了资本市场越来越多的关注。

2.1.2 REITs 分类

（一）权益型、债券型和混合型

根据投资形式与收益来源的不同，房地产信托投资基金可以据此划分为权益型 REITs、债券型 REITs 和混合型 REITs，判断标准在于底层资产的所有权是否发生变动。权益型 REITs 实现了底层资产的产权转变，权益型 REITs 的获益方式主要包括出租房产获得的租金收入和不动产升值后的处置收益。债券型 REITs 的实际产权未发生改变，产权依然属于原始投资人，通常视其为了融资而抵押出售房产，投资人只拥有底层资产的抵押权与使用权，而非所有权。

债券型 REITs 通常设置优先 A 级与 B 级，A 级需要每年还本付息，B 级是存续期到期后还本，存续期间内正常按约定利率付息。利息收入是投资人主要收益来源。这种设计能够帮助原始权益人以较低成本融资借贷，同时保证对底层资产的控制力与所有权。权益型 REITs 通常设置优先级与次级两档，在存续期内两者都只分配增值收益，到期一次性还本。混合型 REITs 介于两者之间，投资人收益部分来自股权收益，剩余部分来自借款利息。

权益型 REITs 的投资收益最高，风险也是最高。相比于权益型 REITs，债券型 REITs 收益与风险较低，而混合型 REITs 的投资收益与投资风险介于权益型与债券型之间。目前，国际市场上，权益 REITs 是当前主流的投资方向。

（二）公司型和契约型

REITs 根据组织结构的不同，可划分为公司型 REITs 与契约型 REITs。契约型 REITs 通过投资基金和受托代理来进行 REITs 管理，投资基金机构负责 REITs 管理与运营，而托管机构则承担监督责任。公司型 REITs 主要是通过成立具有投资目的的公司进行 REITs 日常运营管理。通常情况下，契约型 REITs 底层资产规模与收益通常比较固定，存续期内一般不会增加新物业资产，其收入主要来源于物业运营收入、退出时资产处置收入利得等。而公司型 REITs 收益较为丰富，除了资产运营收入外，还可以在 REITs 存续期内，选择收购新资产，以扩大 REITs 经营规模，具有更高的灵活性和更低的成本。

契约型 REITs 通常由经验丰富的专业人士担任资金管理者。同时因为资金托管人的存在能对资产运营产生有效监管，避免了公司型 REITs 存在的公司股东和管理者之间信息不对称的情况，原则上充分保障投资人利益。而公司型 REITs 目前在我国发展滞缓。当前，我国构建公司型 REITs 的时机尚不成熟，相关法规不允许成立具有特殊目的的空壳公司，所以公司类 REITs 缺乏发展环境。此外，我国相关税法优惠尚未完善推广至房地产信托领域，公司型 REITs 在我国当前市场环境下，仍面临在 REITs 运营期间需缴纳企业所得税和个人所得税的双重征税障碍，影响投资者最终收益。综合来看，当前我国契约型 REITs 居主体地位，契约型 REITs 有利于风险控制，更适合我国当下的发展环境。但从长远看，应该逐步推进向公司型 REITs 转型发展，以对接国际 REITs 发展。

（三）公募型和私募型

按照资金筹集与发行方式，REITs 可划分为公募性质与私募性质两种类型，私募 REITs，顾名思义，只针对部分特定机构与企业性质的投资人发行，相对而言，投资门槛高，公众参与程度低。而公募性质 REITs 降低了投资者门槛，有利于市场上中小投资者参与，融资主体增加，融资范围扩大，能够显著提升 REITs 产品的流动性。近几年我国逐渐成熟的私募 REITs 产品的实践经验对我国公募化 REITs 发展有着重要参考性。在多方不断努力下，经过多年的深耕探索与经验总结，我们公募化 REITs 在近两年逐渐步入正轨，开始探索上市融资。从整体上看，对于资金需求极大的房地产企业而言，在全

国范围内推向公募性 REITs，既能提升相关 REITs 产品的质量，获得市场认可，同时能扩大融资范围，尤其是帮助企业解决在租赁住房业务的融资需求。

（四）标准 REITs 与类 REITs

标准 REITs 是泛指在国际市场已流通，发行规模较大的 REITs 产品。国外发达的资本市场产生的 REITs 产品与我国当前主流推行的 REITs 产品有所区别。标准 REITs 主要为公司型，并以公募为主，我国当前主流 REITs 为契约型，主要为私募性质。我国公募性质 REITs 起步晚，发展较为缓慢。2020 年 5 月，相关政策才开始批准推行 REITs 公募化。一年间，陆续有 12 家公募 REITs 发行上市，但由于发行时间较短，相关影响范围较小。国内 REITs 产品通常称为类 REITs。

表 2.1 标准 REITs 与类 REITs 的对比

	标准 REITs	类 REITs
发行方式	公募发行	私募发行
市场流动性	较强	较弱
产品属性	以权益型为主	以债权型为主
组织结构	以公司型为主	以契约型为主
资产管理	主动管理	被动管理
规模扩增	允许扩增资底层产	无法扩增底层资产
产品期限	长期或永久	有存续期
参与范围	参与范围广	参与范围有限
信用担保	无主体信用担保	有主体担保
收益分配	平层结构	划分为优先级与次级权益人
	不区分优先级与次级	优先级享有固定收益，次级享有 剩余收益

资料来源：作者整理

类 REITs 产品与标准 REITs 主要是在产品结构、发行范围、税收优惠上存在区别，其他方面区分不大，本质都是资产证券化的一种典型模式，都是通过向市场募集资金投资于房地产经营，与企业实现轻资产运营与低成本融资愿景一致。本文中对两者不再进行区分，统称为 REITs 产品，且类 REITs 在我国已经具备了较为成熟的生态模式，具有一定的研究价值。本文研究对象主要以目前发展较为成熟的类 REITs 产品为主。

2.1.3 我国 REITs 产品常见运作机制

（一）“专项计划+私募基金”模式

我国当前的 REITs 产品通常为“专项计划+私募基金”形式。融资企业为原始权益人，私募基金通常由专业性高的基金管理者成立并管理，专项计划由计划管理人负责管理。

在成立阶段，专项计划发行人要按照相关的法律法规要求制定专项计划，明确募集 REITs 的各项要求。原始投资人通常会设置 SPV，利用自有不动产入股相关项目公司，获得项目公司股权，并通过向私募基金转让持有的项目企业的股权份额，获得按协议约定好的私募基金的份额。最后，再由原始权益人将手中的私募基金份额转让给专项计划。

在筹资阶段，专项计划管理人依据专项计划要求，在交易市场上募集资金，并向投资者发放收益凭证。通过投资资金募集的资金经由基金管理公司转移至原始权益人处，原始权益人获得出售基金份额的交易对价，完成融资需求。

在经营环节，由专项计划管理人对该次交易的目标资产进行管理，并在 REITs 产品存续期内，按照出资比例与债股结构，将收益分配给投资人。

（二）“优先级+次级”受益凭证

我国当前成熟的 REITs 产品，通常由优先级+次级两档构成。通过优先级与次级的划分，明确了收益分配的优先顺序，也可理解为是对未来风险承担的分配。次级受益人通常为 REITs 底层资产的原始权益人，为优先级受益人提供信用保障支持。相关增信措施使得优先权益人得到优先保障，同时具有选择退出的权利，可以在固定期限退出。但在存续期只有收益，到期还本，且收益回报率有固定利率和期限，大部分都具有固定收益特性，而非资产增值分红。这说明当前投资人更倾向投资债券型 REITs，这与我们当前融资环境有很大的关系。由于资本市场的相关监管与保障措施尚未到位，投资人出

于对投入资金和收益安全性的着想,更倾向于追求较为稳定的收益,为了降低投资风险,具有固定收益性质的预期利息所得更吸引投资人。此外,原始权益人作为次级受益人,有获取超额回报率的权利。虽然底层资产所有权已经成功出让,但并未实现严格意义上的真实出售。比如,原始权益人利用各项增信保障条件保证相关 REITs 产品顺利发行,通过房地产信托投资基金在一定期限内募集到资金后,在规定的期限内回购,实际上已转出的底层资产相关的权利与义务未完全消除,能否被认定为“资产出表”,还需要从多方面进行考虑。

2.1.4 REITs 退出方式

我国现行的 REITs 产品主要退出方式为原始权益人到期回购。原始投资人有回售底层资产的权利,回售收入可用来偿付优先级权益人本金,从而保障优先级权益人能够安全收回本金。回购作为一种补充增信方式,原始权益人是否愿意回购主要依赖于对底层资产市场预期,同时也会受自身资金实力影响。在部分 REITs 产品结构中,为了保证原始投资人能愿意并能如期收回底层资产,会规定具有优先收购权的原始权益人支付较高的权利维持费。此外,除了原始权益人回购,REITs 还有其他退出方式,主要包括:1. 对接公募化产品,借助公募化实现 REITs 上市,可实现通过扩大投资者范围,保持 REITs 流动性,这同时也要求底层资产具有盈利稳定性。2. 续发新产品代替原产品。主要是通过保持运营的底层资产不变,在市场上重新募集新投资者来实现。3. 协议处置底层资产并清算退出。这种情况通常适用于在底层物业资产实现升值的情况,参与者会考虑通过出售溢价变现,但同样对资产价值有着极高的要求。上述包括原始权益人回购在内的四种退出方式,共通之处是都需要保障底层资产未来现金流的稳定性,底层资产的运营成效与质量对投资人、原始权益人而言都十分关键,将进一步影响到 REITs 发行质量与退出效果。

2.2 理论基础

2.2.1 权衡理论

权衡理论在现代资本结构理论中占据着重要意义。作为企业融资的优先选择,债务

融资对企业的价值增值影响有利有弊。一方面，借助债务融资能够帮助企业减轻税负压力，产生避税收益。但同时，过高的负债经营模式产生的风险也不容忽视，债务人和股东出于自己利益最大化与安全性的考量，往往在融资选择中设置障碍和要求更多保障措施，无形中加剧了对企业的融资束缚，还款负担过重会使得企业极易因无法按约定期限还款而产生违约、破产清算风险。为了避免相关风险，企业在融资过程中，需要付出更多成本，整体融资成本的增加又将进一步影响到企业的价值。综合来看，出于对未来可持续发展的考虑，企业必须在资本结构动态调整中，通过调整借款额度与期限、股权融资比例等实现避税收益与破产成本的平衡，这也是权衡理论的中心思想所在。

2.2.2 代理理论

代理成本通常是指管理层与股东、债权人在追求利益最大化的过程中，由于相互利益冲突而产生的额外成本。代理成本主要包括股权代理成本与债权代理成本。股权代理成本是指因管理层与投资人利益冲突而产生的成本，而债权代理成本的提高又是管理层与债权人利益冲突的结果。由于信息不对称，投资人与债权人为了保护自身利益，需要耗费更多监督成本。企业资本结构优化过程中，如果过度依赖债务融资，随着债务资本的增加，债权人为了保障自身权益，相应的监督成本也增加，因此会要求更高的借款利率，进而影响到股东的利益，使得股权所有者代理成本增加。代理成本理论认为，最优资本结构的实现，需要在债权代理成本与股权代理成本之间实现平衡，以实现整体代理成本最小化。同时，也体现为企业在追求价值最大化的目标中，要兼顾举债带来的收益与整体委托代理成本间的平衡。

2.2.3 信用增级理论

信用增级主要是通过制定多项保障措施来保证资产证券化成功发行、保障底层资产价值的增信手段。如果部分底层基础资产由于未来预期的不可确定性，尚未达到满足发行条件的信用级别，原始权益人为了保证顺利发行，通常会附加一些信用增级措施。信用增级措施通过提升底层资产的信用质量来提高 REITs 的信用评级，进而提高在资本市场的议价能力。大体可分为内部与外部两种途径，内部信用增级视同为原始权益人的自我担保，主要包括结构分级、回购承诺、差额支付、超额现金流覆盖等措施，而外部信用增级是指主要依靠相关可信第三方提供的增信机制，主要有担保、保险、信用证等手

段。信用增级制度对原始权益人而言，最重要的作用在于提高 REITs 发行成功率，同时降低发行成本，实现以较低成本融资的目的。对于投资人而言，只需要享受底层资产的运营收益，无须格外增加对原始权益人及其经营业绩的监督成本。对信用评级机构来说，明确的信用增级制度简化评级流程与环节，节省评级费用，也有助于降低监督成本，因此对参与 REITs 投融资的各方都有益处。

2.2.4 风险隔离理论

该理论是指在资产证券化过程中，参与各方通过各种措施安排把相关的底层资产潜在的风险隔离出来，以实现风险可控的目的。其关键在于判断原始权益人是否已通过底层资产或所有权的全部转移，丧失了对相关资产的所有权与追索权。风险隔离主要通过资产的真实出售或安排信托计划来实现，通过将资金池内收益的偿付与原始权益人的经营状况、风险与收益等相隔离，以实现保护投资人利益的目的。

风险隔离是资产证券化中，拥有原始资产的发起人与市场投资者的共赢选择，能够满足各方的需求，达到更优的效果。一方面，利用风险隔离理论能够避免原始权益人承担除相关资产以外的额外风险。另一方面，使得市场投资者不必面临除与资产证券化相关的底层资产之外，原始权益人剩余资产带来的风险。房地产信托投资基金不需要考虑企业的整体信用，只需对特定底层资产的信用负责，能起到较好的风险隔离效果。

3. 华发股份租赁住房 REITs 案例

3.1 华发股份简介

华发股份成立于上世纪末，第一大股东为华发集团，珠海市国资委为华发股份的实际控制人。公司主要负责房地产开发经营业务，以住宅房地产为主业。生态布局主要围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等地区，主要销售区域为华东、珠海、华南地区等。40 年来，华发股份专注于优质品牌建设，科学发展，树立长远目标，逐渐获得市场认可。围绕“立足珠海、面向全国”的目标战略，华发股份在业务上，主要推行“1+3”发展部署，即打造以住宅开发为主业，商业地产、长租住房、建筑产业化和住宅配套产业为辅助的全体系建设。坚持“建筑理想家”的经营理念，利用精准的市场定位与市场推广，以及精细化经营管理，成功打造了“中而美”的企业形象。近些年，华发股份通过延伸地产业务产业链，逐步稳健扩张，现已经发展成为全国一流的综合性质房地产企业，于 2020 年入选国务院国企改革“双百企业”。

华发股份虽然背靠国资委，但整体发展规模处于行业中流，与行业内龙头企业相比，体量并不占优势。华发股份较强的竞争力体现在稳健的盈利空间、品牌影响力与持续创新和发展上。近些年，面对激烈房地产企业竞争格局，华发股份注重提高品牌竞争力，坚持走品质保障、品牌领先的创新之路。采取聚焦战略，明确细分市场，专注于产品与服务品质及竞争力的提升，致力于在“绿色健康、智能科技、人文情怀、匠心精工”等战略层次实现行业竞争力的突破。在配套产业建设中，其通过积极探索物业管理、长租公寓、养老地产等领域，逐步提升其专业化、精细化品质。近些年，华发股份不断增强研发投入，积极打造优+生活体系建设，整合上下游产业链，加强协作，着力发展其旗下“长租公寓”项目。在完善相关体系建设中，华发股份始终坚持品质优先、提升效能、稳抓服务。严控房屋质量，提升服务品质，完善服务管理体系，得到了用户群体的肯定。

3.2 华发股份租赁住房 REITs 基本情况

3.2.1 华发股份租赁住房 REITs 发行过程

为了适应国家“租售并举”发展战略，华发股份不断增强企业品牌建设，旗下品牌

华发优生活积极探索租赁市场，打造具有自身特色的租住方式。为了保证资金需求，华发股份用时 3 年，成功发行了华发股份租赁住房 REITs 产品。2018 年，华发股份发布了相关租赁住房 REITs 发行公告。租赁住房 1 号 REITs 共发行三期，总金额约 50 亿，于 2019 年 3 月下旬成功发行，2020 年 11 月 3 日全部发行完毕。在得到积极的市场反馈之后，华发股份一鼓作气，又 2022 年推出了华发租赁住房 2 号 REITs 产品。2022 年 7 月，华发股份租赁住房 2 号 REITs 首期发行成功，相关票面利率 5.39%，发行期限为 18 年，发行金额达到 21.56 亿元，目前处于发行期，预计未来 1-2 年内完成，这成功推进了华发股份百亿租赁住房 REITs 布局向前更进一步。综合来看，华发股份租赁 REITs 不仅是粤港澳大湾区首单租赁住房 REITs 产品，同时也是首位全额发行完毕的租赁住房储架式 REITs 产品，极具代表性，受到市场投资人的广泛认可。

3.2.2 华发股份租赁住房 REITs 模式介绍

华发股份租赁住房 1 号 REITs 采用专项计划+私募基金的形式，以储架式私募机制发行，计划发行期限 18 年，总额约为 50 亿，私募融资对象为符合标准的机构投资者。一方面，由专项计划管理人前联开源成立资产支持专项计划，华发股份成立子公司华发优生活，将底层资产通过资产重组转让子公司，并转移华发优生活所有的股权给中联前源，中联前源成为华发优生活的实际控制人，进而实现风险隔离的目的。另一方面，基金管理人成立了私募基金，由华发股份获得其所有基金份额，并向专项计划管理人出售绝大部分基金份额，从而募集交易市场投资者的资金，专项计划通过向市场募集资金后，为华发股份支付相关对价。

华发股份租赁 REITs 是典型的类 REITs 产品，与近几年国内各行业发行的 REITs 产品一样，具有固定收益属性。同时通过“股+债”的混合型 REITs 结构发挥了节省税负的作用。由于我国当前 REITs 发展才初起步，相关保障制度与税收优惠政策尚不健全，企业依然面临税负过重的压力，通过构建债务可以达到减轻税负的作用。其中项目公司的利息支出和股权分红均可作为投资者的投资收益，通过提高债权占比，能够节省为投资人发放收益而产生的所得税支出。

华发 REITs 专项计划划分为优先级和次级两层级，按照我国当前的法律法规监管要求，原始投资人在融资后不能全部实现套现，在出售目标底层资产产权后，原始权益人需与市场投资者各认购相关份额。通常当原始权益人持有的 REITs 份额不足 50%时，可

被视为其失去了对原有不动产的所有权和项目公司的控制权。当然也存在特例，如果 REITs 发行过程中，转让的底层资产属于国有资产，可能会存在限制转让的问题，这使得 REITs 原始权益人持有的 REITs 份额将超过 50%，或选择不会全部出售项目公司的股权。华发股份优先级资产支持证券由符合要求的机构投资者认购，实际认购金额约 45 亿元，次级资产支持证券由原始权益人华发股份自行认购，认购金额约 5 亿。双方认购比例达到 9:1，即市场投资者持有 90% 的资产支持证券，且优先级权益人每隔 3 年具有一次决定退出该计划的选择权。

表 3.1 华发租赁住房 REITs 核心要素

原始权益人	华发股份
项目公司	华发优生活
私募基金管理人	中联前源不动产基金公司
专项计划管理人	前海开源资产管理有限公司
担保方	华发股份 华发集团
底层资产	珠海、苏州等一二线城市优质租赁住房

资料来源：作者整理

3.2.3 华发股份租赁住房 REITs 增信保障措施

为了保证顺利融资，华发股份租赁住房 REITs 制定了一系列的增信保障制度，主要内容如下：

（一）回购权承诺

虽然底层资产产权已经实现转移，为了保证增信的可靠性，保障顺利发行，原始投资人会按要求保留对其优先回购权，如果将优先回购视为一项义务，则可能意味着关于底层资产的全部风险未完全转出，因此优先回购通常被设计为一种权利。在存续期结束进入处置期时，原始权益人可以选择是否回购。

（二）评级下调调整

华发股份不仅需要在底层资产评估值下调时，提供差额保证金。同时相关信用评级下调时，需要按照约定金额全额收购优先级证券。华发租赁 REITs 初始评级级别为 AAA+，表示具有极强的偿付能力。若出现评级下调的情况，华发股份需要征求优先级受益人的意见后，收回优先级全部资产证券。

（三）完善担保机制

担保是外部增信的重要方式，通常主体为原始权益人的关联方或外部担保公司。华发股份母公司华发集团作为实际担保人，为华发股份租赁 REITs 信用额度提供不可撤销的连带责任担保。同时，华发股份对华发集团这一担保事项提供反担保，华发股份及其母公司具有国企性质，且自身盈利稳健，发展潜力大，通过一系列担保承诺，能够有效实现信用增级。

（四）差额支付

差额支付是增信保障的重要手段，属于内部增信保障制度。其目的是控制底层资产营运风险，保障优先级投资人的权益。当现金流无法预期足额支付优先级投资人的收益时，原始权益人华发股份及其关联方，需要补全优先级投资人因风险而受损的收益差额。

4. 华发股份租赁 REITs 发行前融资现状及融资动因

4.1 融资现状

4.1.1 融资渠道分析

（一）债权融资现状

从整体上看，华发股份债权融资主要来源于银行借款、应付债券、其他借款等。通过分析华发股份 2017、2018、2019 年三年年报可知，2017 年，银行借款占比达到 67.07%，应付债券占比 18.83%，其他借款为 14.10%。2018 年，银行借款占比为 53.27%，应付债券占比 21.36%，其他借款占比为 25.37%。2019 年，银行借款占比达到 61.04%，应付债券占比 19.38%，其他借款占比 19.58%。银行借款是目前房地产企业主要依靠的融资方式，但如果对银行借款的依赖度较高，潜在的风险也将增高。过度依赖借款单一融资来源，会使得企业抵抗风险能力不足，通常企业会选择债券融资作为行之有效的资金补充方式，三年间，华发股份在融资选择中，银行借款占比呈下降趋势，债券和其他借款占比提升。

表 4.1 2017-2019 年华发股份债权结构

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
银行借款	497.26	470.5	580.5
其他借款	104.54	224.1	186.16
借款总额	601.8	694.6	766.66
应付债券	139.57	188.65	184.31
债权总额	741.37	883.25	950.97
银行借款占比	67.07%	53.27%	61.04%
应付债券占比	18.83%	21.36%	19.38%
其他借款占比	14.10%	25.37%	19.58%

资料来源：华发股份年报

1. 银行贷款

从债务结构角度来看，目前在银行借款结构组成中，抵押、担保借款是房地产企业获得债务融资的主要方式。由表 4.2 可知，华发股份依赖大量的抵押借款和保证借款融资。质押、抵押贷款相较于信用贷款而言，融资成本较低，但融资速度慢。而保证融资不需要实际抵押物，但需要依靠担保人信用做背书，华发股份保证借款主要由其部分子公司提供连带责任保证担保。但近几年，受房地产管控政策影响，房地产企业通过抵押、担保获得债务融资的难度加大。

表 4.2 2017 年-2019 年华发股份银行借款融资分类 单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
质押借款	6.36	68.3	39.28
抵押借款	221.5	176.8	194.84
保证借款	198.1	344.93	448.1
信用借款	71.31	104.61	84.38

资料来源：华发股份年报

从债务期限角度来看，华发股份主要依靠长期借款融资，但 2017-2019 年，短期借款占比波动上升。由表 4.3 可知，2017 年，华发股份长期借款约为 406.9 亿元，长期借款占比达到 82%，2018 年其长期借款为 343.9 亿元，长期借款占比大幅下降，占比跌至 73%，2019 年长期借款为 457.4 亿元，长期借款占比波动回升到 79%。整体上看，华发股份短期借款占比波动上升，三年间，由 18% 增长至 21%。说明华发股份对短期借款的依赖性逐渐升高。同时，近几年，华发股份有息负债持续增长，由 2017 年 741.3 亿增长至 2019 年 1057.23 亿，房地产行业是典型的资金密集型企业，本身融资压力较大。长期以往，容易产生现金流短缺风险，需要保持警惕。

表 4.3 2017-2019 年华发股份长短期借款占比

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
长期借款	406.9	343.9	457.4
短期借款	90.36	126.6	123.1
总借款	497.26	470.5	580.5
长期借款占比	82%	73%	79%
短期借款占比	18%	27%	21%

资料来源：华发股份年报

2. 债券融资

从表 4.4 可知，整体上，华发股份发行的债券偿付期限通常为 3-5 年，以中短期债券为主。债券票面利率介于 4.5%-6.5%之间，通常在第二年末，华发股份作为发行人，有上调利率的选择权以及回售选择权。本文从华发股份年报附注获知，华发股份通过债券融资募集到的资金，大多数用以偿还银行贷款，剩余募集资金主要用于补充项目流动资金，为企业日常经营提供流动性支持。同时，对比近几年应付债券期末余额可知，华发股份依然有着较高的还本付息压力。尚未偿付债券融资已由 2017 年 139.57 亿增至 2021 年 288.7 亿，增长幅度超过 100%，一定程度上说明华发股份债券偿债压力增加。

表 4.4 2017-2021 年华发股份债券融资情况

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
期初余额	99.33	139.57	188.65	184.31	258.84
本期新发行	40.00	50.00	26.10	131.20	111.00
本期已偿付	17.99	0.79	30.55	56.45	81.20
期末余额	139.57	188.65	184.31	258.84	288.70

资料来源：作者整理

综合来看，华发股份债权融资中最主要的资金来源仍然是信贷资金，银行借款占据主要份额。基于国有企业背景，华发股份整体融资授信等级较高，企业长期信用等级整体为“AAA”级，较高的信用评级使华发股份具有一定的融资优势。在利用银行贷款及发行债券等方式融资时，能够获取较低的融资成本，但同时也会使得华发股份对固有融资途径更加依赖。

（二）内源融资现状

内源融资来自企业的日常盈利积累，融资成本低，财务风险较低。内源融资的占比通常是企业盈利水平的体现。从表 4.5 可知，华发股份盈利能力强劲，近几年盈利水平稳中有进，净资产收益率逐年走高，由 2017 年 11.92% 增长至 19.92%，增长率达到 67.1%，强劲的盈利势头使得华发股份的留存收益充分，推动内源融资占比逐步提升，从 2017 年 8.24% 增长至 9.57%，有助于缓解华发股份因积极拿地扩张，有息负债逐年上升导致的资金压力。

表 4.5 2017-2021 年华发股份内源融资情况

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
未分配 利润	58.97	72.65	90.03
折旧	2.1	2.49	2.91
留存收益	61.07	75.14	92.94
有息负债	741.3	942.78	1057.23
内源融资占比	8.24%	7.97%	8.79%

资料来源：作者整理

（三）股权结构分析

2017 年，华发股份流通股份中有限售条件的股份数占比约为 0.65%，无限售条件的流通股占比为 99.35%。到了 2021 年，华发股份有限售条件的股份达到了 0.15%，无限售条件的流通股达到 99.85%。近几年，无限售条件股份占比逐渐扩大，这表明华发股份股票的流动性增加，流通性整体上较好。从股权结构上看，华发股份前几名股东性质都具有国资背景，主要为机构投资者，能为企业发展提供更为专业、科学的帮助，同时稳定的股权结构也说明华发股份战略目标长远，且注重长期回报收益，这不仅有助于华发股份提高经营绩效，同时也能帮助企业推进可持续发展。但需要注意到，相比其他融资方式，股权融资成本高，并且会影响股权结构的稳定性，通常不作为企业常用的融资选择。

表 4.6 2017 年-2021 年华发股份普通股股数变动

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
有限售条件股份	9.64%	0.65%	0.45%	0.30%	0.15%
无限售条件股份	90.36%	99.35%	99.55%	99.70%	99.85%

资料来源：华发股份年报

4.1.2 融资成本分析

根据 Wind 数据库信息统计，整体上，2019 年房地产行业平均融资成本达到 6.65%，其中，国有资产控股的房地产企业平均融资成本为 5.1%。此外，行业内头部房企依靠稳健的盈利能力与较高的信用评级做保障，整体偿债能力强，违约风险低，融资优势较为明显，融资成本较低。其中，2019 年房地产龙头企业代表保利地产的整体融资成本为 4.95%。相比较而言，华发股份当年融资成本达到 6.35%，虽然低于行业整体平均融资成本，但远高于国有企业平均融资成本，与头部房企仍存在差距。为了保证长期竞争力，华发股份有着降低融资成本的需求。在财务费用支出上，受到有息负债占比增加的影响，2017 年华发股份财务费用达到 6834.4 万元，较上年增幅为 15.25%。2018 年约为 2.31 亿，增幅达到 350.65%，2019 年约为 2.68 亿，增幅达到 15.98%。华发股份租赁住房 REITs

发行前 2 年，华发股份财务费用只增不降。表明华发股份面临着较高的还款付息压力，大量负债会加剧企业的财务风险，也成为企业再融资的限制因素。

表 4.7 2017-2019 年华发股份负债结构

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年
流动负债	610.6	996	1296
非流动负债	547.6	504	619.2
负债总额	1158	1500	1915
流动负债占比	52.70%	66.40%	67.70%
非流动负债占比	47.30%	33.60%	32.30%

资料来源：华发股份年报

综上，2017 年到 2019 年间，华发股份盈利能力稳定，业绩良好，内源融资积累充分，较易获得银行等金融机构支持，为抵押贷款提供便利，企业可发挥举债经营优势，利用杠杆进行扩张。此外，企业的收入规模增长和盈利积累，较大程度上保证了华发股份按期偿本付息的能力。但同时需要注意，华发股份资本结构依然存在着一些风险，比如资产负债率居高不下，流动负债比率持续上涨等问题。其中，华发股份流动负债占比从 2017 年的 52.70% 上升至 2019 年的 67.70%。相应地，非流动负债比例从 2017 年 47.30% 上升至 2019 年的 32.30%。此外，2019 年华发股份资产负债率为 81.5%，高于房地产行业资产负债率均值 80.16%。在 2017 年和 2018 两年内，华发股份资产负债率都超过 82%。结合华发股份内部融资环境来看，华发股份负债水平近几年一直处于行业较高位置。

在融资成本方面，与同行业均值相比，华发股份融资成本较低，高于国企房地产行业平均值。但与同行业其他国有企业相比，融资成本优势并不明显。华发股份在积极拿地扩张的同时，相关的流动性风险与还款压力还会进一步增加。同时，华发股份近两年许多债务还款日期接近，临近到期，流动性压力较大。在房地产行业整体资产负债率过高的情况，随着国家政策对房地产行业融资限制的增强，主要融资途径受限，融资规模收紧，销售回款下降，华发股份的融资危机逐渐显现。

4.2 华发租赁 REITs 融资动因

4.2.1 租赁市场前景广阔

近些年，房地产发展的整体逻辑开始改变，为缓解大中城市住房与需求不平衡的问题，推动房地产行业升级，国家政策积极鼓励发展房地产住房租赁市场。当前我国租赁住房市场容量尚未饱和，市场需求充分，依据相关统计数据，2020 年租赁市场人口总额达到 2 万亿人，相比 2015 年的 1 万亿人口，5 年内翻了一倍，同时继续保持着增长态势。宏观政策积极推进租售并举，完善租赁住房布局，增加保障性住房容量势头明显，我国租房市场已经逐渐形成规模，并在规模效应下走向成熟。随着我国租赁市场不断规范，尤其是房地产头部企业纷纷探索长租公寓领域，无论是规模增量，还是运营管理质量上，都取得了飞跃式发展。现在来看，华发股份 2017 年明确进军长租公寓市场的战略目标具有一定的前瞻性与合理性。

4.2.2 增强行业竞争力

受“房住不炒”政策的影响，近些年，房地产企业发展逐渐由高速扩张推进趋向平缓，整体销售环境尚好，行业整体规模稳健提升。同时，行业发展两极化趋势逐渐显现，呈现强者越强的态势，这使得行业资源向规模化、优质的头部企业聚集，规模效应优势渐显，行业内标杆房企销售规模的提升，使得房地产企业竞争逐渐加剧。为了保证竞争性，房地产企业纷纷探寻多元战略布局。华发股份主动求变，紧紧围绕当前房地产业生态，租赁市场份额的博弈不仅体现抢占市场份额上，除了重视“容量”，房产质量的重要性也不容忽视。自 2017 年以来，华发股份高瞻远瞩，积极拓展租赁市场。华发股份始终坚持以质为先，围绕“租购并举”新模式，以珠海市为大本营，定位于国内一、二线重点城市及增长潜力大的地区，积极推进重点区域均衡发展，这有助于分散因过度集中某单一区域市场，出现因销售下滑而导致的系统性风险，同时也避免了只顾抢地扩张，忽视经营效能的问题。

当前租售并举的大环境下，租房市场热度居高不下，前景广阔。但同时，目前租赁住房市场依然存在着租户满意度低、出租住房空置、租金收益低等问题，导致企业收益不稳定性增加。华发股份设立住房租赁业务的子公司华发股份优生活，坚持始终以专业

化的标准发展住房租赁业务，经过几年辛勤建设，已成功打造“华府”、“华庭”、“华寓”等优质租赁品牌。据 2021 年长租公寓市场份额统计，华发优生活在长租公寓市场规模排名中，位居第 23 位，成功入围 30 强。虽然华发股份目前长租公寓体量不大，但其积极推行由出售转出租策略，通过优质的服务和完善便民的设施环境赢得了市场认可，相关的平均房屋出租率已超过 90%，从华发股份近几年的发展态势来看，保量先重质的战略定位与实施是比较成功的，整体发展积极向上，初见规模。

4.2.3 国内 REITs 发展潜力大

REITs 的收益基于优质的底层资产，不与企业实际经营业绩相挂钩，与房地产企业具有一定的适配性，有助于盘活存量资产。REITs 通常被视为是信用融资的一种方式，但信任基础源自于相关底层地产自身的风险与收益情况，受发行人主体信用影响小。REITs 的发展不仅能够解决融资需求，改善企业资本结构，同时也能推进租赁住房市场的蓬勃有序、稳健发展。近几年房地产企业增长乏力，行业竞争加剧。当前国家积极推行基础设施 REITs 试点，着力稳步发展 REITs 市场。通过创新投融资途径，鼓励发挥出 REITs 市场在服务实体经济方面的优势，从而更好地助力实体经济的蓬勃发展。房地产信托投资基金 REITs 因其独特性，被用来主动开拓租赁市场，为解决租赁市场发展的融资限制提供了新思路、新方法，近些年持续获得了房地产企业的关注，同时随着公募化标准 REITs 产品在我国资本市场成功上市，适应我国 REITs 发展的环境已经逐渐成熟，未来市场前景广阔，发展潜力不容小觑。

4.2.4 满足多元化融资需求

通过上文对华发股份融资情况分析可知，华发股份需要对当前债务结构进一步优化。同时，经营战略的实施也需确保现金流的稳定性，进军租赁市场和市场份额竞争需要庞大的资金支持。一方面，华发股份继续保持着债务融资优势，借助借款、债券、票据等举债，尤其是，近年华发股份增加了债券的发行量。另一方面，考虑到外部环境造成的融资压力，华发股份积极探索新的融资渠道。在融资选择上，坚持多层次、复合型融资架构，积极探索新型融资模式。通过发行私募债、中票、购房尾款证券支持计划等，多元化融资策略保证公司能以相对较低的利率融到发展资金，以满足华发股份多元化发展战略的资金需求。房地产信托投资基金因为其具有的成本低、体量大、融资效率

高等优势，开始受到越来越多的关注。

值得一提的是，面对融资受限，房地产企业债务违约频发，许多房地产不得已通过出售资产断臂求生。华发股份放弃急速扩张、聚焦区域发展，从关注销售转向关注稳健的盈利。相对而言，华发股份债务结构相对良好，经营稳健，并且信用评级保持在高水平。可见，华发股份选择 REITs 作为资产证券化融资的工具，其融资动因不只是为了补充流动性需求，还是围绕未来战略布局的主动选择。

5. 华发股份租赁 REITs 对资本结构优化作用

5.1 资本结构优化目标

如何持续进行资本结构优化，是企业在不同生产经营阶段，都需要关注和思考的问题。一方面，企业资本结构是企业主动融资选择的结果，另一方面，现有资本结构又将对企业下一步融资选择产生影响，因此合理的资本结构对企业的发展意义深远。在现代财务理论框架下，资本结构最优化的目标是围绕如何实现企业价值最大化目标展开的。

本章主要分析 REITs 对华发股份资本结构的优化作用，主要从成本与收益两方面进行探讨。这是因为收益和成本是影响企业价值实现的两个关键要素，表现为收益不变的情况下，降低总成本，或保持成本不变的前提下，增加收益以实现企业价值最大化。基于此，REITs 模式下资本结构的优化，是综合考虑以房地产信托投资基金作为以重资产经营为典型特征的房地产企业融资工具的选择之一，分析其对企业融资成本与收益产生的影响，并判断相关效应是否具有长期意义，从而实现融资成本最小化，企业价值最大化的过程。

5.2 华发股份租赁 REITs 对资产负债结构的优化

5.2.1 对资产结构的优化

（一）提高资产流动性

满足企业经营投资需求的资金，在资产负债表中通常以资产的形态反映出来，企业资产价值能否实现，以及实现时间的长短通常反映为资产的流动性。资产的流动性越高，企业资产价值实现越快。华发股份租赁 REITs 的融资优势体现在，对投资人而言，投资收益较高。对发行人而言，能够实现重资产出表。重资产体量大、流动性差一直是限制房地产企业发展的关键因素，长期资产的占用和盈利性较差的资产的冗余，表现为同等规模存量资产创造收益的效率下降，REITs 利用重资产出表保证了资产运营效率，进而提升企业利用现有资产进行价值创造的效率。华发股份已发行成功的租赁住房 1 号 REITs 产品，通过资产支持证券成功融资约 50 亿元，使得华发股份重资产占比保持稳定

下降的趋势。由表 5.1 可知，近几年，华发股份重资产占比由 75.45% 下降至 64.40%。从短期看，通过资产出售，增加了可供华发股份日常经营使用的现金资产，同时也起到了节省相关资产运营与管理成本的作用。从长期看，REITs 的发行能保障华发股份在开拓租赁住房市场时，有较为充裕的现金流，及时为企业的战略目标的推进提供资金支持与补充，帮助布局长租公寓市场发展，提高行业竞争力。

表 5.1 2017-2021 年华发股份重资产占比情况

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
重资产占比	75.45%	72.17%	70.39%	68.85%	64.40%

数据来源：作者整理

（二）优化资产质量

作为 REITs 产品发行的原始权益人，为了确保租赁住房 REITs 系列产品成功发行，华发股份必须筛选出盈利稳定、能够持续产生现金流回报的优质底层资产。华发股份选取的 REITs 底层物业资产是位于珠海、苏州等地优质租赁住房，包括华发峰尚、华发睿谷等在内的一系列华发地产，是以长租公寓为代表的一系列优质住宅区。附近地理位置优越、基础设施完善，交通便捷，居民生活便利，租户众多，现金流稳定且升值空间大，为华发股份租赁住房 REITs 成功发行奠定了基础。高投资回报率是 REITs 融资关键吸引点，而底层资产的选择、运营管理水平与升值空间是投资回报率的决定因素。对于发行人而言，REITs 通过转让所有权实现了风险隔离，但当前我国房地产行业发行的大部分 REITs 产品为类 REITs。对于融资者而言，虽然资金池底层资产的所有权发生改变，但在担保和优先回购等多项信用增级机制的影响下，实际上未将企业与底层资产完全隔离。企业仍需对底层资产的盈利性与稳定性负责，这能敦促企业除了保证现有底层资产质量与盈利能力外，还需要继续关注其他资产质量，为未来 REITs 产品的持续发行和公募化对接做好准备。

为了保证华发租赁 1 号 REITs 资产的运营效果，以及华发租赁 2 号 REITs 产品后期融资目标的顺利实现，华发股份需要选择适配度高的优质资产，提高底层资产的利用率。同时，现有底层资产的运营情况也会影响到投资者对下一轮华发租赁 REITs 产品的认可

度与接受度。基于此，华发股份需要保证房源质量，减少冗余、盈利空间不足的房产。当前，华发股份积极了解租赁市场需求，征求租户意见，满足不同群体诉求，致力于提升租户的满意度。并在租户的选择上，确保租客有一定的租房能力，保障入租率的稳定性。华发股份已助力旗下子公司华发优生活成功建立了满足商务人士需求、服务为先的高端公寓“华府”、对标高品质居家体验的“华庭”家庭社区、以都市年轻上班族为主要群体的青年公寓“华寓”等长租公寓品牌，打造了极具代表性的精英公寓、家庭公寓、青年公寓等产品线，整体上租户满意度高、租户文化素质较高，市场反应良好。

综合来看，华发租赁 REITs 成功实施，在能够获得流动性资金的同时，避免过度消耗能够影响未来融资的企业信誉，着力向轻资产运营迈进。实现了从关注资产的“量”向“质”的转化，优质底层资产与良好的经营能力又进一步保障了未来融资信用。通过不断优化资产质量，实现对整体资本结构的优化。

5.2.2 对负债结构的优化

从负债视角分析企业资本结构的优化，着力点主要在于负债规模和负债期限结构能否缓解企业的融资压力。REITs 能够保证更合理的融资期限与结构。房地产行业经营周期较长，作为融资方，其往往希望融资期限更长一些，缓解还本付息压力。而对于债权人来说，出于对资金安全性的考虑，并不愿给予过长的贷款期限或倾向于在同等期限的借款额度上获得更高的利息。只有充分考量双方的诉求，资产负债期限结构才能更趋合理。

在预期融资利率将升高的情况下，REITs 灵活的储架模式为企业融资发挥了积极作用。储架发行的优势在于核准一次，便可根据自身需求选择多期发行。一方面，缩短了审批流程与等待时间，华发股份租赁 1 号 REITs 从审批到发行仅仅用了两月余的时间。另一方面，分期发行给予企业更多的灵活性，华发股份可以根据经营发展需要、应收账款的回款时间以及预收账款、银行借款与债券的偿付期限，来合理选择融资时间，避免集中融资造成资源浪费以及成本的增加，降低长短期负债的期限错配风险。由表 5.2 可知，从 2019 年至 2021 年，华发股份银行借款大幅度增长。其中，长短期债务发生明显变化，短期借款比重下降，由占比 21% 下降至 1.32%，长期借款占比增加，由 79% 上升至 98.68%，与 2019 年相比，短期借款增长同比下降约 88.88%，非流动负债占比稳步增加，使得华发股份即时还债压力减缓，帮助降低企业因债务期限错配产生的风险。更好地匹

配融资需求，使其可以灵活选择融资时间，提高资金利用效率，较为安全的负债结构，也为企业未来信用融资奠定了基础。

表 5.2 2019-2021 年华发股份债务期限结构分析

单位：亿元

	2019 年	2020 年	2021 年
长期借款	457.4	794.1	771.7
短期借款	123.1	92.66	10.3
银行借款	580.5	886.76	782
长期借款占比	79%	89.55%	98.68%
短期借款占比	21%	10.45%	1.32%
长期借款同比增长	33%	73.63%	-2.82%
短期借款同比增长	-2.75%	-24.71%	-88.88%

数据来源：东方财富网

5.2.3 对偿债财务指标的优化

（一）降低资产负债率

资产负债率是反映企业借贷安全性的重要指标，“三道红线”政策积极推动房地产行业调整债务融资比例，降低杠杆风险。REITs 能够在尽量不占用银行授信额度的基础上，保障原始投资人有充足的资金储备应对流动性短缺问题，提高抗风险能力，有助于改善因过度举债而导致的资产负债率过高等问题。

从整体上看，华发股份近几年去杠杆效果明显，资产负债率的稳中有降，2021 年成功跨进安全线绿档，摆脱了三道红线对企业经营发展的束缚。由表 5.3 可知，华发股份资产负债率自 2019 年稳步下降，也就是华发租赁住房 1 号 REITs 发行的第一年，近几年，华发股份资产负债率稳步下降。本文参考孟建波、罗林（1998）的静态最优资本结构模型，计算出 2017-2021 年内华发股份静态最优资产负债率，通过对比发现，华发股份资产负债率逐渐向静态最优资本结构靠近，降杠杆效果明显。但需要注意的是，除 2021 年以外，近几年资产负债率仍始终高于行业均值。通常来说，较高的盈利水平有助于企

业举债经营，华发股份近几年企业经营盈利质量稳定，有更多的举债空间，但这并不能说明资产负债率就越高越好。以保利发展为例，保利发展作为房地产企业龙头企业，盈利能力强劲，信用评级较高，融资信用额度也较高，但企业并未选择过度举债经营，在整个行业受制于三道红线政策时，保利地产资产负债率始终保持在安全范围内，整体资产负债率低于行业均值，这可视为是保利地产基于战略发展的需要，保持相对安全的负债经营，以获得较好的财务弹性。当市场机遇出现时，能较易获得外部债务融资的支持，把握融资主动权，在市场份额的争夺中占取先机，推动战略目标的实现。

表 5.3 2017-2021 年华发股份资产负债率与同行业对比

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
保利发展	77.33%	77.97%	77.79%	78.69%	78.36%
华发股份	81.39%	82.34%	81.53%	80.31%	72.99%
行业均值	79.10%	79.08%	80.39%	80.68%	80.30%

数据来源：国泰安数据库



图 5.1 2017—2021 年华发股份资产负债率与同行业比较

数据来源：国泰安数据库

表 5.4 2017-2021 年华发股份静态最优资产负债率

单位：亿元

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
摊销	0.17	0.39	0.52	0.64	1.19
利润总额	25.03	30.85	43.94	62.53	68.29
资产总计	1423	1822	2349	3219	3551
利息支出	2.456	6.532	11.06	13.58	14.14
最优资本结构	60.86%	61.61%	63.77%	66.16%	67.67%

数据来源：华发股份年报

（二）流动比率

房地产企业整体上资产流动性缓慢，REITs 有助于解决资产负债两者结构的不匹配性。流动比率越高，体现了流动资产较强的变现能力。自 2019 年 REITs 发行成功后，华发股份流动比率显著改善，从 2019 年的 1.67 增加至 2021 年的 2.05，说明流动资产对流动负债的保障能力大幅提升，短期偿债能力提升。



图 5.2 2017-2021 年华发股份流动比率变化

数据来源：东方财富网

5.3 降低融资成本

一方面，相比于较低成本的债务、债券融资，REITs 融资灵活性更高，相比于股票融资，REITs 融资的成本与难度更低。目前我们资本市场尚未充分完善，信息不对称依旧是制约权益融资的关键因素。REITs 信用增级机制提升了相关底层资产信用保障，在遇到原企业经营失败，破产清算情况时，能保证底层资产收益的稳定性，使得市场投资者的风险得到控制，降低破产风险。基于投资风险与收益相适应的原则，能有效降低企业的融资成本。另一方面，传统意义上，企业的资产来源于股东投入的资本和债权人提供的信贷资金，相应的委托代理成本也较高。底层资产的出表，有助于推动华发股份整体监督成本与经营管理成本的双降。同时 REITs 的发行与运营需要多方参与，能够建立起包括原始权益人、基金管理者、投资者等在内的市场各主体的联系，加强各方协助。为了实现参与各方的利益最大化，需要保障信息途径畅通，这一举措有助于节约信息成本，提高信息透明度，同时向市场传递正向信号。基于市场信任机制下的信息共享，将进一步降低企业与筹资相关的成本。

整体上看，从 2019 年起，华发股份的融资成本呈逐年下降的趋势。从 2019 年 6.35% 下降到 2021 年 5.80%。华发股份租赁住房 REITs 的存续期为 18 年，相关利率约为 5% 和 5.4%。本文以 2019 年为参照年份，对比分析了 2019 年内发行的不同规模、发行成本和期限的融资工具，发现 REITs 的融资优势体现在具有较长的存续期、较低的融资成本。在融资利率相近（5% 左右）的融资工具比较中，REITs 融资规模与存续年限更占优势。同时考虑到华发股份租赁 REITs 的优先级投资人每三年可选择是否退出，再次对照 3 年期限的融资工具选择，发现相同年限内，REITs 在融资规模和融资成本的优势更加明显。

表 5.5 华发股份 2017-2021 年融资总成本情况

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
融资成本	5.75%	5.87%	6.35%	6.17%	5.80%

资料来源：华发股份年报

表 5.6 华发股份 2019 年各融资工具利率对比

融资类型	发行年份	发行利率	发行年限	融资金额
华发 REITs1 期	2019 年	5%	18 年	13.91 亿
公司债券	2019 年	5%	5 年	7.5 亿
公司债券	2019 年	4.80%	3 年	7.8 亿
中期票据	2019 年	5.78%	3 年	10 亿
超短融	2019 年	3.00%	3 月	6 亿

资料来源：作者整理

5.4 提升企业净资产收益率

房地产信托投资基金 REITs 对企业价值的影响还可以通过净资产收益率的变化来反映。净资产收益率是反映企业价值的关键指标，净资产收益率主要通过探究企业净利润与所有者权益之间的联系，关注企业在生产经营中如何利用自有资本创收，提供运营效率。盈利能力的稳定性与增长速度，提高了投资回报率，进而提升利润水平，形成闭环。从而对企业价值形成正向作用。

一方面，通过上述分析，我们可知 REITs 相关的优质底层资产往往能够在金融市场中获得正向回应，有助于节约各项成本，在总收入不变的前提下，成本的节约使得企业整体净收益增加，从而提升了净资产收益率。另一方面，REITs 创造的现金流可以帮助企业提高应对高负债风险的能力，面对有利企业长期发展的投资机会时，华发股份不至于陷入资金短缺的困境。节约的货币资金可用于投资净现值为正的新项目，有助于增加投资成功的机率，进而保证投资回报率，提高盈利能力，使得企业整体核心竞争力增强。相应地，较强的核心竞争能力反过来也能影响到净资产收益率，增加企业价值。因为企业盈利能力的稳定，不仅是企业帮助内部融资积累的重要基础，同时也能为企业提供了较高的信用评级保障，当企业自身经营的稳健程度与创造利润的能力对外部投资者具有吸引力时，股票市场对其预期会走高。私募 REITs 融资往往要求企业具有较好的经营业绩，以及一定的规模优势及市场影响力，这些都是企业顺利融资的条件。反过来也

进一步提升了企业竞争力。

由表 5.7 可知，通过比较近几年华发股份盈利情况，我们发现华发股份每股收益与净资产净利率等指标在近几年显著提升，说明盈利强劲且稳定，华发股份市值在 2022 年达到 240.3 亿，房地产开发排名为全行业 12 名，积极的融资行为对企业的价值产生积极影响，使得市值保持稳定增长。

表 5.7 2017-2019 年华发股份盈利能力指标变化 单位：元

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
每股收益	0.76	1.08	1.22	1.16	1.34
每股净资产	5.61	7.02	9.33	9.90	9.83
净资产收益率	11.92%	17.50%	19.92%	16.78%	17.80%

资料来源：东方财富网

5.5 对企业剩余价值提供正向反应

华发股份选择利用 REITs 进行融资，其优势在于相关底层资产质量高，能合理保证相关投资人的利益，到期本息与收益可如期偿付，减少信任成本。同时增信保障机制的完善与市场多主体、多机构共同参加，能够加强信息的流动性，降低信息不对称风险，进一步提高投资人对华发租赁住房 REITs 的信任。

本文通过观察华发租赁住房 REITs 各期产品发行日当天的股价变动，探究 REITs 发行能否对华发股份股价产生积极作用。研究范围包括华发租赁住房 1 号 REITs 和租赁住房 2 号 REITs 首期发行日的市场反应。华发租赁住房 REITs 第一期发行日为 2019 年 3 月 27 日，当日股价增幅达到 5.14%，第二期发行日为 2019 年 12 月 24 日，当日股价涨幅达到 0.13%，第三期发行日期为 2020 年 11 月 3 日，股价增长 1.12%。其中该产品首期发行日涨幅最大。华发租赁住房 2 号 REITs 于 2021 年 12 月获批，2022 年 2 号 REITs 第一期发行当天为 2022 年 7 月 13 日，开盘价为 7.52 元，收盘价为 7.55 元，收盘涨幅为 0.53%。综合来看，资本结构会随着内外部环境变化而变化，企业投融资决策作为影响企业业绩与未来价值实现的关键行为，在特定范围内，会影响利益相关者对企业价值判断的预期。合理的融资行为能降低破产风险，传递积极信号。同样的，华发股份租赁

1 号 REITs 良好的市场反应与稳健的信用增信方式，能提高公众对华发股份租赁住房 2 号 REITs 的心理预期，为其后续租赁 2 号 REITs 第二、第三期发行创造了积极条件。股票市场在华发股份发行租赁住房 REITs 后做出了正向反应，短期内一定程度上提升了企业价值。也可以理解为当 REITs 产品被成功实施后，借助与发起人原有资产风险隔离、运营状态良好的底层资产，以及母公司珠海华发集团、华发股份自身的高信用评级做背书，提升了投资者对该资产的发行人的预期评价。相应地，原始权益人被隔离的剩余资产市场估值因投资者的乐观预期而上升，体现在股票市场上，则表现为的股价的上升。

需要注意的是，华发股份体量大，资金来源主要是依靠贷款和预收款，以及通过提高应收账款回款率来影响企业的现金流。相比之下，REITs 的体量较少，REITs 对整体融资结构影响不能明显体现，但其对资本结构的意义却不容忽视。当前，在宏观政策与市场的积极引导下，房地产信托投资基金积极探索于长租公寓的发展。我国 REITs 市场也在随着公募化的推进，逐渐走向正轨，监督与保障机制也将逐渐完善。随着发展逐渐规范化，REITs 融资的规模将会扩充，影响也将进一步扩大。此外，华发股份三年内拟成功发行 100 亿 REITs，这可看出华发股份对借助 REITs 融资的坚定信念和良好预期，也为对接公募化 REITs 打下坚实基础，同时也能传递出我国资本市场对 REITs 的积极信号。只要产品结构设计合理，底层资产质量保障性好，且获得了较高的市场认可度。REITs 的市场规模与体量也将不断扩大。

6. 相关保障措施

6.1 积极推进标准化 REITs 实践

由于我国公募性质 REITs 产品刚刚起步，税收制度尚未完善。我国当前资本市场上主流 REITs 产品是由“私募基金+专项计划”相结合的具有私募性质的类 REITs 产品，而国际标准 REITs 产品不仅具有公募性质，还多为公司型 REITs，股权性更明显。标准化 REITs 能在降低信息不透明度、提升市场活跃性等方面起到积极作用，同时具有明显的税收优惠，投资人的收益更高，积极性更高。当前，我国正积极对接公募性质 REITs 上市，标准化的公募 REITs 在我国逐渐发展起来。从 2021 年起，几支具有公募性质的标准化 REITs 产品在我国已经成功上市，发展势头良好。此外，出于对投资人风险的考虑，我国 REITs 产品设计中通常允许设置三年一次的开放期，投资人可以自行选择是否退出。但对于原始权益人而言，可能会面临较大的资产回购压力。而适时公募 REITs 的推行，有助于企业积极对接公募化，优质的底层资产与良好的信用评级将为企业后续推进公募化创造了条件，积极对接 REITs 标准化发展大有可为。

6.2 保证底层资产质量

近些年，我国相关房地产政策调控的主要思想是要求企业不能一味提速扩张，而是要关注其资产质量和可持续发展能力。在我国 REITs 市场中，优质、产权明晰、未来现金流可预测并且稳定性较高的底层资产更易成为市场认可并投资的选择，这与华发股份当前战略布局中稳质增效的发展策略相匹配。华发股份在成功发行租赁住房 1 号 REITs 产品后，租赁住房 2 号 REITs 蓄势待发，预计两年内将实现新 50 亿的全部发行，可见华发股份对租赁住房 REITs 市场有着长远考虑。同时，在当前我国 REITs 实际经营过程中，基金管理人是底层资产名义运营方，但通常只能做到对投资资金流向进行日常追踪与监督，很难真正做到参与具体运营中，原始权益人依旧是底层资产运营质量的实际负责人与保障方。当前，华发股份需要重视这几年长租公寓频繁暴雷的问题，警惕扩张过度，同时进一步关注底层资产质量，保证底层资产运营良好，保持运营收入与现金流稳定，以增加物业增值价值，在保障出租率的同时提高客户满意度，提升租金回报率，为后期发行租赁住房 2 号 REITs 打下好的基础。

6.3 保障增信措施，传递积极信号

REITs 的信用增级机制将影响到投资者对 REITs 产品的信任程度以及投资回报预期，有助于向市场传递积极信号，能够增加市场对 REITs 产品的评估预期，提高市场对底层资产的接受程度。进一步影响到企业的融资成本，也为企业下一步高质量发展创造条件。华发股份租赁住房 REITs 通过实施回购权承诺、完善担保机制、评级下调调整、差额支付等多项信用增级措施，为 REITs 的顺利发行创造了条件，同时向市场传递出了底层资产运营质量可保障、未来现金流稳定、投融资双方目标一致，利益相关等积极信号。当然，相关的征信机制的良好运行，离不开市场内多方的共同监督。尤其是对市场管理者而言，需切实强化行业内监管，提高增信保障措施的违约成本，保障相关 REITs 产品运行的安全性与稳定性。

6.4 加快落实相关法律监督和风险控制制度

当前，我国 REITs 市场尚未全面发展，主要表现在缺少税收优惠政策、风险控制与法律监管制度不够健全等方面。一方面，在金融交易市场上，缺少有效监管不仅会导致交易不透明化，还会提高各参与方的监管成本。另一方面，我国 REITs 依旧面临着因税收政策不完善而导致的多重征税的情况，发行 REITs 过程中企业遇到的税收阻碍，也将进一步影响到企业的融资选择与融资效果。此外，在税收优惠政策不明晰的情况下，参与各方出于避税的考虑，往往会设计多层结构，较为复杂的交易结构又会产生额外费用。而风险预警与控制机制的缺失，不仅可能会出现损害投资人利益的情况，更严重地，甚至会引起金融投资市场的波动，不利于我国金融市场良性、健康发展。

我国有关监督部门需明确市场准入机制，积极部署相关 REITs 发行及运营过程中的配套政策，规范相关交易流程，强化责任，明确各方监督职责，并推进相关违约惩戒机制，逐渐落实相关风险控制制度和税收优惠政策，努力确保交易过程中相关收益与风险平衡。只有相关监督与风控制度落到实处，才能提高投资者对 REITs 市场的信心，以期扩大 REITs 市场容量，为标准化 REITs 的顺利推进做好相关制度保障。

7. 研究结论及不足

7.1 研究结论

企业资本结构随着内外部环境影响而不断变化，现有资本结构作为已融资结构的反映，又进一步突显出再融资能力。REITs 是在企业拓展融资渠道过程中，在新需求、新环境下逐渐发展起来的，对企业资本结构优化过程又产生了积极意义。

从 2017 年起，房地产行业监管政策趋严，房地产企业面临着的高杠杆经营与销售缓滞导致的库存压力等问题更加严峻，现金流紧张不仅会影响房地产企业现有施工进度，项目周期的拉长会导致相应成本增加，同时也会影响企业未来的计划投资项目，使得企业开发投资进度被迫放缓。本文分析了华发股份在发行租赁住房 REITs 前面临的一些融资问题，包括资产负债结构不合理、资产负债率偏高、存在债务期限错配风险等问题。同时，华发股份为缓解资金压力，积极探索多样化融资路径，REITs 正是其选择之一。从短期看，华发租赁住房 REITs 的顺利发行能够起到流动性补充的作用，增加融资方式的可选择性，帮助改善融资效率。从长期看，其又与华发股份战略布局相匹配，是华发股份进军租赁住房市场的主动选择。综上所述，利用 REITs 融资是华发股份在内外部环境变化下的主动选择，也起到了帮助企业改善资本结构的作用。

以实现企业价值最大化为目标，华发股份租赁 REITs 对资本结构的优化作用主要通过改善资产负债结构、降低融资成本、产生正向市场效应，增加企业整体价值来实现。首先，华发租赁住房 REITs 对资产结构的优化作用，不仅表现在盘活原有重资产，提高资产流动性，降低因重资产周转速度慢而产生的流动性风险等方面，还体现在，企业为了保障现行 REITs 运营成效和未来 REITs 产品能够顺利发行，将逐步加强对资产运营质量的重视，提高预期资产创造价值的的能力，进而提高总资产收益率。也就是说，当企业以资产作为一种融资手段时，相关资产质量将影响到未来现金净流量，如果投资市场对其盈利能力评级较高，优质资产将成为企业融资成功的重要影响因素，倒逼企业减少盲目扩张，关注资产质量，进而改善资产结构，促进其稳健发展，保证其盈利性。对负债的优化作用体现在，通过储架机制提供流动性补充，灵活合理安排融资时间，能够降低债务融资错配风险。同时，减少企业对银行借款，尤其是短期借款的依赖。通过对资产与负债结构双向优化，实现风险控制，降低融资总成本。在收入既定情况下，总成本的降低，可视为是企业价值的提升。此外，REITs 使得投资回报率大于债务利息率，并获

得积极的股市回应，整体上为企业带来正向的价值激励。为了保障相关资本结构优化影响落到实处，市场与企业需要完善好各项保障措施，合理监督，积极引导与配合，充分发挥好 REITs 模式对企业的积极影响，尤其是对企业资本结构的优化作用。

7.2 研究不足

首先，目前房地产信托投资基金研究已公开的数据和信息较少，华发租赁住房 REITs 相关专项计划书未公开发布，本文只能通过公开披露信息或者查阅企业各年年报、行业分析报告来搜集相关信息，导致部分章节的准备与研究可能不够充分。

其次，国内 REITs 市场不够成熟，这为 REITs 产品的推广与发展带来阻碍。房地产行业相关研究对象主要以类 REITs 产品为主，公募化 REITs 近两年才刚刚起步，缺少相关经验总结与实践指导，使得本文论证缺少全面性。同时，本文选取的案例对象华发股份具有国资背景，融资风险相对可控，融资成本具有优势，所以相关结论与分析过程不一定对其他民营企业有适用性。

最后，作者缺少相关金融投资实际经验，可能对于一些问题出现的成因、分析认识等不成熟、不全面、不深入，需要继续加强学习与研究。

参考文献

- [1] Brent W, Ambrose, Michael J. Highfield, Peter D.Linneman. Real Estate and Economies of Scale: The Case of REITs[J]. Real Estate Economics. 2005, 21(2): 49-54.
- [2] Jones D , Mathur I. Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues[J]. Journal of Banking & Finance,2000, 24(1):35-58.
- [3] Joshua Parr. Financing Strategies For Real Estate Investments[J]. Honors Research Projects, 2017(9):431-475.
- [4] Kenneth Yung. Equity Capital Flows and Demand for REITs[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2006, 33(3):275-291.
- [5] Kim Hiang Liow, Kwame Addae-Dapaah. Idiosyncratic risk, market risk and correlation dynamics in the US real estate investment trusts[J]. Journal of Housing Economics. 2010, 21(3):50-59.
- [6] None.Asset Securitization and Asymmetric Information[J]. The Journal of Legal Studies, 2005, 34(1):161-206.
- [7] William Mingyan Cheung, Richard Chung, Scott Fung. The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 35:211-231.
- [8] 曾飞鸥. 财务弹性视角下万科资本结构及其调整研究[D]. 湖南工业大学, 2021.
- [9] 陈冰, 范薛杭, 李心语. 长租公寓REITs+PPP融资模式探究[J]. 商展经济, 2022(09): 92-98.
- [10] 陈德萍, 曾智海. 资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2012(08):66-71.
- [11] 陈琼, 杨胜刚. REITs发展的国际经验与中国的路径选择[J]. 金融研究, 2009(09): 192-206.
- [12] 陈仙丽. 仓储物流类REITs公募化转型分析[D]. 广东工业大学, 2021.
- [13] 陈宇涵. 基于供应链ABS的Z公司资本结构优化研究[D]. 湖南大学, 2019.
- [14] 陈志宏. 资产证券化财务问题研究[D]. 东北林业大学, 2007.

- [15] 邓聪. 华发集团内部资本市场效率评价及影响因素探讨[D]. 江西财经大学, 2019.
- [16] 刁安红. 财务弹性、非效率投资与零售业企业资本结构调整[J]. 商业经济研究, 2020(13):170-172.
- [17] 房晶. 博弈论视角下长租公寓利益相关者冲突与治理研究[J]. 现代商业, 2022(02):90-93.
- [18] 高艳荣, 雷蕾, 朱小云. 企业资本结构选择中的税盾效应[J]. 商业研究, 2020(11):18-24.
- [19] 郭春悦. 保利不动产投资信托基金(REITs)融资案例研究[D]. 首都经济贸易大学, 2019.
- [20] 何平, 金梦. 信用评级在中国债券市场的影响力[J]. 金融研究, 2010(04):15-28.
- [21] 黄卉. 合作博弈框架下的信托利益分配机制研究[D]. 北京邮电大学, 2012.
- [22] 黄晓榕. 我国中小企业上市公司资本结构关联规则分析[J]. 技术经济, 2011, 30(11):105-109.
- [24] 李嘉. “租住同权”背景下基于信托制度的长租公寓融资模式[J]. 贵州社会科学, 2018(07):116-124.
- [25] 鲁静敏. 顺丰控股资本结构优化研究[D]. 河北地质大学, 2022.
- [26] 陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998(08):36-39.
- [27] 吕璐璐. 企业资产证券化对我国上市公司盈利能力的影响研究[D]. 苏州大学, 2020.
- [28] 孟建波, 罗林. 企业最佳资本结构的定量研究[J]. 广东金融, 1998(01):4-5.
- [29] 孟燕凤. X公司资本结构分析及优化研究[D]. 西安石油大学, 2020.
- [30] 聂青. 资产证券化对企业价值的影响探讨[D]. 西南财经大学, 2009.
- [31] 上官绪明. 影响我国中小企业资本结构的因素研究——基于生命周期理论的分析[J]. 上海经济研究, 2016(03):96-103.
- [32] 宋健. 阳光城集团的资本结构优化研究[D]. 湖南大学, 2019.
- [33] 宋瑞波. 企业资产证券化与资本结构优化初探[D]. 复旦大学, 2004.
- [34] 孙晓华. 企业资本结构动态优化路径及其实现机制研究[D]. 大连理工大学, 2006.
- [35] 唐丹彤. 经济政策不确定性与企业资本结构[J]. 财会月刊, 2021(06):51-58
- [36] 王鼎盛. 我国企业资产证券化的财务效应研究[D]. 浙江大学, 2019.

- [37]王家庭,张换兆. 房地产融资方式多元化的经济学分析[J]. 财经科学, 2005(06): 47-53.
- [38]王茜萌. 我国住房租赁REITs市场发展探析[J]. 新金融, 2018(03):28-32.
- [39]王斯彤. 深圳主板上市公司中部分中小企业资本结构的影响因素研究——基于SPSS基础操作的分析[J]. 对外经贸, 2022(03):100-105.
- [40]王元. “类REITs”产品交易结构拆解[J]. 金融市场研究, 2017(03):43-52.
- [41]温丰恺. 财务弹性、资本结构动态调整和公司多元化[D]. 山东大学, 2017.
- [42]向荣富. 中国房地产企业资本结构与经营绩效[D]. 武汉大学, 2013.
- [43]许莲凤. 美国保障性住房融资REITs模式的经验及启示[J]. 亚太经济, 2014(03): 77-81.
- [44]徐攀,刘方圆,黎精明. 宏观经济因素对房地产上市公司资本结构的影响[J]. 财会通讯, 2017(35):57-61.
- [45]喻国平. 银行资产证券化与资本结构优化、金融稳定关系研究[J]. 价格月刊, 2008(10):92-94.
- [46]张超英. 关于资产证券化动因的理论探析[J]. 财贸经济, 2003(06):25-28.
- [47]张栋,李婷. 基于供给与需求视角的资本结构决策逻辑——一个理论框架[J]. 财会通讯, 2022(10):24-30.
- [48]张凤娜,刘金波. 民营上市公司股权集中度与企业绩效——基于资本结构的中介效应[J]. 金融理论与教学, 2022(02):79-85.
- [49]张庆昌,王跃生. REITs的发展前景[J]. 中国金融, 2018(04):35-36.
- [50]张艳. 基于轻资产运营方式的企业价值提升策略[J]. 财会通讯, 2017(35):82-85.
- [51]张勇. 资产证券化若干问题研究[D]. 湖南大学, 2017.
- [52]郑曼妮,黎文靖,柳建华. 利率市场化与过度负债企业降杠杆:资本结构动态调整视角[J]. 世界经济, 2018, 41(08):149-170.
- [53]朱祥伟,陈昌昱,蒋舒扬. 基于双SPV结构的企业资产证券化融资创新[J]. 中国商论, 2022(11):90-92.
- [54]庄桂杭. 阳光城长租公寓资产证券化案例研究[D]. 华南理工大学, 2020.

致 谢

当本篇论文即将写完的时刻，三年的研究生生涯已要接近尾声。三年时光，春夏秋冬，花开花落，时光匆匆流逝而过。让我对学习、生活的各方面有了新的感悟与认识。在此，我想谢谢所有帮助和陪伴我成长的老师、家人和朋友们。

首先，我要感谢我们的导师，胡老师是一位知识渊博的老师，也是一位认真负责的慈父。胡老师不仅教会了我们知识，培养了我们的科研素养，同时也教会了我们很多为人处世的道理。胡老师睿智开明、温和却有力量，是为人师表的典范。虽对我们鲜有说教，但却润物无声，言传身教。即使在百忙之中，老师也会坚持自我提升与学习，保持思考，是我们学习的典范。三年来，老师的殷殷教诲与指导，我们永远铭记在心，也永远心怀感谢。

其次，我要谢谢自己的家人，家人永远在我一路奔跑前进，一回头时就可以看到的地方。我们对彼此的陪伴、支持与尊重就是亲情最好的意义。家人们会在困难时，给我坚定支持。在我难过时，给我悉心安慰。在我快乐时，又安静陪在我身边。家人们是永远站在我身后，给我加油打气和鼓励的温暖所在。

然后，我想谢谢我可爱的三位舍友们，是怎么样的缘分使我们相遇相识，又成为了彼此这三年最长情的陪伴呢？忘不了我们叽叽喳喳地聊天，忘不了走在一起时的欢声笑语，也忘不了考试、写论文时一起熬过的每个夜晚。三年疫情，我们的很多时光被藏在了校园里，可正是因为有你们，才让我每天的生活充满欢声笑语。

在即将告别的日子里，这些记忆弥足珍贵与感动。最后也感谢自己在困难的时候，选择相信自己，为自己加油打气，感谢自己没有放弃，坚持就会赢了转机。