

# 上海建立房地产持分权交易方式的政策建议

王洪卫

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:**房地产业是上海经济未来 10 年持续发展的重要保障。房地产持分权交易是对传统交易方式的补充,率先建立房地产持分权交易方式,对于带动整个上海经济的飞跃具有重要意义。本文在设计了房地产持分权交易运行方案的基础上,提出了在浦东房地产市场积极进行试点的政策建议。

**关键词:**房地产持分权交易;试点;政策

**中图分类号:**F293.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)12-0051-05

房地产持分权交易是指专业房地产投资中介公司精选某一地段的优质楼盘,开发商将购得的该楼盘的土地向房地产投资中介公司抵押,并将整个项目的利润作为持分条件,由房地产投资中介公司向市场发售持分权凭证,投资者购买后可在交易市场上按规定进行转让,凭证到期后,由房地产投资中介公司向投资者以房地产实物产权或现金的方式赎回的交易方式。

房地产持分权交易的建立是对传统的房地产交易方式的补充,它突破了由于房地产本身整体性、不可移动性、高价值性对交易方式的限制,它的建立将有助于推进整个上海房地产市场的发展,有助于房地产业成为国民经济的新增长点,是一种具有中国特色的房地产交易创新工具。作为国际大都市的上海,一向是创新活动最活跃的城市。率先在上海建立房地产持分权交易市场,对推动上海房地产业的发展,以及带动整个上海经济的飞跃都具有重要的意义。

## 一、房地产业是上海经济未来 10 年持续发展的重要保障

近年来,房地产业对上海经济的贡献日益增加,已逐步成为上海地方财政收入的重要来源之一,将有望成为上海经济新世纪的亮点。从上海房地产业的情况看,初步形成了覆盖房地产生产、流通、消费等领域门类齐全的产业体系。1998 年,住宅消费(包括带动相关产业消费)对上海经济增长的贡献率为 9.7%;1999 年,房地产业提供的财政收入占到各区县财政收入的 15%左右,对国民经济贡献率为 7.1%,房地产业增加值占到 GDP 的 5.2%,而一般国际化大都市房地产业增加值占到 GDP 比率可达到 20%以上。从未来 10 年看,预计上海的房地产业还会有长足的发展。

国外一些成功的经验也表明,以房地产业为依托,实现一个国家或地区经济持续稳定的增

**基金项目:**上海市重大决策咨询课题(00-A-53)报告组成部分之一。

**收稿日期:**2000-09-05

**作者简介:**王洪卫(1968-),男,浙江杭州人,上海财经大学金融学院副教授,博士。

长是完全有可能的。美国的“新经济”的连续强劲增长创造了经济学史上的奇迹,实际上它是一种“双轮驱动”经济,一方面源于以网络技术为代表的知识经济的迅猛发展;另一方面,则源于以国内消费为主的产业,特别是房地产业的迅速发展。据统计,1999年美国国内住房按揭占银行信贷额的48%,人均住房消费占美国人均可支配收入的70%左右,而加州的房地产20多年来增长了38倍。这期间,一个很重要的因素是政府采取了促进国内消费的政策。

面对WTO和全球经济一体化的浪潮,上海产业结构将进行重大调整,一方面上海经济发展需要培育一大批具有国际竞争力的产业,参与国际经济大循环,另一方面更应重点发展一大批以国内消费为主的产业。从一定意义上说,加入WTO后,我国尤其是上海受国际经济形势大波动、大变化的影响加大,一旦经济形势发生变化,上海必然受到冲击,而以房地产业为主的国内消费产业的兴起将是上海经济乃至全国经济持续健康发展的重要保障。

## 二、房地产持分权交易符合上海经济发展要求,是具有中国特色的房地产交易创新方式

首先,建立房地产持分权交易方式,将为上海国际金融中心的建设作出积极的探索。资产证券化是20世纪70年代以来,世界上发展得最成功的金融创新工具。我国资产证券化业务首先在房地产抵押贷款证券化(MBS)业务上进行了探索,上海已对MBS业务进行了积极的研究,并正着手开展此业务;深圳方面也正紧锣密鼓开展MBS业务。房地产持分权交易的试点与运作,将为我国资产证券化业务的开展,起到很好的示范作用,在加入WTO以后,对上海国际金融中心的建设起到积极的推动作用。

其次,建立房地产持分权交易方式,有利于活跃房地产市场,实现普通居民消费与投资需求。传统住房交易方式尽管简单明了,但住房作为商品其价格相对普通购房者的收入还是偏高。住房的高价值造成了住房市场的低流动性。而在房地产持分权交易过程中,居民将手中的资金以持分权交易的方式投向房地产,交易凭证可以用较小的数额表现,大大降低资金进入的“门槛”,使更多的资金进入这一市场成为可能。居民持有持分权凭证,一方面可以享受资金在房地产领域运动带来的增值回报;另一方面交易凭证可以根据需要转化为消费。这样,可以使长期资本(固定资产)和短期资金(现金)得以衔接、转化,提高资产的整体流动性,从而活跃房地产市场,加快住房商品化的步伐。

再次,建立房地产持分权交易方式,有利于优化资金配置,规避房地产投资风险。房地产开发周期长、金额大、风险高,能否拓宽融资渠道,加速资金回笼,在很大程度上决定着房地产项目开发能否成功。现在,房地产开发难度越来越大,开发商主要依靠银行信贷和资本市场融资,而银行在信贷规模和方向上都有所限制,贷款条件严格,资本市场融资也只是有条件尝试。现行的银行房地产开发信贷取向也是进退维谷,发放抵押贷款会因楼盘销路好的开发商没有抵押物,而使资金流向销路差的开发商,银行虽有抵押物在手,但也未必能保证资金的安全性与流动性;发放“盯人贷款”也只能以开发商以前的业绩为参考,在我国银行信贷风险评估体系不健全的情况下,也不能保证新项目资金的顺利收回。而房地产持分权凭证,风险小、增值快、易流通,可调动购房者的积极性,加之这种支付能力不需要靠长年累积的等待,主要是依靠居民的平时短期收入盈余,是一种很灵活的向最终消费者直接融资的方式。这种方式,可以将部分社会闲散资金汇聚起来,有效加以利用,在一定程度上能缓解消费领域资金供应紧张的矛盾。当持分权交易市场达到一定规模时,如持分权凭证代表的房地产总量占整个房地产市场总量的10%~20%,投资中介公司就相当于一个大“资金蓄水池”,由于它的存在,市场不会因

为少数开发商的经营不利而出现较大波动。随着市场投资意识的渐趋理性,越是有投资价值的项目,越会受到投资中介公司和广大投资者的青睐。经过市场的筛选,项目的投资价值决定了市场资金的流向,弥补了传统房地产交易方式的不足。这种结合市场的融资交易方式,可以有效地减少盲目上项目和盲目投资,能够很好地规避房地产金融风险,这对于上海房地产业乃至整个国民经济的持续稳定发展,都有重大意义。

最后,建立房地产持分权交易方式,有利于培育房地产市场价格发现功能。房地产持分权凭证与房地产产权直接挂钩,其价格与房地产价格有正相关关系,其变动也反映着房地产价格变动的趋势。由于房地产持分权交易相对房地产交易更具灵活性,从而要求投资者对房地产市场供需状况的变化反应要迅速、灵敏,加上房地产持分权凭证包含了房地产将来收益,其价格变动包含市场的预期,从而房地产持分权交易就具备了价格发现的功能。

### 三、房地产持分权交易试点运行设计

房地产持分权交易品种可分为期房和现房持分权两大类,试点阶段可先从期房持分权着手,整个流程分为发行、流通、兑现(见图1、图2)三大部分。

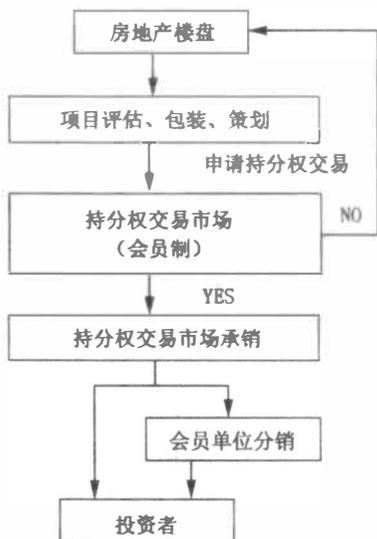


图1 期房持分权交易发行流程图

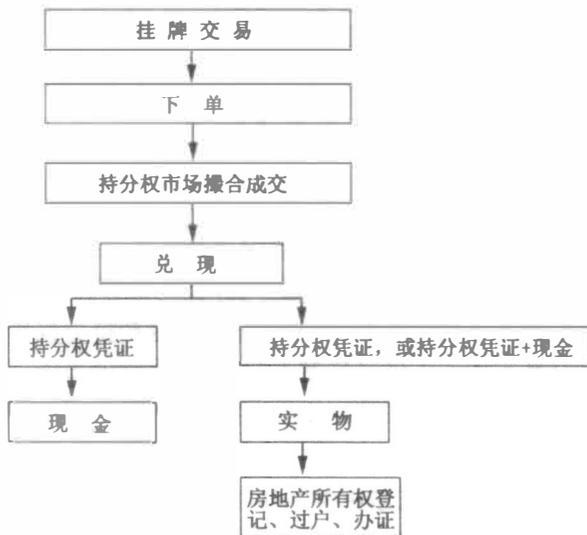


图2 期房持分权交易流通、兑现图

#### (一)发行

1. 资产抵押。进行房地产持分权交易,需要组建专业的投资中介公司,试点阶段可先选择一家房地产市场组建或代行职能,推广阶段则可在整个上海房地产交易市场组建或改组3~5家一定规模的专业投资公司。申请发行房地产持分权凭证的优质楼盘项目单位,将该项目中相当于发行总额部分的土地或其他资产抵押给投资中介公司,并以预期利润为持分目标。

2. 设计凭证。投资中介公司对抵押资产进行评估、包装、策划,综合持分权交易实物楼盘的建造成本价格走势、市场风险、建筑质量、配套设施和物业管理等因素,确定持分权的单位面值。持分权的单位面值总和一般不超过物业开发价值的80%。凭证须对发行人和购买者之间的权利和义务、合约的期限及违约责任等作出规定。

3. 承销与分销。房地产持分权发行单位(楼盘项目单位)与投资中介公司签订承销合同,投资中介公司与会员机构签订分销合同。

4. 发行范围。房地产持分权凭证可先在会员单位内发行,待条件成熟再向社会开放。

## (二)流通与兑现

1. 市场组织。持分权市场组织体系包括市场管理机构、交易监管机构、交易组织服务机构和交易操作机构等,由市场管理委员会、监管办公室、财务结算中心、产权转让代理机构构成。

2. 交易活动。投资者购买后可在交易市场上按规定进行转让。凭证到期,全部兑现清算,强制平仓,由投资中介公司或投资者以实物产权或现金方式兑现。整个交易活动在持分权交易市场内部挂牌进行。财务结算中心对交易过程中发生的发行、购买、转让和兑现行为进行结算和最终清算。

3. 信息公开。发行房地产持分权凭证的单位(楼盘项目单位)在持分权交易市场内定期公开规定的信息,包括:进行持分权交易的楼盘销售的开盘价格和价格走势,房源的订购、销售比例,可购买的房源和价格,发行单位定期经营情况和公司重大事项等。

4. 资金运作。房地产持分权交易市场从会员单位入会费、席位费及交易费中按比例收取保证金,为维持房地产持分权交易的正常运转提供财力上的担保,并用于弥补持分权交易市场遇到不可抗力因素导致的不能收回的各项债权;同时,在发行所得资金中提取偿还保障金,主要用于持分权发行人按规定回购持分权凭证来平抑房地产持分权交易的价格,以及用于持分权凭证的最终兑现。

## 四、提供相关政策支持,积极推行房地产持分权交易试点

### (一)选择浦东新区房地产交易市场为试点单位,先试点再推广

房地产持分权交易在上海的实践属创新行为,需要探索积累,而宏观经济环境和条件也对房地产持分权交易有一定的限制,房地产持分权市场的建设需要精心设计。不过,房地产持分权交易实施的条件已经基本具备,在实施的步骤上,可以选择条件相对成熟的地区先试点,再推广。浦东新区房地产交易市场(简称浦东房市)是沪上最早成立的大型房地产固定交易市场之一,浦东房市对房地产持分权交易已经进行了连续5年的研究,试点条件相对成熟。

第一,浦东区域优势明显。10年的发展使浦东的交通、文化、经济、商业大环境日趋成熟,浦东地区的国内生产总值以年均20%的速度增长,吸引了国内外众多的知名企业、跨国公司的投资,为浦东房地产市场的进一步拓展创造了坚实的经济基础,近年来上海更为宽松的购房政策和浦东居住环境的进一步改善,使浦东成为目前沪上房地产投资和消费的首选之地。

第二,浦东房市优秀人才汇集。浦东房市通过有效的竞争机制,为人才提供了发挥专长,不断进取和创新的环境,吸引了一批高素质的经济、法律、金融、管理、营销、策划、建筑等方面的专业人才,为浦东房市进行房地产交易方式创新提供了充足的人力资源。

第三,浦东配套体系齐全。浦东新区房地产评估中心具有国土局、建设部和市房地局的评估最高资质,联讯科技信息公司设立了“房地产之星”、“浦东天地”房地产专业网站,这些单位通过现代化高科技设施为房地产交易提供信息服务,以科学公正的评估方式为房地产交易提供价格依据,及其他专业配套服务。浦东房市正逐渐成为浦东房地产的房屋超市,其价格度量 and 信息总汇为浦东房市进行房地产持分权交易试点,架设了坚实的操作平台。

第四,浦东房市具备有利试点的组织结构。浦东房市组织结构之一是会员制,7年来,浦

东房市已有 80 多家会员单位,其构成为房地产开发商、投资商、中介机构等。浦东房市可以借助于这一组织结构,在会员范围内进行房地产持分权交易试点,通过封闭可控制条件下的试点,总结积累经验后再向社会推广。

第五,浦东房市精选项目,做好了试点的准备工作。浦东房市对操作方案进行了详细的分析和研究,并选择了浦东正在开发的、具有升值潜力的优质楼盘,在设计运作体系框架下,进行了模拟操作。结果表明,房地产持分权交易对房地产投资、消费都具有相当大的吸引力。浦东房市现已精选 10 万平方米以上的具有明显升值潜力的东方城市花园和现代广场两个项目准备试点。这两个项目前期可行性分析、规划设计已初步结束,目前正在立项中。

#### (二)为房地产持分权市场建立提供相关政策条件

在房地产持分权市场建立的过程中,还需解决以下几个问题。一是市场落实问题,房地产持分权交易纯属一种交易方式创新,首先需要上海市政府批准试点;二是政策扶持问题,房地产持分权交易方式的建立,将会给地方政策提供大量税收资金,但在试点期间,政策上需要采取税收优惠,建议除增值税以外的其他税种尽量减免;三是需要解决法律配套,以及房地产市场管理体制问题;四是澄清认识问题,需要加大宣传力度,纠正一些对房地产持分权交易的片面认识,引导市场和投资人积极参与持分权市场建设;五是理论支持问题,由于房地产持分权交易是一创新行为,在一些具体问题上还需针对房地产市场的特点进行深层研究。以上问题的解决,除了试点单位的努力外,还需社会各方面的支持,尤其是市政府的政策配套。

---

#### 主要参考文献:

- [1]德生. 商品房交易市场存在的问题及法律对策[J]. 中国房地产金融,1999,(5).
- [2]陈绘新. 推行住房抵押贷款证券化的障碍及对策[J]. 中国房地产金融,1999,(7).
- [3]王洪卫,马健. 不动产金融论[M]. 上海:上海财经大学出版社,1997.
- [4]王洪卫,等. 美国 REITS 的发展及现状[J]. 不动产纵横,1999,(3).

## Policy Suggestion on Starting Deal of Distributing Rights of Real Estate in Shanghai

WANG Hong-wei

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433)

**Abstract:** Real estate industry is a propeller to the development of Shanghai's economy in future 10 years. Deal of distributing rights of real estate is a supplement to traditional deal forms. It's of great importance to Shanghai's economy's development to establish trade market of real estate's distributing rights as soon as possible. This paper designs the program of deal of distributing rights, and on the basis of which suggests to start trial in Pudong's real estate market.

**Key words:** deal of distributing rights of real estate; experimental unit; policy suggestion.