

学校编码：10384

分类号密级

学号：17920101150871

UDC

廈門大學

硕士学位论文

房地产私募基金运作及风险问题研究

Research on the Operation and Risks of Real Estate Private
Equity Funds

施晓敏

指导教师姓名：沈维涛教授

专业名称：工商管理（MBA）

论文提交日期：2017 年月

论文答辩时间：2017 年月

学位授予日期：2017 年月

答辩委员会主席：

评阅人：

2017 年月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年月日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

() 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

() 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年月日

摘 要

房地产属于资金密集型行业，从土地中标、工程建设以及各方面的运营和维护都需要大量的资金维持，随着国家宏观调控手段及房地产政策的转变，传统融资手段已经不能满足房地产项目的融资需求。当前的房地产企业迫切需要建立多元化的融资方式，运用现代金融工具解决项目所需资金问题，从而促使我国房地产私募投资基金获得了较快的发展。

但目前基金的管理水平参差不齐，缺乏足够的风险控制意识，风险控制机制不完善，相关法律制度的缺失为一些私募投资基金的违规操作提供了可能，监管体系的不完善影响了整个私募投资基金市场的规范性。要保证我国房地产私募投资基金的健康发展，探讨建立健全的风险控制机制的重要性日益突出。本文结合理论与实际案例，从宏观和微观角度对我国房地产私募投资基金风险问题进行研究。

本文第一部分，介绍我国房地产行业发展背景；本文第二部分分析我国房地产私募投资基金的发展状况；本文第三部分介绍我国房地产私募投资基金的运作模式；本文第四部分从市场、信用、操作三方面分析房地产私募投资基金的风险和成因；本文第五部分从外部风险和内部风险探讨风险控制的措施。期望通过相关的分析探讨，对房地产私募投资基金运作和风险控制的相关研究能够提供一定的借鉴和参考。

关键词：房地产；私募投资基金；风险控制

Abstract

The real estate is a capital-intensive industries, from the successful land, construction and all aspects of the operation and maintenance need a lot of money to maintain. However, with the change of our country's real estate policy and the change of the national macro-control means, the traditional means of financing can no longer meet the demand of the real estate industry. The current real estate companies urgently need to establish a wide range of financing methods, use the modern financial tools to solve the project funding problems, thus contributing to China's real estate private equity investment fund has been rapid development.

The uneven of current management level of Fund, the lack of adequate risk control awareness, the not complete of risk control mechanism, the lack of relevant legal systems, all of these provide the illegal operation of the regulatory system for some private equity funds, the imperfection of the regulatory system also affects the normality of the entire private equity fund market. In order to ensure the healthy development of China's real estate private equity investment funds, establishing a sound risk control mechanism is becoming increasingly prominent. This paper combines the theory and practical case, from the macro and micro perspective on China's real estate investment in private equity risk research.

The first part of this paper introduces the background of the development of China's real estate industry; the second part of this paper analyses the development of real estate private equity fund in China; the third part introduces the operation mode of real estate private equity fund in China; the fourth part analyzes the risks and causes of real estate private equity funds from three aspects: market, credit and operation; the fifth part discusses the risk control measures from external risk and internal risk. It is hoped that through the relevant analysis, the research on the operation and risk control of real estate private equity fund can provide some reference and reference.

Keywords: Real estate; Private equity Investment funds; Risk Management

目录

第一章 引言	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究思路和分析框图	2
第二章 我国房地产私募投资基金的发展状况	4
第一节 我国房地产市场基本情况	4
第二节 我国房地产企业融资现状及问题分析	10
第三节 我国房地产私募投资基金的产生	15
第四节 我国房地产私募投资基金的发展状况	17
第五节 我国房地产私募投资基金的比较优势	18
第三章 我国房地产私募投资基金的运作模式	21
第一节 基金结构设计	21
第二节 基金投资程序	25
第三节 退出方式选择	27
第四节 案例：L 房地产公司私募股权基金	29
第四章 房地产私募投资基金的风险及成因分析	35
第一节 房地产私募投资基金市场风险	36
第二节 房地产私募投资基金信用风险	38
第三节 房地产私募投资基金操作风险	41
第四节 案例：中裕财富私募基金兑付纠纷	43
第五章 房地产私募投资基金的风险控制	45
第一节 外部风险控制	45
第二节 内部风险控制	48
第六章 结论	54
参考文献	55
致谢	57

Contents

Chapter one Introduction	1
Section 1 Research background	1
Section2 Research significance	2
Section3 Research ideas and analytical framework	2
Chapter two the development of real estate private equity fund in China	4
Section 1 base situation of real estate financing in China	4
Section2 actuality and problem analysis of real estate financing situation in China	10
Section 3 the generation of private equity investment funds in china	15
Section 4 the development of private equity investment funds in china	17
Section 5 comparative advantage of private equity investment funds in china	18
Chapter three the operating modes of China 's real estate investment fund.....	21
Section 1 fund structure design	21
Section 2 fund operation process.....	25
Section 3 withdrawal mode selection	27
Section 4 case study:L real estate company private equity fund	29
Chapter four the analysis on the risks and causes of real estate private equity funds	35
Section 1 market risks	36
Section 2 credit risks.....	38
Section 3 operational risks	41
Section 4 case study: private equity fund dispute of Zhongyu Fortune.....	43
Chapter five risk control of private equity investment funds	45
Section 1 external risk control.....	45
Section 2 internal risk control	48
Chapter six conclusion.....	54

References55

Acknowledgements57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 引言

第一节 研究背景

房地产作为一个与经济、民生息息相关的行业，自上世纪末以来的蓬勃发展，不仅带动了居民生活水平和消费水平的不断增长，拉动了整体国民经济的快速发展，而且是地方财政收入的重要组成部分。可以说，房地产业的发展对我国国民经济的整体发展具有重要影响和意义。

但是随着近年来我国房地产行业的快速膨胀式发展，房价飙升、房地产领域投资过热的现象持续发生。因此为了促进我国房地产行业的健康和稳定发展，保障我国国民经济的平稳，国家近几年出台了一系列有关房地产行业的调控和约束政策。在关乎国民经济健康发展的大背景下，我国持续推行“调整结构、稳定物价、限购、限贷、限价”等房地产调控政策，受该类政策的影响，我国各地楼市纷纷进入调整阶段，多数城市房价出现下跌，销售趋缓，房地产开发企业的资金回笼速度减缓。虽然自 2015 年以来，政府采取了一系列措施去库存，部分地区销售有所好转，但区域分化严重，三四线城市库存仍然高企。

由于房地产行业的资金高度密集，甚至有学者将房地产行业划入到金融行业的范畴之中，融资是房地产企业发展和壮大的必由之路，也是企业发展过程中难度最大的环节。而从目前我国房地产企业的融资现状来看，房地产企业主要依靠银行贷款，而由于房地产行业的资金高度密集，而且回收周期较长，房地产企业对于银行的贷款已经开始影响我国金融安全和经济发展。因此，国家通过一系列政策和制度限制了房地产企业在银行的贷款融资，传统的银行贷款、承建商的垫资、商品房的预售、资本市场融资、民间借贷等方式也不断受到管制，房地产信托、海外融资也存在极大的制度风险和政策风险，房地产行业的融资渠道越来越窄，融资难度也越来越大，已成为制约和限制房地产企业经营和发展的重要难题。

因此，当前的房地产企业迫切需要建立多元化的融资方式，运用现代金融工具解决项目所需资金问题。随着房地产企业的快速膨胀和发展，私募投资基金也获得了较快的发展，逐步形成由外资私募投资基金和本土私募投资基金联合

对房地产行业进行投资的行业格局，据统计当前我国房地产私募投资基金已经超过 1000 家，私募投资基金的投资额度也在不断增加。房地产私募投资基金作为房地产融资的一种新型工具，不仅可以拓宽房地产企业融资渠道，而且有利于促进我国房地产企业的健康规范发展，还可以充分运用民间资本，降低国家金融系统的风险。

第二节 研究意义

美国 2007 年爆发的次贷危机中，房地产市场价格暴跌，以凯雷、摩根为代表的房地产私募投资企业，由于大量投资房地产次级债券，损失惨重，被迫收缩房地产投资业务。美国房地产基金 2007 年 6-8 月损失高达 130 亿美元，最大的 REIST 基金-富达不动产投资基金跌幅达 19.7%。

危机产生的根源就在于房地产信贷泡沫的泛滥、房贷标准的随意放松和金融衍生产品的过度泛滥使用。私募房地产是连接资本和产业的桥梁，同时房地产的资本证券化也是经济发展的必然手段，我们应当以历史为鉴，建立多元化的房地产融资渠道，加强风险研究，重视风险管理和风险防范。

目前，我国房地产私募投资基金虽取得了长足发展，但同样面临诸多外部风险，相关法律制度的缺失为一些私募投资基金的违规操作提供了可能，监管体系的不完善影响了整个私募投资基金市场的规范性。基金的管理水平参差不齐，缺乏足够的风险控制意识，风险控制机制不完善，存在一定的隐患。要保证我国房地产私募投资基金的健康发展，探讨建立健全的风险控制机制的重要性日益突出。本文在我国当前法律环境下对房地产私募投资基金风险控制机制进行的研究，一定程度上可以丰富当前的理论研究成果，也可以为基金的实际操作提供部分参考。

第三节 研究思路和分析框图

房地产私募投资基金主要是房地产企业借助基金管理公司建立专门运用于房地产项目的基金，或者房地产企业依据具体项目设立基金的融资形式，在国家相关基金制度的管制之下依托房地产开发项目以非公开的方式向社会上少数

机构或者个人进行资金的募集，以此来达到房地产项目开发的资金需求，同时投资者从房地产项目的开发中获取投资利润。本文结合房地产私募投资基金的发展状况及运作模式，针对其存在的风险问题进行分析和研究，探讨建立健全的房地产私募投资基金的风险控制机制。

本文首先介绍了我国房地产行业的发展状况和房地产行业的主要融资方式，分析我国房地产私募投资基金的发展状况和机遇，并介绍房地产私募投资基金的运作模式，然后从市场、信用、操作三方面分析其风险问题和成因，最后从外部风险控制和内部风险控制提出风险控制措施。框图如下：

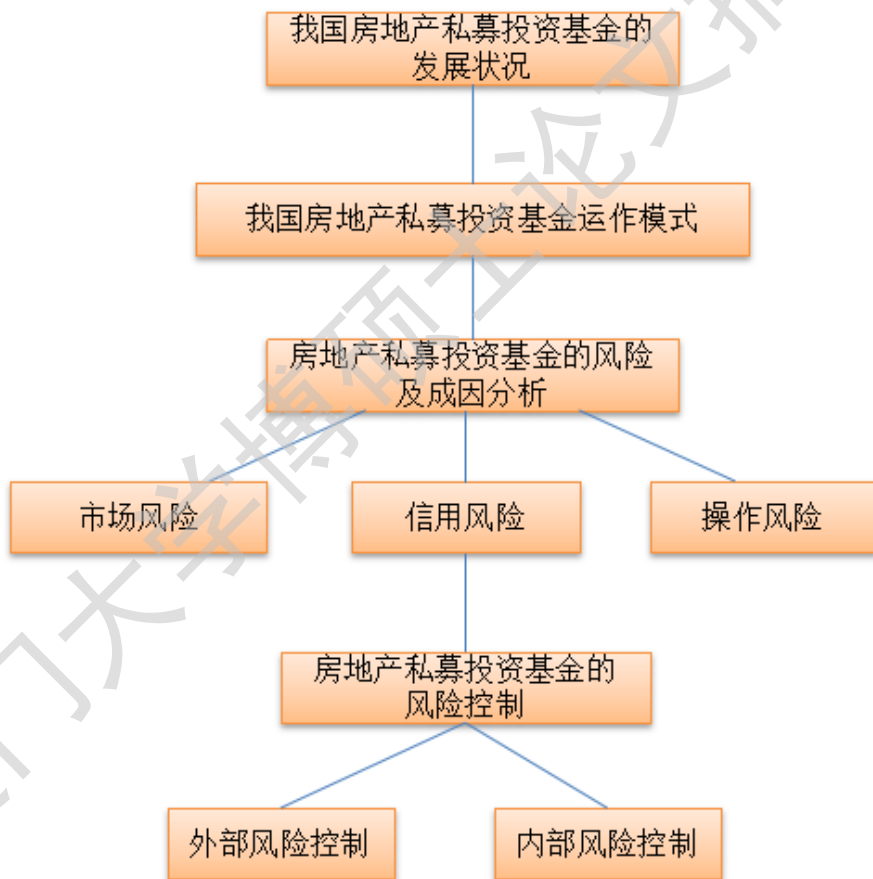


图 1 分析框图

资料来源：本论文整理

第二章 我国房地产私募投资基金的发展状况

第一节 我国房地产市场基本情况

一、房地产行业的概念与特征

就房地产来说，其有狭义的房地产和广义的房地产之分。狭义的房地产是指土地以及附着在土地之上的建筑物，由此衍生出来的各种权益，仅仅局限于房屋土地之类的产权；而广义的房地产则是指土地以及土地上附着的建筑物，以及由此产生的基础设施、公共资源以及社会责任等等。而房地产行业则是围绕房地产进行的包括土地的招拍、房屋的建设、物业的管理、维护以及其他相关服务为一体的综合性产业，和其他产业一样，房地产行业也存在着生产、消费与流通等环节。

在我国市场经济发展的背景下，房地产属于商品，但是与其他商品相对而言，房地产有着一定的特殊性，其特征主要包括以下几点：

（一）房地产在空间上具有不可移动的特征。房地产也就是在土地上通过建筑和施工而产出的，这些也决定了房地产具有空间上的不可移动性，任何一宗土地进行房地产的开发和建设，其必当局限于一定范围之内，因此，房地产作为商品，虽然不断的进行交易和转手，但是其本身并没有移动，而是相关产权和权益进行的交易和转让。

（二）房地产的生产和使用周期都比较长。房地产在我国社会发展的过程中属于基础设施建设方面，其土地的拍卖流程、图纸的设计流程、施工的建设周期都需要进行全面细致地调查和研究，并报备相关部门核查和批准，因此在一般房地产企业进行开发建设到竣工交房需要 3-5 年时间，另外，房屋属于不易损耗的商品，使用周期也较长，通常年限都能达到几十年。

（三）房地产在建设和生产过程中投资费用巨大。上文已经说明，房地产的生产和加工需要经过土地的招拍、建筑方案的设计以及施工方面的管理等多个流程，还要经过国家相关部门的核查和批准，每个环节房地产企业都要投入巨大的人力和资金，因此可以说房地产企业在运营的过程中投入巨大，绝大部分房地产企业和或者个人都很难独立完成房地产的建设和投资。

(四) 房地产作为商品来说其特殊之处还表现在房地产的稀缺性。由于房地产的载体是土地，而土地资源的稀缺也导致了房地产的稀缺，但是房地产又是人类社会生活所必须的，随着城市人口的不断增加和膨胀，房地产供需矛盾会逐渐显露，如何利用有限的土地资源来合理有效得进行房地产的开发成为当前房地产开发工作中需要解决的问题。

(五) 房地产的增值与保值的作用。与其他商品相比，房地产的增值保值的作用也是相对其他商品比较特殊的方面，因此房地产产品具有投资与消费的双重作用。从我国长远的发展来看，土地资源的紧缺必将导致土地价格的上涨，而附着在土地资源之上的房产价值也必然上升，另外在通货膨胀的经济背景下，房地产的保值功能较强。

二、房地产在国民经济发展中的地位

我国房地产行业的发展在很大程度上带动了整体经济的发展，在经济发展过程中的作用十分重要。尤其是在现阶段我国城市化进程加快、居民对房地产消费需求不断增加的背景下，房地产企业的发展已经影响到我国国民经济的整体发展。因此正确认识房地产行业在我国经济发展过程中的地位和作用，促进房地产行业的稳步发展对我国经济发展有着重要的意义。

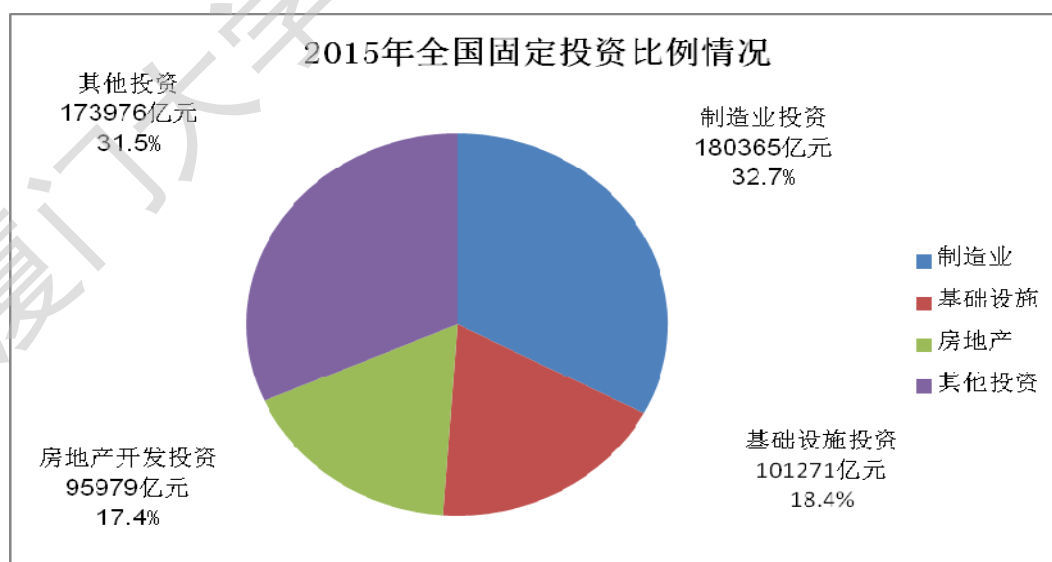


图 2：全国固定资产投资比例

资料来源：国家统计局, 2016

（一）房地产行业的发展有助于带动我国现阶段城市基础设施建设的进程，满足居民的住房需求。城市的发展和社会的进步离不开基础设施建设，而房地产行业的无数企业致力于城市基础设施建设之中，有利于提高城市规模和经济发展水平。

（二）房地产行业在国民经济发展的过程中起到支柱的作用，不仅仅体现在其为社会带来的效益方面，更存在于其在开发和建设的过程中为政府和税收做出的贡献。房地产行业作为资金密集型行业，在项目的筹备、设计、建设、施工等环节，特别是建筑环节需要大规模的资金支出，而这些资金又围绕供应商、生产商、承包商等不同方面，因此为国家和政府创造的税收数量巨大，是保障地方政府财政收入的重要来源。随着中国房地产市场规模和容量的不断加大，房地产税收在政府财政收入中的比重也不断增加。

（三）由于房地产企业与其他行业的紧密关联性，房地产企业的迅猛发展对上游下游关联企业也可以产生较大的促进和带动作用，房地产行业的不断发展不仅可以促进我国建筑业的创新和发展，而且还能够促进建筑相关的建材、化工、冶金、制造、电子设备等企业的共同发展。

三、当前我国房地产行业存在的问题

随着近年来我国房地产企业呈现井喷式的增长，出现了许多的问题：

（一）由于房地产业发展太快，导致投资增速过快，银行信贷膨胀速度过快，严重影响了我国整体经济的平稳运行。由于我国近年来对城市基础设施建设和改善居住条件的支持，银行对房地产的支持力度也较大，加上消费者对房地产市场的热炒，助涨了房地产行业的快速增长。而由于房地产行业对资金需求量大，而且房地产项目的建设周期较长，造成了大量的负债积压，金融机构住房贷款余额快速增长，可以说银行已经被房地产所绑架，金融风险逐渐累积。一旦房地产市场崩盘，金融业将会随之出现较为严重的问题，从而给整个经济造成严重打击。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库