

# 长租公寓可持续发展问题研究

蒙心怡, 王 静

长沙理工大学经济与管理学院, 湖南 长沙  
Email: 571475597@qq.com

收稿日期: 2021年7月6日; 录用日期: 2021年8月2日; 发布日期: 2021年8月6日

---

## 摘 要

长租公寓“暴雷”关乎经济、社会、民生。本文基于长沙市长租公寓的调研结果, 利用资本结构等相关理论模型, 研究长租公寓在发展中遇到的问题, 并针对其在经营模式、合约结构和融资模式等方面存在的问题, 提出PDCA循环法、合约设计创新、REITs以及监管等方面的解决方案, 以推进长租公寓的可持续发展, 更好地实现长租公寓在人才安居和城市发展等方面的社会意义。

## 关键词

长租公寓, 合约结构, 融资模式, REITs, 监管

---

# The Research on Sustainable Development of Long-Term Rental Apartment

Xinyi Meng, Jing Wang

School of Economy and Management, Changsha University of Science & Technology, Changsha Hunan  
Email: 571475597@qq.com

Received: Jul. 6<sup>th</sup>, 2021; accepted: Aug. 2<sup>nd</sup>, 2021; published: Aug. 6<sup>th</sup>, 2021

---

## Abstract

The problems of long-term rental apartment relate to economy, society, and people's livelihood. This article is based on the study of long-term apartment in Changsha, using the theory of the capital structure to discover problems that they are facing. In the view of these problems in business model, contract structure and financing model, we propose the PDCA, contract design innovation, REITs, and regulatory as solutions, in order to promote the sustainable development of long-term rental apartment, and make it better realize its value in talent housing and urban development.

## Keywords

Long-Term Rental Apartment, Contract Structure, Financing Model, REITs, Regulatory

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

长租公寓产业是以公寓运营商为核心成员带动相关产业共同发展而形成的一种产业链,在我国城镇化发展进程中具有极强的带动作用[1]。自2017年中央推出“租购并举”政策后,长租公寓市场吸引大量资金涌入,长租公寓行业随之得到迅速发展。但是,由于该行业发展缺乏有序规划,同时竞争规则混乱,参与者良莠不齐,导致长租公寓频频“暴雷”,其可持续发展问题引起社会热议。截止到2020年全国暴雷的长租公寓超过了200家,包括乐伽公寓、蛋壳公寓等,这深刻暴露出了其背后存在的各种问题,也使得长租公寓背后隐藏的非法融资问题对金融市场甚至社会稳定构成了巨大的威胁。

纵观长租公寓市场,当前从事长租公寓的服务商多为中小民营企业为主,资金薄弱和缺乏市场经验是这些企业普遍存在的不足。要解决长租公寓频频“暴雷”跑路的社会问题,应当从造成该问题根本原因着手,即降低融资成本、增加企业现金流[2]。

课题组以长沙市为研究对象,通过实地调研,系统地考察了长租公寓发展的基本情况及存在的主要问题,并进一步研究了长租公寓的商业模式与融资模式,从金融、监管等方面提出相应的解决方案,以推动长租公寓的可持续发展。

## 2. 资本结构模型分析

融资问题是长租公寓面临的核心问题,为实现其规模扩张和持续发展,需在公司价值最大化的目标下,平衡资本结构,选择最优融资方式,在尽可能降低融资成本的前提下,为公司筹集足够的资金以保证公司可以充分利用各种投资机会。我们认为长租公寓是否能够进行可持续发展,关键是收益要能够覆盖成本。本文通过比较静态法分析长租公寓债权和股权的资本成本。

### 2.1. 债权资本成本

#### 1) 银行借款融资

用  $r$  表示年利率,  $T$  表示所得税率,  $f$  表示融资手续费,则利用向银行借款的方式融资,其资本成本为:

$$K_b = \frac{r(1-T)}{1-f} \times 100\%$$

上式中,所得税率  $T$  和融资手续费  $f$  可以视作常量,因此只将年利率  $r$  作为主要变量。大多中小长租公寓在信用方面不及国有大型企业,且缺乏相关资产担保,在议价和谈判能力上自然处于相对弱势地位。为此,银行会要求更高的风险补偿,将年利率  $r$  提升,直接导致资本成本上升。

#### 2) 发行债券融资

用  $I$  表示年利息,  $L$  表示债券发行收入,  $T$ 、 $f$  同上;则发行债券的资本成本为:

$$K_b = \frac{I \times (1-T)}{L \times (1-f)} \times 100\%, \quad I = F \times r$$

$$K_b = \frac{F \times r \times (1-T)}{L \times (1-f)} \times 100\%$$

同理, 上式中的  $T$ 、 $f$  视作常量, 债券发行收入一般情况下也不视为变量, 因此资本成本由年利息  $I$  决定; 而年利息  $I$  由债券面值与票面利率决定, 面值在购买时约定, 因此票面利率  $r$  是唯一变量。除一小部分集团公司旗下的长租公寓外, 其余中小长租公寓的也可以以此方式筹集资金, 但融资压力也相应增加不少。

## 2.2. 股权资本成本

用  $K_s$  表示股权资本成本,  $R_f$  表示市场无风险利率,  $R_m$  表示市场利率,  $\beta$  表示表示风险指数; 则用 CAPM 模型表示的股权融资的资本成本为:

$$K_s = R_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

股权融资的成本不仅与市场整体的利率水平有关, 而且也与行业及自身的风险溢出成正相关关系。若  $R_f$  和  $R_m$  维持在一定水平, 此时, 这中间的  $\beta$  系数便起了关键作用, 整个长租公寓行业的风险指数  $\beta$  受行业总体特征等多种状况的影响。

在融资过程中, 除需考虑单独考虑每种融资方式的资本成本外, 还需通过税盾作用在一定程度上降低融资成本, 故需确定合适的资本结构。本文选择资本结构的委托代理理论来对长租公寓的最优资本结构进行分析和判断, 确定最优的负债比例, 以便在后续的融资方式决策中发挥作用, 助推长租公寓的可持续发展。

## 2.3. 资本结构的委托代理理论

资本结构的委托代理理论认为, 在两种委托代理关系的基础上产生了两种代理成本, 即权益的代理成本和债务的代理成本。

### 1) 权益代理成本

假设:  $X$  = 企业经营者为获取收益而采取的行为集;

$C(x)$  = 提供  $X$  所引起的成本;

$P(x)$ : 由  $X$  所给企业带来  $dB(x)$  的总收益;

则, 净收益为  $B(x) = P(x) - C(x)$

最优行为集为:

$$\frac{dB(x)}{dx} = \frac{dP(x)}{dx} - \frac{dC(x)}{dx} = 0$$

在这种情况下, 若公司的管理者只拥有公司的部分股权时, 很可能出现道德风险, 管理者可以完全享有其道德风险所带来的收益, 而只用承担中间的部分成本, 这使得他们有可能通过牺牲公司价值  $V$  来获取更多的净收益  $B(x)$ , 这与股东的利益存在明显冲突。

### 2) 债务代理成本

假设存在两个成本相等、收益互斥的投资机会  $C$ 、 $D$ , 每个投资机会的收益均为  $X$ , 预期收益分别为  $E(X_C)$  和  $E(X_D)$ , 方差大小为  $\sigma_C < \sigma_D$ 。公司管理者可以用  $C$  项目(低风险)来发行债券, 借此进行  $D$  项目(高风险)的投资, 从而实现财富的转移。

令  $B_i$ 、 $S_i$  分别为选择投资机会  $C$ 、 $D$  后企业债务的市场价值和权益的市场价值,  $i = C, D$ 。因为  $E(X_C) < E(X_D)$ , 用  $V$  代表企业的总价值, 可以得到  $V_C < V_D$ , 故而:

$$V = V_C - V_D = (S_C - S_D) + (B_C - B_D)$$

$C$ 、 $D$  两个投资机会所造成的价值差别为:  $S_C - S_D = (V_C - V_D) - (B_C - B_D)$

其中,  $V_C - V_D$  为代理成本, 此外, 还存在着债权人的监控成本和公司管理者的担保成本等其他代理成本。

股东与经营管理者、股东与债权人之间存在的两种代理成本降低了外部投资对公司股票金额债券价值的评价, 直接提高了长租公寓的融资成本, 导致融资受限, 不利于长租公寓的可持续发展。

故长租公寓公司需尽力降低代理成本, 一方面可降低股权融资比例, 提高负债融资比例; 另一方面也可通过短期债务融资、增加附加条款或者发行可转换债券等方式来降低股东与债权人之间的成本。

通过上述分析, 不仅可以确定某项具体融资方式的成本, 也可确定最优的资本结构, 在最大程度上降低企业的融资成本, 有针对性地缓解其融资压力, 希冀借此解决困扰长租公寓发展的关键问题, 最终实现其可持续发展。

### 3. 调研结果分析

#### 3.1. 消费者细分

调研结果显示(见图 1), 租客群体年龄主要分布在 20-35 岁之间, 年轻化特征明显, 且以中等收入群体为主。本研究认为, 高校毕业——异地就业, 直接导致租客年龄年轻化; 同时, 中等收入人群对住房质量有着较高要求, 但在高房价的压力下, 高校毕业生直接通过买房解决住房问题, 显然是不现实的, 而长租公寓正好可以实弥补这一短板。

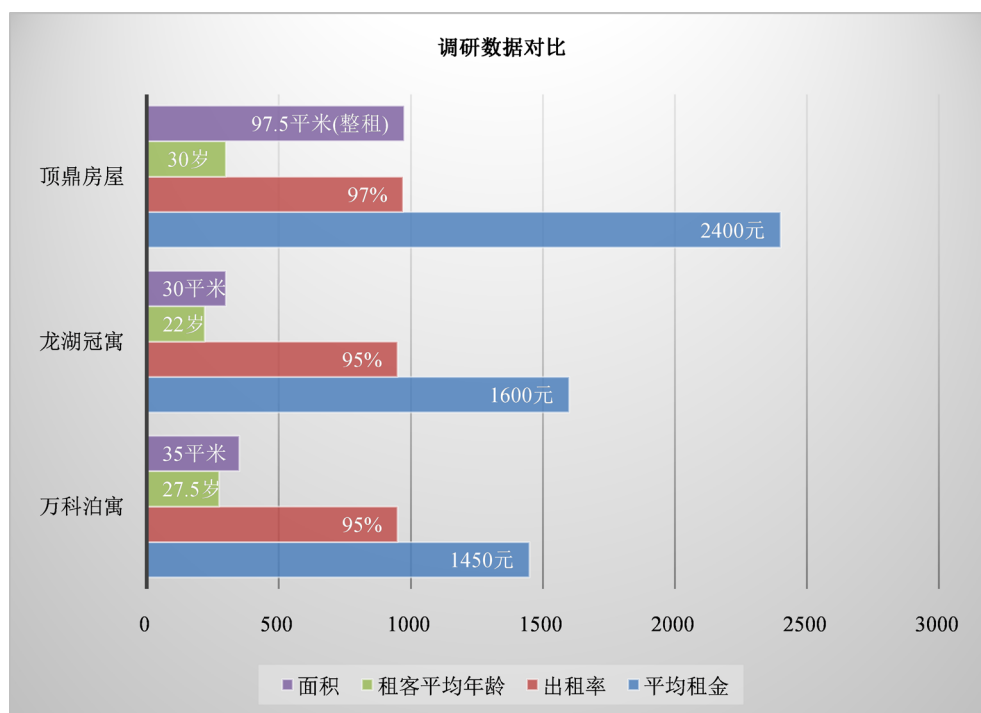


Figure 1. The comparison of research data

图 1. 调研数据对比

### 3.2. 盈利模式

#### 1) 关键利益相关方

长租公寓的利益相关方有四大主体：租客、房东、公寓方，以及其他服务机构。租客就是长租公寓市场之中的消费者；房东就是房屋产权所有者，是长租公寓住房的主要来源；公寓方是指负责运营管理房源和品牌的机构，这个可以是长租公寓本身，亦或是房产中介；最后就是其他服务机构，包括了维修、搬家、保险、银行贷款等多种服务，这四大利益相关方构成一个完整长租公寓的运营体系。

#### 2) 营收源泉

长租公寓企业以租金的溢价(即租金差)作为主营业务收入，同时再加上提供服务所赚取的佣金便是企业的整体营业收入。通过与租客签订租房协议，长租公寓可按期收取房租，并依照协议附加内容为租客提供服务，以及收取服务费用。

无论如何，公寓方最主要的收入依旧是租金溢价。目前租客向长租公寓支付租金的时间多样化，包括：月付、季付、年付，预付方式也很多样，例如押一付三、押一付一等。但值得注意的一点是，长租公寓方收到租客缴纳的租金后，并不会马上交给房东，这就存在租金期限错配的问题，为长租公寓的“暴雷”埋下隐患，是影响其可持续发展的重要因素之一。

### 3.3. 长租公寓与租客的关系

长租公寓的运营模式是决定其与租客关系的最根本因素，而长租公寓运营模式可以分为轻资产、中资产以及重资产三种，由此形成了三大类的关系：中间商、二房东、房东。了解不同运营模式的具体内容，是深入理解长租公寓所存在问题地前提，也是有的放矢地解决相关问题，实现其可持续发展地必经之路。

#### 1) 轻资产模式下长租公寓与租客关系

在轻资产的运营模式下，长租公寓主要扮演的角色是中间商，可以简单的理解为中介。长租公寓作为房东与物业之间的一个桥梁，不以直接收取租金作为主营业务收入，而是主要负责管理和运营，以收取管理费和服务费作为主营业务收入。

#### 2) 中资产模式下长租公寓与租客关系

中资产模式是现在大多数长租公寓采取的运营模式，这种模式下，长租公寓与租客之间的关系就是市场上所说的“二房东”。这些长租公寓通常通过租赁的方式，从房东手中收取房源，对其进行升级改造，再将改造后的房屋租赁给租客，这种情况下，“二房东”直接从租客手中收取租金，但同时也需要向房东付租，但两项租金金额存在差异，周期不一，产生的中间差便是长租公寓的收入。同时，长租公寓还承担着物业等业务(见图 2)。

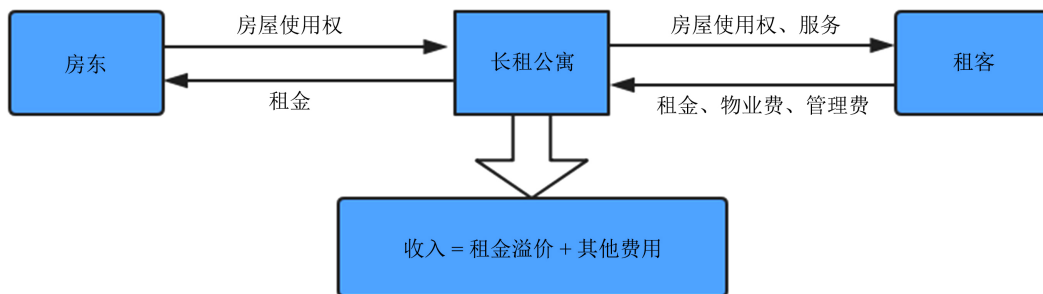


Figure 2. The relationship between a long-term apartment and tenants under light and medium asset model  
图 2. 轻、中资产模式下长租公寓与租客的关系

### 3) 重资产模式下长租公寓与租客关系

长租公寓采取重资产的运营模式,说明房屋的所有权归长租公寓本身,长租公寓自己买地、建房子、装修,一系列改造后,将房子出租给租客,这种模式下,长租公寓就直接是租客的房东。重资产模式下的长租公寓,兼具了轻、中资产两种模式下长租公寓的特点(见图3)。

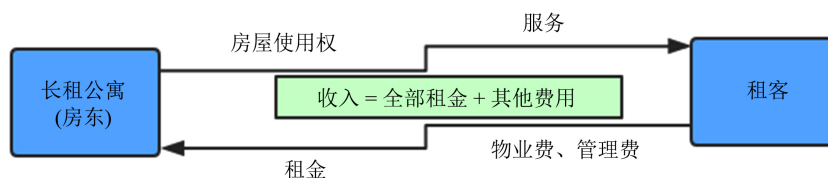


Figure 3. The relationship between a long-term apartment and tenants under heavy asset model  
图3. 重资产模式下长租公寓与租客的关系

## 3.4. 可持续发展面临的问题

### 1) 经营模式的不可持续性

“二房东”经营模式仍是我国长租公寓经营模式的主流,长租公寓通常采用“低进高出”的方式获取房源,经过一系列改造、升级之后转租给租客,长租公寓在这里扮演角色就是“二房东”,其主要通过收房与租房之间的价差实现盈利。

但是,市场上出现了一个奇怪的现象,少许长租公寓为抢占市场,以“高进低出”的方式招揽租客,一方面疯狂扩展房源,另一方面又在低价出租,与正常的经济规律相悖,我们可以理解为,长租公寓以此追求资金的快速回笼,但这恰恰成为长租公寓“暴雷”的直接原因。

### 2) 合约结构的不稳定性

在长租公寓市场的整个运行中,涉及的主体多,风险点也很多,每个主体都存在相应的风险。深入来看,此类住房租赁消费要存续很长的时间,在租赁持续时间内,各方需要按照合同约定向对方履约,这在信用制度并不健全的当下很难完成。

同时,以一系列两两独立签署的合同为基础是大多数长租公寓的运营管理中的现状,合同之间的相对性与业务关系本身的复杂性存在内在矛盾,使得合约从根本上就不具有稳定性。

另外就是各方主体之间存在着典型的信息不对称,租客和房东完全处于弱势地位,这也是造成合约不稳定的一大原因,若长租公寓方出现危机,就很可能导致“牵一发而动全身的”连带伤害。

### 3) 融资问题极其突出

前面提到,长租公寓最核心的问题就是融资问题,按照目前存在的融资方式,中小长租公寓融资的门槛较高,资金的短缺也造成了长租公寓“暴雷”。主要原因有:第一,融资渠道受限,金融服务供给不足[3],缺乏有效金融创新,债权融资和股权融资的资本成本高,长租公寓融资的限制条件多。第二,REITs融资尚未普及,个人投资者入市受限,税收优惠力度不够限制了资产收购的进行,这些都让REITs的发展面临一定的困境。第三,缺乏法律保障,“租金贷”这类新型融资工具的出现让募集资金存在挪用问题[4],通过这种方式融资,沉淀在公寓方手上的资金很可能被挪用或者用于无序扩张,若长租公寓本身的经营管理就存在问题,就很容易导致资金链的断裂,进而影响长租公寓的正常运营。

## 4. 相关建议

### 4.1. 采用 PDCA 循环法改善经营模式

PDCA 循环法包含 4 个内容,包括 Plan (计划)、Do (执行)、Check (检查)和 Act (处理),可以采用 PDCA

循环法解决长租公寓单一的经营模式, 为其可持续发展地实现奠定基础。第一, 长租公寓应明确其发展方向和发展目标, 正确规划其日常经营活动; 第二, 长租公寓应根据市场信息, 设计个性化的经营策略, 再将设计方案运用到日常经营中; 第三, 长租公寓要在经营过程中, 总结经营结果, 明确效果, 找出问题; 最后, 应将总结的结果进行处理, 择善而从, 并总结失败经验, 将这一期未解决的问题, 提交到下一 PDCA 循环中进行解决。

## 4.2. 合约设计创新

如前所述, 由于长租公寓合约结构的不稳定, 公寓方以及关系方的利益都很可能会受到损害。因此, 本研究认为, 长租公寓需加强合约创新, 努力构建稳定的合约关系, 为其可持续发展提供有力支撑。首先, 长租公寓方应主动进行披露信息, 在保护租客知情权的情况下签订合同, 以此解决长租公寓与利益相关者的信息不对称问题; 同时, 应明确合约双方的权、责、利, 保护双方利益, 构建平等的合约关系, 保障合约的法律效力。

## 4.3. 利用 REITs 进行融资

基于对长租公寓融资模式的分析, 长租公寓房源变现能力差, 同时对资金的需求量大, 但受限于无抵押物、股权稀释、杠杆放大等因素, 债权融资、股权融资以及租金贷都不适用于长租公寓的发展模式。因此, 为解决长租公寓资金需求问题, 建议可以采用 REITs 进行资金筹集, 从根本上降低融资成本, 为其可持续发展注入新鲜血液, 增添新生力量(见图 4)。

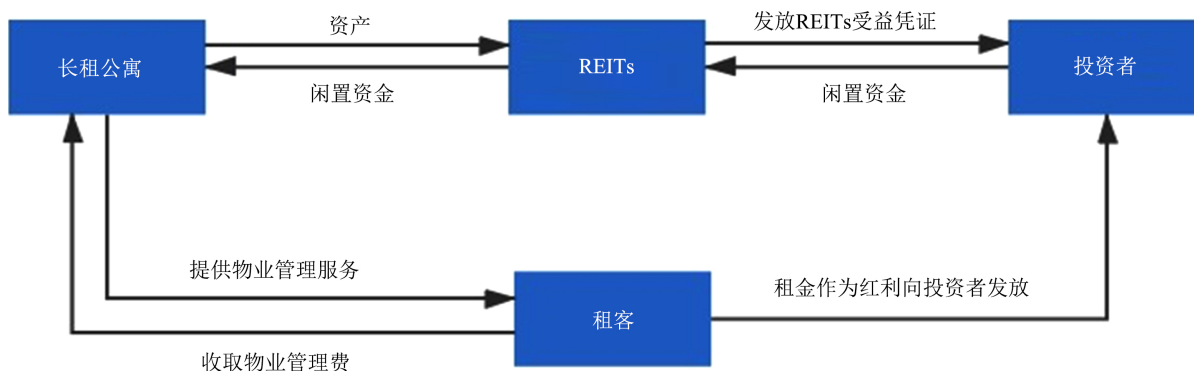


Figure 4. REITs financing operation process

图 4. REITs 融资操作流程

为保证 REITs 在长租公寓发展中的安全、有效运行, 必须将配套措施贯彻到位。第一, 结合行业特征, 选择合适的 REITs 模式, 并建设系统化的长租公寓 REITs 体系, 同时积极推动长租公寓 REITs 信用评级建设, 提高市场化程度; 第二, 完善长租公寓 REITs 税收及补贴政策, 给予税收优惠支持; 第三, 强化对长租公寓 REITs 的风险评估与防范。

## 4.4. 外部监管与行业自律

### 1) 加强外部监管力度

无论是实体企业的发展, 还是虚拟金融产品的运用, 监管都是必不可少的。为防止恶性竞争、非法融资, 侵犯租客利益, 政府及相关部门须加大长租公寓的监管力度, 促进长租公寓的可持续发展。可以通过健全法律监督体系、建立跨部门协同监管机构, 不仅要监管长租公寓的经营问题、还要监管长租公

寓的融资问题, 防止监管重合与监管漏洞。

另外, 对于租赁合同、贷款合同, 这种双方当事人存在明显信息不对称的情形, 相关部门应该一方面应对制定好标准化的合同模板, 另一方面也需要对专业机构的明确阐述义务做好规定, 以保护普通群众的利益, 防止消费者受到误导和欺骗。

## 2) 提高行业自律意识

大多长租公寓初心并不是非法融资, 往往是走投无路时误入歧途。为此, 长租公寓行业需提高行业自律意识, 时刻防止走向非法融资。必须提高风控能力, 完善风险应对机制, 同时, 需要建立良好的企业文化和日常学习氛围, 坚持健康发展、切忌追逐暴利。

## 5. 结论

近几年长租公寓“爆雷”事件层出不穷, 这表明长租公寓在发展过程中出现了一定的问题, 但作为住房租赁市场的新兴行业, 其发展关乎经济、社会、民生, 所以更需要我们重点关注。本文建议从政府、行业自律、REITs、合约创新等多方面入手来解决相应的问题, 以此促进长租公寓行业的可持续发展, 更好地解决流动人口的住房问题, 造福社会。

## 参考文献

- [1] 高超. 基于公寓运营商视角的长租公寓产业价值链整合研究[J]. 上海房地, 2020(5): 10-13.
- [2] 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(7): 116-124.
- [3] 刘俊霞. REITs 应用于长租公寓融资的思考[J]. 会计师, 2020(16): 68-69.
- [4] 杜刚. 基于 REITs 的长租公寓融资模式探索[J]. 市场研究, 2020(5): 40-42.