

房地产融资新模式： 房地产投资信托基金（REITs）

■ 郭建鸾 侯斯文

针

对我国当前房地产企业销售不畅、资金链紧张、融资困难的现状，央行于2008年4月发布的《2007年中国金融市场发展报告》提出，“要加快产品创新，丰富金融市场产品体系”，“将择机推出房地产投资信托基金（REITs）等金融衍生产品”。之后，美国金融风暴对全球的影响显现，我国也未能独善其身，经济发展面临严峻挑战。为此，2008年12月3日，国务院召开常务会议，研究确定了九条金融措施，其中第五条是：“创新融资方式，通过并购贷款、房地产信托投资基金、股权投资基金和规范发展民间融资等多种形式，拓宽企业融资渠道。”12月8日，国务院办公厅又发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，其中第十八条意见是：“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。”于是，REITs在经历了几年的热议后，又快步走入了人们的视线。

何谓REITs

国内学界近年来对REITs的研究不少，但对于普通投资者来说还是个新鲜的概念。其实在国外尤其是其发源地美国，REITs已成为一种运作比较成熟的金融产品。REITs（Real Estate Investment Trusts）在国内一般被译为

房地产投资信托基金，它是一种采取公司或者信托基金的组织形式，以发行收益凭证的方式来汇集公众和机构投资者的资金并投资于收益型房地产，由专门机构进行经营管理，并将投资的综合收益按比例分配给投资者的信托基金制度。REITs主要以发行股票或基金单位进行融资，其中大部分股票或基金单位在交易所公开交易。其收入来源主要是通过持有、管理收益型房地产而获得的租金收入。此外，REITs也参与房地产开发、收购和处置等活动。在扣除管理费用等税费后，REITs会定期把大部分收入分配给投资者。它在组织结构、资产组成、股利分配等方面必须满足一定的设立条件才能上市流通。

从国外已有的REITs来看，无论对于投资者还是房地产商，其都具有明显优势，这也是REITs在国外发展顺利的原因。对于投资者而言，REITs具有相对较低的波动性且在通胀期具有保值功能；按规定REITs必须将90%的收入作为红利分配，因而投资者可以获得比较固定的即期收入；REITs的认购起点低且对持股数量没有限制，使房地产投资不再只是“富人的游戏”；与传统的以所有权为目的的房地产投资相比，REITs所发行的股份基本上都在各大证券交易所上市，具有相当高的流动性；上市交易的REITs较房地产直接投资而言，信

息不对称程度低，而且其经营情况还受独立董事、分析师、审计师、商业和金融媒体的直接监督。对于房地产商而言，它提供了更灵活、更高效的融资渠道，使其能够及时获得资金并投资于其他开发项目，因而可以促进房地产业和房地产金融市场的发展；房地产商与REITs组建经营性合伙企业进行房地产经营更可享受多重收益。

REITs在我国发展的优越性和障碍

1. 优越性

REITs在美国成立之初主要有两个目的：一是为了解决房地产企业的融资困难；二是为了让众多的中小投资者有机会投资房地产行业，以分享其利润。而这两点恰好与我国目前房地产业的处境相似。目前我国推行REITs，可以建立起一种比较稳定的融资机制，为房地产开发企业提供可靠的资金循环保障；融资模式的改变将直接促进房地产业的公司治理、投资方式、经营方式等的转变，从而推动我国房地产业的健康持续发展；REITs可投资于烂尾楼、空置房等不良资产项目，然后经过专业运作，将不良资产优良化；可以满足中小投资者的投资需求，实现居民储蓄的分流；具有金融机构特征的REITs，是对银行信用的补充，有助于分散与降低系统性风险，

提高金融安全。

2. 发展面临的障碍

(1) 相关法律、法规不健全。由于有限合伙基金组织形式能较好地解决一般基金存在的经理人利益约束弱化、激励机制无效等弊端,所以国际上比较成功的REITs通常采用有限合伙制的组织结构形式。目前我国已有《证券投资基金管理暂行办法》、《开放式证券投资基金试点办法》、《信托法》和《信托投资公司管理办法》,但产业基金投资方面的法规尚未出台,不能针对产业投资基金的运作特点,从法律上规范基金的组织形式。

(2) 难以获得税收优惠。在美国,房地产投资信托基金得以发展的根本在于其能享受到税收优惠。首先,投资基金作为人的集合不存在公司税的问题;其次,美国法律规定房地产基金投资的房地产属于免税资产。但我国目前还没有这方面的税收制度规定,而征收营业税、租赁税等又会在很大程度上削弱REITs的竞争力。

(3) 道德风险。由于有限合伙制在短期内难以推行,在对基金管理人进行有效的约束激励机制尚未形成前,基金管理人容易发生道德风险;我国目前有2万多家房地产开发企业,但多数都是运作极不规范的小型企业,因此也很有可能发生被投资企业的道德风险

(4) 专业复合型人才缺乏。REITs注重房地产资产的运作,要求经营管理人员具有很强的投资理财能力和战略投资眼光。而我国目前正酝酿发起的REITs或已经在运作的类基金运作模式的房地产投资公司,其实际管理人员以房地产专业人士居多,金融操作能力普遍较弱,尚不足以支持REITs的长远发展。

我国发展REITs的对策

1. 营造REITs在我国所需的法律环境

首先,要制定关于REITs的专项法规。我国在设立REITs法律法规模式方面应该借鉴亚洲国家的专项立法模式,对REITs的定义、组织结构、设立条件、经营运作、税收制度、产权转移或变更登记等进行规定,并充分结合其他适用REITs的法规,为REITs的发展创造一个良好的法律环境。笔者建议,由央行牵头制定规范REITs市场操作的法规和指导方针,对符合条件的REITs产品在银行间债券市场进行交易试点并吸引机构投资者参与。另外,在银行间债券市场交易试点成功的基础上,重点研究REITs在证券交易所上市交易的相关法律法规,争取尽早实现REITs的上市,从而向普通投资者开放。

其次,要形成REITs法律体系。国际上REITs发展的成功经验表明,除专项立法外,REITs同时需要用《证券法》、《公司法》、《基金法》、《信托法》、《合同法》等相关法律共同来规范和协调。其中与REITs发展最为相关的《基金法》和《信托法》更是要在对REITs制定专项法律时进行同步统筹修改。

2. 建立严格的信息披露制度、风险防范制度和外部监管制度

(1) 信息披露制度。REITs的运作流程设计比较复杂,其本身不能直接经营管理所属的资产,要委托专门的管理机构管理,这种双重代理关系进一步加大了信息不对称。因此,主管部门应根据房地产市场发展的需要建立相关机构,在有关信息的采集、处理、发布等方面为市场提供专门、快捷、有效的公共服务;建立完善高效的房地产行业中介服务体系以及统一而权威的行业标准,并通过向投资者披露信息来确保其运营的透明度;建立房地产信托融资信息网络系统,实现

交易、清算、管理和监控的电子化。

(2) 风险防范制度。房地产投资信托基金业务中存在着投资项目风险、市场风险、信用风险和管理风险,防范这些风险,要做到从源头上控制风险,慎重选择投资项目,并做好尽职调查;要合理分散风险,应选择投资不同地区、不同类型的房地产项目,以实现投资多元化、资产结构多样化;要强化以风险监控为重点的内部控制制度建设,健全科学、高效、严谨的内部运作和管理机制。

(3) 外部监管制度。REITs在交易所上市后,应建立一个由银监会、证监会、证券交易所等相关政府部门组成的监管小组,以避免多头监管。其中,证监会作为集体投资计划的负责机构,主要是认可REITs及监督相关规则能否得到遵守;证券交易所则负责上市事宜,包括监督上市程序及监察执行有关上市规则。

3. 培养为REITs服务的专业人才

REITs发源于海外,而且是一种需要同时关注房地产业和金融业的复合型产业。在我国发展REITs必然会面临人才短缺问题,因此,需要尽快建立起一支既精通基金业务运作,又了解房地产市场的专门管理人才队伍。同时,还要积极促进与基金业务相关的律师、会计师、审计师、资产评估师等服务型人才的队伍建设。

(作者单位:中央财经大学商学院)

责任编辑 陈利花

