

Low-Rent Housing REITs:  
Bottleneck & Countermeasures  
—In order to Build the Legal System Perspective

# 廉租房投资信托(REITs): 瓶颈与出路 ——以法律制度构建为视角

李 智 等 著



上海大学出版社

# 廉租房投资信托(REITs): 瓶颈与出路

——以法律制度构建为视角

李 智 等 著

上海大学出版社

· 上海 ·

## 图书在版编目(CIP)数据

廉租房投资信托(REITs): 瓶颈与出路——以法律制度构建为视角/李智著. —上海: 上海大学出版社, 2016. 3

ISBN 978-7-5671-2104-1

I. ①廉… II. ①李… III. ①住宅—社会保障—法律—研究—中国 IV. ①D922.181.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 037823 号

责任编辑 陈 强

封面设计 柯国富

技术编辑 金 鑫 章 斐

## 廉租房投资信托(REITs): 瓶颈与出路

——以法律制度构建为视角

李 智 等 著

上海大学出版社出版发行

(上海市上大路 99 号 邮政编码 200444)

(<http://www.press.shu.edu.cn> 发行热线 021-66135112)

出版人: 郭纯生

\*

南京展望文化发展有限公司排版

上海华业装潢印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

开本 890×1240 1/32 印张 7 字数 172 000

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5671-2104-1/D·182 定价: 30.00 元

本书系李智主持的上海市教委科研创新重点项目“廉租房 REITs: 瓶颈与出路”(项目批准号: 13ZS067)的最终研究成果。感谢上述项目的资助。

**作者分工:**

引 言: 李智、高洁

第一章: 高洁、韩磊

第二章: 章春瑜、李智

第三章: 程娟娟、李智

第四章: 韩磊、章春瑜

余 论: 李智



CONTENTS

# 目 录

## 引言 / 1

- 一、研究背景 / 1
- 二、研究现状及研究意义 / 3
- 三、基本思路与研究方法 / 6

## 第一章 廉租房与 REITs 之结合及瓶颈 / 8

### 第一节 廉租房与 REITs 之结合 / 8

- 一、REITs 的基本内涵及发展 / 8
- 二、廉租房 REITs 的由来、法律特征及主要法律关系 / 21

### 第二节 我国内地廉租房 REITs 建立：必要性与可行性 / 32

- 一、廉租房与 REITs 的消极属性 / 32
- 二、我国内地廉租房 REITs 建立的必要性 / 37
- 三、我国内地廉租房 REITs 建立的可行性 / 55

### 第三节 我国内地廉租房 REITs 设立之瓶颈 / 60

- 一、我国内地 REITs 设立机制与廉租房 REITs 模式实例  
分析 / 61

- 二、我国内地廉租房 REITs 设立机制的外部法律环境  
缺失 / 63

#### 第四节 我国内地廉租房 REITs 运行之瓶颈 / 66

- 一、信息披露制度不完善 / 66
- 二、法律监管不健全 / 67
- 三、相关的信用制度薄弱 / 69
- 四、廉租房 REITs 专门人才的缺乏 / 70

## 第二章 廉租房 REITs 瓶颈之现状分析 / 72

### 第一节 我国内地廉租房 REITs 设立模式与设立流程 探讨 / 72

- 一、我国内地廉租房 REITs 设立模式的讨论 / 72
- 二、我国内地廉租房 REITs 设立流程中面临的问题 / 76

### 第二节 我国内地现行法律框架下廉租房 REITs 运作之 困境 / 78

- 一、信托法下廉租房 REITs 运作的缺陷 / 79
- 二、证券法下廉租房 REITs 运作中相关法规的缺失 / 83
- 三、房地产法下廉租房 REITs 运作的障碍 / 85
- 四、公司法及税法下廉租房 REITs 运作的阻碍 / 86
- 五、廉租房保障体系立法的困惑 / 88

### 第三节 我国内地推出廉租房 REITs 风险防控之窘境 / 89

- 一、我国内地廉租房 REITs 的风险简述 / 89
- 二、我国内地发展廉租房 REITs 的内部风险 / 90
- 三、我国内地廉租房 REITs 发展的外部风险 / 99

### 第三章 廉租房 REITs 之域外经验借鉴 / 103

#### 第一节 廉租房 REITs 设立机制之流变简考 / 103

##### 一、美国 REITs 设立机制与廉租房 REITs 模式实例分析 / 103

##### 二、我国香港地区 REITs 设立机制与廉租房 REITs 实例分析 / 111

#### 第二节 美国和我国香港地区廉租房 REITs 运作机制之透视 / 115

##### 一、美国廉租房 REITs 的运作模式 / 115

##### 二、我国香港地区廉租房 REITs 的运作模式 / 119

##### 三、美国和我国香港地区廉租房 REITs 运作的比较及启示 / 124

#### 第三节 美国与我国香港地区廉租房 REITs 风险防范之借鉴 / 130

##### 一、美国廉租房 REITs 的风险及法律防范 / 130

##### 二、我国香港地区廉租房 REITs 的风险及法律防范 / 132

##### 三、美国和我国香港地区廉租房 REITs 风险防范的比较及启示 / 135

### 第四章 廉租房 REITs 瓶颈突破：我国制度构建 / 137

#### 第一节 我国内地廉租房 REITs 设立之制度设计 / 137

##### 一、我国内地廉租房 REITs 设立方式的法律思考 / 137

##### 二、我国内地廉租房 REITs 设立的流程设计 / 140

##### 三、我国内地廉租房 REITs 设立的立法建议 / 144

#### 第二节 我国内地廉租房 REITs 运作之制度构想 / 147

##### 一、我国内地廉租房 REITs 运作机制的宏观构建 / 148

二、我国内地廉租房 REITs 运作机制的微观构建 / 158

第三节 我国内地廉租房 REITs 风险之法律防范 / 167

一、廉租房 REITs 内部风险的防范建议 / 167

二、廉租房 REITs 外部风险的防范建议 / 174

**余论 公共租赁住房投资信托(REITs)法律重塑**

——“两房”合一背景下的新审视 / 181

一、公共租赁住房 REITs: 复制抑或重构? / 182

二、由控到推: 并轨后公共租赁住房 REITs 的设立 / 184

三、由虚渐实: 公共租赁住房 REITs 运行的制度搭建 / 187

四、凸显信用: 公共租赁住房 REITs 的风险与监管 / 192

五、由内及外: 公共租赁住房 REITs 的退出机制 / 194

**参考文献 / 196**

# 引言

## 一、研究背景

自住房制度改革以来,我国房地产市场迅速发展,人均住房面积也不断增加,但房价的持续攀高使城镇一些中低收入居民面临住房难的局面。为了使这些弱势群体住有所居,中央政府推出了保障性住房政策。该政策一经推出,即为低收入家庭带来了福音。尽管近年来政府不断完善住房保障制度,并提出“要以全体人民住有所居为目标,坚持分类指导、分步实施、分级负责,加大保障性安居工程建设力度”<sup>①</sup>,同时提出“改善民生是政府的硬任务,把政策支持 and 市场机制有效结合,尤其要发挥好依托国家信用、服务国家战略、资金运用保本微利的开发性金融的‘供血’作用,为城镇基础设施的建设提供稳定的资金来源,加大保障性住房的建设力度”<sup>②</sup>。但是目前随着低收入人群数量的增加,保障性住房的建设

---

① 李克强:“十二届全国人大二次会议政府工作报告”,人民网,<http://lianghui.people.com.cn/2014npc/n/2014/0305/c376646-24535026.html>,最后访问日期为2015年4月13日。

② 国务院:“发行住宅金融债券为棚户区改造融资”,《京华时报》,<http://finance.sina.com.cn/china/20140403/013018695534.shtml>,最后访问日期为2015年4月13日。

数量根本不能满足庞大的市场需求。

早在 1998 年国务院发布的《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》中,就提出政府或单位向低收入家庭提供廉租住房以供租赁,解决低收入家庭的住房问题。2011 年 3 月,十一届全国人大四次会议的政府工作报告则提出了关于保障性住房建设规模的规划。这些政策与规划都体现了中央政府致力于改善中低收入家庭住房条件、妥善解决这些群体住房问题的决心。2014 年,李克强总理又提出了一项新的融资方案,即采取市场化的融资方案,由国家开发银行成立专门机构,实行单独核算,采取市场化方式发行住宅金融专项债券,向金融机构和其他投资者筹资,鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与,重点为各地政府提供足够的资金用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设<sup>①</sup>。当前,虽然金融政策已经明朗,但市场化融资应该包含多样化的融资渠道和融资方式。目前,我国廉租房建设资金主要依靠政府的财政拨款。结合我国目前的财政现状,廉租房建设常常面临着资金不到位的困境。资金的短缺使得我国廉租房建设进度比较缓慢。因此,廉租房建设的首要目标是克服融资难题,扩大廉租房的建设规模,提高廉租房的建设水平。

在许多经济较为发达、金融制度较为完善的国家,已经发展起来的房地产投资信托基金(REITs, Real Estate Investment Trusts, 简称 REITs),即将投资者(以中小投资者为主)的资金集中起来,交由专业的资金投资管理公司经营管理,既解决了房地产开发的融资难题,又为中小投资者开辟了一个投资房地产的新途径。而在 REITs 发展最为发达的美国,还推出了廉租房 REITs,

---

<sup>①</sup> 参见闫瑾:“解密国开行住宅金融事业部”,《北京商报》,http://bank.hexun.com/2014-07-30/167107055.html,最后访问日期为 2015 年 5 月 21 日。

专门将资金用于廉租房的建设,同时为了吸引中小投资者还制定了专门的税收优惠政策,降低廉租房 REITs 的盈亏风险,以确保中小投资者的收益。

我国应改变廉租房建设资金的融资途径,从以政府为主的渠道向多种投资渠道过渡。政府应积极借鉴国外廉租房建设融资的成功经验,考虑引入 REITs 这种新的融资模式,逐步缓解融资困局,弥补资金缺口。在此状况下,探索符合我国国情的廉租房 REITs 显得尤其重要。

## 二、研究现状及研究意义

REITs 在其发源地国称为不动产投资信托,是指一种采取公司、信托或者协会的组织形式<sup>①</sup>,集合多个投资者的资金,收购并持有收益类房地产(例如公寓、购物中心、写字楼和仓储中心等)或者为房地产进行融资,并享受税收优惠的投资机构<sup>②</sup>。

美国基于给予中小投资者参与不动产投资及为城市不动产开发筹集资金的目的而最早引入 REITs,1960 年美国国会颁布《国内税法典》,该法典明确规定了 REITs 的税收优惠,并在其修正案里规定了有关不动产投资信托的条款,这标志着 REITs 的正式设立。REITs 在美国确立以来,经过 50 多年的发展,已在美国、日本、新加坡、澳大利亚等国家及我国香港地区的交易所上市,并同普通股票一样交易<sup>③</sup>。截至 2014 年 12 月,全球共 27 个国家有上市的 REITs 市场,共有 783 只 REITs 上市。目前,全球 REITs 总

---

① See US 1960 Internal Revenue Code(I. R. C.), Sec. 856 (a): the term “real estate investment trust” means a corporation, trust, or association.

② 参见宋林峰:“美国房地产投资信托(REITs)调研报告”,载北京国际信托投资有限公司《信托研究》,2004 年第 3 期。

③ 参见李智:《房地产投资信托(REITs)法律制度研究》,法律出版社 2008 年版,第 25 页。

市值已经超过 1.3 万亿美元,而这其中,美国作为全球第一大 REITs 市场,其市值占全球 REITs 总市值的 59%<sup>①</sup>。

美国也是最早将 REITs 引入廉租房建设的国家,再加上相关的法律政策较为健全,理论研究较为深入,其创建的廉租房 REITs 模式为其他国家廉租房的建设和 REITs 的蓬勃发展提供了很好的范式和经验。鉴于廉租房 REITs 在美国的蓬勃发展,其他国家纷纷根据自己的国情将 REITs 引入本国的廉租房建设体系中去。澳大利亚、新加坡、中国香港等国家或地区先后建立了具有本土特色的相似模式,并根据本地区的情况颁布了相关法律与出台了相关政策。

目前,国外对 REITs 的研究已经非常成熟,立法也已经相当完善,但对廉租房 REITs 进行专门的研究并不多见。由拉尔夫·布洛克著的《房地产投资信托》对 REITs 理论与实践进行了全面的介绍,并指出了它们的投资特性。由陈淑贤等著的《房地产投资信托:结构、绩效与投资机会》则对美国 REITs 展开了较为深入的研究,对 REITs 的风险的研究也有所涉及。此外,一些学者还专门对 REITs 的风险敏感度、收益风险等内容进行了分析。

由于经济、政治、文化背景的不同,此模式在中国的设立还需要结合中国的国情,因地制宜。中国目前的相关研究处于探索阶段,相关的著作不多,相关立法也不完善,有关 REITs 的理论与实践刚刚开始起步,专门针对廉租房 REITs 模式的研究更是少之又少。

李智撰写的《房地产投资信托(REITs)法律制度研究》一书对 REITs 的设立、运行、风险防范与监管做了详细的阐述,并对美国、

---

<sup>①</sup> 陆家嘴财富课题组:“REITs 化茧成蝶待何时”,<http://www.wangcaiwang.com/fangdichan/2015-01-17/22375.html>,最后访问日期为 2015 年 5 月 28 日。

日本、新加坡和我国香港等国家和地区的 REITs 做了比较分析。其中“REITs 设立机制”一章中对美国 REITs 的设立进行了分析,对中国的相关立法提出建议,这对廉租房 REITs 模式在中国的设立提供了理论基础和相关借鉴。

杨秋岭在《美国不动产投资信托研究》与《试析美国不动产投资信托立法》两篇文章中对美国的 REITs 的设立从理论上做了详细的阐述,并首次提出了 REITs 的消极属性的理念,在《论不动产投资信托的消极属性》中对这一理念进行了论述。

王仁涛主编的《中国房地产金融制度创新研究——基于 REITs 理论的探讨》对美国、欧洲、亚洲 REITs 的发展进行了描述,并做了相关比较,提出了相关的借鉴建议。

孟晓苏早在 2005 年便呼吁将 REITs 引入我国内地,2006 年,他在天津发起成立领锐基金,计划试点将工厂物业打包上市发行 REITs,2007 年他首次主张用 REITs 持有保障房,缓解政府资金压力,并于 2011 在昆明发起了保障房 REITs 项目。

巴曙松在 2006 年提出把 REITs 引入我国内地的廉租房建设中去,以期缓解政府的财政压力,并在《廉租房建设融资现状和创新趋势》和《资金来源、制度变革与国际经验借鉴:源自公共廉租房》等文章中探讨了中国的廉租房融资现状、REITs 引入中国的廉租房建设的可行性与必要性以及廉租房 REITs 模式设立的经验借鉴。

张伟在《廉租房投资信托(REITs)法律分析》中对廉租房 REITs 模式在中国大陆的设立、运行、风险防范和监管提出了建议,并与一些国家和地区的廉租房 REITs 做了比较分析。

近年来,我国一直都在尝试推出 REITs,以促进房地产行业的健康发展。首批试点的北京、上海、天津三地的方案则各有侧重:北京偏重商业地产,上海则以商业地产为资产池对象,天津以保障

性住房为投资对象。由于上海的工业地产和商业地产都有相对比较成熟的企业,此前业界一致认为浦东将发 REITs 第一单。不过由于 2010 年 4 月 14 日国家出台了针对房地产企业的调控政策,而且保障性用房的资金缺口一直很大,截至 2009 年末,有近 50% 的地方廉租房资金来源未定,此时出台廉租房的金融创新正是时候。是故天津准备的廉租房 REITs 拔得头筹,已由央行上报国务院,成为内地首单 REIT。

我国内地对 REITs 的引入较晚,把 REITs 引入廉租房建设尚处于起步阶段,国内缺少 REITs 的专门立法。现有的《信托法》《信托投资公司管理办法》《信托公司基金信托管理暂行办法》等都是些基础性的相关法律,对 REITs 基金的结构、运作、收入、分配、税收等方面没有相关的法律规定,缺乏统一的标准和经营守则,关于廉租房 REITs 模式的相关法律更是空白。笔者通过对美国 and 我国香港地区 REITs 设立机制的分析以及廉租房 REITs 模式的研究,以期在法律上对廉租房 REITs 模式的设立提出自己的建议,为我国内地廉租房 REITs 模式能健康长足地发展提出其法律依据,以开拓中国廉租房建设的新型融资渠道,同时也为 REITs 在我国的发展拓宽渠道,以期达到 REITs 与廉租房在我国双赢的目的。

### 三、基本思路与研究方法

本书首先以廉租房与 REITs 的结合及瓶颈为讨论的逻辑起点,其后分析廉租房 REITs 瓶颈的现状,再以美国 and 我国香港地区廉租房 REITs 的经验为他山之石,试图探讨我国廉租房 REITs 的走向。

本书运用文献分析方法、比较研究方法、实证研究方法等多种研究方式展开。通过文献分析方法,搜集与廉租房 REITs 运作模

式相关的理论成果,为本研究课题提供理论研究和实证分析的基础与来源。运用比较研究方法,比较相关国家和地区廉租房 REITs 的运作模式,分析各自优缺点,进而提出值得我国学习借鉴的内容,以完善国内相关制度。通过对国内准 REITs 的分析,探讨当前我国廉租房 REITs 发展面临的困境,并借鉴其他国家和地区 REITs 发展的成功经验,根据我国的国情,从宏观和微观的角度出发来构建符合我国国情的廉租房 REITs 法律环境,为我国廉租房 REITs 的发展尽绵薄之力。

## 第一章

# 廉租房与 REITs 之 结合及瓶颈

## 第一节 廉租房与 REITs 之结合

### 一、REITs 的基本内涵及发展

#### (一) REITs 的法律性质界定

近年来房地产市场的高回报率,使广大民众争相投资房地产,我国资本市场出现“炒房”热潮。虽然中央一直对房地产市场进行调控,但商品房价格仍居高不下,房价已经远远超过了城镇居民的购买水平。特别是低收入人群,很难实现“住有所居”的梦想。为此,中央政府针对城镇低收入水平居民推出廉租房政策。虽然廉租房体系近年来不断地发展,但是发展缓慢。这是由于其建设资金短缺,住房数量少,不能满足低收入居民需求。所以,本书基于此来探讨一种新的金融工具,即 REITs,作为解决廉租房资金短缺的一种手段。

国外盛行的 REITs 是一种新型金融工具,起源于美国,是房地产证券化<sup>①</sup>的一种形式。基于 REITs 在国外资本市场上的巨大

---

<sup>①</sup> 房地产证券化是指将低流动性、非证券化的房地产投资转化为资本市场上的证券资产的交易过程。其中包括房地产抵押贷款证券化和房地产投资权益证券化,而房地产投资权益证券化包括两种形式,即房地产投资基金和房地产投资信托。详见李智:《房地产投资信托(REITs)法律制度研究》,法律出版社,2008年版,第13—14页。

成就,我国学者也致力于探究 REITs 模式,以期为我国金融市场的健康发展做出贡献。因此,本节将简单介绍 REITs 的相关内容,为下面的论述稍作铺垫。

### 1. REITs: 概念及优势

REITs 起源于 19 世纪中叶美国马萨诸塞州波士顿设立的商业信托<sup>①</sup>,它是 Real Estate Investment Trusts 的缩写,我国台湾地区称其为“不动产投资信托”,我国也有部分学者称之为“房地产信托基金”。当前我国信托公司开展的房地产投资计划并非真正意义上的 REITs。与真正的 REITs 相比,我国的 REITs 不能上市发行,只是信托相关法规规制下的一种信托业务,其规模等方面仍然受我国相关信托法律法规的限制。所以,我国尚无真正意义上的 REITs,只能称之为准 REITs<sup>②</sup>。

笔者认为,REITs 是房地产证券化的一种,是投资者共享利益、共担风险的一种集合投资方式,是以公司、信托或其他形式(如有限合伙),通过发行受益凭证以公开或者不公开的方式汇聚多数人的资金,并交由专门的投资机构进行管理经营,按照法律规定的投资比例投资房地产及其相关权利,以及投资证券等,以获取收益,并将产生的综合收益按比例分给受益凭证持有者的商业运作模式<sup>③</sup>。REITs 分为资金信托和资产信托,在美国大部分属于资金信托,而在日本,资产信托占据大多数。

① 参见[美]陈淑贤、约翰·埃里克森、王珂等著:《房地产投资信托——结构、绩效与投资机会》,刘洪玉、黄英等译,经济科学出版社 2004 年版,第 13 页。

② 参见王仁涛:《中国房地产金融制度创新研究》,复旦大学出版社 2009 年版,第 58 页。

③ 也有学者认为,所谓 REITs,也就是房地产信托投资基金(Real Estate Investment Trusts,简称 REITs),是一种采取公司或者信托(契约)基金的组织形式,以发行收益凭证(或股票)的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的基金,它实际上是一种凭借房地产业未来经营进行融资的金融产品。