

HZ BOOKS
地尊经管

WILEY



CFA Institute

CFA协会
金融前沿
译丛

REITs

人员、流程和管理

(房地产投资信托基金)

GLOBAL REAL ESTATE
INVESTMENT TRUSTS
PEOPLE, PROCESS AND MANAGEMENT

[美] 戴维·帕克 著 罗宁 刘潇然 译
(David Parker)



机械工业出版社
China Machine Press



CFA Insti

REITs

人员、流程和管理

GLOBAL REAL ESTATE
INVESTMENT TRUSTS
PEOPLE, PROCESS AND MANAGEMENT

[美] 戴维·帕克 著 罗宁 刘潇然 译
(David Parker)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

REITs: 人员、流程和管理 / (美) 帕克 (David Parker) 著; 罗宁, 刘潇然译. —北京: 机械工业出版社, 2015.9

(CFA 协会金融前沿译丛)

书名原文: Global Real Estate Investment Trusts: people, process and management

ISBN 978-7-111-51354-4

I. R… II. ①帕… ②罗… ③刘… III. 房地产投资 - 信托基金 - 研究
IV. ①F293.33 ②F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 207413 号

本书版权登记号: 图字: 01-2015-1420

David Parker . Global Real Estate Investment Trusts: People, Process and Management .
Copyright © 2011 by David Parker.

This translation published under license.Simplified Chinese translation copyright © 2015 by
China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means,
electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and
retrieval system,without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

REITs: 人员、流程和管理

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 岳小月

责任校对: 董纪丽

印 刷: 中国电影出版社印刷厂

版 次: 2015 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm × 242mm 1/16

印 张: 19.25

书 号: ISBN 978-7-111-51354-4

定 价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

编委会

主任/总编：谢大为 CFA 林东 CFA

编委：Paul Smith CFA (英国, CFA 协会全球 CEO)

Wendy Guo CFA (美国)

专家顾问：Paul Smith CFA (英国)

于华 CFA

任建畅 CFA

Aaron Low CFA (新加坡)

张磊 CFA

李诗林 CFA

团队成员：谢大为 CFA 林东 CFA

李骞 CFA 赵明 CFA

李娜 CFA 田思雨

王煜杰 杨蕊菁

胡超 苗陆洋

黄海东 CFA 罗宁

刘潇然 CFA 郑鹏 CFA

张翹 刘冠吾

杨萍 谭璐

外籍顾问：Ekaterina Terskin Peter M Klapkowski (刘欧亚) Stephane Jeegers

联系邮箱：newfinancier_china@163.com

协会微博：weibo.com/cfabj

协会微信：cfabeijing (北京金融分析师协会)



微博二维码



微信二维码

作为全球金融与投资行业的教育领袖和卓越专业典范，CFA 协会及其成员一向倡导追求精益求精的专业知识与技能。当今金融投资领域瞬息万变，充满前所未有的挑战。我们自觉有责任向客户提供不断更新的最佳解决方案，更好地服务于他们的利益。

能够获益于持续教育的远不止个人从业者。对于企业而言，在员工中推行持续教育可以更好地促进全面风险管理。一般来说，如果员工能够广泛理解行业中的最新动态和这些进展对其职能的影响，他们对风险的认识也会相应提高。而公司层面风险管理的提高，则有助于建立更加稳定的金融体系。

正因如此，当“北京 CFA 协会”（我们的成员协会之一）与“机械工业出版社华章公司”携手合作，翻译、出版一系列金融投资领域的外文专业书籍时，我们真诚恳切地表示支持。自 2013 年成立以来，“北京 CFA 协会”始终如一地向北京会员乃至广大金融界提供高水准的持续教育机会。然而，中国各地对金融投资知识的需求之多，仅凭“北京 CFA 协会”一己之力实难满足。我们希望通过本系列丛书，惠及越来越多的全国各地专业人士。秉持助力中国金融业发展的理念，本系列丛书的编辑精心策划书籍内容，务求贴合中国从业人员的实践需要。对于各位国内金融和投资人员的“工具箱”，本系

列丛书无疑能够锦上添花。

对于“北京 CFA 协会”为中国金融领域知识发展做出的有益贡献，我谨代表 CFA 协会在此表示祝贺及感谢，特别要感谢那些为本系列丛书的成功出版奉献出宝贵时间和精力的志愿者。

Paul Smith (施博文), CFA

CFA 协会总裁兼首席执行官

As a leader in education and professional excellence in the global finance and investment industry, CFA Institute and its members champion the pursuit of knowledge and skills required for competent professional practice. In our fast-changing and ever more challenging industry, we owe it our clients to keep up to date on best practices in our industry and apply those to serve their interest.

The benefits of continuing education extend beyond individual professionals. For firms, continuing education among staff promotes better overall risk management. In general, employees' appreciation of risk improves if they have a broad understanding of what is happening in the industry and how it relates to their roles. Stronger firm-level risk management, in turn, helps build a more stable financial system.

That's why we earnestly supported our member society, CFA Society Beijing, with a Growth Funding award to pursue the translation and publication of a series of financial and investment books in Chinese, in partnership with the local publisher China Machine Press Hua Zhang. Since its formation in 2013, CFA Society Beijing has been consistently delivering high-quality continuing education opportunities to our members in Beijing and to

the wider financial community. However, the demand from across China is vast and yet to be fulfilled. Through this book series, we hope to reach many more professionals throughout the country. With an eye to support the development of China's financial industry, the editors of this series have carefully curated the content most relevant to Chinese practitioners. Every finance and investment professional in China will find this series a vital addition to their toolkit.

On behalf of CFA Institute, I would like to express my congratulations and gratitude to CFA Society Beijing for undertaking this valuable contribution toward growing the financial body of knowledge in China. Most especially, thank you to the volunteers who contributed precious time and effort to the successful launch of this series.

Paul Smith, CFA
President and CEO
CFA Institute

金融街遇上华尔街

——北京 CFA 协会推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍

为丰富目前国内金融类图书典藏资源，使广大读者了解和学习更多的西方前沿金融理论，促进东西方金融市场的碰撞、交流和融合，加速国内金融行业的完善和发展，同时也为广大 CFA 会员提供更多更好的继续教育素材，推动会员学术水平的提高，北京 CFA 协会于 2014 年起致力于华尔街优秀图书的甄选和翻译编撰工作，拟与机械工业出版社合作，按季度连续推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍。北京金融街乃至国内金融界将接受一场华尔街经典的洗礼。

2015 年，CFA 协会将与机械工业出版社合作出版“CFA 协会金融前沿译丛”的第一批书籍，包括《投资组合绩效测评实用方法》（原书第 2 版）《华尔街证券分析与公司估值方法》《债券组合投资》及《REITs：人员、流程和管理》四本译著（书名暂定）。

机械工业出版社实力雄厚，连续九年在图书零售市场稳居第一。机械工业出版社已是 Wiley 金融的全球合作伙伴，与 CFA 中国也有着密切的合作。自 2012 年开始，机械工业出版社已开始出版 CFA 系列课程的中文译著，包括《CFA 协会投资系列》《CFA 协会机构投资系列》共 13 本。

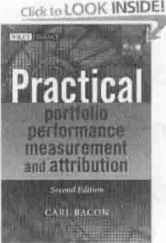
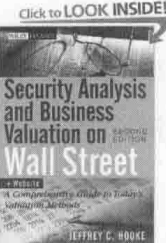
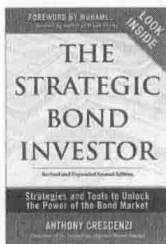
同时，机械工业出版社已推出多本销量卓著的金融类经典译著 [如 2005 年推出的《巴菲特致股东的信》（沃伦·巴菲特）和《战胜

华尔街》(彼得·林奇),销量分别达 13.3 万册和 50 万册;2008 年推出的《漫步华尔街》(伯顿·马尔基尔),销量达 7 万册]。

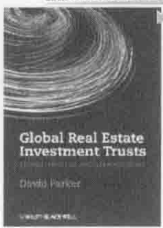
另外,机械工业出版社具有广泛的销售渠道(包括书店、线上电商等)和多样的营销手段(包括客户关系维护、媒体宣传、组织各类读书会等)。以下图片展示了机械工业出版社组织的一些读书会的情况。

我们相信,只要本着专注和服务的心态,用心做好书籍的编译和出版工作,“CFA 协会金融前沿译丛”系列译著一定不会辜负各位读者的期望。本期这四本译著将成为各位提升专业知识、了解金融前沿领域的最佳素材,请广大会员、考生及社会各界人士给予关注和支持!让这场华尔街经典与金融街的碰撞来得更猛烈些吧!

以下是四本书的简单介绍:

封面	书名	书籍亮点
	投资组合绩效测评实用方法(原书第 2 版)	作者卡尔 R. 培根(Carl R. Bacon)。本书作为投资组合风险管理和归因分析的专业书籍,注重实践和应用,帮助读者了解在目前的金融环境下计算和评价投资组合收益的方法,以便后续调整投资策略和改进投资收益。此领域的专业书籍在国内鲜有所见,本书将填补国内相关领域专业书籍的空缺,是基金经理等投资人士的最佳选择之一
	华尔街证券分析与公司估值方法	作者杰弗里 C. 胡克(Jeffrey C. Hooke)是一位 CFA 持证人,他来中国做过多次演讲,与北京 CFA 协会保持着良好的关系。本书是证券分析领域的经典之作,可作为公募基金、私募股权投资基金、对冲基金、投资机构、投资银行及公司并购方等领域人士的完美工具。本书为读者提供了一些经典的证券分析和商业估值案例分析,一些章节已被收纳到 CFA 二级教材里,作为证券估值相关内容的重要组成部分
	债券组合投资	作者安东尼·克里森兹(Anthony Crescenzi)是太平洋投资管理(PIMCO)公司的投资经理兼高级副总裁。本书向我们介绍了在投资组合中加入债券投资的方式和方法,这些方法虽然简单,却非常有效。本书还介绍了美联储下一步利率调控预测等相关内容,提供了通过收益率曲线预测未来资本市场和经济走势的相关方法等。本书不只是单纯的理论介绍,还包括了投资策略的应用和实践,专注于实际应用是本书的亮点之一

(续)

封面	书名	书籍亮点
	REITs: 人员、流程和管理	<p>作者戴维·帕克。本书介绍了房地产信托基金管理的相关实践，包括投资经理需要了解的风险管理等的知识。本书总结了最近房地产信托基金管理相关的专业文献和目前行业的前沿理论和实践，结合不同房地产信托基金管理者的观点，以及作者本人25年在房地产信托基金方面积累的运作经验，为读者提供了坚实的理论和实践基础，为基金的投资决策和管理提供了引导</p>

北京金融分析师协会

(CFA Beijing Society)

推荐序一

何谓好的 REITs 和 REITs 市场

非常荣幸能为《REITs：人员、流程和管理》作序，盛情之下，不敢推辞。2006年，笔者有幸成为国内最早的 REITs 上市的操盘者和管理者之一，全程参与凯德商用中国信托（CRCT）在新加坡上市及上市后的日常管理和运营，也因此深入了解了什么是 REITs，以及成熟市场的 REITs 是如何管理和运营的。

何为好的 REITs 呢？笔者认为，第一，发行 REITs 是发起方的战略举措，而非单纯的战术考量，即好的 REITs 被看做是企业的长期资本平台，是企业持续发展的重要举措。第二，好的 REITs 需要有优秀的管理团队。此管理团队不仅要熟悉资本市场，拥有扎实的金融知识和技能，而且还必须具备丰富的房地产行业经验且深谙实业管理技能，特别是以购物中心为投资标的的房地产投资信托。第三，好的 REITs 其投资或拥有的应该是优质资产。优质不是指一定要最核心的城市或地段，而是指能产生稳定和持续的净现金流。第四，好的 REITs 要有高水准的公司治理。例如，亚洲（除日本外）的第一只 REITs、新加坡上市的凯德商用信托（CapitaMall Trust, CMT）获得了 A2 的评级，是新加坡上市的 REITs 中评级最高的，CMT 还屡次获得最透明或最佳公司治理奖项（见图 0-1）。第五，好的 REITs，其管理团队必须要关注增长率。持续的增长率是 REITs 长期提供稳定回报、吸引更多投资

者的重要因素。第六，好的 REITs 应该有着具有吸引力的股息率。REITs 兼具债券的特性，投资者同样会关心它的股息率，越好的 REITs 越受投资者追捧，股价越高，相应地股息率也就越低。业界谈论 REITs 时的第一反应是考虑股息率，但这仅仅是要素之一。

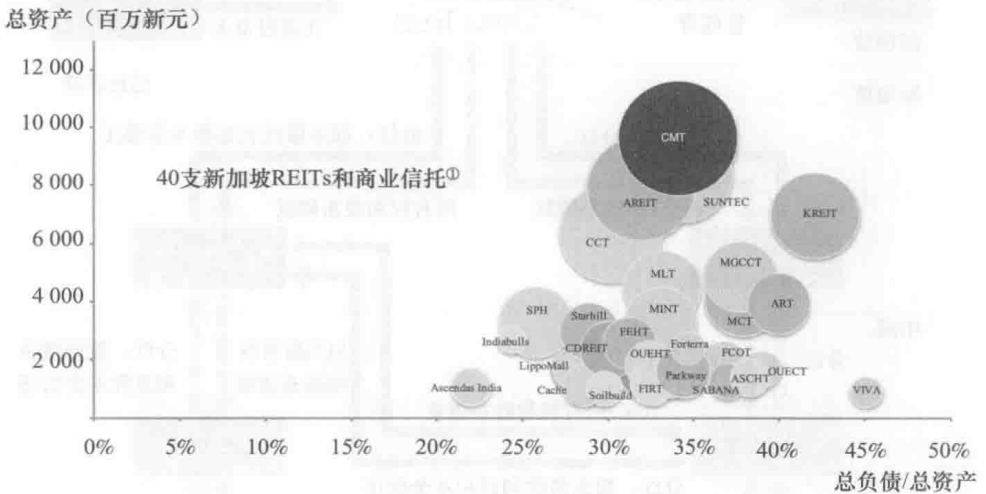


图 0-1 CMT：最大的 S-REITs（基于市值^②和资产规模）；‘A2’信用评级

①截至 2014 年 12 月 31 日。

②图中圆圈的大小代表 2014 年 12 月 31 日的市值大小和资产负债表数据。

资料来源：CMT 公司网站。

在国际市场上，股票型的或者说交易所交易的股权类 REITs 的主要管理者，基本都是 REITs 的第一大股东且是投资物业的原始业主或其授权的管理公司。通常，人们从 REITs 的说明书中见到的 REITs 结构都包含基金管理人、受托人、物业管理人和投资人等要素。图 0-2 是 CRCT 所公开的基金结构，包含了基金管理人、投资人、受托人和物业管理人，以及境内外股权结构。

然而，仅仅认识到这一点是不够的，我们应该进一步去研究 REITs 的股东结构，再看看基金管理人和物业管理人的控制人是哪一方。以 CRCT 为例（见图 0-3），CRCT 的大股东是原物业的大股东，凯德商用持有其 25.08% 的股份。同时，凯德商用还 100% 持有 CRCT 的基金管理人，持有芜湖凯德 Mall 运营公司（即物业管理人）100% 的股份，和其他项目运营公司 50% 的股份。

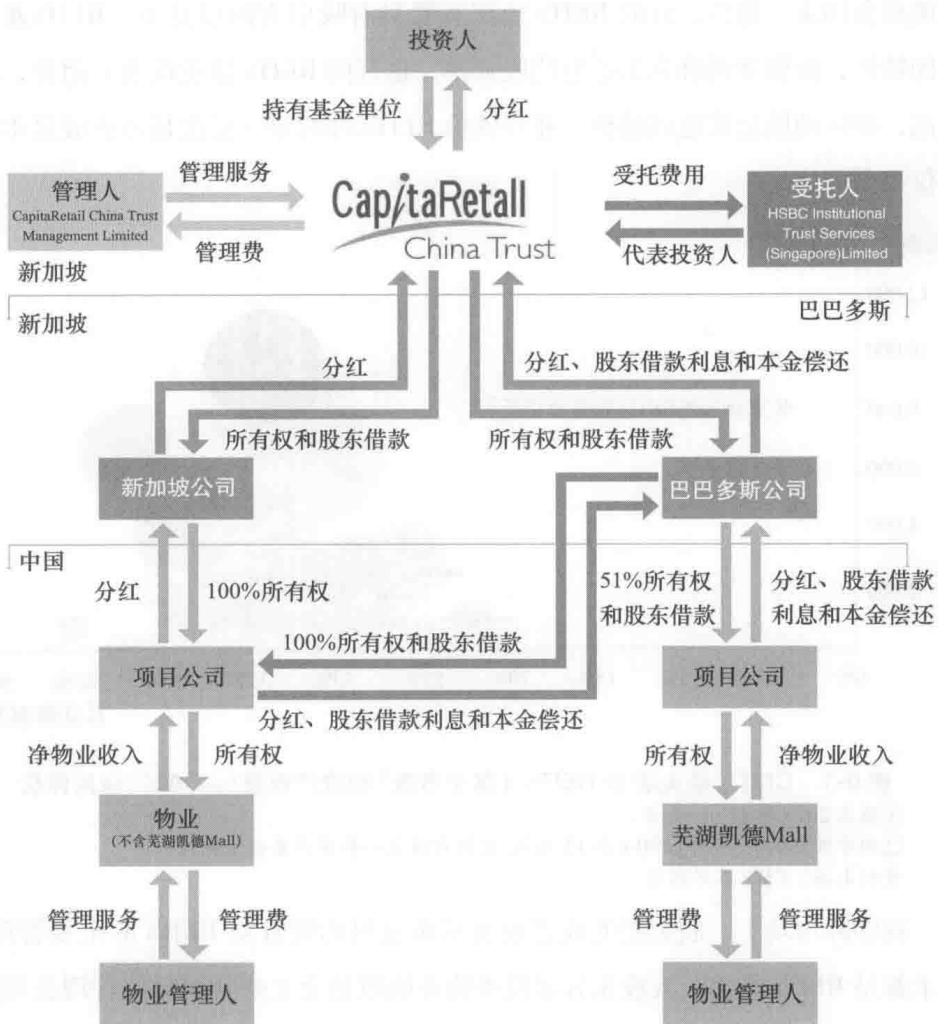


图 0-2 CRCT 的基金结构

资料来源：CRCT 2014 年年报。

所以，笔者认为一个典型的 REITs 结构应该是这样的（见图 0-4），发起方的角色必须要在结构中得到明确，而 REITs 的管理人必须是 REITs 的第一大股东或由第一大股东授权的管理方。这点其实常被国内业界无意或有意地忽视，下文会就此重点探讨。

笔者自 2012 年年底创业至今，接触了国内许多金融界和房地产界的同仁，发现国内业界对 REITs 有着不少的误解和认识不足之处。

首先，REITs 被普遍认为只是持有型地产的退出渠道，而实际上，REITs 不仅是持有型地产的退出渠道，它还是进入渠道，即可以通过 REITs 直接去收购兼

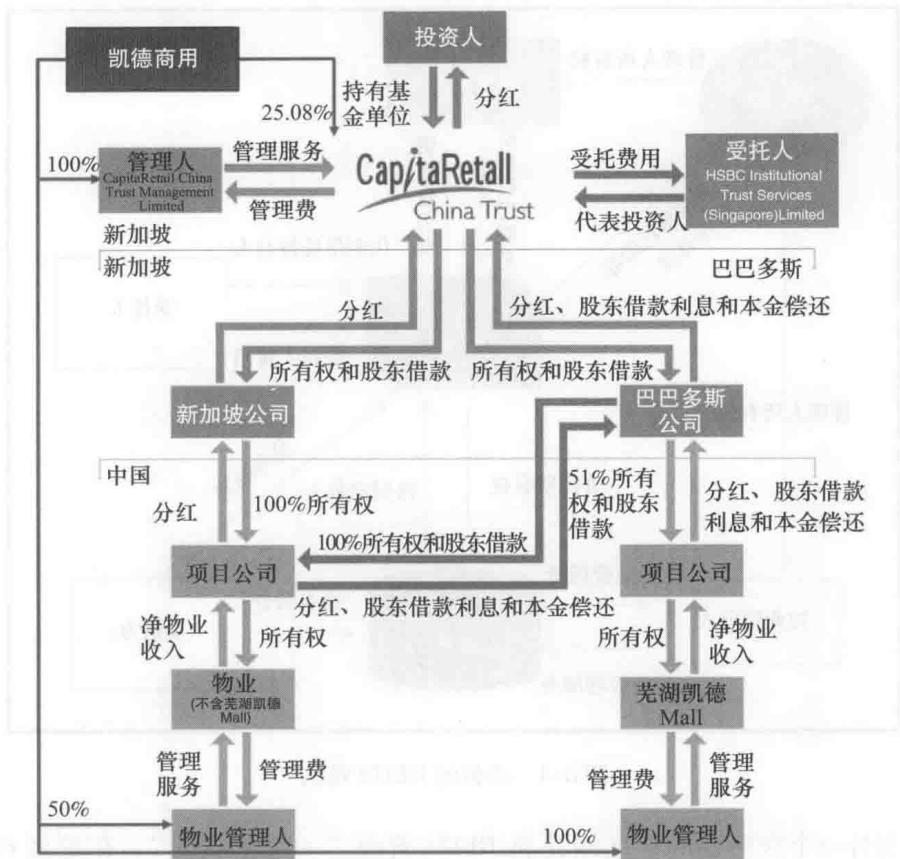


图 0-3 CRCT 的股东结构

资料来源：CRCT 2014 年年报。

并资产。如前述的 CMT，自 2002 上市至 2013 年，资产数量从 3 个增加到 16 个，扩张主要来源于直接收购第三方资产，如图 0-5 所示，CMT 几乎每年都收购资产，只有 3 个项目是从大股东凯德集团收购的，其余项目均从第三方手里直接收购。经营管理有道的 REITs 可以成为投资持有型物业非常好的资本平台，与上市公司类似的资本平台。

其次，行业内在考虑发行 REITs 时过于强调股息率，而忽略了同样重要的增长率。一个成功运营的 REITs，一定要有稳定的增长率。增长率越高，当期的股息率越低，REITs 的股价越高，收购新的资产也就更容易，REITs 的资产规模也就更大，流动性更强，会给股东带来更好的长期回报，吸引更多的投资者，如此形成良性循环，才能将 REITs 打造成持续的资本平台。

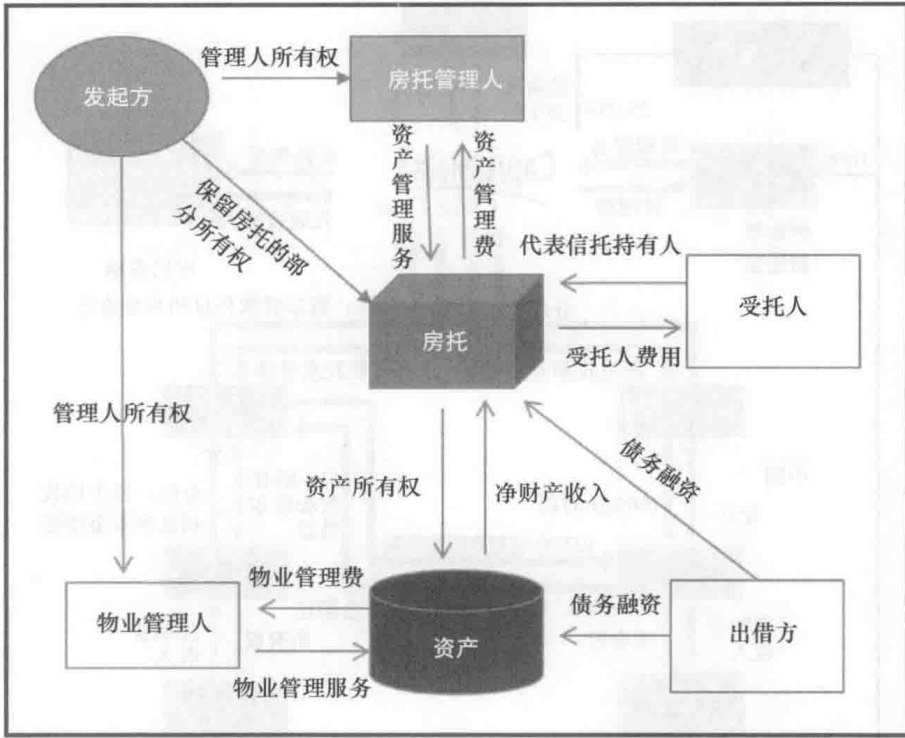


图 0-4 典型的 REITs 结构

另外一个很重要的误区则是将 REITs 看成“一锤子买卖”。在笔者看来，REITs 是一辈子的事业。如前所述，经营管理有道才能使 REITs 成为一个重要的资本平台，而这样一种与上市公司地位平等的平台，是值得所有者将其当作一辈子的事业去经营的。

同时，在近年来大热的资产证券化（ABS）的讨论中，很多业内人士将 REITs 归于资产证券化的一个分支，在笔者看来，这也是一大谬误。从两者的产生时间来看，REITs（1960 年）比 ABS（1968 年）早了 8 年。而在 ABS 的经典论述中，均指基于资产现金流回报的债务性融资，如抵押贷款债券（MBS）或担保债务凭证（CDO）。虽然 REITs 也分为债务型和权益型，但主流的 REITs，总市值比重最大的是权益型的。虽然契约型 REITs（如中国香港和新加坡的 REITs）采用了信托的结构，但由于其股权投资和长期持有资产的属性，REITs 本质上是一个类公司实体（美国的 REITs 普遍采用公司型），而非金融机构金融创新所产生的一种债权型融资产品。笔者在此并非咬文嚼字，而是因为只有明确了 REITs 的属性，才能正确制定法律法规；只有正确的法律法规，才能真正有效地指导和发展 REITs 市场。

自IPO以来，CMT收购13处资产，出售1处，土地开发1处。其中，仅有3个项目来自于凯德集团



图 0-5 CMT 的持续扩张——从 3 个到 16 个^④

- ①收购 CapitaRetailSingapore Limited (CRS) 发行的 E 级债券。CRS 持有 Lot One Shoppers' Mall、Bukit Panjang Plaza (91 个区域中的 90 个) 和 Rivervale Mall。
 - ②收购 92.4% 权益；2006 年 6 月 100% 收购。
 - ③2014 年 12 月 31 日持有 14.8% 权益。
 - ④共持有 16 处资产。2012 年 6 月处置了 Hougang Plaza；2013 年 12 月 2 日 Westgate 开始运营。
- 资料来源：CMT 2014 年年度报告。

回顾国内 REITs 的发展历程，2009 年的 REITs 试点是国内离正式推出 REITs 管理法规最近的一次。但同时我们也能看到这次试点中存在一个硬伤：“REITs 发行主体为：银行间债券市场 REITs 为信托公司，交易所 REITs 为证券投资基金管理公司或房地产基金管理公司。”据此规定，REITs 分为两类主体：债权型的银行间债券市场的 REITs 发行主体为信托公司，这一点是合理的；股权型的交易所交易的 REITs 发行主体被限定为基金公司，而设立基金公司有着相当高的门槛。对作为中国最大的物业持有群体房地产开发商而言，设立基金公司且获得相应资质是非常困难的，而如果无法成为发行主体和 REITs 管理人，房地产企业或非金融机构业主方很难获得管理权和控制权。如果房地产开发商作为第一大股东却失去了 REITs 的管理权和控制权，这跟把资产出售给第三方没有区别，房地产企业和非金融机构业主方没有动力把优质的物业拿出来做 REITs。同时，鉴于笔者对一个好的 REITs 应具备要素的定义，该试行法规限定的主体不具备管理好一个 REITs 的条件。

作为债权融资的资产证券化产品，不涉及资产的所有权转移，由证券公司或