



Real Estate Investment
Trusts Research



房地产投资信托 基金 (REITs) 研究

◎ 姚延中 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

房地产投资信托基金(REITs)研究

姚延中 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产投资信托基金(REITs)研究 / 姚延中著. —杭州:
浙江大学出版社, 2016. 8

ISBN 978-7-308-15337-9

I. ①房… II. ①姚… III. ①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 271167 号

房地产投资信托基金(REITs)研究

姚延中 著

责任编辑 傅百荣

责任校对 黄凌芳 高士吟

封面设计 刘依群

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 浙江时代出版服务有限公司

印 刷 杭州钱江彩色印务有限公司

开 本 787mm×1092mm 1/16

印 张 30.25

字 数 755 千

版 印 次 2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-15337-9

定 价 88.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

目 录

第一章 REITs 概述	(1)
第一节 REITs 的概念	(1)
第二节 REITs 的起源	(13)
第三节 REITs 的种类	(15)
第四节 REITs 依据的理论	(24)
第五节 REITs 的投资对象	(28)
第六节 REITs 相关主体	(36)
第二章 REITs 在全球的发展现状	(42)
第一节 REITs 在全球发展的一般状况	(42)
第二节 美国 REITs	(43)
第三节 欧洲 REITs	(52)
第四节 亚太地区 REITs	(56)
第五节 我国香港 REITs	(66)
第六节 我国台湾 REITs	(71)
第七节 REITs 的国际比较与经验借鉴	(72)
第八节 次贷危机对 REITs 的影响	(75)
第三章 我国 REITs 状况	(80)
第一节 我国发展 REITs 的经济背景	(80)
第二节 我国 REITs 的发展现状	(84)
第三节 我国发展 REITs 的必要性	(87)
第四节 我国发展 REITs 的可行性	(91)
第五节 我国发展 REITs 尚存缺陷	(100)
第六节 准房地产投资基金	(111)
第七节 培育我国 REITs 发展的市场环境	(116)
第四章 REITs 运作模式	(123)
第一节 REITs 运作模式设计	(123)
第二节 我国 REITs 运作模式选择	(130)
第三节 我国 REITs 的退出机制	(141)

第五章 REITs 委托代理	(144)
第一节 REITs 的委托代理	(144)
第二节 道德风险控制——监管与激励	(152)
第三节 REITs 利益关联方交易	(159)
第六章 REITs 投资管理	(164)
第一节 REITs 投资管理体系	(164)
第二节 现代投资组合理论的发展	(173)
第三节 REITs 的投资组合模型	(179)
第四节 REITs 项目的评估机制	(183)
第七章 REITs 资金配置	(188)
第一节 REITs 资产优化配置策略	(188)
第二节 资产优化配置方法	(193)
第三节 我国 REITs 资金配置的现状	(195)
第四节 境外 REITs 资金配置经验借鉴	(198)
第八章 REITs 融资	(206)
第一节 房地产融资模式简介	(206)
第二节 房地产投资基金的运作模式	(210)
第三节 我国的 REITs 融资	(215)
第九章 REITs 募集和营销	(222)
第一节 REITs 资金募集	(222)
第二节 REITs 营销战略定位	(228)
第三节 市场营销	(234)
第四节 REITs 的营销	(239)
第五节 REITs 需求行为分析	(241)
第十章 REITs 登记结算	(258)
第一节 REITs 的登记制度	(258)
第二节 美国 UPREITs 登记结算制度	(262)
第三节 我国 REITs 的登记结算制度	(264)
第十一章 REITs 收益	(266)
第一节 REITs 收益分析	(266)
第二节 基金运营收益共享和风险分担	(269)
第三节 基金财务分析	(275)

第四节 组建 REITs 价值评估体系	(278)
第十二章 REITs 风险	(280)
第一节 REITs 风险解析	(280)
第二节 市场风险和非市场风险	(283)
第三节 系统风险和非系统风险	(289)
第四节 其他风险类型	(294)
第十三章 REITs 风险监管与防范	(303)
第一节 REITs 风险定量分析	(303)
第二节 中国 REITs 风险监管	(307)
第三节 外部风险规避机制	(311)
第四节 内部风险规避机制	(314)
第十四章 REITs 信息披露	(322)
第一节 问题引出	(322)
第二节 境外 REITs 信息披露制度	(326)
第三节 我国 REITs 信息披露制度	(328)
第十五章 REITs 法律环境	(333)
第一节 我国房地产信托现有法律	(333)
第二节 我国发展 REITs 的法律障碍	(337)
第三节 美国 REITs 的法律体系	(343)
第四节 亚洲各国和地区 REITs 的法律体系分析	(347)
第五节 REITs 法律体系的比较	(352)
第六节 我国 REITs 的立法模式	(357)
第七节 我国 REITs 相关法规构建	(366)
第十六章 REITs 与廉租房	(373)
第一节 廉租房概况	(373)
第二节 廉租房与 REITs 结合构想	(377)
第三节 廉租房 REITs 法律制度构建	(381)
第十七章 REITs 相关案例	(389)
第一节 金信双龙	(389)
第二节 欧尚信托	(395)
第三节 领汇基金	(400)
第四节 越秀基金	(406)
第五节 美国华盛顿基金	(409)

第六节 新加坡置富.....	(413)
附 录.....	(415)
I 美国 REITs 发展大事记	(415)
II 中华人民共和国信托法	(417)
III 产业投资基金管理暂行办法	(423)
IV 香港房地产投资信托基金基本守则	(429)
参考文献.....	(472)

第一章 REITs 概述

房地产信托投资基金(Real Estate Investment Trust Funds),简称 REITs,多年来备受社会关注,国外 REITs 早已经得到成熟稳步的发展,而中国正处于尝试的初级阶段。究竟什么是 REITs,REITs 与其他相似概念的异同点是什么,设置 REITs 依据的理论是什么,目前的运作中有哪些特色等,都是首先需要给予较多关注的。本章谨对此做出初步的探索和评论。

第一节 REITs 的概念

一、房地产信托投资基金基本概念

房地产信托投资基金这一概念起源于荷兰和英国,成熟于美国,后逐渐在世界其他国家和地区流行。亚洲一些国家从 2000 年开始效仿美国允许设立 REITs,但名称有些许差异。我国内地称为“房地产投资信托”或“房地产信托投资基金”;日本和我国台湾地区称为“不动产投资信托”;我国香港地区称为“房地产信托投资基金”。这种差异源自各国及地区对房地产业的用词习惯,虽然名称各异,但基本理念是共通的。为研究方便,本书采用房地产信托投资基金这一习惯性称谓,与英文缩写词 REITs 相对应。

美国 1960 年《国内收入法典》(*Internal Revenue Code*)将 REITs 定义为满足以下条件的一种组织:(1)由一个或多个受托人或者董事进行管理;(2)股票或受益凭证可以转让;(3)有和法人一样可征税的实体;(4)至少有 100 名股东;(5)在前一个税收年度的下半年,少于 5 人的股东或受益人持有的股份或受益凭证不得超过 50%(即 5/50 规则);(6)总资产至少有 75%投资于房地产;(7)除政府债券外,持有单个发行人的证券不得超过 REITs 总资产的 5%,且不得超过单个发行人已发行在外的具有投票权证券余额的 10%;(8)由应纳税 REITs 子公司股票构成的资产不超过 REITs 总资产的 20%;(9)与房地产管理和处置相关的收入必须占总收入的 75%以上;(10)每年 90%以上的应税收入必须作为股利分配给股东。

一般认为,REITs 属于一种资产证券化的方式,是指一种采取公司、信托或社团的组织形式,以发行受益凭证的方式汇集特定多数投资人的资金,由专门投资机构进行房地产的运营管理,通过收购并持有收益类房地产或者为房地产项目进行融资,将投资综合收益按比例分配给投资人,使投资人分享房地产收益,并享受税收优惠的产业投资基金。^①它是标准化

^① See Toone Ryan. Vehicle shopping: The case for a flexible EUROREITs. Minnesota Journal of Global Trade, 2005.

可流通的金融产品,能在证券交易所上市流通,投资人通过证券市场可以自由买卖,享受投资回报。

二、房地产投资基金与相近概念的辨析

在以美国为代表的国家里,房地产投资基金在理论和实践上都已发展得很成熟。然而,其在中国仍然是一个新鲜概念,中国市场上存在很多与房地产投资基金概念相似或形式相近的房地产类金融产品,易造成混淆。为能对 REITs 的概念有明确、清晰的认识,有必要和其他相近概念做出比较和分析。

(一)REITs 与房地产信托

1. 基金或信托

从本质上看,基金源于信托。信托的简要含义就是信任委托,它是以信用为基础,以财产所有权为前提,依照一定的目的,将自己的财产、资金或其他形式的价值代表物委托他人代为管理、营运的经济行为。这种经济行为产生三种当事人:委托人、受托人和受益人,三者之间就产生了信托关系。具备所有权、收益权和处置权相分离的客观条件,同时具有发达的金融市场,是现代信托生存依存的社会环境。

(1)从历史渊源上看,投资基金是在信托法律关系基础上发展起来的,是一种特殊类型的信托。一般认为 19 世纪在英国出现的最早形态的投资基金,就是一种金融信托。

(2)就内在的价值取向看,投资基金与信托皆利用了由他人管理处分财产的理财理念,遵循效率优先、兼顾公平的原则。它们聚集零散资金,通过专业化运作、专家运作、大规模组合投资,分散风险,为投资人获取最大收益。

(3)在法律属性方面,投资基金与信托具有相同的本质属性。一方面,基金财产具有信托财产的性质,投资基金一旦有效成立,基金财产即从投资人(基金持有人)、基金管理人及基金托管人的自有财产中分离出来,成为一项独立运作的财产,仅服从基金的宗旨和目的。而且,投资基金成立后,因基金财产的管理、处分、毁损、灭失,或其他事由所取得的财产,都归属基金财产,这体现了信托财产的独立性原则。另一方面,基金财产名义持有人和受益人分离,基金管理人和托管人不能为自己的利益使用基金财产,这与信托财产的所有权主体与利益主体分离原则一致。

基金与信托存在一定的区别,主要包括:

(1)基金不同于一般的信托财产,有一定的组织化倾向,具有不完全的法律主体特性。在中国的实践中,基金一直以一定的主体身份出现,而信托财产是否具有独立法律地位,尚无定论。

(2)基金的运作结构不同于一般的信托,一般会在信托关系的基础上进一步细化受托人的职能分工,将保管基金财产和资产管理两个职责分别委托给基金托管人和基金管理人。

(3)基金为了取得更多的收益,合理配置资金,在运作规则上一般会有投资分散化的要求。

(4)基金比一般信托具有更高的流通性。无论是封闭式基金的上市流通机制还是开放式基金的赎回机制,都比目前中国的信托流通机制更为方便和有效。目前中国信托受益权的转让,一般需要受益人自己找到愿意受让的新投资人,然后共同到信托投资公司完成手续上的更新才能实现,难度比较大。

2. REITs 与房地产信托的相同点

目前国内市场上最接近 REITs 的金融产品是房地产信托,而与 REITs 概念混淆较多的也是房地产信托,分析 REITs 与房地产信托的异同尤为必要。

广义而言,房地产信托是比较常见的一种信托产品,凡是与房地产相关的信托行为都可以称为房地产信托。信托可以分为资金信托和财产信托两类,房地产信托同样包括这两种方式。从资金信托的角度看,房地产信托是指受托人(信托投资公司)遵循信托的基本原则,将委托人的资金以贷款或入股的方式投向房地产业以获取收益,并将收益支付给受益人的行为;从财产信托的角度看,房地产信托则指房地产物业的所有人作为委托人将其所有的物业委托给专门的信托机构经营管理,由信托机构将信托收益交付给受益人的行为。

从其历史渊源来看,REITs 与房地产信托两者都是房地产金融产品,都属于信托行为,都是在信托法律关系的基础上发展起来的,具有如下共同点:

(1)基本法律结构相同。REITs 与房地产信托的法律结构都是建立在信托法律关系之上,都是向投资人发行信托计划或受益凭证,然后管理、运用所募集的资金,取得收入,扣除管理费用后支付给投资人。

(2)内在价值取向相同。REITs 与房地产信托都是代理他人运用资金,管理资产,将社会闲散资金集中化,实行专业化运作,有效运用资金,分散风险,使投资人获得收益。

(3)运作原理基本相同。REITs 与房地产信托在运作过程中都有委托者、受托者和受益者。受托者与委托者、受益者之间均有契约关系,受托者在契约和法律规定的范围内运用委托的资金,并对受益者的利益负责。

3. REITs 与房地产信托的差异

虽然 REITs 与房地产信托都可以通过信托方式为房地产业筹集资金,有不少共同之处。但 REITs 终究是一种不同于一般房地产信托的特殊信托方式,两者有着显著区别,主要表现在以下几方面:

(1)流通性不同。REITs 是可流通的标准化金融产品,一般从上市或非上市公司收购房地产资产包,出售资产的条件严格,较大部分收益来源于房地产租金收入或房地产抵押利息,且可以在证券交易所上市流通;目前国内的房地产信托是非标准化金融产品,一般不涉及收购房地产资产包的行为,其收益视信托计划的方案设置而定,二级市场尚未成形,不能在证券交易所上市流通。

(2)信托业务范围不同。REITs 信托通过发行受益凭证向社会公众募集资金;房地产信托范围广泛,信托内容既可以是土地或房屋等房地产,也可以是通过信托存款等方式收存信托资金。

(3)产品周期不同。REITs 产品以长期投资为主要目的,产品周期一般在 8~10 年,比较注重已完工房地产项目的经营;目前国内房地产的信托周期相对较短,产品信托计划周期一般为 1~3 年。

(4)委托人不同。REITs 的委托人是房地产信托投资基金公司,是法人机构;而房地产信托的委托人是土地、房屋或资金的所有者,它既可以是法人,也可以是自然人。

(5)收益方式不同。REITs 的收益主要来源于持有不动产所获得的出租收益,收益与经营管理水平直接相关,并且要求把收入的大部分,如 95% 以红利形式分配给投资人。房地产信托持有人的收益几乎与开发商的经营成果无关,仅与产品风险相关。目前国内房地

产信托计划给投资人的回报,按照信托计划的协议约定,即使开发商用信托融资获取超额利润,信托持有人也只能获得固定收益,开发商偿还不出本息时,信托持有人还要承担较大的风险,收益与风险是不对称的。

(6)对服务机构规定不同。REITs 运作需要律师、会计师、评估师等服务机构的参与,且相关法规对服务机构的资质和服务标准有明确规定;但国内信托法规没有规定服务机构的最低等级和资质,目前强制性的法规是要求信托计划必须有律师出具的合法合规性意见,但对审计和评估没有强制性规定。

REITs 和我国目前的房地产信托的诸多不同之处,可以参见表 1-1。

表 1-1 REITs 与房地产信托的区别

	REITs(以美国为例)	房地产信托
定 义	主要以有经常性收入的房地产项目为投资和经营对象的集合投资计划	委托人将其持有的房地产项目或权利信托予信托公司,以信托资产为标的发行信托受益凭证给投资人的行为
性 质	集合投资计划,资产投资、运用为导向	资产信托、资产流动为导向
分 类	权益型、抵押型、混合型	贷款型、财产型、股权型
流通性	定期赎回及认购或 IPO 形式上市交易	受益凭证(信托合同)可私下备案转让
投资对象	75%以上资金投资于房地产	只能投资于房地产
投资回报	90%以上的经营收益以股息的形式支付给持有人	按信托契约享有信托收益
风 险	房地产组合投资,专业顾问	单一房地产收益、收益不稳定
收入来源	租金收入、资本利得、估值盈余、折旧	单一房地产收益
信托公司	资产隔离,尽职、谨慎地履行和保障信托资产的安全与投资人权益	按委托人意愿或信托契约以自己名义,为受益人利益或特定目的,进行管理或处分信托财产
管理公司	代表持有人的利益,负责管理基金资产的投资、财务、运行	无专业的第三方基金管理公司
投资人权益	享受股东权益	享受信托受益权利
地产商角色	发起并出售组合物业给基金	物业或权利信托,未来经营变现

资料来源:董春山,房地产信托投资基金的产品优势分析[J],中国房地产,2005(5)。

结合表 1-1 所示,可看出 REITs 是一种不同于房地产信托的特殊信托方式,不能简单地将 REITs 等同于目前国内流行的房地产信托基金。国内的房地产信托尚属于低层次的金融产品,向 REITs 的形式趋进,将是中国房地产信托投资基金发展的一大趋势。

(二)REITs 与房地产证券化

房地产资产证券化是指将流动性较低的、非证券形态的房地产投资基金,转化为资本市场上的证券资产的交易过程。它仅与具体的房地产项目相联系,而不涉及企业的股份制经营。房地产的证券化,只包含房地产抵押贷款的证券化与房地产投资权益的证券化。

房地产抵押贷款证券化是指金融机构对房地产等抵押贷款进行组合包装,将一些具有共性的抵押贷款,以发行债券的方式出售给投资人;房地产投资权益的证券化,是指受托机构依法向不特定人群募集发行或向特定人群私募交付房地产信托受益证券,以获取资金投

资于房地产项目，而受益人享有信托收益。

房地产投资权益证券化包含两种形式，即房地产投资基金和房地产投资信托。由此看来，就其实质而言，房地产投资基金是房地产投资权益的证券化。与房地产证券化的其他表现形式相比，较大的特点是引入了信托制度。显然，房地产证券化的概念要大于房地产投资基金，房地产投资基金只是房地产证券化的一种形式（见图 1-1）。

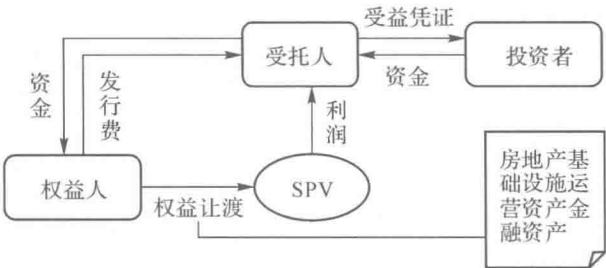


图 1-1 REITs 与房地产证券化比较

(三)REITs 与房地产业投资基金

从本质上看，REITs 可以看成一种特殊的房地产业投资基金，是证券化的产业基金。REITs 与房地产业投资基金的共同点有以下内容：都是按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则，运用信托关系的机制，将各个投资人分散的资金集中起来，交由投资专家运作和管理，通过投资组合、降低风险以实现预定的投资目的。但与一般的房地产业投资基金相比，REITs 有自身的一些特性。

1. REITs 享有一定的税收优惠

税收优惠是 REITs 区别于一般房地产业投资基金的最大特点。美国、新加坡、日本等海外绝大多数已经发行 REITs 的国家，在税法或专项法律中均赋予 REITs 一定的税收优惠。国内目前尚未有专门的《产业投资基金法》或《投资基金法》出台，对房地产投资基金的税收优惠还是空白。

2. REITs 倾向于资产运营型的运作方式

REITs 在运作时，一般不进行项目投资开发活动，而是直接运作于房地产，如通过出租物业而获得租金收入，由此而产生的经济效益作为基金回报。房地产业投资基金主要投资于非上市房地产开发企业或 REITs 等，来间接实现房地产投资。换言之，房地产业投资基金可以投资 REITs，REITs 则不能反过来投资于房地产业投资基金。

3. REITs 可以采用公募发行

我国目前的产业基金只能向确定的投资人份额发行，也就是说产业投资基金只能采用私募基金的模式，即通过非公开方式面向少数投资人募集资金设立。相比之下，REITs 的流动性要远远优于房地产业基金。绝大多数 REITs 都采取公募的方式发行，且上市发行后，还可以在二级市场流通，有利于持有人的交易变现。

另外，值得关注的是目前我国尚未出现真正意义上的 REITs 和房地产业投资基金。尽管某些房地产资金信托计划打出了信托投资基金或 REITs 的旗号，但与真正意义的 REITs 仍有很大差别。为保证金融市场安全，我国政府规定投资基金只能投资于“上市公司流通股、国债和现金等高流动性资产”，这就极大地束缚了致力于向未上市公司投资的产业基金。

因而,目前我国市场上存在的一些房地产类基金,也不能算是真正意义上的房地产业投资基金,由于在结构设计上十分接近国外成熟市场的 REITs,可称为“准房地产投资基金”。

我国的准房地产投资基金与美国 REITs 的比较,如表 1-2 所示,有关“准房地产投资基金”的更详细内容,参见后面的相关章节。^①

表 1-2 中国准房地产投资基金与美国 REITs 的比较

金融工具类型	美国 REITs	中国准房地产投资基金
募集方式	公募或私募	私募
投资人或合同份数的限制	投资人对公募不少于 100 人;投资人对私募在 100 人以上可以享有税收优惠。另外,5 个及以下个体不能拥有超过 50% 的股份	单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人,合格的机构投资者数量不受限制
最低购买金额	不限	自然人、法人或者依法成立的其他组织投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元
投资人类型	不限	保险公司、银行、证券投资基金、养老金基金等被禁止投资于该产品
流通性	流通性较好,2/3 在全国的交易所上市	流通性差,不在交易所上市交易,信托公司只提供受益权转让的服务
用途	目前主要通过拥有成熟物业,以收取租金作为主要收入来源。另外有较少部分用于房地产的抵押贷款,以利息作为主要的收入来源	目前主要用于房地产项目的开发建设
资金运用方式	主要为股权投资	大部分为贷款、小部分为股权投资
投资对象数目	组合投资,对单个项目有投资比例的限制	大多数都是单一信托计划,针对单一项目
期限	一般较长,每年绝大部分收益必须分配	一般为 1~3 年,到期结束
监管程度	严格的监管	一般性监管
规模	较大	目前主要以几千万元或 1 亿~2 亿元为主
发展的历史	40 多年	刚刚起步
历史平均回报	年 10%~17%	年 4%~6%
管理方式	大多由专业管理公司自主管理,管理人员为有经验的房地产专业人员。管理团队拥有部分公司股票,管理人经济利益与公司具有一致性	信托公司一般只是从整体上来控制,而不参与对项目的直接管理
法制与监管	有完善的法律、法规和监管体系	法律法规有待完善,监管体系不健全

资料来源:陈灵.中国房地产投资基金发展研究[M].北京:经济科学出版社,2008:74-75.

4. 我国房地产信托和国外 REITs 的主要区别

(1) 国外信托基金持有人通过持有基金而间接拥有 REITs 所投资的房地产,是一种权益的交易行为;国内大部分的房地产集合信托投资实际上是一种债权关系,灵活性较小。

^① 准房地产投资基金的内容具体可参见本书第三章第二小节。

(2) 国外 REITs 可以转让,并在资本市场交易且没有持有期限,不可以赎回;我国的房地产信托基金计划还不能算是一种标准化的金融产品,有本金偿还的安排,偿还期一般为 3 年。

(3) 国外 REITs 的收益主要源于 REITs 持有不动产的出租收益,收益与经营管理水平直接联系;国内房地产信托计划的持有人只能获得固定收益,且收益与风险是不对称的。

(4) 国外的 REITs 与股票相似,作为资本市场的交易工具,是房地产行业整合与资源配置的工具,是资本市场资源配置的表现终端;而目前,我国房地产信托多在国内银行间运作,在资本市场上自由流通的功能尚不具备。

(四) REITs 与上市房地产公司

REITs 和上市房地产公司同为证券产品,再加上都可以上市交易,流动性较强,因而会出现 REITs 就是上市房地产公司的说法。根据前文 REITs 的定义,它作为收益类房地产的一种组合,可以说是特殊意义的上市房地产公司,但与普通意义上的上市房地产公司又有一定区别,具体包括以下几方面:

(1) 投资政策的权限不同。REITs 在投资政策上是有限制的,如需要额外的债务融资,必须得到基金持有人的同意,拟投资产业必须与投资策略一致;相比之下,上市房地产公司则没有限制,可以自由投资房地产开发、土地和其他非相关物产的企业活动。

(2) 最高负债比率不同。REITs 通常有最高负债比率的限制,但负债比率一般低于上市房地产公司;上市房地产公司则无最高负债比率限制,由于参与房地产开发,其负债比率通常要高于 REITs。

(3) 回报率结构不同。REITs 的回报率主要由分红及少许资本收益组成,回报率通常比较稳定;上市房地产公司的回报率则主要由资本收益及少许股息或分红组成,回报率的稳定性通常低于 REITs。

(4) 企业管理方式不同。REITs 主要是收购成熟的房地产,通过较长时期的专业经营获取收益,要得到基金持有人的信任和保障财产安全,企业需要专业、透明的管理方式;相比之下,房地产上市公司通常由董事会的主要股东控制,公司管理层面不如 REITs 透明度高。

(5) 分红政策不同。根据美国 1999 年颁布、2001 年生效《REITs 现代化法案》的规定,REITs 净收益的 90% 以上,通常都必须以分红的形式返还给投资人;而房地产上市公司的分红主要由董事会决定,且经常变动,其分红比率比 REITs 要低得多。

(五) REITs 与房地产直接投资

所谓房地产直接投资是指将资金直接投资于既定的房地产物业,委托专业人士管理或自行经营。一般而言,业绩好的直接投资收益常常高于 REITs 的平均水平,但因直接投资面临很大的风险,并非所有的直接投资人都能获得较好的回报。

REITs 与房地产直接投资相比较,两者具有如下差异:

(1) 流动性。房地产直接投资于房地产物业,若想变现往往只能出售物业,但出售物业的难度较大,且交易成本很高,因此流动性较差;而就 REITs 而言,投资人可以通过金融市场自由交易,具有高度的流动性。

(2) 风险性。房地产直接投资受房地产市场变化的影响很大,投资风险大;而 REITs 却能通过多样化的投资组合和“导引”分流的功能,有效抵御市场变化和通货膨胀,投资风险较小。

(3)收益性。房地产直接投资受房地产总体市场的影响较大,收益起伏大,有可能获取较高收益,也有可能血本无归,总体而言,收益的稳定性不高;而 REITs 则受房地产总体市场的影响较小,波动性较小,收益的稳定性较高。

(4)资产类型。房地产直接投资受资本规模的限制,物业通常集中在一个或几个地区,或集中于一种或几种类型,资产类型单一;而 REITs 的投资规模较大,物业所处的地区比较广,物业类型多样化,且资产类型多样化。

(5)管理方式。就房地产直接投资而言,投资人可以自理或聘请他人管理,自理需要花费大量的时间和精力,他人代理则容易产生委托代理问题;而 REITs 因系房地产专业人士管理,管理层在 REITs 中占有较大股份,能比较有效地防止管理层与股东之间的利益冲突,投资人能够借助管理层的能力获得良好的融资渠道。

三、REITs 与其他金融工具的比较

房地产信托投资基金(REITs)本质上是一种金融制度安排。随着金融创新的快速发展,金融衍生品的急剧增多,各式各样的金融工具充斥金融市场。REITs 在美国、英国、德国、法国等发达国家的金融市场得到迅速发展,和其他主要金融工具相比有其自身优势。这里从制度学角度,较详细地将 REITs 与一般公司股票和债券等主要金融工具做出比较。

(一)REITs 与一般公司股票

股票是股份公司签发的证明股东权利的要式证券,依据股东享有权利的不同,股票可分为优先股与普通股两类。

1. 优先股

优先股是指公司在募集资金时,给予投资人某些优先权的股票。优先股与普通股相比,投资风险较小,是一种介于普通股票和债券之间的投资工具。优先股股东一般不参加公司的红利分配,也没有表决权,且不能参与公司的经营管理,当公司进行破产清算时,优先股股东享有先于普通股股东的优先请求权。

优先股的发行受到的限制较多,一些国家的公司法规定,只有在公司增募新股或清理债务等特殊情形下,才允许发行优先股。美国有关 REITs 的法律则规定,“所有的房地产投资信托都没有优先权,只能是清一色的普通股”。^①

2. 普通股

普通股在公司的经营管理与盈余分配上主要享有如下权利:公司决策参与权、股息分配权、剩余财产分配权及优先认股权。在美国,REITs 可以在金融市场流通,但它与一般公司普通股相比,具有两方面的特殊性:一是 REITs 公司在经营层上不必纳税,能为投资人带来更大的投资收益,具有避税功能;二是 REITs 公司无权制订自己的分红政策,“每年 95% (2001 年 1 月 1 日降至 90%) 以上的应税收入,必须作为股利分配给股东”,这是法律的强制性要求。这使得 REITs 公司无法像其他公司那样,以本公司上年度的盈利为资本积累去扩张,而必须开辟新的资本渠道来筹集所需要的资本。

(二)REITs 与债券

债券是指政府、企业等机构为从社会直接募集资本,而向投资人发行的,允诺按一定利

^① 陈洁,张红. 房地产投资信托的投资特性[J]. 中国房地产金融,2002(11).

率支付利息,且按一定条件偿还本金的债权债务凭证。在这种债权债务关系中,债券持有人(投资人)即债权人,债券发行人即债务人。以资本市场上交易的 REITs 为例,与债券在投资特性上有如下差异:

1. 投资安全性

在投资的安全性上,债券与 REITs 相比显示了两方面的优势:第一,除非发行债券的机构或企业破产,债权到期时必须偿还本金,债券投资人至少能收回本金,而 REITs 的投资人则得不到这种基本保障;其二,当出现破产清算时,债券投资人将优于 REITs 投资人得到补偿,而 REITs 作为普通股的受偿顺序则列在最后,故投资的安全性较差。

2. 收益水平

在利率和市场行情没有重大变化的情形下,债券收益就是息票利率指向的收益值,其收益与预期值基本相同,但缺乏增长潜力;尽管 REITs 的基本收益率没有债券的息票利率高,但可以享有分红之外资本增长带来的收益,总体收益水平高于普通债券的收益水平。

3. 受通货膨胀影响的程度

债券相对 REITs,对利率波动更为敏感,本身几乎不能对通货膨胀做出有效的补救。当通货膨胀发生时,债券价值会下降很多,而且离到期时间越长,其价值就会跌得越多,即使投资人在债券到期时能收回原来的投资成本,但此时的币值因贬值已无法同购买时相比。与此相应的是,REITs 名下的物业会随着通货膨胀率的上升而增值,租金水平自然上升,REITs 经营收入随之增长。这说明,REITs 抵御通货膨胀的能力比债券更强,并且其价值随着时间的推移而增长。当通货膨胀率降低时,利率随之下降,企业的融资成本下降。某些企业如果已经发行了高于当时市场利率的债券,会选择提前回购债券,于是,投资人就可能被剥夺未来获取高收益的权利。由此可见,债券尽管在投资安全性上有一定优势,但债券投资人却必须要承担因通货膨胀变动带来的收益不稳定的风险。相比之下,REITs 由于其收入来源的多样化,能够很好地抵御通货膨胀变动产生的风险。

(三) REITs 的优势

综合以上比较,REITs 为其组织者和投资人提供了超越其他房地产投资工具的显著优势,这些优势可以归纳为以下几点:

1. 投资主体大众化

房地产是资金密集型行业,其特点是投资规模大且投资周期长,使得一般的小投资人根本不敢问津。相比而言,REITs 则使大额房地产投资变成了小额证券投资,使所有人员都有借此投资房地产的机会。

2. 投资风险分散化

REITs 是以受益凭证或股票的方式募集公众资金,通过专业化的经营管理,从事多样化的投资,除可通过不同的不动产种类、区位、经营方式等投资组合来降低风险外,亦可以在法律规定的范围内从事公债、股票等有偿证券投资来分散投资风险。另外,组织者通过 REITs,将其资产扩张并多样化,成为一个拥有各种房地产类型的实体,从而可以避免由于投资过度集中于某些地区、物业而产生的巨大风险。组织者可以将风险转移给 REITs,让 REITs 承担本应由组织者承担的责任。

3. 较高流动性和变现性

房地产由于本身的固定性,其流动性较差,投资人直接投资于房地产,如果想要变现,一

般都需要通过出售的方式,往往在价格上不得不大打折扣;当投资人未必需要那么多的现金时,房地产出手的难度就更大了。而投资于 REITs,因其是以证券化方式体现不动产的价值,证券发行后可以在次级市场上交易,投资人可以随时在流通市场或“店头市场”买卖证券,有助于资金流通,一定程度上消除了传统不动产不易脱手的顾虑。^①

4. 投资回报诱人

REITs 能提供相对不变的回报率,可以抵御来自股票市场易变的风险,投资人和组织者都可获取可观的投资回报。美国 1960 年的《国内收入法典》要求 REITs 将 90% 以上的收入用于分红,使得 REITs 的股东能获得有保证的股息,即使在 REITs 股票价格下跌时也是如此。

5. 高度灵活性

REITs 有两方面的灵活性:一是投资人持股的灵活性,通常合股公司或企业要求股东的最低投资额为 15000 美元,而对 REITs 而言,每股只需要 10~25 美元,且没有投资数量的限制,投资人既可只买 1000 股,也可购买数十万股;二是 REITs 本身的灵活性,REITs 既可以作为融资渠道,也可以作为一种证券工具,即把一些机构或面临困境的物业销售商持有的分散房产包装上市,甚至可以将整个集团公司收归 REITs 进行操作。

6. 与其他金融资产相关度较低

美国资产管理的权威机构 Ibbotson Associates,在一份研究报告中指出,通过对所有已发行 REITs 的历史业绩进行分析,发现 REITs 的回报率与其他资产收益率的相关性,在过去的 30 年一直呈下降趋势。由于 REITs 的这一特点,使得它在近十几年的美国证券市场上迅速扩张。在美国,目前大约 2/3 的 REITs 是在这一时期发展起来的^②。

四、REITs 的特征

REITs 主要投资于房地产,既有房地产的市场特点;同时又允许上市交易,弥补了房地产流动性低的缺陷,又使其具有与一般房地产投资不尽相同的特点。

(一)工具性

国外很多学者对房地产投资基金和利率之间的相关性做过研究,发现权益型基金和企业债券之间存在一定联系。1990 年,Chan, Hendershott 和 Sanders 等人研究发现可以使用高收益企业债券以及长期美国国债收益率来解释权益型房地产投资基金的收益率。1996 年,Anthony B. Sanders 的研究表明,1978 年至 1995 年期间,权益型房地产投资基金与高收益企业债券之间的相关度,和标准普尔 500 指数与高收益企业债券之间的相关度大致相当,但在 1987 年至 1990 年期间,前者间的相关度要高于后者。因此,业界通常认为房地产投资基金是带有部分债权性的股权投资工具。

(二)收益性

REITs 投资最大的优点是高分红,有着定期的股息收益。根据美国法律,REITs 必须把至少 90% 的应课税收入以股息形式派给股东,因此股息率相对优厚,投资人可以获得比较稳定的即期收入。

^① See Robert J. Cmkovich. UPREITs: the use of partnerships in structuring and operating Real Estate Investment Trusts, in REITs 1993: What You Need to Know Now 63, 65 (1993).

^② 牵智. 房地产投资信托(REITs)法律制度之基本理论[J]. 河北法学, 2007, (25)9.