

我国证券交易所发展 REITs 产品构想

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 本文介绍了海外房地产投资信托基金的发展概况,从市场培育和金融创新的角度分析了我国证券交易所发展房地产投资信托基金的必要性和紧迫性,并提出了相关建议。

【关键词】 房地产投资信托基金 公司治理 风险监控

一、REITs 的发展概况

房地产投资信托基金(REITs)是从事房地产买卖、开发、管理等经营活动的投资信托公司。公司将房地产销售和租赁等经营活动中取得的收入以派息形式分配给股东。美国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚等的交易所都已有 REITs 上市,与普通股票一样交易。REITs 在 20 世纪 80 年代随着一些房地产税收的改革而进一步发展。1986 年的美国税法改革允许 REITs 直接管理地产。1993 年退休基金对 REITs 投资的限制被取消,使 REITs 迅猛发展。迄今在美国已有 300 多家 REITs,市值达 3 000 多亿美元。自 2000 年起,REITs 在亚洲有了突破性的发展,到 2003 年年底已有 2 个 REITs 在新加坡交易所上市。日本在 2000 年 11 月修改了投资信托法,准许投资信托资金进入房地产业,到 2003 年年底,已有 6 家 REITs 在东京证券交易所上市。

尽管各国的上市要求和程序不尽相同,但美国和亚洲模式有一相同之处:REITs 的上市都是参照正常的上市条件和流程,在上市的条件中附加一些与 REITs 相关的条件。但是,亚洲模式在上市条件上强调 REITs 必须是 REITs 立法机构认可的实体。

根据 REITs 的投资类型,可以将它们分为三大类。一是资产类:投资并拥有房地产,主要收入来源于房地产的租金。二是房地产贷款类:投资房地产抵押贷款或房地产贷款支持证券,收益主要来源于房地产贷款的利息。三是混合类:采取上述两类投资策略,投资领域既包括房地产本身又包括房地产贷款。据统计,REITs 中的绝大部分是从事资产类投资,占有所有 REITs 的 96.1%。在美国,REITs 的主要结构可大致分为三类:一是 Up REITs 和 Down REITs: Up REITs 不直接拥有房地产,而是通过拥有伞形结构中的合伙人制的实体,间接拥有房地产;Down REITs 是在传统的 REITs 基础上,通过成立下属合伙人实体,间接拥有新购入的房地产。二是“双股”和“合订”结构:两者在形式上有差别,但在本质上都是由 REITs 和运营公司组成。股东同时拥有两个公司的股票,两个公司股票合订在一起以一个单位进行交易。三是“纸夹”结构:这是近年来发展起来的一种结构,该结构具有上述“双股”和“合订”

结构的优点,又可避免税收立法的限制。“纸夹”结构与“双股”和“合订”结构的主要差别在于各实体之间是松散联系的。亚洲地区的 REITs 结构的突出特点是强调受托人和管理公司的功能。以新加坡和我国香港地区为例,REITs 的专项法规对受托人、管理公司、物业估值师的条件和职责作了明确的规定。在规范受托人和管理公司责任的同时,REITs 的专项法规强调受托人和管理公司的相互独立性,从结构上避免资产管理过程中潜在的利益冲突。

二、在金融创新与市场竞争的环境下认识交易所发展 REITs 产品的必要性

目前,境外市场对境内 REITs 上市资源的关注已经演变为现实竞争。香港市场 2005 年年底已有 3 个 REITs 上市,包括领汇、泓富以及来自内地的首个 REITs——越秀,REITs 产品的发展速度在经过领汇上市事件后明显提速。国内各大地产巨头如上海复地、中国海外、北京北辰、深国投和大连万达等正在研究推出 REITs 的可行性。随着 2005 年香港特区证监会正式宣布修订后的《房地产投资信托基金守则》生效,规定香港上市的 REITs 可以投资香港地区以外的房地产项目,而境外资产也可以在香港发行 REITs 后,已呈现出国内地产业在该市场融资,香港地产业融资后向内地购置物业的双向发展趋势,对国内未来 REITs 市场的发展形成挤压。与此同时,新加坡也在竭力吸引我国地产业在其市场发行 REITs 产品;已在该市场发行 REITs 产品的新加坡地产业又纷纷有意向或采取实际行动投资我国地产业。

与此同时,境内各金融机构也加快了房地产证券化产品的开发速度。虽然,目前由于法律规范的缺失和监管部门的交叉,标准化的 REITs 产品在境内市场尚处于研究讨论阶段;但从各金融机构的实际行动来看,均将研究重点放在如何将范畴更广的房地产证券化产品资源纳入各自行业的监管范畴。因此,在内外市场对 REITs 上市资源竞争加剧的情况下,交易所开发标准化的 REITs 产品并发展 REITs 市场就成为十分紧迫的事情。

三、发展 REITs 产品的建议

我国可以尝试在交易所上市 REITs 产品的原因有:①我

国金融结构的完善需要新的金融产品产生。②我国已有 50 多家房地产上市公司的经营和监管经验,可为 REITs 产品的设计提供参考依据。③目前房地产开发企业已有 29 000 多家,可以成为发展 REITs 产品的主要资源。④REITs 在国外交易所成功上市的经验可供借鉴。具体而言有以下几方面措施:

1. 制定针对 REITs 产品的专项法规。综观海外 REITs 的发展经验可以看出,完善的法律制度是保证 REITs 健康发展的重要条件。在我国,阻碍信托机构发行 REITs 的因素中,有很大部分是因为相关法律制度不够健全。这主要体现在未对信托收益的纳税做出明确的规定。另外,信托平整及信托受益权缺少明确的法律定位,给投资者公开交易信托凭证造成困难。正因为如此,我国现有的信托产品无法在二级市场流通。而在交易所上市是 REITs 的主要特征之一,所以要成功引入 REITs,必须在法律上明确信托凭证在交易中的法律定位。仅依靠我国现阶段的《信托法》、《证券投资基金法》而试图发展 REITs 是远远不够的,必须建立更加完备、更加细化的法律体系。首先应进一步完善《公司法》或制定专门针对投资基金发展的投资公司法、投资顾问法等法规。其次,制定出 REITs 的专项管理措施,如投资资格的审定、投资方向的限制及投资比例的确认等,以促进基金的规范发展。此外,还应逐步完善证券场外交易市场和产权交易市场,使基金的资金收入与回收机制更为完善。

2. 加快 REITs 组织体系建设,积极培育机构投资者。REITs 必须具备严密的组织机构,包括管理委员会、监督机构以及具体运行操作机构。借鉴美国经验,并结合我国现实的金融体制,我国应建立由商业银行、证券公司、保险公司、信托投资公司等组成的多元化投资机构体系。由信托投资公司等金融机构具体负责操作运行,由保险公司对开发项目开立担保信用证,还要组建大批房地产评估机构和房地产证券等级评估机构,并组建专门的监管机构进行监督。国际 REITs 的资金来源中很大一部分是机构投资者的资金。像保险基金、养老基金等机构投资者,资金量大而且信息灵通,投资技术高,能够为 REITs 提供稳定的资金。但事实上,我国目前还没有真正意义上的机构投资者,这对于 REITs 的发展非常不利,所以加快培育机构投资者势在必行。

3. 完善 REITs 产品的信息披露制度。建立严格的信息披露制度和监管体系。国外公开发行的 REITs 有严格的信息披露制度,而我国现有的信托计划涉及项目的收益和风险结构等信息披露较为简单。政府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,并逐步完善产权交易市场,使基金的资金收入与回收机制更为完善。此外,要有一个系统性、跨部门的监管体系。目前,信托计划由银监会审批和监管,将 REITs 作为信托产品上市,涉及大量的部门之间的职责划分和协调问题。因此,我国的 REITs 要在交易所上市,应该建立一个由银监会、证监会等相关政府部门参加的监管小组,证监会作为集体投资计划的负责机构,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。

4. 完善配套制度。由于 REITs 是一种为他人利益管理财产的制度,与国内长期以来的财产自我管理制度实践完全不同,因此要使 REITs 能够健康发展,完善相应的配套制度必不可少。这些配套制度主要包括财产登记制度、财务会计制度以及税收制度等。

在我国法律体系中,财产登记制度根据财产主管机关的不同,散见于相关法律法规及部门规章之中。人们对信托法律行为与委托法律行为不能正确区分,信托的权利重构、破产隔离、财产管理等基本功能无法有效发挥,信托制度的优越性得不到充分体现,反过来又进一步限制了信托制度在全社会的传播与普及。

在财务会计制度方面,由于 REITs 既是一种新兴的创新产品,又具有表外业务的特征,因此,应该在经营机构中进行单独的会计核算。为此,监管机构有必要加快与财政部门的合作和沟通,促进 REITs 产品财务会计制度的出台,使 REITs 的运作具备必要的现实制度保障,在境内市场得到健康发展。税收制度在 REITs 的发展史上起到过十分重要的推动作用。REITs 投资标的的转让、管理和处分行为的发生,REITs 本身的设立、变更和终止过程中都会涉及诸多的应税行为和应税所得。为此,监管机构应该与财政、税务部门密切合作,权衡 REITs 产品征税制度的细节安排,使之成为 REITs 发展的促进力而非阻碍力。

5. 建立良好的风险监控制度。在产品架构设计上,信托公司可邀请商业银行、律师事务所、房地产专业服务机构及会计师事务所等中介机构参与,对信托计划进行资金、法律、收益状况方面的监督。信托公司内部应建立和完善业务评审及风险控制流程,按照审慎的原则运用信托资金,各部门分工协作、交叉监督,以最大限度地防范风险。

6. 完善 REITs 经营机构的公司治理。首先,要加强 REITs 经理人声誉市场的建设。声誉机制对职业经理人的激励、约束作用是和经理人市场的竞争选聘机制紧密联系的。其次,设计合理的产品结构。以新加坡和我国香港地区为例,REITs 的专项法规对受托人、管理公司、物业估值师的条件和职责作了明确的规定。与此同时,REITs 的专项法规强调受托人和管理公司的相互独立性,从结构上避免资产管理过程中潜在的利益冲突。再次,建立和完善具有我国特色的公司治理机制评价体系。类似系统的建立将对我国未来公司治理的状况进行及时的评价和诊断,从而及时发现公司治理中存在的问题,保证公司运营的质量和良好的经营业绩。最后,从制度上提供中小投资者维护权益的保障。当关系到中小股东权益的重大事件发生时,中小股东可被赋予对重大事件的表决权,为中小股东权益的实现和维护提供制度方面的支持。这些都是增加中小投资者的维权工具的重要制度保证。

主要参考文献

1. 鲁炜,钟小辉,美国房地产信托基金的发展经验及启示. 经济纵横,2006;10
2. 余传伟.REITs 公司治理问题研究. 国际金融研究, 2005;5