

公共租赁住房融资创新的REITs模式

李梦玄 周义

(中南财经政法大学金融学院 武汉 430073 华中农业大学经济管理学院 武汉 430070)

【摘要】目前我国正在加大公共租赁住房的建设计划,在投资资金的来源上,REITs成为一种新颖而适当的融资方式。本文以公共租赁住房REITs融资创新为主题,主要探索了以REITs方式对公共租赁住房进行融资创新的风险分析及其风险控制,并对相关制度的完善进行了讨论。

【关键词】公共租赁住房 REITs 融资创新 风险控制

2011年政府工作报告提出了全国建设保障性住房和棚户区改造住房1 000万套的任务指标。据估算,1 000万套保障性住房建设所需资金约1.4万亿元。其中,经济适用房和两限房近200万套,所需的5 000亿建设资金由于操作基本成熟主要通过市场运作方式来解决,新开工建设廉租房160多万套、公共租赁住房近220万套(由于廉租房和公共租赁住房只是租金价格上有所不同,本文统称为公共租赁住房),建设所需的资金为5 300亿元。由于公共租赁住房投资收益率低,回收期长,这笔资金的筹集要困难得多。在这种背景下,利用房地产投资信托(REITs)等方式引入社会资本参与保障房尤其是公共租赁住房的建设再度成为学术界和政府关注的焦点。因此,本文以公共租赁住房REITs融资创新为主题,重点分析以REITs方式对公共租赁住房进行融资创新的风险控制及相关制度的完善。

一、公共租赁住房通过REITs融资的优势

当前我国推动REITs来发展公共租赁住房体系具有以下几方面的积极意义:

1. REITs作为一种新型的金融产品扩大了公共租赁住房建设的融资渠道,解决了公共租赁住房建设的融资困难。REITs作为一种证券化的产业投资基金,具有流动性强的特点,便于投资者参与或退出投资。一般中小投资者即使没有大量资本也可以参与房地产业的投资,扩大其投资途径,由此实现居民储蓄的分流。可见,REITs不仅可以减轻地方财政负担,还可以为银行体系解压,使我国“被房地产绑架的”经济松绑。

2. 由于REITs的规模比较大,因而能广泛投资于各种类型的房地产项目,从而分散了投资风险。另外,由于REITs投资于公共租赁住房,可获得稳定的租金收入,虽然收益率相对较低,但是通常高于银行存款的收益。因此,对于投资者而言,REITs是一种风险低、回报稳定的投资工具。

3. 作为REITs价值基础的房地产,具有很强的保值功能。一方面,通货膨胀来临时物价上扬,房地产物业的价值升值很快,以房地产物业为资产基础的REITs价值也会随之上升;另一方面,在通货膨胀时期,REITs的收益水平也会比平时高,能够在一定程度上抵消通货膨胀的作用。

4. 理论上来说,根据《信托法》及必须制定的相关规定,公共租赁住房REITs将有严格的监管机制和信息披露制度,这将有利于提高整个公共租赁住房体系的运作效率和透明度。所以,相对于由信托投资公司发起的房地产信托而言,公共租赁住房REITs从经营管理上将大大降低投资风险。

总之,REITs可以使房地产市场与资本市场有效融合,通过REITs融资可以调动公共租赁住房建设的积极性,促进公共租赁住房供给的稳定增加,缓解“夹心层”住房压力,也可以缓解因供给不足导致的商品房价格过度上涨,促进我国房地产业的健康发展。

二、公共租赁住房REITs融资风险分析和风险控制策略

REITs对于公共租赁住房建设的发展具有重要的现实意义,不过由于我国所处的市场经济发展环境还不够规范,目前REITs在中国的试点进程依旧缓慢。而这也充分说明我们应该对REITs的风险进行全面的分析和事前控制。

1. 市场风险及其控制。市场风险表现为所打包的物业是否能够按照原来预期的时间和租金进行出租,而且收益与行业景气程度密切相关。用于公共租赁住房的REITs,其收入来源主要是租金收入。由于我国住房租赁市场的价格一直受到抑制,并且公共租赁住房的租金是比照同类地段类似房屋市场租金下浮一定比例收取,所以REITs用于公共租赁住房融资,其租金收益是否满意和稳定是各地试点方案的主要风险,更是投资者最为担心的首要风险。

为了控制收益风险,首先要求公共租赁住房建设在选址时要充分考虑申请者的特征,不要选在远离市中心、配套设施不完善的郊区,而应选在方便居民就业、交通便利的片区。例如重庆市的公共租赁住房就主要选在二环以内的片区。其次,可以借鉴香港公屋建设的经验,在公共租赁住房小区进行配套商业设施如附属商场、停车场的建设并且市场化运营,提高公共租赁住房的还贷能力和盈利目标,从而增加公共租赁住房REITs对各种社会资金的吸引力。

2. 税费风险及其控制。根据美国的经验,如果REITs满足90%的收益分配给投资者等要求就可以免征企业所得税和资

本利得税,REITs投资的房地产也属于免税资产。税务方面的支持是国外REITs的一个根本性特点,税收的优惠政策也是REITs竞争力的主要源泉。要推进REITs的试点,除了要保证抵押资产的优质之外,政府的税率对REITs盈利的影响不容忽视。就国内来说,本来物业租金就不高,但营业税、所得税等却不低,租金扣除全部税费的收益很难满足投资人的投资需求,无法吸引投资者的兴趣。其实,许多社会资金对投资公共租赁住房怀着一种犹豫的态度,部分原因也是国家在税费减免方面没有明确的规定给予支持。

作为一种被动投资工具,公共租赁住房REITs的政策性极强,其所享受的政策优惠倾向与力度将是其成功的重要因素。特别是在REITs发展初期,必须有专项的税收优惠政策进行支持,如免征企业所得税;在物业交易环节对相同物业的交易只征税一次,避免重复纳税。另外,还需对目前的税法进行改革,避免双重征税问题,为REITs发展创造良好的税收环境。

3. 管理风险及其控制。REITs的管理模式有内部管理模式和外部管理模式两种,美国在REITs发展的初期都是外部管理模式,即由金融机构聘请不动产运营商来管理其拥有的不动产。1986年,法律允许可采用内部管理模式,即REITs直接经营所持有的物业,不过仍有许多REITs将其不动产交由专业运营商来管理。REITs的发展需要专业的管理机构和管理人员参与,否则会直接影响相关资产的增值或盈利能力。

我国经过几年的公共租赁住房加速建设,很快将形成数量庞大的公共租赁住房,如何对建成之后的公共租赁住房进行全面高效的管理,这是一个潜在的大难题。目前国内物业管理、租户组合管理、投资运营状况分析等专业管理机构非常缺乏,更缺乏商业物业方面的管理人才。发展公共租赁住房REITs创新需要加强物业管理方面的机构和人才培养,最好尽快建立起一支既精通信托业务、又熟悉房地产市场,且熟悉业务运作的复合型人才队伍。与此同时,积极促进信托业务所必不可少的资产评估师、律师等服务型人才的队伍建设也是REITs发展的一个必要条件。

4. 道德风险及其防范。道德风险是从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用时做出不利于他人的行动。REITs运用公众资金去投资谁的物业在合同中不可能完全确定,经营方可能做出损害投资人利益的行为,这就是REITs投资的道德风险。从美国REITs运作经验来看,其经营与管理由受托人委员会或董事会负责。受托人委员会或董事会通常由三名以上受托人或董事组成,其中大多数受托人必须是独立的。以此为鉴,我国可以考虑在REITs公司中建立类似的受托人委员会,负责制订REITs的业务发展计划,并且要求受托人与投资顾问和相关的房地产企业没有任何附属或利益关系。

由于不动产并非标准化产品,其不可复制的特点使得价格的确定变得非常复杂,所以应该采取诸多措施来防范公共租赁住房REITs的不规范投资决策。一是必须建立严格的信息披露制度,包括建立相关的专业机构,在公共租赁住房信息的采集、处理、发布等方面为市场提供专门、快捷、有效的公共服务;同时完善公共租赁住房中介服务体系、建立统一而权威的行

业标准,并通过向投资者披露信息来确保其运营的透明度。二是要建立健全信用制度,包括培育新的信誉文化、建立全国性的企业信用市场、制定相关的法律法规,以便为公共租赁住房REITs业务的开展创造良好的环境,尽可能使投资者与管理者的利益趋向一致。

5. 法律风险及其控制。REITs作为一种新的房地产投资工具,是一个需要房地产业和金融业相结合的市场配置资金的投资产品,需要建立完善的法律体系,保证和维持整个市场的公平、公正、公开和透明,进而推进房地产投资信托业健康、理性地发展。已引进REITs产品的国家都对设立条件、税收政策和监管机制等有明确的规定。而我国目前信托业的运行和监管主要依托“一法两规”,产业投资基金方面的法规尚未出台。特别是关于房地产权的登记、分割与转让等相关法律的制约,极易导致房地产所有权欺诈风险(田蕊等,2010)。

因此,首先可以借鉴亚洲国家的专项立法模式,制定关于REITs的专项法规,以对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,其次充分结合其他适用REITs的法规,为REITs的发展创造一个良好的法律环境(宋志勇,2009),使我国的房地产投资信托从一开始就以较规范的形式发展。

总之,政府应当借鉴发达国家的作法,建立对REITs的严格管理,才能全面改善公共租赁住房REITs的运行环境,保证投资者的利益,促进公共租赁住房建设以及房地产市场的健康发展。

三、完善我国公共租赁住房REITs的措施

海外成熟房地产市场的发展规律表明,房地产开发市场发展发展到一定阶段必将启动投资市场和资产证券化市场,三个市场有机组合方能构成一个完整的房地产市场。REITs正是启动房地产投资市场的重要金融工具,也是资产证券化的一个主要品种。目前REITs在我国的建立、公共租赁住房的建设与运营都还面临诸多挑战,所以除了风险控制之外,还需要相关制度的完善。

1. 采用契约型REITs组织形式。产业投资基金按组织形式可分为契约型的和公司型两种。契约型产业投资基金是依据一定的信托契约组织起来的代理投资行为;公司型产业投资基金是依公司法成立的以盈利为目的的投资公司。美国REITs采用公司制的占多数,不过在大部分国家监管者更倾向于REITs采用信托的结构。我国运用REITs模式建设公共租赁住房的基本原则是政府主导、市场化运作,目前既有银监会提出的契约型REITs,也有证监会提出的公司型REITs。比较而言,银监会方案相对保守,利润较小但收益稳定、风险不高。鉴于我国公共租赁住房运营和REITs都还在起步阶段,风险控制最为重要,采用契约型REITs组织形式更为妥当,随着经验的累积再逐步实施公司型REITs。

2. REITs的出资和资金募集。根据我国的现实情况,REITs的发起人应该包括有政府背景的机构、信托公司、大型房地产企业等。有政府背景的机构参与REITs,可参照国外的伞形合伙制REITs形式,以目前已持有的老公房和近年修建

项目主体抗风险能力评价研究

王元明(博士)

(天津商业大学公共管理学院 天津 300134)

【摘要】 本文在解析项目风险形成的规律基础上,建立了项目主体抗风险能力指标体系。最后通过粗糙集方法对其进行评价,更加全面地揭示了项目风险的形成,为项目主体的风险管理提供参考依据。

【关键词】 项目主体 抗风险能力 粗糙集

传统的项目管理问题,质量事故、工期拖延、费用超支、工程索赔等依然很严重。主要原因是项目主体不能很好地评价与处理风险。风险因素作用于项目主体时,可能产生的结果取决于三个因素,风险因素强度、项目主体的抗风险能力与项目主体的抗风险努力程度。

本文在分析风险发生机理的基础上,通过文献和专家访谈的方法确定了项目主体抗风险能力指标体系,并应用粗糙集的方法形成评价规则。

一、项目风险的产生

风险一词的英文为 Risk,源于法文 Risque。风险概念于

1830年首次被使用于英国保险业。风险的实质内容就在于一个事件发生某个后果的不确定性(或然性)及造成损失的严重程度,可用 $R=F(P,C)$ 来表示,R代表风险,P代表事件发生的概率,C代表事件发生的结果。

风险因素是风险形成的必要条件,根据项目风险因素来源分类,可以分为外部环境风险、内部风险两个部分。外部风险来自项目主体与外部环境之间的互动,此类的互动关系包括市场经济条件的变化、政治因素、政策因素、恐怖活动和自然灾害造成的破坏等。内部风险主要是指由于项目自身结构不完善等原因导致项目主体处理风险的能力较低。

的公共租赁房等物业为资本金,经专业机构评估后作价参股,这样财政资金短缺的政府就可以不必另外出资。采用伞形合伙制REITs模式,REITs还可以通过增加有限责任合伙人的数目不断扩大资产规模,以弥补REITs内部资本的不足。

同理,REITs的资金目前应向大型投资机构及社保基金等社会资金定向募集,辅以一定的社会公开募资。公共租赁房REITs以公共租赁房财政专项资金为保障进行公共租赁房的开发建设,并以租期稳定、租户庞大的租金为基本收入,再通过政策性土地供给和专项建安、转让等税费优惠政策降低成本、提高收益,实现对投资者的长期回报。

3. 公共租赁房租金政策的制定。公共租赁房租金政策应该合理制定,既要防止目前少数城市出现的房价偏高少人问津,失去其保障性质的现象,又必须确保租约和收益的稳定,确保REITs试点的成功。公共租赁房REITs其实上是一种“准国债”产品,其收益率高于同期银行存款利率,但低于商业物业类REITs产品。目前我国大城市物业出租的年收益率基本上为6%左右,可将公共租赁房REITs预期收益率设在4%左右,再加上政府税费减免,使公共租赁房REITs成为一种低风险、保值性较强的投资工具,得到广大投资者的青睐(马涛,2011)。

4. 政府政策支持与监督。REITs在我国尚处起步阶段,政府应该给予充分的政策扶持与监督。一是营造良好的市场氛围和形成稳定的市场预期,从而吸引趋利的投资资金,同时在审批、建设、税收等环节给予充分优惠以吸引优秀开发商、施

工单位和资产运营机构积极投入、保证质量。二是公共租赁房REITs发起之前必须明确投资方向,禁止向其他产业的任何形式投资;同时禁止资金拆借、严格控制贷款额在一定的比例范围内以保护投资者的利益(李健飞,2005)。三是应设立专门的公共租赁房租金专用账户,政府的政策性补贴直接进入专用账户,承租人缴纳的租金每月从其工资中直接扣除进入专用账户,以避免租金收取过程中出现的各种问题,确保这些收益性资金用于REITs的分红。

【注】 本文受国家社科基金项目(编号:10CGL080)和中南财经政法大学基本科研项目(编号:31541110506)资助。

主要参考文献

1. 巴曙松.资金来源、制度变革与国际经验借鉴:源自公共廉租房改革,2010;3
2. 陈琼,杨胜刚.REITs发展的国际经验与中国的路径选择.金融研究,2009;9
3. 李健飞.美国房地产信托基金研究及对我国的启示.国际金融研究,2005
4. 李梦玄.REITs概念辨析及国际运行借鉴.北京:中国财政经济出版社,2007
5. 马涛.运用REITs大力推进廉租房建设.证券时报,2010-09-10
6. 宋志勇,熊璐瑛.房地产投资信托基金的国际经验比较与借鉴.金融与经济,2009;7