

房地产投资信托概念 辨析及其发展规划

□吴璟 张红 清华大学房地产研究所



2003年央行“121”号文以来,国家陆续出台一系列政策严格限制商业银行房地产开发贷款的发放条件。这种变化使得许多房地产企业的资金链受到严峻的考验,也使如何拓宽房地产融资渠道、实现房地产开发资金来源的多元化成为业界共同关注的话题。

在此情况下,许多学者和企业将目光投向房地产投资信托(Real Estate Investment Trust,简称REITs)。REITs在美国已经经过了40余年的发展历程,并被证明为一种高效的工具投资和房地产融资工具,并在十余个国家得到了推广。不少学者提出在我国尽快推出REITs的建议,若干企业也在积极谋求发行REITs。

但通过对国内现有成果的深入分析发现,相当一部分研究缺乏对REITs的准确界定,特别是普遍存在对房地产信托、房地产产业投资基金和REITs概念的混淆问题。因此,有必要从房地产信托、房地产产业投资基金和REITs的定义和特征出发,明晰三者之间的

联系和区别,在此基础上对REITs的概念及其在我国房地产融资渠道体系中的定位进行较为严格的界定,并进而得出对我国发展REITs的规划建议。

一、房地产信托

信托是一个涵盖面相当广的概念,凡是符合以资产为核心、信任为基础、委托为方式的特点的信用委托和受托行为,在法律上都可以被归于信托。根据信托投资形式的不同,信托又可以分为资金信托和财产信托两类。由此出发,广义上与房地产相关的信托行为都可以被称为房地产信托,且房地产信托同样存在资金信托和财产信托两种方式。从资金信托的角度出发,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,将委托人委托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;从财产信托的角度出发,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。

财产信托形式的房地产信托尽管受到的关注极少,但在我国已经存在了若干年。最早兴起的是接收个人委托的房地产信托,如2000年首先出现在贵州并迅速在多个省市推广的“房屋银行”模式就是一种典型的财产形式的房地产信托,与之相类似的还有常见的住宅、商铺开发商提供的委托租赁业务等。近年来也出现了以房地产开发经营企业作为委托人的房地产财产信托,其中最具代表性的是中煤信托公司推出的“荣丰2008项目财产信托优先收益权计划”。

与财产形式的房地产信托相比,出于拓展房地产融资渠道,特别是寻求房地产开发资金来源的需要,资金形式的房地产信托得到了更多的重视,2004年10月推出的《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》(征求意见稿)中所指的“房地产信托业务”事实上也仅限于资金形式的房地产信托。在实际操作中,继20世纪90年代末的信托行业整顿后,资金信托形式的房地产信托是随着“一法两规”(《信托法》《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》)的出台,自2003年起再度迅猛发展起来的。仅2003年全国发行房地产信托融资项目近70个,房地产信托资金的数额超过50亿元。目前大多数房地产资金信托计划均是由信托投资公司与房地产开发企业合作,针对某一特定项目定向发行,并将信托资金以入股或贷款(特别是短期的“过桥”贷款)的形式投入该项目作为开发资金。此外,也开始出现将信托资金以住房抵押贷款的形式提供给住房消费者的房地产资金信托。

二、房地产产业投资资金与房地产资金信托

广义上“基金”指的是以特定目的而存在的资金的集合,即所谓的“资金池”,其中以投资并获取利润为目的的基金又被称为“投资基金”。准确的说,投资基金是按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则,运用现代信托关系的机制,以基金方式将各个投资者彼此分散的资金集中起来,交由投资专家运作和管理,投资于证券等金融产品或其他产业部门,以实现预定的投资目的的投资组织、投资机构和投资制度。

从本质上看,房地产产业投资基金应当被视为房地产资金信托的一种特殊形式。投资基金制度的基础是现代信托机制,是信托在商事领域得到运用和发展的一种财产管理制度,具备信托的一般要素和法律关

系。在契约型基金中,基金持有人是基金的委托人,委托管理基金资产的专业机构(基金管理公司)和受托托管基金资产的专业机构(托管人)为基金的共同受托人,基金的收益人可以是委托人,也可以是委托人通过信托契约制定的其他人。而在公司型基金中,以有限责任公司或股份有限公司形式组织起来的投资基金公司是委托人,该基金公司或专业基金管理机构是基金的受托人之一,托管机构是基金的另一受托人,基金公司的股东是基金受益人。这种关系也同样适用于房地产产业投资基金设立和运营的过程中,因此房地产产业投资基金本质上是房地产信托——或者更准确的说,是房地产资金信托的一种特殊形式。

尽管从概念上界定房地产产业投资基金应归于房地产资金信托的范畴中,但是房地产产业投资基金仍然具有其自身的特点和优势,能够在房地产开发融资中发挥更大的作用。首先,区别于针对某一项目定向发行的房地产资金信托产品,房地产产业投资资金一般采取组合投资形式,其资产不仅分散在不同的房地产开发项目上,而且往往同时通过直接投资开发项目、控股开发企业、购买抵押贷款证券等方式进行投资。对于投资者而言,这有助于降低其投资风险,同时保持较高的投资回报;对于房地产企业而言,与单独发行房地产资金信托计划相比,接受房地产产业投资基金的投资可以有效地降低融资成本。其次,作为信托的一种特殊形式,投资基金不仅具有特定的组织结构 and 运营机制,而且形成了一套相对独立而成型的制度体系,包括产权制度、资本制度、法人治理制度、经营制度、内部管理制度和市场退出制度,同时在美国等投资基金发展相对成熟的国家中,这些制度往往以法律的形式得到确定,保证了基金操作的规范和高效。因此,与一般的房地产资金信托相比,房地产产业投资基金是一种更高效的融资渠道,同时对于投资人而言也是一种更稳妥的投资方向。

房地产产业投资基金在中国也并非一个新兴事物。1997年国家对基金市场进行全面清理整顿时全国范围内实际发行的73支投资基金中,大多数都涉及房地产领域投资。据中国人民大学信托与基金研究所统计,整顿前73支投资基金投向房地产业和实业的资金总数为27.11亿元,占基金总规模的28.2%,其中大部分都投向了房地产业。但在1997年后,投资基金的资产被限制在“上市公司流通股、国债和现金等高流通性资产”的范围内《产业投资基金法》至今未

颁布,因此目前房地产产业投资基金事实上属于非法。为了规避这一障碍,一些企业采取设立投资公司、资产管理公司等形式建立“准基金”、“类基金”,而国内第一支住宅产业基金“精瑞基金”则采取用境外注册、境内运行的方式进行运作。

三、房地产投资信托(REITs)与房地产产业投资基金

无论从定义上或者特点上进行分析,REITs 都应当被视为一种特殊的房地产产业投资基金。REITs 最早出现在美国,于1960年由美国国会批准成立,当时REITs 被定义为“有多个受托人作为管理者,并持有可转换的收益股份所组成的非公司组织”。这一定义将REITs 明确界定为专门持有房地产、抵押贷款相关的资产或同时持有两种资产的封闭型投资基金。此后,伴随着税法的衍变,REITs 在美国经历了数次重大的调整,同时REITs 在各国推广的过程中也存在许多差异,但都没有改变REITs 作为房地产产业投资基金中一种形式的本质。概括的说,REITs 是由专业人员管理、购买、开发、管理和出售房地产资产的产业投资基金。

在明确REITs 隶属于房地产产业投资基金范畴的同时,更应该注意到REITs 与一般的房地产产业投资基金的显著区别,正是这些区别构成了REITs 的基本特征,同时也成为REITs 的主要魅力所在。

1、REITs 可以获得一定的税收优惠,但需要满足一定的设立条件。绝大多数已经发行REITs 的国家均在税法或专项法律中赋予REITs 以一定的税收优惠。如美国规定对REITs 免征公司所得税和投资者资本利得税,新加坡规定对REITs 免征所得税和个人投资者的红利分配所得税,日本规定对REITs 免征公司所得税,并且在物业购买税和登记税上给予优惠等。税收优惠是REITs 区别于一般房地产产业投资基金的最大特点,也是REITs 得以产生和发展的原动力。但在赋予REITs 以税收优惠的同时,各国法律也对REITs 设定了严格的建立条件,只有在全面满足这些条件的前提下,房地产产业投资基金才能在法律上被称为REITs。尽管各国法律中的具体规定有所区别,但一般都涵盖了以下三个方面:REITs 应被广泛持有、必须把大部分应税收入以分红方式分配给股东、大部分资产应投向房地产业(或大部分收入应来源于房地产业)。因此从这个意义上看,REITs 可以被视为一种在满足特定条件相应取得税收优惠的特殊的房地产产

业投资基金。

2、REITs 主要投资于房地产存量市场,并倾向于以资产运营的形式进行投资。根据投资业务的不同,REITs 可以分为权益型REITs、抵押型REITs 和混合型REITs,其中占主导地位的是权益型REITs。权益型REITs 直接投资并拥有房地产,靠经营房地产项目来获得收入,且权益型REITs 一般不直接开发物业,而是在存量市场采购已经开发的物业,通过管理和出租取得租金收入。相比之下,在房地产增量市场上为房地产企业提供贷款或购买的抵押型REITs,在资金投向上一般的房地产产业投资基金更为接近,但近年来其所占的比重正在逐渐缩小。

3、REITs 往往采取公募的方式,且多数上市流通,具有很强的流动性。一般的房地产产业投资基金一般采用私募的形式,而绝大多数REITs 在发行时采用公募的形式,有些国家和地区更是将此作为REITs 的必备条件之一。REITs 在上市发行后将继续在二级市场上进行流通,方便持有人进行交易变现,因此其流动性远优于一般的房地产产业投资基金。

4、REITs 是资金信托与财产信托的结合。除了和一般房地产产业投资基金一样接受资金形式的委托外,REITs 还接受财产形式的委托,体现出来更大的灵活性。房地产公司或私人业主可以将自己的物业以股份兑换的形式纳入REITs 中,以避免物业买卖需要支付的现金。这种形式近年来在美国REITs 的发展过程中正在扮演着越来越重要的作用,成为20世纪90年代以来REITs 在美国再次出现迅猛发展的一个重要因素。

综上所述,REITs 区别于一般的房地产产业投资基金。首先在于它需要满足更严格的设立条件,即房地产产业投资基金只有满足相关法律法规的特殊要求才能被称为REITs。REITs 也因此获得了比一般房地产产业投资基金更大的优越性,除了最主要的税收优惠的优势外,流动性高、收益稳定、风险较小等其他特征也使其成为投资者首选的投资方式之一,同时也成为房地产融资的重要渠道。

由于目前尚未出台有关房地产投资信托或类似金融工具的法律规定,因此我国尚未出现真正意义上的REITs。尽管一些房地产资金信托计划打出了房地产投资信托基金或REITs 的旗号,其中一些确实在资产运营等方面具备了REITs 的一些特征(如北京国际信托投资公司发行的“欧尚信托计划”),但与真正意

义上的 REITs 仍有很大差别。

四、房地产投资信托 (REITs) 的定位及其在我国的发展规划

通过上述分析,我们可以认识到:房地产产业投资基金本质上是信托中房地产资金信托的一种特殊形式,是建立在资金信托机制基础上的集合资金投资计划,并在发展中形成了相对固定制度体系。REITs 也是房地产产业投资基金中的一个分支,是在满足法律中特定条件后依法建立的特殊的房地产产业投资资金,在发行方式、运营方式、资金投向等方面具有鲜明的特点,因而区别于一般的房地产产业投资基金。因此,房地产信托、房地产产业投资基金和 REITs 之间事实上是一种逐步分化的关系,后者植根于前者,但有创新。

就我国的实际情况来看,伴随着 2001 年以来信托投资“一法两规”(《信托法》《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》)的相继出台及 2004 年底《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》(征求意见稿)的面世,我国已经进入上述发展阶段中的第一步,即房地产信托出现并不断完善。尽管以融资额占房地产融资总额比重衡量,房地产信托(主要是房地产资金信托)目前实际发挥的作用还十分有限,但其他发展已经带动了相关法规制度的逐步完善,为此后的发展准备了一定的条件。在此基础上,当前的主要任务除继续发展和完善房地产信托特别是房地产资金信托外,还应当尽早迈出上述发展过程中的第二步,积极创造条件,促进房地产产业投资基金的问世。

由此看来,尽管近来业界对早日发行 REITs 的呼声很大,但就目前的情况看,短期内我国并不具备发行真正意义上的 REITs 条件。首先,如前文所述,REITs 的本质特征是满足法定设立条件并因而享受一定税收优惠的特殊的房地产产业投资基金。在缺乏《产业投资基金法》及房地产产业投资基金相关法律法规的情况下,相关政府部门难以制定出台 REITs 的管理规定,特别是难以给予 REITs 以一定的税收优惠。在这种情况下,即使推出名义上的 REITs,其实质上仍是某种房地产资金信托计划或房地产产业投资基金。其次,如果相关政府部门跨越了房地产产业投资基金在这一发展阶段,直接针对 REITs 出台相关法律规定以推动 REITs 在我国的发展,一方面由于缺乏房地产产业投资基金的发行和运营经验,缺乏成型的基金市

场,在实际操作中可能暴露许多问题,另一方面这些法律制度本身也很有可能存在诸多不完善之处,同时缺乏必要的会计、估价等制度的支持,有可能给金融市场和房地产市场带来难以估计的风险。

因此,对于我国而言,当前推行 REITs 的较为稳妥和可行的方法是首先出台相关法律规定,推动房地产产业投资基金的问世,为 REITs 的发展创造条件。在此基础上,伴随房地产产业投资基金的发展过程,在若干方面逐步向 REITs 靠拢,例如进行房地产产业投资基金公募发行的试点,进行房地产产业投资基金上市流通的试点,进行资产运营型房地产产业投资基金的试点等“准 REITs”和“类 REITs”,并在此过程中完善相关的法律制度。待时机成熟时最终出台 REITs 管理法律,推出真正意义上的 REITs。

参考文献

1. 中国人民大学信托与基金研究所. 中国基金业发展报告 (1991~2003). 中国经济出版社, 2004;
2. 季敏渡. 中国产业投资基金研究. 上海财经大学出版社, 2000;
3. 何德旭. 中国投资基金制度变迁分析. 西南财经大学出版社, 2003;
4. 邱翼. 产业基金、REITs 与房地产投资信托. 经济导刊. 2004 年第 6 期;
5. 林海滨. 从中美两个案例看房地产投资信托. 中国房地产金融. 2004 年第 9 期;
6. 卢映西. 契约型投资基金法律关系评价. 中国房地产金融. 2004 年第 9 期。

王春敏 / 责任编辑



纪念抗日战争世界反法西斯战争胜利六十周年

白妞 治印