

房地产金融新工具——房地产投资信托

邓子华, 李化民, 余贵玲

(重庆大学 建设管理与房地产学院, 重庆 400045)

摘要:通过对房地产业融资现状的分析,介绍了房地产融资的新工具即房地产投资信托(REIT),分析了我国启动房地产投资信托的重要意义。借鉴国外的经验,介绍了房地产投资信托的基本原则,分类和其对投资者和房地产企业的不同特征,分析了这种新型的金融工具在我国资本市场和投资市场运行中可能存在的问题,并提出相应的对策。房地产投资信托对我国逐步形成房地产投资市场促进房地产业的健康发展具有重要价值。

关键词:房地产投资信托; β 系数; 金融工具

中图分类号:F293.3

文献标识码:A

文章编号:1006-7329(2004)03-0106-05

New Financial Tool of Real Estate - Real Estate Investment Trust

DENG Zi-hua, LI Hua-min, YU Gui-ling

(College of Construction Management and Real Estate, Chongqing University, Chongqing 400045, P.R. China)

Abstract: The real estate investment trust (REIT) as a new tool of real estate investment is introduced in this paper by the way of analyzing the status quo of real estate circulation funds. The importance of developing REIT in China is analyzed. Referring to the foreign experience, the basic principles, classification of REIT and the different characteristics for the investors and the real estate companies are introduced. The difficulties in developing REIT in the capital market and in the investment market in China are discussed. The countermeasures to deal with the situation are presented. REIT is valuable in forming the real estate investment market and healthy development of real estate.

Keywords: real estate investment trust; β coefficient; financial tool

我国房地产业从20世纪80年代兴起,在20年的发展中,已形成了房地产开发市场,同时作为资金密集型产业,长期处于缺乏资金的困境。房地产企业主要的融资渠道是银行贷款,截止2003年4月底统计,我国房地产企业60%以上的资金来源于信贷资金,房地产贷款余额占商业银行各贷款余额比重17.8%,只要银行缩小贷款规模,房地产开发经营能力将萎缩,因此企业自身发展受到极大限制。最近出台的121文件提高了通过银行贷款融资的门槛,要突破这一资金瓶颈,开拓新的融资渠道迫在眉睫。

对照国外房地产市场的发展规律,开发市场发展到了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。在今后的几年里,房地产投资市场的形成必将促进房地产业的更大发展。房地产投资信托(Real Estate Investment Trusts 简称 REIT),正是启动房地产投资市场的重要的金融工具。REIT在北美和澳洲已有多年的发展经验,并已进入了亚洲,我国也应借鉴国外发展经验,结合房地产市场的现状研究推出 REIT。

我国居民储蓄已突破8万亿元,年净增近1万亿元,如此巨大的分散资金急需建立新的安全投资渠道。房地产投资信托(REIT)是一种新型的金融工具,建立 REIT 集中大量的闲散资金,通过专家管理,运营,为迅速增长的个人资金提供投资渠道,投资者每年可以收到较高的分红,还可享受物业的增值好处。

* 收稿日期:2004-01-07

作者简介:邓子华(1973-),女,四川万源人,硕士生,主要从事房地产技术经济与管理研究。

另一方面,将汇集大量的闲散资金形成资金池(pool)满足房地产市场对资金的巨额需求,降低房地产投资成本。刚出台的房贷政策提高了银行贷款的门槛,而通过信托融资的条件比较宽松,形式也较灵活。同时,REIT管理者为吸引持续的投资将注重长期稳定的收益率,有利于使房地产投资向理性投资转变。

1 房地产投资信托基本原则

房地产投资信托(REIT)类似于公共基金,由个人和机构投资者共同出资组成专门进行房地产购买,运营,管理,销售等投资活动的公司。投资对象大多为工业用房、写字楼、住宅和商铺等。不同REIT根据委托人和基金章程会侧重不同的物业类型和地理区域,投资者以相对较少的投资持有一系列房地产股的组合。

REIT遵循信托的基本原则和精神:第一,设立的基础是充分信任;第二,信托财产的所有权和利益权相分离,在信托关系成立后,财产的所有权属于受托人,利益权属于委托人;第三,信托财产独立,信托财产即从委托人,受托人和受益人的自有财产中分离出来成为独立的运作财产。REIT投资主体即委托人指广大的中小投资者和机构投资者,他们是出资者,享有收益权;投资信托机构即受托人是投资财产和资金的所有人,享有财产的所有权。REIT是收益权和所有权的分离,既保护了投资者的利益,又有利于房地产企业解决资金短缺促进其良性发展。

2 房地产投资信托的分类

房地产投资信托(REIT)根据不同的内容形式,主要有三种方式分类:

2.1 按照组织形态分类,可分为契约型和公司型两种,其区别如表1。

表1 契约型与公司型信托比较

区 别	组织形式	
	契约型	公司型
资金属性	信托财产	构成公司的财产
资金的使用	按信托契约规定	按公司的章程使用
与投资人的关系	信托契约关系	股东与公司的关系
与受托人的关系	以受托人存在为前提	本身即受托人身份
利益分配	分配信托利益	分配股利
经营主体	股份有限公司,信托,协会	股份有限公司,信托,协会

2.2 按照投资标的分类,可分为:

1) 权益型。权益型REIT资产组合中房地产实质资产投资应超过75%,其投资标的物的所有权属于整个信托基金,主要收入来源为出售房地产获得的资本利得和出租房地产获得的租金。

2) 抵押权型。抵押权型REIT的资产组合中对房地产开发公司的贷款和房地产贷款的抵押债权合计应超过75%,抵押权型REIT是间接参与房地产的经营,而非直接投资房地产,因而主要收入来源为贷款利息,所以此种类型资产组合的价值受利率影响比较大。

3) 混合型。混合型REIT的投资标的物包括房地产和房地产抵押贷款,是上述两种类型的混合。

2.3 按照投资人能否赎回分类,可分为封闭式和开放式两类

1) 封闭式。封闭式REIT发行规模固定,投资人若想买卖此种投资信托的证券,只能在公开市场上竞价交易,而不能直接同REIT以净值交易,同时为保障投资人的权益不被稀释,此种REIT成立后不得再募集资金。

2) 开放式。开放式REIT的发行规模可以增减,投资人可按照基金的单位净值要求投资公司买回或向投资公司购买股份或认购权证。

3 房地产投资信托的特征

房地产投资信托(REIT)的特征是在与其他投资工具比较的过程中体现出来的。对于投资者说来,

REIT 具有以下特征:

1) 流动性较强。众所周知,直接进行房地产投资有很大的变现风险。房地产作为不动产,销售过程复杂,属于非货币性资产,流动性很差,其拥有者很难在短时期内将房地产兑换成现金。因此,当投资者由于偿债或其他原因急于将房地产兑现时,由于房地产市场的不完备,必然使投资者蒙受损失。相比之下,REIT 投资就具有较大的优势。大多数 REIT 像其他股票一样,能在证券交易所交易、变现,其流动性仅次于现金。

2) 收益高。通常,REIT 通过发行股票的方式筹集资金,为择机收购物业、获取收益提供保障。当拟采购物业的价格低于重置成本、或出现尚未完工但由于种种原因而要变现的物业,REIT 就可以考虑购进这些项目再继续运作,以赢得更高的收益。同时,按照有关法律的规定,REIT 净收益的 90% 以上都必须以分红的形式返还投资者。这样,投资 REIT 就有可能带来可观的现金流。就投资效果综合评价看,与房地产投资信托的其他类型相比,权益房地产投资信托能提供更好的回报、更稳定的市场价格、更低的风险和更高的流动性。因此,权益房地产投资信托对个人投资者有更大的吸引力,其投资收益率也远远高于标准普尔 500 指数(Standard&Poor500, S&P500)。

3) 风险小。衡量某种投资的风险的指标是 β 系数。所谓 β 系数是指某种投资工具的波动性与标准指数(如标准普尔指数,即 S&P500 指数)波动性的相对值,其基准值是该投资工具本身的价值。如果某种投资工具的 β 系数大于 1,则其市场价值的波动性大于指数的波动性;反之,如果该投资工具的 β 系数小于 1,则其市场价值的波动性小于指数的波动性。在美国,股票投资波动性很高, β 系数为 4~5。但是 REIT 的波动性较小, β 系数只有 0.59 左右。由于 REIT 投资物业类型的多样化,有效地保证了投资者的资产组合效益。就物业所处的区域来看,股票市场上的 REIT 所拥有的物业遍布各地。于是,购买多个 REIT 的股票,就会使自己的投资涵盖的物业种类足够丰富,分布的区域广阔,从而有效规避风险。另一方面,在通货膨胀时期,REIT 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。因此,REIT 是一种很好的保值投资工具。

对于房地产开发企业来说,REIT 具有以下特征:

1) 融资主体多元化。REIT 筹资快,效率高。可增大房地产企业资产流动性,大大降低投资风险,吸引资本市场的资金流向房地产市场,其融资则由主要靠银行贷款向机构投资者和中小投资者转变。

2) 促进自身良性发展。发展 REIT 可使房地产企业从投机性投资向理性投资转变。由私人资本支撑的房地产企业投资往往具有投机性,发展 REIT 后将变成由公众资本支撑的大众投资业。为了吸引公众的持续投资,将更加注重长期稳定的收益从而提高投资行为的理性。

4 我国建立房地产投资信托存在的问题

4.1 法律法规不够健全

房地产投资信托(REIT)形式在美国、澳大利亚运用得最多,主要原因是人们的法律意识强,早在 20 世纪 70 年代后期,政府就通过法律,鼓励退休基金以谨慎投资的形式来投资各种现金流好、比较稳健的一些投资工具。目前,我国已有《证券投资基金管理暂行办法》,《开放式证券投资基金试点办法》,以及《信托法》和《信托投资公司管理办法》。但我国没有完善的《投资基金法》,因此要针对中小投资者募集资金成立 REIT 是不合法的。尽管《中华人民共和国信托法》的出台,为我国 REIT 经营事业的规范发展提供了法律基础。但要真正促进其经营事业的发展,尚需要制定规范各种经营业务的政策法规及实施细则,特别是关于 REIT 如何具体运作、经营业务的税收制度、如何进行产权转移或变更登记等问题,都是 REIT 经营的具体操作中需要探讨和解决的关键问题。

4.2 中介机构发育不成熟

目前国内有关中介机构的信用状况较差,又由于 REIT 将一部分资产投资于“烂尾楼”等不良资产上,那么,对不良资产背景、资产估值、负债情况等调查就显得非常重要。对于这一问题,除了加强对中介机构的监管力度外,还必须充分利用市场的力量,通过市场竞争实现优胜劣汰,逐步建立市场经济

必需的信用体系。在 REIT 市场发展的初期,我们要借助国际著名的中介机构,以保证项目调查资料的真实、准确,确保 REIT 的正常发展。

4.3 难获得税收优惠

在房地产投资信托(REIT)最为盛行的美国,REIT 得以发展的根本原因在于 REIT 能享受税收优惠。首先,REIT 作为人的集合不存在公司税的问题;其次,美国法律规定,REIT 投资的房地产资产属于免税资产。早期,美国的 REIT 同样享受税收优惠,但由于当时的税法条款有利于避税,所以没能很好的发展,而 20 世纪 80 年代末期,REIT 得以长足发展的根本原因是随着税法条款的逐步严格,REIT 的税收优惠的优点逐渐显示出来。在我国,REIT 形式目前较难进行,重要原因在于税收制度。

4.4 道德风险

首先,管理人的道德风险。由于存在信息不对称,管理公司在经营管理过程中往往会利用各种机会牺牲投资者的利益为自己谋取好处。如房地产投资信托管理公司很有可能会降低的投资要求而投资于和自己相关联的房地产企业,违背收益最大化的原则。另外一些管理人,不顾投资者利益,无端做出大笔交易,目的在于个人获得营业部的交易佣金。其次,被投资企业的道德风险。由于我国相当多的企业还没有真正建立现代企业制度,目前的 2 万多家房地产开发企业,多数都是运作极为不规范的小型企业,在投资该房地产企业后,利益很有可能受到原有股东的侵占。因此,要求 REIT 在投资房地产企业前要进行足够的调查,投资后要进行足够的监督,以减少信息不对称所带来的亏损。

4.5 专业人才缺乏

复合型人才对于房地产投资信托(REIT)的发展起着关键的作用。美国产业投资在 20 世纪 70 年代以前没有得到充分的发展,与其没能够很好地吸收和利用人才有直接的关系。在 70 年代,有限合伙制在产业投资中的运用使规模增大,有能力吸收优秀的复合型人才,这对产业投资的发展起到了重要作用。而我国目前正在酝酿发起的 REIT,实际管理人员以房地产专业人士居多,在理财能力上比较欠缺,不利于 REIT 的长远发展。从 REIT 运作的本质讲,注重的是房地产资产的运作,所以发展 REIT 必须拥有一批具有战略投资眼光、懂财务、通法律的理财专家,还必须对房地产业有比较全面的把握。

5 我国建立房地产投资信托应采取的对策

5.1 加快相关政策和法律法规制定

房地产投资信托(REIT)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,政府有关部门、银行等机构应尽快完善相关法律法规和制定相关政策,为其健康运作营造必备的宏观环境,保障其自由交易,提高其流动性和价值。国外的立法和实践能给我们很多的借鉴,如美、英、德等较早从事房贷证券化的国家,已经积累了丰富的经验。在亚洲,韩国 1998 年 7 月通过了《资产证券化法案》,我国台湾也出台了《金融资产证券化条例》。这一系列立法变革,无疑能给我们 REIT 的顺利开展提供有益的参考。

5.2 规范业务范围

目前房地产投资信托(REIT)应当限定以房地产的开发、购置、出租管理等权益型投资作为主要经营业务;其资产结构、收入结构、收益分配等方面,有关监管部门和机构应做出明确的规定。例如,在美国、德国、日本等国家,REIT 作为一种房地产证券化的典型形式,经过几十年的实践,已形成了一定的经营规范和经营特征,主要包括:(1)由专家或受托人经营;(2)财务公开;(3)采取股票或受益凭证形式,可上市交易;(4)至少 75%的资产必须是房地产,投资任何一种有价证券不得超过 10%;(5)至少 75%的收益来源于与房地产有关的经营投资,20%的总收益可来自于股利或利息;(6)必须将 90%的税后收益分配给投资者。另外,美国税法规定,REIT 只能进行房地产和房地产抵押贷款的被动管理,不能直接参与经营。政府一方面大力扶持其发展、规范其运作、用其发展和稳定房地产市场,另一方面又限制其垄断市场、防止其滥用经营收益、限制其干涉其它实体经营。这一点,对我国发展 REIT 具有借鉴意义。

5.3 提倡税务驱动

在国外,许多方面(甚至80%)的房地产投资靠税务驱动。通过优惠,各方面的投资公司都能参与投资运作,房地产投资信托(REIT)是第一个受惠的。在美国,REIT同其它金融工具一样,如果投资信托公司的收入分配给受益人的话,投资信托公司是不需要交税的。在我国,随着税收制度的规范,若REIT没有相对于其他房地产投资的税收优惠,其发展也会比较困难。由于REIT对于我国房地产业的发展,甚至对整个国民经济的运行都起着积极的推动作用,因此,我们必须出台相关法律法规、条例对REIT实行税收优惠,以鼓励其发展。

5.4 防范道德风险

吸取美国1980年的经验,防止房地产投资信托(REIT)基金被侵吞。1980年,美国一些管理人通过过度收费和注入不良资产侵吞REIT的收益,导致REIT惨淡经营。从此,美国投资人认定基金财产的所有者和管理者应该是一致的,并认为这才是防止利益冲突的惟一途径,并通过了“独立承包条款”。所有的REIT管理人员都被公布列出,使经营过程完全透明。因此,如何创造一种环境或制度,尽可能使投资者的利益与管理者的利益相一致,对REIT的发展就显得非常关键。有限合伙形式能较好地解决约束和激励的问题,管理者承担的无限责任及管理者的业绩回报制度,能将管理者和投资者的风险及利益有效地捆绑在一起,激励管理者努力管理好各项投资以实现价值最大化。

5.5 发展中外合资的房地产投资信托

参照我国证券投资基金试点的经验教训。今后国内设立规范的房地产投资信托管理公司,应该尽可能一开始就按中外合资的模式运作,以争取优先引进国外先进的管理经验和优秀的管理人才。同时,对外资要有明确的法律及税务政策的指引。

总之,政府应当借鉴经济发达国家的作法,建立对房地产投资信托(REIT)的严格管理,在业务种类、资金投向、资产负债结构、利润分配等方面对其加强限定。一方面,在资本市场上要防止它与银行等金融机构的过度竞争;另一方面在投资市场上要鼓励其股本运用,实行专业化投资组合,并保护投资者的利益,从而促进房地产企业的健康发展。

参考文献:

- [1] 尹伯成. 房地产金融概论[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2000.
- [2] 陈德强. 资金营运论——房地产企业发展资金研究[M]. 上海: 立信会计出版社, 2000.
- [3] 王彦国. 投资基金论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2002.
- [4] 梁蓓, 王海涛. 房地产投资信托: 中国房地产商业模式升级的下一步台阶[J]. 房地产世界, 2003, (3): 35 - 37.
- [5] 陈建超, 高海霞. 不动产证券化中评估业的作用[J]. 新疆财经, 2002, (5): 51 - 53.
- [6] 郑英豪. 运用动产和不动产信托进行消费金融创新[J]. 哈尔滨商业大学学报, 2002, (6): 690 - 692.
- [7] 黄华继. 我国信托业发展面临的问题及对策[J]. 经济问题, 1999, (7): 12 - 13.