

浅析 REITS 的中国本土化发展策略

赵 晖

(天津天保基建股份有限公司 天津 300461)

【摘要】 房地产投资信托基金(REITS)在稳定房价市场及优化投资组合方面发挥了显著作用。本文依据我国现阶段房地产行业发展状况,对 REITS 的业务定位进行了分析,提出 REITS 在我国未来发展的三个阶段,以及充分利用上市公司和房地产投资信托基金各自有利条件共同发展的设想。

【关键词】 房地产投资信托基金 优化组合 发展策略

多数国家城市发展过程证明,城市化水平从 30%提高到 70%是一个快速发展时期,当前我国城市化水平约为 46%,按每年以一个百分点的速度递增计算,仍有 20 年的城市快速发展期,即使在住宅地产相对饱和以后,商业地产的迅速崛起还可为房地产投资信托基金(REITS)的发展提供一个新的机遇。REITS 是指通过发行基金受益凭证募集资金,交由专业投资管理机构运作,专门用于房地产租赁、投资、销售等方面,集众多分散资金于一体的一种投资体制。

在房地产金融市场上,美国次贷危机的教训已经让人们意识到简洁化、场内化的重要性。而 REITS 作为房地产金融

层监督又会受到证券监管部门的又一层监督,证券监管机构检查上市公司信息披露的如实性,检验中介机构的工作是否如实尽职,并对不尽职的中介机构作出惩罚,敦促其他上市公司和中介机构均认真履行如实披露信息的责任,这样的层层监督确保了上市公司信息披露的质量。

3. 证券市场建设的其他支持。证券市场逐步引入注册制不仅对证券监管与信息披露提出要求,而且对证券市场建设其他方面的工作也提出协调要求,比如审计市场的有效性、中介机构的服务质量、证券监管部门将证券发行的权力交给主承销商后出现的新问题等。以后者为例,主承销商掌握了发行权力后,也承担了一定的风险,这对主承销商的规模和服务质量提出了很高的要求,比如证券市场法律制度的完善,逐步弥补证券市场法律上规定不明确的条款,确定信息披露的法律责任、确定上市公司信息披露不真实的法律后果等。

证券市场建设的其他支持有利于注册制在我国证券市场的实行,如证券市场赔偿机制、集体诉讼制度和退市机制等一系列制度将配合着注册制发挥最大的效用。如美国法律诉讼中的集体诉讼是保护股东权益的有效司法途径,也是股东最常用的民事索赔手段,一旦出现证券欺诈行为,投资者可以聘请律师代表其启动集体诉讼程序。在投资者集体诉讼中,律师能够获得赔偿金额 20%~30%左右的律师费,所以美国律师会不遗余力地为投资者集体诉讼服务。而我国目前证券诉讼法

市场的金融工具,对破解房地产金融难题可以发挥重要作用。为此,本文通过分析当前国内房地产发展形势,认为应加快 REITS 的试点工作,从房地产金融体系整体角度出发制定相关政策,促进房地产金融市场发展。

一、REITS 在投资组合中的优化作用

REITS 具有分散投资风险的效应,以不动产组合的 REITS 形式进行投资管理已成为许多机构投资者配置资产的重要工具。Bret.R.Wilkerson 在《Real Estate:Portfolio Allocation, Diversification, and Timing》一文中从资产类别角度研究 REITS,指出 REITS 在投资组合中可以发挥多元化投资的调剂作用。

制不健全,很多投资者在遭受投资损失时缺乏诉讼途径,所以逐步完善我国证券诉讼法律制度建设刻不容缓。

四、结束语

如前所述,我国证券市场 IPO 实行注册制的条件尚不成熟,目前要积极做好基础工作,以充分、完整、准确的信息披露为中心,强化资本约束、市场约束和诚信约束;上市公司必须明确其信息披露的法律责任;证券中介服务机构必须明确其承担的客观、公正的监督责任;证券市场建设的其他方面,包括证券法律制度建设、证券法律诉讼制度建设等都应该逐步完善。在这些配套制度建设完善的同时,证券监管的重心应当从判断拟上市公司是否是“好”公司上转变到确保上市公司的信息如实反映、在设计和完善信息披露制度的同时更有效地监督上市公司是否如实并完整地披露其应当披露的信息上来。这种转变不是单纯为了引入注册制而做的准备,而是证券市场发展到一定阶段自身提出的更高要求。只有这样,我国证券市场 IPO 注册制才能真正发挥应有的作用,从而推动我国证券发行市场健康地发展。

主要参考文献

1. 孙旭. 美国证券市场信息披露制度对我国的启示. 经济纵横, 2008; 2
2. 刘春玲. 证券市场有效性与中国财务信息披露质量研究. 郑州航空工业管理学院学报, 2003; 9

REITS 不仅拥有相对稳定的现金流入,而且可以预防通胀,在央行加息的条件下,房地产业租金的上升能增加 REITS 的收入,所以从投资组合的观点看,大型投资基金可以减少债券投资,以分配给 REITS 更多其他的投资份额。REITS 具有长期收益率高于股票、波动性低于股票且与股票、债券的相关系数低的特点。在传统的资产组合中通常只包含债券、股票类证券,REITS 的加入使投资组合更趋于多元化,可有效降低投资风险,提高投资报酬率。根据资本资产定价模型理论,一项资产的期望报酬率取决于它的系统风险,而度量一项资产系统风险的指标是 β 系数,它反映了某项资产的收益率与市场组合之间的相关性,计算公式如下:

$$\beta_j = \text{cov}(K_j, K_M) / \sigma_M^2 = R_{JM} \sigma_j \sigma_M / \sigma_M^2 = R_{JM} (\sigma_j / \sigma_M)$$

式中: $\text{cov}(K_j, K_M)$ 表示第 J 种金融产品收益率与市场组合收益之间的协方差,它等于该产品的标准差、市场组合的标准差及两者相关系数的乘积。从此关系式可以看出一项资产的 β 值大小取决于以下三个因素:①该产品与整个市场的相关性;②自身的标准差;③整个市场的标准差。同理,也可以从资本市场有效性假设出发,再加入 REITS 后该组合的有效边界向左上方移动,可以判断在相同风险水平下增加 REITS 后的组合可获得更高的收益,或是为取得相同收益水平,增加 REITS 后的组合只承担更低的风险。

投资者利用以上原理可以投资不同类别的房地产项目,使不同产品报酬率相互调剂,分散风险,不会因个别 REITS 的走势不好而受到影响。以美国 REITS 为例,在过去 30 年里,REITS 的年化收益率为 13.95%,比美国同期主要股指的年化收益率即标普 500 指数 12.96%、道琼斯指数 9.01%、NASDAQ 指数 11.87%要高;期间,REITS 年收益率波动率为 13.04%,比美国同期主要股指年收益率波动率即标普 500 指数 14.92%、道琼斯指数 15.13%、NASDAQ 指数 22.28%要低。

上述分析告诉我们,对于自住购房者而言,可以用先期攒下的钱购买 REITS,从而对冲房地产价格上涨带来的风险,锁定既定房屋面积,将攒购房钱转化为攒房屋面积,轻松实现购房梦;而对于个体投资者而言,得到了投资房地产的便捷途径,不必再依靠购买商品来实现个人资产的保值增值,房地产的理性投资需求将借助 REITS 得以实现。

二、REITS“三步走”战略构想

1. 初始阶段。在这一阶段,REITS 一般具有较低的杠杆效应,资金的流动性较差,拥有的 REITS 产品有限,但随着 REITS 可成为继股票、债券、银行存款与房地产投融资的有效选择后,政府会采取一系列鼓励政策促进 REITS 的发展。2011 年国家提出建设 1 000 万套保障性住房任务后,总共需要 1.4 万亿元的建设资金,单靠各地政府的财政支持是远远不够的。而 REITS 提供了一条有别于传统融资的途径,各地政府可以借助 REITS 的融资功能,以市场化手段整合民间资本,既能为保障房建设提供急需的资金,推进保障房必要的市政配套设施建设,又能将对市场构成冲击的国内外游资转化为稳定市场的中坚力量,从而既实现有效的市场供给,改善民生,又能吸纳流动资金,稳定楼市,抑制房地产投机,遏制房价

过快上涨。参照商业银行目前贷款 6.48% 的利率水平,REITS 的回报率只有在 8% 以上才能吸引大量的投资者参与,按现行税收计算,收取 100 元租金需缴纳 5.65 元营业税金及 12 元附加房产税(按天津地区税率计算)、约 20 元的所得税,再扣除相应的成本费用,要达到 8% 的收益率难度很大。因此在所得税方面,根据国际惯例做出一定的减免,在流转税方面避免双重征税,在法律法规方面制定有利于 REITS 发展的《投资公司法》等,使房地产的小众投资品变为大众投资品。

2. 发展阶段。由于 REITS 自身所具有的低成本的特点,且在上一阶段积蓄了足够的资本,因而可以大量收购收益率高于其资本成本率的物业。在此阶段,每个 REITS 通过行业整合,可以根据各自专长选择投资领域,如选择以地理区域为专长的 REITS 和以行业为专长的 REITS,使之由量变到质变,实现跨越式发展。当资本成本率和房地产直接投资收益率趋同时,表明国内物业已无法满足 REITS 发展的需求,此时应进行海外物业收购,实施全球扩张战略,推出以合资公司形式存在的 REITS,使之成为新的收入增长点,REITS 具有跨国甚至全球物业整合能力,既降低了地域风险,减少了物业之间的关联程度,又降低了非系统性风险。

3. 成熟阶段。在完成大量并购后,REITS 将其精力逐步转移到其资产经营上,优化产品结构、租户的组成以及自身内部结构重组等,积极开拓产品附加值。例如:投资公寓的 REITS 承包高速互联网服务,建立网上支付租金、维修等系统平台,甚至可开拓新的业务如商业银行等。

三、REITS 在我国现阶段的基本业务定位

REITS 收益的主要来源是其拥有的商业地产租金及房地产销售获得的增值收入,因此结合现阶段房地产行业出现的新情况,可着重从以下方面开展业务:

1. 优质商业地产。随着我国城市化进程的加快,流动人口的不增加,人们生活水平的不断提高,像购物中心、CBD 高档写字楼等租金收益较高的物业需求潜力将为 REITS 提供广阔的市场。由于个体投资者很难单独投资该领域,目前都是谁开发谁经营的模式,资金回收期较长,市场不确定性较大,因而开发商很难进行下一轮项目开发,造成一方面有钱没处花,另一方面有项目没钱花的局面,而 REITS 正好有效地将二者串联起来,整合机构投资者和个体投资者资金,购买优质物业资源,促使开发商迅速回笼资金,投资者获得资产的保值增值,REITS 获得业务的发展,三方受益。

2. 二手房经营业务。随着房地产新开发项目逐渐减少,房屋交易将以存量房为主,即二手房交易。发达国家的经验证明,成熟的房地产市场二手房交易额一般为新楼盘交易额的 6~7 倍,我国二手房交易也将成为房地产交易的重市场。而 REITS 可以凭借其资金规模优势,大量买进二手房,然后将其销售、租赁给专业中介机构,并为自住购房者提供分期付款、按揭贷款担保支持等。REITS 不仅可以从中获得一定的差价收益,而且可以获取稳定的租赁收益。

3. 经营尾盘业务。目前,房地产市场低迷,成交量大幅萎缩,大多数楼盘都存在 10%~30% 的尾盘,迟迟无法收回资金,

造成利润无法变成现金的同时不得定期支付一笔营销费、空置费等,令开发商头痛不已。REITS 正好利用开发商急于脱身、回笼资金的普遍心理,以较低的价格购进性价比颇高的商品房,相对于二手房的销售租赁,它具有新房的特点,相对于新房的销售,它又具有明显的价格优势,只要经营策略得当,市场定位准确,仍然可以获得不菲的收益。

4. 经营车位车库租售业务。相对于房屋销售,车位车库价格较低,但销售情况往往很不理想,开发商为了促进车位车库销售,一般有两种定价方式:一种是房价中已含车位车库价格,即车位车库在购房的同时赠送;另一种方式是单独销售。前者造成房价较高,人们无力购买,造成开发商资金链断裂;后者,业主不愿二次消费,而开发商无法及时将车位车库成本变成可观收入,造成资源浪费。但从长远考虑,随着入住率提高,私家车数量逐渐增加,车位车库的租售前景必然转暖。REITS 可瞄准时机,及时出手购买车位车库,只要营销策略得当,也会有一定的获利机会。

5. 抵债房经营业务。抵债房是指开发商将自己拥有的商品房以一定优惠比例卖给施工方,作为工程款一部分进行抵扣的房屋。根据目前市场行情,此优惠比例高达 10%。由于该类商品房的业主都是被动购买而无力管理经营,REITS 凭借其优秀的专业投资管理团队、雄厚的资金实力,适时一次性购买这一物业,逐渐做大做强,可形成居民小区特有的商业圈。

四、中国 REITS 发展模式分析

1. 上市公司型模式。发展此模式有以下有利因素:

(1)随着土地供应量的减少,商业地产市场的巨大发展潜力逐渐显现,房地产开发商依靠商铺和写字楼稳定的租金收益维持企业运转。全国大部分具有发展潜力的商业地产项目均掌握在上市公司旗下,它们在商业模式、资金链条和核心竞争力方面日臻成熟,为 REITS 的创立打下了良好基础。

(2)房地产上市公司汇聚了一批懂金融理财、财务管理、商业开发的业界精英人士,而且其公司本身也经过了多年经营积累,资金财力雄厚,深谙国内房地产行业动态发展,具有得天独厚的优势。

(3)在证监会指导下,上市公司不断提高内控管理水平,完善公司法人治理结构,更趋透明的披露机制,为上市公司型 REITS 的推出提供了良好的平台。

(4)随着我国金融制度改革力度的不断加大,在国家有关政策的引导下,民营房地产企业敢闯敢拼、机制灵活的特点,雄厚的实力保证及其商业物业在全国布局初具规模,为上市公司型 REITS 的创立提供了物质层面的支持。

(5)现有股票债券交易场所初具规模,为上市公司型 REITS 流通提供了交易平台。

(6)上市公司、交易所、证券公司以及基金公司统归证监会监管,且在全国各地均设立了证监会分支机构,为上市公司型 REITS 的创立提供了规范管理保障。

2. 信托模式。发展此模式有以下有利因素:

(1)多家信托公司已借助 REITS 理念,纷纷推出准 REITS 产品,如中海信托发行的准 REITS——中海绿城一号,规模

达到 79.83 亿元,作为信托行业的老大哥中信信托按照国际流行的模式,联手嘉德置地集团,推出标准化未上市型准 REITS—中信凯德科技园区股权投资信托,资产管理人是中信凯德(北京)管理咨询公司,为中国房地产投资信托基金信托模式的推出进行了前期探索。

(2)房地产信托已开始走入基金化道路,在管理上组织专门的投资决策委员会,由信托、房地产、法律、金融、财务管理等专业人士组成,由信托经理+财务经理组成双经理模式,并引入专业中介机构,在金融及产业层面分别由不同的专家负责,已建立起“专业人做专业事”的模式,为中国 REITS 运营模式的创立提供专业保证。

(3)借鉴新加坡和我国台湾、香港地区 REITS 信托模式,以信托公司作为房地产资产管理人,以商业银行为托管人,实施信托机构的内部管理模式,保证 REITS 投资和收入分配的顺利实现,并降低基金的管理成本,增加投资人收益。

(4)《信托法》、《房地产集合投资信托业务试点管理办法》和《信托投资公司信息披露管理暂行办法》的制定,为我国 REITS 信托模式的创立提供了法律层面的支持。

(5)随着城市基础设施投入的持续加大,房地产热不断升温,信托公司与一线房地产公司签订了战略合作协议,REITS 的推出会从根本上改变信托公司在房地产业链条中的地位,进一步激发信托公司创新 REITS 业务的热情。

(6)《房地产集合投资信托业务试点管理办法》已于 2010 年 8 月 5 日正式出台,该办法明确要求由信托公司作为受托机构,通过银行间市场承销方式发行,为中国 REITS 运营模式的创立奠定了基础。

(7)信托公司“受人之托,代人理财”的经营理念与房地产投资信托基金所有权收益权分离特点相符合,确保了财产的独立性,有效地保护了投资人的合法权益,符合房地产投资信托基金低风险的特点。

(8)中国信托行业在短短 30 年里经历了 6 次整顿,由最初 1 000 多家精简至如今 50 多家,经历了金融风暴的洗礼,成功应对全球性金融危机,信托行业正逐渐走向成熟稳健,人才队伍逐渐壮大,可持续发展模式日渐凸显。

主要参考文献

1. Kaiser R. W. Real Estate as a Surrogate for Bonds: a Dynamic Asset Allocation View. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2009; 10
2. Wilkerson BR. Real Estate: Portfolio Allocation, Diversification, and Timing. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 2007; 24
3. 王仁涛. 中国房地产金融制度创新研究——基于 REITS 理论的探讨. 上海: 复旦大学出版社, 2009
4. 罗旭, 程远, 田际坦. 房地产投资信托 整合中国楼市与股市政府、投资者和社会如何通过 REITS 获益. 杭州: 浙江大学出版社, 2011
5. 百瑞信托博士后研究工作站. 信托研究与年报分析 2010. 北京: 中国财政经济出版社, 2010