

不动产信托投资基金的美国经验借鉴

孟明毅

(北京大学光华管理学院 北京 100871)

【摘要】 不动产信托投资基金(REITs) 对重塑企业再投资能力,化解地方债务负担,推动金融市场稳定健康发展,深化混合所有制改革及促进政府与社会资本合作,引导社会资本投资方向具有重要意义。参照美国 REITs 发展,从发展历程、产品模式、税收制度三个方面,对国内外 REITs 市场进行了横向比较,更加全面地认识我国 REITs 的不足之处及其成因。在此基础上,从发行模式的公募化、产品形式的权益化、经营方式的自主化、基础资产范畴的多样化、法律及税收制度的配套化五个方向提出我国 REITs 的发展建议,有助于推动符合国际标准的 REITs 在我国制度体系下真正落地。

【关键词】 资产证券化; REITs; 权益融资; 税收优化; 管理内部化

【DOI 编码】 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2020.01.012

【中图分类号】F832.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**2095-3410(2020)01-0124-13

一、引言

不动产信托投资基金(Real Estate Investment Trusts,简称 REITs) 是指通过发行收益凭证募集投资者资金,并由专门投资机构进行不动产投资经营管理,且其份额可进入资本市场流通的一种信托基金,是一种嫁接于资本市场的权益性直接融资工具。国际市场上的 REITs 大部分是标准化、可流通的公募金融产品,投资人可通过证券市场自由买卖份额,也有小部分属于公募但非上市流通的以及私募型的金融产品。REITs 是将大型不动产项目金融化、普惠化的一种最为重要的手段。通过多年来的不断发展,其所覆盖的基础资产类型也远远超出了房地产本身。只要是能够产生稳定租金收益的资产,无论是办公楼、商场、酒店、公寓等物业,还是高速公路、通信设施等基础设施,甚至是学校、电影院、监狱等公共设施以及林场等自然资源,都可以转换为 REITs。

REITs 作为一种重大的金融创新,它所代表的是一套全新的、更为健康的城市建设投融资模式,而不是一种简单的融资替代。REITs 对重塑企业再投资能力,化解地方债务负担,推动金融市场稳定健康发展,深化混合所有制改革及政府与社会资本合作,引导社会资本投资方向具有重要意义。我国资本市场上虽已出现了 REITs 的雏形,但是与国外相比在定位、作用等方面仍存在较大的差距。在国外,REITs 是一种不动产运营管理模式,以稳定的租金收益分配、

【作者简介】孟明毅(1985-)男,北京人,北京大学光华管理学院博士研究生。主要研究方向:资产证券化。

不动产资产增值获利、可流通交易的收益凭证、经营管理的自主权为主要特征。而在我国,由于没有专门的 REITs 立法,为了规避法律、税务上的种种既有限制,市场参与者结合资产证券化工具设计出了一种具有中国特色的 REITs 形式,作为企业结构化融资以及潜在改善企业财务报表的金融工具。我国 REITs 在产品特性上具有债的性质(存在存续期限、固定收益、结构化设计、担保措施等),同时在交易模式上也具有股的性质,即 REITs 通过持有项目公司股权而间接持有底层不动产,资产发生了实际转移(闫云松,2016)^[1]。由于我国 REITs 只实现了形式上的权益化(法律意义上的资产转移)而未实现实际上的权益化(控制权转移),往往无法实现出表(廖理等,2003)^[2]。此外,在国内资产证券化体系的大框架下,我国的 REITs 更像是一个专项的“融资产品”,自身还缺乏独立决策运作能力(包括基金公募、物业买卖、贷款融资等)(富闽鲁、辛长贺,2018)^[3]。因此,国内的 REITs 在功能和形式上都不足以成为严格意义上的国际化 REITs,故而被称为“类 REITs”。本文将美国作为主要参照,通过对国内外 REITs 的发展情况、产品模式、税收政策进行横向比较研究,以更全面地认识我国 REITs 体系的不足之处及其成因,并为未来的发展提供方向性的政策建议。

二、中美 REITs 发展情况比较

(一) 美国 REITs 发展情况综述

美国拥有全球规模最大、最为成熟的 REITs 市场。截至 2019 年 3 月末,美国共发行公募上市 REITs 产品 225 只,总股权市值超过 1 万亿美元,约有 8000 万的美国民众通过退休金或者其他投资基金间接持有 REITs。美国国会于 1960 年基于共同基金模式创立 REITs,以使中小投资者可以更为便利的投资不动产,并于当年推出《国内税收法案》规定了 REITs 明确的法律地位。为实现对 REITs 经营活动的有效规范并确定其税收优惠政策,美国国会随后又表决通过了《房地产投资信托法案》。这一系列立法工作确立了 REITs 在美国的法律基础。回顾历史,其发展可分为以下三个阶段。

1. 探索阶段: 以抵押型 REITs 的快速膨胀与急剧萎缩为特征

REITs 在初创后的一段时期内发展极其缓慢。美国在 1968 年的 REITs 上市股权总市值约为 2 亿美元,1968 年之后,REITs 发展出了影子银行的功能,开始向市场提供抵押贷款融资(“抵押型 REITs”)。1969 年至 1974 年,美国 REITs 市场规模快速膨胀,总资本规模从 10 亿美元增长到了 200 亿美元。但是,20 世纪 70 年代中期发生的经济滞胀打破了这一态势,由于商业地产严重供大于求,坏账在该领域集中出现,众多抵押型 REITs 宣告破产。美国 REITs 市场资本规模在 1974 年的单年降幅达到了 48.9%,在 1975 年又下降了 35.4%。随后,美国国会为了扭转这一局面通过了《1976 年税制改革法案》,将 REITs 强制派息比例由原有的 90%上调为 95%,并放开了 REITs 对于物业转售的限制。

2. 转型阶段: 以各项政策的逐步完善和放开为特征

1986 年,美国国会通过《1986 年税收改革法案》,该法案使得 REITs 拥有了不动产控制权,是 REITs 发展史中的一个重要里程碑。由此,REITs 从 20 世纪 90 年代开始又进入了快速成长期。美国政府在随后的数年中,颁布了几项关于 REITs 的重大法案。其中,克林顿总统签署的《1993 年综合预算调整法》规定在养老金对 REITs 进行配置的情形下,应遵循“穿透”原

则 将养老金背后的所有人数算入投资者人数以计算集中度(美国法律规定 REITs 最大五名股东持股不得超过 50% ,该规定此前抑制了养老金对于 REITs 的配置) 。《1997 年纳税者精减法》使 REITs 通过销售非持有型资产获得的收入可以高于其总收入的 30% ,提高了其经营方面的灵活性。1999 年出台的《房地产投资信托现代法案》更进一步放松了对上市 REITs 的各项制约。2001 年颁布的《美国 REITs 现代化法案》把 REITs 的强制派息比例调回至 90% 。《2003 年房地产投资信托改良法案》使海外投资机构可以更为便利地对美国 REITs 进行投资 (Phillip 等 2018) ^[4]。REITs 产品的制度环境在实践中不断改善 ,是该阶段最为重要的特征。

3. 爆发阶段: 以权益型 REITs 的全方位发展为特征

2000 年之后 ,REITs 在美国真正开始大行其道。首先是 REITs 规模的增加。1990-2019 年 ,美国 REITs 的上市股权总规模从 87.4 亿美元上升到 1 万亿美元 ,其中权益型 REITs 在总市值中占比高达 94% 。其次是 REITs 在二级市场流动性的增加。《S&P 全球市场情报》显示 ,美国 REITs 在 2015 年日均交易 1.75 亿股 ,而在 2000 年还仅为 1600 万股。还有就是 REITs 可投资范围的扩展。除传统地产外 ,REITs 的可投资标的拓展到了公路铁路、输变电系统、污水处理设施、天然气储存与运输管线、固定储气罐、通信网络、医疗健康中心、林场等基础设施及公共服务项目。截至 2018 年 8 月 31 日 ,美国市场有 7 只基础设施 REITs ,总市值达到 1361 亿美元 ,占权益型 REITs 的 12.5% 。REITs 因具有投资安全、收益稳定、流动性好等特性 ,如今已成为了美国金融市场继债券、股票之后的第三大投资品类。根据美国 NAREIT(全美房地产投资信托协会)发布的数据 ,REITs 在三个投资品种中规模占比约 21% ,其中有三分为上市份额。经过近 60 年的发展演变 ,REITs 已然成为美国不动产证券化的主要形式之一 ,美国也成为全球 REITs 市场毋庸置疑的领导者和国际成熟 REITs 市场的最典型代表。

(二) 我国 REITs 发展情况综述

我国于 21 世纪初引入 REITs 概念。REITs 理论在过去十多年当中在学界、业界、政界不断传播 ,不仅获得了相当程度的社会认知 ,也吸引到了政府高层的注意。自 2008 年以来 ,中央政府各部门多次发文鼓励推进房地产(或不动产)信托投资基金试点 ,并希望将其运用于住房租赁、基础设施、企业降杠杆等政策重点关注领域。但由于立法滞后 ,目前国内发行的“类 REITs”产品仅能部分符合国外标准 REITs 的特征。监管层、业界经过多年的努力 ,在类 REITs 架构基础上不断完善 ,逐步发展出了无主体信用增信(如“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”“中联前海开源-勒泰一号资产支持专项计划”)、储架式(如“光证资管-光控安石商业地产第 1 期静安大融城资产支持专项计划”“高和晨曦-中信证券-领昱 1 号资产支持专项计划”)、承续式(如“华泰佳越-苏宁云新一期资产支持专项计划”)、可扩募式(如“菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划”)等具有一定突破性的产品 ,使类 REITs 在某些功能上不断趋近国际标准 ,但是完全符合国际惯例的公募、权益型 REITs 产品目前仍未在内地出现。我国 REITs 尚处于探索阶段主要分境外探索和境内探索两条途径。

1. 境外探索: 内地资产借道境外的成熟市场体系实现 REITs 上市

我国企业最早的 REITs 尝试是从境外市场开始的。2005 年 12 月 ,越秀不动产信托投资基金在香港联交所正式挂牌上市 ,成为第一支以内地物业作为基础资产的“离岸”REITs。此

后,众多内地房企纷纷计划在中国香港地区发行 REITs,但都由于严格限制外资进入房地产有关政策的执行而搁浅。2008 年,国务院颁布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出开展房地产信托投资基金试点,拓宽房地产企业融资渠道,推动国内专业机构对 REITs 展开全面的研究。2010 年,七部委联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》,之后春泉、开元、汇贤等 REITs 在香港市场陆续上市。北京华联商业信托于 2015 年 2 月登陆新加坡。2017 年,凯德商用中国信托、大信商用信托等也在上交所发行成功。这说明我国并不缺乏可作为 REITs 基础资产的优质物业,但由于缺乏法律基础,该类资产还无法在内地通过 REITs 上市,只能借道中国香港地区和新加坡的成熟资本市场实现目标。

2. 境内探索: 缺乏顶层立法的条件下,在现行金融体系中曲折前进

2014 年 5 月,我国第一支私募类 REITs(“中信启航专项资产管理计划”) 在深交所综合交易平台挂牌交易,其采取了“私募基金+专项计划”模式,对于我国后续类 REITs 的发展起到了引领作用。其后,一系列商业、写字楼、酒店资产在国内市场通过类 REITs 的模式实现了融资。国家住建部 2015 年 1 月发文,明确要求推进 REITs 试点,指出 REITs 有利于“多渠道增加住房租赁房源供应”,要求“各城市要积极开展 REITs 试点,并逐步推开”。李克强总理在 2016 年《政府工作报告》中提出“探索基础设施等资产证券化”,又在 2017 年《政府工作报告》中进一步提出“促进企业盘活存量资产,推进资产证券化”。2016 年 6 月,国务院办公厅发

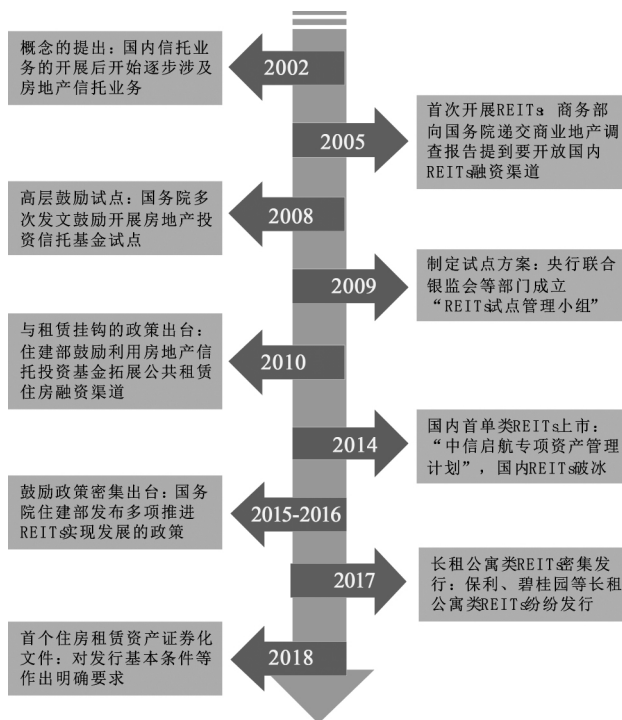


图 1 我国 REITs 的发展历程

文提出“稳步推进房地产投资信托基金(REITs) 试点”。2016 年 10 月,中国证监会召开 REITs 国际研讨会。此后中国证监会与国家发改委、财政部、央行等部门联合发文,要求“共同推动不动产投资信托基金(REITs) 发展”。在众多利好政策的推动下,2017 年以来,类 REITs 在住房租赁领域也取得了重大突破。自新派公寓在 2017 年 11 月发行的首单长租公寓 REITs 开始,保利、碧桂园、旭辉、越秀等国有及民营企业先后发行了以租赁住房作为基础资产的类 REITs 产品。2019 年 6 月,“上海广朔实业有限公司 2019 年第一期光证资产支持票据”发行,这是国内首单以高速公路(隶属于河北交通投资集团公司)作为基础资产发行的银行间 REITs 产品。截至 2019 年 8 月,国内已累计发行类 REITs 产品 54 单,总发行规模为 1139 亿元,其中有 52 单是在中国证监会体系监管之下,2 单是在中国银保监会监管体系之下。我国 REITs 的发展历程如图 1 所示。

三、中美 REITs 产品模式比较

REITs 之所以有别于其他类型的不动产融资工具产生不可替代的作用,归根结底是因为 REITs 具有三大特性,一是实现了基础资产的“真实出售、破产隔离”,二是实现了基础资产的份额切割和公募化,三是实现了税收中性。我国现行的类 REITs 仅作为一种变相的债务融资工具,这三个方面的功能都未能真正实现。下面从核心架构、收益模式、存续期限、产品性质、功能定位五个方面对于中美 REITs 产品模式进行比较。

(一) 美国 REITs 产品模式

1. 核心架构

依据美国《国内收入法》第 856-860 章相关规定,REITs 可以是一个由董事会或由受托人管理的公司、信托基金或者协会,灵活性很强。实际操作中,美国 REITs 以公司型架构为主,并在此基础上演化出了伞形 REITs、DownREITs 等更为复杂的架构。

(1) 公司型 REITs: 基于《公司法》设立的组织结构,由投资者作为股东,具备独立的法人地位。在公司型 REITs 中,一般会通过常设董事会管理公司,进而管理不动产物业,可有效实现资产管理的“内部化”。投资者收益通过股东分红的方式实现。公司型 REITs 基于现代公司治理原则,在投资方式上也相对灵活主动,有利于基金财产的更高效利用(Capozza 和 Seguin, 2000)^[5]。根据国际经验,公司型 REITs 更加符合市场发展的长期需求。公司型 REITs 架构如图 2 所示。

(2) 伞形 REITs: 原始权益人以其持有的不动产出资成为有限合伙人,拥有合伙收益的分配权,以其投资份额为限承担合伙企业债务,但不参与合伙企业的管理。同时,通过公开募集的方式形成 REITs, REITs 以实际出资成为合伙企业的普通合伙人。在该模式下,基础资产在合伙企业名下,而非 REITs 名下。原始权益人用资产置换来的合伙企业份额,根据约定可以随时转换为 REITs 的上市股票,有效提高了剩余权益的可流动性。在原始权益人未将合作企业份额转换为上市 REITs 股票前,其应缴所得税也可以递延。伞形 REITs 架构如图 3 所示。

REITs 核心架构的关键点在于其实现“资产隔离”的效果。原始权益人在与 REITs 完成基础资产交易后,基础资产权益由 REITs 直接或间接持有,与该部分权益所对应的所有收益(包括租金收益、增值收益、利息收益等)也必须与原始权益人完全切割。因此特殊目的载体(SPV)的作用至关重要。在美国和其他金融市场体制成熟的发达国家及地区,无论 SPV 是信托还是公司其法律主体地位都十分清晰,资产风险和原始权益人风险可以做到有效地隔离。

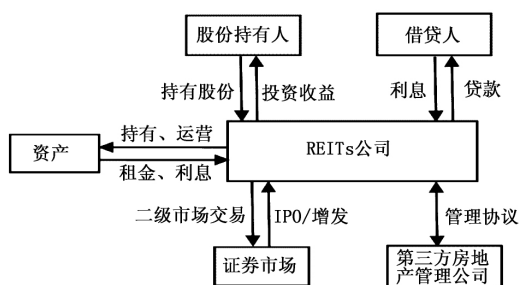


图 2 公司型 REITs 架构

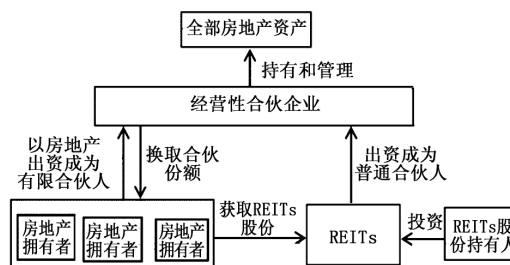


图 3 伞形 REITs 架构

2. 收益模式

美国 REITs 投资者群体多元,二级市场交易活跃,投资者普遍对于通过 REITs 将资产配置于各类不动产领域的逻辑高度认可。在良好投资者基础的支持下,美国 REITs 普遍采用“同股同权”的模式,即投资者以获取底层不动产的租金收益以及增值收益为目标,不需要任何外部的增信措施。事实上,美国 REITs 也的确给投资者带来了丰厚收益。FTSE NAREIT 权益类 REITs 指数在过去 25 年之中的 16 年跑赢了标普 500 指数。FTSE NAREIT REITs 指数的年化收益率为 4.3%,大大超过了标普 500 指数的同期年化收益率(1.9%)。投资者在持有 REITs 期间可以获得对应的租金收益,并且还可在交易转让时获得资产增值收益。

3. 存续期限

根据存续期限的设计不同,美国 REITs 的产品模式可分为开放式和封闭式两种模式。开放式产品的投资者一般可以在基金运行期间的固定时间段以净值水平对基金份额进行认购或要求赎回,因此基金规模会出现变动。封闭式产品一旦募集成立,其规模便不会发生变化,以确保投资者不会被摊薄,投资者只可以持有到期或在二级市场以市场价格转让其 REITs 份额。

4. 产品性质

根据产品性质的不同,美国 REITs 的产品模式又可以分为公募模式和私募模式。公募型产品可面向公众投资者进行发售,其份额可在证券市场上自由交易,具备市场流动性,是最为主流的模式。私募型产品只可面向特定投资者,不具备“上市”作用,通常作为一种能够有效节税的资产持有手段使用。依照美国法律规定,合格 REITs 必须拥有超过 100 个受益人,并且要具有一定的分散性,前五大股东总持有比例不能超过 50%。美国 REITs 绝大多数采取开放式的公募模式,以充分实现 REITs 可流动、可扩募、投资者群体广泛等产品特性。

5. 功能定位

美国 REITs 不仅仅是一种资金筹措的金融工具,更是一个承担投资及资产管理功能的独立载体。美国 REITs 不仅对于底层不动产有完全的管理运营权,可以对其所持有的不动产进行处置,还可以进行扩募,并将扩募资金用于收购更多物业,甚至在法律允许的范畴内介入不动产开发投资。

(二) 我国类 REITs 产品模式

1. 核心架构

我国类 REITs 形式相对比较单一,大多采取“专项计划+私募基金”的双 SPV 核心架构。投资者认购资产支持专项计划,专项计划认购私募基金,私募基金通过股权收购及债权投资持有及控制拥有基础资产的项目公司(吕巧玲等 2018)^[6]。该操作一方面是为了形成“股+债”的投资结构,以实现项目公司层面企业所得税的合理筹划,另一方面,也是为了使底层资产与产品期限尽量不发生错配。我国类 REITs 架构如图 4 所示。

2. 收益模式

我国类 REITs 产品的主要投资者是银行类金融机构,该类机构习惯于以债性思维对投资进行评判,非常依赖于产品的信用评级、发行主体或外部机构提供的信用增级措施等。银行类金融机构只是把类 REITs 产品作为一种向主体信用优质的企业提供信贷便利的选择。为了达

到这个效果,我国类REITs普遍采用了ABS(资产支持型证券)产品中的“结构化”模式,次级产品主要由发行企业支持,优先级产品向市场进行发行,市场投资者仅获取固定的本息收入,不参与不动产的增值收益,也不承担不动产贬值的风险。

3. 存续期限

我国类REITs产品有两种存续期限形式:(1) 偏股型类REITs:也称处置型、权益型类REITs,一般期限较短且设置延期条款,如存续期限为3+2年,前3年为固定存续期(或运营期),后2年为资产处置期。进入资产处置期后,需要对基础资产(不动产或项目公司股权)进行转让,以履行对于投资者的最终偿付。(2) 偏债型类REITs:也称回购型、主体型类REITs,其特点为期限较长,可达到18至24年,但通常以每3年为周期,设置不同挡位优先级产品的开放申购和赎回以及优先回购,并且由发行人或高评级关联机构通过流动性支持、差额补足等方式变相兜底,以满足投资人的流动性要求。对于优先级投资人来说,实际投资期限也只是3年而已。偏债型REITs只适用于国内主体评级不低于AA+的“强主体”企业,由该企业承担各项增信责任,以确保获得市场投资者的认可。

4. 产品性质

我国类REITs主要以建立在资产支持专项计划载体之上的交易所产品为主,累计发行52单,发行总量为1064亿元。交易所类REITs全部为私募性质,按规定只可面向合格投资者发行,募集范围在200人以下,单笔认购不少于100万元。我国类REITs对于投资者集中度没有限制,在现实中很多类REITs产品的优先级份额都是被少数几家银行买断,并且不在二级市场上进行任何交易,导致流动性十分低迷。

5. 功能定位

类REITs仅被定义为一种金融产品,其监督底层资产运营质量,提升底层资产管理水平,通过聘用专业的投资团队主动调整旗下物业组合等方式实现投资者利益最大化的作用还未能体现出来。在某些层面上,我国类REITs倾向于“管理外部化”的美国REITs,因此也必将面临美国“外部管理”REITs所面临的一系列问题。

四、中美REITs税收政策比较

税收体制不配套是目前制约我国REITs发展的最大因素。如前所述,美国通过数十年的立法实践,对REITs的资格认定条件以及税收优惠政策给予了明确的规定,极大地刺激了REITs的发展(李平、杨默如,2018)^[7]。我国既没有专门针对REITs的税法规定,与不动产相关的现行税收设计又极为复杂,使类REITs在资产转让及资产持有环节面临着税负过高、双重征

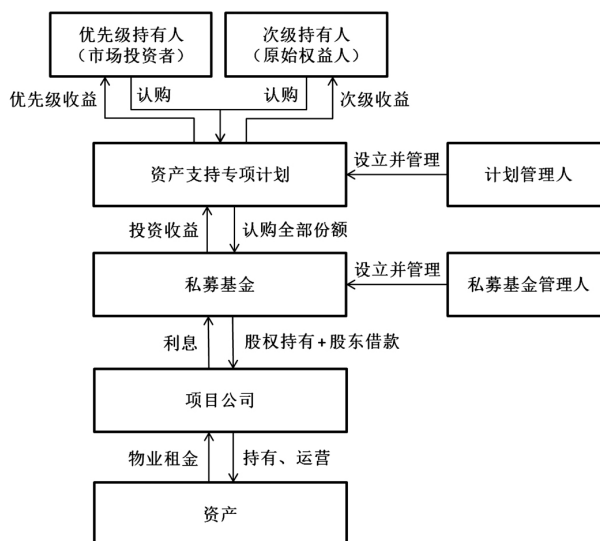


图4 类REITs架构

税的问题。在缺乏顶层设计的情况下,业界在资产持有等环节采取了一系列技术手段以合理降低类 REITs 承担的税收负担,但仅依靠技术操作无法解决所有的问题,并且这些技术手段在降低了税负的同时,也增加了类 REITs 的复杂性,又可能带来新的问题。

(一) 美国 REITs 税收政策

整体来看,美国对于 REITs 的税收优惠政策主要集中于资产的持有运营环节,在资产转让环节支持力度相对有限。同时,为了严格规范市场发展,美国对于未达到法定要求的 REITs 实施惩罚性的税收措施。

1. 资产收购与处理环节: 转让税和企业所得税

资产收购与处理环节的税收有两部分: 一是转让税,征税的基准为交易的实际价格,税率各州自行确定; 二是企业所得税,出售方在资产转让中所获取的利润,按 21% 进行缴纳。上述两个税种,对于 REITs 来说都没有任何特殊的优惠政策。但在市场实践中,市场主体通过伞形 REITs 设计成功实现了所得税的递延。在该架构中,不动产的原始持有人并不是将不动产直接转让给了 REITs,而是在 REITs 之下加了一个运营合伙企业。持有人将其资产注入运营合伙企业以换取相应的有限合伙份额,REITs 将募集资金注入运营合伙企业并作为其普通合伙人,该资金可用于偿还债务、装修扩建、购买新的不动产等。在该模式下,不动产持有人虽转让了资产,但是并未立刻实际变现,而是将其物业权益转化成了与其资产价值等同的运营合伙企业的份额。只有在持有人将运营合伙企业份额实际出售或转化为上市 REITs 份额后(通常为一年后),才需实际纳税。由于其操作上的灵活性,伞形 REITs 及其扩展形式(DownREITs)已经成为美国最为普遍的 REITs 形式。

2. 资产持有与运营环节: 房产税和企业所得税

资产持有运营环节的税收也有两部分: 一是房产税,各州通过立法自行决定其计税方式。二是企业所得税,以经营环节的收益作为计税基础,按统一的税率进行征收。REITs 在运营过程中获得的收益主要由两部分组成,一是租金等经营收益,二是资本利得收益。无论是哪种收益,只要是向股东分红的部分都不需再缴税,以避免双重纳税。未分配的部分,经营收益需按照 21% 的税率计税,资本利得收益需按照 15% 或 20% 的税率计税,而对于收入来源不符合法定要求以及分红比例低于法定要求的部分,征收全额的惩罚性税收。

3. 投资者分红环节: 差异化税收

投资者分红环节没有任何税收优惠政策,投资者自行缴税。从持有环节税收合并来看,美国税收政策整体上有效避免了由于 REITs 多层架构而导致的“双重纳税”,将收益更多释放给了投资者,实现了 REITs “税收中性”的原则。

(二) 我国类 REITs 税收政策及调整思路

由于缺乏针对性的税法设计,我国类 REITs 面临着资产转让阶段税负复杂繁重,资产运营阶段重复纳税的实际情况,严重制约了我国 REITs 的发展。

1. 资产收购与处理环节: 土地增值税和企业所得税

(1) 土地增值税: 土地增值税在很大程度上影响了我国房企的资产决策。基于我国过往的地产发展模式,商业、办公、自持租赁住房等非住宅类地产往往是作为开发商拿地的配套而

存在,因此该类资产大量持有在开发商手中,并且常与可售住宅部分放在同一项目开发公司之中,以作为其合理避税(通过成本调节或转移)或延迟纳税(对项目迟迟不清盘)的工具。地产行业的现状导致将该类资产从项目开发公司中剥离所产生的税务成本过于高昂(张涛、王志红,2007)^[8]。因此,不少的开发企业宁愿采用 CMBS(商业房地产抵押贷款支持证券)等工具进行抵押融资,也不愿对物业进行剥离以发行类 REITs。2019 年 7 月 16 日财政部发布《中华人民共和国土地增值税法(征求意见稿)》,其中提到了“国务院可以根据国民经济和社会发展的需要规定减征或免征土地增值税的其他情形”。国务院应运用该条款对于部分有关国计民生的不动产领域(比如租赁住房、科创园区等)进行土地增值税的减免。这将能有效促使资本市场通过 REITs 向该领域提供大量权益资金,很可能会成为精准调节方面最为有用的行政工具之一。

(2) 企业所得税:我国的企业所得税率为 25%,对于资产转让过程中实现的利润,都需按规定进行缴纳。其对于 REITs 发展的制约主要体现在递延机制的不确定性上。首先,由于市场接受度等多方面原因,当前我国类 REITs 以偏债型为主。不少企业选择发行类 REITs 的主要原因之一,是基于对公募权益型 REITs 可能“开闸”的预期以及在“开闸”后立刻“转板”的可能性。偏债型 REITs 实际上只是一种信贷融资行为,虽然项目公司股权发生了实际转移,但发行人仍然保留了对于资产几乎所有的收益风险及控制。发行人不愿为债务融资缴纳企业所得税,因此会向地方税务机构申请所得税递延。部分地区的税务机构注重于实质,准许进行递延,但更多地区的税务机构不准许递延,税务总局对此尚无明确规定。税务机关应以实质重于形式的原则,对于实际为债性产品的类 REITs 发行,允许进行所得税的递延,而对于真实出售的行为正常收税。其次,对于公募权益型 REITs,国内发行人是否可以采取如美国伞形 REITs 的模式,先将资产装入一家运营合伙企业(或其他形式的载体)并换取其份额,实现退出路径的清晰化,在将份额实际出售或换取 REITs 上市股票时再缴纳企业所得税,目前尚没有明确的机制。

2. 资产持有与运营环节:增值税、企业所得税和房产税

(1) 增值税:不动产出租的租金收入应按照 10% 的增值税率缴税。符合房地产开发企业作为一般纳税人,出租自行开发的房地产“老项目”(开工日期在 2016 年 4 月 30 日前),可选择适用简易计税,按照 5% 税率缴税。

(2) 企业所得税:项目公司出租物业资产取得的租金收益和其他经营收入,在扣除成本后应按 25% 计征企业所得税。企业所得税可以通过在前期架构搭建时设计合理的股债比例,以及运用折旧摊销来进行规避。

(3) 房产税:地方政府在房产税方面有较大的自主裁量空间,通常为房产余值一次性扣除部分比例(北京地区为 30%)后按 1.2% 计征和按租金收入的 12% 计征两种办法。

3. 投资者分配环节:差异化税收

在投资者分配环节,应当按照资产支持证券持有人的不同主体类型以及收入性质,计算其应缴税赋。

五、我国 REITs 的未来发展展望

通过中美比较可以看到,我国 REITs 发展时间较短,在产品模式、政策配套等方面尚不完

善,但我国人口数量及固定资产的优势也给 REITs 带来了较大的发展空间。根据北大光华《中国不动产投资信托基金市场规模研究》预测,我国公募 REITs 市场规模将达到 4 万亿元至 12 万亿元。基于对中美两国 REITs 发展的比较,结合国内外形势,本文认为,中国 REITs 行业的发展应向国际看齐,向着发行模式的公募化、产品形式的权益化、经营方式的自主化、基础资产范畴的多样化、法律及税收制度的配套化五个方向发展。

(一) 发行模式的公募化

我国当前的 REITs 形式,主要以建立在资产支持专项计划载体之上的交易所类 REITs 为主。受限于资产支持专项计划的特性,类 REITs 产品多为私募形式。实际操作中,向市场发行的优先级证券往往被几家银行全部认购并持有直至到期,导致二级市场不存在交易。这与投资者广泛多样,二级市场流动性充沛的美国 REITs 市场相比差异巨大。流动性创造价值,对于我国 REITs 来说,从私募走向公募无疑是大规模提升二级市场流动性的最佳途径(王刚,2019^[9];肖钢,2019^[10])。“中国版”公募 REITs 的发展可从以下两个途径开展:

1. 设计全新的公募 REITs 制度

亚洲的日本、韩国、新加坡等国家和中国香港地区都是通过专门出台法律法规推动 REITs 的发展。设定新制度的优势在于能够极大简化我国 REITs 的形式使其不再受到公募基金、资产支持专项计划等现有规则的束缚。但新法的制定过程非常复杂,会牵扯到很多问题,如结构设计、资产转让、税费、产品登记、信息披露、投资者权益保护、监管等。为了避免不成熟的立法需要对上述问题进行系统性的研究和思考,因此这是一条成本较高的发展路径。

2. 将公募 REITs 嫁接于现有制度

另一种思路是结合我国现有的制度框架,通过进行较小的修改达到 REITs 的国际标准。这样既达到了“阻力最小”,缩短公募 REITs 落地的时间,又能有效降低制度创新的风险,还使现有已发行的类 REITs 能够较为顺利地转为公募 REITs。利用现有制度进行嫁接,也有两种设想:

(1) 资产支持专项计划直接公募:目前国内类 REITs 多采用资产支持专项计划作为载体。第一种设想,是通过制度安排,在发行阶段直接将专项计划定位为公募产品。这一方式面临的难处,在于我国《证券法》采用列举式的定义使得“证券”的适用范围过于狭窄,如要将专项计划的收益凭证纳入现有法律中“其他证券”的范畴,使其可以在二级市场公开流通,实际上需要在国务院层面进行裁量,而非中国证监会可以单独做出的决断。

(2) “公募基金+资产支持专项计划”:第二种设想,是通过套用公募基金来实现产品的公募化。目前这一方式在法律上的障碍主要是《公开募集证券投资基金运作管理办法》所作出的“双十”限制^①,使其难以符合 REITs 的要求。但是该项规定属于部门规范而非国家立法,并且有“证监会另行规定的其他特殊基金品种可不受上述比例的限制”的规定,只要中国证监会将公募 REITs 架构中的公募基金列为“特殊基金品种”,就可以在完全不修改现条文的情况下为推出公募 REITs 扫清障碍。这最大程度尊重了现有的制度框架,优点在于可操作性强,缺点

^①即:一只基金持有一家公司发行的证券,其市值不得超过基金资产净值的 10%;同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,不得超过该证券的 10%,俗称“双十”。

则在于进一步拉长了原本已很烦琐的交易架构,增加了监管与产品管理的复杂性和成本。

(二) 产品形式的权益化

对于投资者,权益型 REITs 不仅长期收益率高而稳定,并且由于可以灵活选择进入及退出,也实现了风险的可控。对于发行人,权益型 REITs 实现了资产的真实变现,改善了企业的财务报表,实现了资金的循环利用。我国类 REITs 虽然从法律上实现了资产的换手,但无论采用偏债型还是偏股型模式,实际对外发行的都是固定本息的优先级产品,债务投资属性很强,而各种增信措施的叠加,也使得类 REITs 难以实现对于企业杠杆水平和经营模式的改善。只有打破结构化的模式,脱离主体信用依赖,发展真正的权益型 REITs,才能体现其实际价值。

发展真正的权益型 REITs 与投资者多元化、二级市场活跃化、经营方式自主化密不可分。投资群体的多元化取决于是否能够放宽对机构投资者的限制并开放公募,引导包括各类证券投资基金、保险基金、社保基金、企业年金以及散户在内的更多资金方参与,提升产品流动性。此外,还应运用多种方式,积极引导市场参与者将 REITs 更多的作为一种基于不动产收益的“股票”来看待,而非对于不动产持有人的变相借贷。

(三) 经营方式的自主化

内部管理化的推行给美国 REITs 行业带来了前所未有的生机,REITs 机构纷纷开始探索属于自己的差异化发展道路。其一,REITs 开始在上下游进行纵向整合,从上游的物业开发业务,到下游的供暖和垃圾处理等物业管理业务,都开始逐步涉及。其二,REITs 开始更加积极地进行自身的资产配置和市值管理,在外部物业价格明显低于 REITs 股价的时候进行并购,在自持物业价格明显高于 REITs 股价的时候实施出售,并且在适中的水平使用杠杆,用专业性为投资者创造价值。其三,REITs 开始向专业化和精细化迈进,“专注深耕自己擅长的资产领域”,“开发符合自身风格的物业”,“尽量形成规模效应”成为美国 REITs 管理层在 20 世纪 90 年代末最为关心的三个问题^①。美国 REITs 市场自此开始在专业和地域维度进行细分,并在相关领域逐渐打造出了全球范围内的龙头企业。我国 REITs 处于发展的初步阶段,目前仅能实现 REITs 的部分金融功能,离实际能够具有独立的资产运营能力还有较大的距离。从国际经验上看,我国 REITs 的管理内部化是未来的必然趋势。

(四) 基础资产范畴的多样化

我国类 REITs 基础资产有限,一方面由于发展时间相对较短,另一方面也是由于我国在资产端和监管端同时存在着制度阻碍,使很多资产类别难以“入市”。比如在划拨用地或集体建设用地上建设的各类楼宇,由于其可经营性或可转让性存在法律问题,无法作为类 REITs 的基础资产。再比如政府大楼、监狱等公共设施以及保障租赁住房,由于其全部或大部分现金流需要原始权益人(即政府机构)以整租或补贴的方式进行创设,而目前该操作属于监管层的“负面清单”,还有可能被认定为政府隐性负债,因此也无法作为类 REITs 的基础资产。此外,我国在基础设施产权及股权转让上的流程和规定也存在一定的法律障碍,使得基础设施及 PPP 项目难以作为类 REITs 的基础资产。这些都需要在实践中逐步予以突破。

^①资料来源: www.areuea.org。

我国拥有巨大而丰富的固定资产基础,在当前的宏观政策导向下,应着力在保障租赁房、基础设施以及 PPP 等领域率先实现针对性的政策突破,让 REITs 成为解决该类存量资产退出、实现资本再利用的有效途径,促进社会资本更多地进入重点民生领域。

(五) 法律及税收制度的配套化

1. 完善我国的法律及监管规则

我国没有专门的 REITs 立法,现有法律体系与 REITs 也并不配套,通过多年不断摸索,已形成一套与现行法律体系最大程度契合的交易架构,并在此基础上一步步完善其功能性(张盼、李冬,2019)^[11]。在现有状态下,目前法律及监管规则上最需要做的,一是明确特殊目的载体(SPV)的法律主体地位,二是逐步破除限制更多资产类别“入市”的法律及监管规则阻碍。

(1) 明确 SPV 的法律主体地位。SPV 的法律主体地位是否清晰明确,是决定其是否能够实现真实出售、破产隔离的关键所在。我国现行类 REITs 所使用的 SPV 以资产支持专项计划为主。但专项计划的法律地位模糊,其究竟是属于合同关系还是独立实体,在法律界仍然存在不小的争论。因而基础资产向 SPV 的转让虽能获得监管层的认可,但在法律上是否可对抗第三人,还存在一定的不确定性。通过相关立法确定我国 SPV 的组织形式和主体地位,完善我国的 REITs 架构,并引导市场从主体信用走向资产信用,是现阶段必须解决的事情。

(2) 破除更多资产“入市”的政策阻碍。我国很多资产类别之所以难以发行 REITs,是法律和监管规则上的制度阻碍造成的。如资产的可转让性受到了法律法规的限制,资产所对应的现金流不符合监管规则的要求等,都需要逐步予以突破。解决这一问题更为彻底的方法是直接出台针对 REITs 的专项法律法规,对于中国版 REITs 的设立标准、运行结构、投资范围、收益分配等进行规范,建立起一个符合国际标准的 REITs 架构,并在适当时机就 REITs 的上市发行和交易另行制定法律法规。

2. 完善我国的税收制度

首先,需要解决基础资产经营过程中面临的双重征税问题。以经营性物业为例,在 REITs 需要收取增值税、房产税和所得税三笔税收,分配给投资者后还需缴纳企业或个人所得税。虽然业界已经为此找出了市场化的对策,但也导致了操作的复杂化,并且由于各方面政策的限制,能否起到足够的避税效果也存在不确定性。可以向国外学习,一方面设定好 REITs 的最低收益组成比例及收益分配比例要求,另一方面免去 SPV 层面的税负,以做到“税收中性”。

其次,在转让阶段,可以在国家鼓励的领域有针对性的给予税收优惠,以刺激 REITs 在该领域的使用和发展。比如在租赁住房领域(包括保障房),可以探讨将土地使用权转移(或项目公司股权转让)时产生的土地增值税、所得税等进行减免或递延。在基础设施领域,也可以将其转让时产生的企业所得税进行减免或递延。此外,还可以参考企业上市评估增值税费的征收方式,不在资产“上市”之时征收所得税,而是在原始权益人在二级市场进行交易变现时再征收,使更多发行人愿意将资产先行“入池”。

最后,对于基础设施及 PPP 项目,可探讨对其财政付费类的收入进行税收豁免,以加强项目的现金流。

参考文献:

- [1] 闫云松. 从境外 REITs 看境内模式[J]. 中国金融, 2016 (11) : 56-58.
- [2] 廖理, 黄毓慧, 苏阳. 储蓄转化为中小城镇建设资金的途径——美国房地产投资信托(REITs) 的发展与启示[J]. 国际经济评论, 2003 (04) : 24-28.
- [3] 富闽鲁, 辛长贺. REITs 在中国资本市场的发展与突破——基于 REITs 微观基础与宏观环境的视角[J]. 财经界(学术版), 2018 (17) : 40-41.
- [4] Phillip F, Ehab Y, Geungu Y. The impact of the new real estate sector on REITs: An event study[J]. Journal of Economics & Finance, 2018, 43(4) : 1-19.
- [5] Capozza D R, Seguin P J. Debt, agency, and management contracts in REITs: The external advisor puzzle[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2000, 20(2) : 91-116.
- [6] 吕巧玲, 陈雷, 郭杰群. 中美资产证券化: 比较与借鉴[J]. 金融市场研究, 2018 (03) : 2-17.
- [7] 李平, 杨默如. 美国房地产投资信托税收政策研究及借鉴[J]. 国际税收, 2018 (12) : 56-59.
- [8] 张涛, 王志红. 课征土地增值税的国际经验比较[J]. 金融纵横, 2007 (07) : 3-6.
- [9] 王刚. 千呼万唤的中国公募 REITs[J]. 清华金融评论, 2019 (02) : 69-70.
- [10] 肖钢. 制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径[J]. 清华金融评论, 2019 (02) : 62-64.
- [11] 张盼, 李冬. 房地产投资信托基金制度构建的法律问题研究[J]. 金融理论与实践, 2019 (07) : 112-118.

(责任编辑: 马玉洁)

The US Experience of Real Estate Investment Trusts

MENG Mingyi

(Guanghua School of Management, Peking University Beijing 100871 China)

Abstract: Real estate investment trusts (REITs) have great significance to reshape corporate reinvestment capabilities, reduce local debt burdens, promote the stable and healthy development of financial markets, deepen mixed ownership reforms, promote government-social capital cooperation and guide the direction of social capital investment. Taking the United States as the main reference, this paper compares the domestic and foreign REITs in terms of history of development, product form and taxation system so as to better understand the inadequacies and causes of China's REITs system. On this basis, this paper proposes that China's REITs should develop towards public offering in terms of method of issuance, equitization in terms of product forms, autonomy in terms of management, diversification in terms of spectrum of underlying assets, and coordination in terms of legal and taxation systems. Only through these reforms, can REITs that meet international standards be truly implemented under the Chinese system.

Key Words: Asset securitization; REITs; Equity financing; Tax optimization; Internalization of management