

基础设施REITs试点的现状、问题 and 对策

何 川¹, 孙沛香², 舒 伟³

(1. 中铁资本有限公司, 北京 100000; 2. 兰州大学经济学院, 甘肃 兰州 730000;

3. 西安财经大学商学院, 陕西 西安 710100)

摘要:在系统梳理我国基础设施投融资模式的基础上,对基础设施REITs试点的现状和问题进行讨论,研究发现首批基础设施REITs挂牌上市后存在税收政策不足、基础资产转让政策不完善、监管制度不完善、项目筛选难度加大、中介服务机构能力欠缺以及二级市场流动性不足等问题。针对存在的问题提出以下政策建议:健全税收优惠等相关法律制度、建立项目遴选审核指标体系、优化项目运营管理中介服务体系、完善二级市场做市商制度和组建多层次基础设施REITs项目智库,希望为进一步推进我国基础设施REITs市场健康发展、盘活存量资产、推动经济高质量发展提供借鉴。

关键词:投融资模式;基础设施REITs;项目筛选;中介服务机构

文章编号:1003-4625(2021)12-0099-09 **中图分类号:**F832.48 **文献标识码:**A

Abstract: Based on a systematic review of China's infrastructure investment and financing models, the current situation and problems of infrastructure REITs pilot projects are discussed, and it is found that the first batch of infrastructure REITs listed on the stock exchange have problems such as insufficient tax policies, mismatch of underlying asset transfer policies, imperfect regulatory system, increased difficulty in project selection, lack of capacity of intermediary service institutions and insufficient liquidity in the secondary market. The following policy recommendations are proposed to address these problems: improve the legal system of tax incentives, establish a project selection and review index system, optimize the intermediary service system for project operation and management, improve the secondary market making system, and establish a multi-level think tank for infrastructure REITs projects, in the hope of further promoting the healthy development of China's infrastructure REITs market, revitalizing the stock assets, and promoting high quality economic development.

Key words: investment and financing models; infrastructure REITs; project screening; intermediaries

一、引言

新冠肺炎疫情的暴发,极大地冲击了国内经济发展,基础设施建设的稳步发展,成为经济持续恢复增长的新引擎。中共十九届五中全会指出:“加快发

展现代产业体系,推动经济体系优化升级,统筹推进基础设施建设,积极构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。”在当前政府和国企投资财力有限的形势下,我国积极探索新

收稿日期:2021-05-12

基金项目:本文为全国统计科学研究计划项目“‘一带一路’节点城市营商环境对企业创新的影响研究”(2020LY057)、国家自然科学基金面上项目“企业智能制造战略对研发支出粘性的影响机理研究——基于利益相关者视角”(71972152)、陕西金资重点课题研究项目“陕西省基础设施REITs模式研究”(20JZ-5)、陕西省教育厅哲学社会科学重点基地研究项目“西部企业信息化建设、内部控制及其经济后果研究”(20JZ053)的阶段性成果。

作者简介:何川(1979—),男,苗族,湖南麻阳人,硕士,高级会计师,研究方向为资本市场的会计与财务、公司治理;孙沛香(1998—),女,陕西西安人,硕士研究生,研究方向为应用经济学;舒伟(1978—),男,湖南麻阳人,博士,副教授,硕士生导师,研究方向为公司治理、内部控制、会计与财务。

基建融资渠道。基础设施领域不动产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts,以下简称“基础设施REITs”)的出现,打破了实体资产与金融市场间的壁垒,加快了基础设施建设市场化投融资模式的形成,盘活和重组了存量资产,缓解了财政压力,弥补了基础设施建设的资金需求,对推动基础设施建设具有重大意义(程昱等,2020)^[1]。因此,如何进一步完善相关配套制度,推进基础设施REITs试点工作,已成为我国高质量发展中亟须解决的现实问题。

针对如何解决这一现实问题,国内外学者展开了丰富的理论研究。研究大致可分为两类。一是借鉴国外成熟REITs市场的经验。国外学者Quek等(2008)^[2]较早研究中国发展REITs的驱动力和障碍,之后Parker和David(2019)^[3]从REITs开展领域的多元性、市场主导型、催化剂、杠杆率、政府支持和税收优惠的成功六要素总结经验启示。国内学者孙汉康(2019)^[4]、孟明毅(2020)^[5]和王娴(2021)^[6]通过对欧美、日本、新加坡等国际REITs市场的研究,指出税收红利、金融监管、配套政策、专业团队等将是影响中国REITs发展的关键问题。二是研究如何完善REITs的配套制度。法律层面,周代希(2009)^[7]、王浩(2013)^[8]、曹阳(2019)^[9]等认为专项法律法规的出台对REITs标准化的发展十分关键;税收层面,罗桂连(2019)^[10]提议出台免税政策,杨咏梅和陈美华(2021)^[11]建议减轻各阶段税负和REITs结构构建产生的税负;监管层面,王娴(2021)^[6]提议引入监管制度的BCA评估制度。既往研究成果主要集中在首批基础设施REITs试点之前,在一定程度上为试点工作的顺利开展提供了理论依据,但仍存在未解决的难题。特别是首批基础设施REITs挂牌上市以及随之而来的新问题引发了社会的广泛关注,目前鲜有学者对此进行深入研究。

2020年以来,国家积极推动基础设施公募REITs试点工作,出台了一系列政策。2020年4月30日,国家发改委和中国证监会联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称《通知》);8月6日,证监会正式发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》),标志我国基础设施REITs的试点工作正式起步。2021年1月29日,沪深交易所正式公布了《基础设施REITs的业务办理、审核和发售相关规定》(以下简称《配套规则》);6月21日,沪深交易所正式挂牌上市了我国首批基础设施REITs。以上一系列政策的出台,为解决上述现实和理论的需要提供了基础。因此,本文在系统梳理我国

基础设施投融资模式的基础上,着重对基础设施REITs试点的现状和问题展开讨论,为完善基础设施REITs试点内容提供依据,这将对我国基础设施REITs的后续发展具有重要的理论和现实意义。

二、我国基础设施主要投融资模式

长期以来,我国基础资产存量数目十分庞大,基础设施投资一直保持较大的规模和稳定的增长。此前,我国基础设施建设主要由政府牵头,地方政府专项债加以支撑。随着基础设施特许经营权(BOT)以及政府和社会资本合作(PPP)模式的兴起,很大程度上缓解了财政压力,逐渐成为基础设施建设的主要投融资方式。但是,随着投融资模式应用范围和领域的不断扩大,这三种融资模式的弊端逐步显现,阻碍了基础设施建设的进程。以下将简要分析这三种投融资模式的发展现状和局限性,为我国基础设施投融资模式的创新提供参考。

(一)主要投融资模式现状分析

1. 地方政府专项债

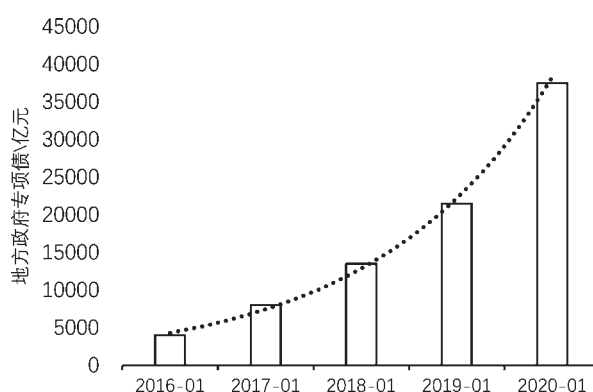


图1 2016—2020年政府地方债发行规模

数据来源:Wind数据库

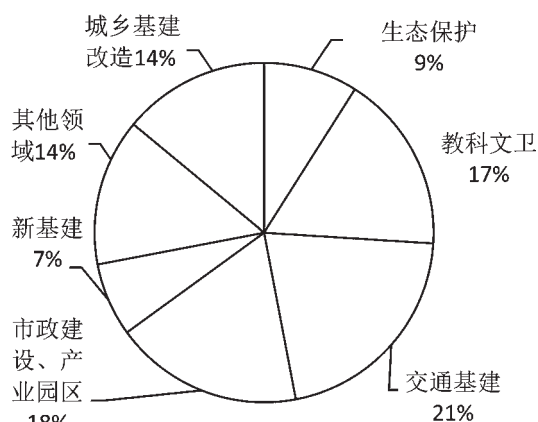


图2 2020年专项债投向结构

数据来源:财政部

地方政府专项债是在地方政府财力不足以支撑基础设施建设的条件下产生的,可用于降低财政负

担和负债风险,避免债务危机爆发,推动地方经济稳定发展。图1表明,2016—2020年地方政府专项债规模从4000亿元增长至37500亿元,并呈现逐年增长态势。值得关注的是专项债主要投资的领域是基础设施建设。由图2可知,2020年专项债投资领域中,交通基础设施建设(21%),市政建设、产业园区(18%),城乡基础设施改造(14%)占比较大。

2. 基础设施特许权(BOT)模式

BOT模式主要起源于公共基础设施建设,其创新点是摆脱传统模式的限制,将私人机构和社会资本引入基础设施建设中。BOT模式可降低政府的负债率,提高基建运作效率,带动当地经济增长和就业的提升,在一定程度上规避政府盲目投资引发的不确定性风险。如图3所示,2017年8月—2020年11月我国BOT项目数和投资额呈上升—下降—稳定—上升的状态,BOT项目投资额于2017年12月达到高点,此后显著下降,2018年年中缓慢增加后趋向稳定,直到2020年显著增加,并在未来保持增长态势。2017年12月BOT项目数和投资额显著下降原因是政府对大量不符合要求的项目进行退库处理。2020年11月BOT项目数达到10330个,投资额153625亿元。

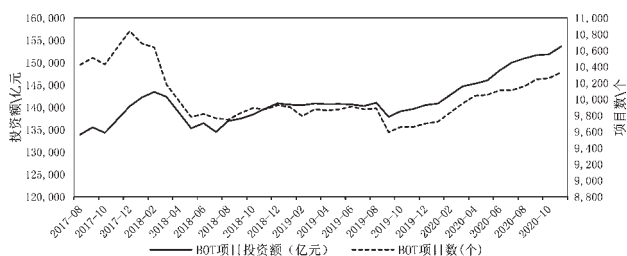


图3 2017年8月—2020年11月

我国BOT项目数和投资额情况

数据来源:Wind数据库

3. 政府和社会资本合作(PPP)模式

PPP模式是在BOT模式的基础上产生的,通过构建风险共担机制,实现政府、企业和私人三方“共赢”。政府由建设者转变为监管者,在一定程度上压力减轻。与BOT不同的是,PPP不仅可以在市场上实现项目风险的合理分配,降低参与各方的风险承担的压力,还可以降低项目融资难度,提高项目成功融资的概率,为公众提供高质量的服务,满足老百姓的刚性需求。如图4,2016年1月—2020年9月全国PPP的项目数和投资额(处于执行阶段)呈显著增长趋势,该阶段PPP项目数从298个增长至6905个,项目投资额从4100亿元增长至109834亿元,增长超过20倍。

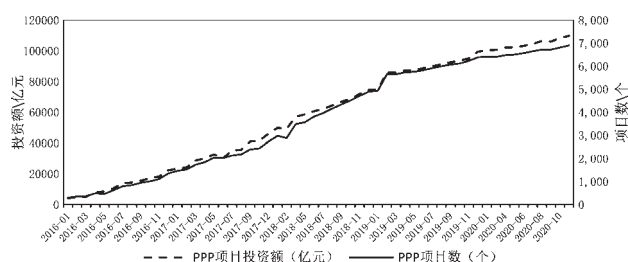


图4 2016年1月—2020年9月

我国PPP项目数和投资额

数据来源:Wind数据库

(二)主要投融资模式的局限性

综上所述,以地方政府专项债、BOT、PPP模式为主的投融资模式发展较好,完善了基础设施建设的投融资渠道,促进了我国基础设施建设向好发展。但是,在扩大适用范围和领域的同时,也带来了一些困难和挑战(如表1所示)。地方政府专项债已不足以支撑基础设施建设,造成地方政府财政收支压力与日俱增;BOT和PPP相关法律尚未完善,出现税务和制度不完善问题,导致项目开展陷入困境。且在实际操作中政府依旧作为主导方,社会投资者未能真正参与其中,BOT和PPP在很大程度上没有达到预期的效果。而基础设施REITs的出现将打破这个僵局,对缓解地方政府债务压力、实现基础设施投融资的市场化、充分调动社会资本参与,具有重要的现实意义。因此,下文将对基础设施REITs试点和存在的问题展开讨论。

表1 政府专项债、BOT和PPP的特点

项目	地方政府专项债	BOT	PPP
组织形式	政府	政府主导	政企合作
资金用途	多元	单一	单一
限制条件	较少	较多	较多
发行程序	简单快捷	较复杂	复杂
融资成本	较低	较高	较高
法律层面	不完善	不完善	不完善
风险方面	政府承担风险	投资方承担风险大,政府风险小	风险共担
资金管理	政府性基金管理账户中,未设立专项账户	专项账户	专项账户
监管主体和监管难度	中华人民共和国财政部,监管难度较大	国家发改委和银行间交易协会,监管难度大	国家发改委和银行间交易协会,监管难度大

资料来源:作者整理

三、我国基础设施REITs的发展现状及问题

(一)我国基础设施REITs的发展现状

1.我国REITs发展现状

我国不动产投资信托基金(REITs)目前仍处于初步探索阶段。由于受法律法规等相关政策的制约,此前国内尚未推出真正意义上的“标准化REITs”产品。借鉴国外成熟REITs的经验,我国主要以“ABS+私募基金/信托计划”的形式发行“类REITs”产品。自2014年首只类REITs项目发行以来,截至2021年7月7日,类REITs项目发行数量达94只,发行总额高达1804.27亿元。与标准公募REITs相比,类REITs在发行方式、融资类型、产品实质、资产管理、收益实现、二级市场流动性和退出方式的方面受限(如表2所示)。我国通过对类REITs前期的经验探索,为公募REITs的发展奠定了良好基础。

表2 公募REITs和类REITs的对比

比较项目	公募REITs	类REITs
发行方式	公募	私募
融资类型	偏股权融资	偏债券融资
产品实质	权益型永续运作产品	有期限的“明股实债”产品
资产管理方式	主动管理	被动管理
收益实现方式	分红及资本增值	优先级固定收益,次级享受剩余收益
二级市场流动性	较强	较弱
退出方式	场内交易退出	资产处置为主

资料来源:国家发改委、证监会、光大证券研究所等

表3 基础设施REITs与商业物业REITs的比较

比较项目	基础设施REITs	商业物业REITs
资产所有权	所有权归国家	所有权归物业持有人
资产流动性	资产本身不能流转,特许经营权流动性差	流动性高
项目属性	公益性	盈利性
项目期限	最长不超过30年	到期可续期
资产估值	收益法,估值逐年走低	收益法、比较法,有升值空间
风险和收益	风险和收益相对较低	风险和收益相对较高

资料来源:REITs行业研究^①

已发行的“类REITs”中,投资方向主要集中于商业物业领域,其中底层资产包括购物中心、写字楼、住房租赁等不动产领域。由此可见,商业物业与基础设施领域在底层资产的选择方面具有相似属性。为区分两个领域的相关内容,表3比较了资产所有权、资产流动性、项目期限、资产估值、风险和收

益等六个方面的异同,可以发现基础设施REITs的公益属性是两者区分的关键,为后期基础设施REITs试点工作的顺利开展提供了依据。

2.基础设施REITs的发展现状

基础设施REITs打破了以往投融资模式的瓶颈,利用金融手段打破实体经济与资本市场的界限,实现基建项目在资本市场的投融资。2020年4月30日,国家发改委、中国证监会联合发布有关基础设施REITs试点工作的通知,后联合沪深交易所对基础设施REITs发布项目申报工作通知、发售业务和审核业务指引(试行)以及投资者管理细则方面的征求意见稿,推动我国实现基础设施REITs的常态化发展。2021年1月29日,沪深交易所正式公布了基础设施REITs相关的《配套规则》。该规则的出台,使得基础设施REITs试点工作得到平稳有效的推进,同时也为审核和网下发业务在试点工作中的顺利开展提供了有力保障。6月21日,首批9只基础设施REITs正式挂牌上市。7月2日,国家发改委出台《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》(以下简称“958号文”),对项目申报等相关内容进行了明确规定,加速推动基础设施REITs的长期健康发展。

经过前期不断的探索和发展,我国基础设施REITs逐步走上正轨。解析基础设施REITs的交易结构,作为深入研究基础设施REITs的起点,是完善相关内容的关键。在基础设施REITs的交易结构中,有两点值得关注(见图5)。一是基础设施原始权益人和公共投资者须共同认购基金份额,要求原始权益人认购配额不得低于发售数量的20%,其中发售总量20%以内的持有期自上市之日起不少于60个月,超过部分不少于36个月,持有期间不允许质押^②;二是基础设施REITs的最终收益是以分红的形式发放给投资者,且不得低于年度可供分配金额的90%。

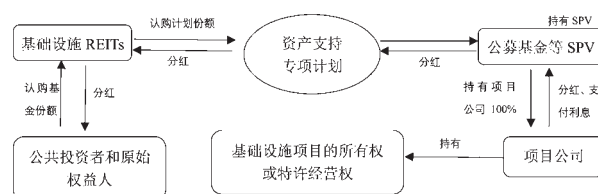


图5 基础设施REITs的交易结构

资料来源:作者整理

(二)首批基础设施REITs的发行情况

2021年6月21日,首批基础设施公募REITs试

① REITs行业研究:中国首个不动产投资信托基金(REITs)研究中心、首个以REITs为特色的不动产金融高端智库。

② 《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金REITs业务办法(试行)》第三章第二十条。

点项目正式在沪深交易所挂牌上市(见表4),标志着基础设施REITs迈出了关键一步。优质的底层资产作为基础设施REITs挂牌上市的关键,项目筛选成为基础设施REITs发展中面临的重大难题之一。

关于基础设施REITs的底层资产,可按资产属性划分为有期限的收费权资产和永续的产权类资产两种类型。对于收费权资产类型,现金流主要来自运营期间的营业收入,投资者收益较为稳定,但收益增长受限、成长性不强且风险水平偏债权性质。对于产权资产类型,除了运营期间的营业收入,现金流的关键在于底层资产的增值情况。而首批项目选取的是目前市场上最优质的底层资产,所属区域多为发达地区,底层资产具有很大的价值升值空间,但风险性也相对较高。因此,首批挂牌上市项目的产权类股权性质更为凸显。

不同类型的底层资产的筛选标准也存在异同,以下将首批挂牌上市的项目按基础设施类型划分为交通基础设施、产业园、节能环保和仓储类型展开分析。从首批基础设施REITs的上市流程中发现项目的筛选存在一定的规律性。其中,筛选必备因素包括优良的地理位置、较高的经济发展水平、主流的基础设施类型等。除了具备上述筛选因素外,不同类型的基础设施项目的筛选标准也不同。具体为交通基础设施类型还需考虑高速公路沿线地区的经济发展状况、文化旅游资源、车流量情况以及公路建设和维护成本等因素。环保类项目受市场周期变化影响较小,且受国家政策保障的项目将被优先选择。产业园类还可细分为商业地产(博时招商蛇口产业园)、工业类产业基础设施(苏州工业园)和国家战略新兴产业(张江光大园)三类,其中博时招商蛇口产业园具有较强的商业产业聚集性,苏州工业园周围覆盖丰富的旅游资源、人口产业密度高、资产增值空间大等,张江光大园区则以高新技术和金融科技产业为主导。仓储类项目一般具有较强的行业竞争优势,存在一定的垄断属性,以及客户集中度较高等特征。

截至2021年7月20日,9只首批挂牌的基础设施REITs已上市满月,以下将针对其首日和满月的上市情况展开分析,探讨首批基础设施REITs的上市情况。从首日挂牌情况看,9只基础设施REITs的有效认购倍数均较为乐观,认购倍数最低的苏州工业园区也超过10倍,中航首钢生物质和富国首创水务的有效认购倍数均高达60倍以上。上市首日整体呈现稳定上涨趋势,首日成交总额为18.6亿元,受市场投资者欢迎。其二级市场的预期现金流分派

率为2.99%—9.58%,相比于中国香港REITs的3.5%—4.5%,现金分派率也较为可观,且投资者更倾向于高现金分派率的经营性项目。从统计数据上看,项目发行首日的涨跌幅表现较好,其中最高为博时招商蛇口产业园的14.72%,最低为平安广州广河的0.68%,这与2005年中国香港REITs的首日情况相似,项目首发价格涨幅都相对较高。

表4 挂牌上市的首批基础设施REITs发行情况

项目名称	基础设施类型	发行价格(元)	发行数量(亿份)	募集金额(亿元)	存续期(年)
中航首钢生物质REIT	污染治理	13.38	1	13.38	21
博时招商蛇口产业园REIT	产业园区	2.31	9	20.79	50
平安广州交投广河高速公路REIT	交通基础设施	13.02	7	91.74	99
红土创新盐田港仓储物流REIT	仓储物流	2.3	8	18.4	36
华安张江光大园REIT	产业园区	2.99	5	14.95	20
浙商证券沪杭甬高速REIT	交通基础设施	8.72	5	43.6	20
富国首创水务REIT	污染治理	3.7	5	18.5	26
东吴苏州工业园区产业园REIT	产业园区	3.88	9	34.92	40
中金普洛斯仓储物流REIT	仓储物流	3.89	15	58.35	50

资料来源:Wind数据库

从上市首月来看(排除上市首日,下同),项目整体日均振幅呈现稳定状态,其中日均振幅最大的博时招商蛇口产业园为1.43%,日均振幅最小的中金普洛斯仓储物流为0.65%。从涨跌幅上看,上市首月价格整体价格平稳,均围绕发行价上下波动。具体来看,涨跌幅最高的中行首钢生物质为5.12%,最低的是平安广州广河为-1.38%,存在“破发”情况。参考中国香港REITs发展状况,“破发”主要是由于上市首日价格上涨,而随着热度的下降,首日认购倍数较低的REITs,其后期“破发”的概率较大。而换手率作为二级市场活跃度的代表,其市场表现极为重要。9只基础设施REITs基金首月换手率均值为0.8%,整体换手率较低,换手率最高的博时招商蛇口产业园为1.79%,最低的是平安广州广河为0.4%。对照中国香港REITs上市初期流动性较强,此后换手率下降至趋于常态,后期日均换手率大多低于

0.2%,故首批基础设施REITs换手率相较于首日下降属于正常现象。从首批基础设施REITs的投资者结构来看,战略机构投资者占比最大为66.84%、网下投资者和公众投资者分别占比为23.86%和9.3%。由此可见,基础设施REITs的投资者主要以机构投资者为主,上市情况整体表现较好。在9只基础设施REITs中,博时招商蛇口产业园项目是最受投资者欢迎的,主要原因与底层资产的特性有关。这一现象表明,基础设施REITs项目的筛选不仅是项目成功挂牌上市的关键,也与项目的后期发展存在一定的关联性,是当下基础设施REITs发展面临的重要难题。

(三)首批基础设施REITs的现存问题

目前,沪深交易所等部门发布的公募REITs配套业务规则(试行)和“958号文”进一步完善了基础设施REITs的相关内容。但由于基础设施REITs处于建设初期,仍有不足之处,以下将针对现存问题展开讨论。

1. 税收优惠政策不足

我国尚未针对基础设施REITs产品在税收方面出台相应法律法规。在当前的税收制度下,基础设施REITs在项目的设立、经营和退出阶段都涉及多项税务问题,其中主要包括土地增值税、营业税、契税、房产税、印花税这五大类税种。尤其是基础设施REITs在融资过程中未实质转让不动产,却需按照转让不动产的条件缴纳高额税收,导致资产剥离成本较高,不利于盘活社会存量资产(陈彬和夏旭,2021)^[12]。基础资产税收设计的复杂性,使基础设施REITs项目持有人面临税负过高与双重征税的压力,在很大程度上制约了我国基础设施REITs的发展。

2. 基础设施资产转让政策不完善

基础设施REITs项目的形成,不仅要求证券投资基金拥有基础资产的独立权和排他权,并且要求原始权益人必须实现对基础资产所有权和特许经营权的转让。目前基础设施REITs试点项目所涉及的标的资产大多为国有资产,而国有资产监管部门对与国有资产交易相关的规定,如审计评估、内外部决策审查、股权转让程序等,尚未明确。关于特许经营权,我国现有法律^①强调企业不得擅自转让、出租,这表明我国尚未放宽对特许经营权的限制。而基础设施REITs是否能通过特殊目的载体收购项目公司的股权,这个问题也没有明确的规定。同时,我国关于基础资产完全转让方面的法律法规和部门之

间的相关配套政策也尚未出台,导致基础资产不能实现排他性和独立性,不利于准确评估基础资产的价值,严重制约基础资产的转让,使得基础设施REITs的发展受阻。

3. 基础设施REITs监管制度尚未完善

基础设施REITs的业务新、链条长、涉及主体多、结构复杂,需监管部门在项目审核、登记、上市交易和退出方面发挥其监督管理作用。其中在项目审核阶段需要审核原始权益人等相关利益主体所提供的证明材料;在项目转让时需要监管部门出台相关条例协助;在第三方机构评估基础资产现金流时受到监管制度的约束;等等。由此可知,基础设施REITs运行过程中,监管部门具有不可替代的作用。但现阶段,我国尚未出台专门针对基础设施REITs监管方面的正式文件,导致试点工作在各个环节存在一定的操作风险,且“958号文”中放宽对基础资产的行业范围,使得监管部门任务加剧,完善的监管制度成为基础设施REITs试点工作顺利进展的迫切需要。

4. 基础设施REITs项目筛选难度升级

从首批基础设施REITs的发行上看,项目的地理位置主要位于京津冀、长江三角洲、粤港澳大湾区、长江三角洲地区等经济发展重要区域。涉及的基础设施类型包括交通基础设施类、环保类、产业园类和仓储类的主流基础设施类型。“958号文”中提到扩容基础设施REITs的行业范畴,新增清洁能源、保障性租赁住房、旅游和其他基础设施类型,同时基础设施REITs的范围也从首批试点发行的重点区域转向全国范围。对于首批成功发行的项目,项目所处的优越地理位置也发挥了作用,而全国范围内的项目审核筛选将不再具备这项优势,导致项目审核内容增多,审核难度提高。对于新涉足的项目类型,需要花费更多的人力物力对其进行审核评估,以此保障投资人的稳定收益。新政策具体体现为“一松”和“一紧”两个方面:前者为基础设施REITs试点范围的扩大;后者指对原始权益人的资质审核要求增加,项目筛选的内容复杂化。因此,基础设施REITs的项目选择依旧成为发展难点问题。

5. 各类中介服务机构业务能力欠缺

基础设施REITs的出现,给基金管理人、基金托管人、资产评估机构、验资机构、审计机构等带来新的业务内容。我国基础设施REITs现正处于供需两旺的形势,未来发展潜力无限。在首批基础设施REITs发行中,博时招商蛇口产业园受到市场热捧,

^①《基础设施和公用事业特许经营管理办法》和《市政公用事业特许经营管理办法》中强调企业不得擅自转让、出租特许经营权。

其中除项目所属地理位置优越、区域经济发达外,园区良好的运营能力是其处于行业领先的关键之一。同时,项目的运营机构能力强弱也是项目审核的标准之一。但当前基础设施REITs存在较大的发展难题,即缺乏基础设施领域运营管理经验的基金管理人和项目实际操作经验方面的专业性人才,包括银行在内,对基础设施REITs及其底层资产选择方面的相关研究知之甚微。不仅如此,专业的基金托管人、资产评估机构、验资机构、审计机构等对基础设施REITs上市条件仅仅处于初步了解阶段,专业的机构和人才较为匮乏。另外,二级市场特定基金资格认定的做市商数量不足,将会对后续基金的申购和交易产生影响。纵观首月上市的9只基础设施REITs的二级市场表现,共有4只基金在发行过程中定价过高,出现“破发”现象。因此,强调券商提升自身的交易定价能力也是至关重要的。总而言之,提升中介机构专业能力,培育专业化、机构化的运营管理机构,对于构建良好的市场生态,打造专业、规范、有活力的REITs市场十分重要。

6. 基础设施REITs二级市场流动性不足

将公众投资者大量闲置的资金投入基础设施建设当中,缓解基础设施建设投融资的压力,这是发展基础设施REITs的目的之一。但在首批挂牌上市的基础设施REITs中,投资者依旧以战略投资者为主,封闭式运作和投资结构带来的锁定期问题,导致二级市场缺乏流动性。以上两点是基础设施REITs本质特征,而二级市场机制问题才须重点关注。当前,我国基础设施REITs正初步探索做市商机制,“958号文”规定基金管理人须选定不少于1家流动性服务机构,做市商制度引入对于二级市场活跃度的提高十分关键。

四、进一步发展基础设施REITs的建议

随着首批基础设施REITs挂牌上市,相关业务内容和规则正在逐步完善,但基础设施REITs市场仍面临不同程度的挑战,为了稳步推进我国基础设施REITs市场的发展,以下针对基础设施REITs在税法、资产转让、监管、项目筛选、中介服务机构、二级市场现状方面的问题提出相应的政策建议。

(一)健全基础设施REITs的法律制度

以下从税法、资产转让法和监管制度三方面出发,建议完善相关内容。

1. 实行基础设施REITs的相关税收减免政策

20世纪80年代,在美国政府实施重大税收减免和监管重组之后,美国REITs市场从1970年的15亿美元急剧扩大到1989年的110亿美元(Chan et al.,

2003)^[13]。同时李平和杨默如(2018)^[14]通过研究美国数十年的立法实践,发现税收优惠是美国REITs发展迅速的主要推动力。针对REITs的特殊性,我国应在现有税法的基础上,设置税收优惠政策,对实质上未转让的不动产行为实施相应的税收减免政策。建议从整体上将基础设施REITs的各主体、各阶段作为一个融资活动对待,引入税收抵免制度,避免重复纳税。借鉴境外成熟的经验,比如美国针对符合条件的投资者收益,中国香港针对股息、资本利得和集合投资计划,英国针对因处置租赁商业资产所得的租金收入或资本利得以及新加坡针对资产交易环节等REITs相关内容实行的大量税收减免政策(中信建投证券课题组,2021)^[15]。同时,对基础资产转让方面设置较高的税率,防止泡沫出现,维持基础设施REITs的长期性。在一些未涉及税收优惠政策的领域,采取奖惩措施和免税规定,出台专项税收支持政策,提高原始权益人的项目建设动机和投资机构的参与积极性。

2. 建立全面的基础资产转让政策

基础设施REITs规定,项目的证券投资基金必须拥有基础资产的所有权和特许经营权。据此,我国应强化政策支持力度,尽快形成一套完整的资产转让法律规范,明确基础设施项目建设过程中基础资产在所有权转让、经营权转让、股权转让等方面的要求,以及对通过特殊载体(SPV)获取项目公司股权,特别是国有股权的转让问题进行明确规定。同时,还需与各相关部门形成一套完整的协同政策,实现资产的完全转让,简化资产转让的复杂程度,提高基础资产的估值效率,加快基础设施REITs的运营操作流程。

3. 完善基础设施REITs的监管体系

REITs组织结构的关键在于如何将固定资产转变成创造收益的金融资产,而组织结构的构建依赖于国家监管框架(KPMG,2015)^[16]。目前,上交所发布的《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》虽明确指出了基础设施REITs针对监管对象和相关监管人员实施的日常监管措施,但完整的监管体系尚未形成。因此,深入了解基础设施REITs市场的发展情况,认真落实发展理念,努力构建分类监管、从严监管的监管制度,发挥市场的风险防控功能,依旧是基础设施REITs的发展难题。从首批上市的基础设施REITs项目看,不同类型的基础资产在业务内容上存在差异,监管部门应通过掌握业务特点,强化业务监管,形成监管合力,加强监管护航,探索出符合特点的监管体

系。学习美国 REITs 的多重监管经验,为我国提供了以《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》和《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引(试行)》等中央政策为主、地方政府为辅的纵向监管体系建议。应鼓励地方政府紧跟时代步伐,及时推出如《北京 REITs 十二条》《成都 REITs 十条》《上海 REITs 二十条》和《苏州 REITs 十条》等地方专属的基础设施 REITs 监管法规,完善基础设施 REITs 的监管体系。同时,建立完善的数据化监管体系、强化宏观审慎监管机制是当下基础设施 REITs 市场制度建设的关键。不仅如此,基础设施 REITs 项目基金投资较为集中的特点,使得项目现金流预测和基金净值变化成为监管的重要内容。因此,拥有全方位系统的数字化监管制度对基础设施 REITs 发展十分关键,为基础设施 REITs 试点工作的持续推进奠定基础。

(二)建立基础设施 REITs 项目遴选审核指标体系和评估定价体系

目前,首批基础设施 REITs 涉及的交通基础设施类、环保类、产业园类和仓储类等类型为后续相关类型的筛选提供了依据。但“958 号文”中新增的清洁能源、保障性租赁住房、旅游和其他基础设施类型项目数量较为庞大,尚未形成系统的审核指标体系。在项目筛选中,收益现金流、行业竞争力、底层资产增值空间大小、所属区域发展状况等内容须重点评估。建议重点关注清洁能源类评估标准中能源供需双方的状况,保障性租赁住房项目中当地人口的流动情况以及租赁人员的类型状况,旅游类项目评估中游客流量、沿线交通状况等。同时,项目选择须对所属地理位置的发展潜力进行评测,可将有关国家政策文件作为评估项目的依据,优先选择国家大力发展的项目。应做好顶层设计,加快建立全国基础设施 REITs 试点项目库,设立中央预算内专项投资示范。在“958 号文”项目申报要求的基础上,成立相关方面的专家小组对项目展开评估。同时,应尽快出台以标准化、规范化、透明化为导向的审核指标体系,确保项目审核依法依规、客观公正,稳妥审慎地向中国证监会推荐试点项目。基层方面,应鼓励地方政府识别储备、孵化和培育优质项目,并根据项目情况分别建立初级意向库、中级储备库和高级发行库的地方三级项目库管理机制,提高基础设施 REITs 项目的审核进度。同时,地方政府可优先审查紧跟国家战略的优质项目,鼓励当地行业内知名龙头企业的项目申报。

从首批基础设施 REITs 上市首月的情况看,底

层资产估值和现金流预测是投资者最关注的点,将对二级市场的交易价格起到至关重要的影响。本次基础设施 REITs 采用收益法进行项目估值,从首批上市项目的折溢价情况得知,项目估值存在偏差。建议在项目筛选和上报时,重点关注项目评估的价值基础、所得税以及折现率等方面难点,积极探索不同类型基础设施 REITs 项目最合适的估值方法,建立完整的项目价值评估体系,这对项目挂牌上市后的发展起到关键作用,有助于加快实现基础设施 REITs 的高质量发展。

(三)优化基础设施 REITs 项目运营管理的服务体系

随着我国基础设施 REITs 项目试点行业和范围的扩大,对专业的服务机构和专业人才的需求与日俱增,以下将从机构公司和地方政府两个层面展开讨论。

1. 提高机构公司的专业化水平

参与基础设施 REITs 运营管理的中介服务机构应及时调整其发展战略和人员配置,在公司内部设置独立的 REITs 业务部,汇集具有丰富的项目投资和管理经验的专业人员,形成从基础设施项目设立到销售一体化人员架构。同时,遵循《监管条例》的要求,做好存续期管理、信息披露、财务管理等各方面的工作,提高机构自身综合实力,轻松应对市场上激烈的竞争压力。人才选拔不仅仅是鼓励企业大量招聘外部人才,关键是挖掘企业内部的潜在人才,减少企业大量的人力、物力用于基础设施 REITs 的开发。留住优质专业人才也是公司发展的关键之一,基础设施 REITs 可以让引入的员工持有基础设施基金份额,让员工享受到基础设施 REITs 运营的红利,提高员工的忠诚度,留住优秀人才。此外,基础设施 REITs 有助于改善公司治理结构,充分挖掘公司的潜在运营能力,提高机构层面的专业性。

2. 充分发挥地方政府的主导作用

地方政府作为统筹地区基础设施项目的主体,应建立地区基础设施项目库,孵化和培育优质的基础设施项目,致力于打包发行基础设施 REITs 产品。在基础设施 REITs 起步阶段,积极发挥“引领”作用,对参与基础设施 REITs 的机构实行奖励机制,设立基础设施 REITs 产业投资基金,鼓励专业机构积极加入。根据各地申请的项目类型,建立一体化基础设施 REITs 项目服务体系,及时追踪项目运营情况,形成中介服务之间的稳定合作和联动发展模式,有助于形成中介机构之间的有效互补机制,鼓励跨区域项目合作,构建基础设施 REITs 产业联盟,促使产

业集聚发展,形成规模效应和集群效应。地方政府也应充分发挥主导优势,鼓励国内外优秀的基础设施REITs专业机构入驻,允许具有丰富的不动产投资管理经验的保险类资产管理机构参与基础设施REITs中,建立基础设施REITs领域人才引育平台,加强地方公募基金管理人队伍建设,为地区基础设施REITs的发展提供保障。

(四)完善基础设施REITs二级市场做市商制度

二级市场是推动基础设施REITs上市发展的关键因素,其市场活跃度将取决于市场交易制度是否完善。基础设施REITs的涨跌幅设置上市首日为30%、非上市首日为10%。引入做市商制度,选定不少于1家流动性服务商提供做市服务,充分发挥券商前瞻性交易定价能力,迅速根据行情的变化调整报价策略,在维持价格稳定的同时确保做市商持有必要的做市头寸。可参照科创板的券商跟投制度,鼓励特定基金做市商积极参与基础设施REITs,带动社会投资者参与,吸引更多的社会资本,活跃二级市场的交易氛围。因此,当务之急是交易所应加快对符合要求的券商进行特定基金的资格认证,增加为基础设施REITs提供专业做市服务的做市商数量。其中,交易所应聘请第三方评级机构对券商的综合实力和公信力进行评级。对于基础设施REITs基金特定的做市商而言,应系统学习相关内容,充分展现做市商的价格发现功能,为投资者提供准确的市场信息。根据首批发行状况,还需重点关注做市商的应急反应能力,对于市场上买卖价格失衡问题及时纠正,平抑市场价格的波动,提高二级市场的流动性,吸引更多社会投资者参与。

(五)组建多层次基础设施公募REITs智库

基础设施REITs试点为有效盘活国内房地产和金融资源提供了全新的战略和工具。公募REITs智库对我国基础设施REITs发展起到非常重要的作用。然而,目前我国的相关智库数量较少。基础设施REITs的发展,需要汇聚更多的智囊团,组建大量高品质的智库。首先,从政府层面,国家发改委和中国证监会可以联合组建综合研究机构,形成基础设施REITs顶层综合智库;其次,依托大学和科研机构,致力打造专业性智库;再次,建立以机构企业为中心的实用智库。以上三类智库应分别发挥自身优势,借鉴国外先进经验,深入研究我国基础设施REITs制度体系、理论体系和实践应用三个方面的内容,打造我国基础设施REITs专属内容。在顺应国内外经济社会发展形势时,充分发挥智库的作用,为我国基础设施REITs的发展保驾护航。

参考文献:

- [1]程昱,李雪,等.引领价值:详解公募基础设施REITs [EB/OL]. 中金固定收益研究,2020-12-17.
- [2]Quek, Michael C H, Seow Eng Ong. Securitising China Real Estate: A Tale of Two China-Centric REITs [J]. Journal of Property Investment & Finance, 2008(3): 247-274.
- [3]Parker, David. The Six Success Factors for REIT Market Development: Lessons for China [J]. Journal of Property Investment & Finance, 2019(3): 238-240.
- [4]孙汉康.国外REITs发展的经验及对我国REITs转型的启示[J].经济问题,2019(10):56-63.
- [5]孟明毅.不动产信托投资基金的美国经验借鉴[J].经济与管理评论,2020,36(1):124-136.
- [6]王娴.不动产投资信托(REITs)监管成本与制度完善:基于欧美制度比较的视角[J].金融监管研究,2021,4(2):1-16.
- [7]周代希.房地产信托投资基金法律形式及立法路径探讨[J].证券市场导报,2009(12):31-35.
- [8]王浩.我国房地产投资信托基金(REITs)法律制度困境及对策研究[J].财经理论与实践,2013,34(2):121-124.
- [9]曹阳.我国房地产投资信托(REITs)的标准化发展与法律制度建设[J].法律适用,2019,4(23):48-57.
- [10]罗桂连.税收支持政策与基础设施REITs [J].中国金融,2019,4(8):58-59.
- [11]杨咏梅,陈美华.论REITs结构模式与税收政策:以基础设施公募REITs为例[J].财会月刊,2021,4(13):133-141.
- [12]陈彬,夏旭.公募基础设施REITs发展税收相关问题研究[J].地方财政研究,2021(1):67-73.
- [13]Chan S H, et al. Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities [J]. Oup Catalogue, 2003, 12(1): 46-54.
- [14]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.
- [15]中信建投证券课题组.基础设施REITs发展的国际经验及借鉴[J].证券市场导报,2021,4(1):12-21.
- [16]KPMG. Insights on Real Estate Investment Trusts: A Global Overview of the REIT Regimes, Published Online 2015 [R].

(责任编辑:张艳峰)