

# 基于 REITs 的商业地产机制分析与投资

林端生

(东方伟业(中国)投资控股有限公司, 福建 福州 350014)

**摘要:** REITs 是一种资产证券化融资工具, 能够使房地产拥有稳定的收益, 还能够激活大宗商品、拓展投融资渠道, 另一方面能够将具有稳定收益的商业资产转变为社会性资金持有者。因此, 市场参与主体应达成资产评估共识, 及时解决税收中遇到的问题。REITs 的变化与发展, 能够拓展商业银行的投资渠道, 调整信贷的结构, 促进商业地产实现健康循环发展。本文首先阐述了 REITs 的概念及分类, 紧接着叙述了影响 REITs 发行成功的要素, 并从 REITs 结构的合理性、REITs 信用增级状况两个角度加以总结, 最后从五个不同的角度阐述了当前 REITs 的商业地产机制分析和投资的策略, 分别是合理管控 REITs 融资的收益及成本、建立资产估值的共同行业规范、构建 REITs 终止制度、建立适合我国 REITs 税收优惠的体系、不断夯实市场准入机制, 具有一定的借鉴意义。

**关键词:** 商业房地产; REITs; 分析与投资

**中图分类号:** F426.9

**DOI:** 10.12230/j.issn.2095-6657.2022.11.003

**文献标识码:** A

商业地产是近年来随着房地产发展而兴起的一种新型的发展模式, 具有金融性、商业性和地产性三大特点, 因此相对较为复杂, 其行业特点具体表现为投资规模大、周期漫长、风险高和回报慢等等, 要想得到高质量发展, 需要拥有充裕的资金作为保障。过去由于, 民用住宅市场政策呈现出现贷和限购的特点, 房地产资金逐渐向商业地产领域流动, 商业地产的繁荣也将会带来金融市场和金融格局的改变, 尤其是一线城市将会面临着发展的新局面。

REITs 的出现能够优化质量和存量, 能够有效地降低融资的成本, 其所拥有的股权性融资特点, 能够有利于发行方利用项目出售得到的机会和权益来获取资金, 将项目变为现实, 也能够对未来的项目投资带来有利的影响。如果商业地产能发行公募 REITs, 招募到资金, 就能够优化整理好企业的财务结构, 提升企业的财务管理质量, 为后续的资金流入商业性房地产奠定基础。另一方面, 由于国内存量市场规模比较大, 即使资产证券化发展较快, 但商业地产企业拥有的现有融资退出渠道依然受到了限制, 将 REIT 用于其中, 能够在一定意义上拓展融资和退出渠道, 不断提升国内商业性房地产的发展能力, 使其逐渐走向成熟, 并有效提升其交易能力, 交易活跃度以及资金和投资机构的丰富性, 引导商业地产进入以提升资本竞争力为主要驱动因素的发展周期<sup>[1]</sup>。

的相关收益直接分摊给投资者。一般情况下, REITs 能够在证券交易所交易挂牌, 因此在一定程度上能够减小风险带来的冲击, 保障投资人的合法权益, 此外其对于开发商来说, 也是一种优质的投融资渠道<sup>[2]</sup>。

## 1.2 REITs 的分类

REITs 根据投资种类可以分为三种类型, 分别是混合型、权益型和抵押型。其中抵押型 REITs 是根据抵押的贷款产生的手续费和利益的形式来得到一些附加的收益; 权益型 REITs 获得的收益相对稳定, 能够帮助提升企业的管理效率, 主要是根据得到的租金收入来提高自身的经济利益; 混合型 REITs 综合了前两种类型的模式特点, 将上述两种类型按照一定的比例重新开始分配利益, 管理者拥有决定权。由于权益型 REITs 得到的收益大部分来自租金收入, 因此无论是房地产市场发生变动, 还是其利率水平发生变化, 都不会带来较大的影响, 但抵押型的特征与其相反, 从这种模式的组织机构来区分, 分为契约型和公司型两种, 其中公司型 REITs 主要是凭借房地产投资为主要目标来建立的企业, 而契约型是受托人和投资人签议协议, 将房地产视为一种具有投资特性的所有物, 投资人将相关的管理经营权赋予受托人, 二者签议的契约文件被视为参考的标准及依据, 不同的参与人能够使用自身拥有的权利, 同时也能够获取应当得到的利益。

## 1 REITs 的概述

### 1.1 REITs 的概念

房地产投资信托基金是一种以证券化形态出现的产业投资基金, 其主要流通在市面上, 并根据收益的凭证来筹得相关资金, 并由专门的投资公司来管理, 同时依据完善的比例将企业

## 2 影响 REITs 发行成功的要素

### 2.1 REITs 结构的合理性

如果 REITs 要发行成功, 应当设计好标准的交易体系, 可以从以下的三个步骤来完成: 首先, 应当根据相关的项目建立专门的 SPV 项目公司, 以将风险扼杀在源头, 提升风险的抵御

能力；第二，应当建立标准的 REITs 管理公司、建立标准的承销机构和托管单位，保障 REITs 项目能够顺利开展；第三，应当不断提升信用能力，达到信用评级，为成功上市打下基础<sup>[3]</sup>。

### 2.2 REITs 信用增级状况

REITs 得到投资人认可的主要原因包含两种，一是自身的信用能力较好，二是看其是否将拥有强背书作为增信方式。从此角度来看，REITs 信用增级包含外部和内部两个方面，其中内部增信主要运用下面的三种方法。一是应当建立分层结构，在交易结构中应当建立优先级和次级的证券，发起人应当购买次级证券，向市场传达良好的信号，并使得一般投资人来购买优先级证券，使得融资完整。二是应当构建现金抵押账户，在这种产品刚开始运行时，发起向 SPV 公司投资一笔资金来规避项目可能会遇到的风险，这种方法能够避免一些可以抵御的风险，还能够避免由于出现危机而致使第三方机构降级处理这个项目的情况。三是超额抵押，折价发行。一般情况下的 REITs 产品，我们应当根据具体的情况来平价发行，但如果在产品的初期阶段，发起人折价发行标的资产，会直接导致基础资产的价值高于发行的证券价值，从而出现内部的信用增级方式。同时还应转移标的的所有权，而且当项目出现损耗时，即使基础资产处在处于折价变卖的状态，也应当能够保证投资人的收益<sup>[4]</sup>。

外部增信实质上就是第三方增信。当项目的现金流不能够偿付投资人的本金及利息时，第三方机构将作为次要的还款来源来帮助 SPV 公司渡过难关。

外部增信也采用了三种方式，具体如下。一是购买次级证券。这种方案和上述中内部增信的内涵不同。这里具体指当 REITs 项目出现违约的情况时，第三方应当购买次级证券来抵偿由于违约带来的损失。二是强背书担保。当前，我国发行的 REITs 项目，大部分都有强背书来作为担保方。央企部门和地方行政机关是主要的担保主体，这些担保的主体在一定程度上代表了国家层面，因此这就说明了该项目信用能力较强，信用等级较高，更能够得到投资人的认可。当前，强背书担保是一种行之有效的征信方法。三是开立保证金。保障金一般是由银行开立的，主要用来偿还债务资金，当前，国内银行的保证金比例达到了百分之三十，同时这种方式也提升了企业的成本，因此不经常使用<sup>[5]</sup>。

## 3 当前 REITs 的商业地产机制分析和投资的策略

### 3.1 合理管控 REITs 融资的收益及成本

在国外，投资者投资 REITs 是常见的做法之一。机构投资者拥有较大的优势，机构投资者的资金比较充裕，有较强的投资能力和较强的风险防范能力，资金来源的渠道较为稳定。但是在国内，专业的机构投资者占据的比例较低，市面上也缺乏专业的机构投资者。目前，国内 REITs 项目中，个人投资者占

的比例相对较高，即便是专门的私募 REITs，资金主要诞生于发行方按照专门的渠道筹集的资金，并不是专门的机构的投资资金。另一方面，REITs 项目周期比较长，需要投资方业务稳定、运行周期长。而收益的主要来源是租金，其投资的收益较为有限。因此在这样的背景中，个人投资者一般要求 REITs 产品具有较高的收益。因此在项目的初期应当测算收益，衡量融资成本，或先寻求较为稳定的投资方，合理管控融资的收益及成本，使项目能够高效发行<sup>[6]</sup>。

### 3.2 建立资产估值的共同行业规范

资产的出售方是原始的权益人，REITs 投资者是以购买方的身份来购进资产的，交易是否能够按时实现在于交易双方能否就交易价格形成共识，即是否能够对 REITs 的估值达成一致的意见，这能够决定公募 REITs 发行是否能够取得成功。但在也应当看到在传统的不动产证券化交易中，由于 REITs 投资人和原始的权益人使用的估值方法有差别，直接致使双方有时不能就资产的价格达成一致的认同标准，原始权益人经常从“资产买卖”的角度出发，运用成本法、收益法或市场法来衡量资产的价格，REITs 投资人经常用“证券投资”的角度将其视为一种有价证券的公开交易，而且普遍选取了高流通权益类的证券估值方式来衡量交易的价格。在此基础上，REITs 估值共识的形成应当是多方共同参与的结果，需要政策的制定者着眼于发展的实际，从顶层设计的角度来把握问题及形式，统筹管理好各个利益方的问题，将公允价值作为反映的准绳，共同探讨商业不动产的定价方式<sup>[7]</sup>。

### 3.3 构建 REITs 终止制度

对于投资者来说，在投资中途发生意外或投资完成后，怎样保障资金能够全额取出，且保障投入的资金权益不受到损害是一件关键的事情。因此，应当分为正常和异常两种情形，来执行 REITs 的终止和退出机制，因此此时就急切地需要一款完善的终止机制来实现这一目标。当项目完成收益分配和最终的清算后就直接进入了终止阶段，因此，各方都应当商议好去构建一个高效的终止机制，这个机制应当能够解决相关参与方的利润分配问题。因此按照终止事由的不同，应当分为非正常和正常的终止程序两种情况，根据标准进行审批，审批完后应当使一个项目执行终止程序合理分配余下的价值，以阻止风险继续发生造成更多的损害。

REITs 的退出和终止应当从以下三个角度来考虑：（1）受托管理者和投资人应当在会议上就终止的决定达成共识；（2）表决会议的前端工作在实行完毕以后交给对应的审查机构来进行审议，如果受内容和程序上都符合相应的规范则应当允许结束。（3）按照上市公司的披露体系，当没有出现经营和违约风险时，应当根据信托协议的内容、根据行业的规范来递交申请程序，并要求按照信托协议中要求的那样终止信托协议。因此，应当

从以下几点做起, (1) 根据国内的案例及实际情况, REITs 制定出终止执行标准; (2) 在制定强制协议时, 应在设定的初始就达成一致的意见, 即遵循初始文件设立中的规范, 如果没有涉及这种事项就直接拒绝 REITs。在特别情形下终止的含义是: 如果一方违反了相关的法律或规则, REITs 就无法实现正常的运营, 或者这种程序在运营时出现了差错, 当投资失误时且不能实现到期付息, 到最后只能运用强制清算的手段。但如果采用的是“被收购或清算”的终止机制投资者的利益就可以得到最大程度的保护。收购清算需要得到有关部门审批部门的准许。需要在收购工作中平衡受益人和收购方之间的利益问题, 帮助双方都能在收购中达到各自的目标, 因此, 获得审批机关的批准是很重要的, 因为 REITs 在房地产投资的信托基金资产进行转让时, 关系到资产和受益人的利益能否顺利实现, 审核工作的核心在于收购方能否有能力支付受益人的预期收益。

所以, 只有收购方得到相关标准, 才能按照标准进行收购。清算制度。根据有关规定, REITs 清算由于涉及清算和投资者的利益, 因此, 笔者在这里建议信托公司、律师事务所、资金托管行、会计师事务所组成清算的审批公司, 由他们联合出具最后的清算报告, 同时进行报告信息备案并对外公布, 因为以和解或资产重组的方式清算会对受益人的利益有所损害, 因此, 不能用这样的方式执行清算工作。

### 3.4 建立适合我国 REITs 税收优惠的体系

和其他的金融产品比较, 税收优惠是 REITs 独有的。在税收方面, REITs 拥有对应的税收优惠政策, 这就为投资者带来了相对更多的收益。一般情况下, REITs 收入包含以下两点, 分别是可支配收入和未支配收入。可支配收入由投资者进行缴纳, 未分配的收入按照征税的方法缴纳。这种方法能够避免多重税收, 但如果 REITs 没有完全分配收入将面临 100% 的惩罚税, 目前这种方式受到的关注越来越多。而当前我国房地产的黄金发展时间已经成为过去时, 政策结构将越来越收缩。

因此国家应当出台对应的税收优惠政策来促进 REITs 发展。针对这种情况, 国内应颁布实行对应的政策, 避免双重征税, 并降低对应的税负。具体来说, 应当将 REITs 分开来计算, 对于后者来说, 需要采用完善的策略来运营好受托财产, 需要付出一定的成本, 因此在纳税时, 应将这一方面考虑进去, 提升整个行业的发展能力。在缴税时应当保障略低于平均水平, 而对于投资者来说, 为了方便合理的考虑, 应按照信托资产所得来缴纳税费, 可考虑代扣代缴。因此, 在当前模式下应重点考量和划分收入征税制。

### 3.5 不断夯实市场准入机制

对于房地产企业来说, 要想实现有效的转型发展, 应当不断地加强融资能力, 不断地拓宽融资的渠道, 使房地产企业拥有充裕的资金, 使其在市场能够拥有足够宽广的发展空间, 公

募 REITs 未来的经营发展与资金和市场都有密切的联系。从功能定位的角度来看, 商业地产公募 REITs 具备良好的抵御风险的能力, 且能够具备抗通胀的性质, 是完善的市场中大型资产配置的重要选择, 同时对于中国公募 REITs 市场的发展, 投资者也应当参与进来。但也应当看到当前市场体系还不成熟, 尤其是准入机制还没有明确的标准, 目前国内 REITs 试点在推进中, 还没有确定明确的流动机制, 政府部门好像更喜欢选择有限推行抵押型 REITs 产品, 此种方式更有利于在银行间市场进行流通和交易, 不利于上市流通。从国际的经验来看, REITs 投资主体较多, 包含多种方面, 如既有一些长期性的资金, 如保险基金、养老基金等, 还有一些份额较大的个人投资者, 投资主体的多元化能够提升市场的流通速度, 使市场的流动性更强, 企业在市场中能够获得更多的机遇。

## 4 结束语

综上所述, 房地产企业是我国当前重要的产业之一。目前我国房地产发展的总原则是房子是“用来住的, 不是用来炒的”, 在此理念的指导下, 国内房地产开发企业逐渐向商业型转变, 但也应当看到目前房地产企业在投资、融资等金融模式中还存在困难。

今后, 为了改变长期以来依靠物业从销售和银行贷款等筹资模式的局面, 应当将新型的金融工具应用在商业性房地产发展中。

### 参考文献:

- [1] 董津歌. 基于 REITs 的商业地产机制分析与投资展望 [J]. 工程经济, 2021, 31 (06): 16-19.
- [2] 王明轩. 基于 REITs 的中国商业地产金融模式研究 [D]. 重庆: 重庆大学, 2015.
- [3] 邓玮嘉. 基于香港模式的房地产投资信托基金运作研究 [D]. 广东: 中山大学, 2012.
- [4] 汪李平. 贸易变动、宏观经济与 REITs 收益波动 —— 基于不同资产属性视角 [D]. 上海: 上海财经大学, 2020.
- [5] 乔君吉. REITs 在中小型房地产公司融资中的运用研究 —— 以“勤泰一号”为例 [D]. 湖北: 中南财经政法大学, 2020.
- [6] 许佳威. RS 汽车酒店结合房地产信托基金 REITs 融资的研究 [D]. 上海: 上海财经大学, 2020.
- [7] 杨晓萍. 长租公寓融资风险管控的优化研究 —— 基于“新派公寓 REITs”项目为例 [D]. 上海: 上海财经大学, 2019.

作者简介: 林端生 (1963-), 男, 福建长乐人, 硕士研究生, 主要从事商业地产开发、投资研究。