

REITs市场的经济逻辑与法治基础

——基于全球REITs市场发展的观察与借鉴

李东平

(中证金融研究院, 北京 100033)

摘要: 不动产投资信托基金(REITs)市场具有改善经济金融结构、助推经济发展及转型升级等重要功能。当前,我国发展REITs市场对微观主体、中观行业和宏观经济都有积极作用,不仅可以盘活存量资产、填补金融供需缺口,也有利于引导居民长期投资和长期资本的集聚,满足财富管理的配置需求,更是我国经济集约化、包容式发展的客观需要。全球REITs市场发展和立法实践表明,发展REITs市场需要健全的法律规制基础,包括组织形式、权利边界、产融结合、税收优惠、联动监管等。本文研究发现,全球REITs市场发展的若干关键点值得重视,包括确保资产安全、禁止欺诈行为、明晰资产边界和定价、运作公开透明、注重投资者保护等;发展我国REITs市场则需要进一步明确证券属性,明晰产品法律责任边界和覆盖,完善内部控制及治理机制,注重发挥产融结合的各自专业优势,提供税收政策支持。

关键词: 不动产投资信托基金; 市场建设; 法律规制; 税收支持

Abstract: Real Estate Investment Trusts (REITs) market has important functions such as improving economic and financial structure, boosting economic development, transformation and upgrading. At present, the development of the REITs market in China has a positive effect on micro-agents, meso-industry, and macro-economy. It can not only revitalize the stock assets and fill the gap between financial supply and demand, but also help guide residents to choose long-term investments and gather long-term capital, meet the practical allocation needs of wealth, and is also an objective need for China's intensive and inclusive economic development. The development of the global REITs market and legislative practice show that the development of the REITs market requires a sound legal regulatory basis, including organizational form, right boundaries, integration of industrial and financial, tax incentives, joint supervision, etc. This study finds that several key points in the development of the global REITs market deserve attention, including ensuring asset security, prohibiting fraud, clarifying asset boundaries and pricing, operating openly and transparently, and focusing on investor protection. To develop the Chinese REITs market, it is necessary to further clarify the attributes of securities, clarify the boundaries and coverage of product legal liability, improve internal control and governance mechanisms, focus on taking individual and combined professional advantages in the integration of industry and finance, and provide tax policy support.

Key words: Real Estate Investment Trusts, market construction, legal regulation, tax support

作者简介: 李东平, 管理学(会计学)博士, 中证金融研究院副院长, 研究方向: 资本市场监管与政策。

中图分类号: F832.49; F293.3 **文献标识码:** A

当前,理论界和实务界主要关注不动产信托投资基金(REITs)发展对改善经济金融结构、促进经济转型的促进作用,对如何构建一个健康、可持续、有韧性的REITs市场体系探讨相对较少。面对REITs这一深度融合产业与金融的直接融资工具,迫切需要站在经济逻辑与法治基础的复合视角,理解全球主要REITs市场运行的一般规律,进而结合我国国情市情,探索具有中国特色的现代REITs市场高质量发展道路。全球REITs市场高度重视保护投资者

权益,强调善良管理人义务,兼顾效率与公平,持续完善REITs产品和市场运行机制,这些经验对我国REITs市场建设具有借鉴意义。

一、REITs市场发展的经济分析

(一)微观层面,发展REITs市场能为微观主体提供良好的流动性支持与稳定回报

REITs肇始于资产证券化的市场创新,通常会通过发行

受益凭证的方式募集社会资金，交由专业化机构投资与运营管理，属于直接融资工具的重要类型。从全球主要REITs市场看，绝大多数都是可流通转让且标准化的公募型金融产品，仅有少部分是私募型或者非上市公募产品。REITs通过将大额、缺乏流动性的实物资产转换为小额、可转让份额的金融产品，客观上起到了增强流动性、优化资产结构的作用，进而提升了微观经济运营效率。例如，国际商业不动产知名企业新加坡的凯德集团即借助REITs市场实现运营转型，有息负债率由2001年的近87%大幅下降至2021年的35%左右，股本回报率连续多年达到两位数。

从我国实际看，部分重资产经营主体多年以来主要采用银行贷款、债权类工具等间接融资，如收费公路等基础设施、仓储物流。在产业园区等持有型物业以及污水处理等公共设施领域，试点的REITs帮助实现了从存量资产中释放流动性，优化了管理和回报机制，提升了资产运营的透明度，倒逼企业强化经营管理，提高资产运营能力，保持资产回报水平以及对投资者的吸引力。资产原始权益人通过资产转让，由直接控制重资产向间接运营和基金管理的轻资产转型，获得承担风险更低且更稳定的经营回报。

对一些经济转型和体制转变过程中遗留下的大量低效或困境资产，REITs工具通过引入市场化机制，增强专业化管理手段，可以达到纾困重组困境企业、盘活资产的效果。例如，负责公营房屋管理的香港房屋委员会，由于经营管理不善、承担政策性任务亏损严重，被迫分拆部分零售物业和停车场，成立领汇房地产投资信托基金(Link REITs，现更名为“领展基金”)并在香港联交所上市，经过多年市场化经营，已成为亚洲规模最大的REITs之一。当前，中国大陆金融结构和不动产市场的变化，促使更多企业和项目更关注流动性，也需通过REITs之类的资本市场产品和制度创新来支持。

(二)中观层面，发展REITs市场有助于相关行业规范发展并优化资源配置，促进市场化、集约化发展

近二十年来，基础设施建设成为我国经济快速增长的重要引擎。2004年基础设施投资完成额不足2万亿元，2021年基础设施投资完成额约19万亿元，增长了近10倍。其间，地方政府为实现民生领域持续改善和区域之间更加便利化，主导了大量的科技园、产业园、机场、公路、物流、保障房等基础设施建设。但随着基础设施

等领域投资规模持续扩大，市场增量空间逐步减少，相关行业面临可持续发展挑战，基建投资增速下降明显。例如，2009年基础设施建设投资增速达到峰值42%，2019年以来已下降到3%~4%。

多年来我国大规模基建更多是银行贷款等债务资金的投入，使得基础设施建设相关行业的整体杠杆率持续高企。2004—2021年，A股市场建筑行业的上市公司平均杠杆率由63%上涨至74%，抬升了11个百分点，2013年一度超过80%。杠杆率的持续抬升，显著增加了行业经营的潜在风险。并且由于不动产资产规模大，沉淀资金多，与民生领域休戚相关，如果对高杠杆和高债务处置不当，有可能波及宏观经济金融领域。

引入REITs工具，可以发挥规范行业发展和优化资源配置双重功能。REITs具有规范的发行、交易、并购、信息披露和治理机制要求，例如在现金流证券化前，须将现金流归集至专项监管账户；专项监管账户资金与资产服务机构的自有资金有效隔离，禁止资金混同或挪用。同时，REITs对项目资产质量、收入来源、资金用途做了明确要求，强制性信息披露也让项目运营管理受到更多的投资者监督及社会监督，从而促进了行业的规范经营和良性发展。通过对基础设施等资产进行合理的估值、定价、公开发售、二级市场交易，实现价格发现，REITs亦可为基础资产提供定价之“锚”，通过价格发现发挥优化资源配置的功能，实现集约化发展。

(三)REITs可以促进长期资本集聚，引导居民储蓄转向长期投资，分享现代化建设的经济红利

目前，我国基础设施建设投资的存量规模超过100万亿元，传统的重资产运营通常伴随高杠杆，且带来与银行之间的杠杆联动。从境外经验看，发达经济体的REITs市场，不仅大幅提高了直接融资比重，也降低了宏观杠杆水平。例如，REITs可以实现资产出表，因而有助于大幅降低不动产运营企业和地方政府的资产负债水平。在我国构建起高效的REITs市场，亦可促进重资产运营轻型化，将大量存量资产中的沉淀资金释放出来，增加宏观经济流动性，降低经济运行成本，并提供新的经济增长点，促进实体经济发展模式转型升级。

近年来我国居民财富水平显著增长，但匹配的金融资产仍然稀缺，财富管理需求增长与投资管理服务不足

之间不平衡不充分的矛盾日益突出。REITs本质上是资产上市，不动产原始权益人将自己的底层资产出表和证券化，让渡了所有权或控制权并提前获得了流动性，盘活了存量资产，投资者则作为股东或份额持有人出资并获得REITs的收益权。释放出的流动性，可以用于开发、投资、并购其他资产，增强宏观经济驱动力和经济活力。对于我国投资者而言，REITs投资有助于共享我国经济现代化中的中长期红利，有助于培育价值投资和长期投资。

发展REITs市场，亦有助于引导或助推宏观经济转型升级。一般而言，在世界各国城镇化初期，基础设施建设等行业通过简单的投资开发，即可获得较高投资收益。但到了城镇化中后期，这些行业成长性普遍转弱，边际需求下降，亟需发展模式转型升级。REITs支持宏观经济转型升级的核心逻辑，即在于实现行业从投资开发到运营管理的转变，从粗放成长到深耕细作，从增量收益到存量收益，并有效腾挪出金融资源，支持其他新兴产业的发展壮大。

二、境外REITs法律规则解析

从境外REITs市场的发展和监管实践看，健全的法制是REITs吸引社会资本、确保制度功能发挥的重要基础。REITs兼具不动产和金融属性，通过证券化，将投资者直接持有标的物所有权的物权关系转化为持有权益型的有价证券，将固定形态的资本转化为流动性的资本性证券，将原始权益人的重资产运营模式转变为轻资产运营，从而为产权公众化、存量资产盘活、提升经济效率提供了新的资源配置手段。总的看，境外REITs市场的发展，十分重视立法和监管制度建设，强调在法律框架下运用市场化竞争手段促进REITs持续健康发展。主要特点如下：

(一)适应性的组织形式

REITs组织形式是境外市场REITs立法的核心问题之一。从境外市场看，REITs组织形式虽形态各异，但大多可归为公司、契约两种组织形式。一些国家或地区在市场发展到一定阶段后，同时提供两种组织形式供市场自发选择，如美国；有的国家在立法时即同时规定了两种组织形式，如日本；还有的国家或地区立法仅规定了公司或契约一种组织形式，如英国。总的看，不同国家或地区基于立法成本、基础法律制度完备性、投资者保护、税收激励等多种因素，统筹考虑适合的REITs组织形式。

从立法成本看，境外市场一般基于现有法律制度确立的成熟金融工具推出REITs，如美国1960年借鉴共同基金理念，直接依托商业信托形式推出REITs；新加坡、中国香港则直接在集合投资计划下推出REITs。从基础法律制度完备性看，由于大陆法系国家或地区信托法制相对欠发达，REITs多采取公司型；而英美法系国家或地区公司法、信托法都较为完备，REITs组织形式选择相对灵活，有的采取公司型或契约型，有的兼采两种组织形式。从投资者保护看，公司型REITs可直接适用公司法、证券法下较为成熟的投资者保护制度；但大陆法系国家或地区的契约型REITs，在信托法层面还不同程度欠缺平等对待受益人义务、受托人审慎投资权、信托受益人派生诉讼和异议受益人评估权等制度，主要依靠证券法保护投资者。

(二)明晰的基础资产权利边界

REITs作为不动产证券化产品，兼具金融和不动产属性、权益性和债性，其价值源于底层基础资产的租金收益、价值增值及收购、处置的投资收益等。REITs相对稳定、可预测的现金流和强制分红机制，被认为更多体现了较强的债性，但REITs还直接持有底层资产产权，分红多寡与资产运营绩效更是密切相关，其本质主要还是权益性的。可见，REITs的融资成本和投资回报，主要取决于基础资产本身的经营收益，主要依靠资产质量而非企业自身的主体信用。厘清基础资产的权利边界，实现基础资产控制权的实质性移转，是REITs制度功能得以发挥的重要基础。

从全球实践看，REITs普遍从早期服务单一原始权益人融资为目的的抵押型REITs逐步向权益型REITs转变。权益型REITs的收益风险对称，由投资者自行承担。为防止原始权益人的债权人以诈害债权、诈害信托等名义行使撤销权，损害REITs投资者利益，REITs立法要对基础资产实际控制权的转移作出规定，厘清基础资产权利边界。

从市场实践看，早期的融资型REITs债性特征较强，基础资产控制权通常未实现实质性移转，资产转让安排形式更多服从于满足监管或增信需要。而权益型REITs通常都会要求REITs基础资产控制权实现真正移转。这不仅需要一系列会计、法律规则设计，确保基础资产达到“真实出售”条件，也需妥当的REITs组织形式对权利义务边界予以锁定。

(三)专业的不动产管理机构

从境外经验看，REITs制度设计要平衡好被动投资和

积极管理的关系。一方面，主要市场立法都坚持REITs被动投资的定位，要求REITs主要收入来源于租金，以消极稳定收入为主，不能成为积极的不动产开发经营主体。例如，美国对REITs持有非REITs子公司的股权比例设置上限，日本明确禁止REITs参与不动产商业开发。另一方面，REITs作为典型的产融结合型产品，其价值创造主要取决于管理人的专业能力，客观上要求REITs有一定的积极管理行为，增厚投资者收益。

境外市场REITs立法大多允许原始权益人及其关联方等产业方担任REITs管理人，充分发挥其不动产专业运营能力。这方面我国台湾地区REITs市场的教训较为深刻，其REITs投资决策权掌握在受托金融机构手中，由其委托不动产管理人，二者权责不匹配，导致不动产管理人难以发挥专业优势、提升REITs运营绩效，是市场发展陷于停滞的主要原因。而美国在1986年税收改革后，实行内部管理模式，前期由银行等金融机构发起的抵押型REITs转向由产业方发起人等担任管理人的权益型REITs，REITs市场迎来大发展。日本的资产管理公司，虽然名义上是外部管理人，实际上往往是产业方发起人提前设立的机构，与产业方有千丝万缕的关系。新加坡、中国香港的发起人与管理人通常都为产业方体系。

从主要市场看，为降低委托代理成本，督促不动产管理机构勤勉尽责，往往对产业方授予REITs管理人牌照，既实现破产隔离，也进一步强化了对不动产管理人的信义义务约束。主要市场相关REITs立法允许不动产运营管理机构持有基金管理、投资管理等相关牌照。比如，日本的管理机构必须从国土交通省取得“宅地建物交易代理人执照”“全权代理交易执照”后，再向日本金融厅注册为投资管理人；中国香港要求REITs管理人取得香港证监会颁发的资产管理9号牌照才能上市。通过这一安排，确保REITs各参与主体之间有效制衡，防范道德风险。

(四)有力的税收政策支持

从成熟市场的发展历程发现，REITs选择公司型、契约型组织形式是市场自发选择的结果，税收政策的激励在其中发挥了至关重要的作用。美国REITs早期基于对普通公司滥用REITs税收优惠政策的担忧和历史惯性，采用了商业信托的组织形式，但早期有限合伙比商业信托型REITs更有税收优势，REITs市场发展一直比较缓慢；1976

年美国税收改革，基于前期未曾发生普通公司滥用REITs税收优惠案例的原因，增设了公司型组织形式；1986年税收改革取消有限合伙的税收优势并允许REITs内部管理后，美国公司型REITs迎来大发展。而在新加坡、中国香港等政府驱动色彩较浓的国家或地区，考虑到立法成本和公司型REITs需缴纳公司层面所得税等因素，REITs基本都采用契约型组织形式。同时，新加坡为打造亚洲金融中心，在集合投资定位下给予契约型REITs较其他市场力度更大的税收优惠，较为成功地实现了预期目标。

(五)监管与司法的联动

REITs通常被看作是低风险、稳健收益的产品，但梳理全球市场相关案例(主要发生在美国)，可以发现REITs运行中仍有不少潜在的诉讼风险，这需要注意监管和司法的联动：一是信息披露不实风险。信息披露领域属于REITs涉诉的“重灾区”，常见诉因包括公司高管操纵财务指标、高管滥用非通用会计标准等。如上市REITs布里斯莫房地产集团公司的四名高管，在2013—2015年因操纵SP NOI指标¹，使之能与信息披露文件的增長目标保持一致被诉。二是公司治理风险。主要包括实控人利用上市REITs为体外资产“输血”、外部管理人在REITs合并中“假公肥私”、公司管理层“中饱私囊”等。例如，AR资本作为Vereit的外部管理人，2013年先后促成Vereit与另外两家非上市REITs合并，从中多收取了3197万美元的中介费，并要求Vereit从其手中购买一批远超实际价值的设备。三是破产清算风险。REITs破产清算通常和宏观经济下行有关，但也有REITs自身运营不当因素，比如General Growth Properties(GGP)2008年因高杠杆过度并购扩张而破产。四是基金销售行为的风险。主要包括违反经纪商注册及信披要求、违反投资者适当性管理要求等。例如，FINRA曾对DLA公司及其高管分别处以255多万美元的罚款，并禁止该高管证券从业1年，理由是，DLA虽了解苹果商业地产经济低迷的情况，却没有对其高估值、分红行为进行尽职调查，继续向不资格投资者出售流动性不足的苹果REITs。

三、REITs市场治理的关键点

一是资产安全。各主要REITs市场法律法规和监管制度均明文规定禁止REITs募集资金被侵占、挪用，通过分立托管人与管理人，实现独立第三方托管资产，并要求

REITs资金运用处于可审计状态。一方面，要求REITs募资资金投向有迹可循，聚焦收益稳定的成熟存量资产，避免管理人滥投。例如，美国、英国、加拿大、新加坡、德国均设定了REITs不动产投资占总资产的最低比例；澳大利亚、法国、中国香港等市场则以是否主要进行“合格不动产投资”作为享受税收优惠的前提条件。另一方面，厘清基础资产权益归属，压实原始权益人和发行人责任。各主要市场要求REITs底层资产权属清晰，不存在重大经济、法律纠纷。在涉及发行人和中介机构法律责任之争时，法院不会当然免除发行人的法律责任，而需要其提供充足的证据证明自身无过错才能免责，否则依然要先赔偿投资者的经济损失，而后才能再向管理人、中介机构追责。此外，通过约束关联方和关联交易，强制分配REITs收入，防范REITs资产被挪用或掏空。如美国REITs公开发行所遵守的FINRA规则第2310条就涉及关联交易、风险防范等条款；日本REITs有严格的决议程序和利益规避制度来规范关联交易，关联交易需要先后经过合规审查委员会、投资委员会甚至董事会决策后方可实施。

二是禁止欺诈。全球主要市场普遍将REITs列为证券产品类型，上位法亦多为证券投资相关法律，也因此适用证券法等法律法规来调整和规范REITs的发行和交易行为，减少市场操纵与恶意欺诈。例如，美国《1933年证券法》《1934年证券交易法》对包括REITs在内的所有证券信息披露的真实性、销售的规范性以及二级市场交易的公开透明度做出了要求，《1940年投资公司法》对公司型REITs的财务披露、证券运作、关联交易等做出规定，都意在减少REITs市场操纵与欺诈。此外，各市场监管者都明确REITs发行准入、信息披露以及持续监管要求，也提高了REITs虚假陈述或者欺诈发行的处罚力度。

三是资产权利边界。REITs具有鲜明的产融结合特点，要将产业资本与金融资本有效融合。首先，在初始资产转让和收并购环节对REITs基础资产进行有效确权。各主要市场均要求中介机构开展有效的尽职调查，通常从经济、法律和实物形态多个维度来研判。经济层面需要判断资产上的合约价值以及同类资产的收益状况；法律层面需要审查资产是否真实出售和清洁转让，是否附着抵押权等他项权利，是否有未决诉讼等法律案件；实物形态层面则要调查资产的物理特性、保持状态、周边

环境等。例如，日本、新加坡、中国香港均要求委托独立的物业估值中介，每年完整地进行一次估值，在发行新的单位份额时也要单独估值。其次，要依据市场惯例或监管认可的程序进行定期估值，估值主体应当专业独立，估值方法须遵照权威的估值准则。例如，中国香港就规定每个REITs计划应当按照特定市场准入条件委任独立的物业估值师，每年一次实地评估所有不动产价值。

四是市场透明度。在全球各REITs市场的监管规则制定与执行过程中，信息披露都被作为REITs发行、交易的核心制度安排，以提升REITs尤其是上市REITs运行透明度。一般而言，REITs需要遵守与上市公司一样的披露标准，此外还会有些特殊要求。在销售REITs时，美国要求经纪人、经销商或财务顾问必须提前进行充分的适当性调查与分析，准确披露REITs产品特别是非交易型REITs的风险和特征。²在审核时，重点对管理人经验资质、利益冲突、风险揭示、会计处理、管理员薪酬、资产质量等进行问询。日本REITs还需要持续向投资者提供有关其投资政策和管理系统等方面的信息。新加坡与中国香港都设置了较为细致的披露标准。³在日常运行时，各主要市场要求通过季报、年报等方式，披露REITs的交易价格、份额持有人情况、内外部潜在风险因素、财务运营数据等信息。美国通过S-K条例和SEC行业指南5全面规制REITs运行期间的信息披露。日本则用严格及高频的信息披露来确保J-REITs的市场透明度。东京证交所还要求J-REITs使用及时披露网络(TDnet)披露有关投资公司、资产管理公司及其投资资产的详细信息，持续向投资者提供有关投资政策和管理系统等方面信息。

五是投资者权益保护。按照对证券类产品的通行规则，REITs监管高度重视投资者保护。主要市场制度设计从投资者保护出发设计高比例分红、高比例的投资成熟不动产、限制借款率，以平衡主体之间权责利。同时，建立销售人员注册和审查制度，强化尽职调查和风险揭示义务等，确保严格遵守投资者适当性要求。例如，美国明确了REITs各类主体信息披露职责，对与REITs相关的交易分别说明，进行全方位披露。日本为避免少数主要投资人控制投资公司董事会，要求J-REITs投资公司需设立持有人大会，其职权与上市公司股东大会类似。新加坡强制要求管理人召开面对面的年度持有人会议，

以当面倾听投资者诉求，给予投资者参与实际表决的机会。中国香港则要求保障持有人参与基金重大决策的权利，重大变化不得公平地损害持有人权利。

REITs上述制度优势要发挥作用，需要有好的内部治理结构，中介要尽责，监管也要发挥监督引导功能。在我国REITs市场发展尚处于起步阶段的情况下，对资产质量和发起人要求较高。同时，还要注意税收优惠等市场竞争安排。此外，境外成熟市场REITs多由产业方主导，允许原始权益人及其关联方等产业资本担任REITs管理人，充分发挥其不动产专业运营能力。无论REITs采取公司制还是契约制等组织形式，全球REITs立法和实践演进的共同特征之一是推动REITs兼顾被动投资和积极管理，同时充分发挥监管和司法的联动作用，通过司法判例划定发行人、管理人、中介机构的责任边界。这些宝贵经验都为我国扩大REITs试点范围、夯实REITs法治基础和监管制度提供了有益借鉴。

四、初步结论与启示

当前，我国基础设施和公租房公募REITs市场试点取得阶段性成效，22只已上市REITs募集资金超过750亿元，累计带动投资4200亿元，有效盘活存量资产，创新投融资体系，扩大有效投资，助力稳定经济大盘。试点阶段，我国公募REITs采取“公募基金+资产支持证券”产品结构，总体运行良好，能较好满足公众投资者对REITs产品的流动性和期限性等要求，但也面临产品结构相对复杂、产融结合有待改进、法律法规制度有待完善等挑战，需借鉴全球REITs市场发展成功经验，结合我国实际，根据我国法律体系和市场环境逐步加以解决。

一是明示REITs产品的证券属性，依托证券及投融资相关法律法规开展立法实践。可借鉴境外将REITs作为证券进行监管的一般规律，依托《证券法》推动专门立法，构建符合REITs特色和规律的发行、上市、交易、存续期监管

等制度安排，增强REITs信息披露的真实性、销售的规范性以及二级市场交易的公开透明程度；强化REITs工具的可得性、透明度，通过立法保障REITs投资者正当权益。

二是界定REITs法律责任边界，健全全链条的监管服务体系。在主体监管方面，应加强监管的广度和深度，将原始权益人和运营管理机构纳入监管范围，明晰REITs产品的法律权属边界；压实中介机构职责，强化REITs产品发行相关法律责任，实现REITs产品参与方的全覆盖，并强化对主体不法行为的惩戒，大幅度提高违法违规成本。在业务监管方面，明确REITs从前端准入到事中、事后的全业务链条监管安排，涉及REITs产品的承销尽调、发行定价、募资、信息披露、运营管理、二级市场交易以及登记结算等各环节。

三是发挥REITs产融结合的专业化经营优势，增强REITs市场内在活力。一方面，参照全球主要REITs市场产品单层架构，将现行“公募基金+ABS”的双层结构压降为一层，明晰REITs各方参与人的权利义务关系，减少利益冲突，降低代理成本和结构损耗。对REITs产品中的一层载体进行监管，降低监管成本。另一方面，应借鉴域外市场实践，进一步推动REITs管理人提升专业运营能力，有机整合产业端与金融端的资源和技术，推动REITs成为产融结合度高的产品，进一步探讨原始权益人及其关联方等产业资本在REITs管理中的角色定位。

四是赋予REITs在资产重组、发起设立、持有、分配等环节的税收政策支持。目前我国已对REITs产品在设立和资产重组环节出台了专项税收优惠政策，但尚未涉及REITs运营其他环节。需要借鉴各国经验将税收作为驱动REITs持续健康发展的关键性因素，从降低REITs综合运营成本、提高产品竞争力和投资吸引力的视角出发，出台REITs运营、收益分配等其他环节的税收优惠政策。将REITs法律载体视为税收“导管”，直接穿透至投资者端进行征税，避免对特殊目的信托/公司和投资者双重征税。 ■

注释

※ 感谢中证金融研究院刘原、安邦坤、星焱等同志对本文的讨论意见和贡献。

1. SP NOI是一个特定于行业的、并旨在更准确反映创收房地产投资盈利能力的非GAAP指标。

2. 非交易型(non-traded)REITs虽然和交易型REITs一样也需要向SEC申请注册，定期向SEC提交报告，但不在交易所上市，也不公

开交易，因此非交易型REITs没有现成的市场价格。

3. 除一般性的风险披露、涉及的费用、分红预测、管理协议等，还要求对物业项目的资产、租户细节、投资借款、全部经营费用、红利分配等进行详细披露。

(责任编辑：卢一宣)