

# 基础设施REITs发展的国际经验及借鉴

中信建投证券课题组<sup>1,2</sup>

(1.中信建投证券股份有限公司, 北京 100010; 2.国家发展改革委城市和小城镇改革发展中心, 北京 100045)

**摘要:** REITs包括基础设施REITs都是在经济亟需刺激政策的背景下, 各国政府为了实现经济政策目标而推出的, 部分市场甚至由政府直接推动首批REITs上市。从国际市场发展现状看, 主要的基础设施REITs市场都实现了良性循环, 资本市场为基础设施融资和发展提供了强有力支持。从国际经验看, REITs立法的逻辑起点可以分为两大类, 一类是将REITs定位成传递工具, 一类是将REITs定位成集合投资工具, 对应的免税政策也分别有两种不同逻辑。为促进基础设施REITs有序发展, 兼顾投融资双方利益, 本文提出了相应的法规政策原则和具体建议, 包括如何处理好REITs法规与其他法规的关系, 金融监管部门和其他政府部门的关系, 发行人和投资者的关系, 如何充分利用现有的金融市场法规和金融市场结构, 以及会计准则调整和投资者保护等。本文还分析了资本弱化结构, 建议在公募REITs中予以细化规定。

**关键词:** 房地产信托投资基金; 基础设施REITs; 税收优惠; 会计准则; 资本弱化结构

**Abstract:** Globally, REITs, including infrastructure REITs, were mostly established to stimulate economy. Some REITs were proposed by governments directly. Currently, most of infrastructure REITs markets work fine. Infrastructure financing is effectively supported by capital markets through REITs. REITs have two kinds of legal basis. One is to serve as a delivery tool, while the other is to serve as a collective investment tool. They have different taxation measures respectively. Some principles of legal and policy issues of infrastructure REITs are proposed in this paper. These principles aim to handle the relationships between REITs law and other laws, between financial regulators and government, and between establishers and investors. These principles also include accounting standards and investor protection measures. Besides, the thin capitalization structure of REITs-like products should be further regulated.

**Key words:** REITs, infrastructure REITs, preferential taxation, accounting principle, thin capitalization

**课题负责人兼执笔人:** 吴云飞, 中信建投证券结构化融资部高级副总裁。课题组成员: 谢常刚, 投资银行业务委员会委员、结构化融资部董事总经理; 蒋果, 结构化融资部执行总经理; 睦悦, 结构化融资部高级副总裁。联合研究单位国家发改委城市和小城镇改革发展中心课题组成员: 邱爱军, 中心副主任; 王大伟, 政策研究处处长; 魏劭琨, 政策研究处副处长; 张惠强, 政策研究处副研究员; 孟博, 政策研究处研究助理。

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A

## 一、引言

REITs是一种在法律结构、监管要求、市场影响等各方面都与传统金融产品不同的不动产证券化产品。不论从金融产品的角度, 还是从不动产行业的角度, REITs都显示出与传统产品极大的不同。REITs作为金

融产品, 不再是以单纯的“受人之托、代人理财”为目标; REITs作为融资工具, 也不同于股票、债券; REITs作为不动产运营主体, 也不同于普通企业, 不以开发建设为主业。此次证监会和发改委推出的基础设施公募REIT试点在国内特定环境下还隐含了一个期权。由于基础设施在政治、经济、民生等各方面的基础性

位，对于基础设施REITs需要更加深入的研究。

REITs是特定的经济、社会需求和法律背景下的产物，因此着重从REITs产生背景、REITs发展的社会、法律、监管环境出发，研究基础设施REITs健康发展需要的法规政策框架，为监管机构提供参考。

本文的创新点和现实意义包括：通过分析研究国际主流REITs市场的制度经验，提炼出REITs的两类立法逻辑起点；以此为基础分析了REITs和基础设施REITs推出时的法规、政策环境、税收及产品结构经验。本文总结了基础设施REITs法规政策的指导原则，包括立法逻辑、交易场所、会计规则及其他一般原则，并就交易场所、税收、会计准则、再融资、退市和投资者保护等，提出具体法规政策建议。

## 二、既往研究尚未解决的问题

既往的研究成果可以为制定基础设施REITs法规政策提供依据，但本文也发现部分研究成果不能直接套用。主要体现在国内研究成果呈现出一定的偏颇，并且对于市场公平考虑较少，而境外的研究成果则有较多的学术争论。

过去国内研究主要关注于房地产REITs、境外REITs的现状、国内的发展障碍和对于税收减免的期望。这些研究在基础设施REITs的法规政策、税收政策、产品形式等方面有一定的指导意义。如王浩(2013)<sup>[3]</sup>、曹阳(2019)<sup>[1]</sup>等研究认为应从核心法律制度出发进行REITs立法，但本文还没有看到研究者深入研究法律修改对其他领域的潜在影响。早期研究如邹静和王洪卫(2018)<sup>[5]</sup>均把信托作为默认的REITs载体。REITs虽然带有信托的字眼(trust)，但并不必须是信托。例如美国和日本都明确了“信托”只是借用词汇。以信托作为REITs法律载体的典型是新加坡和香港特区市场。由于大陆法律体系和政策目标不同于新加坡和香港特区市场，不宜直接套用其产品形式和法规政策。国内市场对REITs免税的呼声很大，特别是金融研究者普遍以美国为例论证税收是REITs发展的主要障碍，例如陈琼和杨胜刚(2009)<sup>[2]</sup>、薛怀宇等(2009)<sup>[4]</sup>。但税收优惠要与产品的法律定位相关，并且要考虑税收公平，不能简单套用境外税制。

国内研究者普遍以境外研究成果为依据探讨国内REITs，但境外REITs仍处于发展过程中，部分问题并没有形成共识。在管理模式上，有研究如Capozza and Seguin(2000)<sup>[9]</sup>和Ambrose and Linneman(2001)<sup>[6]</sup>认为内部管理型REITs比外部管理型有更好的管理和组织效率，还认为REITs市场不是一个有效市场。但Subrahmanyam(2007)<sup>[11]</sup>在对比纽约证券交所不同资产的流动性和收益后发现，REITs和股票有相同的市场效率。Brockman et al.(2014)<sup>[7]</sup>研究表明，外部管理的模式在有经验的机构投资者的有效监督之下也可以提高管理效率，产生同样的高收益，1993年引入保险资金之后两者的差距已经越来越难以区分。Brown and Riddough(2003)<sup>[8]</sup>认为股权融资通常用于扩大资产规模，而债权融资通常用于重组。但Howton et al.(2003)<sup>[10]</sup>通过实证分析664次融资发现，主要是成本导致了REITs融资方式的变化。这些给国内监管层在设定基础设施REITs的管理模式和投资者范围方面以一定的参考意义。在投资价值方面，虽然国内金融机构普遍宣传REITs对分散投资有重要意义，但很多海外学者持有不同观点，Bass et al.(2009)<sup>[12]</sup>甚至认为REITs在危机期间的表现甚至会比股票市场更差。监管层在规范市场如何营销REITs时需要以此为戒，切实保护投资者。

总体看，虽然境外REITs市场特别是在美国市场已经超过半个世纪，但境外研究在REITs治理结构、融资选择、收益波动及资产配置价值等问题上并没有完全形成共识。本文将结合国内实际情况和国际经验，分析基础设施REITs的法规政策。

## 三、境外基础设施REITs起源和发展的制度经验

有的国家监管层将某些投资于特定资产的基础设施REITs单列为一个品种，如日本的基础设施基金、澳大利亚LIF(上市基础设施基金)，有的则没有单列。无论是否单列，本文发现包括新基建在内的广义基础设施REITs遵循了和不动产REITs基本相同的法规政策，差异主要来自于资产本身。因此，本文也把境外不动产REITs的经验考虑在内。无论是不动产REITs还是基础设施REITs，按法律载体都可以分为两大类：一是公司

型，如美国、日本、欧洲；一是契约型，如澳大利亚、新加坡和香港地区。本文认为，这是REITs法律逻辑起点的差异造成的。REITs依据产生背景也可以分为两类：美国和澳大利亚的REITs属于市场自发产生，其他市场的REITs均由政府推动。第一种分类产生了不同管理模式、产品形式、税收政策等；第二种分类对应了不同的政策目标。

### (一)行政推动和市场力量

香港地区、新加坡、日本等后发市场都是由政府直接开启。香港领汇房地产投资信托基金由香港房屋委员推动上市。新加坡嘉茂信托的发行人凯德集团的第一大股东淡马锡控股是新加坡政府100%控股的主权投资公司。日本的基础设施基金则是在促进新能源政策背景下推出的。亚洲REITs的推出过程普遍带有强烈的行政色彩。以行政手段成功启动市场之后，成功发展需要依靠市场经济规律。后发市场在政策创新方面普遍比较宽松，如日本在金融危机期间允许REITs进行股份回购以稳定价格，央行推行量化质化宽松政策时将REITs作为投资标的。

行政力量提供了产品结构和监管框架，市场力量则在框架内寻求最优解决方案。在市场寻求高效的同时，也需要不断完善法规，避免市场走偏。如美国上世纪80年代合伙企业的税收优惠催生了UPREITs和DOWNREITs，但合股证券(stapled stock)和粘合证券(paperclipped stock)则因恶意避税而被淘汰。

### (二)政策目标和市场需求

多数国家和地区都是为了实现一定的政策目标而推出REITs。成熟的市场政策目标大致可以分为两类。一类是以发展金融市场为目标。英国、新加坡、香港地区都是在建设金融中心的大目标下推出REITs，以增加市场产品的丰富性吸引全球发行人和投资者为目标。一类是促进实体经济发展。美国房地产REITs是福利社会和经济刺激的背景下的产物，基础设施REITs则是市场主体自发需求。日本推出REITs是为了支持房地产行业，推出基础设施基金则是配合了当时的新能源产业政策。德国则是为了促进地产市场的发展盘活资产以增加财政收入。

以发展金融市场为目标，推出制度支持和税收优

惠政策对本地市场影响较小，避税天堂的定位更会为其创造巨大的吸引力。如新加坡交易所上市的REITs绝大多数持有境外资产。香港市场也吸引了大量大陆资产。

以支持实体经济为目标服务本地经济，就需要解决政策目标可能与金融市场需求不一致的问题。例如德国REITs市场发展缓慢且规模非常小，就是因为政府财政收入与社会减税期望之间存在矛盾，并且减税可能影响公平而导致国会辩论了4年。日本REITs推出的同时配套了税收优惠，基础设施基金推出时又可以额外获得上网电价补贴，市场也受到了“量化质化宽松”政策的刺激。此外日本央行大规模购买，从2011年1月至2019年10月共购买478次规模达5304亿日元，约占J-REITs市场总规模的3.3%。澳大利亚的LIF和新加坡的基础设施REITs拥有其他市场难以获得的优势，通过合股信托实现实质意义上的内部管理以及开发业务和租赁业务一体化。日本、澳大利亚、新加坡的经验可以为国内推动基础设施REITs发展提供参考。

### (三)内部管理和外部管理

欧美市场以内部管理模式为主，亚太市场普遍采取外部管理模式。外部管理模式是REITs在产品层面聘请外部资产管理机构，内部管理模式则是由自己管理。两种模式的管理动机存在较大差异。在内部管理人模式下，REITs管理层有较强的动机主动管理，用优质资产置换劣质资产提高REITs资产质量。这是许多境外文献中提出的收益率差异原因。在外部管理人模式下，如果不动产市场价格比较稳定，则管理层会趋于采取更加稳健的经营策略。美国历史上抵押型REITs市场占比较高就是这两种因素共同作用的结果。新加坡和香港地区采取外部管理人模式，既是由于同期资产管理法律体系改革，也是担忧资产管理业务中内部管理人控制问题。外部聘用的方式可以保留更换管理人的机制，实现对资产管理机构优胜劣汰的正向激励。管理机构只能通过勤勉尽责的优质经营成果获得奖励。

内部和外部管理模式各有利弊，两种模式都需要恰当的规范。内部管理模式利于调动管理人积极性，但需要对资产交易进行规范以防止REITs变成不动产开发企业。外部管理模式将投资者和管理人的角色分开，需要

投资者能有效制约管理层和资产管理机构，防止REITs变成不动产企业保留利润规避税务的工具。具体到国内的基础设施REITs，内部管理模式需要限制地方政府将REITs变成基础设施开发企业，外部管理模式更需要保障普通投资者和资产管理机构之间对等协商权责的能力。

#### (四)充分利用现有市场机制与制度创新

REITs后发国家和地区都是在自身现有金融法规的基础上补充REITs相关法规。在利用现有金融市场机制方面，亚太地区取得了普遍的成功。一是产品形式。新加坡、香港地区等都明确要求以信托形式发行REITs，而其他大多数国家和地区的REITs都是以公司的形式发行。新加坡和香港地区在推出REITs的同期正处于资产管理行业改革的时期，法律环境起到了决定性影响。二是发行方式。绝大多数国家和地区都要求REITs按原有的上市规则发行上市。这是因为所有的交易所针对上市都有完善的信息披露和审核机制。以IPO的标准进行信息披露可以保护公众投资者、维护市场秩序、提高市场透明度、保证产品交易价格公允。三是交易所市场公开发行为再融资、资产置换、维持流动性、存续期监管提供了机制保障。例如日本REITs发展最快的时候，年增发规模可达1.2万亿日元。大量物流REITs通过增发并购扩大规模。各国上市REITs普遍发行债权以获得融资。交易所的退市机制可以让不符合市场规则或者管理者不称职的REITs通过市场化规则优胜劣汰。美国、日本、澳大利亚、新加坡均有REITs退市案例。各国的基础设施REITs普遍推出较晚，并且会充分借鉴其他成熟市场经验和房地产REITs市场的发展经验。

再看制度创新方面。日本的基础设施投资基金、新加坡和香港地区都是在充分把握成熟市场的产品特征和市场运行经验的基础上，用定义新理财产品的方式推出。日本在法律上要求聘请外部管理人，但发行人可以在发行前先设立资产管理公司出任外部管理人，这样既保留了内部管理人实质，也增加了更换资产管理人的可能性。新加坡同时允许单位信托和合股信托发行上市，多数基础设施REITs都采用了合股信托的形式。

#### (五)减税优惠和税收公平

虽然国内金融机构对于税收优惠的呼吁非常多，但本文认为税收制度需要与金融产品的法律定位相一致。对于以传递工具定位的REITs，免除部分税种有法理基础。美国和日本REITs的税收优惠都是对于REITs“收入传递”功能的认可，分配环节免税，但在REITs自身交易、投资、资产买卖的税收优惠很少。在不动产交易环节，无论是否是REITs都需要缴纳资本利得税和转让税。在传递工具定位下，不会产生不公平的问题。

对于以集合投资定位的REITs，简单的税收优惠会产生公平性问题并激励企业变相逃税。例如澳大利亚监管当局在2017年颁布《Taxpayer Alert》就指出部分LIF存在不当利用税法的问题。集合投资定位下更加可行的是普惠性减税。例如香港地区REITs本身不享有单独的税收优惠，但香港地区税负本身较低，股息和资本利得都免税，所有的集合投资计划都免缴企业所得税。新加坡是所有市场中免税力度最大的，大量减免资产交易环节税收。但新加坡的目标是成为亚洲金融中心“既管理全球公司在亚洲的资产，又管理亚洲公司在全球的资产”。避税港的定位就是为了制造相对其他国家的不公平。新加坡的税收思路并不适合于以境内发行人和境内投资者为主的市场。

此外还需要考虑到基础设施的特殊性，如地域差异和资产唯一性等。针对某个具体资产的税收减免政策不容易被其他发行人利用。这类型资产的基础设施REITs就可以给予专项税收优惠。

#### (六)被动投资和灵活管理的关系

主要市场监管机构都要求REITs的收入必须以租金为主，不能成为不动产开发经营主体。例如日本明确禁止REITs参与不动产的商业开发，美国也对REITs持有非REITs子公司的股权比例设置上限。无论是传递工具的定位还是集合投资定位，都与主动经营存在理念冲突，而投资者又期望提高资产管理收益率。需要REITs法规在被动投资限制和资产管理的灵活性之间进行平衡。

美国历史上多次修正对被动投资的过度要求。早期对REITs的被动投资角色要求非常高，买卖物业资产面临丧失REITs资格的风险，在房地产上行周期中导致以

获得利息收益的抵押性REITs大行其道。但房地产行业大幅下行时违约率上升影响了市场稳定。在这种情况下，1976年的《税收改革法案》放宽了REITs进行物业交易的限制，直接促进了权益型REITs的发展。1997年《REITs精简法案》允许REITs向租客提供非常规服务，允许REITs缴纳的所得税与投资者所得税之间抵扣，取消了持有物业的4年限制，取消了持有股票证券1年期限限制。1999年推出《REITs现代化法案》取消了对第三方子公司的持股比例不能超过REITs资产20%的限制，允许持有非REITs子公司不超过10%，但同时严格限制第三方公司以避税为目的成为REITs子公司。REITs后发市场借鉴美国的历史经验，在要求REITs管理以收取租金的被动投资为主的同时也对灵活经营特别是并购、融资、资产买卖等方面做了相应的具体规定。并且REITs普遍设定了杠杆率上限，防止融资费用过度侵占收入。

#### (七)产品结构创新的监管

REITs是一个结构比较复杂的产品。一方面是因为发行人会设计新结构以避税；另一方面有历史的原因，REITs是在原有法律框架下不断创新的产物。例如在美国REITs发展过程中，市场不断地突破法律束缚，监管机构则不断打补丁，最后导致REITs结构越来越复杂。在这个博弈过程中，有生命力的服务于市场主体的结构(如UPREITs)逐渐发展完善，不符合监管定位、故意钻空子的结构(如合股)被监管机构明确否定，不适应市场需求的结构(如抵押型REITs)新发数量逐渐减少。

后发市场可以借鉴发达市场的经验教训。例如日本在法律上规定了REITs的形式，基础设施基金则在房地产REITs充分发展之后比照房地产REITs的形式设立。日本REITs的结构相对简单。简单的结构利于保护投资者，让投资者更好更快地理解产品，也利于监管机构确定REITs的合规运营情况。国内市场在推出基础设施REITs的过程中有必要设计足够简单的产品结构，并对结构创新保持一定的监管灵活性。

### 四、基础设施REITs法规和政策制定原则

前文分析了境外REITs和基础设施REITs发展过程中的制度经验，可以发现灵活完善的制度是发展的基

础。为促进基础设施REITs市场发展实现服务实体经济的目标，需要厘清REITs立法的逻辑，REITs法规和其他法规的关系，法规政策使用的范围和场所等等。这些都需要吸收境外经验，同时结合国内市场的实际情况。

#### (一)立法的逻辑起点

国际上REITs有两类逻辑起点——传递工具(即美国和日本REITs中的conduits，其功能是收益权和附加义务的直接转让)和集合投资。从传递工具的定位出发，REITs的逻辑可以简述为：传递工具的定位需要限制REITs主动进行生产经营活动；发行人为了能够有效控制资产，投资人为了获得更高的投资水平，内部管理人模式可以比较容易地实现资产管理人和投资人利益的统一；内部管理人模式比较好的实现形式就是公司制REITs。从集合投资的定位出发，REITs的逻辑可以简述为：信托或基金本身具备集合投资的功能，于是在法律上成为REITs的载体；信托和基金本身不进行物业资产的管理，不从事物业开发，天然的外部管理人模式。目前两种REITs都比较成功，应该依据实际情况选择更符合国内实体经济发展需要的模式。

由于各国法规政策环境的差异，前述逻辑链条在实现形式上并不是固定的。如日本的REITs和基础设施基金是传递工具定位，法律形式上采取的外部管理人模式实质仍是内部管理人模式，资产管理公司由发行人在REITs设立前设立。澳大利亚REITs则通过合股模式，将信托份额与资产管理公司股份绑定，实现了内部管理人模式。

#### (二)处理好三类关系

在制定基础设施REITs法规政策时，需要特别注意处理好三方面关系。

一是REITs法规和其他法规的法律关系，REITs法规与其他法律法规保持一致，符合国家发展和改革方向。一方面是与现有金融法规相适应。可以借鉴的经验如澳大利亚和日本依托于现有投资法或信托法，将不动产和基础设施作为新增的投资标的种类。新加坡、香港地区及推出REITs较晚的欧洲国家虽然是单独为REITs立法，但新法规都是在原来资产管理或者信托业的法规框架内。几乎所有市场REITs的发行、交易环节都建立在证券交易所原有规则的基础上。另一方面是要与基础设施监

管法规相适应。特别是有不同权属、受不同地方法规规范的基础设施，需要差别对待。第三方面是税法问题，需要综合考虑兼顾效率和公平。

二是金融监管部门和其他政府部门的关系，保证REITs的监管既能满足金融市场需求，也能满足基础设施服务实体经济的需求，并兼顾地方财政和资产的经济功能。

三是发行人和投资者的关系，建立起发行人和投资者保持利益一致、妥善解决分歧的机制。发行人和投资者的关系最突出的体现就是所有权和管理权的关系，两者利益有统一的一面，也有存在分歧的一面。既要在法律法规上对发行人和投资人利益予以合理保障，对利益冲突要有平衡机制；还要在产品的组织形式上明确各方权责边界。此外还需要在政策上让地方政府确立资产管理人定位，认可REITs投资人对基础设施收入的所有权。

### (三)发行和交易场所

金融产品的发行交易场所是重要的金融基础设施，场所本身还关联监管、支付、清算、交易、投资者保护等内容。公募发行的主要场所是沪深证券交易所和银行间市场。交易所市场在公募基金和上市公司有较大的优势，发行上市、交易、退出、投资者保护等相关法规均有成熟的制度。银行间市场最大的优势在于集中了几乎国内所有的机构投资者，机构投资者参与有利于合理估值合理定价。银行的信贷部门作为各级政府基础设施建设的主要融资来源，从立项、建设到运营全过程都会有比较深入的了解，对于项目价值有准确深入的判断。银行间市场还有制度创新优势，出台新法规制度的层级低难度小，非常适合针对REITs产品设立专门监管规则，并且各类集合信托产品在银行间市场的发行制度也非常成熟。

除了公募之外，私募也可以作为多层次资本市场的补充。私募发行有三种常见形式：一是公募发行市场的私募产品；第二种是私募基金，面向证监会规定的合格投资者；第三种是在地方股权交易中心发行上市，由地方金融办进行监管，监管最为宽松。投资人和发行人可以在法律法规允许的范围内，按照自身需求对产品进行定制化设计。美国REITs就是非常好的借鉴案例，除了公募上市REITs之外，美国还有32只公募非上市(含一只

公募非上市数据中心REIT)和15只私募REITs。

### (四)会计处理问题

在REITs产品发行前后保持一致的会计准则利于保障资产运营的连续性和可预期性，并且发行人也可能有继续控制资产的需求。债权型融资不会影响控制权，但权益型融资会对控制权产生影响。

按照现行的会计准则，基础设施REITs的会计处理方式因不同形式REITs而异。在REITs层面，公司制REITs可以将资产分类为长期股权投资或者金融资产，公募基金REITs只能将资产分类为金融工具，信托形式REITs的资产依据资产形式可以分为长期股权投资、固定资产、金融工具等等。对于投资人也是发行人的情况，REITs公司的股权可以分为长期股权投资或者金融资产，公募基金份额则只能分类为金融工具，信托份额的分类受到信托设立前资产分类的影响。

对于发行人的影响需要具体分析。对于公司制REITs，发行人如果想要继续控制资产，只需要持有足够比例的REITs股权，并在会计科目上将REITs记为长期股权投资，在持有期间可以采用成本法计量。对于公募基金REITs，REITs份额只能记为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。对于信托REITs，委托人和受益人可以延续未设立信托前的会计政策。

公司制和信托制下发行人可以便捷地保留控制权并维持会计政策。建议监管部门在推出公募基金REITs的同时，规定公募基金REITs份额在一定条件下可以作为以成本法计量的资产。这些条件应该包括：持有人也是基础设施原所有人，持有比例达到控制，保证一定期限内不卖出，持有人从事开发业务的主体与管理REITs基础设施资产的主体不是同一个等。

### (五)基础资产期限

按照《基础设施和公用事业特许经营管理办法》规定，传统基础设施特许经营权最长30年。对于市场化经营的物流园区、数据中心等新型基础设施，其工业用地的土地使用权最高年限为50年，商业用地为40年。持有单一基础设施的REITs，产品存续期应该与资产使用权、经营权期限匹配。为了使REITs长期存续，则需要再融资制度配套，包括负债、并购、资产买卖等，需要不断更新所持有资产，因此需要对经营行为

进行明确规定。

#### (六)其他经济原则

此外，还需要从经济角度和投资者角度明确一些法规政策制定原则。包括：以服务经济发展为目标；政策应该循序渐进，维持包容性，具体细节上随着市场变化不断微调；保障投资者合法权益；保证市场活跃度和所有参与者之间公平竞争。

### 五、法规和政策的具体建议

在确定了法规政策的原则后，就可以分析具体的条款，包括发行市场和交易规则、税收政策、会计准则、开发建设业务的限制、行政推动、退市制度和投资者保护等方面。

#### (一)发行场所和交易规则

可以顺应多层次资本市场特征，探索不同市场不同形式，利用市场机制寻找政策目标、监管规则和市场之间的最佳组合。

##### 1.交易所市场发行公募基金REITs

监管机构已经出台了一系列规定。从集合投资的定位出发，还应该包括：(1)明确外部管理人的要求，包括：外部管理人应该和专项计划的资产服务机构至少是在同一公司控制下；在确定合适的新管理人之前，原管理人有继续尽职尽责管理的义务等。也可以参照合股模式，公募基金持有资产管理人股权。(2)基金组织形式。持有人大会应该设立独立于外部管理人的日常机构负责持续评估基金管理人和基础资产管理人的业绩。(3)从负债成本占利润比例的角度限制负债规模。(4)依据发行主体和资产细化对于资本弱化结构的要求。

##### 2.交易所公司制基础设施REITs

可以在交易所层面新增此类上市公司。这类上市公司除了需要满足一般上市公司的要求外，还增加管理方式、收入、资产、分配比例、负债规模限制等要求。

##### 3.银行间市场信托REITs

基础设施信托REITs可以参考两种模式。一是LIF的合股模式，下设两个子信托，一个持有基础设施资产的项目公司100%股权，一个持有资产管理公司100%股权。二是香港的REITs模式，发行人同时作为份额持有人和基础资产的管理人。

#### 4.私募和地方股权交易平台

私募发行REITs可与公募的要求保持一致，但投资者范围严格限制在有基础设施投资经验的合格投资者。权责和利益分配等可由双方自主协商。对于区域性的资产，也可以在地方股权交易平台发行。发行规则方面，可由各地金融办比照全国性公募市场制定本地规则。

#### 5.择机推出抵押型REITs

抵押型和权益型REITs的定位不同，是债务融资。对于负债规模较小、债务杠杆压力较小的基础设施运营企业，只要在发行后债务规模仍在可控范围内，就应该允许其发行抵押型REITs。

### (二)税收政策

#### 1.一般优惠

公司制基础设施REITs税收减免的依据是传递通道定位。应当优惠的部分包括：分红部分的企业所得税，买卖基础设施资产或基础设施项目公司股权产生的利得税、增值税、增值税附加税，运营期间的增值税、增值税附加税等。这些税收只需要由股东一次性缴纳所得税即可。基础设施基金REITs和信托REITs应与一般的公募基金享有同等税负。对于抵押型基础设施REITs，其主要业务是发放贷款或者购买抵押证券，在市场中所起到的作用类似于信托贷款，应当与贷款享有同等税负。

#### 2.定向优惠

对特定区域和领域可给予税收优惠，以促进基础设施投资和建设、维护公平高效的基础设施REITs市场。可享受优惠的情况包括：困难地区、国家政策大力扶持的区域和领域、市场发展不成熟阶段等。在市场起步阶段，对基础设施REITs给予税收优惠或者递延征收有利于促进市场繁荣。另外，税收的地方留成部分返还给企业是各地政府在扶持本地企业和招商引资过程中的常规政策，对于地方经济发展起到了非常积极的作用。这样的政策也可应用于基础设施REITs。

### (三)会计准则

对于基础设施公募基金REITs，对会计准则做一些调整，可以提高发行人的会计计量连贯性。

在公募基金层面：一是公募基金可以将持有的专项计划资产分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，或者穿透依据底层资产性质可选择成

本法计量；二是公募基金可以将负债分类为以摊余成本计量的金融负债；三是专项计划和项目公司对外负债计入基金负债总额。

在持有人层面：一是基金份额持有人、基金的资产管理人、专项计划资产服务机构构成同一公司控制的、或者为同一公司的，并且基金持有人持有比例使其在持有人大会处于控制地位的，基金份额持有人可以将基金份额分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，或者持有规模足够大时采用成本法；二是基金份额持有人、基金的资产管理人、专项计划资产服务机构构成同一公司控制的、或者为同一公司的，但持有人不处于实际控制地位的，应该将其他综合收益重分类为投资损益；三是基金份额持有人与基金资产管理人、专项计划资产服务机构不属于同一控制的，需要将基金报表中的其他综合收益重分类为投资损益。这样就可以在不损害投资者利益的前提下，发行人在产品发行前后对基础设施资产的会计处理尽可能保持一致。

#### (四)再融资制度

再融资制度是资本市场的基本制度之一。在交易所发行的公司制REITs，可参照上市公司进行配股和增发。对于公募基金REITs，可在《基金法》规定的情况下进行扩募。对银行间市场发行的信托制REITs，可按照《信托法》和信托合同进行扩募。但对于资金用途应当严格限制，限制包括：新募集资金用途限定在并购和购进新的基础设施资产，对原有基础设施资产的维修、升级、改造，新募集资金可以用于偿还REITs债务。

#### (五)退市制度

退市制度既是保证优胜劣汰的基础性制度，也是给予发行人再决策选择权的制度。除了现有上市公司和基金退市规则外，至少应该从两个方面增加退市要求。

一方面是上市的REITs分红比例持续不达标的应该取消其REITs资格，按照一般金融产品处理。严重违规开展开发建设业务要取消上市资格。交易基础设施资产或者其他REITs份额导致不满足REITs的，应设定期限。

另一方面是主动申请退市的情况。应该明确规定主动退市条件，包括发起退市的份额持有人持有的比例超过50%，支付对价应当在二级市场价格基础上进行协商

等。如果二级市场不活跃，则支付对价应该以发行价格或者独立第三方的估值为基础。此外，还需要考察退市后经济职能的变化情况。

#### (六)适当放宽开发建设的限制

适当放宽REITs从事开发建设，可以让REITs实现开发、运营、退出的业务闭环。这在成熟市场有比较成功的例子。对于公司制REITs，可以允许其持有开发类子公司股权。对公募基金REITs，有两种方式参与基础设施开发建设：一是允许公募基金持有开发建设子公司股权，二是允许专项计划持有开发建设公司股权。对于信托REITs，由子信托持有的资产管理公司从事基础设施开发建设。对于私募REITs，则可以在法律法规允许的范围内采取灵活多样的形式。

无论是哪种形式，都需要限制开发建设业务的范围。例如不能从事与REITs持有资产种类无关的领域，不能超过REITs总资产的一定比例。

#### (七)政府选择标杆项目并推动上市

基础设施REITs属于金融创新产品，与传统的股票、债券、基金都有较大差异。在市场起步阶段，由政府监管部门选择标杆项目从两方面解决相关参与方的认知问题：一方面政府力量可以快速确立标准，引导发行人和金融中介机构的行为；另一方面典型项目可以让投资人更快地认可新产品。

#### (八)投资者保护

投资者保护是资本市场永恒的主题。除了现有的投资者保护法规外，还需要针对REITs的特殊性做一些补充规定。

一是保证发行人作为资产管理人时和投资人有对等的协商地位。在内部管理人模式下，资产管理人也是投资者的一部分。可以比照现有的上市公司投资者保护规则。在外部管理人模式下，可以参考基金和信托的投资者保护规则。但是，对于影响较大的意外事件，如发生不可抗力时交通、水电暖气等的暂停收费决策，还需要个别规定。

二是利益关联人的问题。对于退市、清算等涉及投资人重大权益的事项，除了投票权比例外，还需要审核对中小投资者的影响，防止发行人和大机构侵害中小投资者。股东大会或者持有人大会的决策事项对国家或者

地方有重大经济影响的，既要保证REITs市场为基础设施融资的功能，也要防范地方政府和国企违规干扰金融产品正常运行。

三是关于金融中介机构监管。一要从产品端强化监管，保证金融机构在REITs发行、推介过程中尽职尽责。二要从投资端强化监管，保证金融机构做好投资者筛选，保证投资者对基础设施REITs有基本的知识和判断能力。金融中介要做好投资者教育和投资者风险分类，及时督促相关方按时完成信息披露。

四是确立临时托管人制度。特别是针对资产管理人不能正常履职尽责，股东大会或持有人大会尚未确定新资产管理人的情况。

五是具有重大经济职能的基础设施资产REITs被其他机构取得了控制权的情况。没有基础资产管理能力的投资人，在取得控制权之后，更换资产管理机构必须向股东/持有人大会和监管机构提供充足的证明。

## 六、基础设施公募REITs试点分析

本部分分析证监会和发改委推出的基础设施公募基金REITs试点产品。依据证监会发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(证监会公告〔2020〕54号)(以下简称《指引》)，此次试点的REITs采取封闭式公募基金，80%以上投资于资产支持证券。《指引》意在利用公募基金和类REITs的优势，但依然存在一些问题，主要体现在税收和各相关方职能规范上。产生问题的主要原因是定位不明。《指引》用封闭式私募基金是用集合投资定位REITs，但没有确立基金管理人的投资机构身份。《指引》要求基金管理人负责日常运营，是典型的内部管理人模式，属于传递通道定位。混合定位会导致监管政策规定的复杂性。

除了定位问题外，还存在直接套用现有产品，但没有注意到产品由债权变成股权带来的问题。即将类REITs直接权益化导致资本弱化结构(股权:债权 $\geq$ 1:2)包含看了跌期权。以一个简化情形说明这个期权对REITs估值的影响和发生概率。简化情形的假设条件为：(1)项目公司受原始权益人完全控制，专项计划内部没有分级且私募基金没有分级；(2)私募基金持有项目公司股权价值为 $S$ ，债权本金为 $L$ ， $L$ 到期一次偿还；(3)假设项目公司的股息率

和债权利息均为 $q$ ；(4)不考虑赋税和经营成本；(5)债权期限与REITs期限相同，基础资产特许经营权可续期或者期限长于REITs期限。

先给出解析公式。基础设施资产特许经营权的价值/所有权价值为 $IN$ ， $IN=S+L$ ， $S:L>1:2$ 。未来现金流折现值对专项计划的覆盖比例为 $x$ ， $x>1$ 即现金流超额覆盖， $x=1$ 即资产价值完全变现。债权无违约风险时REITs的价值应该是 $R=IN/x$ 。于是股权价值可以表示为 $S=Rx-L$ 。REITs波动率记为 $\sigma$ 。假定REITs的存续期 $T$ 。无风险利率记为 $r$ 。在存续期内任意交易日 $S_T \leq 0$ 就触发期权行权的话，就是一个美式看跌期权。美式期权价值和行权概率要高于欧式。为了计算简单仅给出欧式的结果。

由Black-Scholes公式，期权价值为：

$$P_T = \frac{L}{x} e^{-rT} F(-d_2) - Re^{-qT} F(-d_1)$$

其中， $d_1 = \frac{\ln(\frac{R}{L/x}) + (r - q + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$ ， $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ ， $F$ 为累积正态分布函数。在到期日，价格下跌至 $S_T \leq 0$ (即 $R_T < L/x$ )时原始权益人最有利的选择是回购REITs份额不再偿还债务。发生概率为：

$$Prob_T = F(-d_2)$$

可以看出：(1)价格波动越大，回购概率越高；(2)债权比例越高，回购概率越高；(3)现金流覆盖率越高，回购概率越低；(4)公募基金在购买资产支持证券时应该打折；(5)如果触发期权行权，原始权益人回购REITs份额是经济上最有利的选择。

看一个数值例子(数值来自中交路建于2020年6月9日在深交所发行的类REITs)。专项计划总规模 $IN=47.05$ 亿元， $x=1$ ，债权比例达到上限即 $S:L=1:2$ ，REITs期限24年。假设市场无风险利率 $r=3\%$ ，预期波动率和股市接近 $\sigma=15\%$ ，股息率和债权的利率都是 $q=3.48\%$ 。可以算出 $P_T=2.95$ 亿元，则公募REITs购买价格应为 $R=44.1$ 亿元；回购发生概率较高，为 $Prob_T=49\%$ 。如果降低债权比例至20%，即 $S:L=4:1$ ，则 $P_T=0.05$ 亿元，回购发生概率降低为 $Prob_T=4.79\%$ 。

## 七、结语

在REITs起步较早的市场，经过市场不断发展、法规

反复修改之后，基础设施资产才开始成为REITs标的。在多数后发市场，都是参考成熟市场、立足自身法律体系、在政府直接参与市场的情况下推出的，基础设施REITs普遍取得成功。基础设施占美国占REITs的三分之一，在日本、澳大利亚约为十分之一，在英国、新加坡约为六分之一。本文借鉴成熟市场经验，并结合国内市场实际情况探讨了基础设施REITs法规政策制定的原则和一些重要的规定。

在制定法规政策时还应该立足于经济发展的实际需要，依据市场需求确定产品形式，为了保证市场公平需要对优惠政策采取审慎态度。政府和监管机构联合选择代表性资产首发，利于市场尽快建立一致预期。

从产品法律属性看，REITs立法有了REITs的两类逻辑起点。一类是将REITs看作传递工具，一类是将其看作集合投资。这对应了不同的产品形式、管理模式、监管方式和税收制度。可以在不影响市场公平的情况下采取税收优惠。以地方税收返还和特殊地区减免为代表的税收优惠政策也可以运用于基础设施REITs。

可以利用国内金融市场现有的特征，在交易所市场、银行间市场、私募市场、地方股权交易平台都推进相应的基础设施REITs产品进行试点。

基础设施REITs法规政策应该首先处理好与现有法律的关系，特别是与现有金融法律法规政策、基础设施相

关法律法规政策、税务法律法规政策的关系，要能与现有法规政策相融合。处理好发行人特别是政府平台发行人与金融市场投资人的关系，在两者不一致时设置合适的分歧处理机制。

在会计准则上，应该调整REITs的会计准则，允许发行人以在一定条件下采取成本法计量，以此来保证发行人，特别是政府平台发行人在财务规则上的连贯性。

由于基础设施资产特许经营权、土地使用权等是有期限的，因此还需要对产品期限以及产品的运营规则如资产交易、再融资、退市等进行配套设计，才能实现产品长期存续。

本文也对证监会和发改委的基础设施公募基金REITs试点法规进行了分析。特别是资本弱化结构在公募基金REITs中有违约期权的功能，会对产品的发行、交易、定价、管理产生非常大的影响。建议在配套法规中细化规定资本弱化结构。

本文提出，基础设施REITs作为资本市场产品，需要通过一系列的法规政策配套措施，以保证REITs市场健康发展，有效促进基础设施发展。这些配套法规政策既需要借鉴国内外经验，也需要充分结合现有的法规制度和市场现状。 ■

【此文由中国证券业协会2020年度优秀课题“完善法规政策环境促进基础设施REITs服务国家经济发展研究”(2020SACKT036)改编】

## 参考文献：

- [1] 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, (23): 48-57.
- [2] 陈琼, 杨胜刚. REITs发展的国际经验与中国的道路选择[J]. 金融研究, 2009, (9): 196-210.
- [3] 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, (3): 121-124.
- [4] 薛怀宇, 杜晓军, 张涛. 境外房地产投资信托(REITs)发展对我国的启示[J]. 金融理论与实践, 2009, (2): 107-111.
- [5] 邹静, 王洪卫. REITs——文献综述[J]. 产业经济评论, 2018, (2): 35-46.
- [6] Ambrose B W, Linneman P. REIT organizational structure and operating characteristics[J]. Journal of Real Estate Research, 2001, 21(May/Jun): 141-162.
- [7] Brockman P, French D W, Tamm C. REIT organizational structure, institutional ownership, and stock performance[J]. Journal of Real Estate Portfolio Management, 2014, 20(1): 21-36.
- [8] Brown D T, Riddiough T J. Financing choice and liability structure of real estate investment trusts[J]. Real Estate Economics, 2003, 31(3): 313-346.
- [9] Capozza D R, Seguin P J. Debt, agency, and management contracts in REITs: the external advisor puzzle[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 2000, 20(2): 91-116.
- [10] Howton S D, Howton S W, McWilliams V. Equity vs debt financing of REITs: a survey of determinants of the security issue decision[J]. Briefings in Real Estate Finance, 2003, 3(2): 147-157.
- [11] Subrahmanyam A. Liquidity, return and order-flow linkages between REITs and the stock market[J]. Real Estate Economics, 2007, 35(3): 383-408.
- [12] Basse T, Friedrich M, Bea E V. REITs and the financial crisis: empirical evidence from the U.S.[J]. International Journal of Business and Management, 2009, 4(11): 3-10.