

内容提要

房地产业已成为我国国民经济新的增长点和支柱产业,但一直以来房地产开发资金过多依赖于银行贷款。商业银行通过房地产开发流动资金贷款、房地产开发项目贷款、住房消费贷款等方式直接或间接地承受了房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。近几年,中国人民银行为了维护市场健康发展,严格限定对房地产企业的信贷,常规的银行融资渠道的门槛已大大提高,传统金融渠道紧缩,房地产开发商资金普遍吃紧,资金成为制约行业发展的瓶颈。同时我国加入 WTO,国外房地产业凭借雄厚资本和完善的融资手段给我国房地产带来了强有力的冲击。房地产业的竞争已经变为对未来新型的房地产金融资本市场竞争。房地产金融业融资手段多元化和金融手段的创新已经成为一个趋势。因此我国房地产投资信托基金的出现是必然的结果。

房地产投资信托基金不但可以满足开发房地产业对资金的渴求,缓和银行等金融机构的资金压力,也为广大投资者提供了一条新的投资渠道,可以吸引社会上的分散资金,发挥基金的规模优势,推进相关产业的快速发展。本文从我国房地产业发展的现状出发,分析了我国发展房地产投资信托基金的可行性,借鉴国外房地产投资信托基金发展的经验,提出了我国上市房地产投资信托基金的产品设计。

如何在现有的法律框架下,避开现有的法律制度障碍,以最小的代价制定适合房地产投资信托基金产品发展的专项法规,是法律制度分析中试图解决的一个问题。现有的法律制度中,与房地产投资信托基金发展密切相关的《公司法》和《信托法》在不同领域、不同程度上对房地产投资信托基金产品的发展有所限制。笔者以最小法律制度障碍为目标,分析最有可能的产品发展模式。在决定了产品发展的路径后,根据房地产投资信托基金产品的特性和要求,提出具有较高可行性的产品结构及其功能,并对其结构功能的要求作了详尽的阐述。最后,指明了我国目前发展房地产投资信托基金的一些制约因素,提出了政策建议。

关键词: 房地产 投资基金 房地产投资信托基金

Abstract

Real estate has been turning into one of the new growth engines of our national economy. With the booming of financial and real estate in recent years, and the coming of WTO, we should face to the more intensely compete to the multinational real estate corporations. The innovations in real estate financial instruments and the news types of real estate financial capital markets would be the sharpest weapons in the competition. The Real Estate Investment Fund is the necessary outcome of the certain developing stage in the real estate industry.

In this thesis, based on the status of real estate industry in our country, the advantages of real estate investment fund were drawn out. The investment fund not only broadens the financing channel of real estate industry, and more, because of its clear equity capital structure, investors could monitor the actions of the investment fund company effectively, so that the proceeds of fund could be increased.

At first, the background and basic concepts were introduced in this thesis. Secondly the significance to the development of our real estate industry and enterprises and to the investors of real estate investment fund was discussed. Then the types of real estate investment fund were systematically introduced, and its feasibility on the background of Chinese Economy was analyzed. The detailed operational mechanism and programs were also analyzed.

The main running model-Real Estate Investment Trusts (REITs) was introduced in this thesis. The exercisable running models and investment directions of Chinese Real Estate Investment Fund were analyzed according to the advanced model from abroad and the circumstance of domestic real estate industry. The possible obsessions were also analyzed, and the countermeasures were put out. The obstacles for the Chinese Real Estate Investment Fund were discussed, and the advices on the urgently key issues were drawn out.

Key words: Real Estate Investment Fund Real Estate Investment Trusts (REITs)

引言

一、研究的背景和意义

在过去的几年中,房地产业得到了飞速的发展,每年超过20%的增长,对GDP的增长贡献是其他的产业不可比拟的,房地产业实际上已经成为国民经济的支柱产业。房地产业是资金高度密集的运作体,开发投资规模大、周期长,使得房地产开发、投资需要的资金量巨大,一直以来房地产开发资金过多依赖于银行贷款。商业银行通过房地产开发流动资金贷款、房地产开发项目贷款、住房消费贷款等方式直接或间接地承受了房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。

我国房地产业的现状和加入WTO组织后的所面临目前的经济形势,表明房地产业主要的竞争将来自房地产金融手段的创新和未来新型的房地产金融资本市场竞争。2001年6月,中国人民银行发出了《关于规范住房金融业务的通知》,对于主要依靠项目贷款和期房销售回款来维持项目运作的发展商来说是一个最为严峻的考验,2003年6月中国人民银行出台《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,接着又连续三次调整准备金率,2004年4月国务院下发通知“将房地产开发固定资产投资项目(不包含经济适用房)资本金比例从20%提高到35%及以上”。房地产金融调控措施频频出台,这一系列政策的出台表明,中央对投资过热行业的调控力度越来越大。在经历了一系列土地、贷款政策变动后,对“虚火”上升的房地产市场造成不小的影响。常规的银行融资渠道的门槛已大大提高,传统金融渠道紧缩,房地产开发商资金普遍吃紧,资金成为制约行业发展的瓶颈,房地产业的竞争逐步进入融资手段的竞争。

如何能够既要促进产业健康发展,又要有效防范贷款风险,中国房地产金融体系陷于两难境地。房地产业的资金来源如何走出困境,继续发挥其为房地产业“输血”的功能,如何有效实施房地产业金融化,这都需要解决。房地产融资渠道必须多元化,创新房地产金融工具,积极寻求新的融资渠道。而目前大量分散的社会资金、机构资金由于缺乏有效的投融资渠道和投资工具,又难以聚集起来进行大型项目投资,因此,创新金融工具——利用房地产投资信托投资基金这种方式筹集社会资金已经成为房地产金融的发展必然。

房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称：REITs）是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。它是根据1960年美国国会《房地产投资信托法案》的规定，按一定的法人组织形式组建而成的。从本质上讲，房地产投资信托基金是一种信托投资基金，它通过组合投资和专家理财实现了大众化投资，满足了中小投资者将大额投资转化为小额投资的需求，并在一定条件下可以免交企业所得税。同时，房地产投资信托基金又类似于一个产业公司，它通过对现存房地产的获取和经营来获利，在不改变产权的前提下提高了房地产资产的流动性和变现能力，因此它是一种证券化的产业投资基金。

房地产投资信托基金不但可以满足开发房地产业对资金的渴求，缓和银行等金融机构的资金压力，也符合投资者均衡投资风险的需求。房地产投资信托基金的特性决定了其具有保值增值的能力，可以减弱诸多非系统因素的影响。房地产投资基金的出现丰富了投资品种，为广大投资者提供了一条新的投资渠道，可以吸引社会上的分散资金，发挥基金的规模优势，推进相关产业的快速发展。同时，基金管理人由于是高水平投资专家，可以通过项目选择与最优的投资组合确保基金在最大程度上保值增值，使广大投资者受益。发展房地产业投资基金不但符合投资者和房地产企业的需求，而且房地产基金还可以采用公司型等变通方式规避政策壁垒。房地产投资基金的优势在于其对房地产企业的投资属于股权投资，不会给企业增加债务负担；房地产投资基金以分散投资、降低风险为基本原则，其在一个房地产企业的投资不会超过企业净资产额的一定比例，因此企业不会丧失自主经营权；房地产投资基金作为投资者，对房地产企业的运行能够起到一定的外部监督作用，增强其运行的透明度，有利于促进房地产业健康发展。

当前，美国每一个大城市的房地产项目都活跃着房地产投资基金的影子，大约有 300 个房地产投资信托基金在运作之中，管理的资产总值超过 3000 亿美元，其中三分之二在交易所上市交易。房地产投资信托基金已经在美国房地产金融体系中占有十分重要的地位，并且作为“具有流动性的房地产”，对美国整个经济体系产生了深远的影响。自 2000 年起，房地产投资信托基金在亚洲有了突破性发展。新加坡货币管理局在 1999 年 5 月颁布了《财产基金要则》，并在 2001

年的《证券和期货法》对上市房地产投资信托基金作出相关规定，到 2003 年底已有 2 个房地产投资信托基金在新加坡交易所上市。日本在 2000 年 11 月修改了投资信托法，修改后的投资信托法准许投资信托资金进入房地产业。2001 年 3 月东京证券交易所建立了房地产投资信托基金上市系统。2001 年 11 月，2 家房地产投资信托基金在东京证券交易所上市。到 2003 年底，已有 6 家房地产投资信托基金在东京证券交易所上市。韩国在 2001 年 7 月颁布了《房地产投资公司法》，为房地产投资信托基金发展提供相关的法律制度。随后，韩国证券交易所修改了上市规则，制定了房地产投资信托基金上市的相关条例，现已有 4 家房地产投资信托基金在韩国交易所上市。2003 年 7 月 30 日香港证券和期货事务监察委员会（“香港证监会”）颁布了《房地产投资信托基金守则》，对房地产投资信托基金的设立条件、组织结构、从业人员资格、投资范围、利润分配等方面作出明确的规定。近年来欧洲、南美洲的一些国家都针对房地产投资信托基金制定专门的立法，推进房地产投资信托基金的发展。荷兰于 80 年代将房地产投资信托基金引入其市场后，欧洲市场也开始认识并发展房地产投资信托基金产品，比利时在 1995 年推出其房地产投资信托基金产品。澳大利亚在 80 年代引入房地产投资信托基金的概念，其产品被称为上市地产基金，目前有 46 家上市地产基金，总资产超过 450 亿澳元。截止 2003 年底，已有 18 个国家和地区制定了房地产投资信托基金的法规，预计近期内会有更多的国家加入这个行列。

在这些成熟市场的指引下，房地产投资基金在我国的出现已经成为必然趋势。可以预料，随着市场竞争的进一步加强和公司规模的扩大，房地产业融资渠道会向多元化发展，同时顺应房地产资产证券化的要求，房地产投资信托基金将很快发展起来，为开发企业提供巨大支持，促进房地产业的发展。

二、研究成果

房地产金融的研究相对于它的现实意义来说，在很大程度上是很不足的，而对于房地产金融中的房地产投资信托基金的研究可以说只处在刚刚开始阶段。

（一）国际上的研究

从 1775 年英国第一家“克特利住房协会”的出现到现在，住房金融在世界

上已有二百多年的历史。但直到二十世纪三十年代大萧条后美国建立类似商业银行管理体制的住房金融体制，现代意义的住房金融在国际上才得到长足的发展。第二次世界大战后，欧美各国和一些发展中国家结合本国的经济发展和金融制度创新了各具特色的住房金融。由于住房金融具有很大的地域国别性，加之现代的、正规的住房金融发展时间不长，所见住房金融的国际研究文献还不多。目前比较权威的观点是世界银行专家马克·博立特的《住房金融》，1990年由改革出版社在我国翻译出版。马克·博立特主要从筹资方面研究住房金融，他认为任何住房金融系统都必须能提供长期贷款，要提供长期贷款就必须有稳定的资金来源。马克·博立特只是概括了二十世纪七十年代以前的世界各国住房金融工具的使用情况。

第二次世界大战以后，世界经济迅速发展，城市化进程加快，金融体制不断创新，各国的住房金融都进入了快速发展时期。由于各国政治、经济特别是金融制度的不同使各国的住房金融呈现出差异。目前比较流行的观点认为，当前世界各国的住房金融模式分为三类：以美国为代表的抵押式住房金融体系；以德国为代表的互助储蓄式住房金融体系；以新加坡为代表的强制性储蓄的公积金住房金融体系。

（二）国内的研究

由于住房金融在我国的历史相对较短，所以各方面的研究均处于起步阶段。在一些房地产金融方面的杂志（例如：《中国房地信息》，《中国房地产金融》，《中外房地产导报》，等）与书籍中经常能看到有关这一方面的文章，但从总体来说，研究还较为分散，更多的是介绍、分析国外住房金融中可供借鉴的经验，对我国住房金融的发展提出理论设想。当前，随着住房制度改革不断深化与加快，有关住房金融的研究也越来越多，越来越注重与实践相结合，如：2000年由陈钊编著的《住房抵押贷款：理论与实践》系统介绍了住房抵押贷款及其证券化的相关理论与实际操作，联系实际提出我国住房抵押贷款一、二级市场的发展对策。2001年出版的由王洪卫等人合著的《中国住房金融：资金筹措与风险防范机制》一书中提出我国构建住房金融筹资机制的方法，同时介绍了我国住房风险防范机制的建设应包括的内容。2001年11月出版的郁文达所著《住房金融：国际比

较与中国的选择》重点从一国金融制度出发，对住房金融进行深入、全面、系统的考察，总结其中有规律性的东西，提出了对建立中国有效率的住房金融制度有所裨益的建议。

三、文章结构安排

本文在考察海外房地产投资信托基金市场发展的基础上，从产品设计的角度，分析适合我国市场环境和法律制度的上市房地产投资信托基金产品。产品设计分析主要从产品自身的特性和法律制度的可行性两个方面进行。

全文分四部分。第一部分分析了我国发展房地产投资信托基金产品的必要性与可行性，包括海外上市房地产投资信托基金市场的发展概况和我国房地产投资信托基金产品的发展环境；第二部分首先以最小法律制度障碍为目标，分析最有可能的产品发展模式，在决定了产品发展的模式后，根据房地产投资信托基金产品的特性和要求，提出具有较高可行性的产品结构，并对房地产投资信托基金产品的运作设计和为了实现其功能而对房地产投资信托基金产品设计的要求作了详尽的阐述；第三部分分析房地产投资信托基金产品对市场的影响和我国发展房地产信托基金的制约因素；第四部分对我房地产基金产品设计进行总结，并提出相关建议。

第一章 发展房地产投资信托基金的必要性和可行性

作为国民经济的先导产业,房地产业具有拉动国内需求促进经济增长的重要作用。据估计,“九五”到2010年期间我国房地产业将以平均每年20%左右的速度增长,年平均投资将达4000亿元以上。这样巨大的投资需求必然形成庞大的融资需求,也必然造成巨大的资金缺口,因此必须采取多种方式积极地利用外部资金。在投资主体多元化和我国投资基金逐步规范发展的情况下,构建房地产业投资基金不失为一个值得探索的途径。这一章,我们将结合国内的具体情况和国外房地产投资信托基金的发展经验对我国发展房地产投资信托基金的必要性和可行性作出分析。

第一节 国外房地产投资信托基金的发展

房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts,简称:REITs),是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金;它是根据1960年美国国会《房地产投资信托法案》的规定,按一定的法人组织形式组建而成的。

美国马塞诸塞商业信托是目前房地产投资信托基金的前身,由于经济利益的驱动,最初以信托作为公司形式是为了规避州法禁止公司以投资为目的持有不动产的规定。随后因其逐渐发展成为规避公司所得税的不动产投资组织,美国最高法院认为商业信托与公司相似,并视同联邦公司组织加以课税,导致其发展一度停滞。由于后来的投资信托法规不断健全,且经济发展态势良好,美国投资信托的发展又日益茁壮起来。着眼于投资信托的优点,1960年,在艾森豪尔总统任期的最后几个月前,签署了《内国岁入法》,其中856-859条的法文,规定满足了一定条件的房地产投资信托可以免征所得税和资本利得税,这就是最初的房地产投资信托法。

从本质上讲,房地产投资信托基金是一种信托投资基金,它通过组合投资和专家理财实现了大众化投资,满足了中小投资者将大额投资转化为小额投资的需求

求，并在一定条件下可以免交企业所得税。同时，房地产投资信托基金又类似于一个产业公司，它通过对现存房地产的获取和经营来获利，在不改变产权的前提下提高了房地产资产的流动性和变现能力，因此它是一种证券化的产业投资基金。

房地产投资信托基金在美国已有几十年的发展历史了，在美国，房地产投资信托基金的长期表现参差不齐，但它们虽然不一定总能缔造高于美国债券的收益率，却能持续地实现较股票高出300-600个基点的回报。

经过近40多年的发展，房地产投资信托基金在美国已经有了相当的规模。目前大约有300个房地产投资信托基金在运作之中，管理的资产总值超过3000亿美元，而且其中有近三分之二在全国性的证券交易所上市交易。美国房地产投资基金已经在房地产金融体系中占有十分重要的地位，并且作为“具有流动性的房地产”，对美国整个经济体系产生了深远的影响。

自2000年起，房地产投资信托基金在亚洲有了突破性的发展。新加坡货币管理局在1999年5月颁布了《财产基金要则》，并在2001年的《证券和期货法》对上市房地产投资信托基金作出相关规定，到2003年底已有2个房地产投资信托基金在新加坡交易所上市。日本在2000年11月修改了投资信托法，修改后的投资信托法准许投资信托资金进入房地产业。2001年3月东京证券交易所建立了房地产投资信托基金上市系统。2001年11月，2家房地产投资信托基金在东京证券交易所上市，到2003年底已有6家房地产投资信托基金在东京证券交易所上市。韩国在2001年7月颁布了《房地产投资公司法》，为房地产投资信托基金发展提供相关的法律制度。随后，韩国证券交易所修改了上市规则，制定了房地产投资信托基金上市的相关条例，现已有4家房地产投资信托基金在韩国交易所上市。2003年7月30日香港证券和期货事务监察委员会（“香港证监会”）颁布了《房地产投资信托基金守则》，对房地产投资信托基金的设立条件、组织结构、从业人员资格、投资范围、利润分配等方面作出明确的规定。

近年来欧洲、南美洲的一些国家都针对房地产投资信托基金制定专门的立法，推进房地产投资信托基金的发展。荷兰于80年代将房地产投资信托基金引入其市场后，欧洲市场也开始认识并发展房地产投资信托基金产品，比利时在1995年推出其房地产投资信托基金产品。

澳大利亚在80年代引入房地产投资信托基金的概念,其产品被称为上市地产基金,目前有46家上市地产基金,总资产超过450亿澳元。

截止2003年底,已有18个国家和地区制定了房地产投资信托基金的法规(表1.1),预计近期内会有更多的国家加入这个行列。

表1.1 投资信托基金在全球的发展¹(截止至2003年11月)

	国家或地区
北、南美洲	美国(1960) 加拿大(1994, 2003) 波多黎哥(1972, 2000) 巴西(1994)
亚洲	日本(2000) 新加坡(1999, 2002) 香港(2003) 马来西亚(1993, 2002) 台湾(2003) 韩国(2001) 土耳其(1998)
欧洲、大洋洲	比利时(1995) 荷兰(1980) 法国(2003) 德国(1987, 2002) 西班牙(1994) 卢圣堡(1988, 2000) 澳大利亚(1986)

资料来源:美国国家房地产投资信托协会(NAREIT)统计资料,2003年11月。

根据现有房地产投资信托基金投资的类型,可以将它们分为三种。

资产类(Equity):投资并拥有房地产,主要收入来源于房地产的租金。资产类房地产投资信托基金的目的在于获得房地产的产权以取得经营收入。它们直接控制房地产资产或通过合营公司来控制该资产。资产类房地产投资信托基金既对具体项目进行投资,如写字楼、住房等,也可以对某个区域进行长远投资。一般情况下,不同的资产类房地产投资信托基金的收益通常是不同的,它主要取决于投资者、经营者的经营策略。资产类房地产投资信托基金受利率影响相对比较小,因为资产类房地产投资信托基金可以通过提高租金来提高其现金流量。所以,资产类房地产投资信托基金在选择投资物业上就要求所选择的物业能持续增值,从而使其租金或房价有不断上涨的趋势。资产类房地产投资信托基金的魅力在于:通过资金的“集合”,为中小投资者提供了投资于利润丰厚的房地产业的机

¹括号内为相关法律的立法年份。

会；专业化的管理人员将募集的资金用于房地产投资组合，分散了房地产投资风险；投资人所拥有的股权可以转让，具有较好的变现性。

抵押类(Mortgage)：投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，收益主要来源于房地产贷款的利息。抵押房地产投资信托基金主要从事一定期限的房地产抵押贷款和购买抵押证券业务。机构本身不直接拥有物业，而将其资金通过抵押贷款方式借贷出去，从而获得商业房地产抵押款的债权。在过去，抵押房地产投资信托基金既可以投资于现有的物业，同时也可以投资于正在建筑的物业。但是现在的抵押房地产投资信托基金则只通过向现有物业提供短期或长期的抵押贷款服务，以获得各种相关手续费及贷款利差。通常抵押房地产投资信托基金股息收益率较资产类房地产投资信托基金高。不过根据风险—收益原理，高收益意味着高风险。抵押房地产投资信托基金受利率的影响比较大，其风险主要来自利率风险。抵押类房地产投资信托基金的投资魅力在于：为中小投资者提供了介入房地产抵押贷款市场、获得较高借贷利差的机会；专业化的管理人员将募集的资金用于多个房地产项目的抵押贷款，分散了房地产借贷风险；投资人所拥有的资产可以转让，具有较好的变现性。

混合类(Hybrid)：它是介于资产类和抵押类之间的一种房地产投资信托，混合类房地产投资信托基金采取上述两类的投资策略，具有资产类房地产投资信托基金和抵押类房地产投资信托基金的双重特点，即在从事抵押贷款服务的同时，自身也拥有部分物业产权。在理论上，混合类房地产投资信托基金在向股东提供该物业在增值空间同时，也能获得稳定的贷款利息。

第二节 房地产投资信托基金发展的原因

房地产投资信托基金之所以发展的如此迅速主要归功于其产品特性。通过对国外房地产投资信托基金的分析，我们发现其产品特性主要表现在以下几个方面。

一、股本金低、持股灵活

通常合股性质的公司或企业会要求股东的最低投资额不得低于 15000 美元，但对于房地产投资信托来说，每股通常只需花费 10-25 美元。同时房地产投资信

托基金对持股数量没有限制，既可以只购买一股，也可以拥有大量股票。因此，中小投资者通过投资房地产投资信托基金在承担有限责任的同时，可能间接获得在大规模的房地产投资中的收益。

二、属多元化组合投资、市场回报高

房地产投资信托基金通过多元化投资组合，选择不同地区和不同类型的房地产项目及业务，有效地降低了投资风险，取得较高的投资回报。根据阿伦·西蒙拉特 1997 年的研究，相对于市场上其它形式投资，1996 年美国房地产投资信托基金的市场平均回报高达 7.35%，同期道琼斯基础设施投资指数回报为 6.03%，而标准普尔 500、道琼斯工业、道琼斯交通等投资形式回报分别仅为 2.20%、2.11% 和 1.08%。不过，前面介绍的三种主要形式的房地产投资信托基金，即抵押投资信托、产权投资信托和混合型投资信托，其市场回报大小并不一致。按市场回报由大到小排列依次是：“抵押信托、混合信托、产权信托”；而投资增值幅度由大到小排列顺序是：“产权信托、混合信托、抵押信托”。

三、具有较高的流动性

房地产投资信托基金的股份一般在主要证券交易所进行交易，投资者可根据自身状况随时处置所持有的房地产投资信托基金份额，故房地产投资信托基金具有较高的流动性。从投资者的角度看，上市的房地产投资信托基金可以为他们提供迅速地退出的途径。房地产投资信托基金的流动性有助于建立和增强投资者的信心。

四、税收优惠、股东收益高

房地产投资信托基金的税收政策也吸引了众多投资人。房地产投资信托基金在税法上是一个独立的经济实体，如果基金每年度盈利的大部分以现金红利方式回报投资者，则无需缴交公司所得税，这就避免了对基金和股东的双重所得课税。此外，投资人可以通过提高基金的负债率和降低房地产资产折旧年限等方式来实现房地产投资信托基金的“账面损失”，这样就可以降低其应缴纳税收的基础。通常房地产投资信托公司是将每年盈利的大部分以现金红利方式回报给投资者。

再由投资者自己缴纳个人所得税，因此房地产投资信托基金所发红利特别高（图 1.1）。

五、实行专业化团队管理，有效降低风险

自 20 世纪 90 年代以来，美国房地产投资信托基金所募集的资金往往大多委托专业的管理公司自主、集中管理。管理人员为有经验的房地产专业人员，他们擅长于股市运作，时刻关注收益率变化，制订最佳的投资策略，可有效降低投资风险（图 1.1）。

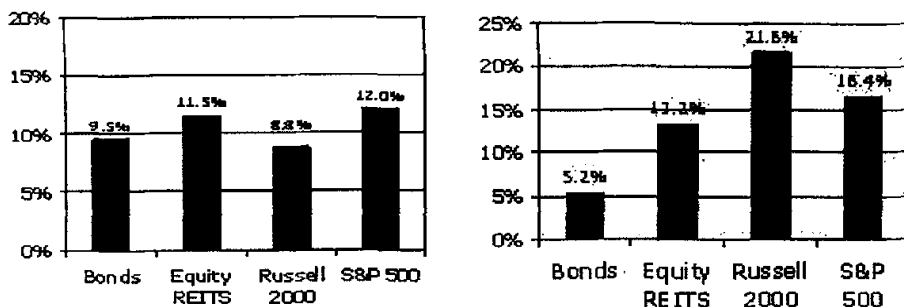


图 1.1 1983 年 6 月到 2003 年 6 月的年美国多种投资收益率和季度收益率的标准差比较
资料来源：<http://www.principalglobal.com>

六、灵活的金融投资及管理工具

作为一种现代房地产金融投资工具，房地产投资信托基金具有很大的灵活性。主要表现在：有基金创立机构、市场中间商（经纪人）及持有人的广泛参与；房地产投资信托基金可作为融资渠道；共同基金可以转换成房地产投资信托基金；房地产投资信托基金还可以作为一种证券工具，把一些机构或面临困境的物业销售商持有的分散房产包装上市，甚至也可以把整个纳税集团公司纳入房地产投资信托基金进行运作。

七、具有房地产业务和股票等金融业务的双重特性

房地产投资信托基金是唯一具有房地产业务和股票金融业务双重功效的金

融工具。作为股票等金融业务，房地产投资信托基金的股东和其它股东一样，通过报刊等收集相关资料作为投资决策依据，享受其收益分红；而作为房地产，房地产投资信托基金的投资人可以“拥有”几份物业，但却无真正所有人承担的各种负担。

但是，房地产投资信托基金也有一些不足之处，妨碍着它在房地产投资中更好的应用。这些不足主要表现在：第一，基金的损失不能转嫁给房地产公司股票持有人，这对基金创立、所有机构是不公平的；第二，有些新推出的房地产投资信托基金基金，由于没有历史收益记录，容易误导投资者、给投资者带来损失；第三，部分房地产投资信托基金并不公开它们持有的劣质物业资产信息，可能误导投资者的选择。

第三节 我国房地产金融业发展

一、我国房地产金融的发展现状

我国的房地产金融起步比较晚，发展也是走走停停。大体上，我们可以把它分为三个阶段。

第一阶段：萌芽期(1979-1987年)。1978年以前，我国一直实行高度集中的计划经济体制，国有土地实行无偿划拨、无限期使用，城市住房实行国家或单位统一投资、开发、分配和管理的制度。住房没有作为一种商品，住房建设资金无法实现良性循环。金融业对住房资金的管理也十分简单，仅限于对国家、地方财政和企业用于住房建设的投资，通过基本建设进行资金拨付与监督。1979年以后，随着我国经济体制改革的推进，国家住房投资逐步由财政无偿拨款转为银行贷款，建房由企事业单位各自实施转化为房地产公司统一开发建设，住房分配由单位购建并以低租金分配给职工逐渐向按市场经济规律将单位住房出租或出售给职工的方式转变。房地产业作为一个独立的产业部门开始形成，房地产金融业也因改革的需要应运而生。主要表现在：1979年基本建设投资拨改贷后，与基建投资一并下达的住房资金拨款转变为有偿有息的信用资金，住房投资逐步转向

信用化运行轨道，这标志着房地产金融业的诞生。1984 年国务院提出，各地组建房地产综合开发公司，对城市建设实行综合开发，并规定由建设银行提供周转资金，1985 年建设银行开始办理土地开发和商品房贷款业务。

第二阶段：发展期(1987-1993 年)。为配合房改 1987 年先后在山东、安徽两省成立了两家住房储蓄银行，是我国建国以来最先成立也是目前仅有的两家地方性住房专业银行。1988 年下半年，根据国务院《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革的实施方案》(国发[1988] 11 号文件)精神，各专业银行房地产信贷部迅速建立起来，形成目前专业银行内部的房地产信贷融资体系。与此同时，房地产金融业务得到迅速发展，到 1994 年，全国各商业银行房地产信贷部资产负债总额已突破 1000 亿元。

第三阶段：调整规范期(1994 年至今)。1993 年底，国家开始实行宏观调控，中国人民银行采取了紧缩银根的货币政策，对抑制房地产投资过热起到了至关重要的作用。全国房地产市场普遍出现低迷，房地产金融发展中存在的问题也逐渐暴露出来，我国开始规范房地产金融市场。主要表现在：第一，对房地产金融业务的规范。从 1994 年底到 1995 年底，中国人民银行先后下发了《政策性住房信贷业务管理暂行规定》(银发[1994] 313 号)、《商业银行自营性住房贷款管理规定》(银发[1995] 220 号)和《关于清理房地产信贷业务有关问题的通知》(银发[1995] 241 号)，把商业银行房地产信贷业务分为政策性和自营性业务两大类，并要求两类业务分账经营，分别核算。其中，自营性业务纳入中国人民银行下达的信贷规模计划进行考核，各商业银行的房地产信贷部不能办成相对独立的法人，经营业务要纳入银行统一核算。并规定，各商业银行对其房地产信贷部 1995 年底以前发放的自营性住房贷款进行清理，于 1996 年底并入各银行统一核算。这为全面反映银行的债权和债务，也为监控房地产信贷业务发展奠定了基础。2004 年建立银行房地产贷款核查制度，规定商业银行应对内部职能部门和分支机构进行房地产贷款发放质量的年度全面稽核，并形成稽核报告；规定具体的违规惩戒措施。第二，对房地产金融机构的规范。1996 年 7 月 25 日，中国人民银行发布了《关于清理商业银行国际业务部、房地产信贷部、信用卡业务部对外营业机构的通知》(银发[1996] 254 号)。文件的下发，为促进各商业银行加强内部管理，发挥整体经营功能，提高综合经济效益，同时为中央银行加强对各商业

银行的监管,规范商业银行经营行为起到了积极的作用。文件要求对各商业银行的对外营业机构进行改建和撤并。中国建设银行、中国工商银行房地产信贷部改建撤并后,分别保留了641个和494个对外营业机构。2003年6月5日,中国人民银行发布了《关于进一步加强房地产信贷的通知》(一般称为“121号文件”),对房地产开发贷款、个人住房贷款都做出了很多严格的规定。121号文件出台不久国务院又新下发了18号文件——《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》。2004年2月,中国银监会在网站(www.cbrc.gov.cn)发布《商业银行房地产贷款风险管理指引(征求意见稿)》。

二、我国房地产金融业存在的主要问题

中国加入WTO所带来的开放效应,必将加剧中国房地产市场的竞争程度。虽然中国的房地产业有较大的发展空间和上升潜力,未来仍将保持持续增长,蕴含着较大的投资机会,但目前中国房地产业仍然是一个不成熟和不规范的行业,房地产金融体系也蕴含着巨大的危机。

房地产行业的资金密集性特征决定了房地产行业实质上是一个准金融行业。中国房地产市场和房地产企业发展过程中所出现的许多问题都可归结为金融问题,中国房地产行业的问题和不健全很大程度上是房地产金融的问题和房地产金融体系的不健全。近20年中国房地产市场的发展显示,房地产市场的起伏与房地产金融及相关政策变动密不可分。房地产市场的危机往往就是房地产金融的危机造成的。因此,剖析中国房地产金融现状和存在的问题,是深刻认识房地产市场症结的关键。中国房地产金融业目前存在的主要问题:

(一) 单一银行体系支撑着中国整个房地产金融

长期以来,中国房地产业一直面临资金短缺问题。从房地产开发方面的资金需求现状来看,中国房地产开发企业除了自有资金外,主要依靠银行贷款来维持房地产行业的运行。来源于银行的资金往往占到房地产资金的70%以上,有些企业甚至达到90%。

据国家经贸委公布的2002年前三季度房地产投资情况数据,房地产开发资金主要来源于民间资本。数据显示,国内贷款1372.8亿元,占资金来源的22.7%;自筹资金1827.3亿元,占资金来源30.3%;其他资金2731.6亿元,占47%,其

中定金和预收款 2294.9 亿元，占资金来源的 38%。而所谓的自筹资金中又有 30%-40%来自于开发商流动贷款。因此，只有大约 18%的资金来自于房地产开发企业的自有资金，大约 12%的资金来自于银行对于房地产开发企业的流动资金贷款，银行对房地产开发项目直接贷款大约占到 23%，购房者预收款和建筑公司垫款的比例为 43%；而来自于其它渠道，诸如发行债券、引进外资等所占的比例仅为不到 4%。根据这样的推算，中国房地产开发企业的资金来源有 18%来自于自有资金，不到 4%来自于其它渠道，剩下的近 80%（包括土地储备贷款、房地产开发贷款、流动资金贷款、消费者按揭贷款和建筑企业贷款等）都来自于银行贷款。而这只是中国房地产企业的平均估计，很多中小房地产企业运作的自有资金往往仅占到总资金需求的 10%，甚至 5%。

这种单一的房地产资金供给是中国房地产金融的特点，也是中国房地产金融问题的集中体现，无论是效率问题，还是风险问题，其根源往往与这一特点密切相关。单一的银行体系支撑着整个房地产金融，进而支撑着中国房地产的整个产业体系，中国银行业的负载实在太太大，结果使金融政策只能在勉强支撑和减负之间摇摆，政策的变动往往给房地产金融和房地产市场带来强烈的冲击，形成“一收就死，一放就乱”的局面。同时，资金供给的单一性也是房地产金融不完备性的最显著表现特征。

单一银行体系的根源来自于中国房地产金融本身，同时也是中国金融制度在房地产金融领域的具体表现。中国房地产金融资金来源单一性问题要在中国金融制度改革进程的大背景下，在充分认识中国房地产金融不完备性的基础上，结合房地产金融本身的特征积极解决。

（二）中国房地产金融的资金融通效率低下

金融体系的核心作用是将融资需求和投资需求进行有效匹配，最大限度地将金融资源从过剩方向需求方融通。目前，中国金融资源的融通循环一定程度上是不通畅的，出现了金融资源错配的现象，或者说金融资源的融通循环中出现了堵塞。一方面存在着较大的资金需求得不到满足，另一方面却存在着大量资源的闲置，无法找到合适的对象进行投资。因此，中国金融体系的融通效率是低下的。

从中国金融的大背景来看，中国银行业存在着巨大的存贷差，到 2003 年 6 月已达 4.79 万亿元，表明中国金融业整体效率不足。大量的资金闲置在银行体

系，无法充分提供给实体经济，而大量的中小企业、民营企业无法得到发展所需的资金。同时 4.79 万亿元的存差也表明市场无法为这些投资者提供可供充分选择的金融产品。总体效率的低下自然会在整个金融领域充分表现，中国房地产金融是中国金融体系的一部分，自然会有所表现出来。

一方面，由于中国金融体制本身的非市场化特征，金融资源并非完全按照市场化的风险收益对称性原则进行效率配置，存在银行的金融资源有很大部分流向了那些规模小、风险大的房地产企业的现象。银行对所有制所形成的偏见、计划体制遗留下来的信用软约束倾向、相关人员的道德风险共同作用，使得金融资源的很大部分流向了那些自己享受收益，由银行承担风险的房地产企业，风险和收益失衡，金融资源在房地产行业的配置效率受损。

另一方面，中国房地产行业高速发展，其收益可以为资金剩余者提供分享增长的机会，而大量的存款滞留于银行的账面上，获得很低的收益，无法通过有效的市场渠道直接进入房地产行业，分享行业发展机会；然而，如果从更为宏观的角度来看，这些金融资源的所有者恰恰是房地产金融系统风险的最终承担者。因此，中国金融资源的提供者不但无法获得行业增长的收益，而且最终承担了行业本身的风险以及中国金融体制存在的固有的道德风险和体制风险。

以上分析表明，尽管融通效率低下的原因有更为宏观的经济金融体制背景，但如果能从房地产金融本身特征出发，减轻房地产金融对银行体系的依赖性，发展市场信用，即为有效金融资源需求提供金融资源供给，又为投资者提供了分享房地产行业增长收益的机会，同时将大大推进中国整个金融体制的改革进程，提升中国金融资源的配置效率。

（三）中国房地产金融蕴含着较高的系统性风险

系统性风险问题实质上是资金来源单一性和融通效率低下产生的风险在银行体系中的表现，房地产资金供给的 80%以上来源于银行本身就说明了风险的高度集中。事实上，构成中国银行业危机隐患的巨额不良资产很大程度上是 90 年代房地产泡沫所遗留下来的。面对入世后新一轮房地产行业的高速发展，银行仍将面临相同的问题，面临承载房地产业发展所不得不积累的风险，这种趋势已经从银行的资产组合的变化中逐步显现出来。1998 年我国房地产开发商业贷款约为 280 亿元，占金融机构贷款余额的 2.6%。到了 2002 年，我国的房地产开

发商业贷款上升到 680 亿元，占金融机构贷款余额的 5.6%。这种高度集中的风险如果不能得到很好的控制，将加大整个金融体系的系统风险，存在多米诺骨牌效应，容易发生金融动荡。因此，必须在理解系统风险和金融危机动因的基础上，对房地产金融体系进行制度创新，找到化解风险积累的制度安排。

（四） 房地产金融体系不完备

与成熟的房地产金融市场相比，中国房地产金融体系存在着极大的不完备性。就房地产金融一级市场而言，中国只有银行体系支撑着整个房地产行业的金融需求，而资本市场和直接信用的相对落后，使其几乎无法为房地产发展提供必要的金融支持，仅有的几家房地产上市公司可以获得非常有限的市场金融支持。另外，房地产二级市场只能说尚在酝酿中，按揭证券化似乎还需一段时间方能走到前台，发挥市场信用的作用。中国房地产金融的一级市场是残缺的，是缺乏市场信用的一级市场，而二级市场尚不存在，因此中国房地产金融是不完备的。

不难看出，中国房地产金融不完备性的核心问题是市场信用的缺乏，而发展市场信用不只是丰富房地产金融一级市场内涵的手段，也是创立房地产金融二级市场的前提。事实上，二级市场本身更多的是房地产间接金融的直接化和市场化。要完成这种房地产金融体系的重塑，核心手段是房地产信托和证券化。

房贷证券化是间接实现资金来源市场化和多元化的手段，对于加强房贷资金的流动，培育我国专业的房地产投资商，完备房地产金融体系有着重要作用，其影响是长期性的。相比之下，房地产投资信托基金同时活跃于两级市场的特点显示，它对中国房地产金融一级市场主体的多元化和二级市场的形成的作用更为直接和明显。

目前，我国房地产融资体系是以银行为中心的间接融资体系，深入地分析则可以发现，以银行为中心的间接融资体系，已经在很大程度不能适应我国房地产业和社会经济稳定发展的客观要求。

第四节 我国发展房地产投资信托基金的可行性

经过改革开放以来 20 多年的发展，我国金融市场体系已经得到逐步完善，

社会财富和金融资产不断增加,房地产业已经由低潮复苏开始步入稳步扩张发展阶段,我国投资基金市场已得到初步发展,这些都表明我国构建房地产产业投资基金所需的多种基本条件已经具备。

第一,我国庞大的居民储蓄存款规模为发展房地产投资信托基金奠定了坚实的物质基础。据统计,截至2002年12月底,我国居民储蓄余额为8.7万亿元,可以预见在改革开放不断深入和社会生产力不断发展的情况下,我国国民收入和金融资产还将有较快的增长。如此巨额的社会金融资产存量及源源不断产生的金融资产增量必然形成巨大的投资需求。但是长期以来,我国居民的投资渠道都过于狭窄,能真正满足居民投资的金融产品,即适销对路,安全性、流动性和盈利性匹配较好的产品仍显不足,而房地产投资信托基金作为一种追求长期增值收益的投资品种必定会受到投资者的青睐。因此,构建房地产投资信托基金就有了巨量的社会财富作为其坚实的物质基础。

第二,连续8次降息为发展房地产投资信托基金提供了有利的融资条件。根据人民银行的报告,自1996年以来,中国人民银行已经连续8次降低了存贷款利率,贷款利率累计下调7.42个百分点,银行利率已处于历史最低水平²。降息的一个直接影响是储蓄存款增长放慢,储蓄年增长速度已经从1995年的30%下降到2001年的14.7%左右。这样,大量的社会资金游离于银行体系之外,因此,构建房地产投资信托基金具有足够的资金供给保证,并且融资的成本比较低。

第三,我国房地产业的巨大发展空间为发展房地产投资信托基金提供了长期增值保障。国家的产业政策提出把房地产业尤其是住宅业作为国民经济的新增长点,对房地产业的限制逐步放宽,如取消了禁止房地产企业股票上市的限制。因此,我国房地产业作为国民经济的先导产业和支柱产业必将在国家的积极引导下稳步实现扩张。据人民银行的资料显示,1998年以来,房地产产业的发展对中国经济保持持续增长起到了举足轻重的作用。房地产业销售额以每年超过20%的速度增长,房地产投资额平均增长速度达到17.4%。到2003年,从事房地产开发的企业已有二万九千多家³,我国房地产业的发展空间非常巨大,而这样巨大的发展空间是发展房地产投资信托基金的主要资源,也将给其带来长期而丰厚的投资回报。

² 中国人民银行于2004年10月29日,将人民币的利率上调了0.27%,但融资成本依然不高。

³ 资料来源:《2002-2003中国房地产统计年鉴》,中国经济出版社,2003年。

第四，我国非银行金融机构的发展为房地产投资信托基金提供了组织保障。目前，我国的金融格局已发生很大变化，非银行金融机构如保险公司、证券公司、信托公司、融资租赁公司和财务公司等得到了很大的发展。产业投资基金往往是由非银行机构发起并联合其他投资者共同组织的，尤其以信托投资公司为主要发起人。我国的信托投资公司及证券公司经过这几年的整顿、清理和撤并后还有近300家，这些公司聚集了一大批既熟悉银行业务又精通信托证券业务的人才，也积累了丰富的实践经验，因而为构建产业投资基金包括房地产投资信托基金的发展提供了组织保障。

第五，国外房地产投资信托基金在成熟市场成功地发展和我国50多⁴家房地产上市公司的经营和监管经验，为房地产投资信托基金产品的设计提供参考依据。房地产投资信托基金的上市流程和交易规则与普通上市公司的规定基本一致，我国股票市场多年的发展也为其提供了良好的交易环境。

⁴ 2003年房地产类的上市公司有56家，但房地产业收入占总收入50%以上的公司有72家（根据WIND证券信息数据计算）。

第二章 我国房地产投资信托基金的产品设计

房地产金融的艰难处境表明我国有必要发展房地产投资信托基金, 房地产和金融业的发展又给我国发展房地产投资信托基金提供了可能。怎样的房地产投资信托基金才适合我国的具体国情呢? 这一章, 我们将对我国房地产信托基金产品的设计给出详尽的阐述。

第一节 房地产投资信托基金产品的模式选择

我国房地产业的发展 and 房地产投资信托基金在海外成熟市场的发展经验为房地产投资信托基金在中国的发展创造了良好的条件, 使房地产投资信托基金产品在我国的发展具有相当的可行性。目前, 我们选择的主要有信托计划、房地产上市公司和封闭式基金三种模式。

一、信托计划

从房地产投资信托基金的结构要求考虑, 房地产投资信托基金产品是一种集合资金投资计划产品, 信托计划模式是最符合房地产投资信托基金产品要求的结构。因此从长远发展考虑, 信托计划模式是我国房地产投资信托基金发展策略的首选。在发展过程中可借鉴香港和新加坡的房地产投资信托基金, 发展我国信托形式的房地产投资信托基金产品(图2.1)。信托计划模式的优势在于可以从结构上确立受托人和资产管理的职能, 在保证房地产投资信托基金的投资和收入分配策略顺利实施的同时, 有效地保护信托单位持有人的利益。

但是信托形式的房地产投资信托基金在我国现有法律制度中存在较大的障碍。第一, 如果以信托计划为基本模式, 建立类似于房地产投资信托基金的投资实体并发行上市, 投资者持有信托单位或进行转手交易, 在实施中会遇到现有法律制度在信托合同数量、收益权凭证和证券定义等方面的障碍。第二, 制度成本过高, 主要表现在对信托产品的监管。目前信托计划由中国人民银行审批和监

管，将房地产投资信托基金作为信托产品上市，涉及大量的各部门之间职责划分和协调。

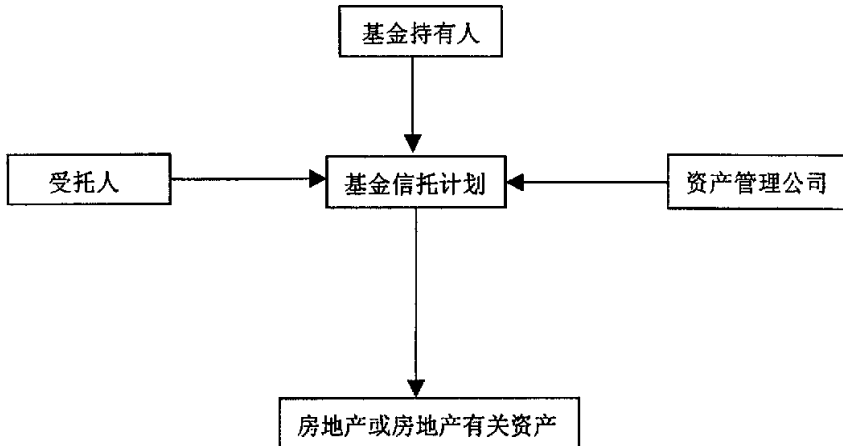


图 2.1 我国信托形式的基金产品结构

二、房地产上市公司模式

房地产上市公司模式的房地产投资信托基金是以现有的法律（如《公司法》和《证券法》）为依据，制定房地产投资信托基金专项立法，对公司结构、经营范围、资产要求、负债比例等方面作出规定，明确对房地产投资信托基金公司投资目标（持有和经营房地产）和收入分配（净收入的分红比例）的要求（图2.2）。在我国目前的法律制度下，发展房地产公司形式的房地产投资信托基金具有以下几个有利因素：第一，可以基本上以现有的法律如《公司法》和《证券法》为依据，法律障碍较少；第二，在实施过程中，现有上市房地产公司的发展过程和监管经验可以为制定实施细则提供客观的依据；第三，房地产投资信托基金的股东即是公司的股东，可以避免其他基金模式中基金管理公司股东和基金持有人之间的利益冲突；第四，从美国房地产投资信托基金的发展经验看，尽管大部分房地产投资信托基金产品采用信托计划形式，但在本质上仍属于投资公司类型⁵。日

⁵ 张育军著《美国证券立法与管理》，第125-127页，中国金融出版社，1993年。

本和韩国等国家的房地产投资信托基金专项立法准许房地产投资信托基金采用上市公司模式进行运作。因此,有海外房地产投资信托基金的相关经验可以借鉴,特别是美国房地产投资信托基金发展的经验。

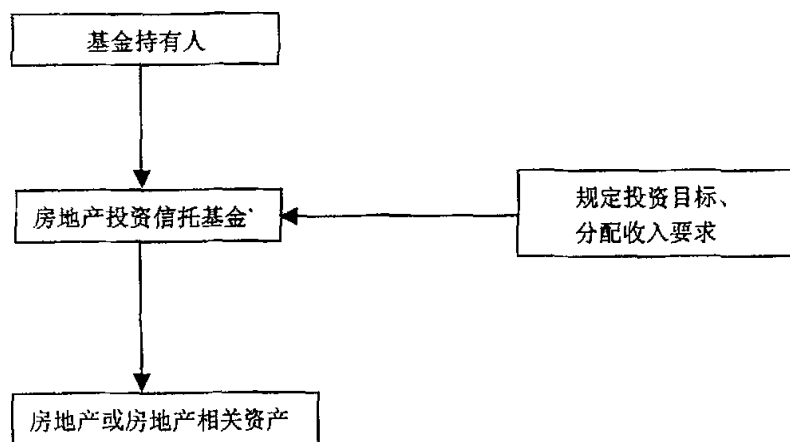


图2.2 房地产公司管理型(房地产投资信托)基金

但是,以房地产公司形式发展房地产投资信托基金产品也面临着难以突破的障碍。第一,《公司法》在发行上市方面的规定限制了以房地产项目为资产的房地产投资信托基金的发行和上市。《公司法》中上市发行的重要条件之一是“上市公司在最近三年内连续盈利,并可向股东支付股”⁶;《公司法》要求“拟上市的企业必须开业时间在三年以上,最近三年连续盈利”⁷。第二,公司的对外权益投资不得超过公司净资产的50%,这对主要是通过收购新的地产项目而实现增长的房地产公司来说是一个很大的障碍;第三,由于是公司形式,公司的管理功能与房地产项目的管理合二为一,潜在的利益冲突是较难解决的问题。

三、封闭式产业基金模式

封闭式产业基金模式的房地产投资信托基金由基金管理公司、托管机构(银行)、基金持有人组成(图2.3)。在基金管理公司成立后,由基金管理公司发

⁶ 《公司法》第137条(二)。

⁷ 《公司法》第152条(三)。

起房地产投资信托基金。基金管理公司可以形成自己的房地产管理团队，也可以聘用专业房地产管理公司在投资、管理、业务扩展等方面进行专业管理。为保证封闭式基金形式的房地产投资信托基金的顺利运行和风险控制，在房地产投资信托基金的法规中，可采取类似于香港对参与各方的规定，对受托人、房地产管理公司的资格和责任予以相应的规定（见下文对参与方职能的讨论）。

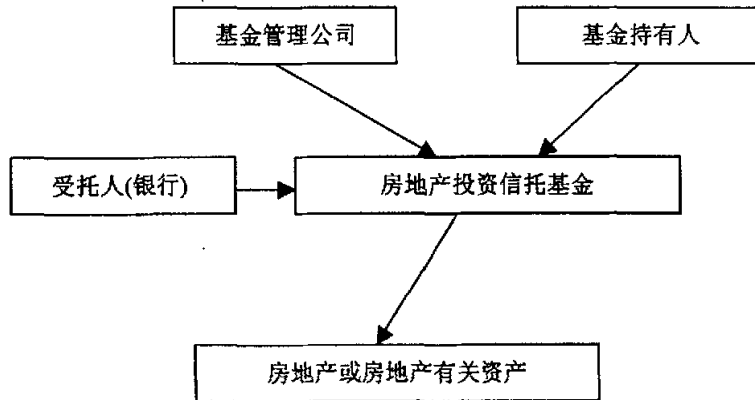


图2.3 封闭式产业基金模式

封闭式基金房地产投资信托基金的主要优势在于：第一，可以借鉴现有的封闭式证券投资基金运作和监管经验；第二，基金管理公司采取公司形式，由基金管理公司发起契约形式的房地产投资信托基金，这样的结构可以避开《公司法》对公司上市前经营历史的要求以及对外权益投资的限制；第三，在基金结构中引入房地产业的专业管理人员对房地产进行投资和管理的运作模式。

发展封闭式基金形式的房地产投资信托基金产品并不是没有任何障碍。最大的障碍在于产业投资基金类的法律制度不完善。目前有关投资基金的法律是《证券投资基金法》，所针对的投资基金是证券投资类的基金，而不是产业投资类的基金。因此，尽管以房地产业为投资领域的房地产投资信托基金在结构上与封闭式证券投资基金相似，但《证券投资基金法》不能适用于房地产投资信托基金产品。除了法律制度方面的障碍外，封闭式基金形式的房地产投资信托基金在结构上仍然有一定的缺陷，主要是公司型基金管理公司和契约式基金之间矛盾，表现

为基金单位的持有人（投资者）不是基金管理公司的股东，而基金管理公司的股东可以在公司设立的时候以相对较少的资金作为投入，形成了基金管理公司的股东对公司的经营管理有决策权，而基金的投资者对基金管理公司的决策没有“话语权”的局面。

从最小法律制度成本的要求看，每一种模式都有各自的发展优势和面临的障碍（表2.1）。在所考虑的三种模式中，信托计划是最符合房地产投资信托基金产品要求的结构，但是在现有的法律制度中，需要突破相当的法律制度限制，难度较大。房地产公司型房地产投资信托基金所面临的法律制度方面的障碍主要是《公司法》对公司上市前经营历史的要求，在法律制度上较难突破。封闭式产业基金的路径具有结构上的优势，可以充分利用专业房地产管理公司的服务，提高资产管理水平，便于发展稳定的房地产投资信托基金产品；但是缺乏有关产业基金的法律和法规，在实施中需要有关部门颁布房地产投资信托基金的专项规定和条例。从上述三种发展模式的利弊可以看出，在我国目前的法律制度框架下，较为可行的房地产投资信托基金产品设计必须具有两个方面特征：第一，上市房地产投资信托基金的经营模式必须是以投资者（持有人）利益最大化为目标，信息披露和监管应该不低于对普通上市公司的相关要求，因此所设计的房地产投资信托基金产品从运作到监管应该是与普通的上市公司相似。第二，由于现有的法律制度⁸对公司型和信托型房地产投资信托基金有难以突破的限制，基金型的房地产投资信托基金产品成为值得考虑的形式；基金型的房地产投资信托基金产品结构既可以避免与《公司法》有关公司上市条件的规定相冲突，又可以借鉴我国证券市场发展过程中对证券投资基金的立法过程⁹，以最小的法律制度代价推出为市场所接受的投资产品，在发展中再进行规范。具体来说，在制度设计上，只需要证监会出台有关房地产投资信托基金设立、发行、上市和监管的规定和条例，所需要突破的制度障碍较小。

经过上面的分析，我们提出能够结合上述两个要点的房地产投资信托基金产品模式：由管理人、托管人、持有人组成，基金单位上市的契约型上市房地产基金（Listed Property Funds-LPFs）。

⁸主要是《公司法》和《信托法》。

⁹1997年中国证监会公布的《证券投资基金管理暂行办法》（证委发〔1997〕81号）是证券投资基金发展的法律依据，2003年通过了《证券投资基金法》，完成了由行政法规到专项立法的过程。

表2.1 我国房地产投资信托基金产品模式的法律比较

模式	主要业务操作	主要限制	涉及法律、规章
公司型	上市	开业时间在三年以上,最近三年连续盈利	《公司法》第152条(三)
	发行	公司在最近三年内连续盈利,并可向股东支付股利	《公司法》第137条(二)
信托型	资金信托	信托合同份额不得超过200份(含200份),每份合同金额不得低于人民币5万元(含5万元)	《信托投资公司资金信托管理暂行办法》(中国人民银行2002年6月26日,第6条)
	公募或私募	信托产品只能以私募的形式发行	《信托投资公司资金信托管理暂行办法》(中国人民银行2002年6月26日)第4条
	信息披露	无规范的信托计划信息披露要求	《中国人民银行关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知》(银发[2002]314号)第5条)
封闭式	设立专项规定	需对设立条件、结构、投资范围、收入分配比例作出明确规定	可参照《证券投资基金法》

第二节 房地产投资信托基金产品的结构和运作设计

由于我国目前的法律制度对发展公司型房地产投资信托基金有难以突破的限制,我们建议采取契约型投资基金的模式发展我国房地产投资信托基金产品,将其名称暂定为上市房地产投资信托基金。如前文所述,发展契约型的上市房地

产投资信托基金符合最小法律制度代价的设计原则，只需要证监会出台有关上市房地产投资信托基金设立、发行、上市和监管的规定和条例，所需要突破的制度障碍较小。我们所建议的房地产投资信托基金产品是在借鉴海外房地产投资信托基金市场发展的基础上，结合中国的法律制度及市场发展状况而推出的一种利益共享、风险共担的契约型信托投资产品（结构见图2.4）。

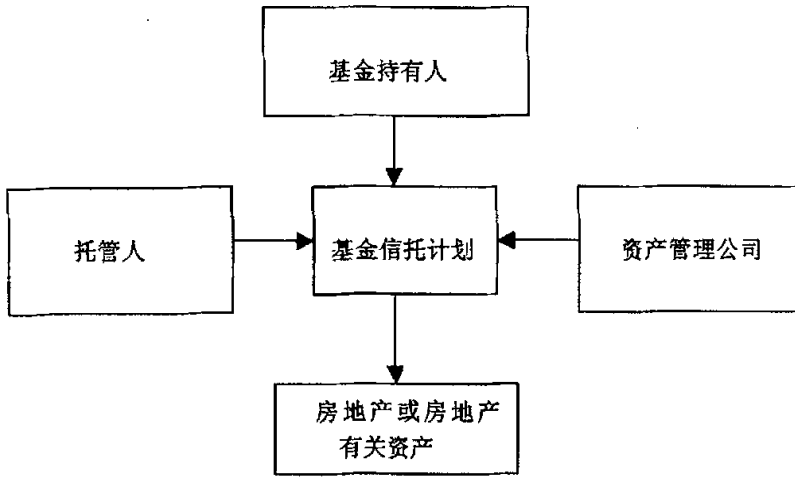


图2.4 我国上市房地产基金产品结构

我国的房地产投资信托基金在产品结构和特性上与国外房地产投资信托基金产品有很多相似之处：房地产投资信托基金通过发行基金单位集中投资者的资金；管理公司和托管人以投资者（持有人）利益最大化为目标，独立发挥其职能，实现房地产投资信托基金持有人（投资者）的最佳利益；房地产投资信托基金管理人管理和运用所募集的资金，投资于能产生稳定租金收入的房地产，向持有人提供较为稳定的收入回报；房地产投资信托基金所持有的房地产和资金由基金托管人托管；管理人和托管人通过其相应的管理和托管服务，分别收取管理费和托管费。但我国房地产投资信托基金又有自己的特点：房地产投资信托基金结构由专项法规决定，采用单一的封闭式基金结构，有别于美国有多种房地产投资信托基金结构；我国房地产投资信托基金结构中所突出的管理人，托管人和持有人之间的委托关系在本质上是信托关系，但结构的实体不是由《信托法》定义，而欧

美及亚洲其他国家和地区的房地产投资信托基金实体都是由相关的法律直接定义，如香港和新加坡房地产投资信托基金是一种信托计划，美国和韩国的公司型房地产投资信托基金由公司法（或投资公司法）规定。

一、产品的参与方

我国房地产投资信托基金设计产品的参与方有：基金持有人、基金管理人和基金托管人。三方当事人的关系可以概括为：双重委托和双重监管。第一，持有人委托基金管理人投资，委托基金托管人托管；基金持有人与基金管理人之间是委托人、受益人与受托人之间的关系；基金持有人与基金托管人之间是委托人与受托人之间的关系；第二，管理人接受委托进行投资管理的同时，监督托管人并接受托管人的监督；托管人保管基金资产，执行投资指令，同时，监督管理人并接受管理人的监督。基金管理人与基金托管人之间是平行受托和互相监督关系。这样的产品结构可以在保证上市房地产投资信托基金的投资和收入分配策略顺利实施的同时，有效地保护信托基金持有人的利益。

房地产投资信托基金持有人是我国证券市场的投资者，对房地产投资信托基金产品进行投资。持有人通过房地产投资信托基金持有房地产业，因此房地产投资信托基金投资者所持有的是股权类证券。持有人可以享有下列权利：分享基金财产收益；参与分配清算后的剩余基金财产；依法转让其持有的基金份额；按照规定要求召开基金份额持有人大会；对基金份额持有人大会审议事项行使表决权；查阅或者复制公开披露的基金信息资料；对基金管理人、基金托管人、基金份额发售机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼；基金合同约定的其他权利。

托管人是受委托的商业银行，为基金持有人托管基金资产，委托基金管理公司作为基金管理人管理和运用基金资产。托管人和管理公司必须互相独立。房地产投资信托基金的管理公司必须是在上市房地产投资信托基金的审核过程中，由监管部门认可的、合格房地产管理公司¹⁰。管理公司的认定应该包括基金和物业管理的两方面。房地产投资信托基金所投资的房地产和房地产有关的资产是由房地产投资信托基金法规所规定的能产生租金收入的房地产资产。

¹⁰ 可参照建设部公布的，自2004年5月1日起施行的《物业管理企业资质管理办法》。

二、产品的运作设计

房地产投资信托基金的运作机制类同于普通上市公司，以持有人利益最大化为根本目的。是通过投资以租金收入为主的房地产和高比例的股息分配，为投资者提供稳定回报。持有人、管理人和托管人在房地产投资信托基金结构中各自发挥其职能，以保证房地产投资信托基金的正常运行。房地产投资信托基金的运作机制由商业模式、发起、管理、托管、投资、收入分配、评估、上市及转让、信息披露和持有人大会等核心部分组成。

（一）商业模式

我国房地产投资信托基金的商业模式是通过有经验的房地产管理公司对所持地产的管理，提高地产的净收入，实现房地产投资信托基金的收入增长。其主要方法有以下四种：第一，通过再出租现有的地产获取更高的租金；第二，通过收购新的地产或项目开发，以形成新的收入增长；第三，对所持有的地产进行再开发以提高收入；第四，降低运行成本。

（二）管理

基金管理公司的业务是发起设立和管理房地产投资信托基金，其主要职责是：按照基金契约的规定运用资产投资并管理资产；及时、足额向持有人支付收益；保存房地产投资信托基金的会计帐册；及时编制、公告财务报告，并向中国证监会和交易所提供报告；对房地产投资信托基金的价值进行评估；基金契约所规定的其他职责。管理公司的资格和责任由监管部门的规章决定，运作中的职能范围不能超越基金契约所赋予的权力。管理公司通过为房地产投资信托基金提供管理服务收取管理费。管理费一般由两部分组成。第一，基本管理费，以所管理的地产价值为基数，收取一定比例的管理费；第二，业绩管理费，这部分管理费与基金的业绩挂钩，目的是为了将管理公司的利益与基金持有人的利益挂钩，计算的基础是房地产投资信托基金的交易价格。

（三）托管

托管人以保证持有人利益为根本责任，通过一切合理谨慎的运作，确保基金持有人的权利及权益获得足够的保障，保证有关资产获得适当的管理。托管人的

责任可以细分为：安全保管房地产投资信托基金的全部资产；执行基金管理人的投资指令，并负责办理基金名下的资金往来；监督基金管理人的投资运作；定期复核、审查管理人计算的房地产投资信托基金资产净值及基金价格；保存房地产投资信托基金的会计帐册；出具房地产投资信托基金业绩报告，提供基金托管情况，并向中国证监会报告；基金契约、托管协议所规定的其他职责。

（四）持有人大会

房地产投资信托基金持有人作为基金的收益人，通过基金持有人大会参与基金的运作和管理，并对基金运作过程中的一些重大事项进行决议。然而，由于契约型基金治理结构上的特点，基金持有人大会在监控基金管理人方面所起的作用会比上市公司的股东大会弱。持有人大会有权决议的事项主要在以下几方面：对基金契约的修改；对基金计划的更改，如终止、合并基金；更换基金托管人、基金管理人；提高基金管理人、基金托管人的报酬标准。在实践中，房地产投资信托基契约中对持有人大会的权限会有相应的具体规定。持有人大会的主要权限是决定与基金运作及与基金持有人的利益有密切关系的一些重大事项，而不涉及基金的具体运作。

（五）投资

对基金投资对象的要求主要由两大方面组成：第一，房地产投资必须占基金投资的绝对比重，建议房地产投资的比重不低于总资产的75%；第二，投资对象必须是可持续产生租金收入的房地产。为防范房地产业在开发过程中的风险，房地产投资信托基金不得投资于空置土地或房地产发展计划。

（六）收入分配

收入分配是构成房地产投资信托基金产品特征的重要因素。在我国的房地产投资信托基金产品设计中规定房地产投资信托基金将不低于90%的收入作为红利分配，以保证投资者可以获得比较稳定的现金收入。

（七）基金计划的估值

我国房地产投资信托基金的管理公司必须确保基金的资产根据市场惯例或按照证监会认可的程序，以及依照公认的会计原则，定期和客观的估值。

（八）上市和转让

我国房地产投资信托基金是在交易所上市的投资产品，上市条件可参照交易所有关封闭式基金和公司的上市条件和流程，在制定其相关上市条件时附加与房地产投资信托基金相关的条件。由于我国房地产投资信托基金的产品设计不包括赎回条款¹¹，基金的转让通过上市后的交易实现。

（九）信息披露

房地产投资信托基金的管理人必须按规定向有意向的投资者及现有持有人，提供有关该产品全面、准确和及时的资料，以便他们可以完全了解投资所涉及的风险因素，从而有助于他们在掌握充分资料的情况下做出投资决定。

第三节 房地产投资信托基金产品的结构功能和要求

房地产投资信托基是一种集合资金投资计划产品，在产品的设计过程中，我们借鉴了新加坡等地的模式，提出了我国以管理公司为主、强调托管人作用的契约型房地产投资信托基金产品结构。在这一节，我们对房地产投资信托基金产品设计的结构和功能作进一步的分析。

一、投资对象

从决定房地产投资信托基金产品特征的要素看，明确对房地产投资信托基金投资政策的规定，是房地产投资信托基金产品可取得长远成功的关键因素。对房地产投资信托基金核心投资的规定主要由投资地域、房地产投资比例、购入的房地产项目类别和房地产投资信托基金的借贷比例等几个部分组成。

对房地产投资信托基金投资地域的规定是基于市场容量及监管有效性两个重要因素。我国的房地产投资信托基金产品应该对海外房地产投资有限制，因为投资于海外物业可能带来物业评估、透明度和监管上的潜在风险。

¹¹ 香港的房地产投资信托基金产品设计不设立赎回机制；新加坡将赎回作为房地产投资信托基金的一种特殊情况处理。在我国上市房地产投资信托基金产品的开始阶段，产品设计不设立赎回机制。

房地产投资比例是基金产品规定的一个重要组成部分。尽管各国和地区的房地产投资信托基金条款对房地产投资比例有不同的规定,但总的来说,房地产投资信托基金设立的一个重要条件是绝大部分的投资必须是在房地产业。我国可以从两个角度来规定房地产投资信托基金投资于房地产的比例:一,房地产投资信托基金所持有的房地产价值不得低于规定的比例(如70%-75%);二,从房地产投资信托基金的收入来源来规定,来自于房地产投资的收入在总收入中的比重不得低于规定的比例(如90%)。

房地产投资信托基金投资的房地产项目类别众多,不应在有关产品设计中作具体的规定和限制。从海外房地产投资信托基金市场的发展情况看,基金都是根据各自的专长选择投资领域。我国房地产投资信托基金有关房地产项目的设计中体现了以下两方面要求:第一,规定所投资的房地产项目是可产生(可预见)现金流(或租金)的项目,以保证投资者的分红回报;第二,对房地产开发项目有明确的限制,房地产投资信托基金不应参与房地产项目的开发,但在房地产项目具有(预)售楼许可的情况下,可以对物业进行投资。

二、借贷比例

从海外房地产投资信托基金的发展经验看,其融资目的主要是满足收购不动产的需要。虽然房地产投资信托基金的经营可以产生收益,但是按规定它必须将90%以上的净利润分配给持有人,而且经营中产生的净现金流节余在时间和数量上都很难与基金扩展的要求相匹配。因此,房地产投资信托基金在发展过程中通常需要以外部融资的方式来支持房地产收购、开发和更新改造项目。由于房地产投资信托基金通常可以用所持有的房地产作抵押,融资成本相对较低,因此债务融资通常是房地产投资信托基金的首选融资途径。

各国在对房地产投资信托基金借贷比例的规定上有一定的差异。美国和日本没有对房地产投资信托基金借贷比例进行限制,而新加坡和韩国为防范过度借贷的潜在风险,对借贷比例作了不同程度的限制。新加坡规定借贷的比例不得超过总资产的35%,韩国对房地产投资信托基金的借贷比例作了严格的限制,规定不可以通过借贷进行投资。

我国房地产投资信托基金产品在发展中既要防范可能过度借贷的风险,又要充分考虑基金公司收购新的地产项目或进行项目更新的融资要求。因此,产品设

计中允许我国房地产投资信托基金产品有适度的借贷比例限制。在制定相关法规时，需要根据实际情况规定最高负债比例。

三、收入分配政策

对房地产投资信托基金收入分配和投资方向的要求是构成其产品特征的关键要素。绝大多数国家和地区在房地产投资信托基金的法规中明确规定了收入分配的比例。各国和地区在收入分配的比例上有非常强的一致性，即收入的分红比例基本上是在90%以上。

我国房地产投资信托基金产品的设计应该充分考虑其产品具有相对稳定收入的投资特性。在对基金的投资方向作出规定的同时，应对其收益的分配(分红)比例作出相应的规定，以此保证投资者在参与房地产投资并承担相对较低风险的同时，获取较稳定的分红回报。在分配比例上规定相对较高的分红比例，房地产投资信托基金将不低于90%的税后净收入以分红的形式分配给投资者。

四、管理公司

由于房地产投资信托基金在我国是一种崭新的投资产品，现有的共同基金经理未必具备管理房地产投资信托基金的专门知识，我们在结构设计中充分考虑了它的两大管理范畴，即基金管理及地产业务管理。管理公司在履行房地产投资信托基金的整体管理责任的过程中，必须以维护基金持有人的最佳利益为最终目的。具体的地产业务管理职能可以按有关规定转授予符合相关条件、有专业资格的地产业务经理。管理公司必须确保获其转授职能者是在履行地产业务管理职务方面具有声誉良好的公司，并确保其有足够资源去履行相关职责。获得转授职能的地产业务公司的主要人员不仅必须具备地产业务管理专业资格，而且必须具有相当的地产业务管理经验，管理公司在转授地产业务管理之后，必须持续监察其转授的职能的执行情况。

(一) 管理公司的条件

房地产投资信托基金的管理公司的管理职能涉及集合投资计划和物业管理两个领域。在集合投资计划管理方面，房地产投资信托基金与开放式证券投资基金又有很大的差别。开放式证券投资基金需要其基金经理确保有关基金的认购持续地进行，同时需要定期及频繁地进行基金单位赎回及计算资产值；而房地产投

资信托基金没有赎回条款，而且没有开放式证券投资基金的净值计算和揭示要求。因此，在规定管理公司资格时，应该考虑集合投资计划和物业管理两方面的要求，有针对性地对管理公司提出要求。

在具备集合资金管理经验的同时，管理公司还必须在物业管理方面具备足够的资源及专业技术知识，而且必须在管理及运作架构上具有来自物业管理等领域的主要人员，以便遵守基金的有关规定，执行与房地产投资信托基金有关物业的管理职能，使房地产投资信托基金拥有全面的管理服务。鉴于物业管理的特殊性，管理公司可以直接聘用合格的物业管理专业人员，以内部方式管理基金所持有的物业；或者将部分物业管理职能转授予合格的第三者。如果管理公司将职能转授予第三者履行，管理公司必须设立机制、配备相关人员，持续地监督获其转授职能者或外包商的活动，同时必须向监管机构(证监会)显示其具备足够的资源及措施，以便持续地适当筛选、监督及监察获其转授职能者的活动。

(二) 物业管理职能

由于物业管理是房地产投资信托基金管理的重要一环，我们认为不论是管理公司自行承担物业管理职能还是将此职能转授给第三方，在房地产投资信托基金的监管规定中必须明确对物业管理职能的具体要求。我们在房地产投资信托基金产品的设计中对物业管理职能的主要考虑因素是：第一，由于物业管理职能的特殊性，在房地产投资信托基金结构(管理人)的规定中不应对物业管理资格作出过于具体规定；第二，管理公司可以内部雇佣具备所需经验的物业经理(个人)，或将其物业管理职能转授予第三方物业管理公司；第三，由于物业管理流程的周期性，物业经理的主要人员应具备较长期的相关经验，至少要比一般租约的年期略长(如3至5年)。

(三) 管理上市房地产投资信托基金的数量

从理论上讲，只要管理公司的资源许可，管理公司可以管理一个以上的房地产投资信托基金，这样可以获得一定的规模效应。但实际运作中可能出现的一些问题。第一，管理公司如何通过已设立的程序，确保所有由其管理的房地产投资信托基金的持有人都获得公平公正的对待；第二，如何监管由同一管理公司所管理的基金之间的交易。国外的做法有的允许管理公司管理一个以上的房地产投资

信托基金，将同一管理公司所管理的基金之间的交易视为关联交易，并要求按关联交易的条文及向持有人作出有关的披露，以确保有适当的透明度。

（四）拥有其管理的房地产投资信托基金

管理公司拥有其管理的房地产投资信托基金的所有权或权益，可以将管理公司的利益与基金持有人的利益结合起来，激励管理公司努力提高基金业绩，从而使基金持有人获益。因此，我国的房地产投资信托基金设计中，不反对有关管理公司拥有其管理的房地产投资信托基金。然而，值得进一步研究的是：在房地产投资信托基金上市后，管理公司是否可以收取基金的单位，抵消该基金须向其支付的费用。

五、托管人的责任和资格

我国房地产投资信托基金产品结构中托管人的责任是保证持有人利益，通过托管业务确保基金持有人的利益获得足够保障，保证有关资产获得适当的管理并以维持基金持有人利益的方式持有有关地产。托管人主要是为集合资金信托提供安全托管服务经验的商业银行。从国际经验看，新加坡是以保证持有人利益为根本责任，对托管人的责任作了具体的规定，托管人(银行)和房地产投资信托基金之间为信托关系，托管人为房地产投资信托基金存托资产。新加坡在对托管人的要求中，突出了其相关经验的重要性，以保证托管职能的顺利实现。

我国房地产投资信托基金产品设计中，托管人和管理人双方通过基金契约、托管协议规范各自的权利和义务关系。在此基础上，托管人行使基金资产保管、监督管理人运作、接受管理人的指令等职责。鉴于我国法律制度和金融体系的发展现状，对托管人的职责应该强化以下几个方面的托管职责：第一，托管人必须以基金运作的合规性为目标，保管基金资产和监督基金运作，及时发现基金管理人运作中的不足和失误，并提出改进意见；第二，保证按规定客观、公平地评估房地产投资信托基金；第三，在持有人大会决定更换管理人或终止基金时，托管人必须以保护持有人利益为根本目的，依照有关法规和基金契约，履行托管人在上述特殊情况下的职责。

六、持有人大会

基金持有人大会是基金治理结构的重要组成部分,对基金管理者有着潜在的约束力。在产品的设计中对持有人大会的职权作出原则规定,如基金合同(契约)的重大修改、更换管理人或托管人等重要事项须由基金持有人大会决议通过。在实施层面上,因为基金契约中的内容并非每一项都是关系到持有人的根本利益,并不是对基金契约的任何一项内容的修改都需要持有人大会通过。所有持有人大会是基金持有人参与基金事务的一个会议机构,应该对基金运作过程中的一些事关持有人根本利益的事项进行表决,否则虽然尊重了基金持有人的意志,但是会有违市场经济所要求的效率原则。

房地产投资信托型基金的持有人大会一般由管理人召集,在基金管理人不能召集持有人大会时基金托管人也拥有召集权。我国《证券投资基金法规定》在基金管理人未按规定召集或者不能召集时,代表基金份额百分之十以上的基金份额持有人就某一事项可以要求召开基金份额持有人大会,而基金管理人、基金托管人都不召集的,代表基金份额百分之十以上的基金份额持有人有权自行召集。在设计我国房地产投资信托基金产品的过程中,可以借鉴《证券投资基金法》中有关持有人大会召集权的规定,明确基金管理人、基金托管人和持有人对召开持有人大会所拥有的权利。

目前我国《证券投资基金法》确定持有人在持有人大会上对审议事项的表决权,但是没有对提案权作规定。《证券投资基金法》中规定,召开基金持有人大会,召集人应当至少提前三十天公告持有人大会的召开时间,会议形式、审议事项议事程序和表决方式等事项,但由于多数持有人大会是由召集人(管理人)来决定持有人大会的决议事项,因此,在我国房地产投资信托基金的有关设计中应对提案权作出明确的规定。在具体制度上,基金管理人、托管人以及单独或合并持有登记日基金总份额 10%或以上的持有人可以在大会召集人发出会议通知前向大会召集人提交需由基金持有人大会审议表决的议案,也可以在会议通知发出后向大会提交临时提案,对于符合法律、法规和基金契约所规定的基金持有人大会职权范围的,则应提交大会审议。

七、房地产投资信托基金的价值评估

对房地产投资信托基金持有的物业进行公平、及时、独立的估值，有助于形成房地产投资信托基金单位的合理市场定价。为了达到这个目的，物业评估方必须独立于有关计划的托管人、管理公司及其地产物业管理公司。房地产投资信托基金必须按规定对所持有的物业进行评估，并定期提交和公布评估报告。

八、合并及终止

对房地产投资信托基金终止的设计主要围绕终止决定的形成和终止措施的实施两方面。在设计基金产品的过程中，主要考虑房地产投资信托基金在两种情况下可能会终止，即持有人大会上以通过特别决议的形式批准或司法(法院)决定清盘。在持有人大会决定终止的情况下，在终止决议通过后，终止措施应该包括：有关终止或合并计划公告；持有人通知函；注销、出售或赎回其单位；所持有房地产的变现；清盘或合并后的报告。

由于房地产投资信托基金在终止时需要相当的时间将其所持房地产变现，而且在短时间内出售大批房地产项目有潜在的困难及负面影响，因此，在基金的相关规定中给予终止程序一定时间。同时，为确保投资者在基金终止的过程中可以按基金的公平价值，各自取回其应得的权益份额，我国的房地产投资信托基金需要对基金在终止情况下资产价值变现的方式进行具体规定。

第三章 房地产投资信托基金的市场影响及制约因素

目前,我国尚不存在房地产投资信托基金,这种产品一旦出现,必然会对现有的金融体系带来一定的影响,同时房地产投资信托基金的发展也会受到金融市场和其他外在条件的影响。

第一节 产品设计对市场的影响

房地产投资信托基金是密切联系房地产和证券市场的证券投资产品,随着投资者对房地产投资信托基金的不断了解和认识,其稳定的投资策略、高股息分配比例及透明度的优点,将会吸引大量的投资者,成为我国证券市场上一项重要投资工具,对资本金融市场和房地产市场带来一定的影响。

一、对现有房地产信托投资产品的影响

我国自2002年开始推出的房地产信托产品是以房地产项目为融资对象的一种信托产品,其本质上是通过私募发行的固定收益类产品。房地产投资信托基金是公开发行的以房地产为投资对象、有分红要求的股权类投资产品。房地产投资信托基金与现有房地产信托投资产品在产品性质、发行方式以及管理方式等方面的差别决定了投资者群体的不同。房地产投资信托基金投资者所承担的是基金的经营(个体)和证券市场(系统)风险,而现有房地产信托投资产品的风险是债券类产品的兑付风险。同时,发行手段的不同又决定了投资者范围的不同。更重要的是,房地产投资信托基金与现有房地产信托投资产品体现的是不同的融资要求:房地产投资信托基金的资金是用于积极的、有管理的房地产投资,投资者的回报来源于基金的业绩,而现有房地产信托投资产品是借贷性质的融资手段,投资者的回报是房地产项目的利息成本。因此,房地产投资信托基金可能会在一定程度上降低房地产项目对现有信托形式的银行外融资手段的需求,但是房地产投资信托基金在投资方向上的限制以及产品的不同性质决定了这种替代性是较低的。

二、对金融市场的潜在影响

房地产投资信托基金可以为房地产业提供银行外的一个融资方式。传统上，银行一直以来都是地产市场的主要资金提供者。近年来，我国的房地产业已成为与银行业高度依存的一个行业，大约70%的房地产开发资金来自银行贷款，这样一种结构决定了房地产贷款在金融机构中的地位和影响。近年来，房地产贷款在金融机构新增资产中的比重呈上升趋势，在我国房地产业高速发展的同时，房地产新增贷款在我国商业银行新增贷款规模中的比重将快速上升，会对银行产生很大压力。另一方面，当房地产市场滑落时，房地产的资产质量便会恶化，导致银行的业务风险上升。因此，房地产投资信托基金作为物业投资融资的另一个资金来源，有助降低银行贷款的过分集中而带来的系统风险。

三、对房地产市场及房地产公司的影响

房地产投资信托基金对我国房地产市场的影响可能在以下三个方面：第一，增加潜在的地产投资者的数目；第二，提高地产二级市场的流动性；第三，通过建立来自机构投资者的较为稳定及长期的投资需求，减低地产市场固有的周期性波动，促进地产市场的健康发展。

房地产投资信托基金对我国房地产公司的可能影响也主要在三个方面：第一，作为新型地产投资工具，房地产投资信托基金可能会使投资者将原本投资在那些运作透明度较低的上市地产公司的资金抽走；第二，由于房地产公司可以选择是否将其拥有的物业转让给房地产投资信托基金，因此房地产投资信托基金的出现有助于形成房地产公司所持物业的市场价格。当房地产公司将地产转让于房地产投资信托基金并持有该基金，公司的股价会受物业的转让价格和基金价格的影响；第三，房地产投资信托基金为房地产公司提供了将原本属于流动性低的地产资产转换成为款项的途径。房地产公司可以将其房地产注入房地产投资信托基金，从而将本来流动性低的资产转化为现金。资产流动性改善后，地产公司便可以灵活调配资金及强化其资金管理的能力。至于房地产公司是否选择将所持有的房地产注入基金，取决于其对资金的需求及其长远的投资的商业目标。然而，值得指出的是，房地产投资信托基金的商业模式主要是投资于可产生稳定租金现金流的物业，与房地产公司在空置土地上的项目开发相比，是处于不同的投资领域。

只有当房地产公司采取与房地产投资信托基金类似的地产投资策略(持有物业)时,基金才会对房地产公司在投资者的资金或物业管理方面构成潜在的竞争。

四、对投资者的影响

对于证券投资者来说,房地产投资信托基金具有其他投资产品所不具有的独特优势。第一,由于房地产投资信托基金的长期收益由其所投资的房地产价值决定,因此其收益与其他金融资产的相关度较低。在资产组合决策中,投资者会考虑基金产品相对较低的波动性和在通货膨胀时期所具有的保值功能。这是房地产投资信托基金产品成为投资对象的一个重要因素;第二,产品设计中按规定房地产投资信托基金必须将绝大部分的收入作为红利分配,投资者可以获得比较稳定的收入;第三,基金产品在证券交易所上市,与传统的以所有权为目的的房地产投资相比,房地产投资信托基金具有相当高的流动性;第四,较房地产业的直接投资,房地产投资信托基金的信息不对称程度低,经营情况受独立董事、分析师、审计师、商业和金融媒体的直接监督;第五,由于房地产投资信托基金将投资者的资金集合起来投资于房地产,一般中小投资者即使没有大量资本也可以用相对小额的投资参与房地产业的,参与由专业房地产项目经理管理的物业及投资项目。从长远来说,更多的中小投资者将通过房地产投资信托基金投资于物业资产。

第二节 中国发展房地产投资信托基金产品的制约因素

目前,我国虽然已经在很大程度上满足了发展房地产投资信托基金的条件,并且房地产金融的现状使得其发展非常必要,并不是说房地产投资信托基金在我国的发展条件已经完全成熟,它仍然受到多方面的约束。

一、法律制约

纵观国外房地产投资信托基金的发展历程,不难发现法律为房地产投资信托基金的健康发展提供了大力支持。自1960年《美国房地产投资信托法》起,美国多次出台税收改革法案,对房地产投资信托基金的收入来源、拥有、运营、管

理、服务范围、税收补贴等作出详细规定。其他一些国家也有专门的法律、制度对房地产投资信托基金产品给以具体的规定。

与之相比，中国在法律制度方面仍是一片空白，这给房地产基金的募集和运作蒙上了不确定的阴影。从性质上说，真正的房地产投资信托基金属于产业投资基金，而目前我国缺乏产业投资基金相关法律，《证券投资基本法》只涉及证券投资，而国家计委的《产业投资基金管理暂行办法》，拟议中的几个法案已是数易其稿，但仍然没有明确的发布时间表。在缺乏产业投资基金法和相关上市规则的政策和法律的环境下，中国的房地产投资信托基金很难享受税收等优惠，也难以建立起真正的房地产基金。

二、经济发展水平的阶段性

房地产投资信托基金是房地产证券化的形式之一，是金融创新的产物。金融创新是一个贯穿历史发展的动态过程，创新无止境。那如何从经济发展的角度去把握金融创新的趋势呢？经济增长理论中有个配第·克拉克定理，谈的是经济发展水平的阶段性，用劳动力的转移来衡量，就是随着经济发展水平的不断提升，劳动力将遵从先后顺序向第一产业、第二产业、服务业转移。从金融的角度来看待经济发展，经济发展的阶段性表现出大致的商业信用经济、银行信用经济、金融信用经济阶段。在每一个经济发展阶段上，经济发展的内在需求对金融功能的开发提出了不同历史任务，需要发动新一轮的金融创新来完成。从经济发展的阶段性来讲，我国目前经济发展的阶段也构成房地产投资信托基金发展制约因素之一。

三、房地产业的发展规范

中国房地产业的发展，已经有了十多年的历史。经历了四个发展阶段。不同城市和地区、每一个城市或地区内不同类型物业的子市场，也表现出了明显的地区性和差异性特征。很显然，房地产业的发展，在很大程度上受到了客观市场环境，包括政治环境、社会环境和经济环境等因素的影响。中国房地产业的发展贯穿了计划经济向社会主义市场经济过渡的过程。在这个过渡过程中，许多有关房地产业运行和房地产市场发展的法律制度不尽完善，使有些人得出了“房地产开

发就是开发关系”的结论。正是由于目前我国房地产业运作还不够规范，而房地产投资信托基金的运作又是置身于房地产业中，因此房地产业的发展程度不可避免的会成为房地产投资信托基金的制约因素。

四、金融业的发展程度

我国金融业的发展程度还处在以商业银行为主体的传统金融体系向以资本市场为中心的现代金融体系演进过程中，尚未构建起完善的房地产资本市场体系，因此金融业的发展程度也构成房地产投资信托基金发展制约因素之一。

总结及政策建议

我国发展房地产投资信托基金产品的目的是满足资本市场的需求；满足投资者对低风险证券产品的投资需求和对房地产业的投资需求；满足房地产业对银行外融资手段的需求。房地产投资信托基金的发展已经成为我国房地产金融业的一个必然，而房地产投资信托基金发展的关键在于税法所给予的免税地位，借以吸引了大量的投资者的投资，使得基金得以蓬勃发展。据此，我国对我国房地产投资信托基金的发展提出以下几条建议。

一、完善有关房地产投资基金的有关法规体系

房地产投资基金具有系统性、复杂性、综合性的特点，涉及国民经济多个领域，需一套完善、严密的法规体系来规范其运作和发展。我国已颁布了一些相关法律、法规，但在许多领域还存在法律真空。当前最紧迫的是尽快完善《证券法》、《信托法》、《担保法》、《投资基金管理条例》等法律法规，改变许多运行环节无法可依的状况。以最小法律制度代价为设计原则，借鉴我国证券投资基金的发展历程，结合我国证券市场和房地产业的发展状况，组织行业力量对房地产投资信托基金的产品设计和相应的政策法规建议进行论证。充分组织、利用相关的行业力量，迅速制定出房地产投资信托基金的专项法规，使房地产投资信托基金发展有充分的法律制度依据。

在房地产投资信托基金的法规中必须对以下几个方面作出规定：房地产投资信托基金必须具有清晰的投资策略，着眼于拥有及管理物业；必须将其应纳税收入的大部分以股息方式分配给股东；明确上市要求，并通过向投资者的信息披露来确保其运营的透明度；对投资领域和借贷予以固定，例如设定借款限额以及不得参与房地产开发活动等规定，以防范房地产投资信托基金运作中的风险。海外成熟市场的发展模式显示了有关房地产投资信托基金的专项法规决定了构成房地产投资信托基金产品的核心因素，进而决定了其优良特性（表4.1）。我们有必要考察这些决定产品特征的专项法规，为我国房地产投资信托基金法规的建立提供依据。

表4.1 房地产投资信托基金要素和相关政策

产品特性	决定性因素	相关的政策
稳定现金流	房地产为投资对象；高分红比例（90%）	税收（美国）；投资、分红（新加坡，日本、韩国，香港，美国）
与资产市场的低相关性	房地产为投资对象	投资要求
流动性和透明度	交易所上市，信息披露	上市条件，信息披露要求和监管
模式选择	税收优惠（美国）；强制性规定（新加坡，香港）	税收政策；有关REITs 设立条件中对模式的要求

资料来源：NAREIT，2003年11月；香港《房地产投资信托基金守则》，2003年。

二、建立健全政府支持体系

美国房地产投资信托基金发达的重要原因之一是存在一个强有力的政府支持体系。一方面两家政府担保机构(FHA、VA)和三家政府金融机构(FNMA、FHLMC 和 GNMA)共同支持抵押市场活动，保证了抵押市场的稳定性和充分流动性；另一方面优惠的税收政策，特别是房地产投资信托公司法人税的豁免，极大激发了投资者的积极性，刺激了房地产投资基金的发展。我国政府可以减免房地产投资基金税收，减免房地产抵押债券税收，可有效促进房地产业的发展，进而更加促进房地产投资信托基金的发展。

三、加速住房制度改革和房地产商品化进程

只有加快住房制度改革，明晰房地产产权关系，实现土地使用权和房屋所有权的独立化，才能真正实现房地产商品化，进而在此基础上建立房地产投资基金运作模式，实现房地产证券化。房地产投资证券化为房地产投资信托基金的发展奠定基础。

四、完善房地产金融体系，培育高素质的房地产机构的投资者

投资基金的管理机构，在我国一般是基金发起人合资组建的证券公司、信托投资公司、基金管理公司，它受发起人委托，制定投资计划，管理运用基金，投资决策直接影响基金持有者收益。发达国家的房地产投资基金管理人由房地产投资信托公司承担，但我国目前尚不具备组建房地产投资信托公司的条件，过渡时期可由其他信托投资公司代行其职能，但必须对其加以必要规范，以免基金挪作他用；托管公司在我国一般由商业银行担任，它的业务水平的高低、信誉的高低也会影响基金收益。此外，住宅抵押贷款二级市场上将债权证券化的专门机构在我国还没有建立起来，完善房地产金融机构体系已势在必行。房地产投资信托基金在完善的金融体系中更能得到健康迅速的发展。

五、培育和发展证券市场，改革基金法律制度

证券市场的发育程度直接制约着房地产投资基金的进程，贯彻“规范、法律、自律、监管”的方针，推动证券市场发展，使房地产投资基金能在证券市场上按有价证券进行募集、发行与买卖。投资基金在国外已有 130 多年历史，而在我国证券市场上是新生事物，发展不到 10 年，国家为了降低投资基金风险，保护中小投资者利益，在 1997 年颁布的《证券投资基金管理条例》中规定“投资于股票、债券的比例，不低于该基金资产总值的 80%，投资国家债券的比例，不低于该基金资产净值的 20%”，还特别规定“禁止将基金资产进行房地产投资”。从目前我国国情看，这类规定对保障投资者利益有一定作用，但从长远来看，这些规定限制较多，必然会束缚房地产投资信托基金的发展，也制约了房地产业的发展。

六、加快培养复合型的房地产投资基金人才

发展房地产投资基金，必须拥有一批具有战略投资眼光、精投资银行业务、懂财务通法律的理财专家，同时，这些人员又必须对房地产业有一个比较全面的把握能力。精通房地产的复合型人才在我国少之又少，而优秀的基金经理人才对于房地产投资基金的发展又起着关键的作用。我国目前正酝酿发起的房地产投资基金或已经在运作的类基金运作模式的房地产投资公司，实际管理人员以房地产

专业人士居多，在理财能力上比较欠缺，不利于房地产投资基金的长远发展。为了促进房地产投资基金的不断发展，只有在实践中培养复合型的房地产投资基金人才。

笔者提出的房地产投资基金运作模式并不是美国模式的简单移植，而是在此基础上的借鉴，并与我国国情相结合构筑出的运作模式。积极发展我国的房地产投资信托基金，可以完善我国的房地产金融市场，促进房地产业发展。

附录

附录1: 我国上市房地产投资信托基金产品设计所涉及的主要法规

上市房地产投资信托基金产品设计	法规
对公司型模式有限制	《公司法》1993年12月29日,《信托法》2001年10月1日起施行
对信托型模式在集合资金信托方面的有限制	《信托投资公司资金信托管理暂行办法》(中国人民银行2002年6月26日)中国人民银行《关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知》(银发[2002]314号)
对基金型房地产投资基金有借鉴作用	《证券投资基金法》2004年6月1日起施行。
为产品的立法提供来自证券投资基金立法过程的历史参考	《证券投资基金管理暂行办法》(1997年11月5日国务院批准1997年11月14日证委发(1997)81号)
规范房地产业的贷款要求,有助于形成明确的房地产银行外融资需求	中国银监会《商业银行房地产贷款风险管理指引》,2004年9月
产品的物业管理职能	建设部、国家工商行政管理局关于印发推行《物业管理委托合同示范文本》的通知(建房[1997]263号)
产品所持物业资产的评估	建设部《关于评定2004年一级房地产价格评估机构资格有关问题的通知》(建住房函·04]55号)
产品管理公司设立时对物业管理人资格的要求	《全国物业管理从业人员岗位证书管理办法》(1999年1月1日建设部发布)
产品管理公司自行承担或外包物业管理职能时,对物业管理企业资格的认定	中华人民共和国建设部令(第125号)《物业管理企业资质管理办法》已于2004年2月24日经建设部第29次常务会议讨论通过,现予发布,自2004年5月1日起施行。
产品物业管理的规范要求	中华人民共和国国务院令(第379号)《物业管理条例》2003年9月1日起施行。
产品的发行和交易	《股票发行与交易管理暂行条例》(1993年4月22日国务院令第112号发布)
产品的信息披露要求	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第11号——上市公司发行新股招股说明书》(2003年修订)(2003年3月24日,证监发行字[2003]27号)

附录1续表:

可供产品相关税收法规的制定作参考	财政部、国家税务总局《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》(2002年8月22日,财税[2002]128号)
可供产品相关税收法规的制定作参考	财政部、国家税务总局《关于证券投资基金税收问题的通知》(2001年4月10日 财税〔2001〕61号)
可供产品相关税收法规的制定作参考	财政部、国家税务总局《关于证券投资基金税收问题的通知》(1998年8月6日财税字1998〕55号)

参考文献

中文部分

- [1] 盖伦·E·格里尔：《房地产投资决策分析》，上海人民出版社，1997年。
- [2] 李康：《中国产业投资基金理论与实务》，经济科学出版社，1999年。
- [3] 李庆振：《中国房地产金融理论与实践》，中国金融出版社，1998年。
- [4] 林义相：《证券投资基金投资分析和运作》，上海远东出版社，1998年。
- [5] 刘传葵：《中国证券投资基金发展论》，中国金融出版社，2000年。
- [6] 汪利娜：《美国住宅金融体制研究》，中国金融出版社，2000年。
- [7] 威廉姆·B·布鲁格曼：《房地产金融与投资》，东北财经大学，2001年。
- [8] 吴福明：《房地产证券化探索》，上海人民出版社，1998年。
- [9] 张育军：《美国证券立法与管理》，中国金融出版社，1993年。
- [10] 蔡军祥：“美国共同基金治理结构与借鉴”，《经济纵横》，2001年第9期。
- [11] 陈玲：“关于对住房金融发展与创新的思考”，《改革与理论》，1999年23期。
- [12] 黄新：“关于创立中国房地产业投资基金的探讨”，《中国房地产金融》，1995年3期。
- [13] 黄燕，贾俊丽，石秋霞：“我国房地产金融政策一览”，《中国房地信息》，2004年5期。
- [14] 赖玉萍，张玉林：“房地产投资基金模式浅谈”，《中国房地信息》，2004年5期。
- [15] 刘萍：“房地产证券化运行模式及环境培育”，《金融研究》，1999年7期。
- [16] 陆欣：“发展房地产信托投资基金 构建中国房地产金融”，《技术经济与管理研究》，2004年2期。
- [17] 毛志荣：“资产证券化产品及其交易研究”，《深圳证券交易所综合研究所研究报告》，2003年深证综研字第87号。
- [18] 欧阳刚，孙庆瑞：“基金治理结构的比较研究”，《证券市场导报》，2001年5期。
- [19] 祁兆珍：“建立住宅产业发展基金 实现住宅产业化的构想”，《中国房地产》，1997年1期。

- [20]钱惠萍：“构建与发展我国房地产投资基金的思考”，《经济工作导刊》，2003年22期。
- [21]任志强：“统计数字中的房地产”，《证券时报》，2001年2月12日。
- [22]沈华珊：“我国基金治理结构的现状分析与创新设计”，《证券时报》2002年6月19日。
- [23]王净净，洪兰：“美国房地产投资信托基金的历史透视”，《中国房地产金融》，2004年3期。
- [24]文时萍：“美国房地产投资基金的历史发展及其启示”，《江西社会科学》，2004年6期。
- [25]吴婵君，虞晓芬：“美国房地产投资信托基金(REIT)及借鉴”，《城市开发》，2003年8期。
- [26]杨东，邹高禄：“美国房地产投资信托基金的类型与主要特点”，《资源与人居环境》，2004年3期。
- [27]张国清：“基金持有人大会法律制度研究”，《证券市场导报》，2003年10月。
- [28]张雪宁：“我国发展房地产信托投资基金的可行性分析”，《中国房地产》，2004年6期。

英文部分

- [29]Howe,J.S and J.D.Shilling, “Capital Structure Theory and REIT Security Offerings”, *Journal of Finance* 46:401-408,1998.
- [30]McMall,J., “A Primer of Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITS”, *the Tennessee Journal of Business Law*, 2001.
- [31]Gao, S., *China Stock Market in a Global Perspective*, Dow Jones Indexex, 2002,September.
- [32]Melnitzer,J., *REITS & Income Trusts*, LEXPERT, 2002,October.
- [33]Saunders, R.J.,*Telecommunications and Economic Development*, World Band Publication, 1983.
- [34] Scott,Cannachan. , *Real Estate Investment Trusts in Asia*, *Asia Law*, 2003, June.
- [35]Smith, P., *HKEx amends listing Rules to Accommodate LPFs*, Hongkong

Accountant, 2003, October.

- [36] Stephen, malpezzi., *A Simple Error Correction Model of House Prices*, Journal of Housing Economics, 1999, August.

后 记

南开七年，虽也艰辛，但却是我一生最重要得的时期。本科四年学习于数学科学学院，浑浑噩噩，碌碌无为。毕业后参加工作，更是得过且过，不思进取。幸及时反省，重回母校发奋学习。您手中的这篇论文算是我这段时间的总结，也算是对母校和所有关怀我们的师长们的一份回报。

两年多的学习中，我享受了老师们的关怀和爱护，他们的悉心指导和教诲，至今言犹在耳，历历在目。没有老师们的鞭策和激励，我是无论如何不会有今天这份收获。此文的完成，首先要感谢我的导师范小云副教授。从论文的选题、提纲、结构、成文及最后定稿，无不凝结了范老师的心血。她对论文所提的建议和给予的悉心指导，给了我许多启示和感悟，也是本文顺利完成的关键，在这里我谨向范小云老师表示我最衷心的感谢。

我还要感谢指导我们学习的每一位老师，各位老师严谨的治学态度和人格魅力将使我终身受用，师恩大义，此生难忘。最后，我要感谢的是我的父母，没有他们的期望、理解、关爱、鼓励和支持，我不可能顺利完成学业。父母一生辛劳是我求学的动力，愧疚之余，深感无以回报，唯有加倍努力。

由于本人水平有限，虽则整个研究和写作过程中一直爬梳资料，密查文理，力求以勤补拙，慎守忠实，然疏漏谬误在所难免。尚乞诸位师长不吝指正。

就要离别南开，这篇论文的完成，也标志着我硕士研究生的结束和一个崭新征程的开始。

任宝健

2004年11月于南开园