

房地产投资信托：运行模式及中国的选择

张东 代伟*

摘要：尽管在我国发展房地产投资信托（REITS）的具体模式选择上，业内人士观点不尽相同，但都认为房地产投资信托作为房地产资本市场的投融资工具，是健全房地产资本市场的必然途径。本文介绍了在国际上 REITS 的主要运行模式，并分析了我国现有的 REITS 案例特点，在此基础上提出我国目前应采用美国房地产投资信托的公司制模式，以及加大 REITS 制度建设的力度，完善 REITS 运行的外部环境等主张。

关键词：房地产；投资信托；模式

一、相关研究动态与文献综述

我国在房地产投资信托（Real Estate Investment Trusts 简称 REITS）的研究成果上在以下几个方面具有高度的一致性：首先，都认为房地产投资信托作为房地产资本市场的投融资工具，具有收益的稳定性和投资的流动性等特点，推出 REITS 是健全房地产资本市场的必然途径；其次，在发展的最终目标模式上都推崇美国式的房地产投资信托的公司制模式；最后，都认为目前我国发展 REITS 的当务之急是加大 REITS 制度建设的力度，完善外部环境，推动 REITS 在我国的尽快发展和普及。

但在我国发展 REITS 的起步和试验阶段的具体模式选择上，观点不尽相同。周泯非（2003）认为，我国目前的实际情况决定了只能采用私募的方式发行受益凭证和房地产基金股份募集资金，并且在起步阶段宜采用抵押 REITS 的形式，以便降低投资风险，吸引投资者，先建立起 REITS 在中国的商业模式，在 REITS 发展到一定阶段后再部分转为权益 REITS，这样能更好地吸引不同类型的投资者。季红（2004）认为，考虑到我国由中国人民银行负责信托基金管理的实际情况，以致专业房地产公司不可能作为投资信托基金的组织发起人而得到批准，加上现有信托投资公司在房地产权益经营管理运作方面的不足，美国的运作模式可能更具有借鉴价值，即由信托投资公司组织房地产投资信托基金的发起，并委托证券公司或银行向社会公开发行受益凭证，将所募集资金交由专业房地产公司进行独立运作。2004年4月，深圳证券交易所综合研究所完成了《房地产投资信托基金研究》报告，该研究报告对我国发展 REITS 产品的可行性进行了研究，并提出了三种可能模式，即信托计划模式、房地产上市公司模式和封闭式产业基金模式，同时还对上述模式进行了利弊分析，认为我国发展 REITS 最适合采用房地产上市公司模式。

另外还有许多文献对 REITS 的各个方面进行了分析和论述，包括 REITS 发展的前提条件、风险因素和度量等等，这些文献的共性是借鉴国外成功的 REITS 运作模式和经验，结合我国自身的特点设计符合我国国情的 REITS 运作模式，肯定了在我国发展 REITS 对金融业和房地产业的发展都具有重要的战略意义。

二、房地产投资信托类型与特征分析

房地产投资信托包括两个方面的内容：一个是资金信托，另一个是房地产资产信托。前者是由受托机构依法设立房地产投资信托，向特定人私募或向不特定人公募发行房地产投资信托受益证券，以获取资金，投资房地产、房地产相关权利、房地产相关有价证券及其他经主管机关核准投资的项目，投资者从中获取投资收益；后者则是由委托人将其房地产或房地产相关权利转移给受托机构，并由受托机构向特定人私募交付或向不特定人公募发行房地产资产信托受益证券，以

* 张东，中南财经政法大学房地产研究所教授；代伟，中南财经政法大学组织人事部。

表彰受益人对该信托之房地产、房地产相关权利或其所生利益、孳息及其他收益的权利。REITS 一般以股份公司或者契约型信托的形式出现。

(一) REITS 的类型

REITS 可以按其投资业务、投资对象及信托性质等区分为不同的类别。

1. 按投资业务分类

按照投资业务的不同, 房地产投资信托大致可分为权益房地产投资信托 (Equity REITSREITSE)、抵押房地产投资信托 (Mortgage REITSREITSM) 和混合房地产投资信托 (Hybrid REITSREITSH) 等三种类型。

权益房地产投资信托是以购买、管理、更新、维护和出租、出售房地产物业为主营业务, 主要的收入来源是物业的租金收入。目前国外逾九成的 REITS 属于权益型。

抵押房地产投资信托主要为房地产发展商和有意购买物业的抵押人提供贷款, 或经营被背书证券的抵押贷款 (MBS) 业务, 其主要收入来源是抵押贷款的利息收入, 抵押式 REITS 占市场份额少于 5%。

混合房地产投资信托则同时经营上述两种形式的业务, 这种 REITS 占市场份额不足 5%。

2. REITS 根据其组织形式的不同分为契约型和公司型

契约型投资基金是由委托人、受托人和受益人三方订立信托投资契约, 基金经理公司 (委托人) 依照契约运用管理信托财产进行投资, 受托人 (保管银行) 负责保管信托财产, 而投资结果由投资者 (受益人) 享受的一种基金模式; 公司型基金在美国又叫共同基金或互惠基金, 相对于契约型基金而言它不是按照一定的信托契约而是按照公司法组成的以盈利为目的的股份有限公司进行营运。它通过发行股票或受益凭证的方式筹集资金。投资者作为股东凭股票以股息或红利的形式分享投资收益。在结构上它涉及到投资公司、管理公司、保管公司和承销公司等四个当事人的关系。

3. 按信托性质分类从信托性质来看, 房地产投资信托可以分为 UP REITS 和 Down REITS

UPREITS (Umbrella Partnership REITS) 是指房地产公司和私人业主将自己的物业以股份兑换而不是出售的方式纳入 REITS 中 (就像笼罩在 REITS 的伞下), 从而避免支付因出售物业获得资本收益的所得税。UP REITS 通常并不拥有物业, 它所拥有的只是一种合伙控制权; 而 Down REITS 在结构上与 UP REITS 类似, 只是要求 REITS 必须是上市公司。

(二) REITS 的特征分析

REITS 的特性是在与其他投资工具比较的过程中体现出来的。具体说来具有以下特征:

1. 流动性

房地产作为不动产, 销售过程复杂, 属于非货币性资产, 流动性较差, 其拥有者通常很难在短时期内将房地产兑换成现金。因此, 当投资者由于偿债或其他原因急于将房地产兑现时, 由于房地产市场的不完备, 必然使投资者蒙受折价损失。相比而言, REITS 投资就具有较大的优势, 大多数 REITS 像其他股票一样, 能在证券交易所交易, 马上变现, 其流动性仅次于现金。

2. 市场价值的稳定性

衡量某一投资工具市场价值波动性的指标是 β 系数。所谓 β 系数是指某种投资工具的波动性与某一标准指数 (如标准普尔指数, 即 S&P500 指数) 波动性的相对值。从 REITS 发展最成熟的美国市场来看, 在 1987~1996 年的 10 年中, REITS 的 β 系数平均为 0.59, 也就是说, REITS 的波动性只及 S&P500 的 0.59。正因为 REITS 的波动性很小, 其价格水平、资产总量及价值本身的变动也不会有很大的变化, 对那些不擅于经营股票等金融资产且对未来现金支出又不确定的人们来说, 投资 REITS 才是一个比较理想的选择。

3. 高现金回报

以美国的 REITS 为例, REITS 通常通过发行股票的方式筹集资金, 为择机收购物业、获取收益提供保障。当拟采购物业的价格低于重置成本、或出现尚未完工但由于种种原因 (如业主破产

等)而要变现的物业, REITS 就可以考虑购进这些项目再继续运作, 以赢得更高的收益。这样, 投资 REITS 就有可能带来可观的现金流。从图 1^①可以看出, 投资时间越长, REITS 与 S&P500 的总收益水平就越接近。

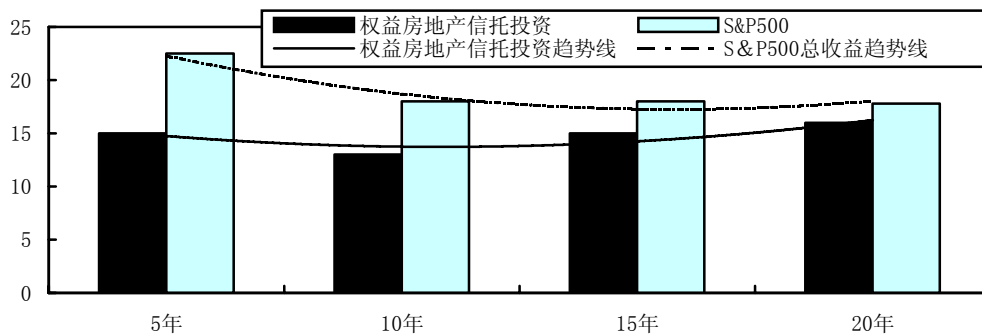


图 1 房地产投资信托与 S&P500 总收益的比例

当然, 就投资效果综合评价来看, 与 REITS 的其他类型相比, 权益 REITS 能提供更好的回报、更稳定的市场价格、更低的风险和更高的流动性。因此, 权益 REITS 对个人投资者有更大的吸引力, 其投资收益率也远高于标准普尔 500 指数 (Standard&Poor500, S&P500)。美国权益 REITS 与 S&P500 的红利收益率比较见图 2^②所示。

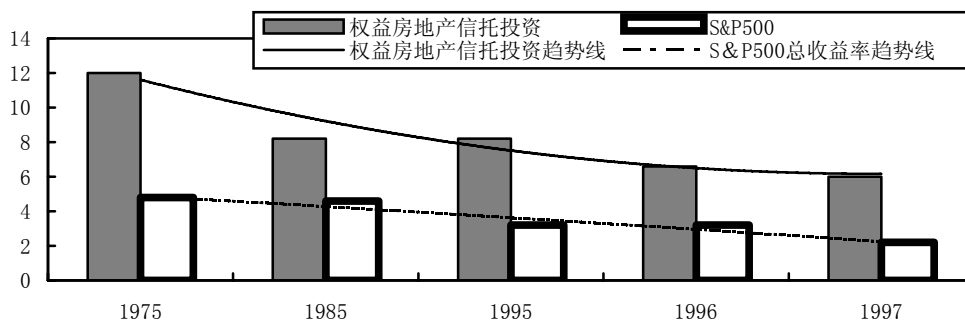


图 2 权益房地产投资信托与 S&P500 的收益率比较

4. 有效地分散投资风险

在相同的宏观经济环境变化下, 不同投资项目的收益会有不同的反应, 如果把适当的投资项目组合起来, 便可以达到一个最终和最理想的长远投资目标。

5. 抵御通货膨胀

作为 REITS 价值基础的房地产, 具有很强的保值功能, 不会因为通货膨胀而受到损害, 可以很好地抵御通货膨胀的作用。一方面, 通货膨胀来临时, 物价上扬, 房地产物业的价值更是升值得很快, 以房地产物业为资产基础的 REITS 股票价值也会随之上升; 另一方面, 在通货膨胀时期, REITS 的收益水平也会比平时高, 能够在一定程度上抵消通货膨胀的作用。因此, REITS 是一种很好的保值类投资工具。

三、REITS 运行模式比较与评价

(一) 美国模式

美国的 REITS 一般以股份公司或托拉斯的形式出现, 即属依据公司法成立的、具备法人资格的经济实体, 信托投资公司通过发行股票将投资者的资金吸引到房地产中来, 并委托或聘请专业

① 张红、陈洁:《房地产市场与资本市场结合的房地产投资信托》, 载《中国房地产金融》2002 年 3 月。

② 张红、陈洁:《房地产市场与资本市场结合的房地产投资信托》, 载《中国房地产金融》2002 年 3 月。

性机构和人员实施具体的经营管理。

美国 REITS 的资金来源主要有两个方面:一是发行股票,由机构投资者(人寿保险公司、养老基金组织等)和个人投资者认购;二是从金融市场融资,如银行信贷、发行债券或商业票据等。

同时,美国 REITS 还具有共同基金的共性,如可以通过投资组合降低风险,通过上市发行股票实行资本的流动性等。考虑房地产投资的特殊性,投资基金在管理方式上采用与一般基金不同的封闭式管理,房地产投资信托证券持有人在购买证券后,不得要求从基金公司撤回基金,如需变现,也只能在一些二级市场买卖。

美国房地产投资信托基金的运作方式由房地产投资信托基金公司负责对外发行基金,投资大众均可以向其购买所发行基金的受益凭证,待基金募集完成后,再委托一家房地产开发公司,负责投资标的的开发、管理及未来的出售,而其利润扣除房地产管理费及买卖佣金后,由受益凭证持有人——投资大众分享。美国证券管理委员会负责监督工作,基金的投资计划、财务计划、投资

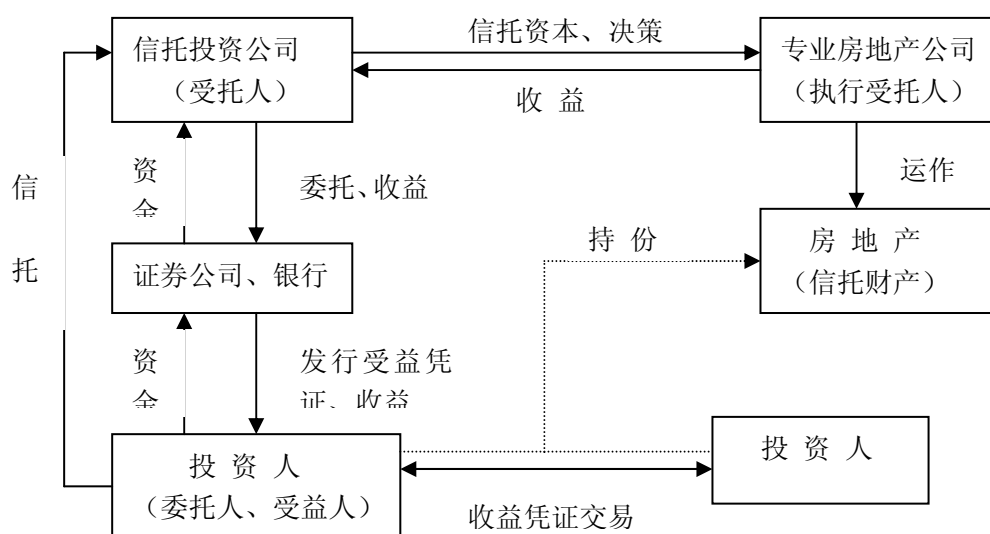


图 3 美国房地产投资信托基金模式

报酬率、管理费用及投资期限均需经主管部门批准,其运作流程是:

第一,房地产投资信托公司在募集基金前,先与基金保管机构签订房地产投资信托契约,并报请有关主管机构批准。同时,房地产投资信托公司与建筑公司或特定的专业公司签订房地产投资委托契约。

第二,依照有关法律规定编制公开说明书,并委托证券承销商办理受益凭证的销售;发行受益凭证所获的资金,由基金保管机构专设之下的房地产信托基金专户代为保管。

第三,建筑公司或特定的专业公司依委托契约的规定平谷各种房地产投资的获利机会、安全性及具体搭配组合,为基金的经营管理提供咨询。

第四,房地产投资信托基金将所得的房地产产权登记于房地产投资委托基金专户名下。

第五,基金的经理公司(即房地产投资信托公司)提供专业建议并指示基金保管机构执行基金的具体运用作业。房地产投资所产生的效益也归并在基金中并纳入专户保管。

第六,基金保管机构依委托契约自基金专户支付委托费用给建筑经理公司或特定的专业公司,自己也留存一定比例的保管费用;同时,基金保管机构依照房地产投资信托契约的规定将基金按时分配给受益凭证持有人。

(二) 德国模式

德国的 REITS 是投资信托公司通过其选定的保管银行发行投资信托证券，并将所收受的资金投资于房地产或其他特别财产，保管银行根据投资公司的指示负责现金及有价证券等特别财产的保管、信托收益分配、信托基金资产评价，以及房地产业务的监管工作。为保护投资人的利益，投资公司法作了设置监督委员会、选定保管银行、固有财产与信托财产分别管理、投资范围限制等强制性规定。可以投资的房地产限于租赁居住及商业用房地产，以及符合该条件的在建工程（不超过信托财产价值的 10%）和土地。德国 REITS 的特点在于基金资产的运用业务与保管业务的分离，其结构如下图^①。

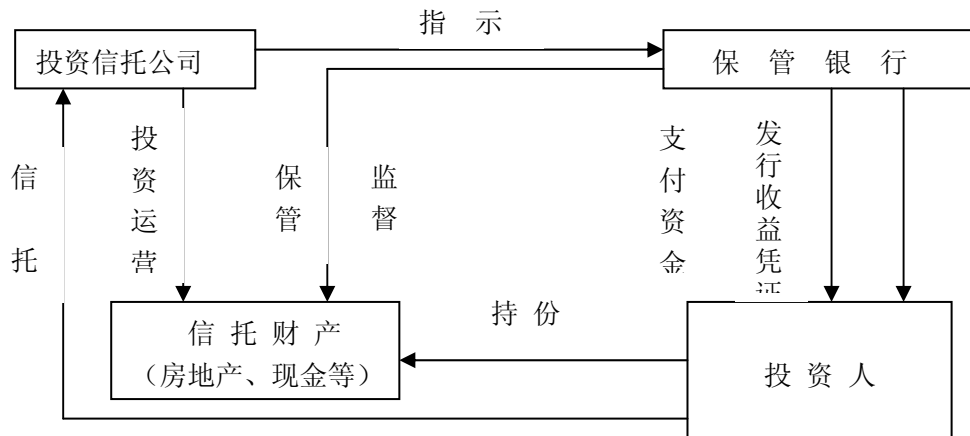


图 4 德国房地产投资信托结构

（三）加拿大模式

与美国公司制不同的是，加拿大 REITS 是以基金形式出现的，它是将原来共有基金的形式转化为 REITS 的形式，这种形式使得 REITS 的持有者没有权利要求赎回。但除了转化赎回方式外还有另一种转化方式，即通过股票交易所上市，把原来的共有基金形式终止。通过上市，基金持有人就可以在股票交易市场上交易他所持有的基金单位，基金持有单位的价格波动就不是依赖于上一年所出的资产评估报告，而是依据资产本身价值和市场供求关系而定了。

在分配比例上二者有明显不同。在美国至少有 90%的纳税收入要分配非投资者，而在加拿大的分配比例是可以调整的，可以是 90%，也可以是 80%，有很大的主动性，并要求有 75%的总收入来自合格的房地产来源^②。

（四）日本的土地信托模式

日本的土地信托是土地所有者将土地信托给受托人（信托银行），并从受托人管理和使用该土地的收益中获取信托红利。土地信托包括租赁型和处理型，租赁型是指土地所有者在信托期结束后，收回土地所有权；处理型是指土地所有者在信托期结束后，领取土地出售所得价款。

土地信托基本上是在土地所有者具有开发积极性，而自己没有能力的时候发挥功效，土地所有者能够在保持土地所有权的同时，获得稳定的项目收益，因而对土地所有者来说极具投资魅力。

① 乔志敏：《我国房地产信托经营的发展模式》，载《中国房地产》2002 年 6 月。

② Ermanno Pascutto 著，张斌译：《加拿大房地产投资信托基金》，载《中国投资》2002 年 6 月。

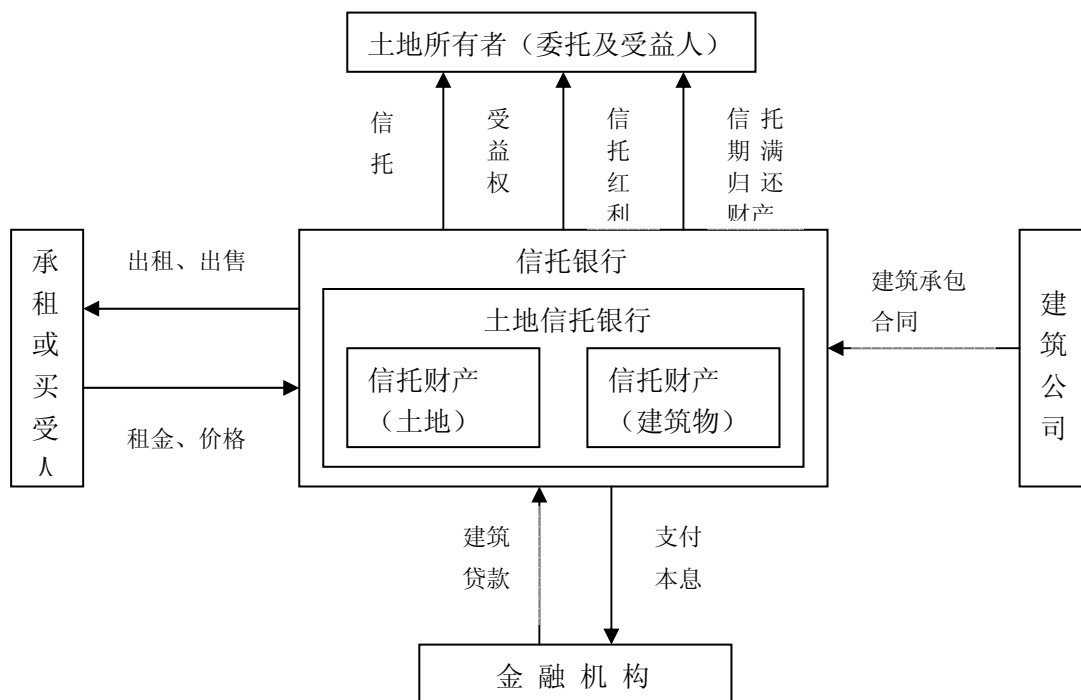


图5 日本土地信托结构

四、我国房地产信托典型案例评析

我国第一支真正意义上的房地产信托产品是上海国际信托投资有限公司推出的上海国际大厦项目资金信托，随后，金信信托、新华信托、北方信托、中煤信托、湖南信托、百瑞信托、深圳国投、伊斯兰国投等多家信托公司纷纷推出针对地产投资的集合资金信托。截止 2003 年底，我国房地产信托融资额约 50 亿元，约占当时整个信托资产构成的 40%，2004 年上半年，全国房地产信托项目有 53 个，募集资金 59 亿多元。

（一）新上海国际大厦项目资金信托^①

该信托的受托人是上海国际信托投资有限公司，资金以信托贷款方式运用于新上海国际大厦项目。上海国投通过资金信托方式，向投资人募集资金，并以上海国际信托投资有限公司的名义向新上海国际大厦有限公司贷款。上海国际信托投资原有贷款项目是其项目来源，按一般贷款管理进行项目管理。新上海国际大厦资金信托项目是我国信托整顿后的首个房地产信托项目，首创了信托资金的贷款运用，它庞大的资产规模，已经形成规模经济效应。但是也应该看到这一信托产品事实上是以信贷还旧贷，复杂的关联交易不利于保证投资人的利益，权利义务关系不够明晰。

（二）人福科技当代大学生公寓产权信托和优先受益权信托^②

受托人是伊斯兰国际信托投资有限责任公司，资金投向是南湖当代学生公寓。本信托产品由不动产信托和资金信托计划两个信托合约组成：第一个信托合约是不动产信托合约，湖北南湖当代学生公寓物业有限公司将当代学生公寓不动产整体信托给伊斯兰信托进行管理，并委托伊斯兰信托将该不动产的优先受益权；第二个信托合约是资金信托合约，伊斯兰国际信托投资公司向投资者发行期限为三年、规模为人民币 1 亿元的资金信托计划，受让不动产信托中委托伊斯兰信托转让的优先受益权。两个信托计划的结合使得其中的权利义务关系更为复杂，所以信托产品能否

① 朱兆荃：《不断推出新举措 上海信托业欲先行崛起》，载《上海证券报》2002 年 7 月 29 日。

② “地产江湖 逐鹿金融”，载《安家》2004 年 4 月。

获利，信托产品本身的赢利能力是关键，信托资金监督也很重要，投资与经营若能结合起来，信托产品的风险必将大大降低。

从以上两个案例可以看到，虽然房地产信托近年来在我国发展较快，但本质上它们还不是真正意义上的 REITS 产品，属债权融资而非股权融资，要想让这一投融资工具发挥更大的作用，创新必不可少。

五、我国发展 REITS 的模式比选与实施设想

（一）各种模式的利弊分析

1. 信托计划模式

信托计划模式的优势在于从结构上可以确立受托人的资产管理职能，在保证 REITS 的投资和收入分配策略顺利实施的同时，有效地保护信托单元持有人的利益。

从发展 REITS 产品的角度看，房地产信托产品的成功发行只能证明房地产业的融资需求和证券市场对低风险产品的需求。如果将房地产信托产品延伸为 REITS 产品，其发展路径将需要克服产品设计和法律制度上的障碍。一是我国的房地产信托产品与 REITS 在本质是不同的产品。现已推出的房地产信托产品是固定收益类产品，有到期日和预期收益率，其本质上是债权类产品，所推出的项目属于信贷融资。REITS 是以房地产为投资对象、有分红和相关税收规定的投资产品，属于股权类的投资产品。二是如果以信托计划为基本模式，建立类似 REITS 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。三是房地产信托产品属于信贷融资，对房地产项目很难实施类似于 REITS 在管理、投资决策等经营方面的措施。四是在我国信托产品目前尚无统一的交易平台，存在严重的二级市场流动性问题。五是制度成本过高，主要表现在对信托产品的监管，目前信托计划由人行非银司审批和监管，将 REITS 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。

2. 房地产上市公司模式

这种模式类似于上面介绍的美国模式，在我国目前的法律制度下，发展房地产上市公司模式的 REITS 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实施细则的制定提供客观的依据；第三，REITS 的股东即是公司的股东，可以避免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 REITS 的发展经验看，REITS 产品尽管大部分是以信托计划形式出现，但其在本质上是属于投资公司类型。日本和韩国等国家有专项立法准许 REITS 采用公司形式进行运作相关经验可以借鉴。

但是，以房地产公司形式发展 REITS 产品也面临着一些问题：一是按《公司法》规定，公司的对外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；二是由于是公司形式，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。

3. 封闭式产业基金模式

在房地产投资信托基金运作的模式上，既可以借鉴美国的模式，由金融机构组织发起，具体的资产管理活动由专业的投资顾问操作，也可以借鉴德国的模式，由投资信托公司负责具体的资产运营，另选保管银行负责受益凭证的发行、收益分配、部分信托财产的保管和运营监督。但考虑到我国由中国人民银行负责信托基金管理的实际情况，以致专业房地产公司不可能作为投资信托基金的组织发起人而得到批准，以及现有信托投资公司在房地产权益经营管理运作方面的不足，美国的运作模式可能更具有借鉴价值。封闭式产业基金形式的 REITS 由基金管理公司、REITS 基金、托管机构（银行）、管理公司组成。在基金管理公司成立后，由基金管理公司发起 REITS

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。

封闭式基金 REITS 的主要优势在于：可以借鉴现有的封闭式证券投资基金运作和监管经验；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 REITS 基金，这样的结构可以避开《公司法》中有关公司对外投资不超过公司净资产 50% 的规定；基金结构可以引入房地产业的专业管理人员对房地产进行投资和管理。

发展封闭式基金形式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 REITS 基金在结构上和操作上与封闭式证券投资基金相似，但《证券投资基金法》不适用于 REITS 产品的开发。同时，封闭式基金形式的 REITS 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。

另外，还有人认为可以借鉴日本的土地信托模式，建立我国的国有土地信托经营管理运作机制，将其作为实现国有土地所有权的一种经济形式等观点。

（二）现阶段 REITS 模式的实施设想

以上三种模式中的信托计划模式最符合 REITS 产品要求的结构，但是在我国现有的法律制度中，需要突破相当的法律制度限制，难度较大。封闭式产业基金的路径具有结构上的优势，可以利用专业房地产管理公司的服务，便于发展稳定的 REITS 产品，但由于缺乏有关产业基金的法律和法规，在实施中的难度较大。

若考虑采取美国模式的公司制，中国信托业应设立独立的房地产投资信托公司，摆脱普通信托公司纯粹金融性的经营，以信托的形式和合理的价格获得充足的投资。

（三）实施障碍及解决办法

1. 关于 REITS 发行份额的限制

商业性房地产对资金需求量大，因而小额的信托凭证不太合适。但中国信托投资法规定一个信托的发行份数不得超过 200 份，假若发行 5 万元一份的信托凭证，200 份才融到 1000 万元。考虑到发行份额的限制，可以将信托设计成可赎回形式，REITS 管理层在一定条件下收回部分小额凭证，重新发行更大面额的凭证，从而扩充融资规模。另一种方案是由同一家 REITS 在同时或不同时间发行多个信托计划，每只信托计划用于某一个房产交易项目的全部或部分融资需求，这样一个 REITS 所能运用的总体资金规模还是可以很大的。

2. 关于信托举债

《信托投资公司资金信托管理暂行办法》规定信托不能举借外债，这似乎与房地产行业大量应用按揭贷款的传统形成矛盾。但该规定的真正意图是规定不得以通过发行信托计划筹得的信托财产作为举借外债的抵押品，但并不是说信托公司自己不可以借债。信托公司以不属于信托财产的其他资产，比如自有资产为偿债基础，不会在法律上妨碍信托计划投资人的利益。比如说为收购一座物业，收购成本的 40% 可以通过发行信托凭证筹得，REITS 公司拥有其余 60% 所有权，如果贷款价值比率是 70%，REITS 公司则可以通过按揭贷款筹得总成本的 42%（60%*70%），因而只需提供 18%（60%-42%）的自有资金。

3. 关于信托产品的流动性

对短期投资者来说，手中的证券若在 10-20 年内流通，这是无法接受。因此，要成功地发行长期性信托产品，须解决流动性问题。

可行的方案是 REITS 公司与银行、担保公司等金融机构合作，为信托投资者提供质押和担保服务。由于每份此种房地产投资信托凭证都代表对某个物业一定比例的所有权，有固定资产作后

盾，因而也较容易用于质押或担保融资。另外还可考虑由某个 REITS 公司或 REITS 行业联合会，或某些投行或券商牵头成立信托凭证柜台交易(OTC)平台，为投资者提供凭证转让服务。鉴于目前信托业蓬勃发展，信托凭证 OTC 交易市场有望很快形成规模，流动性将成为越来越小的障碍。

(四) 发展我国 REITS 的建议

一是要重视相关法律法规的建设。如果不从法律上严格界定 REITS 产品，机构投资者与普通投资人参与的可能性也有比较低，这无疑会限制 REITS 作为投融资工具的推广及其效果。

二是要重视相关政策的改进。目前信托的政策“瓶颈”制约了信托业的发展和融资规模的扩大。例如信托产品不允许通过公共传媒进行市场推广宣传的规定，既不利于投资者了解信托业，也不利于中小投资者投资参与。而禁止信托公司设立分支机构拓展业务，对于信托业务的发展壮大尤其对于经济欠发达地区的发展极为不利，同时也违背了市场经济条件下的资源优化配置要求。

三是要重视机构投资者的参与和支持。美国的机构投资者的参与对美国的房地产信托投资发挥了很积极的作用，所以我们如果设计 REITS 的产权结构的话，一定要有利于实现机构投资者与房地产所有者之间合伙的关系。

四是要重视创新和发展。从所有权结构的转变到组织结构的变革，以及经营战略的改变。例如 REITS 如果采用封闭式的基金，就没有成长力，也就不会被投资者所追捧，只有开放化和大型化，REITS 才能拥有较强的成长性。

五是要重视 REITS 专业管理队伍的建设。没有专业化的队伍就不可能有 REITS 的规范、发展和壮大。

参考文献

1. 张红、陈洁：《房地产市场与资本市场结合的房地产投资信托》，载《中国房地产金融》2002年3月。
2. [美]William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey, 赵浙军、龙永红等译：《投资学》，中国人民大学出版社1996年版。
3. 周泯非：《房地产投资信托(REITS)的特征与实践意义》，载《浙江金融》2003年3月。
4. 张红、陈洁：《房地产投资信托的投资特性》，载《中国房地产金融》2002年11月。
5. 张红、陈洁：《房地产投资信托收益及其影响因素分析》，载《中国房地产金融》2002年7月。
6. 杨冬梅：《国外房地产投资信托的发展及对我国的启示》，载《天津电大学报》2003年3月。
7. [加] Ermanno Pascutto 著，张斌译：《加拿大房地产投资信托基金》，载《中国投资》2002年第6期。
8. 李玉兰、辛欣：《美国房地产投资信托概析》，载《中国房地产》1996年6月。
9. 胡敏：《房地产投资信托的交易模式分析》，载《中国房地产》2004年3月。
10. 许雄斌：《房地产资金信托研究》，载《经济研究》2002年12月。
11. 张波：《房地产业界融资环境分析与建议》，载《财经时报》2004年3月30日。
12. 王旭：《央行121文件发布后推出的部分房地产信托项目简介》，载《北京青年报》2004年1月29日。
13. 深圳证券交易所综合研究所：《房地产投资信托基金研究》，2004年4月。
14. “房地产金融创新可借鉴美国 REITS 地产公司信托化”，载《世界经理人周刊》2004年3月5日。
15. 刘洪玉：《中国房地产金融高峰论坛发言稿》，2004年4月7日。

16. 李峻峰:《投资银行与资本市场理论》, <http://www.studa.com>, 2003年11月6日。
17. 黄嵘:《整肃房地产信托热 银监会将出台政策以策应央行》, 载《中国经营报》2004年4月20日。
18. “银行房贷收紧 房产商借信托融资救急”, 载《资本周刊》2003年7月。
19. 常永胜:《中国房地产金融体系研究》, 经济科学出版社2001年版。
20. 韩国飏:《上海国投主攻房地产信托》, 载《国际金融报》2002年7月29日。
21. 朱兆荃:《不断推出新举措 上海信托业欲先行崛起》, 载《上海证券报》2002年7月29日。
22. [美]威廉姆·B. 布鲁格曼, 杰夫瑞·D. 费雪著, 李秉祥等译:《房地产金融与投资》, 东北财经大学出版社2000年版。

REITs: Patterns and Choice of Our Country

Zhang Dong Dai Wei

Abstract: Despite the difference about the specific pattern of REITs, most of the professionals consider REITs, which is the financing tool of the real estate capital market, as the inevitable way to perfect real estate capital market. The article specifically introduces the main patterns of REITs and analyzes several cases in our country. It prefers the corporate system pattern of the US and suggests it very urgent to consummate the external environment.

Key Words: real estate; investment trust; pattern