

上海证券交易所

交易所市场发展REITs产品的 思考与建议

上海证券交易所研究中心

2006年3月



交易所市场发展 REITs 产品的思考与建议

研究中心 张卫东 陆一

一、在资产证券化的创新趋势下认识交易所市场发展 REITs 产品的意义

资产证券化(Asset Securitization)是指将具有可预见现金流的资产打包,以证券形式在金融市场上发售的活动。

在狭义上,资产证券化专指金融机构或企业,将其所保有的各种资产,转换成证券形态销售的一种流动化、市场化现象,而其主要以抵押权证券化为代表(即 Mortgage-Backed Securities,简称 MBS),以后又拓展到金融机构的放款债权或企业的应收款项等营业资产(即 Asset-Backed Securities,简称 ABS)。而在广义上,资产证券化可分为“金融资产证券化”(Financial securitization)与“房地产证券化”(Real estate securitization)。

表 1. 金融市场证券化形态分类

企业金融证券化	资产证券化			
	金融资产证券化	房地产证券化		
公司股票	抵押担保债权证券化	合伙方式	信托方式	
公司债	汽车贷款证券化			
可转换公司债	消费贷款证券化	房地产有限合伙	REIT	REITs
其他	其他			

资产证券化所产生的证券与股票和一般债券不同,它不是对某一经营实体的利益要求权,而是对特定资产池所产生的现金流或剩余利益的要求权。资产池在法律上表现为特定目的载体(Special Purpose Vehicle,简称 SPV)。在实践过程中,SPV 的实现方式主要有两种,即特设公司(Special Purpose Company,简称 SPC)和特设信托(Special Purpose Trust,简称 SPT)。这两种方式在国外都很常用,特别是其中的 SPC 方式应用更为普遍,但在中国,都存在一定的法律和制度障碍。

目前,国际上信贷资产证券化代表性的模式有三种:一是美国模式,也称表外模式,即在银行外部设立特殊机构 SPV 用以收购银行资产,实现资产的真实出售;二是德国模式,亦称表内业务模式,即在银行内部设立一个机构,由这个机构运作证券化业务,资产的所有权仍然属于银行,保留在银行的资产负债表中;三是澳大利亚模式,也称准表外模式,是上述两种模式的结合类型。而无论哪种模式,最终都面临在一级市场发行和二级市场流通的问题。

一般来说，各类资产证券化产品多在场外市场完成流通；但绝大多数 REITs 产品却是在证券交易所市场公开上市和交易的，这也是 REITs 与其他资产证券化产品表现不同的一个特点。

根据美国国家房地产投资信托基金基金会（Nation Association of Real Estate Investment Trusts，简称 NAREIT）统计，至 2005 年底为止，向美国证券及交易委员会（SEC）注册并上市的 REITs 有 197 只，它们都在美国主要股票交易所挂牌上市：纽约证券交易所（New York Stock Exchange）169 只；美国证券交易所（American Stock Exchange）20 只；Nasdaq 交易所（Nasdaq National Market System）8 只。这些登记上市的 REITs 总资产超过 4 千亿美元。而已在 SEC 注册但未上市交易的 REITs 约有 20 家。

所以，不论从国际市场发展趋势来看，还是考虑到国内金融分业经营对金融市场造成分割的事实，对于证券交易所来说，与其他资产证券化品种相比，REITs 及其衍生产品对于交易所市场发展、制度创新、产品创新和监管体制的促动是更有现实意义的。

二、在区分房地产证券化品种的基础上认识 REITs 产品的价值

房地产证券化可以分为两种形式：一种是合伙方式的房地产有限合伙（Real estate limited partnership）；另一种是信托方式的，又可细分为房地产资产信托（Real Estate Asset Trust，简称 REAT）和房地产投资信托（基金）（Real Estate Investment Trust，简称 REITs）。

房地产投资信托（Real Estate Investment Trust，REITs），是主要以房地产相关权利进行投资的共同基金，从某种角度说来，类似于国内市场上的证券投资信托基金，其中差异仅是投资的标的不同而已。

REITs 是标准化可流通的金融产品，一般从上市或非上市公司收购房地产资产包，且严格限制资产出售，较大部分收益来源于房地产租金收入、房地产抵押利息或来自出售房地产的收益，能够在证券交易所上市流通。

REITs 的准确定义，就是以公司或信托（契约）基金的组织形式经营，基于风险分散的原则，由具有专门知识经验的人，将不特定多数人的资金，运用于房地产买卖管理或抵押权贷款投资，并将所获得房地产管理的收益，分配给股东或投资者，这样一种中长期的投资形式。在制度设计上，当资金募集完成后，就让股票或受益凭证在交易市场上市，让多数投资者共同参与房地产的投资，由于其在法律上属于较不具弹性的共同所有制，所以它的组织方式、投资内容、收益来源及收益分配均受到较严格的限制。

而房地产资产信托（real estate asset trust、简称 REAT）只是一种非标

准的集合投资信托计划。REIT 的受益凭证，是把房地产物业切割成一张张“债券”，由证券化的发行机构支付利息给投资人，到期后把本金偿还给投资人。

REIT 属债券性质，对发行者与投资者都是锁定长期固定利率，照理说，在利率走扬时发行，对于房地产业者最有利，但是如果房地产景气如果为跌势，房地产业者较为不利。

目前国内信托业中对这类产品的定义和概念非常混乱，或者称为房地产信托计划、或者称为房地产信托，有的甚至称为准 REITs、或者直接称为 REITs。但在英文中这类产品都称为 trust of real estate、或 real estate trust，更多被称为 real estate asset trust、简称 REAT。从我国相关法律的规定来说，房地产信托计划是有 200 份合同限制的集合非标准化金融产品，一般不涉及收购房地产资产包的行为，其收益视信托计划的方案设置而定，目前尚无二级市场，不能在证券交易所上市流通。

明确区分 REAT 与 REITs，对于正确认识 REITs 的产品特质是非常必要的。REITs 产品都是一种以投资于具有固定收益的房地产物业为运作内容的资本品，而且，大多数市场还严格将 REITs 的再投资领域也限制在投入经营的房地产物业的范畴，而不得用于房地产开发项目，这与国内流行的理解存在很大的差异。事实上，只有对 REITs 作出这样的限定，才能在 REITs 产品运作和房地产开发风险之间建立起有效的防火墙，保证 REITs 产品真正具有其设立初衷所追求的低风险、收益稳定的特性。如果象国内目前流行地那样，将 REITs 产品视作为房地产开发提供了一种新型的再融资工具，把它当作房地产开发企业的银行贷款融资和股权融资的替代物，那就是偏离了 REITs 的设立轨道，只会因理解上的南辕北辙而增大产品及市场风险。这一点需要在设计境内 REITs 产品时特别加以注意和避免。

当然，房地产开发与 REITs 的发展也并不是没有关联，只是这种联系更像是上游产品与下游产品之间的关系，而非后者为前者提供融资方便的关系。从上下游产品关联的角度分析，一方面，房地产开发所形成并投入经营的物业资产，为 REITs 提供了投资的标的，在良性互动的情况下，REITs 的健康发展又会通过提升市场需求来支持房地产开发；另一方面，房地产开发所形成的物业供给与市场上对房地产物业的需求之间的市场矛盾，会通过影响房地产价格和物业收益来间接影响 REITs 产品的收益与定价。也就是说，如果某种类型的房地产项目开发过度，超过市场的实际需求，那么，房地产的市场价格与物业的经营收益都会出现下降，进而投资此类房地产资产的 REITs 产品的收益和价格也会相应下降，反之亦反。

三、在金融创新与市场竞争的环境下认识交易所发展 REITs 产品的必要性
目前，境外市场对境内 REITs 上市资源的关注已经演变为竞争现实。

香港市场 2005 年底前已有上市三只 REITs，包括领汇、泓富以及来自内地的首只 REITs——越秀，REITs 产品的发展速度在经过领汇上市事件后明显提速。此外，香港汇富金融控股(188.HK) 也计划在年内成立规模预计位于 5000 万至 1 亿美元之间的房地产基金，主要投资于内地一线城市如北京、广州等主要城市的住宅及写字楼物业市场；各大地产巨头如上海复地(2337.HK)、中国海外(0688.HK)、北京北辰(0588.HK)、深国投和大连万达等正在研究推出 REITs 的可行性。可以说，香港 REITs 市场虽然刚刚起步，但随着 2005 年 6 月 16 日香港特区证监会正式宣布修订后的《房地产投资信托基金守则》生效，规定香港上市的 REITs 可以投资香港地区以外的房地产项目，而境外资产也可以在香港发行 REITs 后，已呈现出内地地产业在该市场融资，香港地产业融资后向内地购置物业的双向发展趋势，对内地未来 REITs 市场的发展形成挤压。

与此同时，新加坡 REITs 市场也对内地未来 REITs 市场的发展形成冲击。一方面，新加坡在竭力吸引中国内地地产业在其市场发行 REITs 产品；另一方面，已在该市场发行 REITs 产品的香港及新加坡地产业又纷纷有意向或采取实际行动投资中国大陆的地产业。而且，新加坡市场在香港领汇基金上市的当天就发行了三个领汇权证品种，大有以灵活的市场创新机制来争夺 REITs 产品资源之势。

与此同时，境内各金融行业也加快了对房地产证券化产品的开发速度。

虽然，目前由于法律规范的缺失和监管部门的交叉，标准化的 REITs 产品在境内市场尚处于研究讨论阶段；但从各金融行业的实际行动来看，均将研究重点放在如何将范畴更广的房地产证券化产品资源纳入各自行业的监管范畴上。

中国银监会正式发布的《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，从 2005 年 12 月 1 日起正式实施，标志着信贷资产证券化由自发尝试阶段进入合法发展阶段。2006 年 3 月，财政部、税务总局明确了银行业开展信贷资产证券化业务试点中的税收政策问题，包括印花税、营业税、所得税三大类，并对在信贷资产证券化的过程中，发起机构转让、赎回、置换信贷资产等涉税业务，贷款服务机构、受托机构等资产证券化过程所涉及的机构的所得税政策问题，以及信贷资产证券化业务涉及的税收管理问题做出了具体规定。

银监会法规部副主任李伏安也多次公开表示，银监会目前已经开始关注到有关 REITs 在中国房地产市场上的动态，同时也将会针对 REITs 监管方面进行一定的管理措施，但是不可能出台专项的管理办法，有可能结合在目前正在制订的信托管理办法中。酝酿中的新办法取消了信托业 200 份合同的限制，同时规定信托公司过去两年连续盈利且信托业务收入占公司总收入的 60% 以上，募集资金必

须超过 5 亿元。对此，有的业内人士认为，《办法》将大大提高房地产信托的融资功能，实现与银行信贷的互补，并可能为房地产产业基金的发展提供空间，从而有利于缓解目前地产资金危局，进而破解目前地产短缺问题。

在相关政策的推动下，中国建设银行资金交易部 12 月 7 日在中国货币网上发布通知，公布了其首只个人住房抵押贷款支持证券(MBS)的承销团成员名单，这表明中国首个房贷证券化产品的发行工作正式起步。建行作为发起机构，此次通过中信信托投资有限责任公司，在银行间债券市场发行人民币 30 亿元的建元 2005-1 个人住房抵押贷款支持证券。¹国家开发银行的信贷资产证券化产品也于 12 月 12 日与建行的产品一同面世。国开行此次拿出 52.8689 亿元的债权构建资产池，发行 2005 年第一期开元信贷资产支持证券，其加权平均利率为 5.137%，内部收益率达 4.72%。²

此外，商务部的全国商业地产情况调查组在向国务院递交的调查报告中，也希望能拓展商业地产融资渠道，并明确建议尽快开放 REITs 通道。

因此，在内外市场对 REITs 上市资源竞争加剧的情况下，交易所市场开发标准化的 REITs 产品并发展 REITs 市场就成为十分紧迫的事情。

四、在交易所市场发展 REITs 产品的制度思考

资产证券化是一种新型融资制度安排，涉及金融、会计、税收等多个领域，它的发展离不开政府的支持和推动。同样地，发展属于资产证券化范畴的 REITs，也不仅仅是一个简单的金融产品创新问题，而是一种信用体制的创新，是与传统的间接融资和直接融资既有相同又有不同的第三种信用制度。这种体制的创新，不仅对微观金融实体产生了巨大的影响，也对整个宏观金融制度的布局带来较大的冲击。

资产证券化及其 REITs 发端于美国政策性金融领域，得益于该领域所享有的各项特殊政策。上世纪 80 年代，美国政府又相继在相关证券发行、交易、投资和税收等多方面制定了特殊政策，对资产证券化及其 REITs 在私营部门的繁荣发展起到了至关重要的作用。

通观所有已经和正在筹划 REITs 发展的国家和地区，无不将立法作为发展 REITs 的首要条件。比如新加坡、日本、韩国、香港和台湾，都是在原有相关法律已经比较完备的基础上，通过长期研究制定专项法律。有的在 REITs 法律制度公布以后好几年才正式批准发行相关产品上市。

¹建行 30 亿元的 MBS 分 A、B、C、S 四档，金额分别为 26.7 亿、2 亿、0.5 亿和 1 亿元人民币。其中 C 档为 BBB 级债券，S 档则没有信用评级。该产品的承销团规模庞大，共有 76 个成员，其中包括工、农、中行在内的 38 家中资银行、31 家证券公司、3 家资产管理公司、2 家保险公司、全国社会保障基金理事会和加拿大蒙特利尔银行有限公司广州分行。

²国开行发行的 42.6 亿元 MBS 中，70%为 A 档，24%为 B 档，剩下的为不予评级的次级档。

在中国，REITs 的发展同样需要政府的支持和推动。把正确的政策上升到法律，完善和修改现有的相关法律，是使 REITs 从研究开发走向正常运作的关键，也是 REITs 能够健康生存和发展的前提和当务之急。因此，REITs 在中国的生存首要的是建立相关法律制度框架。

REITs 从根本上来说，和信托计划不同，它更接近于投资基金。各国除了专项法律以外，也同时要求用《证券法》、《公司法》、《基金法》（在美国是《投资公司法》和《投资顾问公司法》）、《信托法》、《合同法》等等相关法律共同协调来规范。特别是作为与 REITs 性质最为接近的规范法律——《基金法》、以及《信托法》，更有必要在对 REITs 制定专项法律时统筹修改，以求法律规范环境的统一。

包括 REITs 在内的资产证券化产品所产生的证券与股票和一般债券不同，它不是对某一经营实体的利益要求权，而是对特定资产池所产生的现金流或剩余利益的要求权。资产池在法律上表现为特定目的载体（Special Purpose Vehicle，简称 SPV）。这是因为资产证券化、包括 REITs 中结合了现代信托业和基金业发展的最基本的制度要素。这包括受托责任、信托资产的独立性、基金的受托人与管理人的制衡治理结构……等等。在国外的实践过程中，SPV 的实现方式主要有两种：特设公司（Special Purpose Company，简称 SPC）和特设信托（Special Purpose Trust，简称 SPT），特别是其中的 SPC 方式应用更为普遍，这和欧美公司型基金结构越来越普遍是相辅相成的。

在欧美市场经济国家的基金发展历史过程中，产生过各种类型的基金形式。美国的基金多为公司型基金，英国的封闭型基金采用公司型、开放式基金采用契约型，我国香港、台湾地区以及日本多是契约型基金。从 REITs 的发展趋势来说，尽管有许多国家由于原来的基金制度采用的是契约型为主的组织结构、在这些国家和地区为 REITs 立法时确定了信托（契约）为主的组织结构，但是出于对 REITs 性质和特点的认识不断深化，原来在基金制度中单纯采用信托契约型结构的如日本、新加坡和韩国，都或者在 REITs 的专项立法中明确，组织结构可以采用公司或信托（契约）形式；或者如韩国，索性明确 REITs 采用公司制结构。因此，目前全球绝大多数 REITs 都采用公司制基金的组织结构。

公司型基金在组织形式上与股份有限公司类似，基金公司资产为投资者所有，由股东选举董事会，由董事会选聘基金管理公司，基金管理公司负责管理基金业务。与契约型基金相比，公司型基金的优势就在于具有保护投资者的良好组织基础，即一个独立、有效、按照投资者最佳利益行事的基金（投资公司）董事会。这也是 REITs 型投资信托基金产品越来越多采用公司制组织结构的背景。

不论 SPV 和 SPC 的设置，还是公司制的基金组织结构，目前在中国都有一定

的法律和制度障碍。由于现行《公司法》在国际上通行的 SPC 资产证券化实体的设立、组织机构方面的立法缺失，实践中，房地产证券化尝试往往依托《信托法》而采用信托型的发行模式；而且，即使中国唯一一部基金法——《证券投资基金法》也将证券投资基金限定在契约型的信托范围内。

但是，如果据此继续采用《证券投资基金法》的立法模式发展 REITs，那将给 REITs 场的发展带来巨大的制度上的麻烦。

在现行法律中，与 REITs 最为密切相关的是《证券投资基金法》和《信托法》。但是这两部法律、包括相关的《公司法》和《证券法》都没有为公司制的基金组织结构留下法律空间，也没有针对契约型基金的治理缺陷，加大托管人对管理人的监督制衡机制。无论是《证券投资基金法》还是其上位的《信托法》、甚至至于其下位的实施细则和监管规则，都并没有对基金管理人代表基金持有人行使那些直接和间接的权利作出详细规定，也没有对基金持有人、基金管理人和基金托管人三方的权利义务做出公允的法律安排。因此，在我国基金业的发展现实中，往往形成基金管理人一方独大、监管失当的局面。³

面对 REITs 的涌动，当务之急是对相关法律法规进行系统的梳理和修改，并尽快制定针对 REITs 的专项法规。如有可能，应该将制定包含规范产业基金、投资基金和信托基金等内容在内的、全面而统一的《基金法》提上立法议事日程，改进现有《证券投资基金法》中的诸多根本性缺陷。与此同时，《公司法》、《证券法》、《信托法》、《合同法》等也需要做出相应的调整。

五、在交易所市场发展 REITs 产品的路径思考

在交易所市场的现有条件下开发 REITs 产品，需要以一种灵活而现实的态度来进行，在国外市场经验与中国现实状况之间开辟一条成本最小、可行性最高的通路。

从长期来看，REITs 的推出与发展需要专门立法的支持，在具体运作模式上，顺应国际市场主流趋势，选择公司型投资信托基金为宜；从短期来讲，由于存在法律制度障碍，需要模式创新。而目前可行的创新，就是回归到 REITs 的本质来设计境内 REITs 产品的初始运作模式。

抛开具体的运作模式不论，REITs 产品本质上是一种集合投资计划，内在地蕴含着信托关系，而这一性质却恰恰是 REITs 产品可能避开现有法律障碍的所在。

2003 年 12 月 18 日，中国证监会以第 17 号主席令的形式颁布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》，该办法第 11 条明确规定，“经中国证监会批准，

³ 详见陆一《完善基金业基本制度系列谈》，中国证券报 2006 年 2 月 18 日、24 日、25 日

证券公司可以从事下列客户资产管理业务：(1)为单一客户办理定向资产管理业务；(2)为多个客户办理集合资产管理业务；(3)为客户办理特定目的的专项资产管理业务。”根据这一《试行办法》，现在已经有8家证券公司推出了集合理财产品⁴，而且2005年下半年，中国证监会又批准了中金公司设立中国联通CDNA网络租赁费收益计划的申请，为专项集合资产管理计划拓宽了应用范围。顺此发展思路，可以将REITs产品的初始运行模式套用非限定性的专项集合资产管理计划模式，投资范围由集合资产管理合同约定，按照《试行办法》的规定推行。⁵这样，既可以避开现有法律障碍，节约产品创新的成本与时间，也可以解决已推出的专项集合资产管理计划以资本市场现有股票、债券品种投资为主而与投资基金雷同的问题，拓宽集合资产管理范畴和投资领域。

由于国内金融业分业经营与管理的局限，抵押类REITs⁶在目前难以纳入证券公司推出的专项集合资产管理计划；同样地，证券公司发行的REITs产品也不可能是混合型的。因此，准REITs专项集合资产管理计划应设计为股权类，并且，考虑到国内房地产开发行业尚不规范的实际情况，在现阶段，投资标的应该严格限定为境内已开发投入使用且有稳定的收益来源的房地产项目，而不得以在建房地产项目或无收益保证的已建成房地产项目为投资标的。以后，可以随着房地产行业规范化的提高而逐渐拓展投资标的范围。

从风险控制及专业化经营的角度出发，准REITs专项集合资产管理计划除了应设立资产受托人以外，所投资的项目也应交由专业的房地产管理公司及物业公司经营与管理，中国证监会并应会同建设部制定可管理准REITs专项集合资产管理计划所投资房地产项目的房地产管理公司及物业公司应具备的资质，以及房地产管理公司及物业公司中高管及关键岗位专业人员的执业资格。

目前，上海证券交易所及中国登记结算有限公司上海分公司都已针对专项集合资产管理计划的推出在交易、登记、结算规则与机制方面进行了调整与完善，因此，出于利用现有交易平台，节约交易成本、提高产品流动性的考虑，并与国际市场REITs产品以交易所上市为主流的现状接轨，准REITs专项集合资产管理计划也应该选择在证券交易所发行、上市交易。

准REITs专项集合资产管理计划存在的最大问题是，由于采取大宗交易方式，产品交易局限于机构投资者，普通投资者无法参与。因此，如何提高准REITs专项集合资产管理计划的流动性和扩大投资者参与范围，将是专项集合资产管

⁴ 即广发集合资产管理计划2号，中信避险共赢集合资产管理计划，中金短期债券集合资产管理计划，国信金理财稳得收益集合资产管理计划，光大阳光集合资产管理计划，长江超越理财1号集合资产管理计划，东方红1号集合资产管理计划（东方证券），招商证券基金宝集合资产管理计划。

⁵ 当然，严格地讲，这种创新品种还不是标准化的REITs产品，因此，可以称之为准REITs专项集合资产管理计划。

⁶ 事实上，该类产品已经被国家开发银行和中国建设银行所开发，并于2005年12月发行上市。

理计划初始模式运作的准 REITs 产品需要重点研究和解决的问题。

此外,避免双重征税的税收安排也是一个迫切需要协调解决的问题,因为国际经验表明,税收优惠政策和合理的征税安排,是推动 REITs 产品市场健康、快速发展的重要因素。在国内,这有赖于财政部和 REITs 监管部门的共同努力。

但从根本处着眼,监管部门还是应力促 REITs 专门法规的尽早制定,实现 REITs 以公司型房地产投资信托基金的形式在市场上规范运作的目标。

六、在交易所市场发展 REITs 产品的监管思考

虽然,就 REITs 产品原始起点的房地产信托而言,目前在中国的监管机构是中国银监会;但从世界范围来看,在房地产信托基础上发展起来的 REITs 产品一般都要接受证券监管机构的监管,遵循证券市场的一般监管原则。大量理论与实证研究表明,“一国或地区投资者保护越好,资本市场也就越发达,抵抗金融风险的能力就越强,对经济增长的促进作用就越大。”⁷因此,保护投资者权益和风险防范也应该成为境内交易所市场建立 REITs 产品监管体制的主旨。

在构建基于风险防范的境内 REITs 产品监管体制时,不但要吸收与借鉴国外成熟的房地产投资信托基金监管经验,而且,还需要根据设计 REITs 产品的基本要求来仔细权衡各种目标,从而建立起一个以风险防范和投资者保护为导向的境内 REITs 产品监管体制。

1. 建立起以风险防范和投资者保护为导向的境内 REITs 产品监管体系

(1) 制定针对 REITs 产品的专项法规。

虽然,在近期可以准 REITs 专项集合资产管理计划在国内开启 REITs 产品的开发,但从长远来看,发展国际市场上通行的房地产投资信托基金才是国内 REITs 发展的大方向。因此,尽快在立法层面上制定针对 REITs 运作与监管的专门性法规,对完善境内 REITs 的开发,使其具备与国际市场上同类产品平等对话与竞争能力的关键所在。而且,这样一种发展思路,也被亚洲新兴市场开发 REITs 的实践经验所肯定。

在完成境内 REITs 专项立法工作时,应首先确认明确的 REITs 产品监管机构,针对 REITs 具有跨金融行业的特点,应尽可能避免出现多头监管的格局,以产品交易所在市场的管辖权作为确定监管机构的重要依据,并加强与其他金融监管机构的协调与合作。

此外,不但应在专项法规中包含对 REITs 经营机构在公司治理结构和信息披露方面的要求,还应该包括税收优惠安排、资产要求安排以及流动性安排,这些对于 REITs 的发展都是至关重要的。在公司治理结构方面,应明晰保管人的权利

⁷ 朱从玖主编,《投资者保护——国际经验与中国实践》,复旦大学出版社,2002年10月,第1页。

和义务。在构筑信息披露框架时，应包含符合资本市场运作要求的具体细则。从国际经验来看，REITs 产品的税收优惠和资产要求是发展 REITs 的前提和基础，也是保护投资者和防范风险的有力措施。另外，在证券交易所上市的 REITs 产品已是国际市场的主流，因此，在专项法规中加强 REITs 产品流动性的措施，对于 REITs 产品的健康发展也会产生积极的影响。

（2）完善 REITs 产品的信息披露制度。

在国外，由于 REITs 是上市金融产品，所以其信息披露制度非常严格，通常比照上市公司的信息披露要求来执行。但更多时候，无论监管当局还是行业自律，都要求 REITs 做得更多、更好。⁸比如，香港证监会就认为“房地产投资信托基金应及时地向其单位持有人提供充分及准确的资料，以确保其拥有高透明度。证监会认为，鉴于房地产投资信托基金属于一种上市产品，因此其披露准则不应逊于上市公司的披露准则。”

在国外，对 REITs 产品的严格的披露制度对于保护投资者的权益以及防范风险发挥了重要的作用。事实上，由于披露制度的严格，投资者可以获得更多的有关 REITs 产品的信息，这些信息可以帮助他们更为理性地做出投资决策。而且，加强 REITs 产品的信息披露，对于改进 REITs 产品业绩和费用的可理解性与可比性，加强 REITs 经营机构与投资者之间的交流，促进投资者对投资风险的掌控都有很大的益处。

但更重要的是，严格而细致的信息披露，对于防范内幕交易、关联交易、利益输送、利益冲突等都是一副低成本良药。在国际上，REITs 作为基金类的金融衍生产品，正因为针对它的监管远远比其他产品严格，才会使之成为社保和养老基金的投资对象。

因此，国内监管机构在确定未来 REITs 产品的信息披露制度时，不但要关注合规性披露，也要同等重视技术性披露和风险披露，并且要注意信息披露的可操作性，注意在信息披露方面实现市场一致性与产品专业性的统一。比如，在风险披露方面，应要求经营机构披露 REITs 产品的潜在风险及对盈利能力的影响，对重大事件以及关联交易应做及时和准确的披露。

（3）相应地完善配套制度。

由于 REITs 是一种为他人（投资者）利益管理财产的制度，与国内长期以来的财产自我管理制度实践完全不同。因此，要使 REITs 能够健康发展，完善相应的配套制度也是防范此类产品风险的重要手段。这些配套制度主要包括财产登记制度、财务会计制度以及税收制度等。

⁸ 2004 年 9 月，美国机构投资者服务机构(Institutional Shareholders Services 简称 ISS)的统计数据显示，房地产基金行业是在其追踪监测的 24 个行业中，公司治理系数(Corporate Governance Quotient 简称 CGQ)最高的一个行业。REITs 的 CGQ 平均值是 65.2%，远高于全部统计数的平均值 51.8%。

在财产登记制度方面，从法律意义来看，首先要依照法律、法规的规定，对 REITs 投资的房地产物业资产办理法定的登记手续，这是一切后续合法权益成立的要件；其次，依法办理财产登记也是 REITs 产品中所蕴涵的信托关系成立的法定公示方式。因此，依法办理财产登记，对 REITs 产品中信托关系的成立，以及持有人（投资者）、管理人、受托人各自权利义务关系的确定，都有非常重要的意义。为此，监管机构有必要加快与财产登记机关的合作，使 REITs 产品的财产登记制度成为降低此类产品投资风险的有效保证。

在财务会计制度方面，由于 REITs 既是一种新兴的创新产品，又具有表外业务的特征，因此，应该在经营机构中进行单独的会计核算。为此，监管机构有必要加快与财政部门的合作和沟通，促进 REITs 产品财务会计制度的出台，使 REITs 的运作具备必要的现实制度保障，在境内市场得到健康发展。

税收制度在 REITs 的发展史上起到过十分重要的推动作用。REITs 投资标的的转让、管理和处分行为的发生，REITs 本身的设立、变更和终止过程中，都会涉及到诸多的应税行为和应税所得，为此，监管机构应该与财政部门密切合作，权衡 REITs 产品征税制度的细节安排，使之成为 REITs 发展的促进力而非阻碍力。

2. 加强指导，督促 REITs 经营机构建立起良好的风险监控制度和公司治理结构

虽然，制度方面的完善能够从宏观上起到防范 REITs 产品风险的作用；但是，从微观角度来考虑，只有 REITs 经营机构建立起内部风险监控制度和良好的公司治理结构，才能够将 REITs 的风险防范落到实处。因此，加强指导，督促 REITs 类产品经营机构建立起良好的内部风险监控制度和公司治理结构，也是监管机构建立基于风险防范的国内 REITs 产品监管体制的一项任务，并且，需要监管机构、REITs 经营机构以及行业自律组织的共同努力。

（1）建立良好的风险监控制度。

从监管机构的角度来看，一方面要通过制度方面的完善⁹为 REITs 经营机构建立良好的内部风险监控制度提供政策方面的指导；另一方面，监管机构应当对监管手段进行改进，改变以往监管工具不科学、不统一的局面，注重预防性的监管工具。比如，监管机构应当从重视审批转变到重视检查，从重视现场检查转变到重视持续性的非现场检查，加强监控力度，根据 REITs 产品的业务特点建立相应的监控机制。并且，监管机构监控的内容应侧重于风险分析和控制，指导 REITs 经营机构调控资产运用的方向和财产运用的安全保障，强化对风险的预测和控制，保障经营机构的规范发展。

从 REITs 经营机构的角度来看，防范 REITs 产品的风险与其内部控制体系及

⁹ 如内部控制指引，信息披露指引等。

业务风险控制体系的完善有密切的关系。首先，REITs 经营机构应当建立起良好的内部控制体系。内部控制是一种自律行为，良好的内部控制有助于建立权责明确、合理制衡、报告关系清晰的组织架构，为防范 REITs 产品的风险提供必要的前提条件。其次，在 REITs 产品业务的风险控制方面，经营机构应当保证所经营资产的独立，建立规范有效的业务流程、操作规程和风险控制制度。经营机构的动态风险控制体系应以一套定量的、直观的风险管理指标为基础，并采用现代风险管理的量化技术（如 Var）来建立风险量化模型，定期对投资项目进行各种分析和测试，测量项目的风险，计算风险暴露值。在对风险进行量化的基础上，风险管理部门应对项目风险设定最大的风险临界值，对超过风险限额的及时地提出警告，并向高级管理层建议改正措施，控制风险暴露。在风险控制方面，经营机构还可以考虑采用以董事会为核心、风险控制委员会为中心的风险控制体系组织模式，从项目运作的流程上建立事前预防、事中控制、事后管理的三阶段风险控制流程，并在项目审核上经由业务部门、风险控制委员会和总经理办公会的多道风险控制环节。

从行业自律组织的角度来看，在其完成目标工作时，要从一个行业组织的角度出发，既要体现行业组织的自律管理职能，对整体行业发展进行规范，又要为行业的整体利益去呼吁和争取政府部门、委托人和社会公众的理解和支持。因此，在一定程度上，通过行业自律能够促进 REITs 类产品的经营机构建立起良好的内部风险监控制度。

（2）完善 REITs 经营机构的公司治理

REITs 经营机构的公司治理，是指消除由于委托—代理问题而产生的道德风险的一系列制度安排，其核心是在所有权和经营权分离的条件下由于投资者和管理者的利益不一致而产生的委托—代理关系，其目标是降低代理成本，在使投资者不干预公司的日常经营的同时，又保证管理者能以投资者的利益最大化为目标。

在国内资本市场的发展过程中，公司治理结构一直是一个很大的问题。无论是上市公司和证券公司，还是基金管理公司和证券投资基金，都由于在公司治理结构方面存在缺陷而给资本市场带来了很大的风险。因此，为了更好地防范风险，保障投资者的权益，监管机构有必要从 REITs 产品的开发开始，就把完善 REITs 经营机构的公司治理结构作为一项工作重点。