

保障性住房 REITs 发展路径研究

张彦春¹, 丁传明², 李香花¹

(1. 中南大学土木工程学院, 湖南长沙, 410004; 2. 方正证券股份有限公司, 湖南长沙, 410005)

摘要: 保障性住房是改善低收入家庭居住条件、调控日益高涨的房价、构建和谐社会的重要途径, 但是建设资金短缺、融资渠道狭窄造成保障性住房供给严重不足。论文提出以房地产信托投资基金(REITs)模式作为解决我国保障房建设融资难题的途径, 分析了其可行性及在我国施行的主要障碍。以最小法律制度障碍及可操作性为目标, 创新性提出选取证券公司专项资产管理计划作为保障房建设 REITs 的可行路径, 分析了证券公司专项资产管理计划的本质属性, 论证了利用证券公司专项资产管理计划实施 REITs 的可行性及优势, 并提出了相关政策建议。

关键词: 保障性住房; 融资; REITs; 最小法律障碍; 专项集合资产管理计划

中图分类号: F293.3

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2012)02-0117-04

在城市化进程加速, 房价高涨的今天, 大力发展保障性住房, 对改善低收入家庭居住条件, 调控高涨的房价, 构建和谐社会具有十分重要的意义。然而, 我国保障性住房长期供给不足, 地方政府积极性不高, 究其原因, 主要是资金缺口巨大造成的, 以地方财政拨款和银行贷款为主的融资模式无法满足保障性住房建设资金需求。因此, 研究保障性住房融资问题具有非常重要的现实意义。

一、我国保障性住房建设困境分析

随着我国城市化进程的不断加快, 城镇人口不断攀升, 保障性住房欠账严重, 甚至出现了结构性失衡^[1]。为了缓解保障性住房的缺口压力, 2011年起, 我国计划今后五年新建保障性住房 3 600 万套, 并以公租房和廉租房为主。“十二五”期末, 中国城镇保障性住房总量将由 2010 年的 1 700 万套上升到 5 350 万套, 覆盖率或将达到 20% 以上。“十二五”期间, 我国保障性住房发展情况如图 1 所示。

然而, 由于保障房的福利性特点, 决定了其开发与运作面临新的困难。2011 年国务院制定的保障性住房发展规划中明确提出“十二五”期间建设 3 600 万套的硬性指标, 而各地地方政府的积极性普遍不高。导致这种现状的原因很多, 例如, 制度缺失、建设资金匱

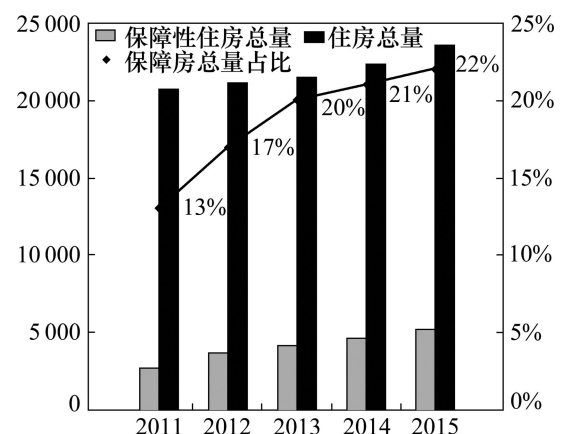


图1 “十二五”期间我国保障性住房的发展情况

乏、土地供给不足等。其中, 资金是制约保障性住房发展的最主要因素。目前, 我国保障性住房仍停留在以财政拨款、社会保障等纯政策性资金为主, 而地方政府承担基础设施建设、公共医疗卫生、社会保障、国防公共安全和教育等众多职能, 均需要财政支持, 分拨到保障性住房的资金相对有限, 造成保障性住房建设资金缺口巨大。就 2011 年 1 000 万套保障性住房的建设目标而言, 经匡算需要建设资金 1.3 万亿, 其中, 各种资金渠道可筹集 8 200 亿, 尚缺口 4 800 亿元, 占到总资金的 36.9%, 足见现行的融资模式已无法满足现阶段大规模保障性住房建设的需要, 如图 2 所示。

收稿日期: 2011-11-16; 修回日期: 2012-02-06

基金项目: 湖南省软科学项目“长株潭‘两型社会’廉租房建设融资模式研究”(2009JT1056); 中央高校基本科研业务费专项资金资助(2012QNZT205)

作者简介: 张彦春(1974-), 女, 黑龙江哈尔滨人, 土木工程规划与管理博士, 中南大学土木工程学院讲师, 主要研究方向: 房地产管理; 丁传明(1975-), 男, 山东济南人, 概率统计博士, 方正证券股份有限公司资产管理部总监, 主要研究方向: 金融工程。

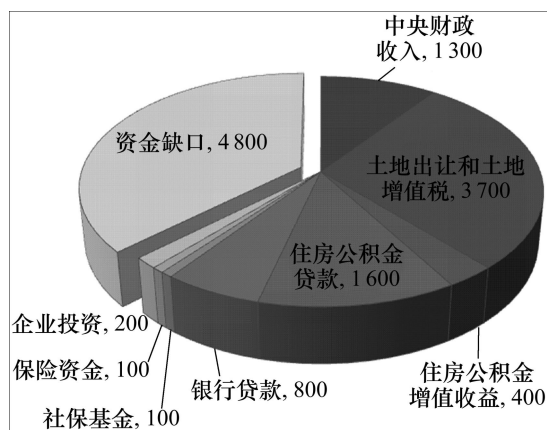


图2 保障性住房资金情况

二、保障房 REITs 模式的可行性及障碍分析

传统意义上政府主导的嵌入式财政资金制度性供给已经无法满足保障性住房的建设需求, 资金缺口日益增大, 开发成本不断攀升。根据国外的通行做法, 结合现阶段我国保障性住房建设的发展趋势, 以房地产信托投资基金(Real Estate Investment Trust, 简称 REITs)作为专门解决房地产融资的模式最为合适。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信托基金。

(一) 可行性

REITs 作为一种房地产证券化产物, 采用股票或受益凭证的形式, 以持续稳定的租金分红, 吸引更多的投资者, 以解决保障性住房周期长、耗资大、收益慢、难以在短期内回笼资金的融资困境。其不仅资金来源广泛, 而且是以专业的人员进行项目投资和运作, 在资金管理、项目运营等方面都具有很强的专业性。而且, 在国家宏观政策的指导下, 金融机构的风险能得到有效控制, 为信托基金提供了良好的市场环境^[2]。

另一方面, 我国居民存款余额由 2006 年的 161 587 亿元上升到 2010 年的 303 302 亿元。由于缺乏有效的投资渠道, 近几年, 民间资本转向房地产行业, 使得房价虚高, 成为社会不稳定因素之一。基于此, 国发[2010]13 号文《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》中指出, 进一步拓宽民间投资的领域和范围, 鼓励民间资本进入政策性住房建设领域, 支持和引导民间资本投资建设经济适用住房、

公共租赁住房等政策性住房, 为在保障性住房建设中发展 REITs 提供了契机。

(二) 主要障碍

我国保障性住房建设的整体趋势和 REITs 在成熟市场的运行状况为 REITs 在我国保障性住房领域的发展创造了良好的条件。然而, 目前我国发展 REITs 还有一定的障碍, 最主要的是受到法律制度的制约。由于 REITs 交易涉及信托/公司的成立、资产出售、资产委托、资产管理、资产租赁、证券/股权流通等各个环节, 所牵涉到的法律涵盖到各基本民商法, 如《公司法》、《物权法》、《合同法》、《信托法》、《证券法》、《证券投资基金法》等。但这些法律都未能就 REITs 的实际操作提供有效法律支撑。因此, 目前我国实施保障房 REITs 面临着法律制度缺失的困境, 必须选择一定的模式绕过立法的障碍^[3-5]。

三、保障房建设 REITs 的可行路径

针对保障性住房 REITs 在我国运行中所存在的障碍, 结合目前国内法律框架下的可行模式, 以最小法律制度障碍及可操作性为目标, 选择证券公司专项资产管理计划模式作为我国目前发展保障房 REITs 的路径最为可行。

(一) 证券公司专项资产管理计划的本质属性

证券公司专项资产管理业务是指证券公司面向境内投资者发行资产支持受益凭证, 以管理人(证券公司)身份发起设立专项资产管理计划; 按照约定用募集的资金能够产生稳定现金流的基础资产, 将该资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理活动。它是由证券公司推出的, 其管理形式类似于基金, 但属于私募性质的一种理财产品。参与方式、投资范围、投资策略、流动性安排、收益分配、费用收取等方面相比基金而言更具有灵活性, 能为特定的客户群体量身定制理财产品, 能更好地满足客户的投资理财需求^[6]。

从本质属性而言, 证券公司专项资产管理计划与 REITs 具有极高的相似性:

1. 法律属性

证券公司专项资产管理计划是在信托法律体系基础上发展起来的, 是一种特殊类型的信托计划。证券公司专项资产管理计划同 REITs 一样具有信托财产的性质, 财产从投资人、基金管理人及基金托管人的自有财产中分离出来, 成为一项独立运作的财产, 仅服从基金的宗旨和目的, 体现信托财产的独立性。另一方面, 两者都是将财产名义持有人和受益人分离, 基金管理人和托管人不能为自己的利益使用基金财产。

因此, 证券公司专项资产管理计划具有 REITs 的法律属性。

2. 内在价值取向

就内在的价值取向看, 两者皆利用了由他人管理处分财产的理财观念, 遵循效率优先、兼顾公平的原则。它们聚集零散资金, 通过专业化运作, 组合投资, 分散风险, 为投资人获取最大收益。

3. 产品特性

证券公司专项资产管理计划的运营结构、投资政策、利润分配规定、信息披露等都需按照资产管理合同明确规范, 与国际通行的 REITs 产品的相关规定相一致。

(二) 利用专项集合资产管理计划实施 REITs 的可行性

由于证券公司专项资产管理计划是证券公司资产管理业务的三大类型之一。在其发展的初期, 对有稳定现金流入的高速公路受益权等作为基础资产进行了尝试, 取得了较好的效果。如果能够以证券公司专项资产管理计划作为 REITs 的操作模式, 这就绕过了 REITs 的立法障碍。因为证券公司专项资产管理计划符合《证券公司客户资产管理业务试行办法》的规定, 证券公司可直接向中国证监会申请发行设立, 并可以在交易所市场进行交易。前期已有多家证券公司发行过类似的专项资产管理计划, 只是其基础资产不是保障房, 而是其他有稳定现金流的资产。如果将政府的保障房作为基础资产进入专项资产管理计划, 通过证券公司向投资者发行受益凭证, 租金收入及政府补贴等作为基础资产现金流, 通过分红的方式发放给投资者, 既符合证券公司专项资产管理计划的法律要求, 又符合 REITs 产品的本质和法律属性, 巧妙地绕开了 REITs 的立法障碍, 是非常可行的操作模式。

具体来说, 采取证券公司专项资产管理计划作为在我国发展保障性住房 REITs 的路径, 具有以下优势:

1. 符合相关法律法规

专项集合资产管理计划投资范围由管理合同约定, 并按照《证券公司客户资产管理业务试行办法》的规定募集发行。这样既可以避开现有法律障碍, 也可以解决已推出的证券公司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, 可拓宽集合资产管理范畴和投资领域^[7]。

2. 化解银行渠道风险

由于传统的保障性住房建设融资主要由政府向银行进行贷款, 贷款额度较大, 风险集中。证券公司专项资产管理计划是由证券公司牵头, 对自然人和机构投资者

的资金进行吸纳, 有效降低了传统单一融资规模过高给银行带来的放贷风险。

3. 解决民间投资问题

证券公司专项资产管理计划是一种较为稳健的金融产品。作为解决保障性住房融资问题的证券公司专项资产管理计划的收益高于银行存款, 有稳定现金流入, 风险低, 适合吸引民间资本进行投资, 可以解决民间资本缺乏合理有效的投资渠道的难题。

4. 拓宽证券公司盈利渠道

目前证券公司业务和收入过高地集中在经纪业务上, 随着经纪业务竞争日趋激烈, 业务收入比重的高度集中使得证券公司拓展新的业务模式和盈利渠道十分必要。尤其是证券公司目前开展的资产管理业务和基金产品的同质化非常高, 作为资产管理业务的新进入者, 在和基金公司的竞争中处于明显的劣势, 目前证券公司资产管理业务规模不及基金公司的十分之一。因此, 证券公司资产管理业务和基金的差异化竞争是未来的发展方向。如果证券公司能够通过资产管理计划开展 REITs, 则面临的规模将是几万亿的市场管理规模, 有效地解决了证券公司盈利模式单一的问题, 也避免了与基金公司的正面竞争。

由此可见, 证券公司专项资产管理计划可以成为保障性住房 REITs 在我国发展的最为行之有效、最小法律制度障碍及可操作的发展路径。

四、政策建议

为了更好地进行试点及推广, 本文提出如下政策建议。

1. 加快试点先行

加快推进我国保障房 REITs 试点先行的速度和范围, 可允许部分证券公司先行提出实施方案, 并在专家论证的基础上, 选择个别信誉良好、实力雄厚的证券公司进行试点, 在试行的过程中发现和解决问题, 并尽快进行推广。

2. 制定优惠的税收政策

保障性住房的特殊性使得项目的收益率偏低, 为符合我国保障性住房 REITs 发展的需要, 应尽快建立针对 REITs 的税收优惠政策, 提高项目的收益率, 激发投资者的积极性, 刺激 REITs 的发展。目前, 我国法律尚未对专项资产管理计划的纳税做出明确规定, 建议参照美国税法的有关规定, 制定专门针对专项集合资产管理计划模式下 REITs 的税收减免政策, 为 REITs 的发展创造良好的税收环境^[8]。

3. 放宽上市交易限制

目前证券公司专项资产管理计划允许在交易所上

市交易,但对投资者的参与有所限制,只允许机构投资者参与,所以流动性较差。为增加 REITs 的流动性,提高吸引力,降低政府保障房的融资成本,建议放宽投资者参与限制,允许一定比例的个人投资者参与。

4. 允许鼓励社保等机构参与投资

目前社保、保险、基金等机构持有大量的资金,但缺乏收益较高、风险较小的投资渠道。而保障房 REITs 有稳定的现金流流入,收益保证,风险可控,符合这些机构资金的投资要求。因此,在政策上应允许并鼓励社保等机构参与投资保障房 REITs。

5. 加快人才培养

虽然国内成功运作了多个资产证券化专项集合资产管理计划,获得了丰富的实际操作经验,但是,发展保障性住房集合资产管理计划需要建立一支既精通业务、又了解房地产市场、熟悉业务运作的高素质、复合型人才队伍。同时,还需积极促进 REITs 所必不可少的律师、会计师、审计师、资产评估师等服务型人才的建设。

参考文献:

- [1] 丁刚. 基于 PDL 模型的城市化水平预测方法研究[J]. 西北农林科技大学学报(社会科学版), 2010(3): 32-38.
- [2] 何宇明. REITs 在中国的适用性研究[J]. 北方经济, 2008(2): 37-38.
- [3] Hong Kong Securities and Futures Commission: Code on Real Estate Investment Trusts [R]. June, 2005.
- [4] 万冬. 地方政府行为与房地产发展——基于上海市的实证研究[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2010, 16(1): 95-100.
- [5] SU Han-chan, ERICKSON J, WANG K. Real Estate Investment Trust: Structure, Performance, And Investment Opportunities [M]. Oxford Town: Oxford University Press Inc, 2002.
- [6] 于凌波. 中国券商集合资产管理业务问题研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2006.
- [7] 毛志荣. 房地产投资信托基金研究[R]. 深圳证券交易所综合研究所, 2006.
- [8] 杨坤, 黄权国. 美国 REITs 的税收待遇分析[J]. 财贸研究, 2008, 19(1): 151-152.

On the Developmental Path of REITs in the Low-income Housing Construction

ZHANG Yanchun¹, DING Chuanming², LI Xianghua¹

(1. School of Civil Engineering, Central South University, Changsha 410004 China;

2. Founder Securities, Changsha 410005, China)

Abstract: The low-income housing is the way to improve the low income family housing conditions, regulate the rising housing prices, so as to build up the harmonious society. However, the shortage of funds for construction and the narrow channels of financing caused a serious shortage of affordable housing supply. This paper proposes using Real Estate Investment Trusts (REITs) as a solution to the problem of low-income housing construction financing, analyzes its feasibility and implementation of the main obstacles in China. Taking the smallest legal regime barrier and the feasibility as goals, this paper creatively puts forward choosing the securities trader's special set asset management plan as workable developmental path of REITs in the low-income housing construction in China. Then the paper analyzes the natural characters and demonstrates the feasibility and advantages of using the securities trader's special set asset management plan to carry out REITs. Finally it makes some related policy suggestions.

Key Words: low-income housing; financing; REITs; smallest legal regime barrier; special set asset management plan; policy proposals

[编辑: 汪晓]