

## 收益性房地产证券化：REITs 模式初步研究

联合资信评估有限公司 李文平 万华伟 张弛

### 概述

所谓收益性房地产证券化是指收益性房地产抵押债权证券化和收益性房地产投资权益证券化。目前，国际上收益性房地产（指成熟商业房地产、工业房地产等）的证券化主要采用了两种形式：房地产投资信托基金（REITs）和商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）。

CMBS基于结构安排证券化收益性房地产，而REITs基于监管规范证券化收益性房地产（即基于成文法建立的信任）。就标准的REITs而言，为了满足可以投资于成熟房地产行业、实现规避双重税收的目的以及公开募集并交易的要求，行业规范一般要求REITs的资金主要投资于成熟物业（指成熟物业的抵押贷款或者权益投资），聘用外部顾问管理资产并将绝大部分收益分配给投资者，从而也就实现了从收益性房地产到流通的有价证券的证券化过程。

就REITs的宽泛含义来讲，其既可以代表一种融资的载体形式，也是持有房地产的一种所有权结构，同时又可以在产品层面上显示为具有权益性质的股权、基金甚至信托；而CMBS在产品层面上其评级档次证券则设计为固定收益证券，可据以进行常规意义上的信用评级。实际上，标准意义上的REITs产品和CMBS产品其差别很大，然而就目前国内房地产

金融实务界所关注的实质性问题而言，是如何在准REITs的称谓之下实现收益性房地产的创新型融资，至于其产品最终表现为权益性质的REITs或者固定

收益性质的CMBS则要视具体的产品设计和结构安排情况而定，同时也将受制于国内的监管和法律所允许的创新程度。（附录1和附录2给出了REITs和CMBS的比较分析。）

### REITs理念

REITs的中文译法容易造成对其内涵的误解，实质上，就成熟市场（如美国）而言，REITs是指这类投资载体或投资公司，其投资范围、资本结构、收益分配以及运营管理等存在特殊规范，用以满足成为可以投资于收益性房地产的免税载体的法律、监管及税务等方面的相关规定，该载体可以是公司制的、合伙制的甚至契约制的（如契约型基金、信托）。然而，有必要就REITs的产品层面作出说明，对于美国市场来说，其REITs产品多以公司制实体的股权的形式出现，并依法享有收益索取权（准确地讲，剩余索取权）及投票权，这里并没有严格区分股票和基金份额，是因为美国的基金大部分都是公司型的（即共同基金），其基金份额和股票并没有实质差异。

REITs创设的理念基于以下三点：一是使得中小投资者可以广泛参与到房地产投资市场之中而证券化收益性房地产，二是出于投资者的利益考虑要求被动管理收益性物业资产，三是创建持有房地产所有权的免税载体结构以规避实体层面以及投资者层面的双重纳税问题。为了满足成为REITs载体的监管要求，REITs必须被广泛持有、资产构成以房地产抵押贷款和房地产直接投资为主、收入主要来源于房地产相关收益及房地产抵押贷款利息、必须把大部分收入以分红的方式分配给投资者。

依REITs所持有的资产组合类别可以将REITs划分为三类：权益型、抵押型以及混合型。权益型，属于直接投资，REITs拥有收益性房地产项目，靠经营房地产获取收入，通常主要有购物中心、公寓、办公楼、仓库等收益性房地产，收益不仅来源于租金收入，还来源于房地产的增值收益；抵押型，主要将所募集资金用于发放各种房地产抵押贷款，收入主要来源于发放抵押贷款所收取的手续费和抵押贷款利息，以及通过发放参与型抵押贷款所获抵押房地产的部分租金和增值收益；混合型，不仅进行房地产权益投资，还可从事房地产抵押贷款。（此外，还有专业型REITs，投资于某一特定领域的地产，也可以投资于房地产的开发和建设项目。）

收益性房地产所有权结构：公司制、合伙制以及REITs

收益性房地产的所有权结构选择是出于在既定法律架构下实现所有权结构之间的套利行为，套利可以缘于税收目的、有限责任目的以及资本市场准入目的。成熟市场上，REITs结构同时实现了上述三个目的：资本市场公开发行、投资者有限责任并且规避了双重纳税问题。

继1986年税收改革法案取消了合伙制REITs的损失传递和公司制REITs的双重税收以来，采用REITs结构的收益性房地产所有权形式有所增长，当然，REITs结构的采用势将限制公司政策的灵活性，从而影响公司价值，这也是为什么至今仍然存在着普通公司制的收益性房地产所有权结构，二者的选择涉及到税收、管理、增长机会等因素的权衡。

### REITs：股票抑或房地产

标准的公司型REITs以收益性房地产经营实体公募股权的形式存在，由于REITs独特的基金型组织结构、法律对公司投融资以及分红政策的约束以及高度分散的所有权结构，使得

REITs成了资本市场上的一组非常独特的股票。实际上，在对股票市场进行相关分析或编制股票价格指数的时候，研究人员一般要剔除REITs股票，或者对REITs股票进行单独分析与指数编制。

实践中一个REITs的股票价格可能与其所投资的房地产的价值有明显差异，那么，原则上投资者应该能够在房地产市场和REITs的股票市场上进行套利交易，但是，除了交易成本因素之外，REITs载体形式的某种结构性安排阻止了投资者在两个市场间的套利行为，例如，REITs的管理者或外部顾问可以控制公司的某些重要决策。

与一般的资产支持证券产品的估值不同，REITs的估值在形式上类似于普通股股票，其价值将表示为预期股利收入的现值，但是，由于其所持有的房地产资产的特殊性，其未来股利流量需要经过资产折旧的调整。REITs股份的流动性明显低于其他股票（如工业类股），但是它提供给投资者的流动性比直接拥有基础房地产所有权的流动性要好。

#### REITs：契约型抑或公司型

相较于美国市场的公司型REITs，新兴市场如香港、新加坡、台湾等地的REITs多为契约型，或者说以契约型基金的形式存在。契约型基金依据基金契约组建、受基金契约规制、本身不具有法人资格但通过具有法人资格的受托人管理、投资者仅是契约关系的当事人，而公司型依据公司法组建、受公司章程规制、具有法人资格、投资者为公司股东具有投票权。

相对于契约型REITs，公司型REITs具有有效的监督激励机制，其REITs股份据以进行交易的资本市场（亦即投票权市场）自发完善公司的治理结构，监管反而退居其次，这也是资本市场较为发达的成熟市场如美国公司型REITs大行其道的原因所在。至于契约型，相信需要受托义务的完备规范以及大量的监管实践，实质上是以外部监管取代市场纪律推进

治理结构的完善以及投资者利益的保护。

#### REITs：资本结构

为了保障REITs股份或基金份额持有人的利益，相关立法均对REITs的负债水平有所限制，一般都规定了债务的上限。REITs规避了公司层面的纳税，从公司金融的角度来看，债务型融资并没有常规意义上的税收优势，但是，实践中REITs都在负债水平的规限内不同程度地利用了财务杠杆以寻求其公司价值的最大化。REITs的负债类型涵盖了担保债务、优先无担保债务、普通无担保债务以及混合资本证券（如可转换票据、优先股、信托优先股等），形式上从银行信贷便利和借款等间接融资到资本市场债务型及混合型资本证券等直接融资，期限上涉及长期、短期以及中期票据，而且一般均有主要评级机构的评级级别和评级展望。

#### REITs评级

所谓REITs评级是指REITs主体评级（Issuer Default Rating, IDR）、回收率评级（Recovery Rating, RR）以及REITs债项评级（综合了IDR和RR）。

由于REITs行业的特殊性，当它在金融市场上进行债务型筹资时，投资者一般需要评级机构的介入，同时监管机构也将建议对其进行信用评级以及信用迁移研究。就REITs的信用评级市场来讲，评级机构除了对其进行主体评级（即发行人违约评级，IDR）之外，还将就资本结构中的债务型和混合型资本证券以及银行借款及信贷便利进行相应的债项评级。

从信用评级的角度来讲，CMBS评级更加侧重于结构金融方法，主要从诸如破产隔离、信用提升、流动性支持等结构化安排角度进行分析，而REITs评级更加类似于公司评级，但由于法律对该类型载体存在特殊规范，并且契约型REITs的结构及债务安排从其形式上来讲与CMBS并无区别，故在评级过程之中也用到了结构金融的评级方法。

### 国内收益性房地产证券化市场现状及走势

当泛欧、美国等主要成熟资本市场已经着手开展房地产衍生品交易的时候，如新近荷兰银行（ABN Amro）和香港新鸿基金融（Sun Hung Kai Financial）基于香港住宅房地产价格指数进行的亚洲首笔房地产掉期交易以及瑞士信贷（Credit Suisse）、高盛（Goldman Sachs）、美林（Merrill Lynch）和美洲银行（Bank of America）合力打造的美国首个商业房地产衍生产品交易平台，中国大陆的收益性房地产金融实践仍然踟躇于准REITs、离岸REITs以及离岸CMBS，本土REITs以及CMBS仍然处于襁褓之中。

迄今为止，内地总计有两笔离岸REITs和一笔离岸CMBS。2005年12月份，广州越秀集团控股的越秀投资有限公司分拆物业资产以REITs形式在香港上市（越秀房地产投资信托基金），这是首只以中国内地房地产为资产的REITs，该REITs同时也是香港股市的第三只REITs（第一只和第二只分别为领汇和鸿富）。2006年11月份，新加坡嘉德置地集团（Singapore CapitalLand Limited）将收购自深圳国际信托投资公司的内地7个零售物业资产打包组池构建REITs结构并赴新加坡上市（嘉德置地零售中国信托基金），该REITs是嘉德集团在新加坡交易所上市交易的第三只REITs。2006年10月份，麦格理（Macquarie Bank）与大连万达共组REITs赴港上市计划搁浅之后，麦格理将收购自大连万达的9处零售商业物业组池并由花旗环球金



融亚洲有限公司和麦格理银行共同安排以私募形式于海外发行了1.45亿美元（约11.6亿人民币）的2006-1系列CMBS。

REITs结构无外乎公司型和契约型两种，中国大陆准REITs的实现路径也将以以上述分类为依托：一是采用契约型封闭式信托或产业投资基金方式，信托模式目前仍在金融系统内部讨论试点办法（目前信托定向募集已经突破200份的限制），而产业投资基金模式目前已有特批的天津滨海新区领锐投资基金；二是采用公司型方式，将物业资产抵押贷款或股权投资打成资产包私募筹资，并待机上市实现REITs的公开发售，如江苏嘉富诚国际资本有限公司镇江快鹿产业港资产管理公司私募权益型REITs的做法。

值得一提的是福建联华信托于去年推出的联信宝利7号结构化房地产投资信托产品，其第一次在国内信托产品市场上引入了夹层融资

（Mezzanine）的概念（信托产品作了结构化分档），实际上已经具有固定收益证券融资的性质了（实质上是准CMBS产品），虽然其募集资金主要用于房地产开发贷款及房地产开发过桥贷款、信托产品采取私募方式发售、信托受益凭证在现有证券法框架之下并不列为证券而受到相关保护，但是仍然开创了房地产金融固定收益融资的创新实践。

## 结论

REITs代表了金融机构或其他相关机构对其资产负债表进行证券化一种尝试：相关机构发现他们可以将所拥有的不动产直接出售给REITs，或者用不动产交换REITs股份来获得流动性。

从操作层面上讲，国内发展REITs的主要障碍在于契约型基金的负债限制以及公司型载体的上市规范和纳税限制。其实，对于国内

的收益性房地产金融实践来讲，市场并不缺乏创新能力，其产品的最终性质也并无固定模式（REITs或CMBS），收益性房地产证券化从离岸走向在岸、从契约型走向公司型将是大势所趋。

就REITs以及CMBS的信用评级而言，固定收益产品CMBS，无论其公募或者私募均有评级的需要；而目前国内契约型准REITs（指契约型封闭式信托或契约型封闭式基金，准CMBS产品除外），由于存在负债上的限制，其发行的受益凭证或基金份额为权益性质，一般没有信用评级的需要；但是如REITs从契约型走向公司型，或者监管机构允准契约型REITs负债，则就需要进行相应的主体以及债项评级。就国外的发展来看，REITs允准负债及其资本结构的多元化将更加有利于REITs价值的最大化以及收益性房地产证券化的实现，相应的信用评级也将由监管需要走向市场需求。

## 后萨班斯法案时代的信用评级机构监管

联合资信评估有限公司 杨茗茗/编译

2002年7月30日签署生效的萨班斯法案被认为是自1933年美国证券法通过以来美国证券法律制度所经历的最大调整，也被认为是美国历史上最为苛刻的法律之一。为了提高上市公司信息披露的准确性和可靠性，保护投资者利益，萨班斯法案对上市公司、会计师事务所以及投行等都加大了监管力度，从萨班斯法案相关条款的苛刻程度中就可以看出美国监管部门这次整顿资本市场秩序、保护投资者利益、重建投资者信心的决心。然而，有一类金融服务机构，在资本市场上扮演着重要角色，却没有成为萨班斯法案监管的目标，这就是信用评级机构。细心的读者会发现，在萨班斯法案里，除了702小节要求美国

证券交易委员会（以下简称“证监会”）对信用评级机构的功能、重要性、存在的问题等进行研究并出具研究报告之外，整部法案对信用评级机构的监管只字未提。安然、世界通讯等事件已经暴露了现有信用评级体系存在着严重的问题，为什么证监会会对信用评级机构如此的手下留情？

同样都是金融服务机构，信用评级机构和会计师事务所有着很多相似之处。信用评级是以经会计师事务所审计过的财务报告为重要依据的。信用评级机构与会计师事务所一样在资本市场上扮演着信息处理的角色，并对公司管理层有监督的功能。会计师事务所内在的独立性问题也存在于信用评级机构中，主要体现在信用评级

机构的收入也主要来自向客户收取的评级费用，也就难以避免为了留住客户而牺牲评级独立性的现象发生。

既然信用评级机构和会计师事务所存在如此多的相似点，为什么萨班斯法案针对会计师事务所制定了严格的监管条款，却对信用评级机构只字未提？难道证监会就这样轻易的放过信用评级机构么？这当然不可能，从萨班斯法案以后，证监会采取了一系列的措施，一步一步的将信用评级机构置于严格的监管之下，比起会计师事务所是有过之而无不及。

下面是对萨班斯法案出台后，证监会采取的一系列针对信用评级机构监管的举措的简单介绍。



## 关于在证券市场上信用评级机构所扮演的角色与发挥的功能的报告

萨班斯法案的702小节要求证监会对信用评级机构的功能、重要性、存在的问题、改进措施等进行研究，并于2003年1月26日前出具研究报告。该报告按照萨班斯法案的要求，针对信用评级机构的角色、重要性、面临的问题、改进的方法、行业壁垒以及利益冲突等问题进行了研究。报告还探讨了信用评级行业的反竞争性、缺乏警觉性以及监管的程度和方式等问题，这些问题并不在萨班斯法案的要求之内。

报告共分5个部分：第一部分，对报告的介绍；第二部分，信用评级机构的背景知识；第三部分，简单介绍了国会和证监会针对信用评级机构监管问题采取的一些行动；第四部分，对针对萨班斯法案所要求的具体问题进行的讨论所作的摘要；第五部分，确定了需要进一步研究的问题。下面将把各部分讨论的重点问题作简单介绍。

报告的第二部分讨论了证监会对信用评级机构的资格认证问题。这里涉及到了一个名词：全国公认的信用评级机构（nationally recognized statistical rating organizations，以下简称“NRSROs”）。目前共有3家NRSROs：穆迪、惠誉、标普。NRSROs的信用评级结果不但在资本市场得到了认可，也被广泛应用于法律法规中，甚至国外的监管框架和私人协议中。所以NRSROs的信用评级的影响是巨大的，能够取得NRSRO这个资格对信用评级机构来说大有裨益。证监会对NRSRO资格的认证也有一套客观公正的考核标准，包括信用评级机构的组织结构、财务状况、员工的数量及素质、独立性、信用评级程序、内部控制制度、业务运营情况和市场地位等很多因素。

报告的第三部分列举了国会和证监会为了研究信用评级在美国资本市场的作用而采取的一系列行动，如：

● 2002年，美国参议院针对安

然事件发起了广泛的调查，重点考察了政府和具有监督功能的金融中介机构的作用；

该报告仅统计到了2003年1月，其实目前一共有5家NRSROs，还包括A.M. Best Company, Inc. 和Dominion Bond Rating Service Limited 两家公司。

● 2002年3月19日，证监会下达了关于研究信用评级机构在证券市场的作用的命令，全面调查信用评级系统整体情况，并研究是否应该在法律、法规中沿用信用评级以及对信用评级机构的监管问题等；

● 2002年3月20日，美国参议院举行了一场听证会，主题为：“安然和信用评级机构”，重点讨论了信用评级机构在安然倒闭中所扮演的角色；

● 2002年10月8日，美国参议院发表了题为“对安然的财务监管：政府和其他负有监管功能的金融中介机构”的研究报告，指出了信用评级机构缺少警惕性，没能完成肩负的预警责任；

● 2002年11月15日和21日，证监会举行听证会，广泛讨论了信用评级的相关问题。与会的有NRSROs和其他信用评级机构、证券交易商、买方企业、证券发行人以及学术界和证监会的相关人士。

报告的第四部分按照萨班斯法案702小节所提问题的顺序，对前面所有的调查、研究及讨论结果的进行了总结。

● 信用评级机构对证券发行人的评级功能

这部分详细描述了信用评级机构的收费问题、信用评级程序、信评委的作用、信用等级确定及公告等问题。

● 信用评级机构对投资者和证券市场的重要性

市场参与者，如发行人等，各自阐述了信用评级的重要性和应用。

● 信用评级机构所面临的问题

该小节指出了影响信用评级机构做出客观准确的信用评级的两个障碍：

一是评级机构难以取得准确可信且及时的信息；二是信用分析师的素质。

● 改进信用评级机构信息传递的措施

信用评级的使用者强调了加大信用评级透明度的必要性，认为市场参与者有必要清楚信用评级背后的依据。信用评级机构应列出材料清单，比如信用评级过程中所分析过的材料、文件等，并向信用评级的使用者说明用途。

有些信用评级的详细材料和分析过程是需要购买才能获得的。有人认为，这种购买信用评级重要材料和信息的行为会造成市场参与者之间的信息不对称，且评级机构有泄露非公共信息的嫌疑。更有人提出，凡是NRSROs的信用评级都应该无偿地向公众公开。

● 进入信用评级行业的壁垒

信用评级行业的集中度是非常高的，大的评级公司屈指可数。但从行业角度客观分析，信用评级行业的进入壁垒应该不高，因为在信息化高度发达的今天，任何人、任何机构都能通过网络以极低的成本向公众发布信用评级。但是，我们也不得不承认想进入信用评级行业并取得一席之地是相当难的。主流观点认为，目前占据主导地位的李斯罗s，特别是穆迪和标普，基本上垄断了信用评级行业，给新进入者造成了巨大压力。还有观点认为，证监会对NRSRO的认证，也在某种程度上对进入评级行业造成了障碍。

● 利益冲突

利益冲突主要来自于信用评级机构的收费模式。目前，信用评级机构向证券发行人收取评级费用，费用的多少与发行额和发行的金融产品有关，发行额越多，收取的费用越高，这样信用评级机构的收入对客户，特别是大客户有一定的依赖性，这种依赖性就有可能促使信用评级机构为了保持良好的客户关系而在信用评级的客观性和准确性上有所妥协。这种潜在的利益冲突随着信用评级机构副业的发展而变得更加突出。近些年来，大的信用评级机构开展了信用评级以外的副业，如信用级别评估、风险管理和咨询等。一些人士认为，信用评级的结果可能会受到被评级人是否购买这些附加服务的影响，而且被评级

人可能为了给信用评级机构留下好印象以争取更高的信用级别而被迫购买这些附加服务。值得一提的就是信用级别评估服务。信用评级机构对客户在不同情况下分别进行信用评估,如对客户在采取并购、变卖资产、整合产品结构等三种不同的假设条件下进行信用级别评估,那么客户可根据评估结果采取相应的措施。有人认为,这种信用评估服务有变相向客户承诺级别的嫌疑,因为如果客户按照评估结果而采取了相应措施,那么信用评级机构就会有压力给到相应的级别,尽管经过更加详细的对实际情况的调查分析,客户的信用级别可能达不到事先评估的级别。

报告的第五部分确定了需要进一步深入研究的问题,主要是如何解决下列问题:信息传递、利益冲突、不正当竞争、行业准入壁垒和监管力度等。在这篇报告公布的60天内,证监会还需发布concept release,对具争议的问题进行汇总并向全民征求意见。

### 信用评级机构和信用评级在联邦证券法律中的应用

证监会于2003年6月4日公布了一篇concept release,并就如下问题向广大资本市场参与者征求意见:

- NRSRO资格认证的替代方案
- NRSRO资格认证的考核标准
- 对NRSROs的考核和监管
- 利益冲突
- 不正当竞争等不公正的经营行为
- 信息传递
- 其它

在每个大问题的下面,证监会还列举了很多详细的小问题,以帮助资本市场参与者有针对性地给出建议方案。通过这次征求意见,证监会希望解决信用评级是否应该应用于联邦证券法律中,以及对信用评级机构监管的方式和力度等。意见征询的截止日期是2003年7月8日,在仔细考虑分析过所有的意见后,证监会将给出有关信用评级机构监管的建议案。

### 2006年信用评级机构改革法案

该法案于2006年9月29日通过,目的是在信用评级行业中明确责任、增加透明度和促进竞争,以提高信用评级质量,保护投资者的利益。该法案明确了NRSRO的定义,赋予了证监会进行注册、档案保管、财务报告以及实施监管法规的权利。同时要求证监会在该法案实施的270天内(即2007年6月26日)颁布该法案实施细则的终稿。

该法案共分7个部分:

第一部分是小标题:该法案可称为“2006年信用评级机构改革法案”。

第二部分认可了信用评级机构的重要性 and 对其进行监管的必要性。

第三部分给出了NRSRO的定义:  
NRSRO是具有下列条件的信用评级机构:

● 在申请前已经连续三年从事信用评级行业;

● 公布的信用评级得到了下列机构投资者的认可:金融机构、交易商、保险公司、证券发行人(包括公司、政府等);

● 已经在证监会正式注册。

第四部分是该法案的核心部分,包括信用评级机构注册的程序及所需材料等,并要求证监会颁布实施该法案的具体细则。要取得NRSRO的资格,需要提供大量的材料供证监会审核,这些材料包括:

- 信用评级质量的跟踪监测;
- 信用评级的程序和方法;
- 采取的政策或程序以防止滥用重要的非公开信息;
- 组织结构;
- 公司内部有没有道德规范,如果没有,给出原因;
- 是否存在利益冲突

以上这些信息是需要向外界公开的,NRSRO的申请者还需要以保密的形式提供一些重要材料,包括公司前20大客户以及不少于10名机构客户的书面证明。所有材料准备齐全后,证监会对申请者进行审核,并在90天内给出结果。如果有幸成为

NRSROs中的一员,该信用评级机构还将接受更为严格的监管。证监会要求每一名NRSRO必须:

● 及时更新信息,重大变更事项应实时上报证监会;在每年度结束后90天内,要向证监会递交年度报告,确认申请时所递交的信息仍准确无误,对重大变更事项予以说明;

● 制定并执行政策和程序,以防止对重大非公众信息的滥用,和管理利益冲突等;

● 任命一名专员,负责管理该法案要求制定的政策和程序,确保这些政策和程序与该法案和其他相关法规的精神相辅。

第五部分要求NRSROs向证监会递交年度或其他报告,这些报告的要求会在实施细则中规定。

第六部分要求证监会向参议院银行、住房及城市事务委员会和众议院的金融服务委员会递交年度报告,报告应该给出NRSRO注册申请者的名单,指出针对这些申请者曾采取怎样的措施,并提供针对NRSROs的竞争情况、透明度、利益冲突等问题的研究结果。

第七部分要求美国总审计局研究该法案的实施对信用评级质量、行业竞争、利益冲突及整个资本市场等方面的影响,并报告发现的问题和提出解决方案。