

不动产投资信托（REITs）监管成本与制度完善

——基于欧美制度比较的视角

王 娴^①

摘要：文章采用收益成本分析（Benefit-Cost Analysis，简称BCA）框架，比较了美、欧和中国的REITs制度及其监管成本。在收益成本数据缺乏的情况下，采用概念性BCA的方法，从直接成本与间接成本两个维度，对三种制度的监管成本进行了比较。本文的研究发现，我国即将试点的基础设施REITs，由于结构复杂、代理链长，容易导致过高的监管成本。本文对REITs监管制度的比较研究，一方面是BCA方法在运用领域上的一个拓展，有助于提高我国监管部门对BCA方法的认识；另一方面，可以为我国基础设施REITs制度的完善提供参考。建议在监管制度建立和改革时引入事前BCA评估的制度，以提高我国监管制度的有效性和监管效率。

关键词：不动产信托投资；基础设施REITs；收益成本比较分析；监管成本比较

中图分类号：F833

文献标识码：A

DOI:10.13490/j.cnki.frr.2021.02.001

一、引言和文献综述

不动产投资信托（Real Estate Investment Trust，以下简称REITs）在全球已经有上百年的历史。2020年4月24日，证监会和发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》；8月6日，证监会正式发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（简称《基础设施REITs指引》），我国基础设施REITs试点即将启动。我国基础设施REITs试点制度是在《证券投资基金法》的法律框架下构建，与国际上两种典型的REITs^②制度都不同。本文将从监管成本的视角，对REITs制度进行比较，进而对基础设施REITs制度的改革与完善提出建议。

^①王娴，经济学博士，研究员，清华大学国家金融研究院，联系方式：wangxian@pbcfsf.tsinghua.edu.cn。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

^②即美国的特殊税收实体模式（ST-REITs）和欧盟的集合投资计划模式（CIS-REITs）。

19世纪末以来,各国逐渐建立起对经济微观主体的监管制度,以实现社会福利改善(Viscusi等,2005)。但是,政府制定和实施监管制度的成本,以及信息问题、利益冲突等等,也会导致监管失灵并引致社会成本。1937年科斯在《企业的性质》一文中引入交易成本的概念,为分析政府监管制度提供了切入点。经济学家将“创建、维持、使用、修改制度和调整组织的相关成本”也视为交易成本(Furubotn和Richter,1997),这样一来,政府制订与实施制度也是有成本的,对制度与制度成本的研究,可以加深人们对制度选择的理解(Rao,2003)。Furubotn和Richter(1997)把交易成本分为三类,即市场的交易成本、(科层)管理的交易成本和政治的交易成本,政治的交易成本就包含了监管制度的制订与实施的成本,这一成本往往是影响监管质量和效率的重要因素(Kirkpatrick和Parker,2004)。监管成本还有可能超过其收益(Marneffe和Vereeck,2011),并成为引发监管失灵的重要因素之一(Kirkpatrick和Parker,2004;Radaelli,2004)。因此,在制定和评估监管制度时,不仅应关注制度实施的收益及效果,而且还应关注制度成本。

Foster和Hahn(1993)把监管成本分为直接成本和间接成本两个部分。直接成本即监管部门制定、实施监管制度的成本,以及被监管者执行监管规则的合规成本(Compliance Costs)。间接成本则比较复杂,包括监管延迟费用、实施的不确定性等方面。导致间接成本的因素主要有两个:一是监管制度的不完美性和不完全性(Milgrom和Roberts,1992),可能引发制度实施和执行中的负面影响,Bongini等(2015)就把因监管制度设计不当所引发的负外部性视为制度成本。二是监管者的代理问题。监管者作为代理人在追求自身利益的时候,可能忽视甚至损坏公共利益。Buchanan和Tullock(1962)分析了寻租所导致的社会净福利损失。Stigler(1971)也指出,如果监管者为被监管者所俘获,监管就可能是出于被监管者的利益,例如限制准入、保护垄断(Becker和Stigler,1974;Zingales和Rajan,2003)等,就会导致社会福利损失,这也是一种监管成本(Marneffe和Vereeck,2011)。而现实中,这两个因素还会相互交织,使对监管者的监督与问责难以有效实施,进而带来更高的监管成本,降低监管效率。

早在20世纪30年代,政府部门就开始关注政府行为的成本问题。20世纪80年代以后,对监管制度的收益成本分析(Benefit-Cost Analysis,BCA)正式建立起来。1981年,里根总统签署行政命令,要求大多数的监管规则出台前都需进行BCA评估^①。在监管法规出台前,都需要报告白宫“信息与监管事务办公室”(The Office of Information and Regulatory Affairs,OIRA^②),

① 联储、证监会两个金融监管部门除外,因为它们是独立于“白宫”监管机构,不受总统行政命令的管辖。

② 信息与监管事务办公室(OIRA)是总统办公厅(Executive Office of the President)所属的管理与预算办公室(Office of Management and Budget,OMB)机构。OIRA是白宫审查行政部门的监管规则、批准政府信息收集、建立政府统计制度和协调联邦隐私政策的联邦机构,参见<https://www.whitehouse.gov/omb/information-regulatory-affairs/>。

如果BCA评估不完善或拟发布的监管制度的收益成本不合理，OIRA可以予以驳回。其他国家和国际组织也在同一时期逐渐地引入了BCA制度。例如，澳大利亚监管评估办公室（Office of Regulation Review）发布了《监管指引》（A Guide to Regulation，1998）、《监管影响分析》（Regulatory Impact Analysis Inventory，2004）和欧盟委员会发布了《影响评估指引》（Impact Assessment Guidelines，2005）。欧盟的“法规周期”（Rule’s Life）规则，不仅要对新建立的规则进行BCA评估，还要对实施情况进行评估，不断地加以修改与完善（Renda等，2013）。

金融机构、金融产品和金融市场是受政府监管最多的领域。金融产品不同于实物产品，其本质是金融机构或发行人与持有人之间的合同。金融监管部门通过金融机构的准入管理、审慎性监管和行为管理以及对发行人信息披露监管，保护投资者利益。因此，金融监管制度对金融产品和金融服务的创新有重大的影响。金融监管制度既决定了金融的基本模式，也影响着金融市场运行的成本，而金融监管的成本也就成为影响金融市场和效率的重要因素之一（Gordon，2014）。

与其他监管制度一样，金融监管也包括直接成本和间接成本。直接成本既包括金融监管部门的行政成本，也包括金融机构的合规成本。例如，Duff & Phelps 2017年对183家资产管理公司、经纪人和银行的高级职员的调查发现，金融机构通常将总收入的4%用于合规管理，约九成的被调查者表示，监管改革过程将导致合规成本增加，未来5年金融机构的合规成本可能会翻一番（McNulty，2017）。间接成本则是由不完善、不完全的金融监管制度和监管者的代理成本等问题带来，它会增加金融市场的运行成本、降低投资者参与的积极性，影响市场发展和对经济社会的服务效率。2008年金融危机之后，不当金融监管制度所导致的系统性风险备受各界关注。银行资本充足率监管套利导致的影子银行规模急速扩张是引发全球金融危机的重要原因，其负面影响至今尚存。因此，有学者提出，如果从防范系统性风险发生所带来的收益看，强化宏观审慎监管的制度是毋庸置疑地可以通过BCA评估的（Posner和Weyl，2014）。因此，危机过后，美国各界纷纷建议，在金融监管中引入BCA评估。

REITs作为政府鼓励公众“集合性”地投资不动产的被赋予“税收中性”待遇的金融产品，各国都对REITs进行一定的监管。我国的基础设施REITs制度在《证券投资基金法》的框架下设计，采用了“资产支持证券+证券投资基金”的法律架构，与美国的ST-REITs和欧盟的CIS-REITs都有较大差异。本文将从监管成本分析切入，第二部分重点比较美国与欧盟制度差异与监管成本；第三部分分析我国的基础设施REITs的制度设计，并比较其监管成本；第四部分是结论和完善我国REITs制度的几点建议。

目前学界对REITs制度的比较研究，更多关注税收制度、管理模式、治理结构等，对于监管成本的比较研究还比较少。其原因可能是金融监管制度成本数据缺乏，尤其是间接成本。文章采用了美国学者建议的概念性BCA方法，是监管制度研究的一种新的尝试，也是BCA方法

在研究领域上的一个拓展。文章通过对美、欧及我国基础设施REITs的监管制度成本比较,也可以从一个新角度评估我国的REITs制度设计,并为改革路径的选择提供参考。

二、美欧 REITs 监管制度

美国是世界上发行第一只REIT以及第一个建立REITs立法的国家。1880年,第一只投资于住宅的不动产集合投资信托在麻省建立,1960年美国的《1960年不动产信托投资法》(1960 Real Estate Investment Trust Act)(以下简称《1960年法》)是第一部有关REITs的正式立法。欧盟国家在70年代后引入REITs制度,但其监管制度却存在很大的不同。目前,在全球范围内以美国和欧盟的REITs监管制度最具代表性。

(一) 美国以特殊税收实体为主的监管体制

REITs具有集合投资计划(Collective Investment Schemes,以下简称CIS)^①(OECD,2005)的属性,美国《1940年投资公司法》(1940 Investment Company Act)以联邦立法明确了CIS的监管框架和税收制度,也成为其他国家建立CIS监管的蓝本,包括:CIS发起人到金融(证券)监管部门注册,CIS的管理人和托管人需持牌经营,CIS和管理人及托管人接受金融监管部门的持续监管等制度。

《1960年法》在立法时借鉴了《1940年投资公司法》的制度安排,也赋予了REITs相同的税收中性地位^②。REITs无论采取公司、合伙还是信托的法律组织形式,只要在美国税务局(Internal Revenue Service, IRS)注册,通过合格测试就可以“选择”(elect)成为REITs、就可以获得REIT身份(Status)^③,成为“税收中性”的不动产“公众投资管道”^④。合格REITs的测试条件主要是三个方面:持有合格资产^⑤的比例、合格资产产生收益的比例以及分配给投资者的

①集合投资计划(CIS)是指“一种类型的机构投资者,通过这个机构投资者个人将资金汇集在一起,聘用专业投资者管理,每个人享有该集合资产管理投资净收益的相应份额的所有权”。

②根据《1940年投资公司法》,在美国证监会(SEC)注册的投资公司,只要满足将90%的净投资收益(net investment income)分配给股东,即可将分配给股东的部分从应纳税收入(corporate taxable income)中扣除。

③REITs测试是指,在IRS的网站上通过“REITs测试表”(Check the Box)的测试。“测试表”主要是三个方面:一是资产测试,REITs持有的资产应有75%以上是国内税法(Internal Revenue Code,以下简称IRC)第856(c)(4)(A)规定的不动产、现金和美国政府证券,即“75%资产测试”。不动产包括土地、建筑物及其永久性结构以及由不动产作抵押担保的贷款;二是收入测试,REITs总收入中至少75%来源于与不动产相关的收益,包括租金、抵押贷款利息、不动产或不动产抵押贷款的出售收益,以及其他REITs的股息,即“75%收入测试”;三是收入分配测试,REITs每年必须至少将其应纳税收入的90%作为股息支付给股东。

④即REITs股权分散度的要求,REITs必须在纳税年度的365天内拥有至少100股东,前5名大股东持股不得超过50%。

⑤《1960年法》规定了REITs合格资产的类型,包括住宅、商业地产等不动产,政府也在持续扩大REITs合格资产的类型,例如1964年的通信塔、1969年的铁轨、2007年的输电基础设施和天然气管。

收益比例。获得身份的REITs还需要持续满足这些条件，并定期向税务局报送专门的纳税申报表（Form 1120-REIT）和按规定缴纳其他的税收。在美国，REIT是S公司（S-corporation），它不同于C公司（C-corporation），REITs不交税而其投资者作为股东（shareholder）要交所得税，为此，税务局要求REITs每年都向投资者发函通知所持有股份以及股息分配的详细信息，以方便纳税申报。如果违反规定，则会受到税务局的处罚，甚至是取消REIT身份^①。

REITs发行的股份或份额属于美国《1933年证券法》规定的证券，如果REITs公开发行则须按照《1933年证券法》的规定到SEC注册，除注册时需填报专门的表格（S-11表）有所不同，其他与一般的公司没有区别。REITs在交易所上市后，需遵守《1934年证券交易法》和交易所上市规则，除履行信息披露义务时需要按照S-11表披露财务信息，其他的披露、公司治理要求与其他公司相同。

（二）欧盟在集合投资计划框架下的监管体制

1985年，欧盟发布《可转让证券集合投资计划指令》（Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive，以下简称《UCITS指引》），欧盟各国也在此框架下引入REITs，同时针对不动产投资的特殊性，在UCITS指引的基础上作出了监管制度的调整，允许REITs直接投资不动产，即“非可转让证券”（Non-Transferable Securities）类资产。也就是说，欧盟的REITs是“另类UCITS”。因此，区别于美国的特殊税收实体REITs，本文将欧盟的REITs称之为CIS-REITs。例如，英国的“非UCITS零售计划”（Non-UCITS Retail Schemes，以下简称NURs）^②，就是可以投资不动产的另类CIS。

欧盟的CIS-REITs由CIS的监管部门，按照集合投资计划的监管制度进行监管，与美国对投资公司的监管类似。例如，法国为金融监管局（Autorité des Marchés Financiers，以下简称AMF）、德国为金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，以下简称BaFin）、比利时为金融服务和市场局（Financial Services and Markets Authority，以下简称FSMA）、意大利为央行（Bank of Italy，以下简称BOI）、荷兰为金融市场局（Financial Market Authority，以下简称FMA）。CIS-REITs的发起人，需要在监管部门注册，不仅CIS-REITs持有合格资产的比例、来自合格资产的收入比例和收入分配比例符合要求，其管理人、托管人等也需要是取得相关金融牌照的金融机构，金融监管部门对CIS-REITs的运作以及管理人、托管人等进行持续监管。欧盟国家也针对CIS-REITs的特殊性，作出了特殊的监管安排。

①主要的处罚包括：未按规定分配收入的，需要按照税法补缴税款；未通过资产测试，必须在六个月内达到规定；未通过合格资产收入测试，则非合格资产产生的收益应补缴税款；违反规定的，可能被处以罚款；情节严重的，将丧失REITs身份。

②NURs包括股票、债券、黄金、衍生品、不动产等各类金融资产。英国金融行为监管局近期发布了PS19/24规则，修改了NURs的规则，适用于投资于不动产等流动性较差的资产的开放式基金投资。此次修改就NURs的管理人和投资经理、托管人、辅助服务提供商等作出了规定，于2020年9月实施。

一是对管理人的准入与持续监管。例如,英国NURS的管理人需要在英国金融行为管理局 (Financial Conduct Authority, FCA) 注册为另类投资管理人 (Alternative Investment Fund Managers, AIFMD); 法国REITs的管理公司需要获得AMF的资格; 德国CIS-REITs的管理公司必须获得BaFin的牌照并接受持续监管, 还需遵守投资管理行业协会 (BVI) 的行为准则。2008年之后, 世界各国逐步强化对另类集合投资计划的监管, 欧盟也于2011年发布了适用于对冲基金、私募股权基金和REITs的《另类投资基金管理人和修正指令》 (Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives), 建立了另类CIS的产品募集、薪酬政策、风险监测和报告、问责等方面的监管制度。

二是独立托管制度和法定的治理机制。欧盟《UCITS指令》确立了CIS的托管制度 (OECD, 2005) 和基本治理架构。独立托管制度旨在保证REITs资产的独立性。在法国, REITs必须指定一名托管人, 托管人通常是AMF监管的银行或银行的子公司, 其业务受《法国金融和货币法》 (French Financial and Monetary Code) 的规制, 并负有监督REITs管理与运作的职责。在德国, CIS-REITs必须指定一个独立的并受BaFin监管的托管人 (Depotbank, 即存管银行) 作为资产的保管人。根据《德国投资法》, 托管人对管理人的行为行使控制权, 一些交易须经托管人事先批准^①。如果管理人的不当行为导致了投资者的损失, 托管人还有义务代表投资者启动索赔程序。治理规则中明确了投资者的权利以及相关当事人 (董事、管理人) 的职责, 通过持有人大会及其“治理实体” (governance entity) 强化对管理人的监督 (OECD, 2005), 防范利益冲突。英国投资公司协会 (Association of Investment Companies, AIC) 的会员所管理的CIS-REITs须遵循《AIC投资公司公司治理守则》 (AIC Corporate Governance Guide for Investment Companies); REITs的管理人或者管理人的高管作为管理责任人, 即PDMRs (Persons Discharging Managerial Responsibilities), 须遵守欧盟议会和理事会关于市场滥用问题的“市场滥用条例” (Market Abuse Regulation, MAR) 的规定。

三是REITs的披露与估值。英国上市的REITs须遵循《上市规则》 (Listing Rules) 第15章关于封闭式CIS的规定, 披露投资政策、费率事项及其调整; 法国不仅要求在REITs招募说明书中披露投资的成本和风险, 还要求充分披露赎回的相关信息; 德国要求开放式REITs除遵守开放式CIS的披露要求外, 还需披露其直接持有的不动产和房地产公司股份等信息。针对REITs资产的流动性差、缺乏市场价格的问题, 监管部门还对REITs的估值和评估机构作出规定。在英国, NURS必须指定一名具有不动产估价经验、独立于管理人并获得受托人批准的评估师, 每年要在现场勘查基础上按照皇家特许测量师协会的手册 (RICS, 2018) 估值。在法国, 管理人负责REITs持有的不动产的估值, 但管理人需要聘任两名获得AMF资格的独立评估师 (一名负责

^① 在德国, REITs投资的不动产由管理公司以其名义办理不动产登记并持有, 但登记时注明管理公司只拥有处置权, 只有托管人批准后才能处置, 从而使不动产的买方知悉该资产为REITs的投资者最终拥有。

估算，另外一名负责复核)每年对资产估价四次。管理人根据估值计算REIT的净资产值和单位净资产值(NAV)。在德国，REITs管理人需要建立由三名评估师组成的独立的估值委员会，每年对不动产至少评估一次。管理人须向BaFin报告评估师的提名情况，BaFin有人员否决权和更换权。

三、美欧 REITs 监管制度的监管成本比较

REITs是公开募集并享受税收中性的金融产品，因此，世界各地都要进行监管，也就必然产生监管成本。从REITs的角度看，其成本包括：取得REITs身份和维持身份的合规成本、管理人与持有人利益冲突的代理成本、监管规则对杠杆率的限制使REITs无法通过改善融资结构提高收益的成本(Gyourko和Sinai, 1999)、满足90%收入分配要求而无法进行红利再投资的成本(Chan等, 2002)等等。

与其他金融产品一样，REITs的BCA评估制度对收益数据难以量化，而成本数据中的部分直接成本和间接成本都难以量化。本文采取Posner和Weyl(2014)在“金融监管收益成本分析会议”(Conference on Benefit-Cost Analysis of Financial Regulation)提出的概念性分析(Conceptual Analysis)框架，对三种REITs监管制度的监管成本进行概念分析。

(一) 直接成本

直接成本包括两个环节。一是取得REITs身份的成本。美国的REITs只需在税务局网站申报，欧盟的CIS-REITs在金融监管部门注册，且其管理人、托管人、估值师等必须是持牌机构(人)。二是持续运作的监管。美国不对REITs的日常运作进行监管，只需遵守税务的规定。如果是上市REITs，与其他上市公司的披露和治理规定基本相同；欧盟则对CIS-REITs及其管理人、托管人进行持续监管(见表1)。

表 1: ST-REITs 和 CIS-REITs 的直接监管成本和承担主体

		ST-REITs		CIS-REITs	
		项目	承担主体	项目	承担主体
身份获得的成本		申报	REITs	注册	REITs
		接受申报	税务局	注册监管成本	金融监管当局
维持身份的成本		申报	REITs	合规成本	REITs
		监管	税务局	持续监管成本	金融监管当局
持续 监管 成本	REITs 治理	一般性要求	REITs	遵守 CIS 治理原则	REITs、管理人、托管人
		监督	交易所	监督成本	金融监管当局
	披露	一般性要求	REITs	另类 CIS 的披露	REITs
		披露监管	交易所	监管成本	交易所、金融监管当局
	估值	不强制	如有, REITs	强制估值	REITs、估值师、管理人
				监管成本	金融监管当局

从表1可以看出, 欧盟模式的监管成本更高。一是监管对象多。欧盟的CIS-REITs按照CIS的架构建立外部管理模式和独立资产托管模式, 监管部门要对CIS-REITs及其管理人、托管人、估值师等进行监管; 二是监管环节和项目多且频率高。无论是身份取得还是持续监管, 还是信息披露和估值都要监管, CIS-REITs的资产交易频率低、价格透明度也低, 但适用CIS的监管框架, 就会导致不必要的频繁披露与估值。因此, 无论是监管部门, 还是REITs及其管理人和托管人, 承担的直接成本都较高。

(二) 间接成本

REITs和其他受监管的金融产品, 要强制遵守各种监管制度, 金融机构和市场没有选择的自由。如果制度设计不当, 将引发额外的成本。

1. 利益冲突的成本

REITs的基本属性是资产的委托管理, 投资者可以实现资产管理的专业化和规模经济。与其他的委托制度一样, 在“所有与控制分离”的情况下 (Berle和Means, 1932), REITs的投资者也面临利益冲突和“代理问题” (Jensen和Meckling, 1976), 即利益受到代理人的损害。由于制度的不同, 利益冲突和代理成本也不同。美国的ST-REITs可以自由选择管理模式, 既可以是内部管理模式, 也可以是外部管理模式, 而欧盟的CIS-REITs只能是外部管理模式。

外部管理模式是指, 由REITs聘请外部的管理人管理REIT的投资运作。1960年美国建立REITs制度时, 很多制度都借鉴了《1940年投资公司法》, 投资公司法采取的是投资顾问管理基金资产的外部管理模式, 尽管《1960法》并没有要求采取外部管理模式, 由外部管理人负责不动产的收购、处置、出租等决策。^①

从代理理论出发, 代理问题源于委托人和代理人之间的利益冲突以及信息不对称, CIS-REITs的这种特殊治理安排, 旨在通过建立一定的监督、激励机制促使管理层的利益与股东的利益趋于一致 (Shleifer和Vishny, 1997)。CIS-REITs由REITs的外部管理人管理, 并建立了托管人、估值师等各司其职、相互制衡的治理架构, 保护投资者利益。但是, 这又面临谁来监督监督者和监督者的激励问题。Alchian和Demsetz (1972) 指出, 在团队生产中, 应当将监督权赋予剩余分配权所有者。CIS-REITs将监督管理人的职责交予了托管人、估值师, 这些主体是在管理人发起设立REITs时聘请, 在REITs投资者高度分散、“搭便车”严重的情况下, 拥有剩余分配权的投资者并不会对管理人及其所选聘的托管人等发表意见, REITs管理人、托管人等形成的复杂代理关系, 不仅加剧了信息不对称和利益冲突问题, 还可能降低运作效率。

^①《1960年REITs法》规定REITs的资产由受托人 (Trustee) 和董事 (Directors) 管理 (Williamson, 1988), 但是当时的立法并没有对REITs实行内部管理模式还是外部管理模式作出明确规定。有学者指出, 因为当时由《1940年投资公司法》所确立的外部管理模式已经非常盛行, 《1960年法》的这一规定就容易“解释”为REITs“须”实行外部管理, “故意”向投资公司的模式“靠拢” (Chan等, 2002)。

外部管理模式的利益冲突和低效率从20世纪70年代开始就受到市场和学界的批评。Schulkin (1971) 指出, 利益冲突是美国70年代REITs市场崩溃的一个原因。Howe和Shilling (1990) 对不同类型管理模式REITs的绩效进行了比较, 发现所有外部管理模式的REITs在样本期内的风险调整收益都低于股票市场的总体表现。Cannon和Vogt (1995) 对1987—1992年23只外部管理模式REITs的研究发现, 管理人、物业管理人、托管人之间的关联关系是影响业绩的重要因素。学者们还特别指出了俘获型REITs的利益冲突问题, 当REITs基础资产由原始权益人控制的管理人管理, 就可能出现俘获问题, 利益冲突更加严重 (Hsieh和Sirmans, 1991)。经过业界和学界的努力, 1986年美国国内税务局 (IRS) 以私信裁决 (private-letter rulings)^①取消了外部管理模式的“监管要求”。内部管理模式有助于降低REITs的运营成本并缓解利益冲突 (Chan等, 2002), 内部管理模式还降低了直接成本, 在1986年改革后的12个月内, 7只改革了管理模式REITs的经营费用减少了约350万美元 (Reeder, 1992)。20世纪90年代以后市场可以自由选择, 内部管理模式成为了美国的主流。

代理问题还因激励机制更加严重。外部管理模式REITs的管理人, 其报酬模式与其他的CIS相同, 即按照所管理的资产规模收取固定比例的管理费, 这种报酬模式使管理人缺乏有效的激励机制, 代理问题更加严重 (IOSCO, 2000)。而内部管理模式的管理人是REITs公司聘请的管理层, 其报酬方式与其他公司相同, 管理层可以获得薪酬之外的奖金、股权、期权等激励, 具有较强内在和外部的动力提高绩效、改进管理、扩大规模和处置业绩不佳的资产。以美国的AvalonBay (AVB) 为例, 它是第二大公寓REIT, 管理了约8万套公寓, 每年都通过新开发增加10%的公寓, 也会处置3%的公寓, 每年还花费资本支出10%的资金改造存量资产。

欧盟在CIS的框架下引入REITs, CIS的外部管理模式就成为欧盟CIS-REITs的“法定”管理模式, 在亚洲也很普及 (Omokhomion等, 2018)。与UCITS一样, CIS-REITs管理人、托管人等与投资者之间的利益冲突, 是影响投资者利益的重要因素。在监管制度“强制”实行外部管理模式的情况下, 利益冲突导致过高的代理成本就是间接监管成本。

当然, 虽然目前学界和实务界尚未形成对内部管理模式与外部管理模式绩效差异完全一致的结论, 但是从可以自由选择管理模式的美国市场的情况看, 内部管理模式REITs在90年代以后一直占主导地位。根据Capozza (2005), 外部管理模式REITs的市场份额从1986年的48%下降至1992年的26%, 2005年跌至10%以下。

2. 影响市场发展

REITs是促进公众储蓄转化为不动产投资的重要金融产品, 其健康发展对于经济社会发展

^①私信裁决 (Private Letter Ruling) 是国税局向纳税人发出的书面声明, 就税法的一些规定作出解释。从而使纳税人在预期交易之前能够知悉裁决所规定情形的税收待遇。“Regarding the tax treatment he can expect from the I.R.S. in the circumstances specified by the ruling.”

有积极影响。但是,如果监管成本过高,影响了运行效率和市场吸引力,则会影响市场发展和正外部性的发挥。截止目前,全球最大REITs市场是美国,总市值约为13000亿美元,而欧盟只有2000亿美元左右。

在国际资本自由流动大背景下,金融机构和市场主体可以通过选择注册地来“选择”监管制度。在欧盟,REITs在一个成员国注册,就可以在其他成员国销售,REITs发起人在选择注册地时,会重点考虑税收成本和其他监管成本。许多欧盟国家推出REITs的优惠税收政策(Speckhahn, 2017),一些国家甚至“被动”陷入了减低REITs税收的“逐底竞争”(Meisel, 2004)。当然,对制度竞争力和制度成本敏感政府,会在制度建立时引入BCA评估,以提高市场和行业竞争力(OECD, 2006)。例如,2007年,英国和德国两国系统地修改了税法等相关法律法规,建立独立REITs立法,确立了ST-REITs制度。2007年1月1日,在英国REITs相关立法实施的当天,有9家知名的不动产公司转换为REITs公司,并在伦敦交易所上市(Dey, 2006)。

四、中国的基础设施 REITs 试点制度及监管成本

我国REITs制度的探索开始于21世纪初。2014年,以“中信启航REITs”的设立为标志,开启了中国“类REITs”的探索。2021年公募基础设施REITs即将启动,这是“从类REITs到公募基础设施REITs的艰难跨越”(胡强, 2020),但其结构复杂并可能引发利益冲突等问题。

(一) 我国类REITs的架构

“类REITs”是在银行、证券和保险监管部门的资产证券化监管框架下向REITs迈出的小一步。“类REITs”的结构大致分三层(图1):第一层是项目公司,它由原始权益人向其注入不动产等基础资产;第二层是私募基金,它以股本金和股东借款作为对价取得项目公司的权益;第三层是资产支持专项计划(SPV),它以私募基金拥有项目公司的权益并以此为基础,向合格投资者发行资产支持证券(ABS)。在实践中,SPV可以是证监会监管的“资管计划”^①、也可以是银保监会^②监管的资产证券化或资产支持证券,SPV采用信托、契约等法律架构,避免了“双重征税”。设计三层架构的主要目的是规避税收,第一层构建项目公司旨在规避直接转让资产给SPV所涉及的增值税及附加、土地增值税、企业所得税、契税、印花税等税收,第二层私募基金则是以股东贷款形式支付对价,项目公司可以“税前还贷”将收益偿还SPV。

① 2004年证监会发布了《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》,2014年发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》合并了证券公司和基金管理公司子公司的管理规则。

② 2005年人民银行和原银监会联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》,原保监会2015颁布《资产支持计划业务管理暂行办法》。

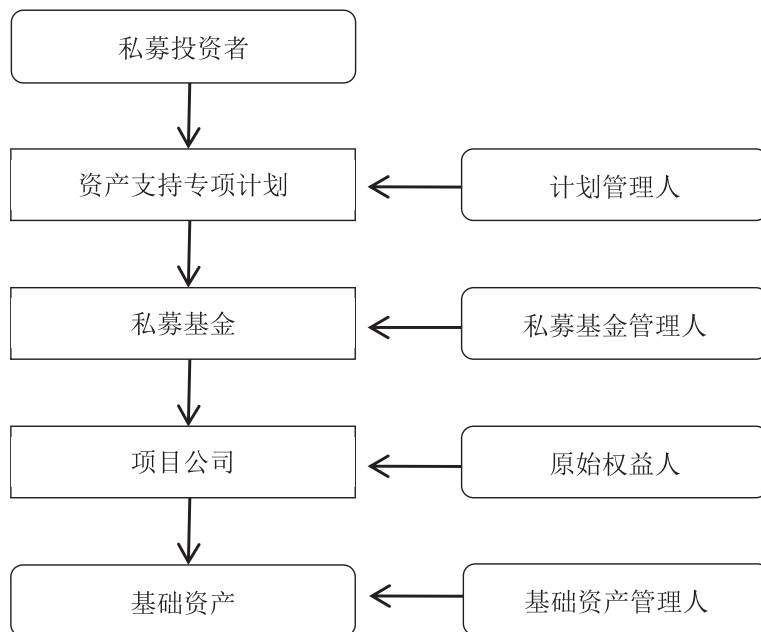


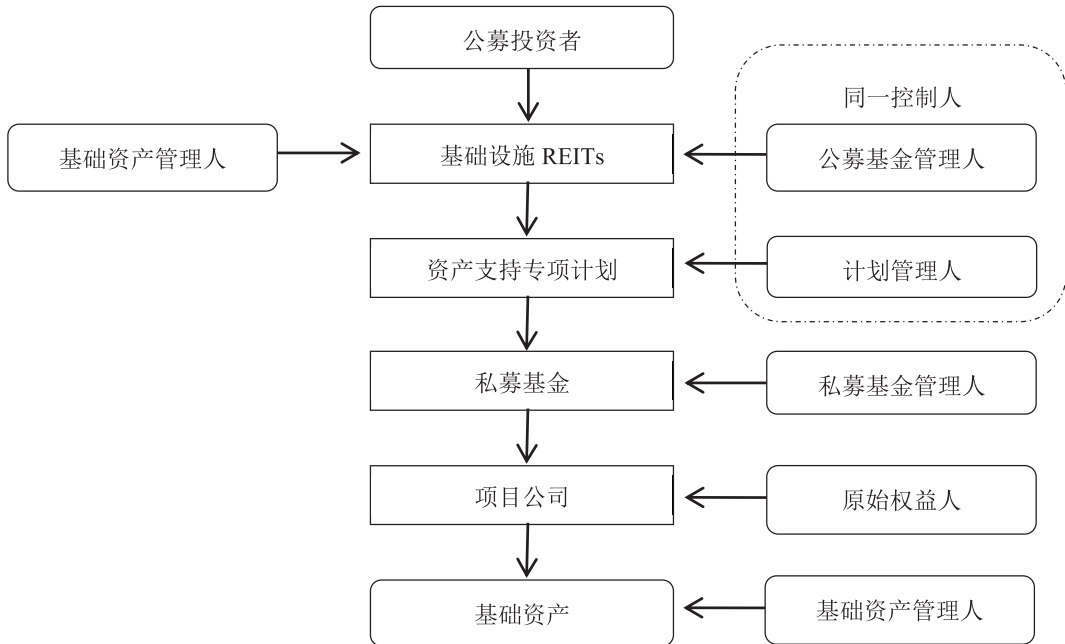
图1：“类REITs”结构

（二）基础设施REITs的架构与监管制度

2020年证监会发布的基础设施REITs试点制度，在“类REITs”架构上加了一层证券投资基金，即“资产支持证券（ABS）+公募证券投资基金”的模式（图2）。它是在《证券投资基金法》的框架下制定的。由于证券投资基金不能直接投资于基础设施等不动产，就选择了投资于ABS证券的途径，并沿袭了“类REITs”的基本构架，这样就形成了四层架构。

从总体法律架构看，基础设施REITs与欧盟的CIS-REITs类似。根据财税〔2006〕5号文和财税〔2008〕1号文^①的规定，按照《证券投资基金法》设立的证券投资基金“暂不征收企业所得税”，它是“税收中性”CIS，实现了向一般公众投资者的公开募集，这也是它区别于“类REITs”最主要方面。基础设施REITs的结构中，涉及多方当事人，包括公募基金经理人、SPV管理人（可与基金经理人是同一人）、托管人、私募基金管理人、原始权益人、基础资产管理人等多个主体，还有发行和持续运作中的券商、律师和会计师事务所、资产评估机构等中介机构。

^① 财税〔2008〕1号《财政部、国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》，二、关于鼓励证券投资基金发展的优惠政策（一）对证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股权的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税。（二）对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。（三）对证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，暂不征收企业所得税。

图 2：基础设施 REITs 结构^①

尽管都是以 CIS 作为基础法律构架，但基础设施 REITs 与欧盟 CIS-REITs 的监管制度还存在四个方面的不同：一是结构复杂。“CIS+ABS”是四层架构，CIS-REITs 则是直接持有基础资产，只有一层结构；二是代理链长。基础设施 REITs 由公募基金管理人发起和管理，公募基金管理人缺乏基础设施的专业管理能力，基础资产的管理要么需要外聘专业管理人，要么由原始权益人继续管理。CIS-REITs 则是由管理人发起并管理；三是利益冲突严重。在此情况下，原始权益人既是投资者也可能是资产管理人，还可能在管理中与项目公司及其关联人有关联交易，为防范原始权益人的“逆向选择”和“道德风险”，基础设施 REITs 要求原始权益人持有 20% 以上的基金份额，不仅加剧了结构的复杂程度，也加剧了利益冲突；四是双重监管。基础设施 REITs 的发行由发改委与证监会共同负责，REITs 的基础资产项目要经过地方和国家发改部门双重审核之后再提交证券监管部门，这种中国首次出现的金融产品双重监管架构的运行效率如何，还有待检验。

由于以上四个方面的不同，基础设施 REITs 的监管成本大大高于欧盟的 CIS-REITs。增加的直接成本包括，金融监管部门以及发改部门 REITs 发行审核成本、众多中介机构的合规成本、双重监管导致的时间延迟成本。增加的间接成本包括，结构复杂、代理链长带来的利益冲突成本，还有公募基金管理人不具备专业管理能力所带来的成本。

^① 有建议提出，不设置“私募基金”这一层，由 SPV 直接持有项目公司的股权。如果这样，项目公司的收益将在支付所得税后以股息支付 SPV，也存在双重征税问题。

五、结论与建议

目前,基础设施REITs试点尚未正式启动,监管成本尚难从数量上进行评估,但通过对比美国、欧盟的监管成本,可以发现基础设施REITs制度设计还存在很大的完善改革空间。证监会相关负责人没有回避这个问题,指出“与成熟市场相比,目前的基础设施REITs交易结构和层级多”,“下一步,在法律框架和税收政策这些大的方面,进一步明确清晰”。

目前,中国的监管制度建立尚未引入BCA评估制度,而BCA评估的基本原则为我们提供了改进和完善REITs制度的原则。正如著名法学家波斯纳在“金融监管中的收益成本分析范式”会议的总结报告中所指出的,BCA评价的益处包括:一是评估对于降低金融机构倒闭和系统性风险引发的负外部性的分析,有益于强化各界对宏观审慎等监管重要性的认识和提高防范系统性风险的效力(Posner和Weyl, 2013);二是对监管可能引发监管套利和其他负外部性等成本的评估,有益于进一步完善监管制度设计;三是评估过程中相关政府部门的全面参与,各个部门摒弃部门利益,从全局出发增强协调配合。评估还有利于“简化监管,以便监管部门可以管理它,被监管机构可以预测它”(Posner和Weyl, 2014)。因此,本文也建议引入监管制度的BCA评估制度。

我国REITs制度的完善,可以通过对备选制度方案进行收益和成本评估,选择净现值大的制度或者是监管成本较低的制度。通过本文的比较,可以发现美国ST-REITs的内部管理模式监管成本最低,欧盟的CIS-REITs次之,而这两个方案都优于我国的基础设施REITs。为此,我国REITs制度的完善,可以从三个方面展开:

一是由财政部门、金融监管部门联合制定新的REITs制度。无论是ST-REITs还是欧盟的CIS-REITs都涉及税收改革,财政部门参与制度设计是明晰税收、简化REITs结构的基础。二是修改《证券投资基金法》,使我国的CIS-REITs可以直接投资不动产,从而避免通过ABS的方式层层嵌套。三是允许设立公司型REITs,即内部管理模式REITs,并给予公司型REITs税收中性地位。对于公司型REITs,则需要证监会按照《证券法》制定REITs公司公开发行的注册和上市制度。

参考文献

1. 胡强, 艰难跨越: 从类 REITs 到公募基础设施 REITs, 清华金融评论, 2020 年第 12 期, 44-48。
2. 李超, 完善相关制度安排 推动 REITs 市场长期健康发展, 2020, http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202010/t20201016_6102091.html, 2021-01-26。
3. 罗伯特·希勒 [美], 金融与好社会, 中信出版社出版, 2012, 北京。
4. 王娴, REITs 的制度变迁与我国的路径选择, 比较, 2020 年第 5 辑, 146-167。
5. Alchian, A. A., and H. Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, American Economic Review, 1972, Vol.62, 777-795.
6. Arrow, K. J. The Organisation of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Non-Market Allocation, Paper presented at the The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System US Joint Economic Committee, 91st Congress, 1969.
7. Becker, G. S., and G. J. Stigler, Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers, The Journal of Legal Studies, 1974, Vol.3, 1-18.
8. Berle, A., and G. Means, The Modern Corporation and Private Property, Commerce Clearing House, 1932, New York.
9. Bongini, P., L. Nieri, and M. Pelagatti, The Importance of Being Systemically Important Financial Institutions, Journal of Banking & Finance, 2015, Vol.50, 562-574.
10. Buchanan, J. M., and G. Tullock, The Calculus of Consent : Logical Foundations of Constitutional Democracy, University of Michigan Press, 1962, Ann Arbor.
11. Cannon, S. E., and S. C. Vogt, REITs and Their Management: An Analysis of Organizational Structure, Performance, and Management Compensation, Journal of Real Estate Research, 1995, Vol.10, 297-318.
12. Chan, S. H., J. Erickson, and K. Wang, Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities, Oxford University Press, 2002, Oxford.
13. Dey, I., Nine Property Companies Poised to Convert to Reits, 2006, <https://www.telegraph.co.uk/finance/2953091/Nine-property-companies-poised-to-convert-to-Reits.html>, 2021-01-26.
14. Foster, V., and R. W. Hahn, Emission Trading in LA: Looking Back to the Future., Paper presented at the American Economics Association Meetings, Boston, MA, 1993.
15. Furubotn, E. G., and R. Richter, Institutions and Economic Theory : the Contribution of the New Institutional Economics, University of Michigan Press, 1997, Ann Arbor.
16. Gordon, J. N., The Empty Call for Benefit-Cost Analysis in Financial Regulation, The Journal of Legal Studies, 2014, Vol.43, 351-378.
17. Gyourko, J., and T. Sinai, The REIT Vehicle: Its Value Today and in the Future, The Journal of Real Estate Research, 1999, Vol.18, 355-375.
18. Howe, J. S., and J. D. Shilling, REIT Advisor Performance, Real Estate Economics, 1990, Vol.18, 479-500.
19. Hsieh, C. H., and C. F. Sirmans, REITs as Captive-Financing Affiliates: Impact on Financial Performance,

Journal of Real Estate Research, 1991, Vol.6, 179-190.

20. IOSCO, Conflicts of Interests of CIS Operators Report, 2000, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>, 2020-08-22.

21. Jensen, M. C., and W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economic Policy 1976, Vol.3, 305-360.

22. Kirkpatrick, C., and D. Parker, Regulatory Impact Assessment-An Overview, Public Money & Management, 2004, Vol.24, 267-270.

23. Marneffe, W., and L. Vereeck, The Meaning of Regulatory Costs, European Journal of Law and Economics, 2011, Vol.32, 341-356.

24. McNulty, L., Compliance Costs to More than Double by 2022, 2017, <https://www.fn london.com/amp/articles/compliance-costs-to-more-than-double-by-2022-survey-finds-20170427>, 2021-01-26.

25. Meisel, N., Governance Culture and Development: A Different Perspective on Corporate Governance, OECD Publishing, 2004, Paris.

26. Milgrom, P. R., and J. Roberts, Economics, Organization, and Management, Prentice-Hall, 1992, Englewood Cliffs, N.J.

27. OECD, White Paper on Governance of Collective Investment Schemes, 2005, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/34572343.pdf>, 2020-08-22.

28. OECD, Cost-Benefit Analysis and the Environment : Recent Developments, 2006, www.oecd.org/greengrowth/tools-evaluation/36190261.pdf, 2020-08-22.

29. Omokhomion, I., C. Egbu, and H. Robinson, Real Estate Investment Trusts (REITs): Management Structure and Performance, RELAND: International Journal of Real Estate & Land Planning, 2018, Vol 1 (2018).

30. Posner, E. A., and E. G. Weyl, Benefit-Cost Analysis for Financial Regulation, The American Economic Review, 2013, Vol.103, 393-397.

31. Posner, E. A., and E. G. Weyl, Benefit-Cost Paradigms in Financial Regulation, The Journal of Legal Studies, 2014, Vol.43, 1-34.

32. Poundstone, W., Prisoner's Dilemma: John von Neumann, Game Theory, and the Puzzle of the Bomb, Anchor Books, 1993, Peterborough.

33. Radaelli, C. M., Getting to Grips with Quality in the Diffusion of Regulatory Impact Assessment in Europe, Public Money & Management, 2004, Vol.24, 271-276.

34. Rao, P. K., The Economics of Transaction Costs: Theory, Methods and Applications, The Journal of Developing Areas, 2003, Vol.37, 190-191.

35. Reeder, M. K., Under New Management: The Meridian Point REITs, Real Estate Finance, 1992, Vol.9, 19.

36. Renda, A., G. Luchetta, L. Schrefler, and R. Zavatta, Assessing the Costs and Benefits of Regulation, Paper presented at the Study for the European Commission's Secretariat General, 2013.

37. RICS, Royal Institute of Chartered Surveyors' Appraisal and Valuation Manual, 2018, <https://www.rics.org/uk/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/red-book/red-book-global/>, 2020-08-22.

38. Schulkin, P. A., Real Estate Investment Trusts, *Financial Analysts Journal*, 1971, Vol.27, 33-40.
39. Shleifer, A., and R. W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 1997, Vol.52, 737-783.
40. Speckhahn, W., Real Estate Investment Trusts in Europe: Europeanising Tax Regimes, Alphen aan den Rijn : Kluwer Law Internation B.V., 2017.
41. Stigler, G. J., The Theory of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, 3-21.
42. Viscusi, W. K., E. H. J. Joseph, and D. E. M. Sappington, *Economics of Regulation and Antitrust*, MIT Press, 2005, Cambridge.
43. Williamson, O. E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, 1985, New York.
44. Zingales, L., and R. G. Rajan, Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, NBER Working Paper, 2003, No.9595.

Abstract: Under the framework of Benefit-Cost Analysis (BCA), this paper compares the REIT regulatory regimes and the regulatory costs of the United States, Europe and China. Because of the lack of sufficient data on regulatory benefits and costs of REITs, the comparison is made under conceptual BCA methodology. The regulatory costs of the three regimes are compared from the two dimensions, direct regulatory costs and indirect regulatory costs. This research is an expansion of the BCA methodology. We found that the regulatory cost would be much higher because of the complex structure and the long agent chain of REITs. This paper would deepen Chinese regulatory authorities' awareness of the BCA methodology and provide references for the improvement of REITs in China. It is suggested to introduce BCA evaluation in advance when establishing and reforming the regulation system, in order to improve the effectiveness and efficiency of Chinese regulation.

Key Words: Real Estate Investment Trusts; Infrastructure REITs; Benefit-cost Analysis; Comparison of Regulatory Costs

(编辑: 关天颖; 校对: 尤阳)