



光华管理学院
Guanghua School of Management

北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之五

中国公募REITs管理模式研究



2018年7月

中国公募 REITs 管理模式研究¹

摘要：基于现有的法律和市场环境，“公募基金 + ABS”是中国实现公募 REITs 的首选方案。“公募基金 + ABS”架构下的管理模式属于外部管理模式，如何建立一个完善有效的外部管理模式，成为发展中国公募 REITs 的重要问题。本报告通过分析内部管理模式和外部管理模式的内涵、特点和实践，对比两种模式的优势与不足，研究了中国类 REITs 市场中管理结构的相关问题，探讨了在未来中国公募 REITs 的建议架构下，管理职能的分配以及治理机制的相关问题，并对市场建设提出了相关的政策建议。

REITs 是集合投资者资金，由专业管理人投资于能产生稳定现金流的不动产资产，并将所产生的现金流收入及时派息分配的契约型或公司型基金。近年来，中国经济的快速增长孕育了繁荣的不动产市场，也使得 REITs 这一金融产品迎来了良好的发展机遇。本课题组在系列报告中，充分论述了中国发展公募 REITs 市场的重大意义，适时性和紧迫性。我们认为，开发和建设公募

¹ 北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组，课题组成员包括：刘俏、张峥、李文峥、周芊、刘晓蕾、杨云红、徐爽、朱元德、于嘉文、范熙武等。本报告执笔人：张峥、刘俏、李文峥、周芊、于嘉文。特别感谢闫云松博士对本文提供的学术建议。

REITs 是金融服务供给侧改革的重要抓手，有利于落实“三去一降一补”的宏观经济政策，加快中国经济结构的转型；作为配置价值极高的高质量金融产品，REITs 为居民的财产性收入提供大类资产，实现金融体系的供给侧结构性改革，减缓中国金融体系中直接融资比例偏低的问题，提高金融系统的风险分散能力。

无论是公司型还是契约型，REITs 的治理基础均为信托法律关系，治理的基本问题是优化 REITs 持有人、管理人和托管人权利义务方面的制度设计，完善监督制衡体系，建立激励相容的利益协调机制，督促受托人切实履行信托责任，最大程度保障持有人的合法权益。建立健全有效的治理机制，完善投资者保护是中国公募 REITs 市场建设的核心问题之一。

REITs 的资产管理是全面的主动资产管理，同时具备金融和不动产双重属性，既包括募资、投资、风控，也包括不动产改造、出租、运营和维护等。在一些国家的市场（例如美国），将承担投融资管理的角色称为投资顾问（Investment Advisor），不动产运营和物业管理的角色称为物业管理人（Property Manager）。本报告中提到的管理人是广义的概念，是投资顾问和物业管理人的统称。

在全球实践中，REITs 主要采用的管理模式有两种，即外部管理模式（External Management）和内部管理模式（Internal Management）。在本课题组已经发布的系列报告中，我们认为基于现有的法律和市场环境，“公募基金+ABS”是中国实现公募 REITs 的首选方案。“公募基金+ABS”架构的管理模式属于外部管理模式，由于该架构存在多层委托代理关系，其治理问题更为复杂。因此，如何建立一个完善有效的外部管理模式，成为发展中国公募 REITs 的重要问题。本报告通过分析内部管理模式和外部管理模式的内涵、特点和实践，对比两种模式的优势与不足，并对中国公募 REITs 市场建设提出了相关的政策建议。

一. 内部管理模式和外部管理模式的全球实践

REITs 的管理模式可分为外部管理模式和内部管理模式。外部管理模式是指，REITs 本身为公司、信托或基金实体，由外聘的管理人执行所有的管理职责，包括资产运营、投融资和物业管理等。作为资产管理的回报，外部管理者收取管理费，管理费的结构可能包括固定比例的基本费用，以及基于净收入、净资产或相对于 REITs 份额价格的绩效费用。除此之外，如果服务没有外包给其他公司，还可能需收取收购费、处置费和财产费等额外

管理费用。而内部管理模式是指，REITs 本身拥有不动产资产和资产管理人，REITs 的内部管理部门或管理公司来执行所有管理职责。图 1.1 和 1.2 分别是外部管理模式和内部管理模式的示意图。

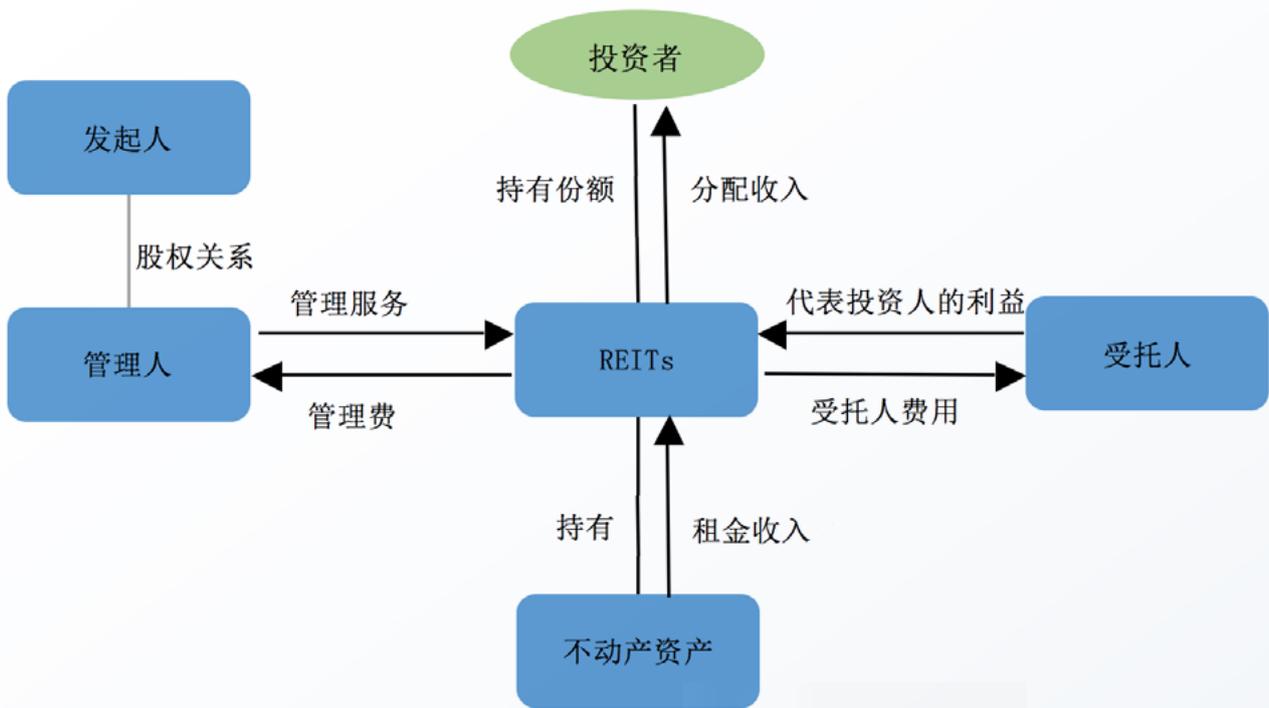


图 1.1 外部管理模式

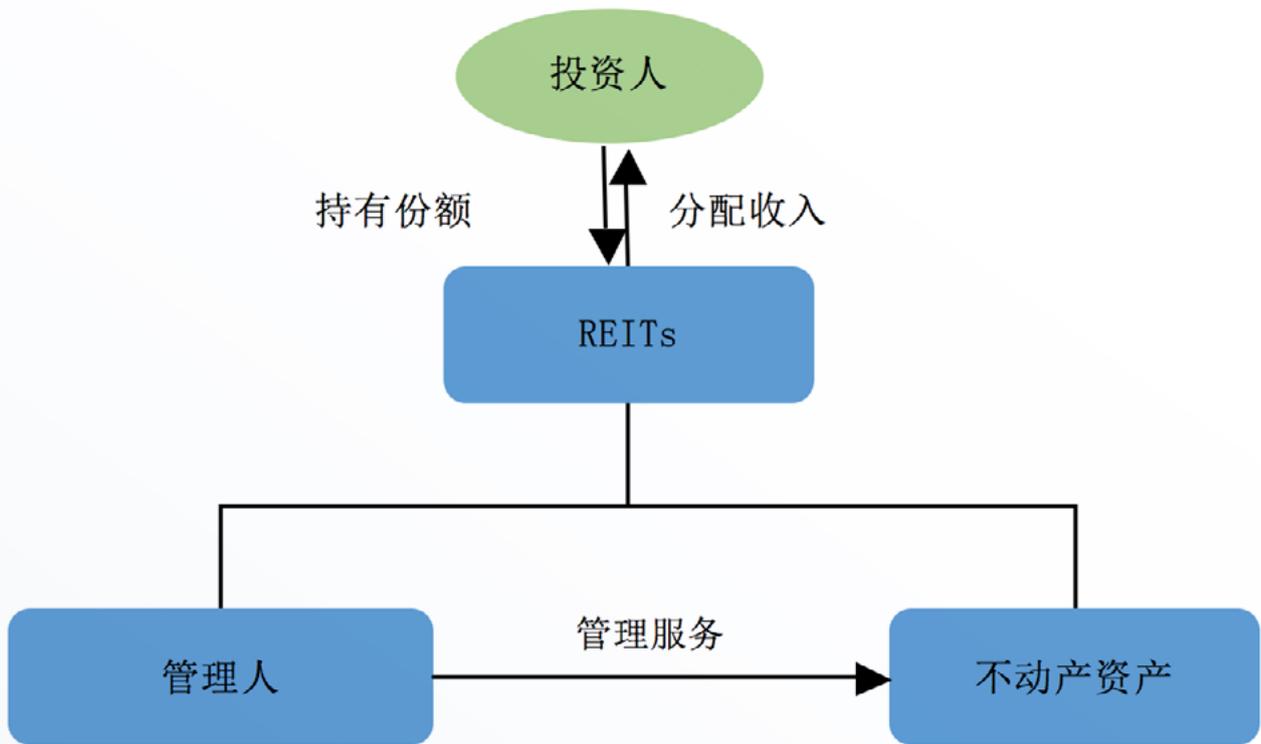


图 1.2 内部管理模式

按法律形式来分类，REITs 可分为公司型 REITs 和契约型 REITs。公司型 REITs，以公司作为 REITs 的载体，REITs 份额是发行在外的股票。契约型 REITs，以信托计划或契约式基金作为 REITs 的载体，REITs 份额是信托受益凭证或基金单位。美国市场的 REITs 大多为公司型 REITs，并采取内部管理模式即由公司董事会聘任 REITs 的内部管理团队进行资产管理；亚洲市场主要是契约型 REITs（例如新加坡、香港），多采取外部管理模式，即引入专业的第三方管理公司来对 REITs 的资产进行管理。

这一市场现状造成了一个概念上的误区，那就是公司型 REITs 等价于内部管理模式，契约型 REITs 等价于外部管理模式。事实上，REITs 的管理模式和法律形式并没有必然的对应关系。例如，日本 REITs 的发展借鉴了美国市场，大部分都以公司形式存在，但与美国市场不同的是，日本 REITs 都采取了外部管理人模式；澳大利亚 REITs 以信托作为载体，是契约型 REITs，但一些澳大利亚 REITs 通过合订证券的方式，使得 REITs 持有人同时持有管理公司的股权，从而实现内部管理。香港 REITs 市场是以信托作为 REITs 载体，是契约型 REITs。领展 REITs 是首家在香港上市的 REITs，根据契约关系，领展资产管理有限公司是领展 REITs 的管理人。同时，领展 REITs 作为一个投资信托，投资并持有领展资产管理公司 100% 的股权。在此架构下，领展 REITs 事实上是内部管理模式。

表 1.1 列示了全球主要 REITs 市场的管理模式。无论是内部管理模式还是外部管理模式，从全球来看，两者之中的任何一个都不能说是全球市场的主流。在美国 REITs 发展初期，法令要求 REITs 必须通过第三方管理其资产，直至 1986 年税法改革，允许 REITs 直接经营和管理其资产。现在，美国的大部分 REITs 都

是以内部管理为主要模式，采用外部管理模式的 26 个 REITs 占美国行业市值的 3%。亚洲市场和小部分欧洲市场中，无论从数量还是市值规模的角度，外部管理模式的 REITs 是市场的主流。

表 1.1 全球 REITs 市场管理模式

	内部管理 REITs 个数	外部管理 REITs 个数	外部管理 REITs 占市值比重 (%)
荷兰	4	0	0
法国	14	2	3
美国	169	26	3
比利时	8	2	10
南非	19	5	7
意大利	3	1	11
加拿大	30	15	10
英国	24	13	9
澳大利亚	19	14	10
爱尔兰	1	2	61
西班牙	1	3	87
墨西哥	0	8	100
香港 ²	1	9	30
新加坡	0	37	100
日本	0	45	100

资料来源：SNL Financial (截止时间：2017 年 8 月)

1. 美国

美国 REITs 市场建立于 1960 年，截至 2017 年 12 月底，市值规模达 1.1 万亿美元，是全球第一大 REITs 市场。早期美国

² 香港 REITs 市场是以信托作为 REITs 载体，形式上采取的是外部管理模式。需要说明的是：第一，领展 REITs 本身持有管理公司的控股权，因此为内部管理人。第二，一些香港 REITs 的发起人为大型地产集团，发起人的全资机构作为 REITs 的外部管理者，同时它也是 REITs 的第一大股东，对 REITs 的决策、日常管理都有着绝对的控制权。这些 REITs 也是实际的内部管理模式。在表中，我们没有把第二种情况列为严格意义的内部管理人。

REITs 主要为信托制组织形式，1986 年税法修订之前，REITs 被视为被动投资管理的工具，税法规定 REITs 的经营范围限制在被动型房地产收入取得上，由受托人委员会做出有关 REITs 行动的政策决议，委托外部投资顾问负责投融资安排及 REITs 的日常经营管理，由投资顾问委托独立承包人开展房地产经营活动为租户提供增值服务，同时 REITs 主体不能从独立承包人处获取任何资产性收入以满足独立性要求（如下图所示）。

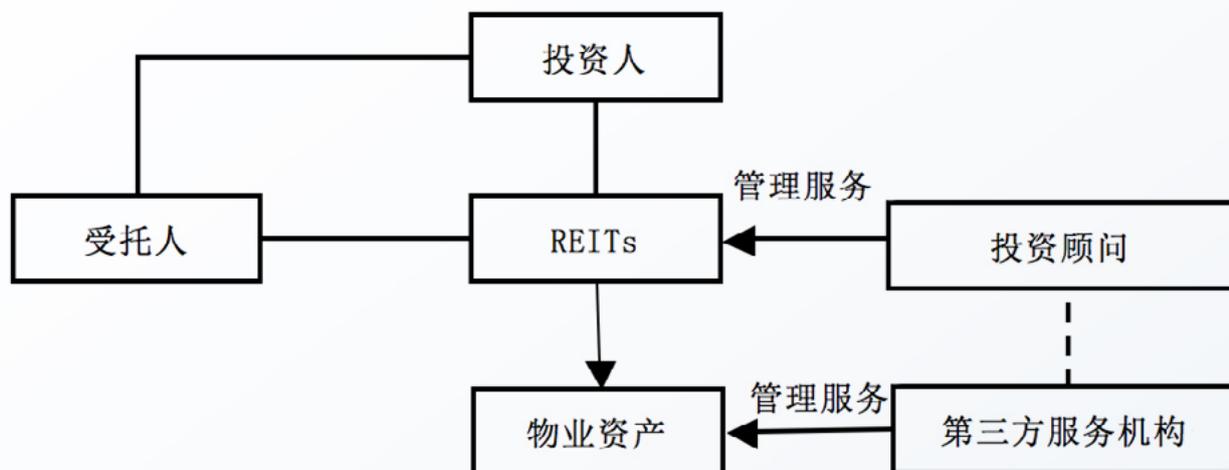


图 1.3 1986 年税改之前信托型 REITs 管理结构

此类架构在满足被动收入要求的同时，投资顾问（实际管理人）与投资人之间也常会发生委托 - 代理矛盾，投资顾问和投资人之间的利益冲突表现在：投资顾问为了实现更大的收入，有动力通过一切手段使其管理的 REITs 规模实现快速增长（例如通

过高的杠杆率)，但这通常并不符合 REITs 投资人的利益诉求。这种无序扩张正是 20 世纪 70 年代美国 REITs 市场断崖式下跌的主要原因。

为了解决 20 世纪 70 年代的无序发展问题，1986 年美国税改针对 REITs 做出了若干修订发布《1986 税收改革法案》，此时 REITs 也迎来了第三个繁荣期，REITs 治理结构中的角色定位也发生了一些变动。1986 年税改法案通过了“Private Letter Ruling”，允许 REITs 自身承担投资与管理不动产的责任，明确了 REITs 可以直接雇佣管理团队自行选择投资标的，将 REITs 管理内部化。此次修法本质上是将 REITs 视为被动管理变为主动管理的一个转变，市场开始双轨制运行。从 1988 年开始，原有外部管理 REITs 逐渐开始向内部管理 REITs 转型，而新上市的 REITs 也大多采取内部管理模式。

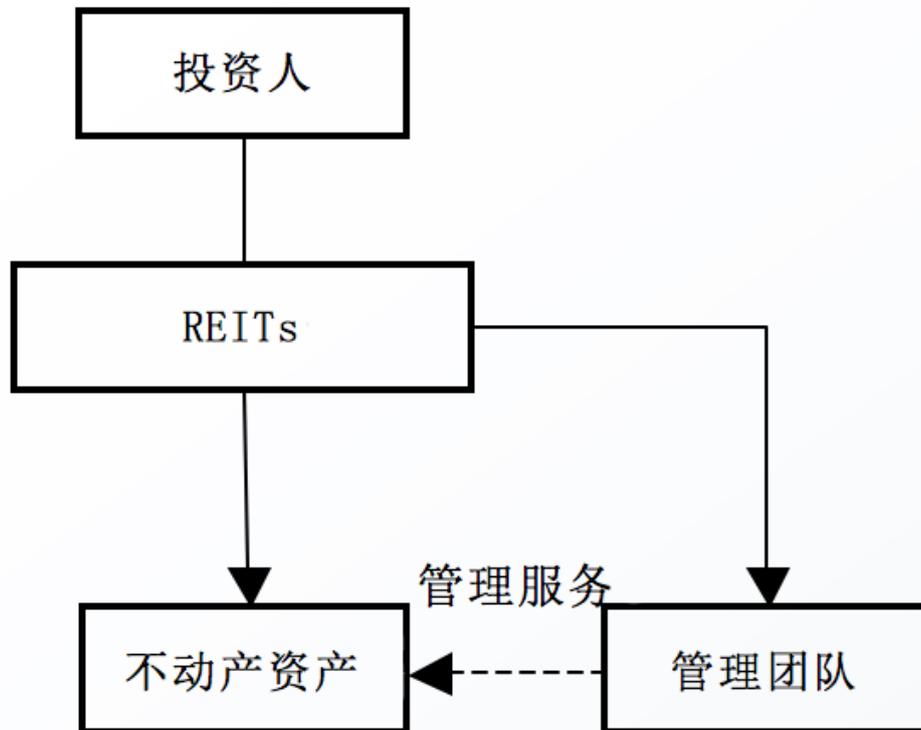


图 1.4 1986 年税改后公司制管理结构

2. 澳大利亚

澳大利亚房地产投资信托基金（A-REITs）市场成立于 1971 年，截至 2017 年 12 月底，澳大利亚上市 REITs 市值规模 1051 亿美元，是全球第二大 REITs 市场。澳大利亚有两种常见的房地产投资信托基金结构，一种是采用外部管理的独立单位信托，另一种是内部管理的合订证券结构（Stapled-securities）。

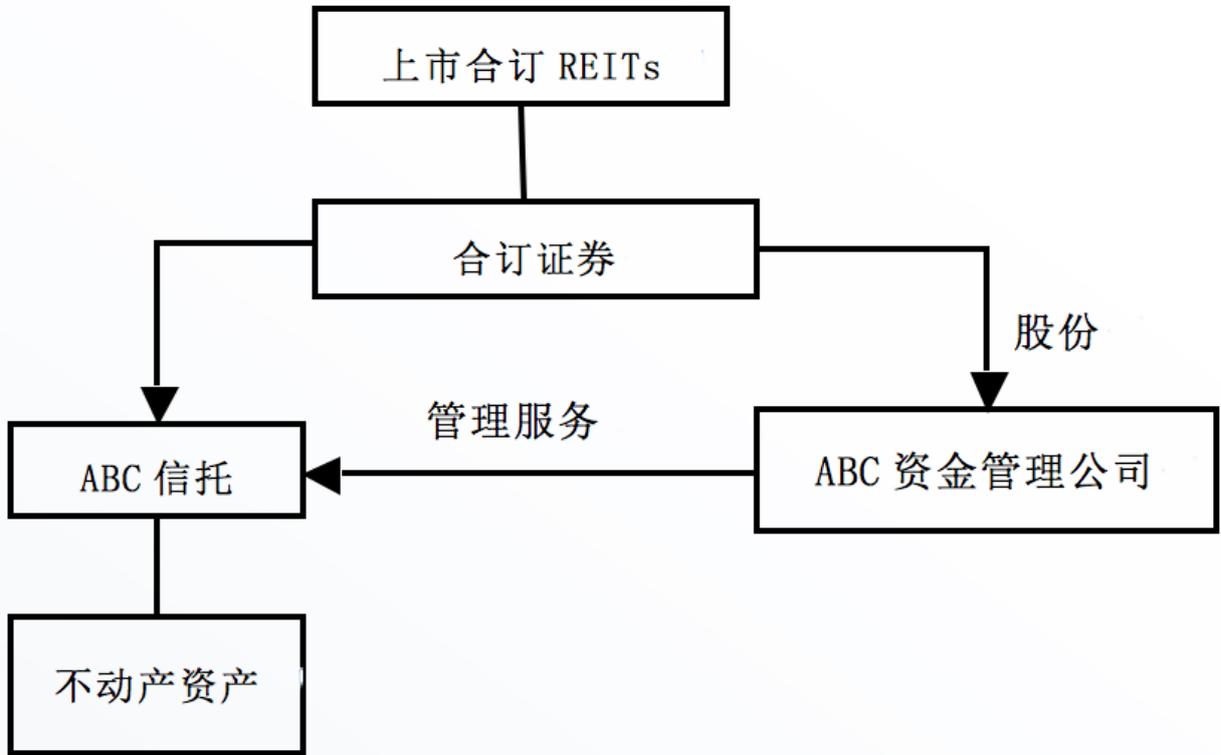


图 1.5 A-REITs 合订证券结构

合订结构的 REITs 占据澳大利亚的 REITs 市场主导地位。合订证券结构是指，将 REITs 和其管理公司股票组合在一起出售，投资者必须同时购买他们的股票。这种结构的好处是把管理公司的利益和股东的利益联系在一起，减少利益冲突。从美国上世纪 90 年代初的经验来看，REITs 由外部管理结构向内部管理结构的转变加速了 REITs 行业的复苏，这种转变也使 REITs 向前迈进了一大步。合订结构将一个 REITs 的信托单位和一份基金管理公司的股份捆绑在一起，且一经合订，两者就不能分开交易。投资者

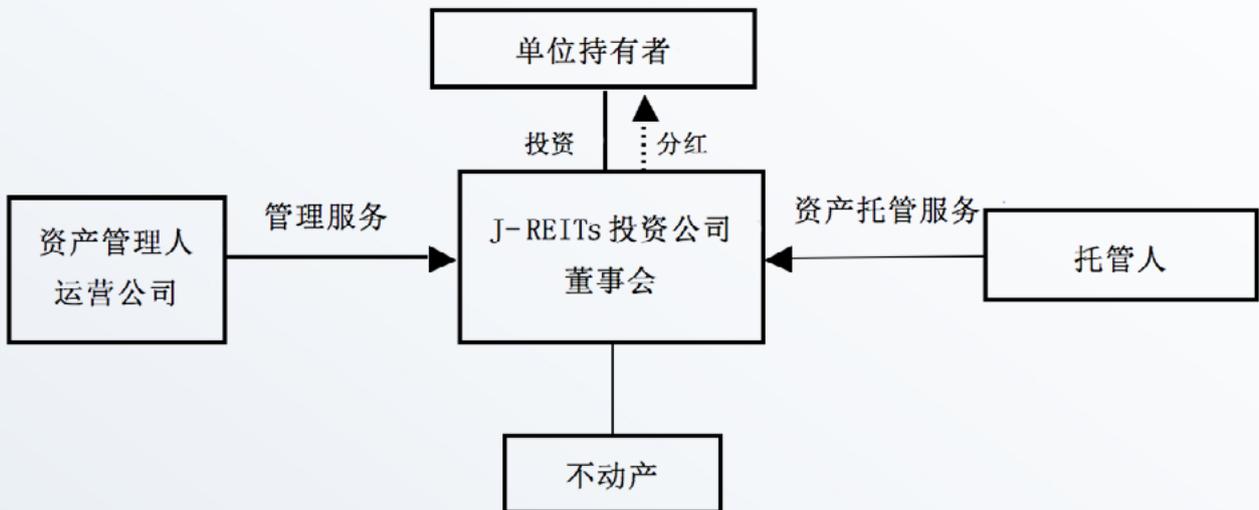
通过持有一股合订证券，同时持有一个 REITs 信托单位和一份基金管理公司股份。在这种结构下，收租型物业由 REITs 持有，基金管理公司为其提供运营管理服务，同时开展房地产物业的开发建设工作。通过与业绩优良公司合订上市，A-REITs 的业绩将得以提高，可以增加对投资人的吸引力，同时通过合订扩大投资范围和投资领域，合理规避法律对主动开发和非依靠稳定现金流投资的限制。

3. 日本

2000 年 11 月日本修改了本国的《信托投资公司法》，允许信托投资资金投资于商业不动产领域，并明确了成立 REITs 的相关必要条件，成为亚洲首个推出 REITs 产品的国家。截至 2017 年底，在日本上市的 REITs 产品总市值规模达 1026 亿美元，成为除美国、澳大利亚以外的全球第三大 REITs 市场。日本 REITs（以下简称“J-REITs”）的发展借鉴了美国市场经验，目前为止 J-REITs 基本都以公司形式成立。J-REITs 均为外部管理模式，即与资产管理公司签订合约，对 J-REITs 旗下不动产进行管理。

日本 J-REITs 设有董事会，但是法律禁止其开展资产运营等实质性的业务。投资公司的主要职能是持有资产，并且需要将资

产管理、资产保管和一般事务分别委托给运营公司、资产托管公司和事务受托公司进行。实际上，J-REIT 资产的管理由资产运营公司执行，REITs 管理人受托管理 REITs 资产，REITs 托管人受托保管 REITs 资产，在日本 REITs 受托人即为信托银行，其主要职能是按照委托人的意图，计算和管理基金资产。具体来说，资产运营公司主要职责包括：选择要投资的房地产、确定房地产的租赁条件；设计并实施房地产修缮计划，以实现房地产的保值；制定财务战略，实行必要的资金调配等。资产保管公司通常由信托银行担任，其主要职责是对持有的房地产等资产进行管理。事务受托公司的主要职责是负责会计、纳税、投资法人债等相关事务的处理。另外，J-REITs 还设有“投资人总会”，投资者可以就董事的选任等发表意见。

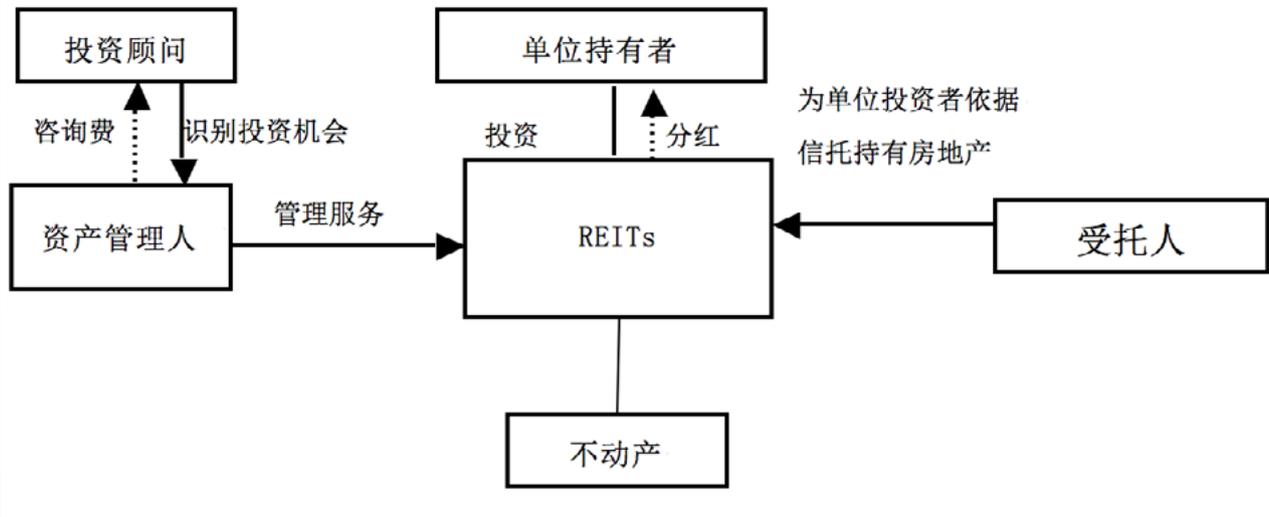


1.6 J-REITs 投资公司结构

4. 新加坡

1999年5月，新加坡金融管理局发布了第一版的《新加坡房地产基金指引》，为REITs的发展奠定了基础。按照该法，新加坡REITs（以下简称S-REITs）可以以公司法人或者信托的形式成立并上市。在多项政策的推动之下，2002年7月，新加坡的第一支REIT——凯德商用新加坡信托（Capita Land Mall-Trust）——在新加坡交易所主板成功上市。截至2017年底，在新加坡上市的REITs产品总市值规模达573亿美元。

新加坡REITs可以以公司法人或者信托的形式成立并上市。若REITs以公司形式设立，则该基金必须在新加坡证券交易所（SGX）公开募集资金。若以信托形式设立，则必须指定经政府金融部门许可的受托者，此受托者必须独立于基金经理人之外，同时符合金融体制健全要求。此形式下，S-REITs可以公开或私下募集资金。如下图所示，S-REITs是封闭式基金，由资产管理者在外部进行管理。



1.7 新加坡 REITs 典型结构

5. 香港

相比新加坡和日本，香港的 REITs 起步更晚。2003 年 7 月 30 日香港证券和期货事务监察委员会颁布了《房地产投资信托基金守则》。根据守则的规定，经过香港证监会核准的 REITs 可在香港联交所挂牌。2005 年 11 月推出了第一只房地产基金（领汇）。截至 2017 年底，香港市场总市值排名亚洲第三，总市值达 325 亿美元，在香港上市的 REITs 产品有 10 只。

香港在很大程度上借鉴了美国早期的 REITs 结构。根据房地产投资信托基金守则，香港房地产投资信托基金的资产必须以信托形式持有商业地产，采用外部管理模式，所持商业物业的所有权和管理权必须彻底分开，且须最低将 90% 的可分派收入分配

给投资者。香港 REITs 按照法律规定依照信托形式组织。其中受托人代表持有人的利益并持有有关资产管理计划的资产。尽管拥有最终决策权，但受托人并不干预管理人对基金的运营管理，也不干预资产经营，只对管理人行为和资产管理计划的合规性进行监督。受托人一般为银行或银行所属信托机构。受托人如果认为恰当，可以就与管理资产计划有关的事宜，寻求独立专业顾问提供咨询服务。

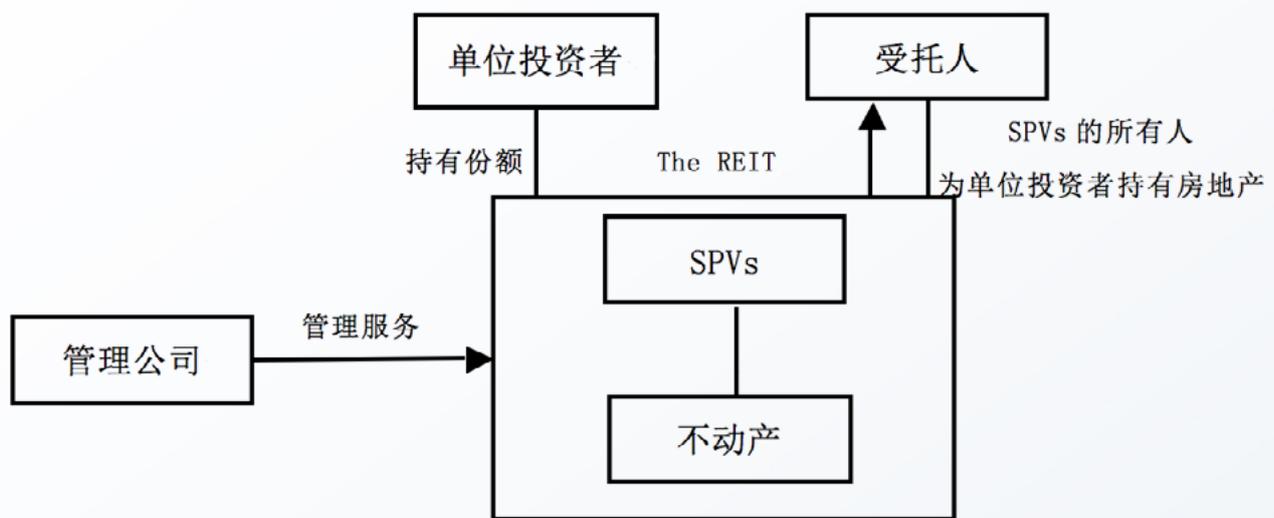


图 1.8 香港 REITs 管理结构³

管理人为具备联交所要求的资质的相关管理公司，负责制定和审慎实施房地产投资信托基金计划的投资战略，对投资计划进行财务管理和现金流监测，策划管理租赁业务，进行例行楼宇维

³ 该框架结构不适用于领展 REITs。

修管理，协助完成信息披露材料的准备和合规审查等。资产管理公司候选者在为 REITs 提供服务之前，必须通过香港证监会的全面审核和许可。管理人可以在不违反管理协议的前提下将底层物业管理职能转授给第三方服务机构，由独立服务商为租户提供物业服务。

香港 REITs 发起人主要为大型地产集团，通过成立全资机构作为 REITs 的外部管理者，使得 REITs 成为企业自营融资附属机构，事实承担了融资服务的功能。香港上市的十支 REITs，其中多支 REITs 分别是由越秀投资、鹰君集团、恒基地产、富豪国际酒店集团等大地产集团发起成立的，并且成立全资分支机构作为 REITs 的管理者。发起者不但控制着 REITs 的管理公司，而且都是所发起 REITs 的第一大股东，对 REITs 的决策、日常管理都有着绝对的控制权。

二. 两种管理模式的比较

内部管理模式与外部管理模式两者哪一个是 REITs 市场的最佳实践，这个问题一直是 REITs 领域的重要问题。从美国 REITs 市场的发展历程看，内部管理有助于降低 REITs 管理中的代理成本，似乎是 REITs 管理模式的最佳实践。如果是这样，我们应该

看到的现象是，全球市场将借鉴美国的经验，内部管理模式应成为全球市场的主流，而事实并非如此。经过 50 年的发展，全球 REITs 市场管理模式的格局并没有出现“一家独大”的局面（见表 1.1），甚至美国市场，仍然有少部分 REITs 采取外部管理模式。这说明，内部管理模式和外部管理模式没有严格意义的孰优孰劣，基于模式自身的迭代以及不同的市场与制度环境，任何一种均可能成为特定时期和特定市场的最佳实践。

REITs 是基于信托关系的资产管理，即 REITs 持有人将资金委托给管理人，由管理人将资金配置到不动产资产，并通过运营管理来为委托人创造价值。如何降低 REITs 持有人和管理人之间的利益冲突所产生的代理成本？这个问题是 REITs 治理的主要问题。内部管理模式的基本代理链为：持有人→REITs→管理团队；而外部管理模式的基本代理链为：持有人→REITs→管理人(机构)→管理团队。相比内部管理模式，采用外部管理模式的 REITs 具有更长的代理环节和代理链，持有人和管理人的委托代理关系更复杂；运行过程中，由于利益冲突和信息不对称而引发的道德风险可能更为严重。两种管理模式下，均有必要为协调 REITs 持有

人和最终管理人的利益关系而设计相应的治理机制。相比外部管理模式，内部管理模式的治理机制设计更简单、更灵活。因此，从代理成本的角度，理论上说，内部管理模式要优于外部管理模式。我们看到，在两种模式并存的同一市场中，外部管理 REITs 的平均收费要高于内部管理 REITs。

成熟市场 REITs 通常实行主动管理模式，其价值在较大程度上依赖于管理人对不动产资产的专业管理与合理投资决策。REITs 管理包括资产管理，以及不动产管理。其中，资产管理涉及不动产投资、并购、扩募与债务融资等投融资决策，不动产管理则包括不动产项目的改造、出租、运营和管理。管理人需要在物业投资组合管理、资本结构优化、物业改造提升、租赁运营及物业管理等领域体现专业水平来增强 REITs 的内生增长动力。相对于内部管理模式，外部管理模式中的管理人更能够发挥专业能力的规模效应。通过外部的管理人（特别是那些市场上有影响力的管理人），REITs 能够获得更多的资源来为 REITs 增值和规模增长提供支持。对于新成立或小规模的 REITs，如采取内部管理模式，打造合适的、专业的管理团队并不容易，如果能够借助外部管理能力，可以使其发展尽快走向正轨。

理论上，内部管理模式和外部管理模式分别有其优势和劣势。实证研究的发现与理论相一致，即并没有得出内部管理模式 REITs 一致好于外部管理 REITs 的结论。针对美国市场的实证研究结果总体上支持内部管理模式优于外部管理模式观点。例如，Cannon 和 Vogt (1995) 研究发现在 1987-1992 年期间内，内部管理 REITs 的市场表现优于外部管理 REITs；Capozza 和 Seguin(2000) 分析了 75 家公司的样本，发现在 1985 年 -1992 年间，采用内部管理 REITs 的回报率相比外部管理 REITs 的回报率高出 7%。Capozza 和 Seguin (2000) 显示外部管理 REITs 比内部管理 REITs 更多的应用债务融资，并且融资成本高于内部管理 REITs。Ambrose 和 Linneman (2001) 通过对 1990 至 1996 年在美国上市交易的 139 只 REITs 财务指标的研究发现，相对于采用外部管理的 REITs，采用内部管理的管理费用和融资成本较低。安永 2017 年的报告⁴指出，2012 至 2017 年这 5 年间，内部管理 REITs 的市场年平均回报率比外部管理 REITs 平均回报率高 240 个基点。

早期外部管理 REITs 的管理费用设计是基于资产规模的固定

⁴EY Global Real Estate, 2017, Internal vs. External Management Structure.

比例，这是针对被动资产管理产品的常用方法；在 REITs 发展历程中，实践证明 REITs 应是一类主动管理的资产管理产品，因此，基于管理业绩的业绩分成模式逐渐被纳入外部管理的激励机制之中。近年来，外部管理模式下的治理机制不断完善，即采取更严格的内控、更高的透明度、更高的独立性要求以及更为合理的激励机制，使得原有的代理问题和高费用问题得到有效的缓解。Ambrose 和 Linneman(2001) 的研究发现美国市场内部管理 REITs 和外部管理 REITs 的财务业绩表现没有显著差异。安永 2017 年的报告中，有关其他市场的研究结果发现，澳大利亚、加拿大和英国，2012 至 2017 年间外部管理 REITs 的回报率要高于内部管理 REITs。另外，虽然从总体上看，美国的外部管理 REITs 的市场表现要弱于内部管理 REITs，但对于小规模 REITs，外部管理 REITs 的市场表现超过内部管理 REITs 145 个基点。

在本课题组已经发布的系列报告中，我们认为基于现有的法律和市场环境，“公募基金 + ABS”是中国实现公募 REITs 的首选方案。“公募基金 + ABS”架构的管理模式属于外部管理模式，如何充分发挥外部管理的优势，弥补其不足，全球市场（特别是

亚洲市场的契约型 REITs) 的实践提供了大量可借鉴的经验。

无论采取哪一种模式，由于信息不对称和利益冲突条件下的代理问题都是 REITs 治理的核心。这个问题在外部管理模式则更需要关注。管理人（管理团队）在现有机制下，以自身利益的短期利益为最大化原则，而 REITs 持有人很难监督管理人行为，从而导致 REITs 价值的损失。其具体表现至少包括以下三种类型：

第一，追求规模。管理人提供资产管理和物业管理服务，收取 REITs 的相关管理费用。如果管理费用的计算是基于 REITs 的资产规模，那么管理人就有动机通过扩大资产规模来提升自身的收入水平。短期来看，积极的购置不动产资产就是扩大规模最有效的方式。因此，代理问题严重的 REITs 通常表现为过度投资和融资。

第二，关联交易。在 REITs 的运营中，涉及投融资、租赁、物业管理、资产处置等各项交易，管理人可能会利用其对交易决策的影响力，和管理人关联方进行损害持有人利益的交易。在外部管理模式下，当发起人（通常是大型不动产企业）设立 REITs，并且发起人全资子公司承担 REITs 管理人角色时，这种架构所引发的代理问题源自发起人和 REITs 其他持有人的利益冲突。

此时，该 REITs 可能成为发起人集团自融资的附属机构；REITs 从其发起人处购买物业时，会倾向于支付较高的价格或承担更多的义务。

第三，资源分配。在外部管理模式下，管理人可能同时管理多个 REITs。在多个 REITs 之间，管理人对于投资机会、租约等潜在收益的分配，将会根据管理人自身利益最大化进行权衡取舍，最终给予对自身最有利的 REITs，从而不利于其管理的其他 REITs。

在不动产市场透明度不高的情况下，将为以上三类行为带来更大的空间，使得 REITs 管理中的代理问题会给投资者带来更大的风险。仲量联行（2016）的研究报告显示，在所有的亚洲国家中，除了香港、新加坡、日本、马来西亚等国家和地区的房地产市场透明度列为二级水平之外，其余国家均存在着一定透明度问题。建立在不够透明的房地产市场中，外部管理模式所面临的代理问题更加值得关注。

基于现有理论和实务的研究与分析，我们得到的主要启示是：第一，管理模式的选择并没有一个统一的最优解，而是基于市场发展阶段与环境，采取最适合的模式；第二，管理模式的选择不

是静态的，可以根据 REITs 市场的发展进行改革与完善；第三，无论采取什么模式，核心问题是打造和充分利用资产管理能力以及降低代理成本；第四，增加不动产市场的透明度，增加 REITs 管理的透明度，采取更为合理的激励机制，是降低代理成本最有效的办法。

三. 中国类 REITs 管理模式的现状与问题

中国市场的类 REITs 其实质是以专项资产管理计划为载体的不动产资产证券化，我们称为资产支持证券（ABS）模式。中信启航是第一款以专项资产管理计划为载体，以私募方式发行，在深交所综合交易平台挂牌交易的类 REITs 产品。截至 2017 年 12 月 31 日，中国市场（含交易所、银行间、交易商协会等交易场所）累计发行类 REITs 产品 30 单，发行总额 649.52 亿元。

类 REITs 通常的交易结构如图 3.1 所示。根据项目情况，为了税务处理和现金流分配的便利性考虑，在专项计划和项目公司股权之间，一般还会嫁接 SPV（往往是私募契约型基金）。整个架构中的参与方包括：计划管理人、私募基金管理人、托管人、资产服务机构、特殊资产服务商、评估机构、会计师事务所，以及评级机构。

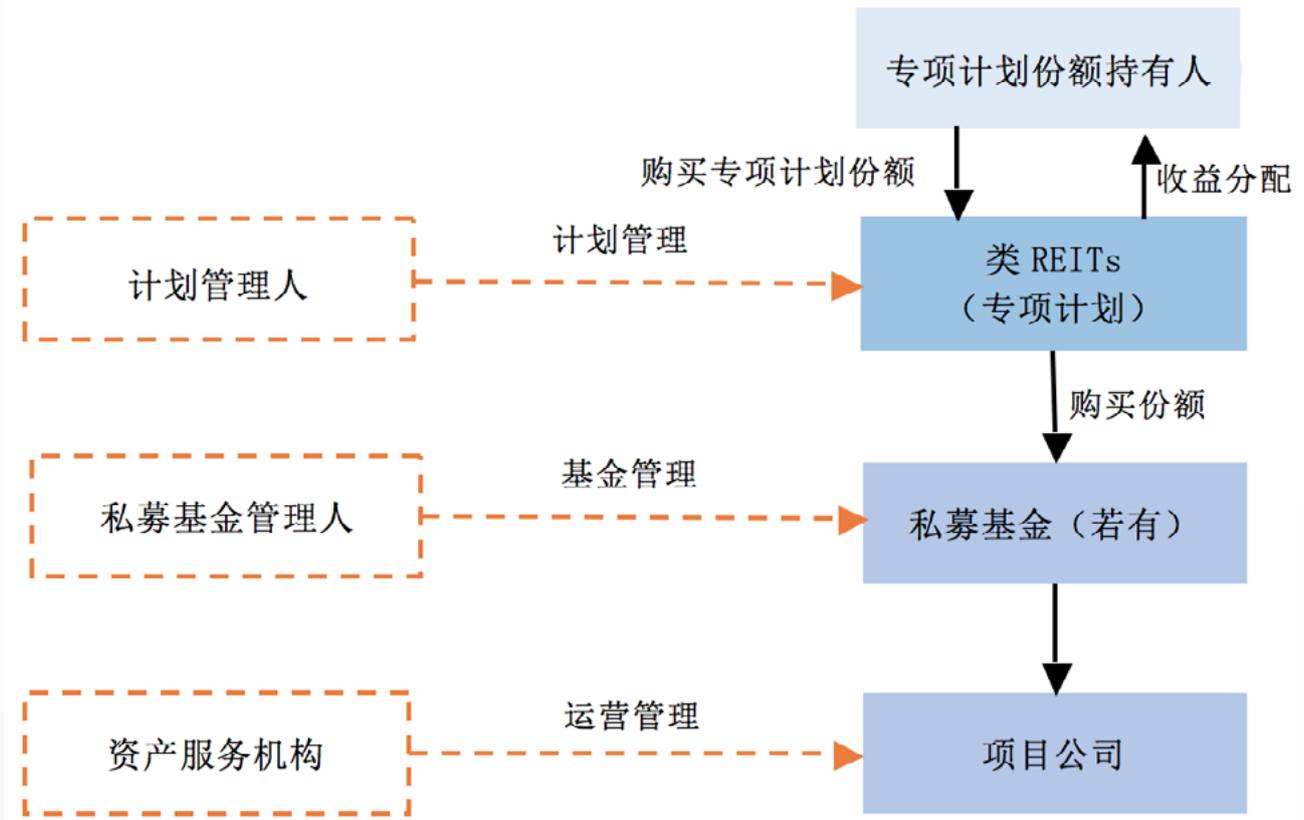


图 3.1 类 REITs 交易结构

在此架构下，类 REITs 产品的主要管理职责由计划管理人和私募基金管理人来承担。其中，计划管理人主要负责现金流归集分配，履行信息披露义务，提供终止清算服务等；私募基金管理人的主要负责监督原始权益人及相关服务机构的合规性，对基础资产经营情况和现金流进行监测，对项目公司和私募基金进行全面管理。私募基金管理人（资产管理人）及项目公司选聘资产服务机构（通常由 REITs 发行前物业资产的管理团队构成）进行存续期内资产的租赁运营和物业管理。

类 REITs 多是融资型的资产支持证券，债属性较强。这主要

体现在：一是产品分级，优先级往往由银行等机构认购，次级则大部分由发起人自行认购；二是产品有期限，往往每三年有开放期，优先级投资者具有回售的权利；三是发起人需要对优先级进行各类增信，这包括基于优先购买权的权利维持费、差额支付、流动性支持、各类触发机制等等，体现了优先级产品实质上的保本保收益特性。

我们认为，现阶段中国类 REITs 管理的主要特点包括：

第一，计划管理人主动管理范围和程度有限。这主要体现在计划持有人大会和计划管理人的管理权限上。类 REITs 因产品分级的原因，会设立“有控制权的计划持有人大会”，以区分优先级投资者和次级投资者的权力。大会主要审议事项包括计划管理人的更换，处分启动事件，资产管理合同的修订及更换私募基金管理人，超过一定比例的资产处置等。在一些案例中（碧桂园），在确保了优先级投资者本息可以足额偿付的情况下，次级投资者（多是发起人）具有持有人大会的控制权。计划管理人由金融机构担任，如券商和基金的子公司，其职能主要是代表持有人大会行事，在产品的债属性下，其监管方向和内容主要是信用风险和现金流的归集分配。

第二，私募基金管理人呈现独立和专业化特点。私募基金管理人可由发起人设立或与外部专业机构合资成立，亦可由外部独立的专业机构承担，如保利和碧桂园项目由外部专业机构担任基金管理人，体现出产品治理方面的进步。但基金管理人对底层资产的监管仍受限，且产品设计上存在一些关联交易，底层资产的运营和管理均被委托给了发起人设立的机构。

第三，代理成本以不同的方式呈现。一是投资者之间，如次级投资者与优先级投资者之间的利益冲突。由于优先级的债属性，加上资产风险隔离的优势，该类利益冲突并不明显。反倒是次级投资者内部（若有）的利益冲突可能会更明显，即发起人与其它次级投资者之间。二是投资者与管理人之间。管理人虽有较强的冲动做大规模，但受限于类 REITs 缺乏扩募机制⁵，通常不涉及主动的物业投资组合管理、资本结构优化，外延发展能力弱，出现的代理风险亦较低。

第四，关联交易是重点关注问题。如前所述，大部分案例中，底层资产的运营和管理均被委托给了发起人设立的机构，采取的形式不一，包括委托运营给商业管理公司、整体租赁给发起人子

⁵ 保利类 REITs 的储架发行制度已是中国类 REITs 产品的一大创新，但仍然处在一个相对有限的框架范围内。

公司、委托物业管理等。对于债属性较强的类 REITs 而言，关联交易是有助于增加信用的。但若次级存在较多外部投资者时，则需要对关联交易有更严格的监管，包括更充分的信息披露、更适当的权力限制（包括回避表决等）。

总体而言，类 REITs 由于其债属性，在管理上更多地以发起人为主，而专业机构的出现，尤其是独立的私募基金管理人的聘任，也体现了其外部管理的架构上的市场化进展。

四. 关于中国公募 REITs 管理模式的建议

根据现有的法律框架，公募 REITs 试点可以选择的模式有两种：一是基于美国的经验，根据中国的《公司法》、《证券法》，采取“公司型”模式；第二种是在《基金法》的基础上设计“契约型”模式。从路径选择上，中国公募 REITs 试点应遵循以下两个指导思想：选择成本相对低、难度相对小的模式，加快试点步伐；以创造良性的市场生态为目的，以投、融资双方的价值创造为核心原则。因此，我们建议以《证券投资基金法》作为 REITs 的立法依据，采用“契约型”模式。采用这种模式可以充分借鉴证券投资基金的经验，降低监管成本，能够在现有制度上尽快推出产品。从立法成本、设计难度等方面考虑，基金契约型模式是现阶段的

一个相对优选方案。

鉴于《基金法》及相关规章对于基金投资标的的规定，如果 REITs 以公募基金作为载体，REITs 将较难直接投资股权或不动产资产。考虑到资产证券化制度规则已经较为成熟，不动产支持证券（ABS）将成为 REITs 的投资标的的自然选择，从而形成“公募基金+ABS”模式。图 4.1 是“公募基金+ABS”模式的基本架构。

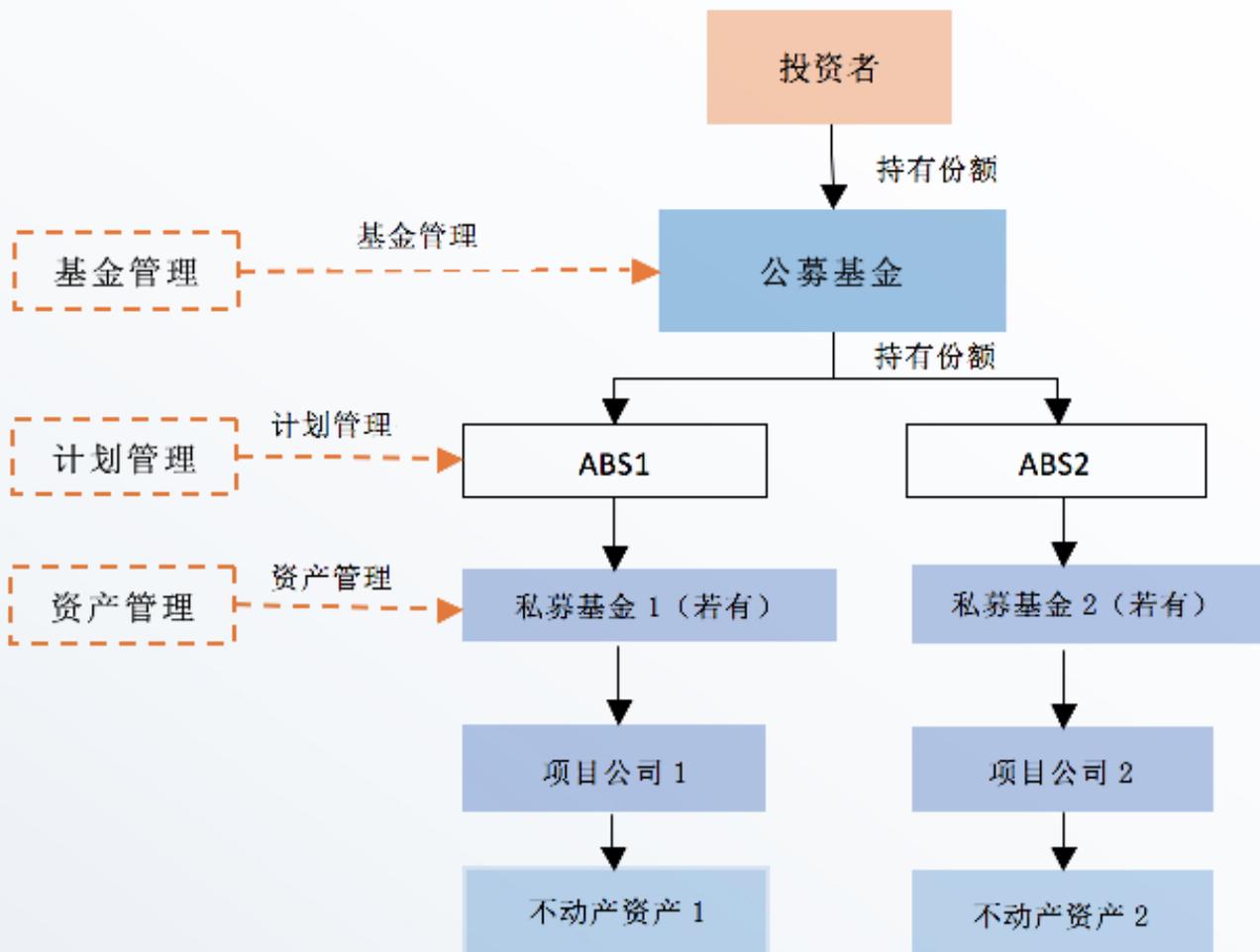


图 4.1 中国公募 REITs 的建议架构

“公募基金 +ABS” 架构下的公募 REITs 属于契约型 REITs。

《基金法》规定，公募基金需投资于证券，而不是非上市基金管理公司的股权，因此，REITs 采取的是外部管理人模式。由于该架构下产品存在分层结构，REITs 管理可能需要多层管理主体，对应不同的金融产品和监管要求。具体来说，基金持有人委托公募基金管理人来实施基金管理，基金投资于 ABS 证券；ABS 持有人委托计划管理人实施专项计划的管理，专项计划投资于私募基金；私募基金投资者委托私募基金管理人实施私募基金管理，私募基金投资于项目公司，在项目公司进行不动产资产的运营和管理。

“公募基金 +ABS” 架构下的外部管理模式，一方面，它能够充分应用现有公募基金和 ABS 市场的规则和成熟经验，可以尽快培育和发展 REITs 市场的管理能力，是适合市场现状的一个合理方案；另一方面，该外部管理模式不仅同样存在全球市场的共性问题，也具有该架构的独特问题。共性问题在于如何降低 REITs 外部管理模式中的代理成本，独特问题则是在多管理主体的条件下，如何将管理职能进行合理的分配。

管理职能的分配问题

对于管理职能的分配问题，我们认为基本原则应体现 REITs 资产管理的基本性质，并符合现有各类产品的监管要求，做到职能不重复、不缺失、边界清晰，兼顾各方利益。REITs 资产管理的基本性质是全面的资产管理。在具体的设计思路上，以全面管理的职能模块为基础，结合资产支持证券现有职责体系，在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，同时制定合适的治理体系。

我们可以将 REITs 管理的职能模块分为三大类，即基金管理，投资管理和投后管理。其中，基金管理的内容包括：基金融资、信息披露、合规风控、财务管理、退出清算等；投资管理的内容包括：投资收购、资产改造、资产处置等；投后管理的内容包括：招商租赁、营销推广、运营管理、工程与物业管理等。在“公募基金 + ABS”框架下，这些职能模块应该在公募基金管理人、计划管理人和私募基金管理人中进行合理分配，并有主要责任主体。可选择的方案有两个。

方案一是公募基金管理人作为主要责任主体，负责基金管理、投资管理和投后的监控，计划管理人主要对计划产品本身承担责

任，私募基金管理人负责投后管理，其中部分运营与物业管理可委托外部资产服务机构。具体来说，基金管理人的职能模块包括基金发行、投资者关系与信息披露、财务管理、合规风控管理、投资收购与处置、资产改造、计划的监控、投后的监控；计划管理人的职能包括计划管理、产权管理、合规风控管理；私募基金管理人的职能包括资产营运、营销管理、租务管理、招商租赁、物业管理。

方案二是计划管理人承担主要管理任务，但公募基金管理人责任并不免除。基金管理人与计划管理人签订《投资合同》，明确双方权利义务。公募基金管理人负责基金管理和对计划的监控，并委托计划管理人在现有对计划管理的基础上，增加投资管理和投后监控职能，私募基金管理人负责投后管理。具体来说，公募基金管理人的职能包括基金发行、投资者关系与信息披露、财务管理、合规风控管理、计划的监控；计划管理人的职能包括计划管理、产权管理、投资收购与处置、资产改造、投后监控、合规风控管理、产品设计、财务税务筹划；私募基金管理人的职能包括资产营运、营销管理、租务管理、招商租赁、物业管理等。

方案一的特点在于责任主体位于治理结构的顶层，需公募基

金管理公司有主动管理不动产资产的能力，对资产进行穿透管理，公募基金管理人与计划管理人职能有一定的重复。方案二的特点在于基本维持了现有各个管理主体的职能，应用已有成套监管体系，可减少职能重复但需设计好与顶层的关系。我们建议以方案二为主，逐渐向方案一过渡，主要原因如下：

第一，目前中国市场的证券投资基金均为被动管理模式，而主动管理不动产资产，尤其是基础设施和公共服务，涉及的行业广泛，需较全面地配置专业团队。

第二，以证券投资基金为主的管理设计，需要穿透到底层资产，在职能上容易重叠，边界和责任不易清晰。而资产支持计划体系已较为完整，发起产品的流程较为成熟，专业化管理较易实现，并能做到责任到位。

第三，亚洲以信托契约为主的产品设计，其基金基本上采取了集合资金计划的形式，国内资产支持计划在本质上是相同的，只是缺乏流动性，未来将计划转化为公募较为便利；在法律条件成熟时，计划管理人或其它专业机构经批准可以转化成为不动产公募基金管理公司。

治理机制的问题

以计划管理人为主体的管理架构下，公募基金持有人会议是最高权力机构，决定重大事项；计划管理人有权提议召开临时会议。公募基金及计划的持有人会议分别设立常设机构。常设机构应设立各项专业委员会（类似于董事会的各专业委员会），并制定具体办法。项目公司董事会组成主要由常设机构提议。计划管理人需制订重要业务的汇报流程，形成完整的《合规手册》。

对于降低 REITs 外部管理模式中代理成本的问题，近年来全球市场的不断完善为中国市场发展提供了很多可借鉴的经验。总体上看，采取更严格的内控、更高的透明度、更高的独立性要求以及更为合理的激励机制，将使得原有的代理问题得到有效的缓解。基于中国市场的特征，我们对未来公募 REITs 市场的建议如下：

第一，充分发挥公募基金持有人大会的治理作用，完善有效的监督机制。在契约式基金中，基金持有人大会是主要监督机构，持有人有权通过召开持有人大会更换管理人和托管人。目前市场上的公募基金普遍没有设置基金持有人大会的日常机构，如果基金持有人分散，中小投资者参与治理的成本较高，普遍存在“搭便车”的现象，召开持有人大会存在一定操作困难，用脚投票的

机制无法对管理人形成有效的监督作用。根据现行《基金法》，基金持有人大会可以设立日常机构，行使监督职责。因此，中国公募 REITs 的相关规则指引中，应明确基金合同必须设立持有人大会日常机构的相关条款，细化日常机构人员组成和议事规则，有效行使召集基金持有人大会，提请更换基金管理人、托管人，监督基金管理人的投资运作与重大财务决策，制定管理人和托管人激励机制等职能。应保证基金持有人日常机构具有充分的独立性，独立于管理公司、REITs 发起人和 REIT 大份额的持有人，并明确其法律责任。其次，中国公募 REITs 都应强制举行年度持有人大会，并确保管理人和托管人出席。定期召开年会能够增强投资者对 REITs 管理人的监督，同时为管理者向投资者提供介绍 REITs 表现和投资策略的机会。

第二，建立完善的信息披露制度。按照真实、充分、准确、及时的信息披露原则，通过定期、临时的信息披露以完整反映公募 REITs 的经营情况，能够有效遏制各种损害投资人利益行为，为市场投资人进行公募 REITs 投资、价格判断创造客观公正的环境。特别指出的是，为保证 REITs 所有权结构和关联交易的信息透明性，REITs 应及时向交易所披露 REITs 的所有权结构和所有

关联方信息，以及重大关联交易。

第三、建立合理的管理费用结构，协调管理人与投资者的利益冲突。REITs 是主动管理的资产管理产品，因此，应该以主动管理产品的设计框架来思考外部管理的激励机制。全球经验表明，越来越多的外部管理 REITs 开始采取“年度管理费 + 基于回报的业绩分成”模式，以提高管理人和投资者利益的一致性。中国公募 REITs 法规应支持多元化的费率结构，鼓励在市场机制推动下产生激励机制的最佳实践。

第四、建立必备的 REITs 管理人资格准入审批程序。在 REITs 管理人的准入条件中，强调股东或管理团队具备不动产业专业素质与较为丰富的经验，从而在投前尽职调查、投后资产运营持续监控及资产处置等方面切实履行管理人职责。为了保持市场上有足够的 REITs 管理机构以维持相互竞争格局，应对管理人设立合理的门槛，形成一个充分竞争的管理人市场，促使其提高经营水平，维护投资者的利益。

第五、完善 REITs 管理人的治理和内控机制。管理人是公司制实体，在股权结构与内部治理上，应符合 REITs 市场监管的要求。首先，为保护 REITs 中小投资者的利益，REITs 管理人应独立于

该 REITs 大份额持有人。其次，应保证管理公司董事会的独立性，建立和完善管理公司的独立董事制度，将保护基金持有人利益作为独立董事履职的重要目标。三是加强监管机构对管理人公司治理的监管。监管机构应在股东与股权、董事会、履职与考评以及从业资格等方面实施重点监管，推动管理人治理水平的提升。

第六、严格防范因关联交易而出现的利益冲突行为。可以借鉴海外较为成熟的经验，就关联交易的信息披露和审批事项，制定更为严格的标准。同时要切实履行关联交易相关程序，关联方应在相关决议上做出回避表决。

五. 总结

建立健全有效的治理机制，完善投资者保护是中国公募 REITs 市场建设的核心问题之一。在全球实践中，REITs 主要采用的管理模式有两种，即外部管理模式和内部管理模式。基于现有理论和实务的研究与分析，我们得到的主要启示是：第一，管理模式的选择并没有一个统一的最优解，而是基于市场发展阶段与环境，采取最适合的模式；第二，管理模式的选择不是静态的，可以根据 REITs 市场的发展进行改革与完善；第三，无论采取什么模式，核心问题是打造和充分利用资产管理能力以及降低代理

成本；第四，增加不动产市场的透明度，增加 REITs 管理的透明度，采取更为合理的激励机制，是降低代理成本最有效的办法。

基于现有的法律和市场环境，“公募基金 + ABS”是中国实现公募 REITs 的首选方案。“公募基金 + ABS”架构下的管理模式属于外部管理模式，由于该架构是多层架构，其治理问题更为复杂。因此，如何降低 REITs 外部管理模式的代理成本，以及如何将管理职能在多个管理主体中进行合理的分配，是建立一个完善有效的外部管理模式的两个重要问题。

对于管理职能的分配问题，我们认为基本原则应体现 REITs 资产管理的基本性质，并符合现有各类产品的监管要求，做到职能不重复、不缺失、边界清晰，兼顾各方利益。REITs 资产管理的基本性质是全面的资产管理。在具体的设计思路上，以全面管理的职能模块为基础，结合资产支持证券现有职责体系，在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，同时制定合适的治理体系。

对于治理机制的建立，我们给出的建议是：第一，充分发挥公募基金持有人大会的治理作用，完善有效的监督机制；第二，通过强化 REITs 信息披露的透明度等方面提高内控水平；第三，

选用更有利于协调各利益相关方的报酬与考核机制；第四、建立必备的 REITs 管理人资格准入审批程序。第五、完善 REITs 管理人的治理和内控机制。第六、严格防范因关联交易而出现的利益冲突行为。

参考文献

- Ambrose, Brent, and Peter Linneman, 2001, REIT organizational structure and operating characteristics, *Journal of Real Estate Research*, 21, 146-162.
- Cannon Susanne, and Stephen Vogt, 1995, REITs and their management: An analysis of organizational structure, performance and management compensation, *Journal of Real Estate Research* 10, 297-317.
- Capozza, Dennis, and Paul Seguin, 2000, Debt, agency and management contracts in REITs: The external advisor puzzle, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 20, 91-116.
- Henry Stratton, Adam Fein and Rajiv Sharma, 2017, Internal vs. external management structure. EY Global Real Estate.
- 仲量联行，2016，《全球房地产市场透明度指数》，研究报告

附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/1.pdf>

报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.pdf>

报告 3 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/33333.pdf>

报告 4 <http://www.gsm.pku.edu.cn/444.pdf>

“光华思想力”是北大光华的智库平台，旨在立足新时代中国，遵规范的学术标准，循前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“光华思想力”扎根中国大地，紧紧围绕中国经济和商业实践开展研究；提供政策建议和咨询，服务经济社会发展；研究市场规律和趋势，服务企业前沿实践；讲好中国故事，提升商学教育，支撑中国实践，贡献中国方案。



北京大学光华管理学院

网址：<http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件：media@gsm.pku.edu.cn

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号