

国有企业开展基础设施公募REITs业务的控制问题浅析

Analysis of the Control of State-owned Enterprises' Public Offering of REITs for Infrastructure

吴亚芳

摘要：国内公募REITs的成功落地有助于促进基础设施领域国有企业盘活存量资产并降低资产负债率。在开展基础设施REITs业务过程中，作为发起人的国有企业在考虑盘活存量资产获得融资的同时，往往基于自身财务诉求和政策导向还要在一定程度上考量保留对底层资产控制。关于保留控制的判断要素，不同市场REITs因治理机制有别而迥然不同。本文浅析保留控制的判断要素、在保留控制的同时需关注的问题，以期为行业实务操作提供助益。

关键词：基础设施REITs 治理机制 控制

Abstract: State-owned enterprises, as sponsors of infrastructure real estate investment trusts (REITs), generally seek to revitalize existing assets to obtain financing. At the same time, they often consider retaining a degree of control over the underlying assets, reflecting their own financial requirements and policy orientation. This paper analyzes the factors in the retention of control and assesses the potential problems that need to be considered.

Keywords: Infrastructure REITs, Governance Mechanism, Control

作者系上海隧道工程股份有限公司财务资金部总经理、上海建元财务管理有限公司董事长兼总经理。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



基础设施REITs助力探索权益推动型发展方式

不动产投资信托基金（REITs）源自于美国，自20世纪60年代至今，已有四十多个国家、地区相继推出了REITs产品。底层资产从传统的写字楼、零售物业、购物中心及酒店公寓等商业物业逐步拓展到了工业地产、数据中心、物流仓储、收费公路及通讯基础设施等领域。截至2021年末，美国市场REITs总市值1.74万亿美元，其中通讯基础设施、工业地产、长租公寓以及数据中心合计市值占比达46%^①。

发展改革委和证监会于2020年4月30日共同发布基础设施REITs试点政策

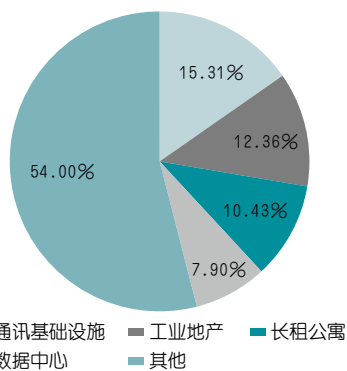
通知，2021年6月21日首批9只基础设施REITs上市，国内公募REITs试点从基础设施领域正式起步。国内基础设施领域存量资产丰富，但整体资产负债率较高，大量存量资产由国有企业持有运营。REITs作为成熟资产上市融资平台，对于拓宽权益型融资渠道并提供大类配置资产意义日臻显现，能有效盘活存量资产，广泛筹集项目资本金，降低债务风险，推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展。

国有企业开展REITs业务保留控制的主要考量

国有企业作为发起人在开展基础设施REITs业务过程中，通常基于自身财务诉求、政策导向、核心资产依赖度等因素需综合考量保留对底层资产的控制。

自身财务诉求

当发起人保留对底层资产控制时，发起人在会计处理上应当将发行公募REITs视作一次融资行为。按照现行会计准则内在逻辑，若将融资所得计入负债项，则在资产负债表层面资产和负债同时增加，资产负债率上升，若将融资所得计入权益项，则资产负债率下降。在利润表层面，未丧失控制时不确认转让损益，不影响净利润。在现金流量表层面，筹资性净现金



数据来源：Nareit。

图1 2021年末美国REITs市场基础设施领域底层资产结构分布

① 根据美国Nareit统计，截至2021年12月31日REITWatch数据。



流增加，整体现金流状况得到改善。底层资产一直在发起人合并报表内，发起人能持续享有资产收益并承担相应风险。

当发起人不再保留对底层资产控制时，发起人在会计处理上应当将发行REITs视作一次资产销售行为，并确认转让损益。此时在利润表层面，一般会确认投资收益，净利润增加。资产负债表层面，资产负债率下降。现金流量表层面，整体现金流状况仍得到改善。

国有企业发起人在获得融资同时，需兼顾在未来期间仍能持续稳定获得资产收益和经营性现金流，需考量对底层资产是否保留控制。

发挥国有经济主导作用的政策导向

《关于深化国有企业改革的指导意见》提出要发挥好国有经济的主导作用，而基础设施领域国有企业整体占比较高。以交通运输行业为例，截至2021年末，全行业167家上市公司，其中由中央企业或地方国资控股的有105家^①。整体而言，基础设施领域以国有企业持有运营为主。

国有企业在开展REITs过程中需要就

底层资产转让环节的各个事项或限制条件取得相关主管部门或相关主体同意。在国有企业保留对底层资产控制情况下，亦可适当降低与相关主管部门沟通难度，有利于业务推进。

核心资产依赖度

发起人用于开展REITs的底层资产通常为其生产经营活动的核心资产或主营业务相关资产，为了满足分派率要求底层资产均为优质资产，放弃控制可能会影响国有企业核心资产规模、盈利水平或产业地位。以收费公路行业为例，2011—2020年全国收费公路行业一直处于入不敷出状态，2020年更是受疫情影响，全国收费公路车辆通行费总收入4 868.2亿元，而支出总额达12 346.4亿元^②。而从目前国内已上市的3只高速公路REITs来看，浙商沪杭甬高速REIT全周期内含报酬率不低于6%^③，华夏越秀高速REIT全周期内含报酬率约为6.8%^④，平安广河高速REIT虽未披露全周期内含报酬率，其披露的底层资产2019年和2020年净利率分别为21.36%和10.47%，以及2021年6—12月和2022年预测净利率分别为28.61%和34.86%^⑤，均显著高于收

① 根据Wind披露的以证监会行业分类标准统计得出。

② 中华人民共和国交通运输部《2020年全国收费公路统计公报》。

③ 《浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》。

④ 《华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》。

⑤ 根据《平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》披露的底层资产备考财务报告 and 预测期间合并利润表计算得出。



我国基础设施REITs系根据信托法设立，投资人与基金管理人之间系信托关系，基金管理人作为受托人居于核心地位，投资人作为受益人不得过多干预基金的日常投资管理。

费公路行业平均水平。

发起人对底层资产保留控制的判断要素分析

根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》（简称“CAS33”）要求，合并范围应当以控制为基础予以确定，因此，本文所讨论的发起人对底层资产保留控制即底层资产不出表，反之则底层资产出表，发起人对底层资产保留控制的判断要素简称控制判断要素。

发起人仅通过持有多数份额不能完全实现控制

我国基础设施REITs系根据信托法设立^①，投资人与基金管理人之间系信托关系，基金管理人作为受托人居于核心地

位，投资人作为受益人不得过多干预基金的日常投资管理。信托法律关系下的持有人大会虽有一定的议事权，但一般仅针对涉及持有人重大利益变动的事项，并且召集程序复杂、召集频次低。另外，持有人大会的权限主要来自于基金合同，其权限范围和力度均不及来自公司法和公司章程授权的股东大会，更没有股东大会类似于财务预决算、经营决策权、重要人事任免权等实体决策权力。因此，对于REITs发起人不宜参照上市公司控股股东仅通过持有半数以上份额即认定其实现控制。

从会计准则来看，根据CAS33第十一条和第十二条，发起人在判断是否拥有对底层资产的权力时，仅应考虑与底层资产相关的实质性权利而非保护性权利。根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《REITs指引》），持有人大会的表决事项通常是发生频率较低的事项，投资者通过持有人大会拥有对该类事项的表决权，通常情况下应被认定为保护性权利。因此，发起人仅通过在持有人大会持有多数份额亦难以实

① 根据关于制定《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》的立法说明，中国证监会“制定了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，在《证券投资基金法》框架下，聚焦基础设施领域开展公募REITs试点”。关于《证券投资基金法》全国人大官方网站释义，“证券投资基金法以信托原理为基础”以及“证券投资基金法针对证券投资基金信托这一特殊的信托行为，确立了基金中持有人（投资人）、管理人、托管人三方主体的信托法律关系”。这表明信托法是《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》的法源。

现对底层资产控制。

发起人担任运营管理机构可显著增强控制力

关于REITs的控制判断要素需结合其治理结构来看，以法律载体区分，目前国内基础设施REITs系契约型，但与境外契约型REITs仍有所区别。在境外契约型REITs中，发起人一般通过三个维度对REITs实现控制：一是发起人通过认购REITs份额成为重要的份额持有人；二是REITs管理人通常由发起人关联的产业资本担任；三是发起人通常控股REITs物业管理人进行运营管理。发起人在REITs治理机制中通常具有主导地位，有利于提升发起人出售优质资产积极性，发挥其专业管理优势以增厚REITs资产收益^①。

在国内公募REITs治理机制中，主要参与角色包括持有人大会、基金管理人和运营管理机构。根据CAS33第七条，控制应基于对被投资方相关活动的识别，CAS33所指的相关活动，是指对被投资方即底层资产的回报具有重大影响的活动。持有人大会表决事项属于发生频次较低的例外事项，不属于日常经营行为，并

非REITs的相关活动，REITs的相关活动参与方应包括基金管理人和运营管理机构。截至2021年末，国内已发行11只公募REITs中，基金管理人均由金融机构担任，运营管理机构均由发起人担任^②。因此，在国内REITs治理机制中，基金管理人并非发起人所控制，这种制度设计有助于降低第二类代理成本，抑制发起人利用信息不对称对中小投资者的利益侵占。但同时也造成了基金管理人主动管理职责集中而缺乏底层资产运营管理能力和经验的错配问题，不利于发起人发挥专业管理的积极性和主动性。关于基金管理人和运营管理机构在治理机制中的角色分工，则成为发起人对底层资产保留控制的重要判断要素。

基金管理人的决策权受到多方面限制

根据《REITs指引》第三十八条，基金管理人应当主动担负起底层资产运营管理职责。此举虽强化了基金管理人主动管理职责，避免其沦为“通道”，亦能对发起人形成有效制约，但基金管理人的实质决策权仍受到多方面限制。

首先，《REITs指引》对于强制分红

① 新加坡REITs是契约型REITs的治理典范，以凯德商用中国信托（简称“CRCT”）为例，CRCT发起人为凯德置地，管理人是凯德旗下专设公司，物业管理人也均为凯德关联实体。发起人承诺持有CRCT至少20%份额，且锁定期不少于18个月，发起人在发行REITs后仍然保留对底层资产控制，其上市后实际控制人为Temasek Holdings Pte. Ltd（凯德集团母公司）。

② 截至2021年末，国内已上市11只公募REITs产品运营管理机构均由发起人或其同一控制下关联方担任。



和杠杆率^①均作了严格规定。基金管理人基于收取管理费目的具有充分的规模扩张动机，在强制分红要求下，基金管理人难以将可供分配资金留存至下一期，并通过盈余积累进行规模扩张，而杠杆率要求又限制了基金管理人通过外部融资进行规模扩张。因此，不同于上市公司管理层，REITs基金管理人的扩张行为受到严格限制。其次，基金的本源在于组合投资，而公募REITs则兼具了发行载体和资产管理双重职能。目前市场格局下，作为金融机构的基金管理人总体仍缺乏底层资产管理专业能力。虽然《REITs指引》对于基金管理人提出了配备底层资产管理专业人员的要求，但能力建设非朝夕之功，需要一个相对较长的培育期。再次，在国内基础设施REITs展业环节，符合试点要求的优质资产相对稀缺，决定了发起人具有绝对主导权和谈判优势，作为金融机构的基金管理人难以在治理机制中与发起人强势“争权”。最后，管理人若管理不善，还可能存在被替换的风险。例如在2018年9月，太盟投资发起全面要约收购春泉产业信托（简称“春泉REIT”），太盟投资表示春泉管理人管治及决策令人质疑，以及春泉管理人缺乏清晰策略和连贯

的业务计划致使春泉REIT价格表现持续及严重不佳。后续收购虽以失败告终，但管理人被替换的风险仍在。

运营管理体现核心竞争力

根据《REITs指引》，基金管理人可为底层资产购买保险、制定并落实底层资产运营策略、签署并执行相关协议、收取运营收益、执行日常运营服务以及实施项目维修改造等职能委托给运营管理机构。上述事宜属于底层资产运营管理的直接相关内容，能直接影响底层资产的经营业绩从而影响持有人的投资回报，实为CAS33关于相关活动的应有之义。

另外，REITs有别于传统证券投资基金，需要主动运营底层资产增厚收益，投资人不仅看重资产本身，更注重运营管理能力。而作为运营管理机构发起人拥有与生俱来的专业优势和运营管理经验，能发挥专业优势增厚收益。例如领展房地产投资信托基金（简称“领展REIT”），其在2005年上市之初持有的底层资产系公屋配套的零售物业及停车场，与普通居民生活密切相关且分布较为分散，而后凭借发起人（同时担任管理人）出色的运营管理能力，以及持续的物业改造和并购扩张，现已发展为全球以零售为主最大的REITs

^①《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》关于强制分红规定基础设施基金应当将90%以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者，关于杠杆率规定基金总资产不得超过基金净资产的140%。

之一。截至2021年末，领展REIT上市16年来，年化现金分派率不低于6%^①，股价更是创造了十年十倍股的佳话^②，为投资人创造了丰厚的投资回报。

从国内已上市产品来看，底层资产均已实际投产运营，并已形成成熟的管理经验和稳定的管理流程路径，出于项目运营稳定性以及提升运营管理效率的角度而言，运营管理机构被替换的可行性极低。

综上所述，尽管按照制度设计基金管理人在REITs治理机制中占据主导角色，但运营管理机构的角色重要性亦不容忽视。当发起人担任运营管理机构时，可显著增强其对底层资产控制。

相对控股下保留控制的可能性

发起人提高认购REITs份额有助于增强控制，但会降低融资规模，与实现轻资产运营有所冲突。如何在尽量提升融资规模的情况下，同时能保持对底层资产控制，可从以下几方面进行探索。

分散持有人结构。发起人持有份额尽量超过其他任何一家投资者或少数几家构成的一致行动人，避免出现在持有人大会层面，战略投资者一方或少数几方一致行动对发起人进行实质性罢免。

完善产品设计与治理结构安排。一是

提高解聘、更换运营管理机构门槛，可将其设置为持有人大会特殊表决事项，避免出现基金管理人通过持有人大会一般表决事项罢免运营管理机构的情形。二是运营管理机构获得报酬的水平和浮动程度尽量不低于基金管理人，加之发起人持有份额最多，能够使发起人享有更高的可变回报，避免出现因基金管理人享有更高的可变回报从而被认定为主要责任人的情形。

三是在基金管理人层面设置独立的REITs运营决策委员会，发起人作为运营管理机构，派驻委员参与决策，拥有相应的建议权和表决权，从而在基金管理人决策层面施加重要影响。四是剩余控制权的上收，对于剩余控制权，在产品层面可约定尽量归属于持有人大会，从而扩大持有人大会决策范围。

提高资产运营能力。作为运营管理机构的发起人可努力提高自身能力，增厚底层资产收益，打造资产运营品牌，此举既能在持有人大会层面获得其他投资人支持，亦能在项目运营过程中提升专业度和权威性，从而增强控制。

初步结论及保留控制同时降低负债率的探讨

区别于境外REITs市场常见的单独设

① 根据领展REIT官方网站披露的每基金单位分派总额数据。

② 根据领展REIT上市至今Wind股价走势图。

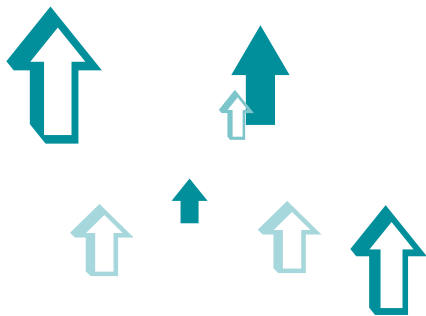


立REITs管理人牌照准入，并通常由作为发起人的产业方关联企业担任REITs管理人的模式，国内基础设施REITs试点制度设计将管理职责集中赋予了作为持牌金融机构的公募基金管理人。但因发起人拥有底层资产运营管理能力，当其担任运营管理机构时，能显著增强对底层资产控制。一方面，通过绝对控股（自持比例超过50%）并委派关联企业担任运营管理机构，作为发起人的国有企业可实现对底层资产的控制；另一方面，通过适当的治理结构设计和分散持有人结构安排，发起人有可能在相对控股前提下保留对底层资产的控制，提升融资规模。

当发起人保留对底层资产控制时，实操中还特别关注REITs融资系计入权益还是金融负债，亦即是否有可能通过计入权益从而降低资产负债率。根据《企业会计准则》，权益和金融负债的区分关键在于主体是否可以无条件避免交付现金或其他

金融资产的义务，对于基础设施REITs而言，即关于每年强制分红的规定是否构成了交付现金的义务。这一问题实务界尚存争议，国内首批上市基础设施REITs中已有案例采用了计入权益的做法^①。笔者建议从强制分红可供分配金额的主观可调整空间、不符合分配条件可不分配从而避免现金交付义务，以及公募REITs的穿透权益属性等角度来探讨将融资计入权益的技术分析路径。如能在保留对底层资产控制的同时降低资产负债率，将有助于提高国有企业持续开展REITs融资的积极性。N

学术编辑：曾一巳



① 根据《广州交通投资集团有限公司2021年半年度财务报表及附注》披露，平安广州广河REIT原始权益人在其2021年半年度财务报告中认为其出售下属项目公司部分股权，但仍不丧失其控制权，出售收益在合并报表计入资本公积，少数股东权益从1.74亿元增加至30.22亿元。

参考文献：

- [1]蔡建春,刘俏,张峥,周芊 等中国REITs市场建设[M].中信出版集团,2020(6).
- [2]蔡奕.完善公募基金份额持有人大会制度的几点思考[J].证券法苑,2017(第二十三卷):355-364.
- [3]符文娟.基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)会计处理辨析[J].新会计(月刊),2021(9):22-27.
- [4]金永军.境外市场REITs实践经验及与我国基础设施REITs试点制度研究[J].证券法苑,2021(第三十一卷):57-72.
- [5]天职国际专业技术委员会.会计准则内在逻辑[M].中国财政经济出版社,(2016).
- [6]闫琰.不动产投资信托基金的治理问题[J].清华金融评论,2020(12):49-51.
- [7]张峥,李尚宸.公募REITs试点的治理结构[J].中国金融,2021(9):49-51.