

PDF-TN2022052

“REITs”助力安居——海南省人才租赁住房 REITs 开拓之路¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 适用课程：本案例主要适用于《资产证券化与投资实务》等课程，适用于其中资产证券化、资本结构等相关章节的学习，也可作为加深理解上述理论之间关联性的阅读材料。

2. 适用对象：本案例主要为MBA、EMBA研究生开发，也可用于高年级本科生的教学。

3. 教学目标：本案例主要描述了国内首单省级人才租赁住房类REITs——海南人才租赁REITs的发行始末，重点阐述海发控运用REITs解决海南省人才引进困境的过程。旨在通过海发控案例的深入学习与剖析，帮助学生理解和思考不动产信托投资基金这一融资模式的优势、特征及交易结构。期望通过本案例的学习，使学生对REITs这一融资渠道有更好地认识，引导学生学会运用REITs和投资理论等相关分析工具，进而培养和提高学生分析问题、解决问题的能力。

二、启发思考题

1. 本案例中，海发控选择发行 REITs 产品具有哪些优势？
2. 海发控开展 REITs 面临了哪些挑战？如何解决的？
3. 典型 REITs 产品的交易结构是怎样的？请作图来反映 REITs 各参与方的权利与义务关系；本案例中，REITs 项目的主要参与方有哪些？它们是如何共同搭建 REITs 的交易结构的？

1. 本案例由合肥工业大学经济学院的周华东、曹安丽撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无暗示或说明某种行为是否有效。

4. 海南省人才租赁发行 REITs 达到了怎样的效果？通过该案例分析，对其他省份人才租赁带来何种启示？

三、分析思路

本案例以海南引进人才面临困境而开展 REITs 项目为主线，描述了海发控开展 REITs 的动机、如何运用 REITs 解决困境从而成功引进人才。教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考（见图 1-1）。

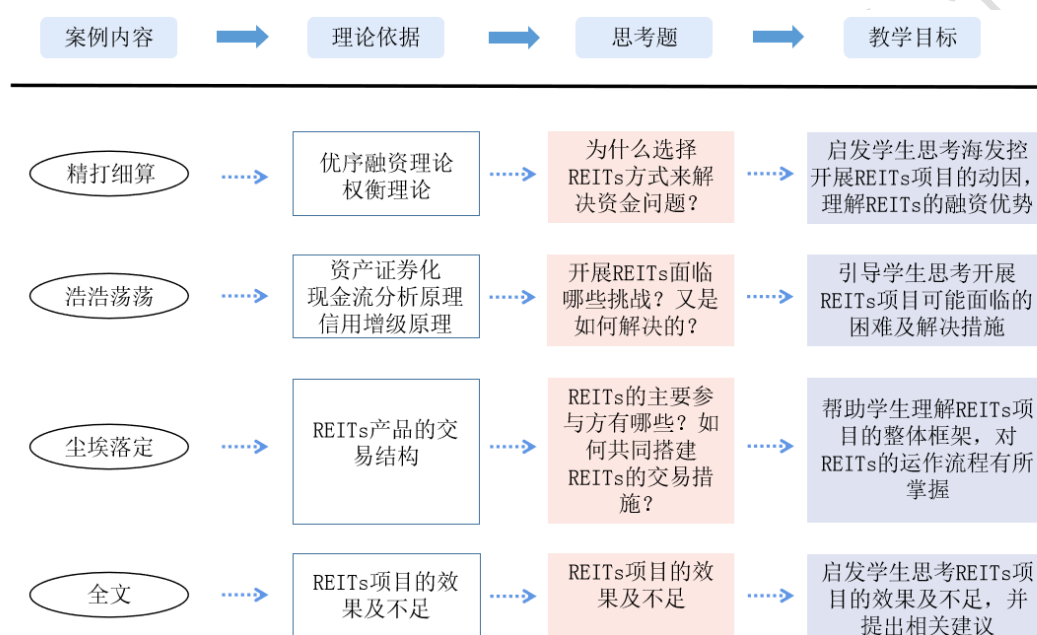


图 1-1 案例分析思路

首先，本案例以海发控公司通过发行 REITs 解决困境实现海南人才引进为主线，所以授课教师在授课前，需要引导学生对不动产信托投资基金（REITs）的基本概念及理论有所了解，为接下来的案例分析奠定基础。

随着案例情节的逐渐展开，授课教师可以先引导学生思考情节发生的原因，即海发控公司在解决人才住房问题过程中面临哪些困境？加深学生对于资本结构理论的掌握。

随后，授课教师可以启发学生思考海发控公司可以采取哪些措施纾解困境？从而顺势提出 REITs 方案。启发学生思考 REITs 的优势，如果海发控想要发行 REITs 项目，应该具备哪些条件？住房资产与 REITs 之间是否具有契合性？帮助

学生掌握 REITs 的概念、优势、发行 REITs 的充分条件。

再次，授课教师可以结合 REITs 项目开展过程中的难点，逐步描绘 REITs 的整体框架，使学生能够理解 REITs 的交易结构与各发行主体的作用。

最后，在对案例总体把握的基础上，授课教师可引导学生思考 REITs 项目在设立及存续过程中有哪些效果及不足之处？并提出相关改善建议。

四、理论依据与分析

本部分具体描述了四个启发思考题的分析思路。授课教师可直接使用以下分析思路，也可根据教学目标和学生的理论知识储备进行相应调整。分析思路的重点不是要求学生给出一个肯定、标准的答案，而是希望通过教师的启发，提高学生分析问题和解决问题的能力，能够举一反三。

1. 本案例中，海发控选择发行 REITs 产品具有哪些优势？

【理论依据】

(1) 融资优序理论

融资优序理论于 20 世纪 80 年代提出，主要代表人物为梅耶斯，该理论主张企业融资应以内源、债权、股权依次为序。内源融资即企业自身经营产生的盈余资金积累，内源融资是企业内部现金流的再次利用，所需流程简单，无需额外签订协议，所需支付的费用极少，资金利用不受限制，成本最低。在内部留存资金不足时，则需运用外源融资。外部融资包括债权和股权。债权融资是企业向外部借款，约定了借款期限，并支付相应的资金成本，债权融入的资金，成本往往低于企业投资收益，存在杠杆效应。

股权融资研究方面，首先企业转让部分所有权，运用企业增资吸引股权资金加入，企业获得资金后无需偿还，但新的投资者作为股东在股利分红等方面享有资产收益权。虽然从成本角度出发股权融资略低于债务融资，但增发新股会稀释股权，导致老股东实质拥有的股权变少，损害原有投资者的利益，同时债务融资产生的利息作为成本费用支出可在缴税时抵补企业税负，当债权成本乘以（1-税率）小于股权成本，即可起到税盾的作用。为使股东利益最大化，融资优选债权。其次，考虑到信息不对称因素，外部投资者相较内部经营管理者所掌握的信

息极其有限，使其在估计公司股票和市场价格时缺乏依据，无法准确估计。即使在企业内，由于代理人冲突，管理层也比股东拥有更为详尽的信息，正常定价受阻，企业正面信誉受影响，因而决定投资的新投资者需要承担更高的风险，企业需要付出更多的融资成本为投资者提供风险补偿，所以股权融资在融资顺序上较劣于前两种融资方式。

(2) 权衡理论

权衡理论于 20 世纪 70 年代提出，主要代表人物为梅耶斯、考斯等，该理论认为债权成本起初很低，并具有税盾作用，但会随着资产负债率增加，融资成本上升，并产生抵消负债税盾利益的现象，破产压力增大，若不对其加以限制，最终可能造成企业破产。企业存在最优资本结构，融资应将债权与股权结合考虑，两者所占比例应尽量维持在最优资本结构附近，才能起到减轻企业融资负担，促进企业价值最大化的作用。当负债率较低时，负债由于存在税盾利益会使公司价值上升；当负债率超过某个数值，总的融资成本会抵消负债税盾利益，可能使企业成本上升，发生财务困难甚至破产，因此，该理论认为资本结构应考虑公司价值，不以负债为唯一指标，从而完善资本结构理论。

(3) REITs 的概念

REITs (Real Estate Investment Trusts) 即不动产信托投资基金，是一种以发行收益凭证的方式集合投资者的资金，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。REITs 具有金融和不动产的双重属性，是跨越资本市场和房地产市场的创新型金融工具。其实，REITs 投资范围并不仅限于房地产，还包括铁路、高速公路、通信设施及其他具备经济价值的土地附着物，这些基础设施资产都可以归类为不动产，投资于这些基础设施资产的 REITs 就属于基础设施 REITs。

REITs 投资于不动产，主要收益来源为不动产租金和不动产增值，且绝大部分收益用于向股东分红，因此可以产生稳定、长期的收益，是传统投资工具的差异化补充，是帮助投资者配置多元化资产的工具中的一种，具有低门槛、专业性、稳定性和流动性等诸多优势。其中，主要投资于基础设施的产品，被称之为基础

设施 REITs。REITs 拥有其他融资方式所不具备的优势和特点，可以促进盘活存量资产，激活投融资效率，拓展长期资本形成机制。

【案例分析】

海发控发行 REITs 产品的优势：

首先，REITs 产品在解决租赁住房市场融资方面具有较大优势。尽管目前住房租赁市场需求广阔，同时在政策支持和金融创新的背景下，先后产生了多种形式的融资模式，但投资回收期长、融资成本高和融资渠道窄等融资困境仍旧尖锐，严重制约我国住房租赁市场的发展。为解决这一困境，发行 REITs 就是一种有效的方式，它集合了多数投资者的资金，由专业的管理者进行基础资产的运营，并将运营收入的大部分用于分配。

第一，REITs 使得回收期长的物业资产尽快变现实现资金回流，增加其原有资产的流动性，间接降低了房地产企业的融资难度；

第二，REITs 将原本价值巨大的房地产证券化，降低了房地产投资的门槛，便于中小投资者参与到房地产市场。

第三，相比其他证券化产品，如 CMBS，REITs 本身的也有一些优势。REITs 是通过专项计划设立的 SPV 以收购股权的方式全资收购基础物业资产，在同原物业资产持有人之间实现有效的破产隔离，提升信用评级，降低在发行环节相关成本，有利于融资贵问题的解决。除此之外，REITs 作为一种比较新的融资模式，可以拓宽房地产租赁企业。

其次，发行 REITs 产品可以实现海发控利益的最大化。海南省实施的“百万人才进海南行动计划”具体实施时间是 2018 年到 2025 年，虽然属于一个中长期计划，但前期引进的人才势必需要有住房来解决其居住问题。人才租赁住房建设四大模式中，商品房配建模式虽然具有一定的好处，但需要一定的时间来完成，在短期内无法保证房源供给。因此，海南省目前主要通过以存量房转换的方式来解决人才公寓建设问题，通过有条件赠予或租赁来引进人才。

最后，较之债务融资和股权融资，REITs 作为一种新型的融资方式，在企业获取资金的同时可以控制其资产负债率，降低股权融资成本，提高投融资及项目运营管理水平。对于海发控而言，REITs 有望作为其在境内资本市场重要的资产上市平台和直接融资渠道，协助公司实现自身持有优质资产的分拆上市，同时为

公司未来发展持续提供增量资金，为公司未来住房资产的投资并购及存量项目新建改造提供更坚实的保障。房地产的重资产投资模式虽然限制了新增投资能力，但其稳定的现金流回报却使得房地产是 REITs 优质标的资产。海发控若能通过 REITs 盘活存量资产，增强资产流动性，就可以实现“以存量换增量”，打造投资滚动发展的良性循环，从而改善企业资产结构。

2. 海发控开展 REITs 面临了哪些挑战？如何解决的？

【理论依据】

(1) 资产证券化理论

REITs 实质上是资产证券化产品，证券化意味着将原始资产转化为证券，需要重新切割组合原始资产的一些特性，如资产期限、流动性等，资产证券化的发展在一定程度上体现了金融工具由简单演变为高级的发展过程。资产证券化作为新型金融工具，主要有四大设计原理，为现金流分析、资产重组原理、风险隔离原理和信用增级原理。

资产证券化的核心在于底层资产的可预测未来现金流。没有可预期的未来现金流，意味着资产证券化的收入来源无法预测，也就无法发行证券。现金流分析通常分为三个步骤。首先，必须对标的物进行合理正确估价，所以选择适当的估价方法极为重要；其次，正确识别项目的风险和收益，并将其进行分离与重组，不同的风险匹配不同的收益；最后，要确定底层资产所产生的预期现金流具有的结构特征，主要包括未来现金流的期限与流量特征，以设计在证券化过程中发行证券的偿付时间点和偿付金额，不同的现金流特征会影响证券化的结果。相比于大多数制造业和其他资源型行业企业，REITs 天然就带有合同性质的租金收入作为未来现金流，这种现金流是可预测的、稳定的。

资产重组是其原有的所有者为了融资成功，须将资产重新整理、分割、重组为新的资产，从而产生新的资产收益结构。容易进行重组的资产一般需要具有以下特征：（1）资产可以产生较为稳定的、持续的预期现金流收入；（2）资产已归属原始权益人较久，经营管理稳定，信用记录较好；（3）资产的各项经营管理应符合标准，同质性高，各种交易文件或手续应配套齐全；（4）抵押物可变现，市场接受度高；（5）资产或与资产相关的交易数据容易获取，透明度真实性好。

风险隔离的目的是资产与其原来的所有者之间相互破产隔离。通过设立 SPV，原始权益人彻底转移底层资产所有权，所有权归 SPV 享有，将原始权益人与基础资产彻底分割开来，实现双方的破产隔离，可以最大程度降低项目风险，有效保障资产证券化的交易安全性。风险隔离的主要操作是：设立 SPV 和真实出售基础资产。

当底层资产自身资产信用等级不足以发行，或者发行成本过高时，则可利用信用增级来提升。在搭建底层结构时进行信用增级，以提高资产信用评级，可以吸引投资，同时也可以减少发行成本。

(2) 现金流分析原理（核心原理）

资产证券化的核心原理是指被证券化资产(或基础资产)的现金流分析原理。资产证券化是以可预期的现金流为支持而发行证券进行融资的过程。可预期的现金流是进行证券化的先决条件，而不管这种现金流是由哪种资产产生的。证券化表面上是以资产为支持，但实际上是以资产所产生的现金流为支持的，可预期的现金流是资产证券化的基础。换句话说，资产证券化所“证券化”的不是资产本身，而是资产所产生的现金流。

(3) 信用增级理论

信用增级机制是资产证券化的重要组成部分。信用增级，即提高资产证券化产品的信用评级。信用增级的目的有两个：一是通过提高评级保障投资者利益，吸引更多的投资者购买；二是高评级能够降低其优先级的票面利率，从而减少融资成本。通过信用增级，投资者和发行人双方的诉求都能较好地满足。信用增级的方式包括外部信用增级和内部信用增级两种形式。

传统的融资方式，如股权融资和债权融资，它们在融资的过程中所运用的信用评级都是固定的，而且与发行企业自身的评级有着密切的关系，不会受与企业无关的外部因素影响，灵活性较差，极大地限制了发行人的融资能力和融资过程。而资产证券化的信用增级机制能够在原有的基础上提高信用评级，且该评级与发行人信用无关，更加具备灵活性。

【案例分析】

海发控在开展 REITs 项目过程中主要面临以下挑战：

(1) 基础资产的确定。优质资产对原始权益人提升估值和美化财务报表等均有较大益处，因此在选择出表资产时原始权益人会优先选择中等资产。海发控 REITs 项目在综合考虑地理位置和交通流量的基础上，选择以永秀花园作为此次 REITs 项目的底层资产。

(2) 预期现金流的估算。可预期的现金流是资产证券化的基础。公租房类 REITs 的底层资产为公共租赁住房而不是商业物业，收益来源主要是经营期内的租金收入，租金收入相对稳定，并不会出现大幅波动。并且其不存在交易市场、收益遵循国家政策指导、特许经营权到期终止等限制，一般对资产估值仅能采用收益法，在缺乏弹性的情况下估值呈现出逐年降低趋势。

(3) 金融监管的挑战。2018 年 1 月发布了《商业银行委托贷款管理办法》和《私募投资基金备案须知》，两项新规使得原本的主流投资模式不合规，难以继续。随后，基金业协会资产证券化专业委员会召开了 REITs 专题研讨会，讨论得出私募投资基金是参与 REITs 业务的合规投资工具。私募基金可以选择股权、夹层、可转债、符合资本弱化限制的股东借款等工具投资到被投资企业，形成权益资本。海发控人才租赁 REITs 项目中，私募基金正是通过“100%股权+债权”的方式（即通过股权投资及符合资本弱化限制的股东借款）投资到项目公司，形成权益资本，符合新的金融监管要求。

(4) 信用风险的控制。在本案例中，不论是基础资产、还是项目主体和专项计划都面临一定的信用风险。对此，海发控采用了科学的内外部增信机制安排，如资产支持证券分级、现金流超额覆盖、差额支付承诺等等一系列措施来降 REITs 项目的信用风险，优先级资产支持证券也获得了中诚信证券评估有限公司给予的 AAA_{sf} 级信用评级。

3. 典型 REITs 产品的交易结构是怎样的？请作图来反映 REITs 各参与方的权利与义务关系；本案例中，REITs 项目的主要参与方有哪些？它们是如何共同搭建 REITs 的交易结构的？

【理论依据】

中国 REITs 产品的运作一般包括五个步骤：设立专项计划—设立非公募基金—收购项目公司股权—归集分配现金流—退出安排。REITs 的交易结构主要是通

过嫁接私募基金/信托投资优质不动产资产，实现物业所有权的转移，原始物业所有者获得对价，目前国内较多采用的是“专项计划+私募基金”的模式，是资产证券化与 REITs 有机结合的一种金融产品。底层资产主要为商场、写字楼、门店、长租公寓，其中以商业地产为主导。

【案例分析】

如图 2 所示，典型的房地产投资信托基金会涉及原始权益人、基金管理人、计划管理人、托管人和合格投资者五个行为主体。在本案例海南省人才租赁 REITs 中，以海南省发展控股有限公司作为原始权益人、海南乐居不动产基金管理有限公司作为基金管理人，计划管理人为工银瑞信投资管理有限公司，托管人是中国工商银行股份有限公司海南省分行。

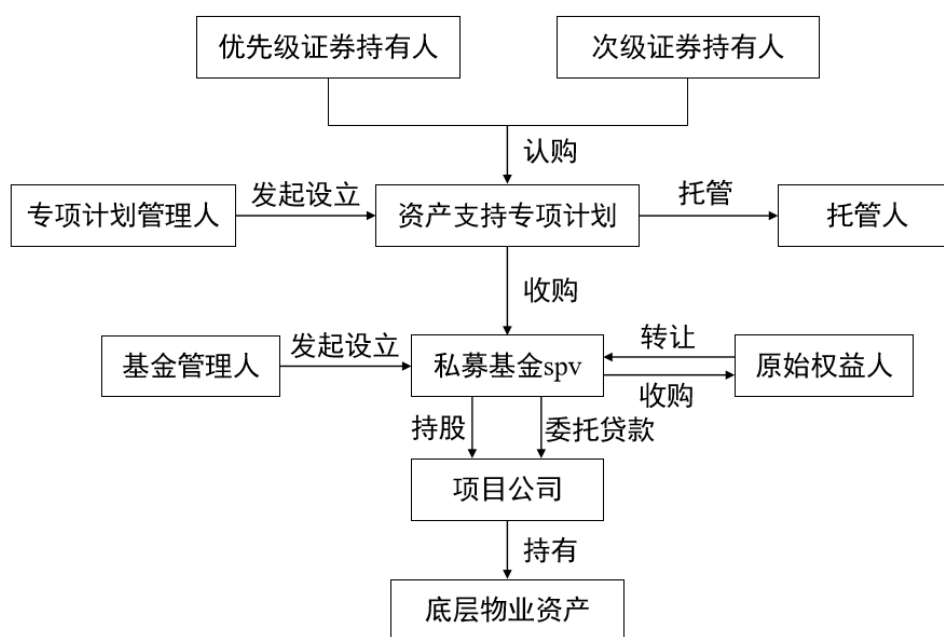


图 2 REITs 交易结构图

海发控人才租赁 REITs 的交易结构可概括为如下四个步骤：

首先，REITs 计划管理人设立专项计划，发行收益凭证汇集投资人手里的资金进行统一管理，投资人通过与计划管理人签订《认购协议》，获取资产支持证券，成为资产支持证券持有人。

其次，根据《私募投资基金监督管理暂行办法》及其他相关法律，基金管理人设立私募投资基金。海南省发展控股有限公司（以下简称海发控）作为原始权

益人于私募投资基金设立时认购私募投资基金全部基金份额并实缴 1,000 万元私募投资基金的首期出资。

然后，计划托管人按照《专项计划托管协议》和《标准条款》的约定对专项计划账户按期进行核算；计划管理人根据计划托管人核算结果核实专项计划当期应向资产支持证券持有人分配的预期收益和/或本金金额。

最后，计划管理人根据合同约定的分配流程、分配顺序拟定当期应分配的额度方案，并将分配指令发送给计划托管人，计划托管人收到指令后核实无误，将应分配的利息金额以及税费划付至指定账户。

2.4 海南省人才租赁发行 REITs 达到了怎样的效果？通过该案例分析，对其他省份人才租赁住房的发展带来何种启示？

此题为开放性思考题，答案不唯一，这里给出参考答案。

【案例分析】

对于融资效果而言：

第一，缓解了中小房企流动性困境。海南人才租赁住房资产证券化的底层资产并不是发行人海发控自建或者早期购买的存量住房，而是在该资产证券化发行前半年刚购进的外购住房。原底层资产的持有人为投源公司，且这些资产在发行人海发控购入前均存在抵押行为，这说明投源公司在还款方面存在一定的压力。虽然投源公司也可以仿照传统房企采用资产证券化方式来缓解资金压力，但投源公司需要作为增信机构进行差额补足及支付权利维持费来保证专项计划各层面的现金流稳定，这将在后续给投源公司带来一定的资金压力。同时，投源公司和海发控相比经济实力较差，主体信用评级较低，且其对专项计划信用增级措施较海发控而言可能相对较少，这将导致最终资产证券化优先级证券的评级也较低，增加了票面利率，加大了投源公司的运营压力，也会带来一定的财务风险。因此，在房地产政策趋紧的背景下，通过资产证券化外购住房，也可以帮助投源公司这类中小型房企缓解流动性困境，较好地化解房地产风险。

第二，降低住房租金有利于吸引人才。通过资产证券化外购住房并转化为人才租赁住房，首期租金为 28 元/月/平方米，明显低于市场价格，可以更有效地缓解当前海口市人才引进后面临的高租金问题，有利于更好地留住人才。

第三，成功解决了海南省人才引进住房困境。海南发展控股有限公司落地实施的海南人才租赁住房 REITs 发行取得圆满成功，为引进人才做好充足准备，也为海南省公募 REITs 试点打下坚实基础。

对其他省份人才租赁住房发展带来的启示：

首先，根据产业发展需要与人的居住环境要求，人才租赁住房建设应选择在主城区、产业园区等人才就业集中的区域，要充分考虑与省区发展战略规划相结合。在本案例中，目前，发行人仅外购了位于海口市的永秀花园 1035 套住宅作为底层资产。据此可以认为，海南人才租赁住房资产证券化的底层资产也仅仅只能主要有助于海口市的人才居住问题的解决，无法为更多的海南省内其他地区提供相应的服务。所以人才租赁住房建设应选择在主城区、产业园区等人才就业集中的区域。

其次，运用人才租赁 REITs 时，建立种类多样的底层资产池以便分散风险。底层资产质量的保障是公共租赁住房 REITs 产生收益的重中之重的环节，应该选择质量优质、种类多样、区域分散的底层资产，这样才能为资产支持证券持有者提供持续、稳固的投资收益。在本案例人才租赁住房 REITs 虽然底层资产质量优良，但是持有单一的住宅住房，发生风险的机率很大，而若把底层资产构建成为一个多层次多角度的资产池，在其中某一项资产发生不能偿付本息的事项时，其他角度的资产可以分散损失。在国外成熟的 REITs 市场中经常会打造含有商业楼盘、医疗保健、度假村、仓储工厂等多样化底层资产的资金池来分散风险。而我国的公共租赁住房 REITs 也可实行跨地区联合发行来打造多层次的底层资产，降低运营风险，提供稳定的底层资产现金流。

五、背景信息

本文所涉及的海发控人才租赁住房 REITs 发行计划有关的所有公开信息都可以在相关网址处进行查阅，本文附件处亦提供相关网址，以上材料以及读者从其他渠道获取的相关信息均可作为本案例的背景。

六、关键点

1. 关键点

本案例基于不动产信托投资基金（REITs）、权衡理论等相关理论，以海南省人才引进面临困境为出发点，详细描述了海发控运用 REITs 方式解决困境的始末。通过对 REITs 这一融资模式的优势、特征及交易结构的深入剖析，为市场同类人才租赁住房融资提供参考借鉴，加深学生对 REITs 应用的思考与理解。

2. 关键知识点

- (1) 权衡理论
- (2) REITs 相关理论
- (3) 信用增级理论
- (4) 资产证券化理论

3. 关键能力点

- (1) REITs 发行动机的归纳总结能力；
- (2) REITs 交易结构的分析理解能力；
- (3) REITs 信托工具的应用思考能力。

七、建议课堂计划

本案例可作为专门的教学案例，建议使用 3-4 课时安排教学进程，也可适当进行灵活调整。案例教学过程中，授课老师保持中立立场介绍案例本情况，组织同学们开展讨论，讨论结束后一定要求学生提交案例分析报告。具体计划如表 1 所示：

表 1 建议的案例教学计划

序号	内容		用具	教学活动	时间
1	课前计划		案例电子版与纸质版	发放教学案例，提出启发思考题，要求学员在课前完成阅读与初步思考，并进行课堂分组。	课前一周
2	课中计划	案例介绍	PPT	讲述事件基础知识，引出思考题，简要介绍案例情况，案例分析的计划与步骤。	10 分钟
3		分组讨论	投影仪	将小组讨论问题以及发言要求放映在投影仪上，学生以小组为单位对案例问题进行初步讨论。	20 分钟
4		小组发言	PPT+白板	以小组为单位选派代表汇报讨论成果，鼓励学员展开头脑风暴，对案例进行深入分析。	30 分钟
5		提问、辩	PPT+白板	小组交叉提问，教师学生互动提	10 分钟

		论		问。	
6		案例总结	PPT	对案例进行归纳总结，并引导全班进行进一步讨论。	20 分钟
7	课后计划	案例电子版与纸质版		以小组为单位撰写案例分析报告	课后一周

中国金融专业学位案例中心

参考文献

- [1]毕雪.资产证券化助力长租公寓市场发展研究[J].海南融,2018(05):81-88.
- [2]曹阳.我国房地产投资信托(REITs)的标准化发展与法律制度建设[J].法律适用,2019(23):48-57.
- [3]杜程,黄复兴.房地产投资信托:国际经验与中国实践[J].上海经济研究,2020(08):70-80.
- [4]刘志芳,齐楚.房地产信托投资基金的税收政策研究[J].会计之友,2019(02):89-94.
- [5]李若蘅.苏宁云商资产证券化的动因及效果研究[J].西部财会,2020(08):47-50.
- [6]钟腾,王文湛,易洁菲.中国类 REITs 产品投资属性研究——基于三个典型案例的分析[J].金融论坛,2020(03):38-47.
- [7]徐余洁,冯国亮.REITs 市场的发展机遇[J].中国金融,2018(7):49-51.
- [8]王轶昕,负菲菲.“中式”构架下房地产信托投资基金发展研究——基于投资人视角[J].商业经济研究,2019(2):161-164.
- [9]孟明毅.不动产信托投资基金的美国经验借鉴[J].金融研究,2020(01):124-136.

案例使用说明字数: 9179