

# 公募 REITs 助力企业发展

公募 REITs 不仅仅是监管赋予企业的新金融产品，更是企业实现资金侧结构性改革的整体解决方案。在统筹考虑资产全生命周期的前提下，公募 REITs 可以盘活企业各类有形无形资产，并打造进退有度的上市平台，对企业持续发展有着深远影响。

文 | 马晓燕

公募 REITs 自今年 4 月 30 日由国家发改委、证监会联合公开征求意见至今已半年有余，这段时间里经历了市场各界对产品的解读期、权益人对新产品的理解探寻期、政府监管部门的答疑期，目前已有几十个项目报送到国家发改委进行最后评审，预计不久将有公募基金正式落地发行基础设施公募 REITs 产品。

## 资金供给侧改革的重大创新

供给侧结构性改革，着重在供给角度实施结构优化、增加有效供给、提高中长期视野等方面进行宏观调控。资金供给侧改革，对企业而言很重要。资金被称为“企业的血液”，国内金融市场日趋完善，企业发展所需要的资金来源广泛，企业资金供给侧因此变得高效、快速。

无论是传统商业银行贷款，或超短融、短融、中票、企业债、公司债等债券，还是持续创新的 ABS、CMBS、类 REITs 等，都是具体的金融产品。公募 REITs 并非简单的债务融资工具或资本融资工具，而是可以定位为战略资

本工具，可以在企业不同阶段，根据企业的发展、运营及财务情况，通过打通“募投管退”、实现风险转移等方式，满足资金供给侧不同的战略资本诉求。

公募 REITs 对资金供给侧改革的影响，主要集中在结构优化、有效供给增加、中长期视野提升等三个方面。

企业资金供给侧的传统资金来源，几乎全部为银行资金。银行作为间接融资的典型代表，并不利于提升社会资金使用效率。公募 REITs 上市后，资金直接持有人将以认购 REITs 份额的方式持有企业资产，有助于打破银行体系资金在企业资金侧的垄断地位，优化资金供给侧结构。

企业资金供给侧因为资金来源的限制，其资金基本为债项资金，体现为企业的刚性负债，资金供给侧金额与资产折扣率高度相关，资产利用率较低。公募 REITs 权益型属性，及上市交易后带来的二级市场再估值，将有效增加资金供给侧规模。

当资产存续期远长于 5 年以上时，囿于日

常工作规划习惯、职业经理人任期等限制，企业资金供给侧的视野往往仅集中于5年以内的中短期，缺乏中长期规划。公募REITs因为上市交易及强制分红等要求，需要规划资产整个生命周期，包括资产的维修保养、现金流的持续平滑、整体税负考虑、到期后的资产置入、上市平台的持续吸引力及稳定性等因素。这有助于提升企业资金侧的中长期视野，降低部分短期经营及财务行为造成的长期损失。

### 优化企业资本结构的重要工具

公募REITs因聚焦于资产及现金流质量，积极参与公募REITs的均为重资产企业。该类企业普遍存在资产重、负债率高的特点。公募REITs可以为企业提供资产、资金、资产价格、经营模式的盘活之路。

盘活存量资产，能够优化资产负债表。该类企业通过建设资产，并通过合理运营资产，逐步回收投入资金及获取利润。重资产企业普遍存在建设周期长、利润回收慢的特点，也因此存在存量资产重、资产负债率高的问题。通过公募REITs渠道，将现金流稳定的资产“上市”后，可以快速回收投资资金，显著提高资产周转率；因为资产的二级市场定价，可以获得资产增值带来的溢价。同时将原有刚性负债替换为股东权益后，也可实现降低资产负债率、优化财务报表。

盘活沉淀资金，能够提高资本收益率。该类企业因项目建设投入金额大，建成运营后普遍存在大量折旧资金现象，账面大额非付现成本（折旧与摊销）导致会计利润减少，进而限制股利现金的分配，因此会出现账面沉淀大量资金的情况。公募REITs作为特殊的金融解决方案，可以通过设置股债结构，将可分配利润扩大至可分配金额。利用股利分配、归还股东借款利息及部分本金的综合方式，实现现金流

回流量增加。在实现合理避税的同时，可以“盘活”沉淀资金，减少折旧摊销所侵占的利润空间，提高企业的资本收益率。

盘活资产价格，能够提高资本市场认可度。企业所处行业不同，其资产特性差异也很大。进入壁垒高、竞争充分的行业，因参与者众多，资产转让交易频繁，资产可以获得相对公允的价值认定。进入壁垒高、竞争不充分的行业，如输油管道、配电网等类型的企业，因历史成交价格难觅，资产难以获得公允价值认定。如该类企业的资产通过公募REITs上市，可以借助公开市场，凭着资本的力量，盘活资产价格，进而助推企业混合所有制改革，提高再投资项目质量。

盘活运营模式，能够改变企业经营管理体制。大部分企业天然对可营利的资产怀着持有倾向，其背后的实质是难以放弃优质资产的控制权，及其对应的收益。公募REITs结构中的委托经营关系，有望盘活企业的运营模式：一

公募REITs对资金供给侧改革的影响，主要集中在结构优化、有效供给增加、中长期视野提升等三个方面。



公募 REITs 的应运而生，有助于企业集团降低资产虚化情况，增加集团直属的、可自由调节使用的综合金融工具。

方面，可以帮助企业通过受托经营保持对资产的实际控制权，乃至继续实际持有并表资产；另一方面，可以让企业由重资产运营转移到轻资产运营，并且通过企业持有公募 REITs 份额的多少，灵活调剂运营模式的轻重比例，提高经营管理效率。

### 具有蓄水池功能的资产上市平台

借助公募 REITs，企业可以打造二级市场上市平台，保留选择权。

公募 REITs 的本质，就是资产通过金融手段进行份额化。2014 年中信证券设立了“中信启航私募 REITs”，同样实现了北京中信证券大厦、深圳中信证券大厦等资产份额化。但公募 REITs 与私募 REITs 最大的区别，在于公募 REITs 份额化表现为交易所上市、挂牌、公开募集交易的证券投资公募基金，私募 REITs 只能在非公开特定场所挂牌交易。

公开与非公开虽然只是一字之差，但有天壤之别。因为公开，公募 REITs 本质上是一个“上市平台”。与 IPO 上市相比，公募 REITs 在资料报送、项目审核等审核环节的严谨角度，甚至有过之而无不及。这也从侧面充分展示了公募 REITs 作为“上市平台”的资源稀缺性。企业通过选择合适资产，完成公募 REITs 上市后，拥有一个长期存续的上市平台。合理规划上市平台的作用，企业可实现资金端的进退有度。

建立蓄水池功能，可以将资产置入置出，自由调节。资金端进退有度的背后，是企业资产端进退有度的调整。企业通过公募 REITs 拥有上市平台后，平台价值仍需要企业进行专业的资产运作，以提升价值。企业可以充分发挥公募 REITs 的蓄水池功能，在合适的时机置出资质变弱的项目，置入资质优良的资产；或根据企业整体规划，让公募 REITs 成为企业的资产“对方”，在保障上市平台价值稳定的前

提下，与企业相互配合完成资产的战略调整。

基础设施资产存量规模巨大，部分通过《特许经营协议》取得固定期限收益权的资产，因为其收益权期限固定，特许经营期限到期后，其资产价值将归零。该类资产通过公募 REITs 上市后，更加注重存续期的资产持续收购行为。企业可以通过资产的持续注入及到期资产的置出，利用不同资产运营时间的差异，更好地平滑整个 REITs 产品的可分配金额，充分发挥公募 REITs 上市平台的蓄水池功能。

此外，还能降低集团在资产层面的虚化。企业规模较大并设立且有集团后，往往集团仅保留管理职能。其下属各版块的公司，即便通过 IPO 上市，因为相互独立的法人实体资格、集团与上市公司相隔层级较多等情况，企业集团层面也容易逐渐脱离实体资产，出现资产虚化情况。这一情况容易导致集团对资产控制力变弱，并因此缺乏足够的综合金融工具。公募 REITs 的应运而生，有助于企业集团降低资产虚化情况，增加集团直属的、可自由调节使用的综合金融工具。在保持管理职能的基础上，企业集团可以通过将其持有的资产转化为公募 REITs，利用二级市场增持或减持公募 REITs 份额等手段，灵活调节集团资金、资产的结构比例。也可通过持有份额数量变化，配合会计师事务所，完成已上市资产或并表或出表的财务统筹安排。

综合来看，公募 REITs 不仅仅是监管赋予企业的新金融产品，更是企业实现资金侧结构性改革的整体解决方案。在统筹考虑资产全生命周期的前提下，公募 REITs 可以盘活企业各类有形无形资产，并打造进退有度的上市平台，对企业持续发展有着深远影响。相信各项监管配套政策将得到进一步完善，共同期待公募 REITs 打开崭新的企业融资及发展保障之路。□

（作者系英大基金董事长）