

# 新零售企业 REITs 融资模式应用研究

——以零售企业步步高为例

蒙立元 杜婷婷

(兰州理工大学 经济管理学院, 甘肃 兰州 730050)

**摘要:** 房地产信托投资基金这一资产证券化融资业务的兴起为零售企业提供了一条充分利用自身优质物业资产进入资本市场筹集资金的直接融资路径。基于此, 本文以零售企业步步高为例, 主要从参与主体、交易结构、目标资产以及风险隔离这4方面对企业房地产信托投资基金融资模式的应用进行研究。研究发现: 房地产信托投资基金产品在盘活企业存量资产、缓解企业融资困境的同时, 其涉及特殊目的载体和多个代理人的复杂交易结构容易引发利益冲突、信息不对称等问题, 增加了损害投资者利益、降低企业经营效率的可能性。希望本文的研究能够为监管部门完善基于房地产信托投资基金的产品的监管制度提供部分参考。

**关键词:** 零售企业; REITs; 融资

## 一、引言

近年来, 电子商务的崛起为我国传统零售企业的发展带来了严峻的挑战。2016年, 国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》指出, 随着我国实体零售规模的扩大, 零售企业逐渐呈现出发展方式粗放、运营效率不高等问题。因此, 为适应我国经济发展的新局面, 有必要推动实体零售企业转型升级。但在转型过程中, 零售企业普遍面临存量资产处置和资金需求难以满足的双重困境。

2014年, 证监会发布公告将我国资产证券化业务转变为事后备案制, 促进了我国资产证券化业务的快速发展。此外, 为推动零售企业转型, 国家允许有条件的地方按市场化原则设立投资基金, 引导社会资本的投入。我国资产证券化业务的发展为零售企业提供了盘活存量资产并充分利用资本市场筹集资金的融资新思路。

现有研究表明, 房地产信托投资基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)融资模式能够帮助企业盘活存量资产, 促进企业经营绩效提升。本文主要对步步高集团的REITs融资模式进行研究, 并就其需要改进的方面提出具有针对性的建议。

## 二、文献综述

杜程和黄复兴两人认为不同于国外成熟市场上的REITs产品, 从功能上看, 我国REITs产品的

融资属性大于投资属性<sup>[1]</sup>。钟腾等人指出我国的REITs产品运用资产证券化的形式, 为持有较多不动产的企业提供了一种进入资本市场融通资金的直接融资工具<sup>[2]</sup>。此外, 张斌研究得出REITs产品的发行还满足了投资者的中长期投资需求, 有利于降低企业杠杆率<sup>[3]</sup>。

随着“新零售”业态的兴起, 我国零售企业传统的粗放扩张模式已不再适用于企业进一步发展, 零售企业亟待创新转型。而REITs融资能够提高零售企业存量资产的利用效率, 改善企业经营状况, 满足企业转型所需<sup>[4]</sup>。同时, REITs这一资产证券化融资模式的应用, 为零售企业提供了解决融资和存量资产处置等问题的有效方案, 有利于促进企业进一步发展<sup>[5]</sup>。另外, 与传统融资方式相比, REITs融资避免了借贷过程中的繁杂审批制度, 其较高的灵活性更有利于提升企业绩效, 但由于我国REITs融资模式仍处于初级发展阶段, 其相关制度还需进一步完善<sup>[6]</sup>。

## 三、案例分析

### (一) REITs 融资状况

数据显示, 步步高集团2014—2016年度以及2017年度1—9月份营业成本分别为1 000 852.90万元、1 239 971.64万元、1 298 944.76万元以及1 042 855.36万元。同时, 步步高2014—2016年度以

**作者简介:** 蒙立元(1971—), 女, 陕西富平人, 硕士, 副教授。研究方向: 公司理财与会计控制。

及 2017 年度 1—9 月份实现净利润分别为 21 424.80 万元、16 579.45 万元、10 615.57 万元和 12 252.59 万元。随着步步高 2015—2016 年多处新门店的开设,企业经营规模不断扩大,并且企业的租金与人员成本也出现大幅度增长。而企业新开设的门店尚处于经营初期,无法产生较多收益,使得步步高营业成本的增长幅度明显大于营业收入的增长幅度,因此,企业进一步的发展急需大量的资金投入。

2014 年,证监会管理规定的发布促进了我国资产证券化业务的发展。同时,步步高集团自设立以来始终坚持密集式开店的发展战略,并且门店选址大多处于核心商圈位置,在 2017 年步步高门店数量已达到 318 家。资产证券化业务的发展和步步高多年优质物业资产的积累为企业 REITs 融资产品的发行奠定了基础。

表 1 显示了步步高企业 2017 年以来的 REITs 融资状况。步步高集团在 2017 年 12 月 22 日以吉首和合川两处零售物业为目标资产,首次发行 REITs 产品,为企业募集资金 12.40 亿元。之后,步步高在 2021 年再次通过发行 REITs 产品为企业融资 7.80 亿元。步步高对于 REITs 融资业务的探索提高了企业物业资产的利用效率,缓解了企业的融资困境,也有利于提高企业的竞争力,助力企业转型发展。

(二) REITs 产品状况

招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划作为步步高初次发行的 REITs 产品,其结构设计对企业之后 REITs 产品的发行具有参考价值。基于此,本文以该专项计划为例,对步步高集团 REITs 产品进行分析。

1. 参与主体

招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划于 2017 年 12 月 22 日设立,其主要参与主体如表 2 所示。

2. 交易结构

在我国现行税收制度下,为避免重复征税,招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划采用了“资产支持专项计划 + 私募基金”的结构化设计,其交易结构主要分为以下 3 层。

首先,原始权益人步步高集团以吉首物业和合川物业两处零售物业及其占用范围内的土地使用权为目标资产,设立项目公司。

其次,由私募基金管理人发行私募基金,步步高集团在私募基金设立时认购全部基金份额。而私募基金以向股东发放贷款的方式取得项目公司的全部股权,完成项目公司与私募基金的对接。至此,私募基金通过股加债的形式获得吉首物业和合川物业两处零售物业资产的控制权。

最后,在专项计划设立日,计划管理人按约购买步步高所持有的全部私募基金份额,完成私募基金与专项计划的对接。在全部基金出资实缴到位后,私募基金募集完毕,私募基金将按照约定进行投资。

3. 目标资产

该资产支持专项计划下的目标资产为吉首和合川两处物业资产。吉首物业和合川物业分别地处湖南省湘西土家族苗族自治州吉首市和重庆市合阳街道核心商圈位置。戴德梁行对两处物业资产所属商圈的商业市场供需情况研究表明,两处物业资产所处商圈商业需求较为稳定,且所处区域投资前景广阔,

表 1 步步高 REITs 融资状况

设立日期	产品全称	发行金额(亿元)	基础资产	产品状态
2017.12.22	招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划	12.40	零售物业	存续期
2021.6.30	建信资本—招商创融一步步高资产支持专项计划	7.80	零售物业	存续期

资料来源:根据深交所公告、步步高 REITs 产品专项计划说明书整理所得

表 2 招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划参与主体

参与主体	对应机构	主要职责
原始权益人	步步高投资集团股份有限公司	作为发起人,对目标资产进行重组,并设立项目公司
基金管理人	深圳前海两型股权投资基金管理有限公司	管理和运用基金资产,按约向投资者分配基金收益,并对投资者进行必要的信息披露
计划管理人	上海富城海富通资产管理有限公司	将专项计划收入用于向原始权益人购买基础资产,并负责向资产支持证券持有人分配专项计划收益
计划托管人	中国工商银行股份有限公司湖南省分行	管理专项计划现金资产,并办理专项计划名下的资金往来业务
资产支持证券持有人	合格投资者	认购资产支持证券后按其持有份额享有专项计划收益,并承担专项计划风险

资料来源:招商创融—海富通一步步高资产支持专项计划说明书

增值空间较大。此外,两处物业资产已全部向外出租,并且较大的增值空间与较高的出租率保障了专项计划目标资产稳定现金流的产生。

通过对目标资产的未来现金流进行评估发现,专项计划存续期内企业每期可分配资金对 A 类资产支持证券利息覆盖倍数至少在 1.77 倍,对其本息覆盖倍数均在 1.06 倍以上,并且覆盖倍数随期数的增加而增加。从整体来看,专项计划的预期可分配资金对于 A 类资产支持证券预期支出的覆盖程度较高,能充分维护合格投资者的利益。

#### 4. 风险隔离

该专项计划下的基础资产为步步高转让给计划管理人的基金份额所有权及其他附属权益。专项计划规定自其设立之日起,仅计划管理人享有基础资产的所有权,表明基础资产实现了与原始权益人、基金管理人的固有资产之间的分离。因此,在原始权益人步步高破产,或者基金管理人破产的情况下,基础资产将不会被视为原始权益人或基金管理人的破产财产,从而实现目标资产与原始权益人或基金管理人之间的破产隔离。

#### 四、存在的问题

在我国现行税收制度下,为避免重复征税问题的发生,步步高 REITs 产品采用涉及“专项计划+私募基金”的双重特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV)的复杂结构化设计,以达到通过物业资产的证券化来为企业筹集资金的目的。REITs 产品的发行拓宽了企业的融资渠道,推动了企业转型发展。但其复杂的产品结构涉及多个代理人与特殊目的载体,交易过程中所产生的冗长的委托代理链,容易导致参与主体间信息不对称,并引发利益冲突等问题,从而增加了 REITs 产品的监管难度。此外,步步高 REITs 产品以私募方式发行,仅允许少量的合格投资者参与,限制了 REITs 产品的流动性,加大了企业的融资难度。

#### 五、结论及建议

本文主要针对参与主体、交易结构、目标资产以及风险隔离这 4 方面对步步高 REITs 融资模式的应用进行分析。研究发现,目标资产稳定现金流的产生与专项计划的风险隔离机制,促进了企业专项计划的运行。但步步高 REITs 产品为避免重复征税问题的发生,采用了涉及双重特殊目的载体(SPV)和多个代理人的复杂交易结构,所引发的利益冲突、信息不对称等问题提高了投资者利益受损、企业经营效率降低的可能性,增加了 REITs 产品的监管难度。此外,私募发行方式限制了步步高 REITs 产品的流动性,加大了企业的融资难度。因此,监管机构首先应加强对于 REITs 交易结构所涉及的私募基金层面和资产支持专项计划层面的双重监管,加强 REITs 信息披露制度的建设,减少利益冲突、信息不对称等问题的发生,维护投资者的合法权益。其次,公募 REITs 产品具有比私募 REITs 更大的流动性,但目前我国公募 REITs 仅在基础设施领域内试点发行,扩大公募 REITs 的试点范围有利于进一步拓宽企业的融资渠道。最后,还应完善我国税收制度,早日实现 REITs 产品的税收优惠,进一步推动我国 REITs 融资模式的应用。

#### 参考文献

- [1] 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(8):70-80.
- [2] 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,2020,25(3):38-47.
- [3] 张斌. 结构转型期的金融供给侧改革[J]. 中国金融,2019(9):23-25.
- [4] 张艳. 基于轻资产运营方式的企业价值提升策略[J]. 财会通讯,2017(35):82-85.
- [5] 谷战涛. 刍议零售企业的资产证券化融资[J]. 商业经济研究,2021(2):157-159.
- [6] 孟明毅. 不动产信托投资基金的美国经验借鉴[J]. 经济与管理评论,2020,36(1):124-136.