不[illegible]与制度完善

DOI:1[illegible]34[illegible]0/j[illegible]nki.frr.2021.02.001

[illegible]投资信[illegible]（[illegible]）在全球已经[illegible]月[illegible]证监会[illegible]联合[illegible]推进基础设施领域不动产[illegible]相关[illegible]作的[illegible]月[illegible]正式发[illegible]《公开募集基础设施[illegible]》（简[illegible]），我国基[illegible]础设施[illegible]试点即将启[illegible]点制度是在[illegible]《证券投资基[illegible]金法》的法律框架下构建，与国际上两种典[illegible]文将从监管成本的视角，对[illegible]制度进行比较，进而对基础设施[illegible]制度的改革[illegible]出建议。

[illegible]主姻，经济[illegible]博士，研究[illegible]研究[illegible]。

作者感谢匿名审稿人的[illegible]。

②[illegible]国的特殊税收[illegible]体模[illegible]）和欧盟的[illegible]模计划模式（[illegible]

世纪 各国 济 以实现社会福利改善（ 但是 监管 问题、利益冲突等等，也会 监管 引致 斗 中引入交易成本的概念，从 所政 制度 学 、修改制度和调整组织的 成本 视为交 政府制订与实施制度也 有成本 对制度 理解（ ， ）。 和 （ 层）管理的交 本和 治的交 本，政 本 是影响监管质量 效率的 管成本这 益（ 和 因素之一（ ， ； ， ）。 ，不仅应关注制度实施 效果，而且还应关注制 成本。

和 （ 直接成本和间接成本两个部分。直接成本即监管部门制定、实施监 制度 被监管者执行监管规则的合规成本 。间接成本则比较 杂， 延迟费用、实施的不确定性等方面 成本的因素主要有两个：一是 管制 不完美性和不完全性（ 和 可能引发制度实施和执行中的 面影响， 等（ ）就把因监管 产 发的负外部性视为制度成本。二 监管者的代理问题。监管者作为代理人 求自身 益的 候，可能甚至损坏公共利益 和 （ ）分 所导致的社会 福利损失。（ ）也指 如果 管者为被监管者所俘获 就可能是 被 者的利 制准入、 断（ 和 ， 和 等，就会导 损失， 种监管成本（ ， 中，这两个因素 织， 的监管 问责难以 ，进 的监管成本，降低监管效 年代 政府部 始关 的成本问题。 世纪 年代以 （ 分析 ）正式 立起来。 年，里根 行政 大多数 的监 出台前 需进行 评估①。在监管法规出台前，告白 监管事务办公室（ ， ），

①联邦、证监会两个独立监管部门除 是独立于 监管机构 令的管辖。

②信息与监管事务办公室（ ）是总统办公厅（ 与预算办公室（ ）。 是白宫审查行政部门 管规则、批准政府信息资 、建立政府经 管标准 主要的联邦机构，参见

是 完善或 的 可以予以驳回。其他国家
国 组 同一 监管评估办公室（
》 ）、《监管影响分析》
《影响评估指引》（
法 则，不仅要对新建立的
进行 估， （ 等， ）。
金融 金融 品不同于实
质是金融 或发 机构
监管和行 管理以 因此，
品和金融 务的创 了金融的基本 金融
市场运行的 本，而 金融市场和效率的重要 （ ，
）。
与其他 管制 包括直接成本和间接成本。直接成本既包括金融监管
门的行政成 也 合规成本。例如， 对 家资产 理公
司、经纪人 银行的 员的调查发现，金融机构通常将总 于合规管理，约九
成的被调查 表示， 改革过程将导致合规成本增加， 的合规成本可能会
翻一番（ ， ）。间接成本则是由不完美、 金 制度和监管者的
成本等问题带来， 它会增加金融市场的运行成本 者参与 织机 影响
对经济社会的服务效率。 年金融危机之后 融监管制度所导致的系统性风险
界关注。 行资本充足率监管套利导致的影 规模急速 是 全球金
因， 影响互 尚存。因此，有学 ， 如果 风险发生所
强 模监管 制度是毋庸置 以通过 （ 和 ，
美国各 纷纷建议 监管 估
为政 鼓励公 合性 动产的 赋予“税收中性”
行 监管。 基础设施 制度在《证券投资
用了 资 证券 投资基金”的法律架构，与美国的
有较大差异 文将从监管成本分析切入，第二部分重点比较美国与 制度差
；第三部分分析我国的基础设施 的制度设计，并比较其监管成本
分是结论和完善我国 制度的几点建议。

目前学界对 制度的比较研究，更多关 制度 等，对于监
管成本的比较研究还比较 融监管制度成本数据缺乏 接成本。文
章采用了美国学者建议 经性 方法，在监管 研究的一种新的尝试 是 方法

在[illegible]拓展。[illegible]欧[illegible]监管制度成本比较，也可以[illegible]新[illegible]估我[illegible]参考。

美国是世[illegible]发行第[illegible]个[illegible]年，第一只投资于住宅的不动[illegible]合投资[illegible]信托投资法》（[illegible]的正式立法[illegible]盟国[illegible]在[illegible]年[illegible]引入[illegible]持[illegible]在[illegible]美国和欧盟的[illegible]监管[illegible]

[illegible]具有[illegible]合投资[illegible]，以下简称[illegible]）[1][illegible]）的属性，美国[illegible]年[illegible]）以联邦立[illegible]确了[illegible]的监管框架和税收[illegible]度，[illegible]监管的蓝本，包括：[illegible]发起人到金融（证券）监管部门注册，[illegible]的管[illegible]需持牌经营，[illegible]和管理人及托管人[illegible]金融监管部门[illegible]持续监管等制度[illegible]

《[illegible]年法[illegible]在立[illegible]借鉴了《[illegible]年投资公司法》的制[illegible]了[illegible]相同的税收中性地位[illegible]无论采取公司、合伙还是信托的[illegible]要在美国税务局[illegible]，[illegible]）注册，通过合格测试就[illegible]选择”[illegible]）[illegible]以获得[illegible]身份（[illegible]）[3]，成为“税收中性”的不[illegible]公众投资管道。“合格[illegible]的测试条件主要是三[illegible]方面[illegible]持有合格资产[5]的比例、[illegible]产生收[illegible]比例[illegible]及分配[illegible]

---

① 集合投[illegible]）[illegible]指“一种类型的机[illegible]，通过[illegible]个人将资金汇集[illegible]用专[illegible]理[illegible]每[illegible]个人享有该集[illegible]投资[illegible]额的所有权”。

② 根[illegible]资公司[illegible]》，在美国证[illegible]）[illegible]，只要满足将[illegible]的净投[illegible]）分[illegible]给股东，[illegible]配给[illegible]应纳税收入（[illegible]

③ [illegible]在[illegible]通过“[illegible]（[illegible]）的测试。“测试表”主要是[illegible]一[illegible]有[illegible]是国内税收法[illegible]，以下[illegible]第[illegible]资的不动产[illegible]和美国政府证券，即“[illegible]资产测试”。不动产包括土地[illegible]及[illegible]以及由不动产[illegible]抵押担保的贷款；二是收入测试，[illegible]总收入中至少[illegible]来源于与不动[illegible]，包括租金、抵押贷款利息、不动产或不动产抵押贷款的出售收益[illegible]以及其他[illegible]的股息，即[illegible]收入测试；三是收入分配测试[illegible]每年必须至少将其应纳税收入的[illegible]作为股息支付给股东。

④ 即[illegible]股权分散度[illegible]必须[illegible]税年度的[illegible]天内[illegible]股东持股不[illegible]超过[illegible]。

⑤《[illegible]年法》规定了[illegible]产的[illegible]主活动包括[illegible]等不动产，政府也在持续[illegible]大[illegible]格资[illegible]类型，例如[illegible]年的[illegible]信塔、[illegible]年的铁轨、[illegible]

益 列 身份的 满 税务局报送专门的纳税申报
） 的 公司（ ），它
下 公 交税 ）要交所得税，
力 税 求 交 息分配的详细信息，以方
便 说申报 果违 务 身份①。
的股 如果 公开发行的
按照《 证券 表格（ 表
其他与 股的公 年
所上市规 除履 要 息，其
求与其他 相同

年 欧盟发 计划指令》（
下简称《 指引》），欧盟各国也在此框架下引
，同时 对不 殊性，在 指引的基础上作出 制度的调整 允许
直接投 不动 非可以转让证券”（ ）类资产。也就是
说，欧盟的 是 类 ”。因此，区别于美国的特 ，本文将欧盟的
称之为 。例如，英国的“非 零售
下简称 ②，就是可以投资不动产的另类 。
欧盟的 由 的监管部门，按照 计划的监管制度进行监管，与美国
投资公司 监管类似。例如，法国为金融监 、
） 为金 监管局（ ，以
比 蚂 务 市场局（ ，以下简称
， 以下 ）、 场 （
。 的 ，零 门注册 不仅 持有
资产 收 的收入为 要符合要 ，其管理人、托管人等
的金 机 金融监管 对 的运作以及管理人、托管人
修改也针对 的特殊性，作出了特殊的监管安排。

主要的 证包括 未 定 收入的，需要按照 法补缴税款；未通过 测试，必须在六个月内
达到 定 未通过合格资产收 合格资 益应 定的，可能被
处以罚款 将丧失 身份。
包括 债券、 等 类金融资产。英国 局近期发布了
规则，修改了 的 不动产管 注投差的资产的开放式基金投资。此
次 改革 英 理人和投资经理、托管人、 务服务提供商管 月实施。

[illegible]责 管 [illegible]准入 [illegible]要在英国金融行为管理局 [illegible]为

[illegible]；法 [illegible]需 [illegible]国 [illegible]的管理公司必须 [illegible]得 [illegible]牌照 [illegible]需 [illegible]（ ）的行为准则。[illegible]后，[illegible]国逐 [illegible]年发布了适用于对冲基 [illegible]私募 [illegible]基金和 [illegible]基 [illegible]立 [illegible]政策、风险监报告 [illegible]问责等 [illegible]的监管 [illegible]是独立 [illegible]制度 [illegible]确立了（ ， [illegible]和基 [illegible]资产的独 [illegible]，[illegible]必须指定 [illegible]托管 [illegible]银行或银行的子公司， [illegible]《法国金融和货币法》 [illegible]）的规制，并负有监督 [illegible]管理与运作的职责。在德国， [illegible]立的并受 [illegible]监管的托管人（ ，即存管银行）作为资产 [illegible]保管 [illegible]国投资法》，托管人对管理人的行为 [illegible]控制权，一些交易须经托管人事 [illegible]批准 [illegible]管理人的不当行为导致了投资者的损 [illegible]还有义务代表投资者启动索赔 [illegible]序。 [illegible]规则中明确了投资者的权利以及相 [illegible]、管理人）的职责，通过持有 [illegible]大会及其“治理实体”（ [illegible]对 [illegible]的监督（ ），防范利益冲突 [illegible]英国投资公司协会（ ）员所管理的 [illegible]须遵循《 投资公司公司法 （ ）； 的管理人 [illegible]人的高管 [illegible]为管 [illegible]责任人，（ [illegible]须遵守 [illegible]董事会关于市 [illegible]的“市 [illegible]则”（ [illegible]披露 [illegible]估值。英国 [illegible]市规则》（ ）于 [illegible]定， [illegible]露投资 [illegible]责率 [illegible]；法国不仅要求在 招募 [illegible]披露 [illegible]风险 [illegible]还 [illegible]分披露 [illegible]相关信息；德国要求开放式 除 [illegible]外， [illegible]需 [illegible]持有 [illegible]不动产和房地产公司股份等信息。针对 [illegible]的流 [illegible]市场价格 [illegible]题，监管部门还对 [illegible]的估值和评估机构作出规定。 [illegible]名具有不动产估值经验、独立于管理人并获得受托人批准的评估 [illegible]在现场勘查基础上按照皇家特许测量师协会的手册（ ）估值 [illegible]管理人负责 持有 [illegible]不动 [illegible]的估值，但管理人需要聘任两 [illegible]个名负责

① 在德国， 投资 [illegible]不动 [illegible]理 [illegible]动产登记 [illegible]行，但登记时注明管理公司只拥 [illegible]处置， [illegible]只有托管人批准后才能处置，从而使不 [illegible]产的买方知悉该资产 [illegible]终拥有。

[illegible]另[illegible]负责[illegible]估值[illegible]计算[illegible]的净资产值和单[illegible]产[illegible]）。[illegible]理人[illegible]组成的独立的估值委员会，[illegible]不[illegible]个评[illegible]况，[illegible]有人员否决权和[illegible]权。

[illegible]开募[illegible]要进行监管[illegible]
[illegible]主监管成[illegible]从[illegible]身份[illegible]
[illegible]与持有人[illegible]在冲突[illegible]无法[illegible]
[illegible]收益的成[illegible]（[illegible]要求而无法进[illegible]成本[illegible]等，[illegible]）等[illegible]

与其他[illegible]融产[illegible]制度对收益数据难以量化，[illegible]成本数据中的部分直接成本[illegible]间接成[illegible]文采取[illegible]和[illegible]（[illegible]）在“金融监管收益成[illegible]分析会议”[illegible]提出的概念[illegible]分析（[illegible]对三种[illegible]监管制度的监管成本进[illegible]。

[illegible]直接成[illegible]包括两个环节。一是取得[illegible]身份的成[illegible]需在税务局网[illegible]报，欧盟的[illegible]在金融监管部门注册，且其管[illegible]托管人[illegible]估值[illegible]必须是[illegible]（人）。二是持续运[illegible]作的监管。美国不对[illegible]的[illegible]作进行监管，只需遵守税务的规[illegible]果是上市[illegible]，[illegible]其他上市公司的披露和[illegible]是基本相[illegible]欧[illegible]人、[illegible]进行持续监管（见表 ）。

		[illegible]项	[illegible]主	项目	承担	
[illegible]成本		[illegible]成		注册		
		[illegible]	[illegible]务局	注册监管成本	金融监[illegible]	
	[illegible]成本	[illegible]申报		合规成本		
		[illegible]监管	税务局	持续监管成本	金融监管当局	
	治理	[illegible]般性要求		遵守 治理原则	[illegible]、管理[illegible]	
		监管	[illegible]析	[illegible]	[illegible]管当局	
持续监管成本	披露	一般性要[illegible]		[illegible]		
		披露监管	[illegible]	监管成本	[illegible]融监管当局	
	估值	[illegible]估		强制估值	[illegible]、估值师、管理人	
				监管成本	[illegible]当局	

[illegible]可[illegible]欧盟[illegible]高[illegible]盟的[illegible]按照的[illegible]模式[illegible]，[illegible]及其管理人、托管人、估值[illegible]进行[illegible]二是[illegible]频[illegible]还是持续监管，还是信息披露[illegible]估值[illegible]管，[illegible]易[illegible]但适用[illegible]的监管框架，[illegible]导致[illegible]的频[illegible]，[illegible]及其管理人和托管人[illegible]承担的[illegible]成本者[illegible]

[illegible]和其[illegible]监管[illegible]和市[illegible]自由[illegible]如果制度[illegible]计不当[illegible]

利益冲突[illegible]成本[illegible]

[illegible]的基[illegible]属性是[illegible]实现资产管理的专业化[illegible]济。与其他的委托制度[illegible]样，[illegible]情况下（[illegible]和[illegible]，[illegible]）的投资者也面临利益冲[illegible]和“[illegible]和[illegible]，[illegible]），即利益受到代理人的损害。由于制度的不同，[illegible]益冲[illegible]也不同。美国的[illegible]可以自由选[illegible]理模式，既可[illegible]是内部管理模式[illegible]也可[illegible]管理模式，而欧盟的[illegible]只能[illegible]模式。

外部管理模[illegible]是指[illegible]聘请外部的管理人管理[illegible]年美国建立[illegible]制度时，很[illegible]多制度都借鉴了《[illegible]年投资公司法》，把[illegible]法[illegible]投资顾问管理基[illegible]金资产的外部管[illegible]模式[illegible]尽管《[illegible]法》并没有要求采[illegible]管理模[illegible]由外[illegible]管理人[illegible]动产的收购、处置、出租等决策。①

从代理[illegible]出发，代理问题源于委托人和[illegible]之间的利[illegible]突[illegible]信息不[illegible]的这[illegible]种治理安排，旨在通过建立[illegible]监督、激[illegible]强管理层的利[illegible]利益趋[illegible]和[illegible]，[illegible]外部管理人管理，[illegible]管人[illegible]各司其[illegible]、相互制[illegible]架构[illegible]者利益。但是，这又面临[illegible]监督[illegible]的激励问题。[illegible]）指出，在团队生产中，应当[illegible]所有者[illegible]将[illegible]量[illegible]的职责交[illegible]了托管人、估值师，这[illegible]在普[illegible]互[illegible]时[illegible]因[illegible]投资者高度分散，“搭便车”严重的情况下，[illegible]余分[illegible]者并不会对[illegible]人及其所选聘的托管人等发表意见，[illegible]管理人、[illegible]导[illegible]成[illegible]务，不仅加剧了信息不对称和利益冲突问题，还可能降低运作效[illegible]。

---

①《[illegible]年[illegible]法》规[illegible]的资产[illegible]受托人（[illegible]和[illegible]），但是当时[illegible]法并没有[illegible]式[illegible]是外部管理模式作出[illegible]者指出，因为当时[illegible]《[illegible]年投资公[illegible]模式已经非常[illegible]，《[illegible]年法》的这一规定就[illegible]易被[illegible]解释”为[illegible]“须”实在外部管理，“故[illegible]投资公司的模[illegible]）。

部 式的 受到市场和学界的批评。
指出 个原因。 和
）对 型管 进 部管理模式的 在样本
的风 收益 体 ）对 — 年 只
管理 的 关联关系是影响业绩的
因素。 们还 基础资产由原始权益
的管理 理， ， 和 。
业界和学 努力 分
外部管理 式的 的运营
等， ） 年改革后的 革了
管理模式的 的 ， ）。 世纪 以后市场可
以自由选择 内部管 。

代理问 还因 外部管理模式 的管理人，其报酬模式与其他
相同，即 所 模收取固定比例的管理费，这种报 使管理人缺 有效
的激励机制 代理 严重（ ， ）。而内部管理 理人是 公司聘
请的管理层，其报酬 与其他公司相同，管理层可以获得 股权、期权等激
励，具有较强 内在和外部的动力提高绩效、改进管理、 实 绩不佳的资产。
国的 （ ）为例，它是第二大公寓 ， 了约 家公 每年都
发增加 的公寓 也会处置 的公寓，每年 本支出 的资金改造存量资产）。

欧盟 的 架下引入 ， 的 理模式就 为欧
理模式 亚洲也 普及（ ）。 ，
人 者之间 利益冲突，是 者利 。在监管制度“强
情况下 利益冲突 的代 间接 管成本。
然目 学界和 高 管理模 与外部管理模式绩效
认可 自内 管理 市场的情况看，内部管理模式
地位 根 （ ），外部管理 式 的市场份额从
， 至 以下。

场发展

是街 会欢 储蓄转 为 动产投资的重要金融产品，其健 经济社会发展

私信裁决（ 人 出的书面声明，就 作出解释。从
而使 人在 期交易 裁决 形的税收 。
”

有利 [illegible]。 如果此 [illegible] 则会影响市场发展和正外 [illegible] 上目 [illegible] 市 [illegible] 亿美元，而欧盟只有 [illegible] 美元

在 [illegible] 际资 [illegible] 流动 [illegible] 勾 [illegible] 注册地来“选择”监管制 [illegible] 在欧 [illegible] 就 [illegible] 发起人在选择注册 [illegible] 时，会 [illegible] 考虑 [illegible] 成 [illegible] 的优惠税收政策（ [illegible] ，一 [illegible] 阶 [illegible] 底竞争”（ [illegible]

当然，制度竞 [illegible] 人高 [illegible] 和行业 [illegible] 力（ [illegible] 国系统相关法律法规， [illegible] 立独 [illegible] 年 月 日， [illegible] 关立法实施的当 [illegible] 有 [illegible] 公司，并在伦敦交 [illegible] （ ， ）。

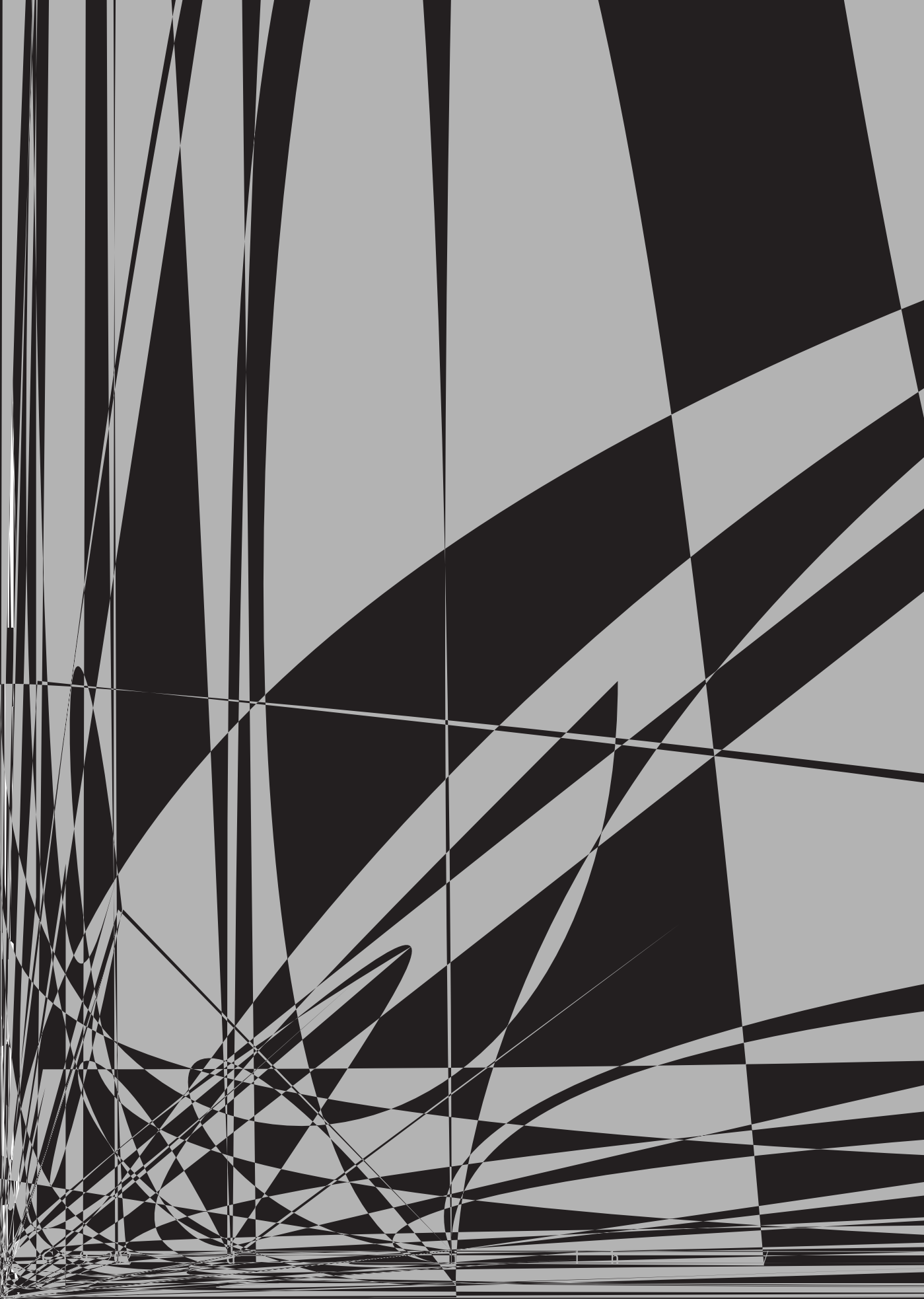
我国 [illegible] 度的 [illegible] 世纪初。 年，以“中信启 [illegible] 的设立为标志，开启了中国“类 [illegible] ”探索。 年公募基础设施 [illegible] 即 [illegible] 人类 [illegible] 到公募基础设施 [illegible] 的“难跨越”（胡强， ），但其结构复杂 [illegible] 冲突等问题。

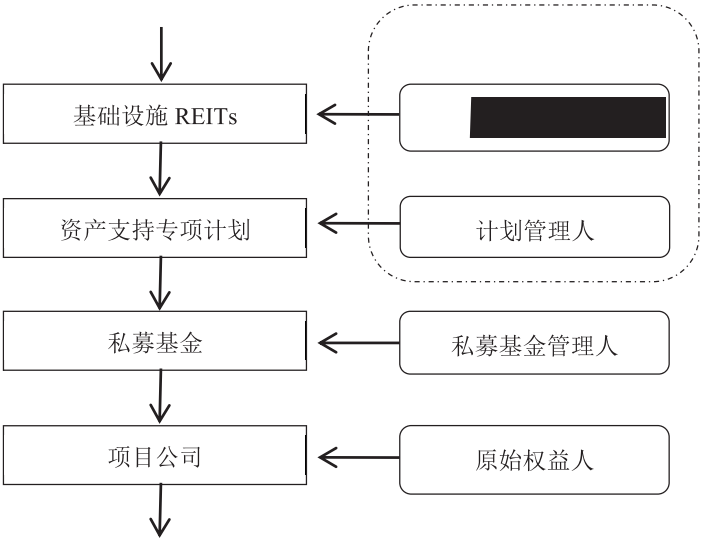
“类 [illegible] ”是在银行、证券和保险监管部门的 [illegible] 券化监管框架下 [illegible] 步。“类 [illegible] 的结构大致分三层（图 ）：第 [illegible] 目公司， [illegible] 由原 [illegible] 益人向 [illegible] 产等基础 [illegible] 第二层是私募基金，它以股东借 [illegible] 介 [illegible] 得项目公司 [illegible] 三层是 [illegible] 专项计划（ ），它 [illegible] 金拥有 [illegible] 权益并以此为基础 [illegible] 投资 [illegible] 支持证 [illegible] （ ）。 [illegible] 中， [illegible] 监会监管的“资管计划” [illegible] 是 [illegible] 的资 [illegible] 证券化 [illegible] 支持 [illegible] 用信托 [illegible] 契约等法律架构，通 [illegible] 第一层构 [illegible] 项目公司旨在规避直接 [illegible] 增值税、 [illegible] 增值 [illegible] 企业所得税 [illegible] 契税、印花税等税收，第 [illegible] 基金 [illegible] 股形式支 [illegible] 介，项目公司可以“税前还贷”将收益偿还 [illegible] 。

---

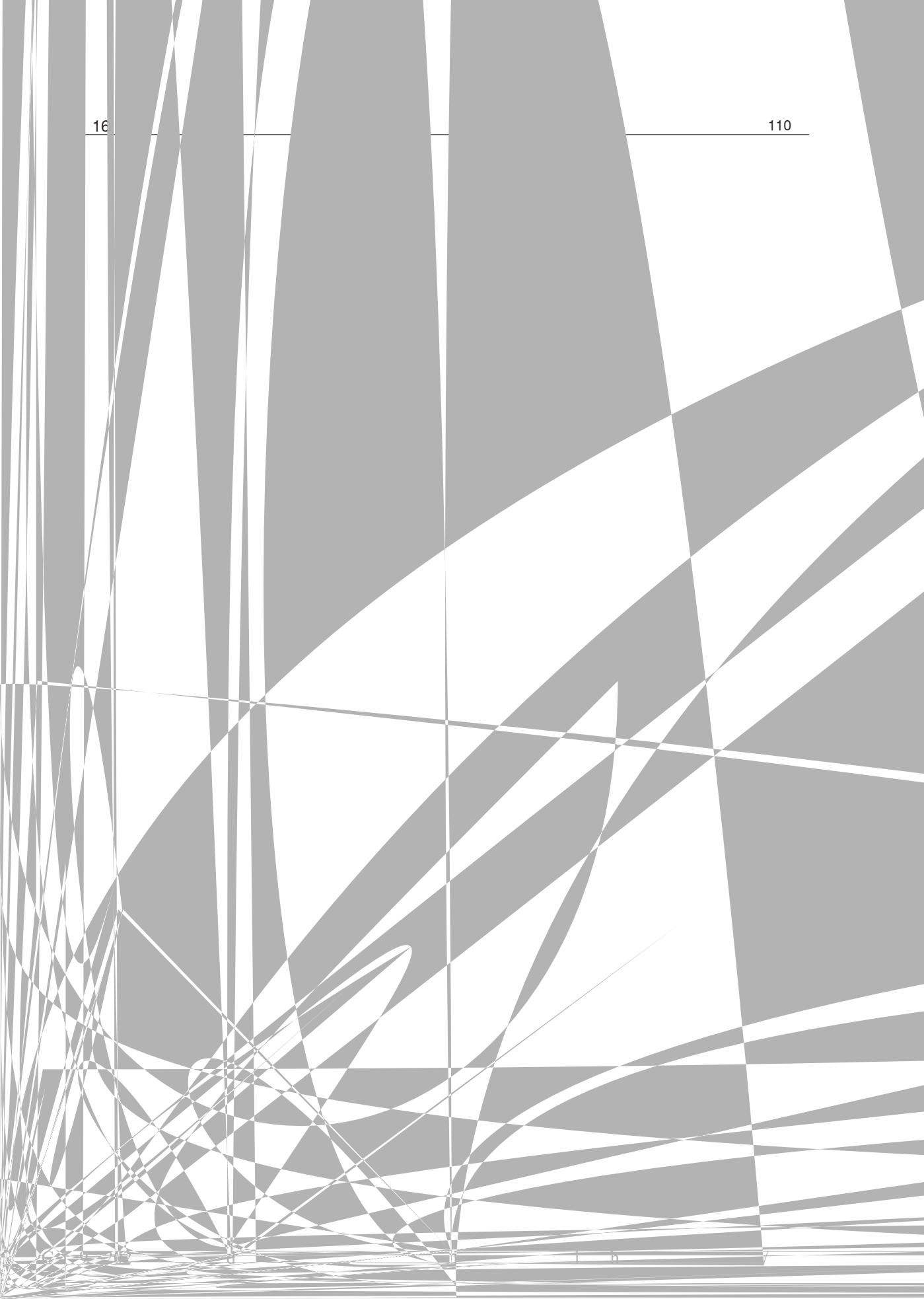
① [illegible] 年证监会发布了《关于证券 [illegible] 证券化业 [illegible] 问题 [illegible] 布的《证券公司及基金管理公司 [illegible] 司资产证券化业务管理规定 [illegible] 并了 [illegible] 公司的管理规则。

② [illegible] 年人民银行和原银监会 [illegible] 发布《 [illegible] 试点管理办法》，原保监会 [illegible] 颁布《资产支 [illegible] 计划业务管理暂行办法》。




基础设施 REITs
[redacted]
资产支持专项计划
计划管理人
私募基金
私募基金管理人
项目公司
原始权益人

前 设施 言 上进行评估，但通过对比
欧 管成 施 大的完善改革空间。证监
关负 有回 与 础设施 交易结构和
多”， 步， 策 清晰”。
目前， 的监 的基本原则为我们
改进和完 中的收益成
议的总结 中所 区
风险引发 外部 监管重要性
性风险的 力（ 能引发监管套利 在等成
本的评估， 益于 评估过程中相关政府部门 参与，各个
部门摈弃部 利益， 合。评估还有利于“简化监管， 以便监管部门可以
管理它，被 管机构 和 ， ）。因此，本文也 建议引入监管制
评估制
我国 制度 ，可以通过对备选制度方案进行收 选择净现值大的
制度或者是 管成本 低的制度。通过本文的比较，可以 的内部管理模式
管成本最低， 次寻的 次之，而这两个方案都 的 施 。为此
制度的 善，可以从三个方面展开：
一是由财政部门、金融监管部门联合制 制度 无论 还是欧盟的
涉及 收改革，财政部门参与 并是明晰 管 结
修改 《设立基 法》，使我国的 可以直 ，从而避免
层 允 设立公司型 内部 ，并给予公司型
公司型 ，则 会按 制 公司公开发行
制

战，[illegible]：从[illegible]施[illegible]年第 期，[illegible]。
[illegible]，[illegible]制度[illegible]扬[illegible]

[illegible]伯特·[illegible]美，[illegible]版[illegible]
[illegible]娴，[illegible]制度[illegible]。