

不動產證券化專題研討第三次上課紀錄

時間：民國九十四年三月四日

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

紀錄：李昀叡、李奕農

出席人員：林秋瑾、曾瀝儀、陳香妃、鄒欣樺、曾翊瑋、楊依蓁、田揚名、張乃文、李奕農、李昀叡、陳詩薇、李芳怡

正課之前的對上次上課的補充：

林老師：張老師你提到的供給者有分 REIT 與 REAT，那 MBS 的供給者呢？

張老師：MBS 是屬於金融資產證券化，目前還不討論。

張老師：補充一下上次所講的：對於 IPO (Initial Public Offerings)，就是首次在資本市場上公開募集的意思。例如富邦一號就是 58 億。對於不動產證券化的課題請大家多多閱讀相關文獻，有相關資料我再 E-Mail 給大家。

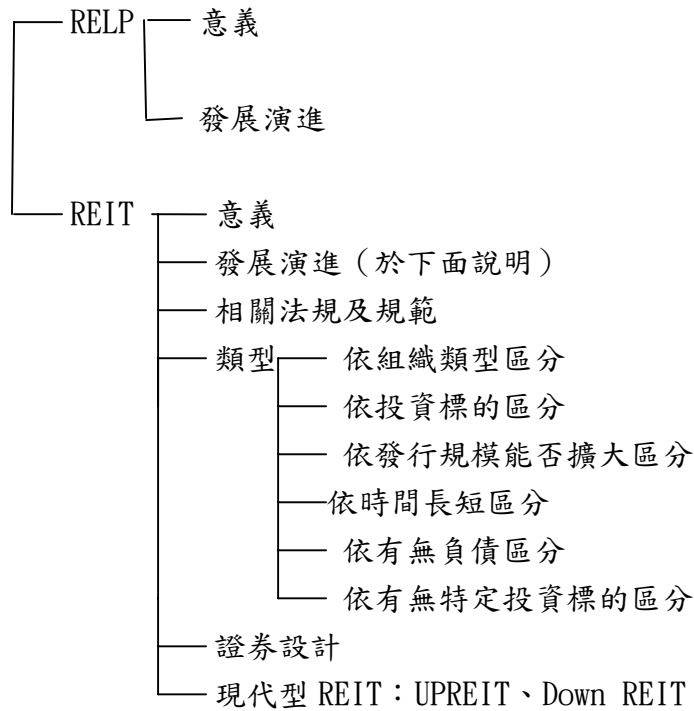
而關於報告部份，大家要先參考之前的上課記錄整理。第二堂的上課記錄者再把其上課記錄 E-mail 給第一堂報告者，第一堂報告再 E-mail 給我。

第一部份報告人：李昀叡、李奕農

課程內容摘要

壹、前言

貳、介紹—美國不動產證券之類型與定義



參、美國 REITs 市場之發展演進

- 一、緩慢成長階段 (1960-1967)
- 二、快速成長階段 (1968-1974)
- 三、迅速萎縮期 (1975-1977)
- 四、逐漸復甦期 (1978-1985)
- 五、成長期 (1986 年以後)

肆、美國的市場現況

- 美國 REIT 市場總覽
- 美國 REIT 上市公司與其他重要指數投資績效比較
- REIT 指數與消費者指數之比較
- 投資組合

伍、結論：美國 REIT 究竟為何物？

壹、前言

不動產證券化主要可分為兩種型態：一為「合夥」型態，即不動產有限合夥；

另一為「信託」型態，即不動產投資信託，以下就二者分別說明之。

貳、介紹—美國不動產證券之類型與定義

一、不動產有限合夥 (Real Estate Limited Partnership; RELP)¹

(一) 意義：所謂的不動產有限合夥 (以下簡稱 RELP)，係由經理合夥人與有限合夥人所組成，以不動產投資經營管理為目的。其類似我國民法的「隱名合夥」²；換言之，經理合夥人負責事業之經營管理並負無限清償責任，而有限合夥人僅以出資方式與該事業而無權參與合夥事業之經營控制，其所負擔的風險亦以出資部份為上限，並且有權依契約所定分享之損益、檢查帳冊等權利。

(二) 發展演進：

1. 最早於 1822 年在紐約州立法實施，但因此階段由於法規範與普通法令有所抵觸，並礙於法願對此條文的狹隘解釋，故通常不能保障投資者的「有限責任」。
2. 於 1916 年統一州法委員會提出了統一有限合夥法案 (ULPA)，此法案明確規範投資人的權益，明定其有限合夥人僅以出資額為參與有限合夥事業之責任，也因此奠定 RELP 的基礎。
3. 1976 年 8 月，全國統一州法委員會議中通過統一有限合夥法案之修訂案，當中主要規定了證明書格式與合夥人之權利義務。
4. 自 1976 年到 1986 年，這 10 年間美國藉有限合夥投入不動產的資金年成長率高達 34%，至 1986 年達 86 億美金為頂點。
5. 1986 年美國租稅改革修訂的內地稅則，將所得區分為積極與消極二種³，對投資人的積極所得不能藉 RELP 加以節稅，並將不動產投資加速折舊優惠及出售時的資本利得優惠稅率取消，且延長不動產可折舊部份之折舊年限。經此賦稅改革後，對於 RELP 的誘因皆消失投資人投資 RELP 變由稅賦上考量，轉變為偏重經營管理的利益取向。
6. 由表一可看出在 1986 年稅賦改革後，RELP 投資金額急速下降，而 REIT 之投資金額乃緩慢下降而至近幾年蓬勃成長。

¹ 主要參考張金鵬(2001)、廖咸興等(1999)。

² 民法第 700 條規定：「稱隱名合夥者，謂當事人約定，一方對於他方所經營之事業出資，而分受其營業所生之利益，及分擔其所之損失契約。」

³ 所謂積極所得係指如工資、新水等所得；而消極所得係指源自於股票、債券等投資損失。在計算可課稅所得時，不同類別的所得與損失不得互相抵減，即源自於投資損失的消極損失不得扣抵工資等積極所得。在此之前，個人可藉有限合夥製造的帳面損失分配給投資人，以抵扣閏年度所得稅，然而稅制改革後這種 RELP 之稅賦利益便消失了。

表一 美國歷年投資於 RELP 與 REIT 的金額變化（單位：十億美金）

年	RELP	REIT
1987	10.1	2.9
1988	5.8	3.1
1989	3.2	1.5
1990	1.5	1.2
1996	0.25	12.0
1997	0.21	30.3
1998	0.17	20.2

資料來源：廖咸興等（1999），不動產投資概論，pp. 380

張老師：我記得今天第二堂報告欣樺就是要講這個。

欣樺：我講的是比較就 REIT 實質上的，而他們是比較整合性的。

張老師：1986 年的內地稅則修法是一個關鍵點。而 RELP 是屬於規模比較小的，流通性也較小。現在講到證券化，幾乎都是在講 REIT；而我也講過為什麼，這是因為 REIT 有公開上市，募集金額較大，而大家幾乎是在講公開募集的部份，在下星期日本的部份 J-REIT 會提到。

二、不動產投資信託（Real Estate Investment Trust；REIT）

（一）REIT 的定義⁴

根據美國不動產投資信託協會（NAREIT）的定義，所謂的 REIT 是指一種公司，其主要目的為「擁有」並「經營」（亦有少數不參與經營）能賺取固定收益之不動產，標的可能為公寓、購物中心、辦公大樓、工業園區、飯店、汽車旅館與倉庫等。部分 REIT 亦藉由發起住宅及商業貸款，並投資以此類房貸作為擔保的債券，從事不動產融資服務。REIT 的股票可以在股票市場中自由交易。

值得注意的是，以台灣的角度，REIT 和資產擔保證券均被視為一種證券化的形式，REIT 是為了將不動產證券化而創造出來的產品；資產擔保證券則是為了將住宅貸款、消費者商業貸款等各式不同租賃證券化而創造出來的產品。然而從美國的角度來看，所謂證券化多半是指資產擔保證券，但 REIT 並不被冠上證券化之名。

而在美國要成為一家合格的不動產投資信託公司，就必須遵守美國國內稅則（U.S. Internal Revenue Code，856-860）的若干條款，此部分將在下一段介紹。

⁴根據扈企平，不動產證券與資本市場 美國經驗之研究與對台灣的政策義涵，中華信用評等，民國 91 年 7 月 22 日，P. 6。

(二) 相關法規與投資規範

1. 組織規範

- (1) 一人或一人以上的董事或受託人所管。
- (2) REIT 的證券需可移轉交易。
- (3) 證券持有人最少須 100 人，且公司、合夥、信託、養老信託與其他中介 (intermediaries) 皆視為 1 人。

張老師：這是 86 年修法之後，很重要的一點。

- (4) 前五大股東不得持有超過 50% 持股。

張老師：這個就是 5-50 規定，台灣目前也朝這個方向在走，但是在台灣很難做到……

還有 100 人的規定是為避免大財團壟斷。

2. 資產要件

- (1) 不動產資產加現金、政府公債，需大於或等於總資產的 75% (不動產資產包括不動產、抵押放款、其他 REIT 的證券)。

奕農：這個目的就是不要讓投資人去隨便投資一些風險性高的產品。

- (2) 不在前述的 75% 內的資產，不得有超過 5% 集中投資在某一家公司。

奕農：這個後來有修法，可成立一家子公司來為承租戶服務，但其財務報表必須公開。

- (3) 不能持有超過一家公司有表決權證券的 10%。

奕農：就是避免成為另一家公司的大股東。

3. 所得來源要件

- (1) 來自不動產租金、抵押貸款利息、出售不動產收入、擁有其他 REIT 證券的利息、不動產節稅收益的收入至少佔總收益的 75%。
- (2) 來自上述 75% 總收益所規定的項目、股利與利息收入、出售股票或其他債券的收入，至少佔 95% 的總收益。
- (3) 不動產持有期間未達四年即出售的收入、股票或債券之持有期間未達 6 個月即出售的所得必須小於總收益的 30%。

奕農：它目的是希望要長期持有，不是要炒短線。

4. 收益分配

REIT 當年度 90% 或以上的可稅所得，必須以股利 (dividends) 分

配給投資人，而其保留的所得獲股本利得，課徵普通公司稅。

張老師：這點很重要，就是使得投資大眾能收到錢的規定。

5. 公開發行規範

美國不動產投資信託之公開發行必須向證券管理委員會 (SEC)，以及所在州證券主管機關註冊。對於發行要件、發起人條件有多嚴格的規定。不動產投資信託也可私募不用登記。但需依據證券交易法，私募之投資人上限為 35 人。

6. 資訊揭露規範

(1) 初次揭露義務

依據美國證券法第五章規定，不動產投資信託發行人需先向證管會申報註冊報告書；而該報告書係依 S-10 的格式規定，要求詳細揭露關於業務、財產、管理及財務的重大事項，其中並包括完整的財務報表。

(2) 繼續揭露之義務

依據美國證券交易法第十三規定，不動產投資信託應於每會計年度終了後 90 天內，及第一、二、三季終了後 45 天內定期向證管會申報最近年度與最近一季的業務及財務狀況。

REIT 的主要好處在於僅止於股東階層，且僅課稅一次，然而欲受惠於此種單純的課稅制度，REIT 必須面對一項主要限制，那就是該信託的保留盈餘相當有限（發放 90% 的股利），因此 REIT 若要成長，就必須從外面的資本市場獲得資金。

另外，值得一提的是 REIT 有個十分重要且獨特會計概念「來自本業營運之現金流量」（簡稱 FFO）。NAREIT 將 FFO 定義為淨收入減去不動產銷售或債務重整產生之利得或虧損，再將不動產之折舊加回。這項概念頗為獨特，因為 REIT 並非一般公司，一般公司的資產（包括設備、機器、電腦、個人財產等）均會以一般方式定期提列折舊。從成本會計的觀點來看，資產的價值會隨時間而下跌，是一種合理的假設，但對 REIT 而言，其主要資產為不動產及土地，通常會隨著通貨膨脹的速度而有所增值，且甚少會嚴重貶值。因此，若以一般的成本/折舊會計法則來反應 REIT 的營運，是會造成誤導，甚至是毫無意義的。事實上，REIT 在維持其有形資產上的花費，平均不及其資產的 1%，而這些有形資產仍不斷增值。FFO 的設計目的，則是要為 REIT 提供更完整、更精確的會計，以反應其真實的營運獲利及償還債務的現金流量。

張老師：FFO 是與傳統估價不同之處，很重要。

(三) REIT 的種類

1. 依組織型態分類

- (1) 公司型態
- (2) 契約型態

2. 依投資種類

(1) 權益型

直接經營具收益性不動產之投資組合組要收入來自租金，或買賣不動產的交易利潤。投資的不動產類型包括：購物中心、公寓、醫療中心、辦公大樓、工業區、餐廳、旅館、遊樂區或混合型態等等。

(2) 抵押權型

此類 REIT 主要針對營建公司之放款、一般不動產抵押貸款債權及不動產抵押權相關證券進行投資，由於標的為放款債權或相關證券，而非不動產本身，故其收益主要來源為利息收入，收益性的高低類似一般債券，與市場利率成反向變動。

(3) 混和型

混合型不動產投資信託即為權益型及抵押權型之綜合體，其主要投資標的包括不動產本身及抵押放款債權，其中二者投資比率則由經理人依市場景氣及利率變動進行調整。

	權益型 (EREIT)	抵押權型 (MREIT)	混和型
投資型態	直接參與不動產投資、經營	金融仲介者賺取利差	二者混和
投資標的	不動產本身	抵押債權及相關證券	二者混和
影響收益之主因	不動產景氣及經營績效	利率	二者混和
收益之穩定性	較低	較高	中
投資風險	較高	較低	中
類似的投資標的	股票	債券	二者混和

註：此處抵押權型 REIT 之所以有較穩定的收益及較低的投資風險乃在不計違約風險之假設情況下。資料來源：林左裕，2000

3. 依開發規模能否擴大分類

(1) 封閉型：

發行規模固定，投資人若有現金需求時，必須到公開市場中交易受益憑證或股票，不能要求 REIT 以淨值贖回；同時，為保障投資人權益不被稀釋，此種 REIT 成立後不得另募新資金。

(2) 開放型：

發行規模可以視經濟景氣狀況而定。

張老師：目前台灣就是封閉型，但其實各有優缺點。

4. 依時間長短區分

(1) 定期型：

明訂一處分資產的時間點，並將所得分配給股東。

(2) 不定期型：

以永續經營方式營業，投資人可不斷收取投資利潤。

5. 依有無負債區分

(1) 負債型：

除了發行受益憑證募集資金外，以擁有之不動產辦理抵押貸款。

(2) 未負債型：

完全以自有資金購買不動產。

6. 依有無特定投資標的區分

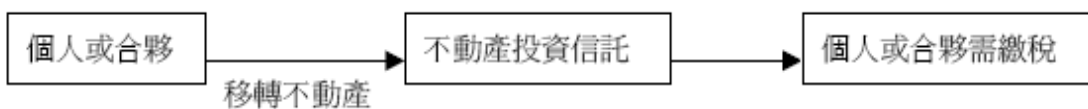
(1) 特定信託

(2) 未特定信託

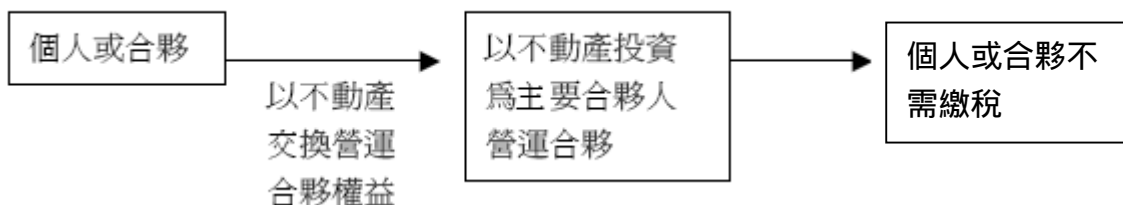
(四) 現代型 REIT：UPREIT、Down REIT

1. UPREIT

現代型的不動產投資信託，與傳統不動產投資信託最大的差別在於是否被課徵增值稅。傳統上，個人或合夥將其擁有之不動產移轉給不動產投資信託時，由於是他益信託，必須課徵所得稅（增值稅）如下圖。



但經由 UPREIT 的設計，個人或合夥以其擁有之不動產，與投資信託成立營業合夥，以不動產交換合夥權益，則個人或合夥將暫不被課徵所得稅，產生稅的遞延效果，唯有未來出售合夥權益時才須課稅。如下圖。UPREIT 雖然自 1992 年才開始，現在已成為市場上的主流，在目前上市上櫃的 REIT 中，已佔有一半以上。



2. DownREIT

原來未以 UPREIT 方式成立的不動產投資信託，如果有意跟進，則可運用 DownREIT 的方式。DownREIT 的運作結構類似 UPREIT，也是與不動產公司有合夥關係，但是與 UPREIT 最大的不同之處，DownREIT 持有並經營不動產而非只是賺取不動產公司的開發利潤。

張老師：這兩個很重要啊！UPREIT 就是建設公司與 REIT 合夥的意思。UP 就是上端的開發，Down 就是下端的經營管理。美國的 REIT 是 SPC，所以對其不動產較瞭解

奕農：那台灣有這個嗎？

張老師：台灣是 SPT 模式，目前尚無上述美國方式。不過台灣是求先穩住，再慢慢進行到開發型的 REIT，再來才可能有 UPREIT 及 DownREIT。

奕農：那富邦一號買進三棟大樓時要課增值稅嗎？

張老師：這個我不敢確定，所以之後再 check 一下。

林老師：那買的人是誰？

張老師：這個我不敢確定，之後的演講再提問。

林老師：那買的動機是什麼？

張老師：公開說明書上是說為大眾購買那三棟大樓……這個記下來演講時再提問。

欣樺：那 UPREIT 是合起來成立一間公司嗎？

張老師：對。

以實際案例說明，假設有一個人壽公司有一棟收入穩定大樓，當初取得成本為 5000 萬，目前市價 10 億，如果要將其證券化，依據傳統投資信託方式，該人壽在移轉不動產給信託公司時可能會面對龐大增值稅或營利事業所得稅，過多的稅賦可能打消其證券化念頭，不過如果利用 UPREIT 投資方式，其可成立一家新的信託公司為主要合夥人，並與其交換 10 個營運合夥單位，每單位 1 億元，共 10 億，再將其中數個營運單位(假設 2 個)對外募集資金 2 億元，其股東為不動產投資信託股東，剩下 8 個單位仍由人壽公司原始股東持有，並為營運合夥有限合夥人。其人壽公司在未出售營運單位時，無需繳交增值稅及營利事業所得稅，乃稅的遞延效果。未來該人壽公司需要資金時，可將剩餘的營業單位是其需要，對外募集資金。

(五) 證券設計

如同前面所提及，欲避開公司營利事業所得稅，必須符合相當的規定，值得相當強調的部分是在收入部分，包括 (1) 來自不動產租金、抵押貸款利息、出售不動產收入、擁有其他 REIT 證券的利息、不動產節稅

收益的收入至少佔總收益的 75%。(2) 來自上述 75%總收益所規定的項目、股利與利息收入、出售股票或其他債券的收入，至少佔 95%的總收益。

然而這些規定可能導致 1. 業者很難經營特殊類型不動產（如旅館、賭場、停車場及非不動產業務），因為這些資產具有管理密集的特性，投資而來的淨經營所得均被視為不合格收入。2. 幾乎排除不動產投資信託從非傳統服務所產生的附屬所得，如造景或開發所得。前者將導致業者將出租管理密集資產給第三人，即使不動產營運表現優良，REIT 的股東也無法獲得高於租金的利潤；後者則會降低業者成立 REIT 的意願。

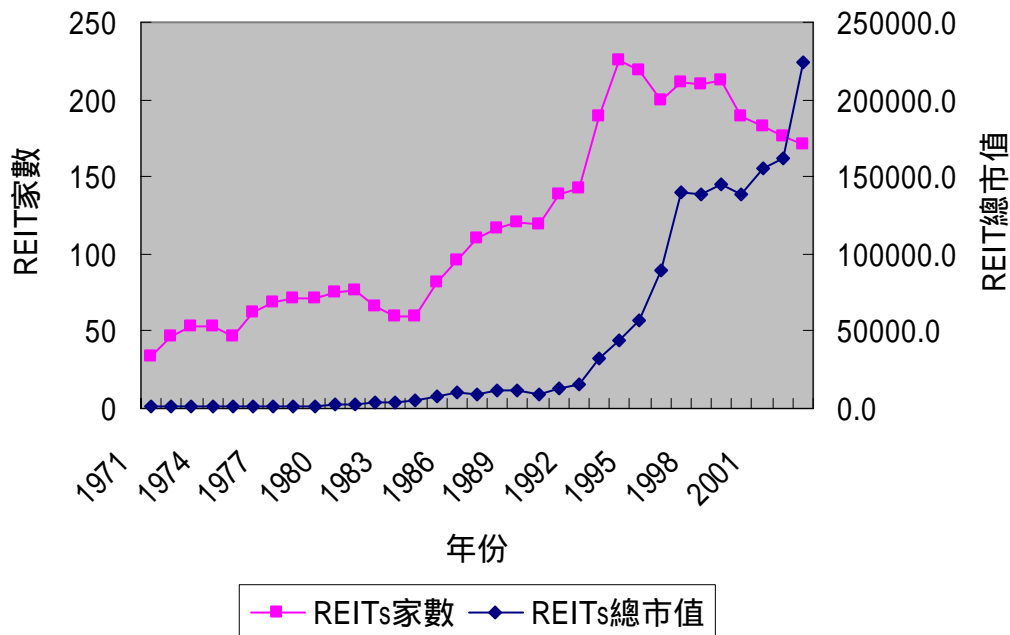
因此，美國在 1999 年 12 月通過不動產投資信託現代法 (REIT Modernization Act)，允許 REIT 可以擁有 100% 股權的子公司，由子公司為承租戶提供服務，吸收不合格收入，但子公司需正常繳稅，無任何優惠。

林老師：什麼是「不合格收入」？

奕農：就是不屬於不動產所產生的收入。

參、美國 REITs 市場之發展演進⁵

美國REITs市場家數與總市值



⁵ 主要參考 92 學年度不動產不動產證券化專題研究第六、七、十一次上課記錄、張金鵬(2001)、廖咸興等(1999)。

一、緩慢成長階段（1960-1967）

REIT 首先於 1960 年美國內地稅則中立法，同年美國國會通過 REIT 法案為此制度之開端；然而在此段時期僅允許設立權益型不動產投資信託（EREIT），市場需求呈現緩慢成長，至 1967 年只有 38 家成立。

二、快速成長階段（1968-1974）

1967 年允許成立抵押權型不動產投資信託（MREIT）；然適逢 1970 年代通貨膨脹問題嚴重⁶，市場利率過高⁷，因而產生資金大量流向證券市場⁸，REIT 的資產也因此成長。

三、迅速萎縮階段（1975-1977）

由於短期的快速成長，多數公司未能做有效的投資策略，加上利率提高不動產景氣衝擊，致 REIT 總資產不斷萎縮，同時其市場的證券價格與投資人分配的股利也持續下跌。

面臨景氣蕭條而大多數 REIT 被清算的情況下，美國政府於 1976 年稅法修正案中，將總收入（GPI）必須要有 75% 是與不動產有關的部份，擴大其相關範圍，並且若非不動產收入超過總收入 25% 者，在有合理的原因下才可免於受罰；另外，在 1976 年後需分配給股東的淨收入（NOI），由原先的 90% 修訂為 95%，期能健全市場，並避免繼續惡化。

四、逐漸復甦階段（1978-1985）

由於前期的危機衝擊，使經營上更講究投資的多樣性及分散風險的管理，資產負債比率降低；甚者，銀行的借款與商業本票等短期借款只佔 REITs 總借款的少數，財務槓桿係藉由資產本身的抵押，許多 REITs 鮮少或幾乎沒有利用財務槓桿以避免風險提升，此有助於風險管理。

五、成長階段（1986 年以後）

1. 1986 年：稅制改革限制有限合夥減稅優惠，允許 REITs 直接經營資產，不需要委外管理，而資產與所得規定也予以放寬。
2. 1992 年：立法創造 UPREIT，提供成長架構且對資產擁有者稅制較為寬鬆；並在此時，既有的 REIT 亦比照 UPREIT 方式，紛紛成立 Down REIT。

⁶ 此由於兩次石油危機的關係。

⁷ 根據費雪方程式（Fisher Equation），名目利率（市場利率）= 實質利率 + 通貨膨脹率

⁸ 此發生於美國的 60、70 年代，因當時證券市場利率過高，使得金融機構存款利率受到限制而來不及提高，因而發生資金流向證券市場之現象。

3. 1993年：退休基金開放得投資REITs，並將基金投資人視為持股計算單位，而不會因在至少100位持股人規範下，違反前五大持股人不得超過50%的規定（5-50 rule）。
4. 1999年：不動產投資信託現代法將1960年的不動產投資信託法所規範的95%配息規定，修正為90%，並自2001年1月1日生效。

六、目前趨勢：

自2000年後REIT呈現出一個奇特的趨勢：市場上的家數減少，但總市值卻是增加的；學生認為，應該是2000年之後，美國國內經濟不景氣，市場上的REIT公司產生強烈的競爭，最終因為有些公司被合併或是退出市場，如同國內金融機構頻頻進行整併動作。因此未來應該是持續走向大者恆大的趨勢。

張老師：這樣的推論不一定是恰當，我們只能從數字上來看，當然如果資料上有寫的話就另當別論。

肆、美國的市場現況

一、美國REITs市場總覽

歷經過去數十年的演變，如今REIT已成為吸引個人與機構投資者的一種投資方式。REIT必須將近乎所有應納稅所得，以股利型式發放給投資人的規定，經證明對於追求收益導向的投資人深具吸引力；又由於REIT的管理者對於REIT亦擁有相當的持股比例，因此投資人對如此結構逐漸安心。另外，REIT業務的資料揭露度與透明度良好，亦對商業放款人有益。上述的論點可以從REIT的市值每年不斷上升得知。

2003年三種REITs中以權益型投資證券比例最高（84.2%）、混合型比例最低（4.1%）、抵押權型居中（11.7%）。⁹

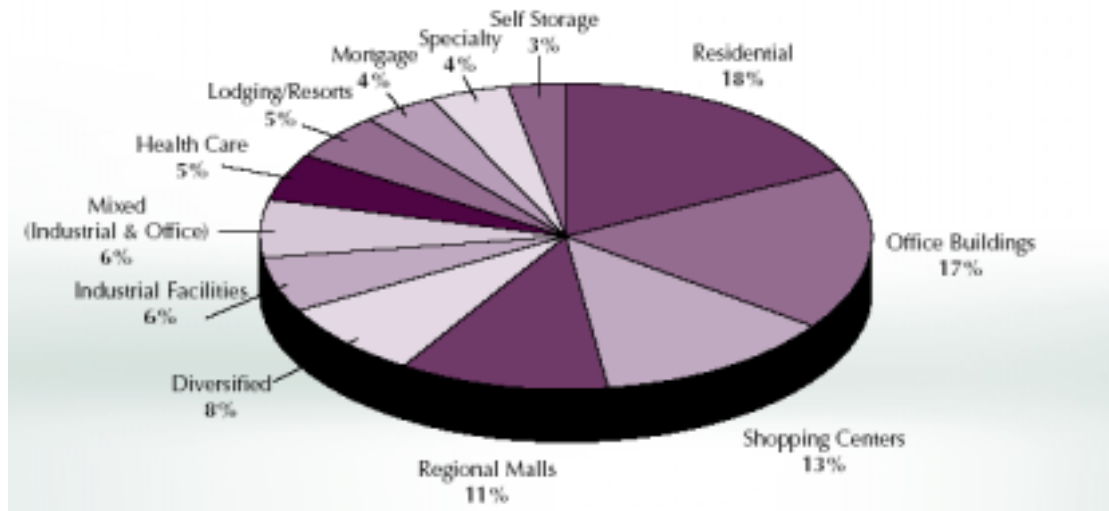
而投資的對象標的，則可參考下圖¹⁰：

⁹ 見附表一

¹⁰ <http://www.investinreits.com/learn/investguide.pdf>

REITs Invest In All Property Types

(as of December 31, 2002)

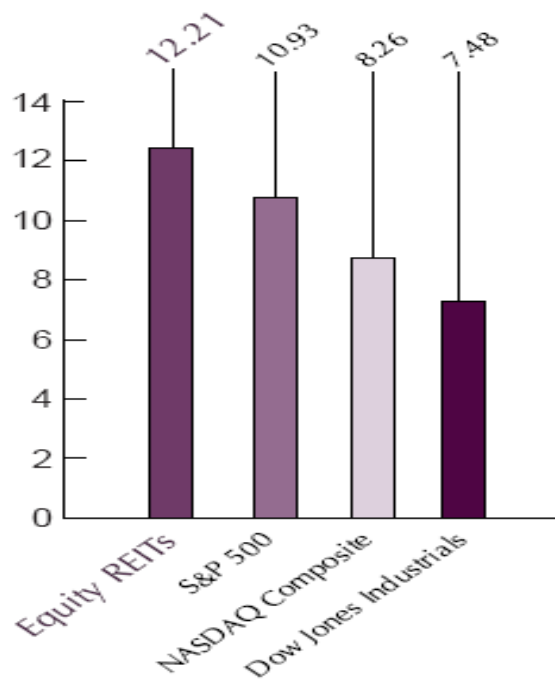


二、美國REIT 上市公司與其他重要指數投資績效比較

REIT在2004年（去年）的報酬率可以參考附表2，拜去年油價高漲、資產及原物料股當紅所賜，指數上漲超過30%，投資人的總配息收益率達4.97%，與其他投資工具相比較，REIT明顯擁有穩定、正向的高報酬（見附圖一）若把時間拉長，REIT的優勢更加明顯（下圖）

REITs Outperform Leading U.S. Benchmarks

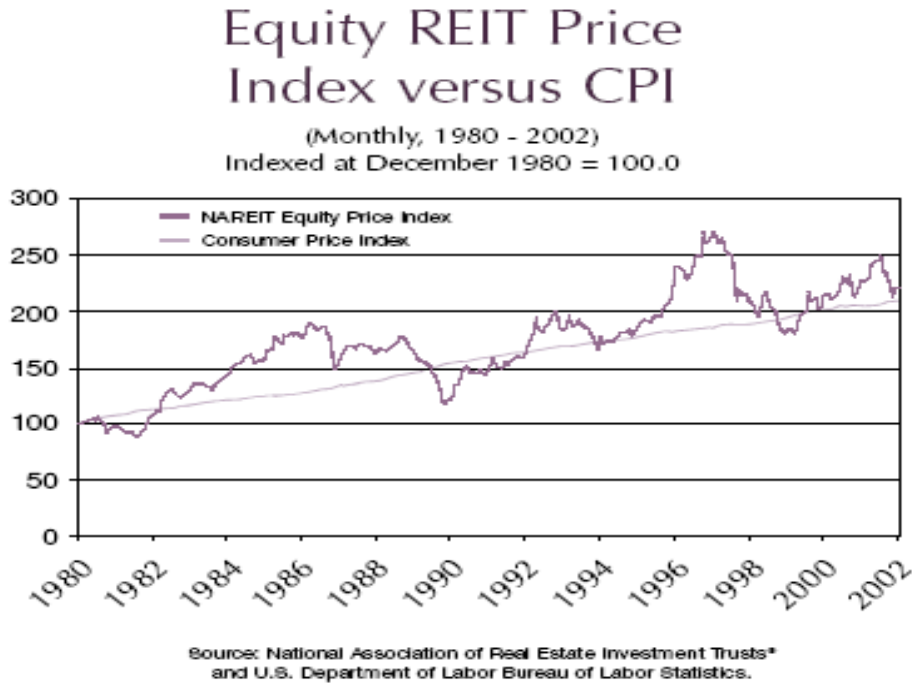
Compound annual returns, in percent, December 1971-December 2002



Source: National Association of Real Estate Investment Trusts*

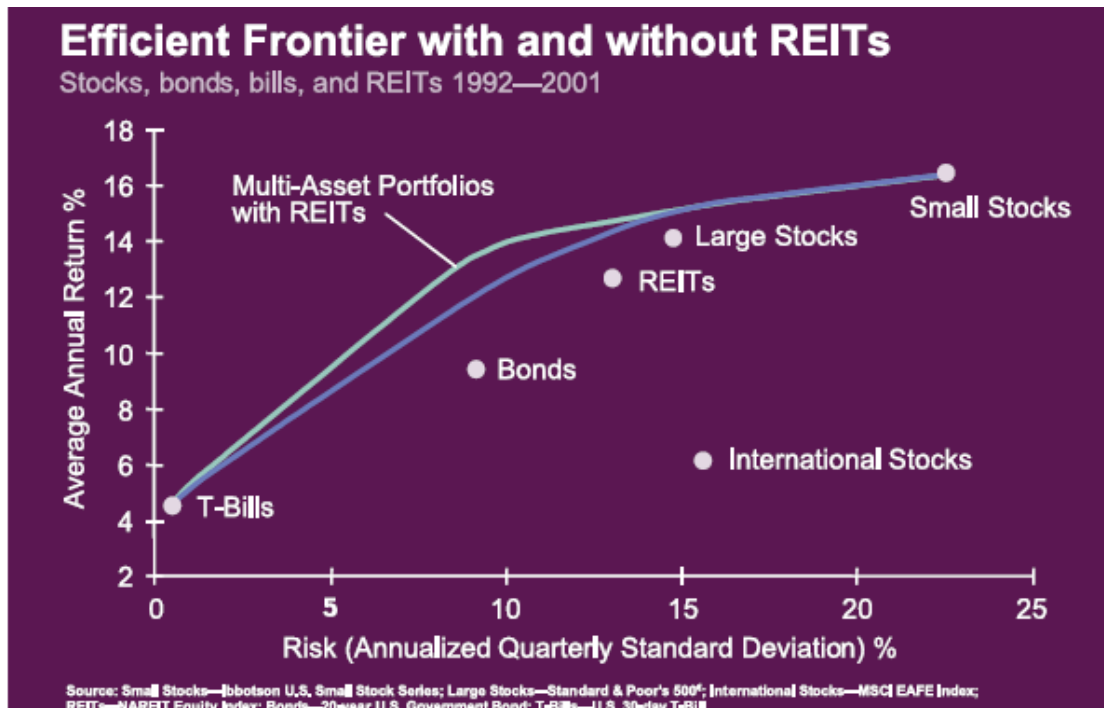
三、REIT指數與消費者物價指數

REITs股票上下波動的走勢與CPI指數（消費者物價指數）走勢相似，亦即在某種程度上係跟隨幣值波動（即通貨膨脹）而變動，表示REITs 股票與其他股票相比相對保值，且大部分時間優於物價指數。



四、投資組合

在資產組合中，加入REIT的配置，可以使風險最前緣線向左上角移動。



伍、結論：

美國的REITs其發展的歷史受到稅法相當大的影響；欲享受稅賦上的優勢，必須符合相當的條件。1986年以前限制REITs公司需委外經營開發不動產，卻因此產生委外成本及代理問題，故之後取消限制而可自行經營，後來又由傳統型REITs發展出UP REITs及DOWN REITs。傳統型REITs本身直接持有並經營不動產，而非移轉給其他合夥企業。UP REITs的設計係由原來的投資信託與另一現有的不動產公司，考量各自的利益相互合作，稱為營運合夥(Operating Partnership)，不動產公司提供不動產標的物，而REITs提供資金。經過一段時間的合作，會將經營利潤以股票或是現金方式發放給原REITs股東，而UP REITs合作關係可使不動產公司得到延遲稅賦的效益。DOWN REITs的運作結構類似UP REITs，也是與不動產公司建立合夥關係，但是與UP REITs最大不同處，DOWN REITs持有並經營不動產而非只是賺取不動產公司的開發利潤。

而從歷史經驗以及過去的數據資料來看，均顯示REITs有收益穩定、具對抗通貨膨脹的功用，且納入投資組合時，可明顯的提高利潤、降低風險，因此REIT在美國是一件值得投資的標的。

最後，提出一些觀念以澄清之前大家對REIT的一些誤解：

1. 在美國，REIT雖然名稱上有投資信託 (investment trusts)，可是發展到現在，REIT已經不是投資信託或信託，而是一家擁有並管理「投資性質的不動產」的公開交易公司。
2. REIT的營業就像其他公開交易公司一樣，受到聯邦稅法、規範及財務報表等相同規則約束。
3. REIT並非免稅而是可以將分配給股東的收益列為費用，且股東所得要繳6%的分離課稅。

【參考文獻】

1. 92 學年度不動產不動產證券化專題研究第六、七、十一次上課記錄，
<http://www.realestate.com.tw>
2. National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT)，
<http://www.nareit.com>
3. <http://www.investinreits.com>
4. 李宜豐，不動產金融商品理論與實務，福茂鑑價顧問，民國 93 年 12 月二版
5. 財團法人台灣不動產資訊中心，<http://www.realestate.org.tw/index.jsp>
6. 扈企平，不動產證券與資本市場 美國經驗之研究與對台灣的政策義涵，中華信用評等，民國 91 年 7 月 22 日
7. 張金鶚，房地產投資與決策分析—理論與實務，華泰書局，民國 91 年 2 月二版六刷
8. 廖咸興、李阿乙、梅建平，不動產投資概論，華泰書局，民國 88 年 9 月三版

附表一 美國 REIT 市場家數與總市值 (單位：百萬美元)

Annual Equity Market Capitalization (Millions of dollars at year end)								
Year	<u>Composite</u>		<u>Equity</u>		<u>Mortgage</u>		<u>Hybrid</u>	
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10	591.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12	231.7
1975	46	890.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	536.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	496.4
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	846.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	920.1
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	26	1,466.6	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	66	8,785.5	28	2,586.3	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	69	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	25,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,625.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	4,916.2	9	6,480.7
1999	212	145,387.1	175	135,014.3	27	6,885.0	10	2,487.8
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	2,652.4	9	1,632.0
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,960.5	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7	5,225.0

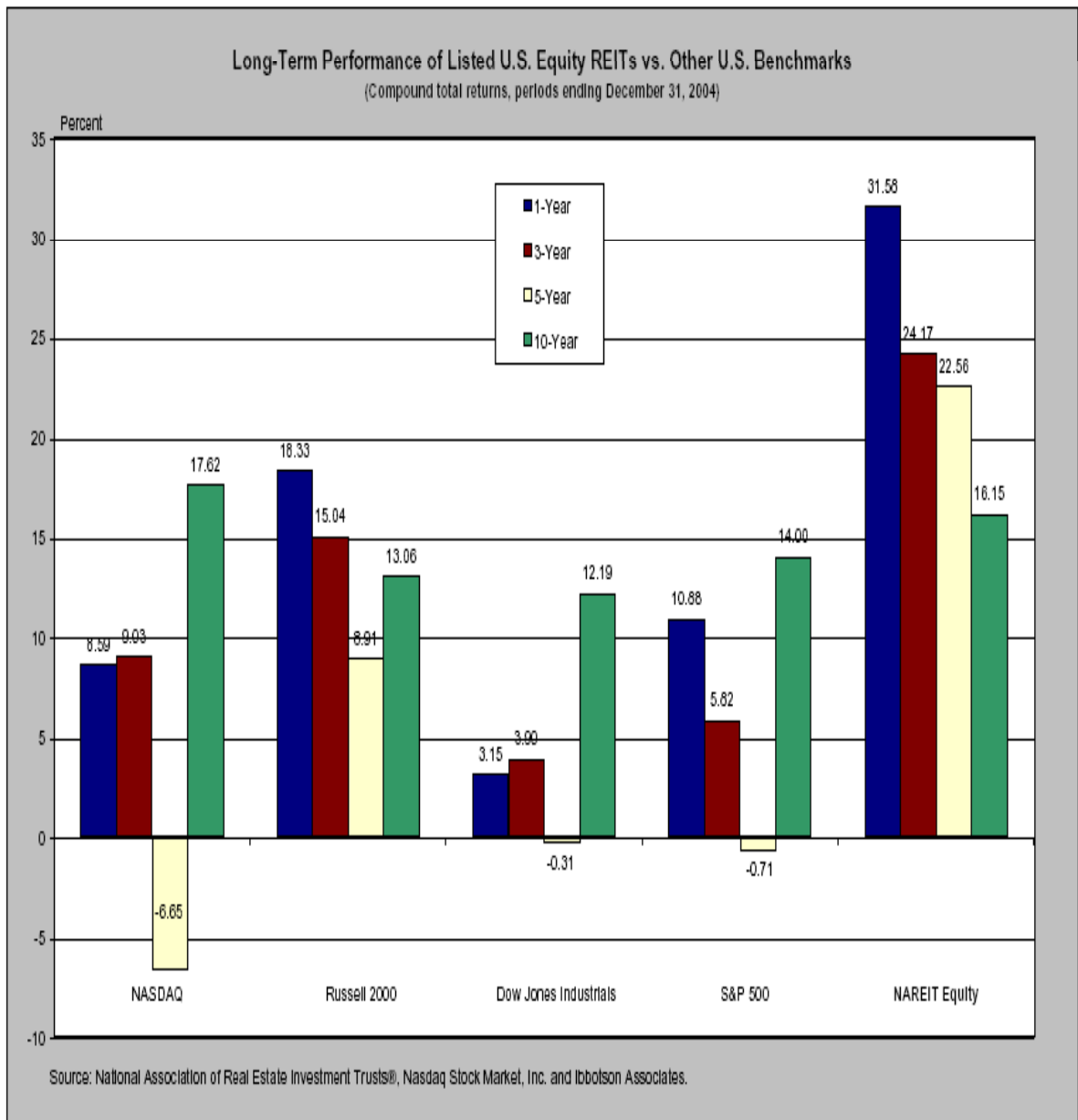
Market capitalization equals price of shares multiplied by the number of shares outstanding.

附表二

REIT 在 2004 年的報酬率

Property Sector/Subsector	2004 Total Return	Dividend Yield	Number of REITs
Composite REIT Index			
Composite REIT Index	30.41	4.97	190
Industrial/Office	25.24	5.05	37
Office	23.28	5.44	23
Industrial	34.09	3.96	8
Mixed	19.59	5.30	6
Retail	40.23	4.35	34
Shopping Centers	36.25	4.53	19
Regional Malls	45.01	4.13	8
Free Standing	32.87	4.69	7
Residential	32.72	4.86	26
Apartments	34.72	4.87	21
Manufactured Homes	6.40	4.63	5
Diversified	29.18	5.22	16
Lodging/Resorts	32.16	2.73	17
Health Care	21.67	6.01	12
Mortgage	18.43	8.15	33
Home Financing	24.91	8.66	21
Commercial Financing	7.45	6.88	12
Self Storage	29.40	3.91	5
Specialty	26.85	4.58	10

Source: NAREIT



附圖一 美國 EREIT 與其他投資工具長期績效的比較

第二章 REIT 的起源與進展

PART 1

研讀目的

“How Far Have We Come and Where Do We Go from Here? ”

瞭解 REIT 的起源和背景關係，審視現有的發展情況，才能瞭解未來該何去何從。

關注焦點

時代背景(市場狀況與當時法令的改變衝擊)

基本觀念介紹(運作方式、投資誘因、優缺點比較)

問題的產生與發展趨勢(產生原因與市場對策)

PART 2

本文

一、基本觀念的起源：19 世紀中葉，Massachusetts trust

背景與法令限制：

工業革命創造財富，使得投資機會大增，但州立法禁止法人擁有不動產除非此不動產為企業整體所需。

因應之道：

Massachusetts trust 的出現，麻州信託為合法被准許投資不動產的實體，投資者可擁有與法人相似利益：擁有股份的可移轉性、有限責任、集中式專門知識管理，但最吸引人者在於優惠稅率(以信託的層級來看可獲得稅的免除，以個人層面來說稅金的收入是免稅的)

終止原因：

1935 年美國最高法院除去了麻州信託所適用的優惠稅率(投資誘因喪失)

二、1960~1980 年代的 REITs：開始發展初期，權益型 REIT

定義：

當時法令定義 REIT 為”以非法人的聯合社團為管理者，擁有多數的受託人，並擁有可移轉的受益股息股份”，這樣的定義使 REIT 成為封閉型投資公司的型態

法例限制：

成為 REIT 的六大要件，不合格即失去稅的免除優惠

1. 每年將至少 90% 的可稅收入分給股東。
2. 100 人中不能有五個人持分超過 50% 的情況(5/50 原則)。
3. 在不動產中扮演的角色為投資者而非捐客。
4. 至少 90% 的租金、利息收入的毛收入要來自於不動產的出售或其他信託的股份和其他不動產來源。

5. 最少 75% 來自不動產收入的毛收益，利得需來自於不動產的出售或其他信託的股份和其他不動產來源。
6. 有至少 75% 的總資產在不動產實體或貸款，資金和政府公債。

立法目的：

使 REITs 從事長期投資 ——► 成為被動的投資工具，獲利來源為轉手不動產或直接對不動產進行經營管理，而使當時的不動產經營顧問公司多成為 REITs 的起始贊助者。

問題產生：

經營顧問公司不太在股票市場上對自己服務管理的 REIT 有顯著的投資，造成早期 REIT 結構上的衝突（因為股東不必然可參與管理決策），而早期 REIT 也不若麻州信託那麼受歡迎，主要是因為 1962 年代股票的下跌以及投資者與分析者對這項投資工具的不熟悉。

三、1960 年代末期，REITs 吸引投資者目光：抵押權型、混和型 REIT

興起原因：

1. 資金市場的興趣加上信用狀況的改變與市場上利率較高，而當時的銀行和保險公司等受限於法律規章，無法直接參與建築開發（C & D）活動的借貸活動，而抵押權型 REIT 給予這些公司參與這些活動的機會。
2. 若要從事 C & D 資金募集，需面臨短期、高風險的問題，抵押權型 REIT 的高財務槓桿能迎合這樣的需求。

——► 銀行業者常扮演這類信託的顧問者

四、1970 年代問題浮現：REIT 的慘澹時期

（1）1970 年代沒有抵押權型 REIT：問題產生原因

1. 突然興盛的建築事業使抵押權型 REIT 增加以供應此方面的借貸需求，而這波不動產榮景也以貧乏的投資決策和過渡建築供給收場（使當時市場處於過渡供給、利率上升和通貨膨脹、建材短缺）
2. 借款者間的競爭而導致於借款給許多有問題的個案，對 REIT 的成本和收益有負面影響，有些案例中，REIT 的管理者未曾歷經過不動產的投資，對這項投資限制也不甚了解，而顧問費用又來自於放款量的某個比例，更使這些顧問有誘因不斷的競爭和推動 REIT 的借款，而造成惡性循環。
3. 規範 REIT 法規過於僵硬減少投資的多樣性

（2）1976 稅法改革法案

1970 年代沒有貸款型 REIT 出現，而權益型悄然成長，而 1976 年稅法改革法案使環境及體制的改變 EX：組合較為多樣化

五、1980 年代：市場環境改變，RELP、MLP、FREIT 的出現

背景：

權益型 REIT 趁此時買進敗退的抵押權型 REIT 拋售市面的低價不動產，抵押權型 REIT 也利用這筆資金慢慢發展，但 1981 年的經濟恢復法案提供了一個新的稅的機會給不動產投資者—執行損失轉嫁和縮短貶值期間，促使了不動產有限合夥 (RELP) 的出現，而與 REIT 出現投資資金競爭關係 (直到 1986RELP 在稅法上稅的庇護受限而使情勢改變)，其他的有限合夥還有 MLP 的出現等。而 REIT 產業為了與這些投資工具競爭而發展出自我清償限期的 REIT，此種投資產品標榜可藉由給予投資者保證他們的資產會在一定期間後受到清償的彈性來吸引投資者。

法令改革：

1986 年的稅務改革法案 (TRA86)，取消合夥關係中利用消極的收入損失和其他積極或消極的收入抵銷的能力，使有限合夥的投資產品優勢消失，REIT 對於他們的不動產擁有更多的控制權和內部的實質管理決策權，減少 REIT 和股東的利益衝突提高執行決策的效率。

六、1990 年代：再次的成長與改變

背景：

1989 年末期和 1990 年初期房地產市場和價格面臨明顯的下滑，使 REIT 報酬下跌，而失敗銀行等拋售大量的不動產更將房價和 REIT 的收益推落谷底，尤其是抵押權型和混和型 REIT 處境更為慘澹，這段期間的成長主要為權益型 REIT

七、REIT 的突然榮景

這段期間的成長主要為權益型 REIT，主要是因權益型 REIT 在成長其中搜購押權型和混和型 REIT 所拋售的不動產，押權型和混和型 REIT 隨景氣而易變動性也被發現，但藉由權益型 REIT 購買所持有資產的資金，也使押權型和混和型 REIT 獲得資金而有機會調整體制。

八、REIT 產業成長原因

成長因素：

- 1.1993 年多項預算調停法案：修正 5/50 規則，使年金基金得以參與 REIT
- 2.結構改變：傘式合夥 REIT (UPREIT) 出現
- 3.多種 REIT 專職於不同類型的不動產 (辦公室、旅館等) 的出現：專業化使管理效率與獲利性增加
4. REIT 簡化法案和 REIT 現代化法案

九、現代 REIT

除了法令改變增加了 REIT 的效率性,近期開始關切 REIT 的大小所帶來的利益:

1. 增加執行效率和執行基金的高度流動
2. 經濟規模可以使資金成本降低
3. 更增加因財務分析的注意而使資金接近
4. 增加股份的流動性
5. 垂直與水平整合的利益

追求策略優勢與長期獲利性的目標也使現代 REIT 更貼近現代化的執行公司

附表：REIT 歷年之全年及分類型報酬率表現

年份	全年平均	權益型	混合型	抵押權型
全年平均	14.01436	14.17385	13.31514	9.989722
全年標準差	24.25334	23.50795	29.28118	32.12373
十年平均				
60 年代	18.58875	12.18625	23.86167	41.396
70 年代	12.66	15.727	10.069	4.109
80 年代	13.142	15.37	12.782	4.901
90 年代	12.387	12.701	10.812	5.376
十年標準差				
60 年代	23.62547	23.40075	43.60257	60.48772
70 年代	36.37305	33.60147	38.92505	31.09566
80 年代	15.48007	16.84122	16.05856	15.82143
90 年代	21.49443	21.98687	22.51972	23.03732

先由全年的報酬與風險來看, REIT 的平均報酬表現自 60 年代下跌後, 表現較為平穩, 但是從風險面而言, 可以看出在 REIT 不景氣的 70 年代, 投資 REIT 風險較高外, 經過歷次的稅法改革與調整, 風險有較推出時下降而平穩的情形; 而從分類型後的 REIT 來審視表現情況, 權益型 REIT 自上市以來報酬與風險與大盤相似, 而與其他兩種 REIT 相比, 報酬高且風險相對低, 可以發現此種低財務槓桿的投資工具在今日受歡迎之因, 而抵押權型 REIT 相較之下, 平均報酬最低, 但風險卻是最大, 相當符合作者在文中所提, 由於抵押權型 REIT 為一高槓桿投資工具, 相對風險大, 容易隨景氣變動而受影響, 混合型 REIT 表現則是居間, 不過報酬和風險和景氣狀況也有很大的關聯性, 而在稅法改革的時間點上, 1976 年與 1986 年的稅法改革, 讓 REIT 在 80 年代在報酬與風險上都有亮眼的表現。

第二部分上課及討論記錄

1. 往後各章節的報告標題要打上，並打出關鍵字及作者所提關鍵問句
2. 報告時對於內文章節關係和層次要清楚，以免遺漏重要事項
3. 閱讀內文時可以配對圖表做進一步的瞭解，例，從 p20 頁圖 2-1 部分可看出 TRA86 雖然對 REIT 的資金有所影響但幅度不算大，真正上揚幅度的差距是在 1992 年的時候，按照對內文的瞭解，應該是當時 REIT 有了結構性的改變（UPREIT 等的推行），一些現代化法案的修正而使得 REIT 的平均資本和總資本能夠大幅上升。
4. 可以在閱讀文章之時，嘗試對表內的資料作分析瞭解，這部分請欣樺回去可將 p19 的表 2-1 的每年平均數做 1962 2000 的總趨勢的平均數與變異數的求算，每隔十年也計算出平均數與變異數以得知大盤的報酬與風險，而表 2-2 分不同類型的 REIT 也做相同的處理。
5. 美國真正運行 REIT 是從 1960 年代開始，而亞洲的新興市場也是在約 2000 年的時候才開始出現，像 J-REIT、K-REIT、S-REIT 等，大家可以參考老師寄的日本發展報告最後一頁，有各國發展情形的附表，對各國的發展狀況作一點瞭解。
6. 林老師提問：MBS 在美國相當興盛，為何抵押權型的 REIT 卻無法運行的不若 MBS 好？

張老師回應：MBS 和抵押權型的 REIT 的操作方法是不相同的，加以相關稅制使抵押權型的 REIT 處於不利地位，而相較其他 REIT 又偏於高報酬高風險，而較不受投資者青睞。

7. 張老師：剛剛兩部分報告沒有提到的一個重要問題為：REIT 經營管理是否需要委外管理，在日本法令規定必須強制委外管理，而美國則是沒有限制是否委外，台灣則沒有明確規定，不委外管理的論點為自己的經營自身最為瞭解，並且可以提升服務提升收益的方式，將賺得的利益分給股東，但有道德風險問題存在，無代理問題的產生（避免利益衝突產生），而委外管理則是需要小心代理問題的發生，而以國內富邦一號的推行來看，較為人詬病之處在於從信託到內部營運等環節，幾乎由富邦集團所操控，唯一的「外人」為土地銀行，但土地銀行的中立角色不夠明確，所以需注意道德風險問題。