

不動產證券化專題研究第十一次上課記錄

時間：2003/12/19 (五) 14：10 到 16：00

演講題目：他山之石，可否攻錯？從美國不動產證券化經驗探討國內相關課題

主講人：張金鶚教授

記錄：朱芳妮

一、行政院經建會組團考察「美國不動產證券化」心得 (參觀行程如附表一)

(一) Washington Real Estate Investment Trust(WRIT)

美國目前有 170 幾家上市的 REITs，而此公司屬於當地型(local)公司。美國 REITs 基本上並非信託(trust)型，即證券化不必然須透過信託，而是上市掛牌公司(corporation)型，故可稱作「REITs 公司」。此公司在 1970 年成立，公司規模不算大，但歷史十分悠久，掛牌績效亦不錯；其不動產投資區域主要著重在 Washington, D.C.，標的種類涵蓋住宅、商業、工業及生技醫療等類型，亦即其有多樣化投資標的，但投資區域並不具多樣化特性，使其對於單一投資區域的當地市場具有相當熟悉度；每年透過市場分析及其投資遠見，選擇購買兩、三棟品質普通的不動產，經由整建、改建或維修等方式提升不動產價值及其收益性，於經營時則尋找適合的承租人出租其不動產；其基本收益及股利分配來源為租金收入，購買的不動產平均而言會經營約十至十五年始加以處理出售。

臺灣 REITs 則偏向信託公司，但銀行信託部對於不動產無深入瞭解，無法有效進行不動產投資及經營，故多委外經營管理。而 Washington REIT 公司性質偏向不動產公司而不似信託公司，係不假他手直接經營，透過長期經營的租金收益賺取利潤並分享給股東；關於投資標的的選擇，部份也透過土地使用變更，提高土地使用強度，變更的時間成本亦加以考量。一般證券共同基金主要是討論基金而不重視不動產，而此公司則較不強調基金管理的部份，較重視不動產的經營管理。雖然不動產(real estate)在美國一般視為一種證券(securities)，但若從公司經營角度(供給面 vs.需求面；股東 vs.REITs 公司)而言亦可視為一種資產(properties)。

《資料補充》¹

1. WRIT 是一家自行經營、自行管理、權益型的不動產投資信託公司，其信託業務包含獲得收益型(income-producing)不動產的所有權並加以經營，其基本經營策略為區域性集中、資產類型多樣化、附加價值(value added)的著

¹ 摘錄翻譯自「2002 ANNUAL REPORT-WASHINGTON REAL ESTATE INVESTMENT TRUST」及簡報資料。

重、遵守紀律的/控制的不動產獲取方法(disciplined acquisition approach)、穩定的(conservative)資金經營結構以及對股東的義務承諾。

2. WRIT 為了維持其 REIT 的地位，必須將其 90%的通常可稅所得分配給股東(在 2001 年之前分配 95%的比例)。在 2000、2001 及 2002 年，WRIT 分配所有的通常可稅所得給股東，而在這三年間出售不動產的利得則重新投資於更換/遞補的(replacement)不動產，因此在這段期間中沒有分配資本利得給股東。據此，無適用所得稅規定。
3. WRIT 通常會招致與不動產的取得(acquisition)相關的短期浮動利率負債。WRIT 以固定利率且有擔保或無擔保條件的貸款替代(replace)浮動利率負債，或者當市場情況許可時以出售權益型證券的收益償還債務。在適當的情況下，WRIT 可能會獲取一個或數個不動產以交換 WRIT 的權益型證券或轉換至 WRIT 股票的經營權單位。
4. WRIT 在地理上集中的重點是依據兩項原則：
 - (1) 不動產為地方性業務且由當地專業的所有者挑選並從事經營管理會更加有效率。
 - (2) 值得著重的地方性市場必須介在國家最好的數個市場之間並具有強壯且主要的事業基礎，以及需有足夠的多樣化以抵擋其主要事業的衰退。
5. WRIT 面對的風險因素：
 - (1) 其績效及價值受限於與其不動產資產及不動產業有關的風險。
 - (2) 深受 Washington, D.C. 特區的經濟環境情況的影響。
 - (3) 面對與資產的取得相關的風險。
 - (4) 將會面對與資產開發有關的新的且不同的風險。
 - (5) 面對重新訂定出租契約或再出租空間的潛在困難或時間的延遲。
 - (6) 面對來自主要承租人的破產或無力償還的潛在逆向(adverse)效果。
 - (7) 其資產面對來自開發者、所有者及辦公、工業、多戶家庭的(multifamily)、零售以及其他商業不動產等顯著而重要的競爭。
 - (8) 對遵守美國無資格法令(Disabilities Act)及其他法規的屈從或失敗。
 - (9) 一些潛在損失無法藉由保險而獲得足夠的補償。
 - (10) 對於環境污染的潛在責任可能會導致重大的成本。
 - (11) 面對與使用負債以籌集不動產的獲取及開發資金有關的風險，包括再融資風險。
 - (12) 利率的上升將會增加其利息成本。
 - (13) WRIT 的債務協議契約可能會反向/不利地影響其財務狀況。
 - (14) 權益型證券更進一步的發行可能會沖減現時股東的每股收益(dilutive)。
 - (15) 若失去 REIT 的資格將造成 WRIT 會如同公司組織般被課稅，此將大

大地減少用以支付股利的資金的取得。
(16) 市場條件的改變可能會反向/不利地影響其股票的市價。

(二) Department of Housing and Urban Development(HUD)

HUD 的經驗與 MBS(抵押貸款證券)有關。偏向官方拜會，有許多官員介紹目前美國的住宅及都市發展政策，如中低收入戶住宅政策等。美國有三個主要的保證保險公司，GNMA(Ginnie Mae,政府國民抵押貸款協會)由 HUD 主管，主要承作政府中低收入戶抵押貸款保證保險工作，因低收入者容易有貸款風險，銀行核貸機率低，透過政府介入可享有較低利息，且有違約發生時由政府擔保，其他尚包括退伍軍人(似我國軍眷村)的貸款(VA)；FNMA(Fannie Mae,聯邦國民抵押貸款協會)及 FHLMC(Freddie Mac,聯邦住宅抵押貸款公司)則為政府支持的民營中介機構。臺灣對於中低收入戶的貸款應有類似 GNMA 的制度為宜，未來經建會可能會派遣一批專門人員至美國接受相關房貸業務的訓練，以助臺灣住宅抵押貸款政策的突破。

《資料補充》²

1. HUD 是依據 1937 年的美國住宅法案所設立，1965 年的住宅與都市發展部法案建立 HUD 成為內閣層級的行政機構(Cabinet-level agency)。
2. HUD 的使命任務是增加住宅所有權、支援社區發展以及增加可負擔的住宅機會以自歧視/差別待遇中解放。為了實現此使命，HUD 將接受/信奉高標準的倫理(ethics)、管理及會計責任並且制定新的合夥計畫 - 特別是與以信念為基礎(faith-based)者及社區或組織的合夥 - 以舉債經營資源(leverage resources)並改善 HUD 在社區層級具有效率/有作用的能力。
3. HUD 的現行計畫方案：(1)社區規劃及開發；(2)實驗教學/實地演示(demonstrations)及綜合性大學/學習場所(university)專案；(3)真正公平的/一般的住宅(fair housing)；(4)政府贊助/主辦的事業；(5)醫療/健康照護場所(healthcare facility)貸款；(6)印地安人方案(Indian programs)；(7)重要危險物管制(lead hazard control)；(8)供多戶共用的住宅(multifamily housing)；(9)旅社或酒館(public housing)；(10)擔保品/證券(securities)；(11)單一家庭(single family)住宅專案；(12)其他。
4. HUD 的年度預算、經營管理、策略規劃、會計與績效報告等相關資訊，請參閱網站提供的詳細 PDF 檔資料。
(CFO Reports ; <http://www.hud.gov/offices/cfo/reports/cforept.cfm>)

² 摘錄翻譯自「Homes and Communities – U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD) ; <http://www.hud.gov/index.html>」。詳細資料請瀏覽相關網站。

(三) National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT)

NAREIT 是美國 REITs 的全國公會，製作很多 REITs 的相關指標(indexes)，其在參訪時介紹了美國 REITs 的發展歷史，基本上美國 REITs 系統是 SPC(Special purpose company)，而臺灣是 SPT(Special purpose trust)，美國 REITs 的 SPC 性質為一般上市上櫃公司股票，強調經營(management)，且 REITs 公司因避稅考量會自願性地主動申請成為 REITs，政府則給予嚴格規範及稅賦上的誘因，即 REITs 免稅，而對股東課稅；臺灣採信託是因其具有類似防火牆的功能，建設公司是買地進行開發而後出售結束，不強調經營，REITs 運作需受到法令的規範及限制。

美國 REITs 公司有 equity REITs 及 mortgage REITs，早期限制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。後來有 UP REITs，由建設開發公司與人合夥，即由不動產的所有人、地主或建設開發公司與 REITs 公司合夥經營，此為 Umbrella Partnership REITs，亦具有 OP (Operation Partnership)的概念，如此使美國 REITs 的發展更為蓬勃，但合夥後亦可能有一些問題產生，如不動產所有者何時應出售不動產、經營利潤如何分配，而對於原擁有不動產者亦有稅務上的誘因。

美國貸款制度一度陷入困境，後來有 1986 年的稅制改革，對 REITs 提供稅賦上的誘因，接著有 UPREITs 的出現，使開發者可以分享所有權；而後來出現的 DOWNREITs 則主要是強調後續經營管理部份。美國 REITs 最近的投資績效遠超過一般證券的表現，表示 REITs 股票具有競爭性，因此美國經驗可提供臺灣相關制度的參考，但美國措施是否適用於臺灣則仍須考量。

臺灣不動產證券化法令規定目前僅能成立 SPT，但應要有 SPC 的成立，使未來不動產證券化的發展有更多可能性，惟目前僅金融資產證券化規定可成立 SPT 及 SPC。美國 REITs 特別強調不動產的經營管理，因此好的經營管理者十分重要，過去影響不動產的最重要因素為 Location，但現今影響 REITs 的最重要因素為 Management。

《資料補充》³

1. NAREIT 是 REITs 及公開上市交易(publicly traded)的不動產公司的全國交易協會(the national trade association)，成員包括不動產投資信託(REITs)及其他持有、經營並融資收益性不動產的企業，以及那些提供顧問諮詢、調查研究及服務這些企業的公司或個人。
2. NAREIT 對其成員及非成員提供許多方案、出版刊物及服務。雖然非成員

³ 摘錄翻譯自「National Association of Real Estate Investment Trusts ; NAREIT ; <http://www.nareit.org/>」，詳細資料請瀏覽相關網站。

對於許多重要的教育及電腦網絡資源是有資格使用的，但公會成員將被賦予獲得額外利益及成本節省的資格。目前有超過 2,000 個 REITs、不動產公司、投資者、產業專業者及學者利用與 NAREIT 的成員關係及其提供的相關資源，其中有許多人/家購買其出版刊物並透過 NAREIT 參與相關事件。

3. NAREIT 提供的資源及功能如下：

- (1) 在國家及州郡決策者影響 REITs 及公開上市交易的不動產業之前代表提出陳述(representation)。
- (2) 替有金融工具(financial media)及投資市場(marketplace)的公開上市交易的不動產業表達意見/成為其代言人。
- (3) 提供許多機會給 REITs 及公開上市交易的不動產公司而使他們之間產生網絡關係，而且在不動產業中有各種不同的服務提供者。
- (4) 參與任何由 NAREIT 發起/主辦的委員會會議(committees)。每個會議提供成員與產業領導者肩並肩地合作提出當前相關議題與建議的機會。
- (5) 提供每年的線上(online)成員人名地址錄(directory) - NAREIT 手冊。NAREIT 手冊係將相關成員按照字母順序及地理區域做分類整理，並且詳細介紹每一個法人組織的/合夥的(corporate)成員。此資訊可以在 NAREIT 的網站上獲得且每週地更新。
- (6) 不動產投資組合 - NAREIT 的雙月份的、四種顏色的雜誌，提出許多 REIT、資本市場及不動產的相關議題。
- (7) 在 NAREIT 網站上提供關於 REIT 的最新產業調查資訊。

(四) Fannie Mae (FNMA)

Fannie Mae 主要承作抵押貸款保證保險業務，不單單僅是針對中低收入者，原為政府管轄，後來成為民營的法人機構，為股票掛牌上市公司，資本相當雄厚，並有出版關於 REITs 的兩種期刊，其業務強調 R&D 的部份，亦製作房價指數，進行提前清償及違約風險的分析，建立許多相關模型。

《資料補充》⁴

1. Fannie Mae 是美國住宅金融系統的領導者。
2. Fannie Mae 的目的是使低成本抵押貸款資金的流量更為順暢，以增加低的、普通的、中等收入的美國人對於住宅所有權的可獲得性與可負擔能力。為一家民營的、股東所有的公司。美國政府並無直接或間接地保證其債款證券或其他債務。
3. Fannie Mae 對於抵押貸款的貸方及投資者而言是國家最大的資金來源，提

⁴ 摘錄翻譯自「Fannie Mae at a Glance, the document of an overview of Fannie Mae, October 2003」以及「ANNUAL REPORT of Federal National Mortgage Association」。

供資源予顧客來借貸額外的抵押貸款或進行抵押貸款相關證券的投資。對於抵押貸款市場提供流通性而有利於借方，但並不直接貸款給顧客。藉由自初級市場機構(如商業銀行、儲貸協會、抵押貸款公司、證券承銷商以及其他投資者等)購買抵押貸款及其相關證券而僅限於(exclusively)在次級抵押貸款市場中營運。藉由發行及保證抵押貸款相關證券而於次級抵押貸款市場中提供額外的流通性。亦對於顧客提供以費用為基礎的(fee-based)服務以使其目標及任務更容易達成，這些服務包括發行及經營操作各種抵押貸款相關證券 提供信用增強及技術產品以幫助創始及保證(underwriting)抵押貸款。

4. Fannie Mae 財務概述：A. Fannie Mae 的市場為住宅抵押貸款未償債款(residential mortgage debt outstanding)的市場，整體而言傾向較經濟的成長快速(1972-2002 年每年抵押貸款未償債款與 GDP 的成長率相比較)；B.住宅抵押貸款市場被預測在 2001-2010 的 10 年間有每年 8-10%的成長率，而 2004-2010 年預測有 6.7-9.5%的成長率，在這些預測的成長率下，單一家庭的(single-family)不動產價值以及抵押貸款未償債款在此 10 年間應有超過兩倍的增加(抵押貸款未償債款市場是由人口成長的趨勢、住宅價格上漲以及消費者對資金的需求所驅動)；C.管理抵押貸款市場有兩種方法 - 信用保證(credit guarantees)及投資組合形式的投資(portfolio investments)(係以保證業務管理信用風險，而以投資組合業務管理利率風險)；D. Fannie Mae 的信用保證及投資組合業務是在一個令人信服而嚴謹的以及公開揭露的財務紀律架構下加以管理(業務遵守令人信服的財務紀律指導準則，可藉由最近被形式化的三項特殊內部財務紀律目標而加以更進一步的強化)。
5. Fannie Mae 的信用保證業務：A.信用保證業務的經營管理開始於遵守紀律準則的保險契約的簽訂(disciplined underwriting)；B.台面上的保險業者(Desktop Underwriter, DU)可使 Fannie Mae 擴展業務；C. Fannie Mae 有高品質及區域性多種商品的業務；D. Fannie Mae 積極地經營管理其資產，減少違約率及嚴重損失(積極的管理、住宅的權益/贖回抵押品的權利/淨資產值(equity in the homes)以及信用增強的使用皆可使 Fannie Mae 所招致的損失降至最低)；E. Fannie Mae 藉由控制方法(disciplined approach)使其在成長的業務上有較低的信用損失，且較其他抵押貸款資產管理者而言有更低的信用損失率(credit loss ratio)，而風險程度較低則使其資本對信用損失的比率相當地高(在 2002 年的比率是 357:1，同樣專業化於抵押貸款的互助儲蓄銀行為 47:1，所有商業銀行為 18:1)。
6. Fannie Mae 投資組合業務：A.管理抵押貸款投資組合業務的目標是使核心的淨利息收益(core net interest income)隨時間而成長；B.投資組合業務的成長開始於來自世界各地投資者資金的取得(在市場上銷售負債給世界各地的投資者以吸引美國以外的資金)；C.衍生產品(derivatives)可幫助擴展籌資來

源以及轉換可自現款市場集結到的負債成為投資組合所需資金(可給予 Fannie Mae 獲得額外投資者及投資組合管理中附加的彈性的機會/門路)；D. Fannie Mae 的策略是使資金與所擁有的資產相配合(matched funding)，並且將選擇權附加至負債中以抵銷提前清償風險(抵銷在那些抵押貸款中約 50-60%的 optionality，此策略會導致較低的初始 ROE，但有隨時間較為穩定的 ROE，相較於一些投資者會以短期負債/借款換購長期抵押貸款的情況，將會產生高初始 ROEs，但此 ROE 不太可能隨著時間而能維持得住)；E. 會積極地使投資組合再保持借貸平衡(rebalance)(貸款期間的缺口(duration gap)是決定何時 rebalance 的主要指標)以維持幾乎相等的(close)資產/債務配對(asset/liability match)(如此能保證其資產及負債隨時維持密切的相稱性(隨時提供資金補足)，將不會被過度束縛於(overhedged to)淨收益的損傷或此收益的維持能力(sustainability)的損傷)；F. Fannie Mae 在上述 D. 的策略將產生與最低限度資金的要求相一致的以風險為基礎的(risk-based)資金要求(在風險下的淨利息收益是投資組合風險形勢的更能令人理解的/更具涵蓋性的指標，因其納入新業務的效果)。

7. Fannie Mae 的其他功能及表現：A. 可提供投資者一個廣泛幅度的衡量標準(metrics)及資訊以評判一家公司的正常(sound)營運情況；B. 對於業務管理的控制方法(disciplined approach)已使其核心(core)業務 EPS 在連續 16 年中產生兩位數的(double-digit)成長率；C. 由 Fannie Mae 的市場成長率快於 GDP 的成長以及 10 倍的獲利情形而言，可知其提供投資者成長價值及令人注目的/強制的(compelling)價值。

(五) Jones Lang LaSalle(巴爾的摩仲量聯行)

仲量聯行是 REITs 的顧問公司，在參訪過程中介紹顧問公司的經驗及一些個案。大部分的 REITs 公司是國際性投資的公司(投資區域多樣化)，故此公司主要業務是提供各區域的不動產市場情況以及投資組合方面的資訊及建議。有些專家認為臺灣 REITs 市場有發展的空間；有些則認為台灣市場規模過小，適合進行 REITs 投資的公司很少，發展不易。其實臺灣的資產信託很可能朝向 T-REITs 發展，至於市場規模過小的問題則可能透過與其他鄰近國家之間的投資組合或者資金相互結合的方式(International goods)獲得解決；臺灣 REITs 的發展亦需相當的誘因及機制配合，但目前有許多不確定性問題存在，如法制上或投資標的的不確定性，會增加投資風險，所要求的報酬亦會相對提高。

《資料補充》⁵

⁵ 摘錄翻譯自「Republic of China Delegation-REIT Market Overview-LaSalle Investment

1. 公司背景

- (1) 仲量聯行是一個全球性組織，其為公開上市公司(NYSE-紐約證券交易所)，在 5 大洲 34 個國家中有 100 個市場。
- (2) 關於 LaSalle 投資管理，其為具有 20 年投資管理經驗的全球性不動產顧問，在其管理之下於個別的帳戶及基金中有 210 億資產，提供機構投資者、公部門及私部門投資者以及公司組織相關的引導性投資策略，著重於長期委託客戶關係。
- (3) LaSalle 投資管理證券為全球性範圍的不動產證券，包括北美巴爾的摩、歐洲阿姆斯特丹及亞洲新加坡。
- (4) 證券投資計畫及相應的策略目標：A.核心(core) - 傳統(conservative)投資方法、著重於較大及較高品質的公司、廣泛的多樣化；B.小額的費用上限/資本額(small cap) - 把小型並經過研究的公司作為目標 從著重市場性及私有化/接管起上漲、對於顧客全部的不動產 REIT 投資組合有良好的補足額(complement)；C.收益(income) - 投資組合以達到平均水準以上的收益率(income yield)為目標、以超過核心投資組合 1.5%-2.0%的收益率為目標 對有現金流出量需要(outflow needs)的顧客提供較高的收益報酬；D.全球性(global) - 廣泛多樣化的全球性不動產股票(stock)投資組合(著重於主要的工業化國家)、擴充一連串的機會(opportunity set)以提高潛在報酬。

2. 美國 REIT 市場概述

- (1) 現行 REIT 產業簡介：A.REIT 市場自 1990 年的 100 億元成長至今日的將近 2,200 億元；B.法令對於 REIT 的管制已變得較為寬鬆；C.投資者基礎正逐步形成發展 - 傳統地對於零售的或個別產品的考量、機構所有者在 1990 年代因 REIT 的出現而變得相當重要、不動產及所得投資者變成更加重要的 REIT 擁有着；D.在每一個主要的資產部門中對於優質公司(quality companies)有廣泛的代理(broad representation)；E.公司的品質有相當引人注意地改進 - 最佳的所有者經營者(owner operators)是公開上市的(public)、較大且較高品質的資產投資組合。
- (2) REIT 產業背景：A.在 1960 年創設 - 以提供較小額(smaller)投資者一個可參與商業不動產所有權的投資載體(vehicle)；B.在管制投資公司後被加以型塑；C.是否享有稅賦待遇受限於資格要求。
- (3) 關於 REIT 產業的歷史概述：A.1960 年代 - 由被動/消極的(passive)權益型 REITs 組成小型產業；B.1969-1976 年 - 抵押權型 REIT 迅速發展；C.1985 年 - 一些不動產經營公司與 REITs 搭配；D.1986 年 - 稅制改革法案為公開上市所有權(public ownership)設立了成長的階段；E.1992-1997 年 - 現代 REIT 市場的興起。

- (4) REIT 結構：A.傳統 REIT - 股東→REIT→被動/消極的不動產資產；B. 傘型合夥(umbrella partnership)REIT - 股東→REIT→經營的合夥 (operating partnership)→不動產資產與開發。
- (5) 今日 REITs 與公司組織的比較：A.公司組織 - 公司收益(earnings)是應課稅的、投資者所得股利是應課稅的、沒有支付股利的要求、較高的成長(收益的再投資)、低獲利率(yield)、較多的波動/易變性(volatility)；B.現代的 REITs - REIT 收益不課稅、對投資者所得股利課稅、90%的收益支付為股利、中等而穩健的成長(3%-6%)、較高的獲利率(5%-8%)、較少的波動/易變性。

3. 全球公開上市的(public)不動產證券市場概述

- (1) 自 1989 年 12 月至 2003 年 9 月，全球性證券的市場資本額(market cap)成長了兩倍(自約 1,650 億至 3,360 億美元)。
- (2) 由全球的不動產可知有龐大的全球性證券化潛力：A.不動產市場(市場資本額為 5 兆美元) - 北美洲 38.0%、歐洲 34.0%、亞洲 21.0%、拉丁美洲 3.0%、澳大利亞/紐西蘭 2.0%、其他 2.0%；B.間接部份(indirect portion)(市場資本額為 3,363 億美元) - 北美洲 55.2%、歐洲 18.8%、亞洲 14.4%、澳大利亞 11.6%。
- (3) 以區域及國家別對大的及流動的可投資範圍進行分類來看全球的證券：A.區域別 - 北美洲 55.2%、歐洲 18.8%、亞洲太平洋區域 26.0%；B.國家別 - 美國 53%、澳大利亞 12%、歐洲大陸 9%、英國 9%、日本 7%、香港 7%、加拿大 3%、S'pore1%。(至 2003 年 10 月 31 日止的市場資本額為 3,360 億美元、公司數量共 225 家)
- (4) 各種全球不動產部門的陳列：辦公 27.6%、零售 25.3%、divrs/其他 20.0%、住宅 17.3%、工業 5.0%、飯店旅館 4.9%。(至 2003 年 10 月 31 日止)
- (5) 全球不動產證券化成長的展望：A.最近的事件/情況 - a. REIT 首次公開發行(IPO)活動持續於日本、新加坡及韓國；b. 最近在澳大利亞及加拿大的首次公開發行活動是藉由既有 REITs/登記上市的(listed)資產信託的溢價/過高價值的定價(premium pricing)所激起；c. 在法國通過的 REIT 法令以及自 REOC 至 REIT 結構的轉變於目前正在進行中。B.預期的活動 - a. 於日本及新加坡的 REIT IPOs 有重要的儲備(backlog)；b. 在香港及臺灣的 REIT 法令處於發展階段；c.在英國及義大利的 REIT 法令處於考量中；d. 在加拿大會影響 REITs 的新法令應積極地影響機構的投資；e. 將會導致較大、較具流動性的公司的合併(consolidation)應持續下去。

4. REITs 評價方法 - 期望的投資屬性

- (1) 投資過程 - 公司分析:步驟 1 - 預先選擇投資範圍 - 依市場資本額(cap)

挑選分類、著重於產品；步驟 2 - 重新檢視所有公司的內部詳細情況 (disclosures) - 公司會計、銷售面分析師的報告；步驟 3 - 市場調查 - LaSalle 專利的研究調查、R.E.市場專家、銷售面分析師；步驟 4 - 以經營管理加以應付 - 滿足 CEO/CFO 要求、資深的經營管理者；步驟 5 - 巡視(tour)資產個案 - 滿足資產標準者(meet property level people)；步驟 6 - 籌備現金流量計畫 - 收益(earnings)模型；步驟 7 - 評估價值 - 複合的(多樣組成的)(multiples)、資產淨值(NAV)、內在價值(intrinsic value)；步驟 8 - 購買/銷售/持有的推薦(recommendations) - 相對的評價、風險測繪的數據圖表(risk profile)、流動性、經營管理。

- (2) REITs 評價要件：A.業務策略 - 著重於產品、成長的驅動力(drivers)、產生增值/附加價值(value added)的能力、與策略相關的風險；B.不動產 - 市場基本面、資產年齡及條件/狀況、區位、承租者特性/優勢(quality)、租賃結構；C.資本結構 - a.重點：瞭解融資風險、預計未來收益，b.關鍵考量要點：負債對總市場資本額的比率、可變利率負債的總額、負債的組成、近期(near-term)融資風險、負債到期計畫表、在市場利率負債之下的到期負債總額、信用評等、資金使用的機會(access)；D.組織結構 - 外部顧問(advised)vs.內部顧問、外部管理 vs.內部管理、傘型合夥 REIT(UPREIT)、RMA 及可稅 REIT 的補助；E.經營管理能力 - 產生增值/附加價值的能力、知識的深度及廣度、公利與私利的衝突；F.成長潛力 - 預期獲益成長(REIT 等值的 EPS 是自經營或 FFO 籌資)；G.(相對的)評價 - FFO 或 AFFO 複合(multiples)、對資產淨值的折價/溢價、對內在價值的折價/溢價。
- (3) 投資組合風險管理：A.進行公司及市場調查以估定風險；B.以多樣化的指導準則來控管風險 - 證券集中的限制、部門的多樣化、地理上的多樣化。
- (4) 亞洲 REITs 的期望屬性：A.管治/調節(合作)/透明化 (Governance/Alignment/Transparency) - a.明確的管理監督(oversight)；b.每年以英文及本國語言出版具理解性的帳目審計財務報告，內容包括利潤及損失的描述、資產負債表、主管的複查評論以及帳目的完整記錄註解；c.主要資本決策的批准需要獨立的董事會投票表決；d.公司不動產資產需要年終的/會計年度末的(year-end)第三者(third party)評價；e.管理的報酬(compensation)與股東增值/附加價值(value added)的衡量標準(metrics)(相對的股價表現、每股成長獲利)一致。B.公司特徵 - a.優質的不動產資產；b.最高限度的目標財務槓桿 - 50%的負債對總資產比率；c.著重策略 - 部門及類型；d.大多數的 EBITDA(即 60%)由不動產相關活動所獲得；e.有限度的國外投資(即少於 25%的 EBITDA)。C.投資特徵 - a.在官方的股票交易所登記上市的公司；b.極小化 USD\$100mm 的游離浮動的(free float)市場資本額(游資)；c.每季的

(quarterly)股利支付 - 95%法定最高限度的淨收益(net income)支付率；
d.稅賦透明化。

(六) Sinolinks(富華通投資公司)

富華通投資公司為臺灣人在美國設立的公司，有投資台開，雖可成為 REITs 公司但不成立，因其經營策略具有臺灣人高風險高報酬的投資(投機)特性，通常購買低價不動產進行開發，約二年左右即行出售，較不強調經營管理的部份，且為委外經營管理；有良好的資訊網絡，有利其得知適合購買獲利的產品及適當的投資時機。於個案介紹中，其一為購買百貨公司，樓上設計成商務辦公室進行高服務品質的出租，經營情況不錯；亦有罐頭工廠的產品；另一個為老舊社區，進行維修整頓後調高租金出租，不再繼續經營。

《資料補充》⁶

1. 富華通隸屬成立於 1991 年的美國建高控股集團其中一員，關係企業遍佈拉斯維加斯、加州爾灣、洛杉磯、台北與香港，集團成員包括有設立於美國的姊妹公司 - The Bascom Group 及 The Southern California Industrial Fund，以及位於台北的兩家關係企業。其以成為大中華地區不動產財務金融服務的領導企業，扮演本地區不動產開發商、商業銀行、專業投資人與國際資本市場之間的銜接橋樑為目標。
2. 富華通主要將專注於三種投資標的：(1)拋售性資產(distressed properties) - 拋售性資產雖常見於各地區市場中，但條件較差者多位於如上海、北京及台北等一級都會區，而由於各個城市的發展程度不同，位於中國地區者可能包含若干尚未興建完成的建物，位於臺灣地區者則提供許多為舊建物重新定位的商機；(2)新開發個案(development properties) - 雖然在大中華地區市場中普遍存在著過度開發的問題，但針對特定市場區隔，仍存在值得推動開發的商機；(3)機會型資產(opportunistic properties) - 係指在每個地區市場中常見的一些因其持有估價發生財務問題而亟需以合理價格處分的正常物業。
3. 富華通業務範圍：(1)顧問諮詢服務 - 提供中國開發商、外國開發商及投資法人有關財務金融架構規劃、不動產開發、合夥及購併等諮詢服務；(2)商人銀行服務(merchant banking) - 為大中華地區開發商及不動產持有者募集資金，並為開發商尋求其國外合資夥伴；(3)資產管理 - 將借鏡其美國關係企業的成功管理經驗及管理系統，來管理法人機構與其他投資者的基金組合與資產組合。

⁶ 摘錄自「the document of an overview of Sinolinks Investment Corporation」。

4. 富華通競爭優勢：(1)專業及資深的管理團隊；(2)在美國擁有優良的資產管理績效。

(七) Community Redevelopment Agency (CRA)(洛杉磯市社區再發展機構)

LA 社區再發展機構透過稅捐上的獎勵促使都市更新能順利達成。因 LA 處於衰退老舊的階段，經過社區再發展機構相關工作的推動而獲得改善。都市更新地區徵收的房屋稅及地價稅等稅收的主要部份應使用在該地區，因此劃定都市更新地區可產生相當的房地賦稅並使用在該地區的改善工作上，而房地價格因更新工作而提升，又可因此產生更多賦稅進行改善工作，所以透過稅制上的設計，將有助於該地區更新工作的財源。

《資料補充》⁷

1. CRA/LA 簡介：超過半個世紀的時間，CRA/LA 一直是洛杉磯在住宅、商業鄰里及經濟發展方面的公部門(public)夥伴，貢獻於洛杉磯經濟服務範圍的復興(revitalizing)、刷新(refurbishing)以及更新(renewing)。CRA/LA 自 1948 年創立以來，其主要工作是幫忙 - 幫忙願意冒險追求一個更活躍的城市的投資者、幫忙對其社區有更新熱忱抱負的鄰里居住者、幫忙那些在窮困中(in need)努力奮鬥者參與城市的成長與繁榮，亦即其協助 - 增加對於低收入及中等收入家庭的住宅供給、對於商業及工業發展提供基礎設施、創造維持可接受的就業水準所必須的工作機會，並確保市民能參與決策過程中的每一個步驟環節。
2. CRA/LA 的功能及目標：(1)吸引私部門投資至經濟衰弱的社區；(2)消除整個洛杉磯的貧民窟(slums)及破落荒蕪的地區(blight)；(3)移除(remove)、修補(repair)或替代(replace)被遺棄的或不安全的資產/不動產；(4)透過歷史性的保存、回復(rehabilitation)以及新開發來重新賦予較老舊鄰里生命活力；(5)為所有所得水準的家庭興建住宅；(6)鼓勵並促進經濟發展；(7)創造並保持(retain)就業機會；(8)有效支持都市設計、建築風格式樣以及建築藝術；(9)確保最廣泛可能的在都市活動中的市民參與。
3. CRA/LA 建立再開發/更新(redevelopment)地區的目的：(1)助成(foster)工作的創造以及建立一個將會吸引並支持私部門投資的環境；(2)維持並增加對於低收入及中等收入家戶的住宅供給；(3)更新(renovate)、移除或替代惡化的或荒廢的建築物/構造物(structures)。
4. 再開發/更新計畫：CRA/LA 會採納可令人理解的再開發/更新計畫 - 此計畫

⁷ 摘錄翻譯自「the documents of an overview of Community Redevelopment Agency of the CITY OF LOS ANGELES;CRA/LA」。

是由政治、產業面的專家及社區參與所建立，提供移除實質面及經濟面的破落荒蕪地區的指導方針及策略，並為促進成長及新機會的產生提供一個願景、目標與時程表；是刺激經濟成長，創造新住宅，並改善居住及工作於更新地區以及在更新地區附近的人們的生活品質及一般性福利的指引。

5. CRA/LA 的籌資方式：其籌資是透過許多當地的、州的、聯邦政府的及私部門的來源。然而其大部分的收入(revenue)來自於「稅賦增額(tax increment)」基金。此稅賦增額是資產稅的一部份，是在更新/再開發計畫地區中資產稅總額的增加或增額，是因該地區更新/再開發活動的正面效益所產生，故此概念是若無更新/再開發，則資產價值加速的增加以及因此增加的資產稅將不會存在。
6. CRA/LA 的資金用途：(1)資金使用於提供給中等及較低收入家戶的新住宅、新的零售購物及休閒娛樂中心、惡化的公共設施及改良物的重新建造、住宅及商業的回復工程方案、企業的吸引及保持方案、商業建築物外貌及街道植栽的改善、褐色區域(brownfields)的環境清潔整理方案、鄰里街區轉讓授予(grant)方案(以前著重於鄰里的主動倡議)、對於歷史性建築物的保存或回復或適合的再使用、公共藝術品方案、免費/自由油漆塗料(paint is free)的住宅改善方案、首次購屋者的援助等；(2)由於資產稅增額收入僅能使用於產生它的更新/再開發地區，因此每一個更新/再開發地區皆有個別的且明確區別的預算。
7. CRA/LA 的直接工作成果：(1)藉由提供投資者財務的支持、技術的支援、土地的聚合(assembly)以及其他誘因，有超過 100 億美元的私部門投資輸送至 CRA/LA 更新/再開發地區；(2)經由 CRA/LA 的支援，在最近 20 年間有超過 28,000 住宅單位被興建或回復，超過 90%是低收入及中等收入單位；(3)透過更新/再開發活動，有超過 125,000 個工作機會被創造或保留；(4)有超過 8,000 萬美元被投資在各種被設計用以提供服務給都市中無住宅人口的計畫及方案。

二、演講主題內容摘要

(一) 前言

他山之石，可否攻錯？美國發展成功經驗是否可作為台灣借鏡？美國自 1960 年起迄今已有四十多年發展歷史，歷經緩慢發展、迅速擴張、沒落重整、全面發展、蓬勃發展等階段；而台灣目前仍在摸索階段，仍需建立各項配套措施。美國與臺灣的發展背景不同，且美國制度由來已久而幾經演變，應取何部份做為參考，亦需深入研究。

(二) 美國不動產證券化發展經驗

1. 美國 REITs 發展階段

- (1) 緩慢成長期—1960 年初期只允許 Equity REITs 設立。
- (2) 快速擴張期—1967 年起開放 Mortgage REITs 《二胎概念》，1968-1973 年間資產成長近 20 倍，權益型 209 家成立，抵押權型 113 家成立。《外亦有混合型 REITs 出現》
- (3) 萎縮期—1975 年後因市場對貸款認購數量稀少、市場利率高漲，致使 REITs 不斷萎縮，於 1980 年跌至谷底。
- (4) 再發展期—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；資產與所得規定也予以放寬。《惟目前有限合夥制又逐漸式微》
- (5) 成長期—1992 年立法創造 UPREIT 《開發者或不動產擁有者與 REITs 公司合夥》，提供成長架構且對資產擁有者稅制較為寬鬆；1993 年退休基金開放得投資 REITs。

2. 美國 REITs 市場家數與市值

REIT 公司 176 家,總市值為 1,619 億美元。《調查期間從 1971 至 2002 年，白色的部份是權益型 REITs，92 年後有明顯成長；黑色是抵押權型 REITs，在 80 年代較多，後來減少，主要是因權益型 REITs 的直接投資。目前約有 170 家 REIT 公司。》

3. 美國 REIT 上市公司與其他重要指數投資績效比較

《NAREIT 製作相關指數以評估 REITs 的績效。藍色的是 2003 年的績效，紅色的是 2002 年的績效，2002 年只有 T-bond Treasury 公債及 REITs 是正的，其他是負的，顯示在不景氣下 REITs 仍有不錯的績效；2003 年在整體情況不錯下，REITs 股票亦維持相當水準。由此可知美國 REITs 與其他股票相較下，表現相當不錯，適合投資。》

4. 美國 REIT 上市公司歷年股利與十年期公債收益率比較

《REITs 與公債的利差(spread)比較，低於零表示 REITs 績效較十年期公債差，高於零則表示 REITs 績效較佳，REITs 績效最高可優於十年期公債達 3.5~4%的利差，平均利差值為 1.14%。後期 REITs 表現愈佳，即稅制改革後在提供誘因下的收益較多。》

5. REIT 指數與消費者物價指數

《REITs 股票上下波動的走勢與 CPI 指數走勢相似，亦即在某種程度上係跟隨幣值波動(通貨膨脹)而變動，表示 REITs 股票投資不錯。》

6.NAREIT 與 NCREIF 報酬指數

《NCREIF 類似建築公會。證券不動產報酬率指數(投資 REITs 股票)較實體(非證券)不動產報酬率指數(投資實體不動產股票)為佳，尤其後期表現差距拉大。》

7.NAREIT Equity 與其他投資工具相關性

《相關係數愈高因無法抵沖風險而愈不好，係數愈低愈則適合作投資組合。樣本期間分成兩種，即 1993 至 2003 年最近十年以及 1973 至 2003 年最近三十年的期間，可發現短期相關係數相對較小，而長期相關係數相對較大。若臺灣法人機構要進行 REITs 投資，則應採用投資組合方式以分散風險，不完全投資在不動產上。從資料亦可看出 REITs 是不錯的投資工具。》

8.小結

- (1)1990 年起家數與市值都呈現明顯快速發展。
- (2)類型—逐漸以權益型 REITs 為主。
- (3)績效—REITs 投資報酬率介於債券與股票之間；與十年期公債收益率相比，近十年來二者平均利差達到 1.14%。
- (4)相關性—REITs 與其他投資工具相關性低《表示 REITs 是不錯的投資工具。》

(三) 課題討論

1.受益權分散規定之探討

- (1)課題說明《5-50 規定係指擁有股票股權者不得少於 5 人，而任 5 人擁有的股權不得超過 50%而需分散。但臺灣 REITs 公司因背景條件不同將很難符合此規定。》
- (2)美國經驗
 - A.受益權利必須由一百人(含)以上所持有
 - B.記名股票任五人(含)以下不得直接或間接持有超過百分之五十以上
- (3)台灣情形
 - A.不動產市場規模比美國小，採用相同 5-50 規定是否適宜？
 - B.台灣不動產證券化分為「投資信託」與「資產信託」兩類，是否皆適用相同 5-50 的規定？《投資信託的股權容易分散，資產信託因規模不大而較難分散，因此若美國 5-50 規定直接援用至臺灣，則對於臺灣而言門檻會過高，易生執行上的障礙，此課題應作檢討。》

2.不動產證券化代理課題之探討

- (1)課題說明《不動產證券化是一個共同基金的概念，將資金匯聚於共同基

- 金，再由信託業者操盤，信託業者的資金操作是以股東權益為出發點抑或僅顧其私利則難以掌握。主要代理問題為主理人-代理人關係間的爭議。》
- (2)美國經驗：代理問題：「逆向選擇」、「道德危險」
- A.初期規定委外管理，有關委外管理利益衝突之研究相當豐富
 - B.1986年開放自行管理，代理問題逐漸減少
 - C.UPREITS為合夥關係，仍有代理問題及利益衝突情形
- (3)台灣情形：法令未明確規定《可自由選擇是否委託代理人》；受託機構(信託業者)《即銀行》對不動產市場不熟悉必須依賴不動產業者，易產生利益衝突、道德風險等代理問題《尤其資產信託更易產生代理問題。》

3.不動產信託與證券化資訊管理之探討

- (1)課題說明：資訊管理需求分為對外、對內。《「對外」係指資訊對外公佈，投資者對於資訊有相當程度的掌握才會前來投資；「對內」係指內部控管，如經理人的控管。》《資訊課題為重點，若資訊欠缺或不周詳，則不動產證券化難以順利發展。如 NAREIT 提供豐富資訊及指標數據可作參考，使投資大眾對於 REITs 的投資更添信心。》
- (2)美國經驗：初次揭露義務、繼續揭露義務。《需有充分的資訊揭露以利評價工作。》
- (3)台灣情形
- A.不動產相關資訊缺乏且不透明《原本不動產市場即缺乏完整訊息的提供，如今推動不動產證券化，將使資訊缺乏的情況更受到關注。經建會已協助成立財團法人不動產資訊中心，希望建立發佈相關訊息以彌補市場資訊的不足，惟目前仍有相當的努力空間。》
 - B.不動產證券化初期資訊不足，缺乏資料累積進行研究，以瞭解市場真貌《目前因尚無不動產證券化的實際案例，即使明年有一、兩個個案推出，亦僅屬於特定情況或不成熟的案例，可能無法提供有代表性的資料。基金管理人及信用評等部份尤其需要充分的資訊，臺灣目前信用評等機構僅有三家，雖然對於評等工作有嚴謹而高標準的規定，但若因不動產資訊不充足而對於評估標的不甚了解，則亦會產生偏誤。》

4.不動產證券化評價課題之探討

- (1)課題說明
- (2)美國經驗：FFO、FAD、DCF、NOI《由營運收益、經營情況、淨值、淨現值等概念進行評價》
- (3)台灣情形
- A.方法與制度未確立共識《臺灣目前以收益還原法估定的價格將有相當問題產生，而以市場比較法所得之價格卻需在真實交易情況下才會精準，且不動產仲介公司的評價人員亦無專業的評價經驗及能力。傳統證券評

價方法來自基金，而基金有其會計方法，證券評價方法如何與不動產評價方法結合，權重如何決定，則為實證上的問題。》

B.資訊不足影響評價精確度

C.人力與經驗不足，易與市場產生落差《不動產證券化評價技師的證照制度相當重要，因不動產估價師僅會估定不動產本身的價格，無法評估證券收益價格。估價的假設易受到質疑，亦易與市場產生落差。》

(四) 結論與建議

1. 結論與建議()

(1)信託公會或國內相關機構應扮演美國 NAREIT 機構功能《臺灣不動產證券化資產信託公司的成立需三億資本，投資信託則需十億，傳統信託公司更高達二十億，由此可知不動產證券化兩種信託公司的門檻有降低，但無論如何皆應加入信託業公會，因會費高且信託利潤風險低，故希望能多進行一些投資研究工作。》

(2)建議信託公會及相關單位進行後續研究，確實釐清他山之石，可否攻錯？《例如淨資產的評價每三個月需公告一次，若變動超過指數的 15%，則應找估價師再次評價，但此 15%的效果如何則需再討論，且會影響估價師的生意；5-50 規定亦需再討論。》

2. 結論與建議() - 下列四項課題應後續研究：

(1)受益權分散規定

門檻標準再檢討；是否區分「投資信託」與「資產信託」兩類。《針對兩類訂定投資門檻，但亦無法達到理想情況。》

(2)不動產證券化代理

相關機構應審慎評估道德風險及代理相關問題。《有相關機構進行監督，避免投資人望之卻步》

(3)不動產證券化資訊管理

應建立不動產證券化公開資訊庫。《如不動產資訊中心資訊庫、資訊平台、出版不動產季報等》

(4)不動產證券化評價

應建立一套完整不動產證券化評價規範及制度。

完整資料請參閱在不動產證券化學術研討會發表的「他山之石，可否攻錯？——從美國不動產證券化經驗探討國內相關課題」(92/12/11)一文。

三、臺灣不動產證券化之其他議題

依據美國經驗，臺灣應推出抵押權型 REITs，其相較於權益型 REITs 而言是較為低風險及低報酬的投資工具，透過押權型 REITs 及權益型 REITs 的投資組合可對沖一些風險，較有利於投資人，但目前推出押權型 REITs 仍有制度面的問題。臺灣目前爭議包括開發型及收益型不動產類型的定義，但其實美國並不特別區分開發型或收益型，因其強調長期的經營管理。

此外，不動產證券化的推動有助於臺灣住宅的管理維護，對於住宅品質的提升將有所幫助；臺灣居住環境品質一向很差，主要原因是無法人機構的介入，例如由於大樓住戶分別持有居住單位，欲進行整棟大樓的管理維護十分困難，若由法人機構購買整棟大樓並從事經營管理，將可提升居住環境品質。由此可知，不動產證券化並非僅是一種投資獲利的方法，更可以是一種提升住宅福利的方法。

臺灣開發型者在短期內應不會出現，但就長期而言是一定會有的。臺灣 REITs 應朝穩定的方向發展，目前推出的案子皆為資產信託，且規模皆不太，較無投資組合；目前皆為私募，以法人機構為主；產業界為求資金周轉快速，亦可能加入不動產證券化的行列，且仍可使用被證券化的不動產；亦希望政府能率先推動不動產證券化，建立更周詳的配套措施。

附表一

行政院經建會組團考察「美國不動產證券化」行程表

日期	時間	行程內容
11/29 (六)	18:20 21:10	台北啟程 抵達紐約 (Newark 機場)
11/30 (日)	11:00 12:05	紐約轉機 (CO2154) 抵達華盛頓特區 (Dulles 機場)
12/1 (一)	14:00- 15:30 16:00	上午參訪華盛頓特區建設 下午參訪 Washington Real Estate Investment Trust (WRIT) 拜會駐美代表處
12/2 (二)	9:30 14:30	上午參訪 HUD (US Department of Housing and Urban Development) NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust)
12/3 (三)	9:30 16:00 18:00 20:41	上午參訪 Jones Lang LaSalle (仲量聯行) 下午參訪 巴爾的摩市區 赴巴爾的摩機場 飛往洛杉磯 (US7099) 抵達洛杉磯機場
12/4 (四)	9:00 11:00 17:00	上午參訪 Sinolinks (富華通投資公司) 於飯店簡報 案例參訪 餐敘
12/5 (五)	9:30 15:00 17:00	上午拜訪 Economic Redevelopment Division of Community Development Commission of Los Angeles County 下午拜訪洛杉磯市 CRA 副會長 Mr.Woo, 參訪 High Land Kodak Theater 餐敘
12/6 (六)	15:30	上午資料整理 搭機返國 (洛杉磯機場)
12/7 (日)	21:50	返抵國門