

不動證券化專題研究第六次上課記錄

時間：2003/11/7 (五) 16:10 到 19:00

授課：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

出席：張金鶚、林秋瑾、廖仲仁、章定煊、周美伶、曾偉豪、江穎慧、陳祥銘、
陳憶茹、林育聖、詹任偉、朱芳妮、彭芳琪、曾建穎、洪式韻、黃佳鈴、
李泓見

記錄：陳憶茹

張金鶚教授：

11/21、12/5 因為有事，請發揮研究生精神自行討論。

上課報告內容與討論

一、國外經驗與發展歷史

(一) 美國

1. 起源

美國 REIT 的發展起於 1960 年內地稅則 (Internal Revenue Code) 與同年的 REIT 法案 (Real Estate Investment Trust) 的通過。起初法令上只允許權益型不動產投資信託 (Equity REIT) 的設立。到 1967 年為止只有 38 家成立。

2. 初期發展

1967 年開放抵押權型不動產投資信託 (Mortgage REIT)，因當時法令對銀行存款利率設定上限，使得鉅額資流向金融市場，促使 REIT 規模的快速擴展。1968-1973 年 REIT 資產成長近 20 倍，其中權益型有 209 家成立，抵押權型有 113 家成立，1973-1974 間資產激增 45%。

3. 中期沒落

由於多數公司在短期內迅速擴張，大多未能做有效投資管理，加上利率升高、缺乏多樣化投資組合、高估開發報酬率與大環境經濟蕭條，致使 REIT 不斷萎縮，在 1980 年跌至谷底。

補充：1980 也是美國不良資產問題嚴重時期，背景與日本類似。

4 再發展

1986 年前，因為無法抵減損失使得 REITs 無法與有限合夥制度競爭。1986 年稅法改革限制了有限合夥 (limited partnership) 減稅優惠，促進了 REIT 的發展，使得權益型 REITs 在所有權與資產經營上有更強的基礎。該法案同時也允許 REITs 直接經營他們的資產。在 1971 年時約只有 34 個權益型 REITs 資本額約 15

億美金。在 1986 年時 REIT 的數量成長至 96 個，但資本額成長至 99 億美金。到 1993 年時 REITs 的數量成長至 189 個，資本額成長超過三倍到 322 億美金。1990 年代可視為 REITs 的成長階段，90 年代成長的原因有兩部分，其一是 1990-1991 中期經濟不景氣時，商用不動產價格下跌約 30%-50%，因而使得 1992-93 年經濟復甦時，投資者紛紛進場。另一個推力是 1992 年立法創造了 UPREIT，UPREIT 提供成長架構且對資產擁有者稅制較為寬鬆。

(二) 日本

1. 起源

1984 年開始有了第一宗土地信託案件，然而在證券化發展初期及面臨經濟不景氣情況下並非十分活絡。此後，以任意組合信託方式出售不動產持份權之不動產流動化商品因其節稅之功能逐漸受到重視。隨後日本政府為保障投資人之權益，並加強對於業者之監督管理，於 1995 年通過「不動產特定共同事業法」，但並未普遍獲得青睞。

2. 政府積極推動

自泡沫經濟破滅後，日本不動產價值大幅滑落，導致銀行不良債權問題急速惡化。日本政府於 1991 年『經濟新生對策』振興經濟方案中，將不動產證券化列為重點工作項目，希望藉由不動產證券化制度之建立提供企業新的資金調度手段、改善企業之財務體質與解決不良債權之處理問題，以活絡不動產市場機能及提振房地產市場景氣。由於日本政府積極扮演活絡證券交易制度之角色，且逐步解除對金融市場之管制，致使日本不動產證券化之法制基礎得以完整。除此之外，J-REITs 的推動已經使日本的不動產市場交易的流動性以及透明性逐漸增加。

(三) 比較

	美國	日本
發展契機	<ol style="list-style-type: none"> 1. 相關稅則與法規 2. 市場利率走勢 3. 市場景氣變動 	泡沫經濟，不良債權問題嚴重
政府角色	<ol style="list-style-type: none"> 1. 相關稅法制定 2. 較為中立，鼓勵收益形不動產專業經營 	積極推動，解決金融問題

二、國外目前情況

(一) 美國

1. 相關法規

不動產投資信託之基金本身被視為免稅的主體，其組織方式、投資內容、收益來源與收益分配等，均需符合法令規範，主要為內地稅則(Internal Revenue Code856~860) 與美國財政部有關法令。

2. 投資規範

(1) 資產組合 (portfolio):

* 至少持有 75% 的資產價值於不動產、抵押放款、其他 REIT 的證券、現金或政府債券。

(2) 收益規範

* 至少 75% 的總收益需來自不動產的租金收入、不動產抵押貸款的利息、出售不動產收入、擁有其他 REIT 證券的利息、不動產節稅收益、貸款承諾費 (commitment fee) 源自以不動產抵押貸款，但因為償還而不動產經由法院拍賣的收入。

* 至少 95% 的總收益需來自上述 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 30% 的總收益不能源自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。

(3) 收益分配

REIT 的可稅所得除資本利得與確定的非現金可稅收益外，至少 95% 必須以股利 (dividends) 分配給投資人。

(4) 公開發行規範(發行相對容易)

美國不動產投資信託之公開發行必須向證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission; 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 Regulation D(Rules 501-506), 私募之投資人上限為 35 人。

(5) 資訊揭露規範

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；而該報告書需依所規定格式，並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。

(依據美國證券法第十二章規定，不動產投資信託發行人需於初次登記其有價值證券時向證管會申報詳細的報告書)

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。

3.發行類型與比例

(1) 依投資種類

* 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。

* 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（如 MBS 等）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。

* 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

目前美國約有 300 個 REITs 運作之中。總資產超過 3,000 億美元，其中約 2/3 透過國家證券交易所進行交易。其中 149 個在紐約股票交易中心、27 個美國股票交易中心、NASDAQ 國家市場系統有 12 個 REITs，此外還有許多 REITs 並沒有透過股票交易中心交易。2001 年三種 REITs 中以權益型投資證券比例最高（96.1%）、抵押權型比例最低（1.6%）、混合型居中（2.3%）。（權益型為主流）

(2) 新式 REIT 介紹 (目前主流產品-請仲仁學長下週整理討論)

UPREIT

UPREIT 的設計是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互相合作，稱為 Operating Partnership，不動產公司提供不動產標的物，而 REIT 提供資金。這類與不動產公司合作的不動產投資信託，主要擁有部分的 Operating。

DownREIT

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。

補充與討論

一、相關稅的討論—相關稅的部分會請會計師來演講

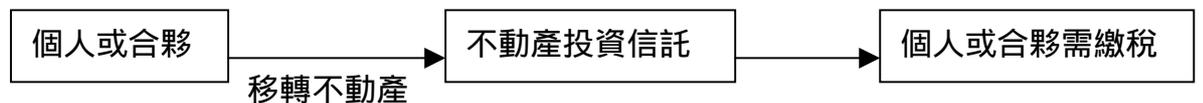
(一) 合夥：營利事業所得稅 6%-40%

(二) 持有不動產公司股票：27 萬免稅額，超過 27 萬則以 6%-40% 課稅(一般大老闆會選擇持有公司股票)

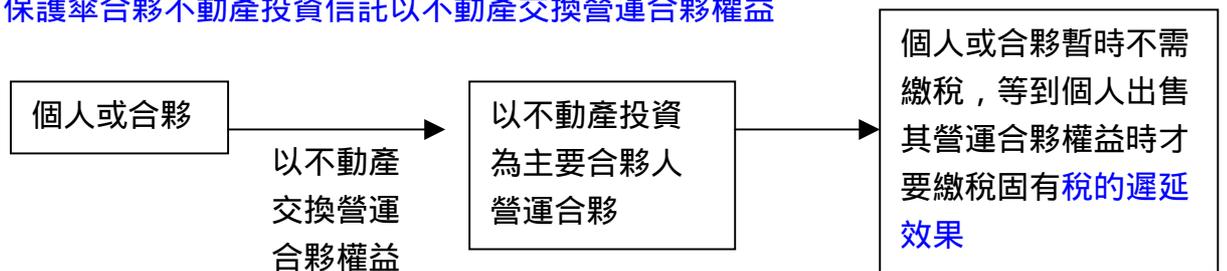
(三) 持有受益憑證：一律為 6%。

二、UPREIT 討論-主要內容由仲仁學長下週整理說明

傳統不動產投資信託移轉不動產



保護傘合夥不動產投資信託以不動產交換營運合夥權益



舉例說明-稅的遲延效果

假設有一個人壽公司有一棟收入穩定大樓，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，不過如果利用保護傘合夥投資方式，套用在該人壽公司例子，其可成立一家新的信託公司為主要合夥人，並以其 10 億資產轉換成 10 個營運合夥單位，並且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，乃稅的遲延效果。

(二) 日本

1. 相關法規

- * 日本不動產證券化兩大體制--「資產流動型」與「資產運用型」。
- * 「資產運用型」不動產證券化之制度，起源於 1998 年 6 月通過之「特殊目的公司資產流動化法」(the SPC Law)，使一般投資人藉由特殊目的公司 (SPC) 投資不動產，且該特殊目的公司所發行之有價證券可符合證券交易法所稱之「有價證券」。
- * 「資產管理型」之不動產證券化，則始於 1998.12 通過之「證券投資法人及證券投資信託法」，日本政府企圖仿效美國 REITs 之制度，引入「公司型」投資信託制度，發展 J-REITs(Japan REITs)制度與日本傳統之證券投資信託制度僅採「契約型」制度並存。
- * 而為了擴大資產之流通、發展投資市場與加速促進不動產市場之發展，日本政府於 2000.5 修正「資產流動化法」與「投資信託法」，同步引入特殊目的信託制度 (SPT) 與 SPC 並行。

補充：

一、SPC 乃特殊目的公司

二、資產流動型乃台灣所謂之資產信託，是依據 SPC 法規定發行，台灣目前學的是這一套。

三、資產運用型乃指 J-REITs，是一般所謂 REIT 公司。

2. 投資規範

(1) 投資組合

- * 不動產比例：最少佔投資總資產的 75% 以上。

(2) 收益規範

- * 最少收入比例：投資組合中，固定產生不動產租金或是類似的收入（不包含一年內將標的物售出的收入）的標的物，必須佔總基金資產的 50% 以上。

(3) 收益分配

- * 90% 以上的可稅所得 (Taxable income) 扣除資本利得必須發放。

(4) 公開發行規範

- * 最低憑證數量的限制：權證或憑證最少是 4000 單位。
- * 最少的投資者限制：發行期間最少有 1000 人。
- * 投資者集結限制：發行期間特定投資者不准擁有超過 75% 以上的權證或憑證
- * 在東京證券交易所掛牌的 J-REITs 必須是封閉型基金，不可隨時贖回。

(5) 資訊揭透義務

- * J-REITs 必須準備年度和年中財務計畫。
- * 對 J-REITs 要求和東京證券交易所上市公司一樣的條件。
- * 有下列情況時，J-REITs 必須發布資訊，1.基金面臨損失，2.基金經理人決定移轉或買賣資產，3.基金預估的利潤和損失與原發布的現金流量不符。

3. 目前市場發行情況

2002 年 6 月底目前共有五支 REITs 在東京證券交易所掛牌交易
(請參考資訊中心網站)

J-REITs 與台灣比較表

	J-REITs	台灣
REITs 型態	一是公司型態，所發行的證券是投資憑證；另一種形式是稱為契約型，可以想像成是基金的形式，發行受益憑證	只允許基金形式的不動產投資信託
資產管理方式	主要為委外管理	委外或內部管理均可
證券發行方法	詢價圈購方式	在投資大眾對不動產信託及不動產市場了解不充分的情形下，未來亦可使用詢價圈購的方式將證券出售出去。

補充說明

- 一、日本所謂委外管理乃單指物業管理，而美國大部分是委外管理以避免代理問題，在台灣則可以由信託公司自行管理。
- 二、詢價圈購：乃唯一種競標方式，假設有 100 張債券，其所定底價為 100、90、80、70，欲承購者可以再其所願意購買的金額下圈購所需債券張數，如果 90 圈了 30 張、80 圈了 100 張、70 了 100 張，則其先由價高者先得，圈 90 者可順利獲得 30 張，圈 80 者金可得所剩之 70 張，若其圈張數超過所剩供給量，則以抽籤方式決定之。此種方式類似美國債權發行方式，希望債券由出高價者得。
- 三、大公司因為籌資容易，所以基本上證券化都是小公司拿出標的，因為其如果發債，可能信評會不好，不過其如果僅拿出標的證券化，其可能因為標的好所以可獲得較高信用評等，這樣比較容易將債券出售。

二、不良資產證券化問題

(一) 回顧北投案例子(涂律師報告內容)

1. 快破產的個案，以 20%的價格買下，包裝後再出售。
2. 購買者自備 30%的頭期款，及向銀行貸 40%的錢。
3. 購買者只須付 30%的頭期款，及付向銀行借貸的利息就好了，本金不用付。
4. 因為原本以 20%價格買到 100%的產品，而購買者以 70%的價格買進產品，70%的金額裡拿出 40%幫購買者還給銀行，還有 30%的金額，扣掉成本的 20%，還可以獲利 10%。

(二) 針對不良資產證券化，其關鍵仍在於收益問題，現在不良資產多為開發到一半之不動產，並無法作為證券化標的。

(三) 北投那個案子，只需要付三成，其他七成只要付利息 20 年無需償還本金，表象看來似乎很好，不過其實背後影藏的是 20 年後如果未依約支付本金，其風險實在過高。

(四) 不過如果有美國運通保證會支付最後的本金，應該行的通；購屋者在美國運通或是本國土地銀行借款，並將錢交由貸款銀行成立一個專戶，讓銀行以此資金進行其他投資，利用錢滾錢，因為其所取得資金並沒有資金成本，且會獲得原貸款戶之利息收入，再加上其投資 20 年內可能之報酬，故可說是相當有利，如果其願意做保證這個案子應該可以投資且不會有什麼風險。