

日本及亞洲各國不動產證券化 之實施經驗

碩一 鄧筱蓉 邱于修 黃文祺

報告大綱

- 亞洲國家的不動產證券化發展
- 日本REITs介紹
- 新加坡REITs介紹
- 南韓REITs介紹
- 香港REITs介紹
- 亞洲各國REITs制度比較
- 結論

亞洲國家的不動產證券化發展

- 約在2000年前後，亞洲各國開始吹起了REITs風潮
- 日本與新加坡最先加入REITs的行列，隨後跟上的國家為南韓、台灣與香港
- 亞洲房地產投資信托基金至2006年6月已經增加到71家，總市值超過473億美元

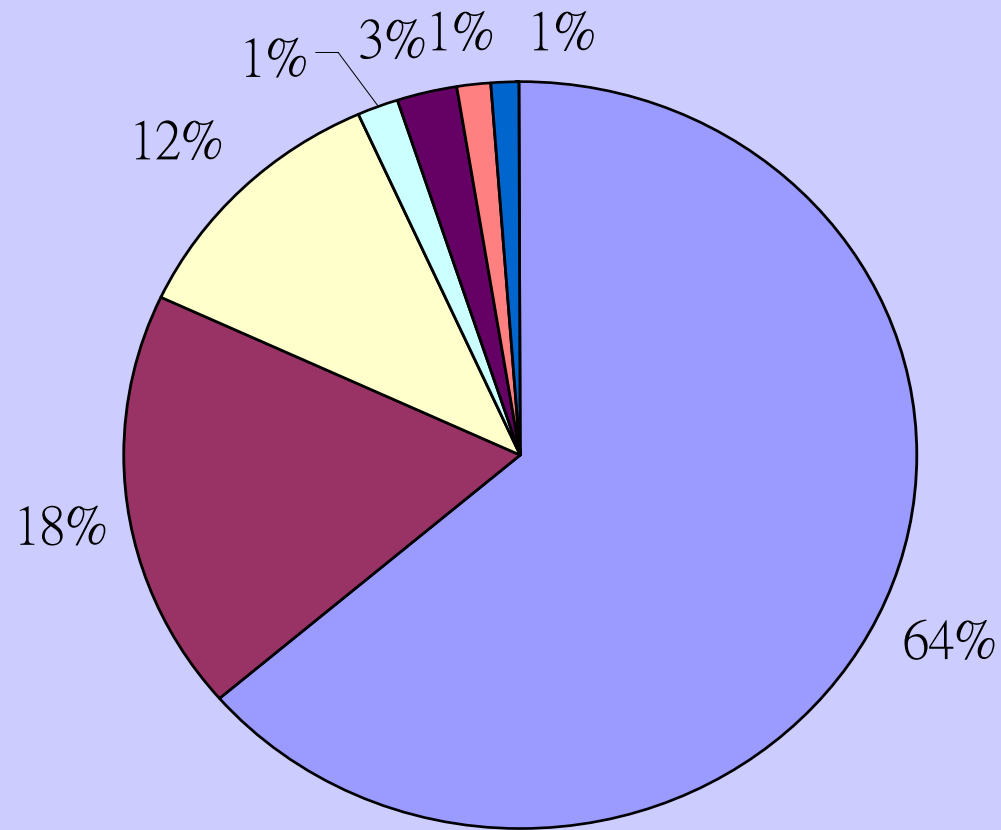
亞洲各國REITs規模

資料來源：世邦魏理仕

國家	市場規模 (US\$million)	市場規模 比率	發行數	平均股利	十年政府 公債利率
日本	30,060	64%	32	4.1%	1.85%
新加坡	8,680	18%	10	5.0%	3.46%
香港	5,480	12%	3	3.6~6.3%	4.80%
南韓	700	1%	7	8.7%	5.30%
台灣	1,530	3%	4	3.7~4.6%	2.06%
泰國	560	1%	8	7.1%	5.51%
馬來西亞	590	1%	7	6.6%	4.30%

資料日期：2006年4月，台灣為2006年9月

亞洲各國REITs規模比例圖



■ 日本 ■ 新加坡 ■ 香港 ■ 南韓 ■ 台灣 ■ 泰國 ■ 馬來西亞

資料來源：本組製作

新加坡 SINGAPORE

- 1999年立法
- 2001年11月上市，CapitaLand將旗下四座知名的商場組合成CapitaMall，但當時IPO的情形不熱烈，直到CapitaLand將基金的價格調低、配息率調升之後於2002年7月重新上市，才獲市場的認同
- 目前為止，共有10支S-REIT，市值約為86億美金，為亞洲第二大市場

新加坡法制規範

規定	說明
法制	1999年制定
主管機關	新加坡金融管理局(MAS)
組織規則	S-REIT須符合新加坡上市規則。
資產規則	<ol style="list-style-type: none">1. 至少70%投資於新加坡境內外的不動產或不動產相關資產。2. 允許進行不動產開發，於完工後自行持有，且其比例不得超過REITs總資產之10%。
分配規則	<ol style="list-style-type: none">1. 每年至少分配90%的所得給投資人。2. 未分配的所得須課以20%的公司稅率。
稅率規則	<ol style="list-style-type: none">1. 投資人配息免稅2. 外國投資人配息須課20%稅率。(自2005/2/05至2010/2/17減至10%稅率)。
融資限制	一般以35%為限，信評A以上則可大於35%。
管理	外部管理

資料來源：台灣不動產證券化的創新策略——一個從國外經驗與本土歷程出發的探討，范姜健仲

新加坡REITs介紹

- 新加坡首先是由Retail型的REITs開始，新加坡的第一檔REITs-CapitaMall Trust就是以購物商場為主要標的
- 2004年5月，以Office型的CapitaCommercial Trust上市後，以辦公大樓為標的的REITs開始成長
- 大規模跨國投資，置富產業信託Fortune REIT是以五個均屬香港之購物中心為標的
- 亞洲型投資信託，雅思閣Ascott Residence Trust的投資標的遍集新加坡、中國、越南、菲律賓及印尼

新加坡REITs介紹

REITs名稱	REITs 類型	市值 (NT億元)	2006 股利率	2006年年初至 今股價漲幅	年初至今總報 酬率(含配息)	股利
商產信託 CapitaMall Trust	Retail	713	4.64%	10.71%	14.31%	4.6%
騰飛信託 Ascendas REIT	Industrial	557	6.03%	7.18%	11.98%	5.1%
置富產業信託 Fortune REIT	Retail	204	5.92%	5.26%	11.45%	5.3%
嘉康信託 CapitaCommercial Trust	Office	423	3.59%	39.19%	45.88%	3.8%
新達信託 Suntec REIT	Office	357	5.23%	22.22%	27.74%	5.7%
豐樹物流信託 Mapletree Logistics Trust	Logistic	156	5.41%	-3.14%	1.03%	4.3%
Macquarie MEAG Prime REIT	Retail	178	6.19%	-4.47%	-0.19%	5.9%
Allco Commercial REIT	Logistics	266	7.11%	-10.00%	-10.00%	6.6%
雅思閣 Ascott Residence Trust	Residential	108	5.36%	67.65%	67.65%	5.4%
K-REIT Asia	Office	76	3.61%	22.22%	45.19%	3.6%

資料來源：亞洲REITs週刊

日本 JAPAN

一、日本不動產證券化之發展歷史

二、日本不動產證券化之類型

三、日本不動產證券化實施之基本要件

四、發展現況

日本不動產證券化之發展歷史

(一) 不動產證券化的萌芽階段：

有兩種說法，其一為1931年的抵押貸款或是1973年的住宅貸款債權信託；其二為1987年的不動產信託受益權之小額單位化（小口化）的商品，或是1990年根據國鐵清算事業而產生的不動產貸款。上述二者之共通特性為將不動產轉換成「容易流通的小額資產」。

(二) 不動產的小額單位化（小口化）階段：

1995年4月制訂的「不動產特定共同事業法」被視為是不動產共同小額單位投資（小口化）商品的法源基礎，這也是日後促進不動產證券化的一大契機。

日本不動產證券化之發展歷史（續）

（三）資產證券化階段：

此階段各相關法律之修訂（例如：特定債權法）及推動（例如：資產流動化法），促使「資產流動化型」和「資產運用型」這兩種不動產證券化的實施架構確定，而不動產證券化所需具備的導管體（特別目的事業主體）和特定目的公司和投資法人、投資信託相關法律相繼具備之下，不動產證券化的實施環境漸趨成熟。

日本不動產證券化之類型

(一) 不動產特定共同事業型 (不動產合夥) — 或稱Real Estate Syndication

所謂不動產特定共同事業的投資對象為實質不動產，在特定目的事業中為匿名組合或是任意組合，其法律依據為「不動產特定共同事業法」，而其主要的投資商品為匿名組合出資或任意組合出資等方式。

日本不動產證券化之類型（續）

（二）資產流動化型（資產信託）—或簡稱SPC

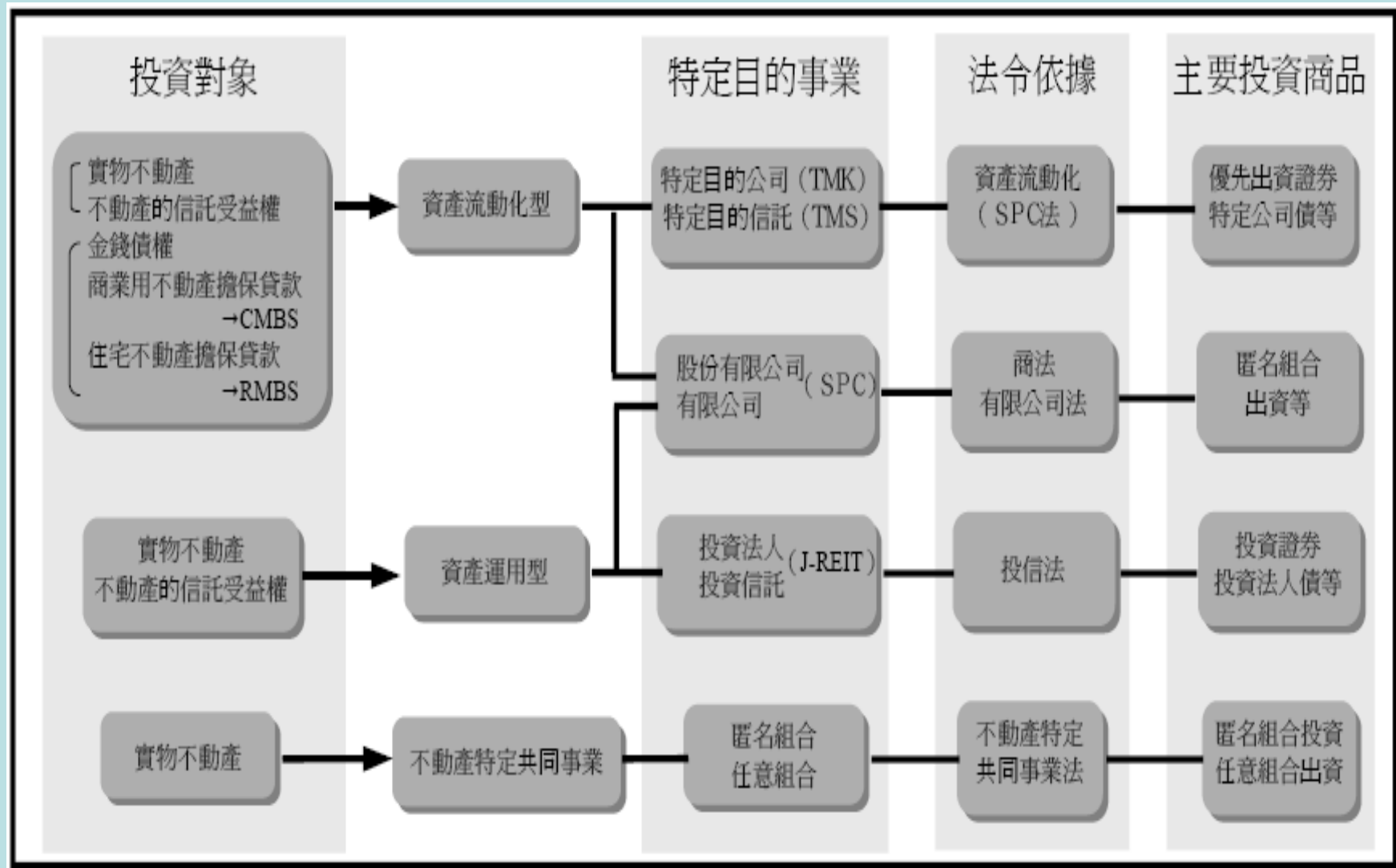
資產流動型的投資對象分為兩種其中之一為實質不動產、不動產的信託受益權，此外另一種為金錢債權、商業用不動產擔保貸款（CMBS）、居住用不動產擔保貸款（RMBS）也是投資的對象。在特別目的事業中為特定目的公司（TMK）或特定目的信託（TMS），在日本，其法律依據為「資產流動化法（SPC）」，主要的投資商品為優先出資證券、特定公司債等。

日本不動產證券化之類型（續）

（三）資產運用型（投資信託）－或簡稱J-REIT

資產運用型的投資對象為實質不動產及不動產的信託受益權，在特定目的事業中為投資法人、投資信託（J-REIT），其所依據的法律為「投信法」，主要的投資商品為投資證券、投資法人債等。

日本不動產證券化之類型（續）



資料來源:張金鶚、白金安 (2005) <不動產證券理論與實務>

日本不動產證券化實施之基本要件

- (一) 破產隔離：破產隔離是指為了保護投資人權益避免受創始機構（發行機構）破產的直接影響，以及特定目的事業（SPE）（信託機構）在破產時亦不會受到牽連。
- (二) 避免雙重課稅：證券化機制中的特定目的事業，如信託或組合型態等為非課稅對象。但也有以一般股份有限公司或有限公司為特定目的事業的情形，在此種情形下，對於投資者而言，就會發生公司法人本身的稅負以及投資者本身稅負的雙重課稅問題。

日本不動產證券化實施之基本要件（續）

- （三）風險管理與信用增強：不動產證券化同時也是將不動產風險從創始機構移轉到投資者的一種過程。通常透過不同證券的報酬來設計不同的優先償還次序，使得證券化後的不動產，其所有的風險與經濟價值得以再分配。
- （四）賦予流動性：投資者通常將不動產是為投資商品，重視其收益性或流動性，並不想要持有或利用擁有的不動產，更不想要成為經營主體獲取利潤。
- （五）資訊揭露：在不動產證券化中，投資者根據是場所揭露資訊判斷來作投資決策及降低風險，因此如何避免因資訊不足導致投資者遭受損害，在不動產證券市場的發展中顯的十分重要。

日本不動產證券化發展現況

Name of REIT	發行日	(JPY) 發行價格	28-Apr-06 (JPY) 當日價格	since Oct- 2005 變動百分比	52-week high (JPY) 高點	52-week low (JPY) 低點	股利
TGR Investment	May. 17, 2004	400,000	440,000	9%	470,000	385,000	5.92%
Creed Office Investment Corporation	Mar. 15, 2006	500,000	475,000	-5%	498,000	426,000	5.80%
BLife Investment Corporation	Mar. 22, 2006	500,000	477,000	-5%	483,000	440,000	5.80%
eASSET Investment Corporation	Sep. 07, 2005	500,000	469,000	-5%	504,000	422,000	5.43%
New City Residence Investment Corporation	Dec. 15, 2004	550,000	522,000	-3%	687,000	497,000	5.19%

J-REIT的主要參與者

Companies	Investment Target
Tokyo Tatemono, Taisei Corp., Asahi Life, Yasuda Life	Office, Retail, etc.
Mitsui Fudosan, Sumitomo Life	Office
Mitsui Fudosan, Mizuho Financial Group	Residential, Office, Retail, etc.
Mitsubishi Estate, Tokio Marine, Daiichi Life	Office
Mori Trust, Daiwa SMBC	Residential, Office, Retail, etc.
Mitsubishi Corp., UBS Asset Management	Retail, Industrial

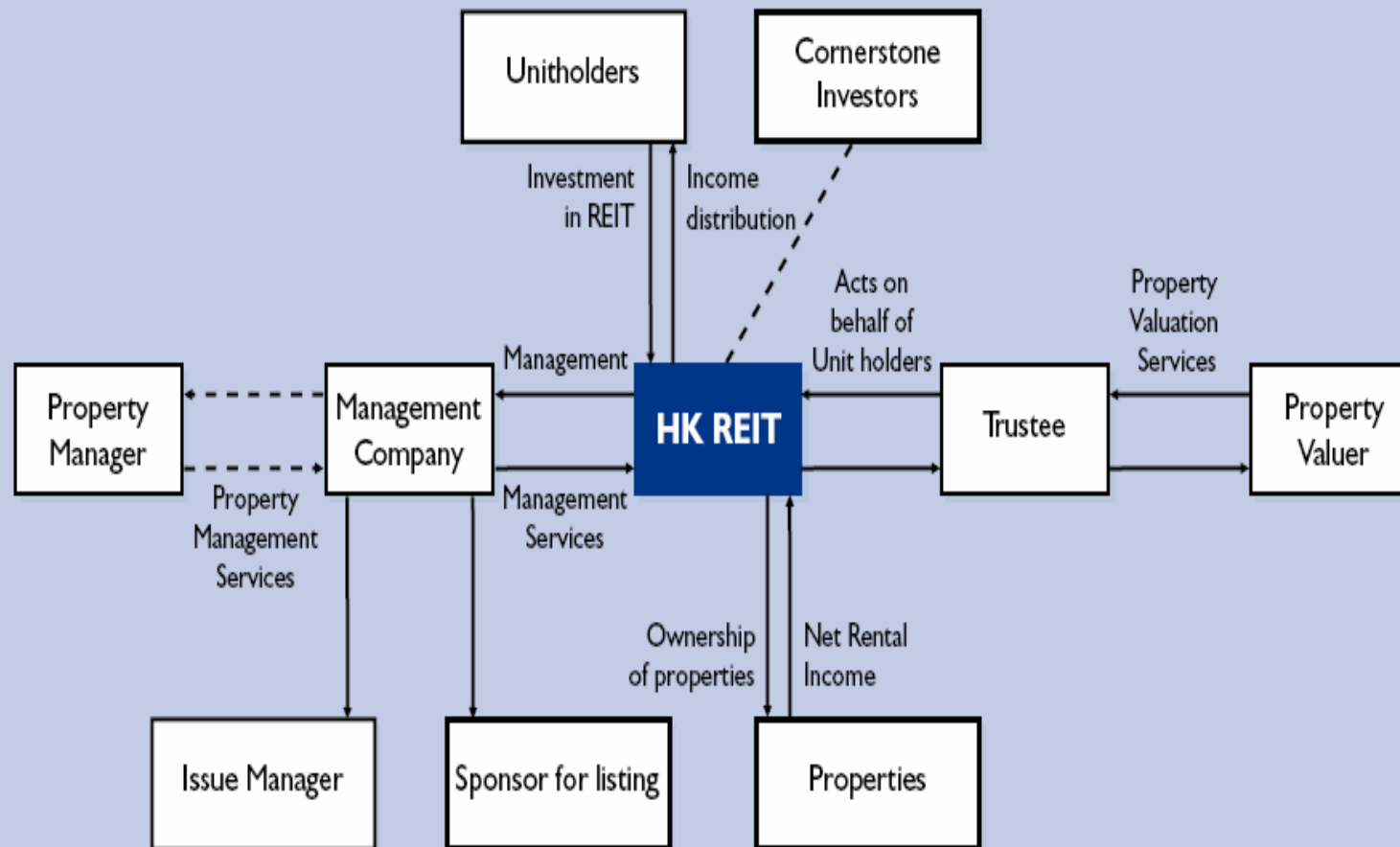
Source: Council for Real Estate Syndication

香港法制規範

法制	房地產投資信託基金守則。
主管機關	證券及期貨事務監察委員會（證監會）。
組織規則	<ol style="list-style-type: none">1. 必須在香港證交所上市。2. 必須為信託機構。3. 須指定一功能獨立於REIT管理公司，且以投資人利益為優先考量之受託人。4. 須指定一受證監會認可之管理公司。5. 須指定一獨立物業估價值。6. REIT資產價值必須每年評估。7. 如果REIT基金名稱中某一特定類型不動產，則REIT投資此類型不動產比例須至少占非現金（non-cash）資產的70%。
收入規則	<ol style="list-style-type: none">1. 主要投資於持續產生租金收益的不動產。2. 一般不准投資於無收益之不動產，若投資以REIT總資產之淨現值10%為限。
資產規則	<ol style="list-style-type: none">1. 必須投資產生收益之不動產。2. 原則上不可投資於素地或參與不動產開發，但修繕、改裝以及裝修之情形例外。3. 允許透過SPV投資飯店、娛樂公園。4. 不可對他人貸款、承擔任何一人之債務，為經受託人同意不可以其資產為其他債務擔保。5. 不可購入任何含無限償債責任的不動產。6. 持有任一不動產不得少於2年，除非經REIT單位持有人同意。

香港REIT組織架構

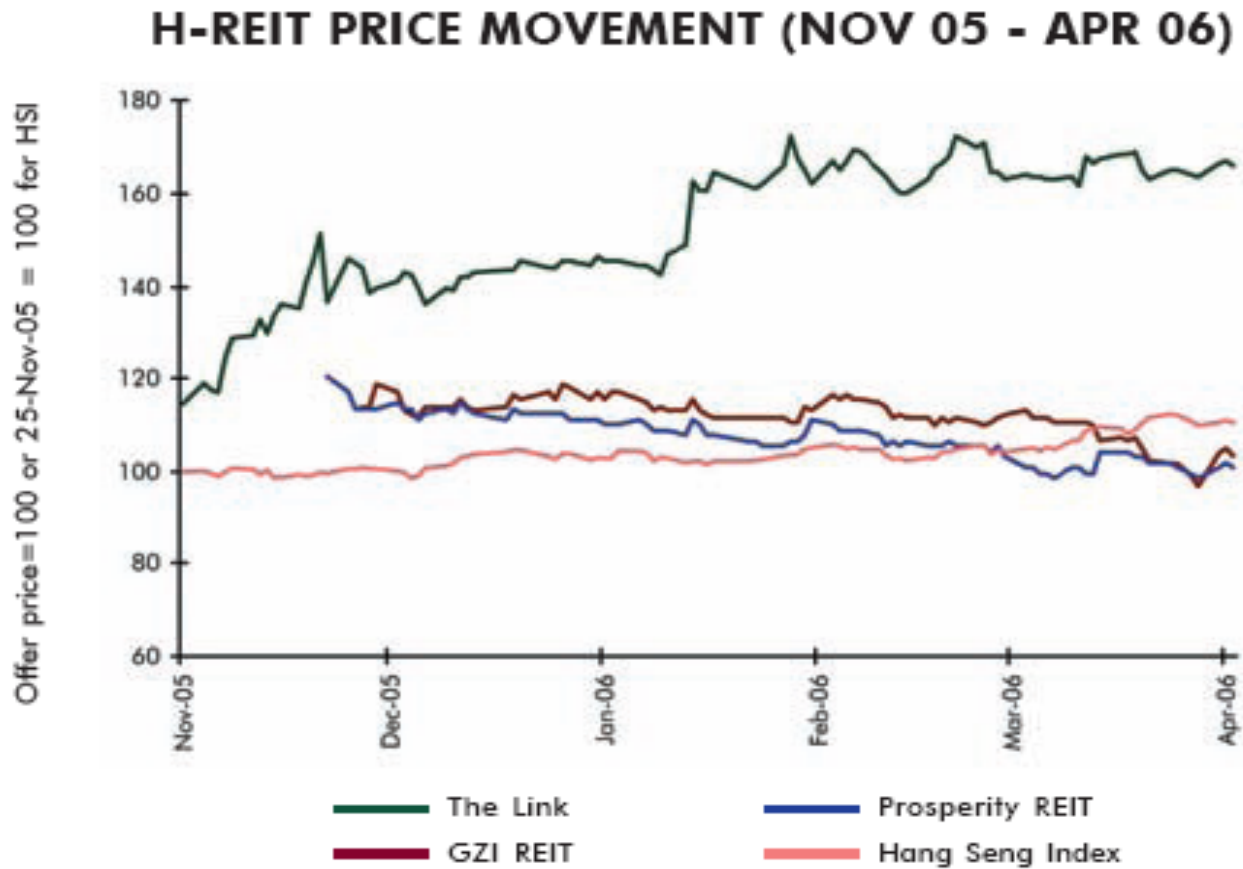
REIT Structure under the HK Securities and Futures Commission Code



香港REIT市場現況

	領匯 (The Link REIT) (香港房屋委員)	泓富 (Prosperity REIT) (長江集團)	越秀 (GZI REIT) (越秀投資)
物業組合	180項零售和停車場設施，零售樓面約96萬平方米，車位約79,000個	七項高質素物業，可出租總面積合共為1,200,633平方呎	四棟商業物業
物業組合所在地	香港	香港	廣州
物業組合價值	43.34億美元	5.38億美元	5.14億美元
公開招股集資額	25.43億美元	2.46億美元	2.30億美元
收益率	6.31%	5.31%	6.54%
基金價格掛牌首天升幅	14.6%	20.4%	13.8%
基金價格對招股價累積升幅(截至2006年1月6日)	39.3%	12.3%	13.8%

香港REIT價格波動圖



南韓法制規範

- 為了盡快速度過1997年的金融危機，韓國採取一系列的改革措施，其中包括引入資產證券化措施，以便有效地解決不良資產處置問題。韓國分別於1999年和2000年引入資產支持證券（ABS）和抵押貸款支持證券（MBS）。
- 2001年4月7日，南韓頒布了「房地產投資信託法」，允許設立房地產投資信託（K-REITs）。該法於同年的5月24日進行修改，准許設立”公司重組房地產投資信託”（Corporate Restructuring Real Estate Investment Trust，簡稱CR-REITs），在7月1日正式實施，

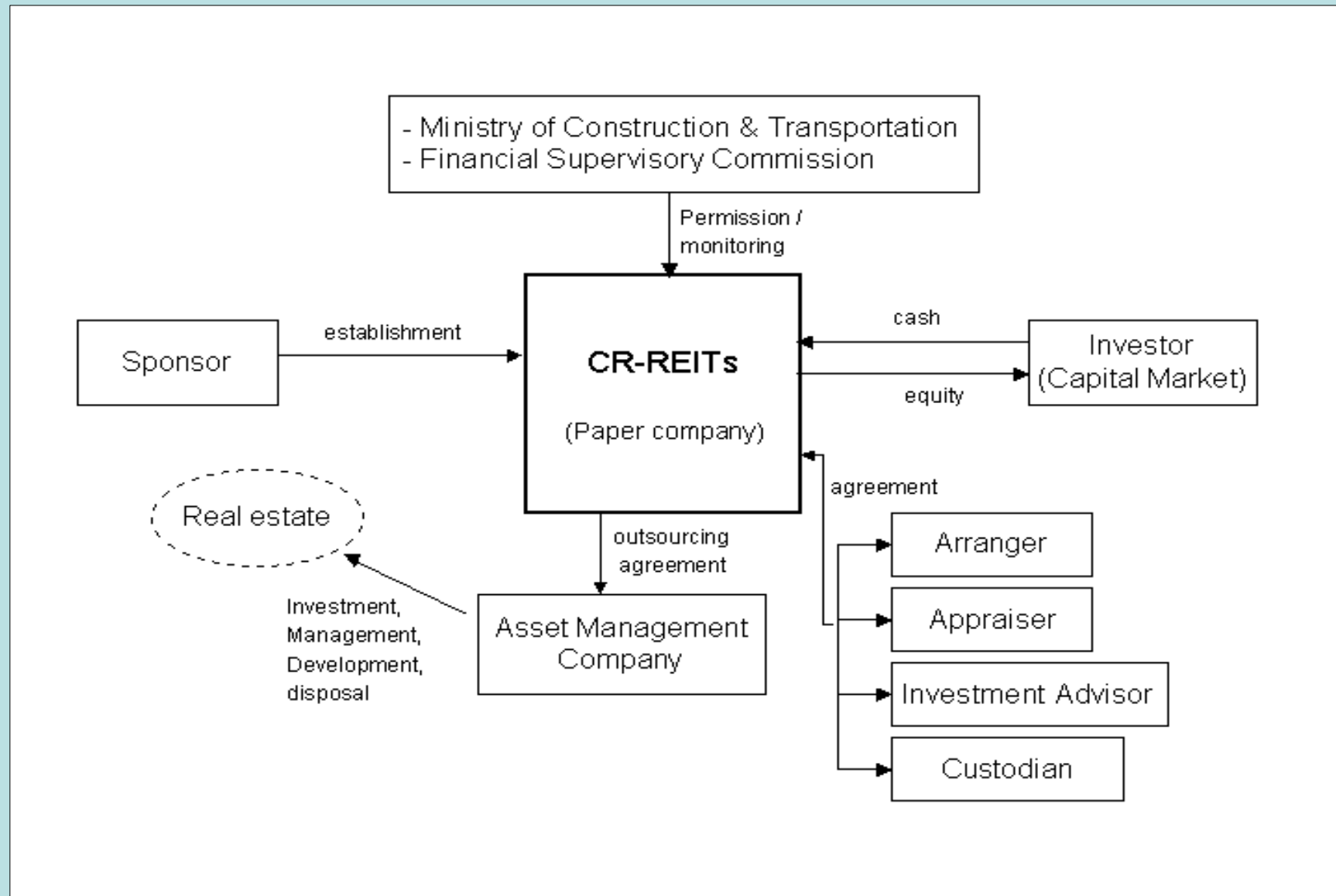
K-REITs與CR-REITs比較表

	K-REITs	CR-REITs
設立	必須獲得建設交通部的批准。	必須獲得建設交通部的批准。
組織形式	股份公司。	股份公司，有存續期限限制，不得雇用員工和全職董事。
經營範圍	收購、管理、開發及處置房地產。	收購、管理、開發及處置房地產。
資本金	不少於五百億韓元。	不少於五百億韓元。
非現金出資	(1)設立REIT時必須用現金。 (2)增資時可以用房地產出資。	設立時不超過30%。
股權結構限制	每個股東持股比例不得超過10%。	無限制。
投資標地	所有類型的房地產	出售後用於償付公司債務的房地產。
證券投資比例	對單一公司有表決權股份的投資，原則上不得超過10%。	對單一公司有表決權股份的投資，原則上不得超過10%。

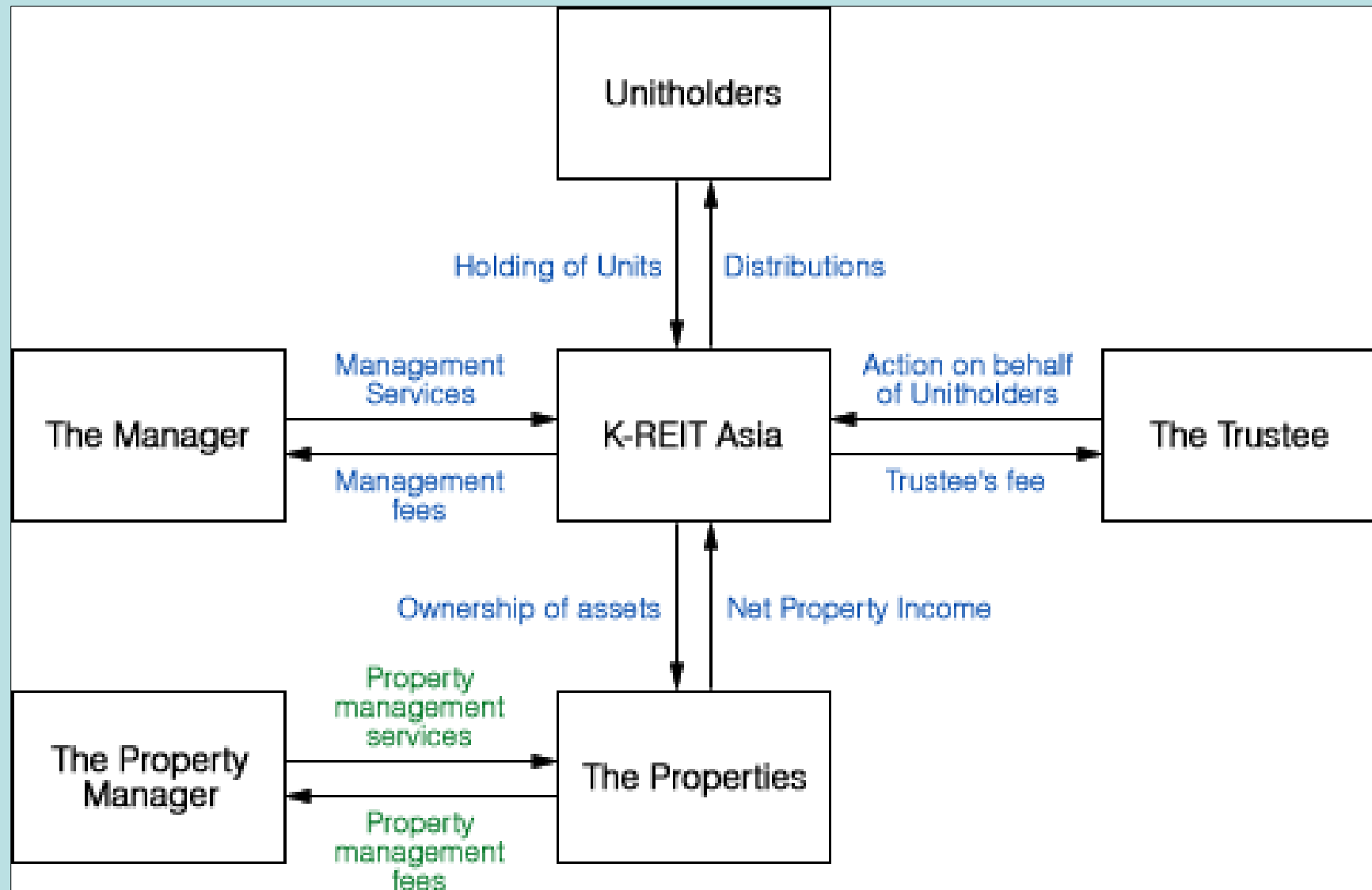
K-REITs與CR-REITs比較表(續)

	K-REITs	CR-REITs
資產結構	房地產不少於70%，房地產、房地產相關證券、現金合計不少於90%。	用於公司重組的房地產不少於70%。
房地產開發	不得超過權益資本的30%。	不得超過權益資本的30%。
房地產處置	必須持有一定期限，法律另行規定。	無限制。
借款融資規定	原則上禁止借款融資。	原則上禁止借款融資。
管理方式	公司自己管理（必須有五個以上專業人士）。	可外包給資產管理公司。
股利分配	淨利潤的90%以上必須以股利形式支付給股東。無提留盈餘準備的規定。	淨利潤的90%以上必須以股利形式支付給股東。無提留盈餘準備的規定。
稅收優惠	免徵50%的收購、登記稅和特別增值稅。必須繳納公司所得稅。	免徵收購稅、登記稅和公司所得稅。免徵50%的特別增值稅。
其他業務	禁止	禁止
監管部門	建設交通部	建設交通部和金融監管委員會

CR-REITs組織結構圖



K-REITs組織結構圖








南韓REIT市場現況

REIT PERFORMANCE - SOUTH KOREA (AS OF APR-06)






Name of REIT	Date listed	Offer price (KRW)	Closing price 28-Apr-06 (KRW)	% change since Oct-05	52-Week high (KRW)	52-Week low (KRW)	Dividend yield (%)
Kyobo-Meritz 1 CR-REIT	30-Jan-02	5,100	5,190	-5%	5,350	5,030	8.90%
KOCREF 1	30-May-02	5,100	7,600	4%	7,990	6,710	7.70%
Realty Korea 1 CR-REIT	13-May-03	5,020	6,390	0%	6,650	6,110	7.84%
KOCREF 3	29-Aug-03	5,100	5,250	-1%	5,450	5,150	8.39%
URES MERITZ 1 CR-REIT	29-Aug-03	5,300	5,130	-8%	5,450	5,120	10.36%
Macquarie Central Office CR-REIT	8-Jan-04	5,020	6,500	0%	6,600	5,800	9.38%
KOCREF 7	11-Nov-05	5,210	5,300	2%*	5,350	5,050	8.30%**

* % price change over offer price; ** Company's forecast yield

亞洲各國REITs制度比較

					
成立資金限制 (2006.03.16)	約42.65 million USD	約0.62 million USD	約1.29 million USD	約26.16 million USD	約30.83 million USD
REIT/基金結構	封閉型/開放型 基金 (TSE僅接 受封閉型)	封閉型基金	封閉型基金	公司型信託 (主要以 CR-REIT為 主)	封閉型基金 (開放型需 另申請)
公開發行規定	不強制公開發 行 (全為公開 發行)	強制公開發行	強制公開發 行	K-REIT必 須, CR- REIT不須	不強制公開 發行 (全為 公開發行)
追加發行限制	先決定發行上 限, 之後可 「分次發行」	未限制, 但須 經原持有人同 意, 且每次有 規定比例上限	未限制, 但 須經原持有 人同意, 且 每次有規定 比例上限	N/A	未限制, 但 視同新募集 一基金之要 求
投資海外資產限 制	無	無	無 (於2005 年取消)	無	須經主管機 關同意
分配規則	90%	90%以上才有 稅負優惠	90%	90%	未規範

亞洲各國REITs制度比較(續)

					
管理	外部管理 (即使是公司型)	外部管理	外部/內部管理	外部/內部管理	外部/內部管理 (全為外部管理)
融資限制 (借款/公司債)	無	一般35%，A以上信評為60%	45% (2005年修法)	x	無
稅負優惠	若配息90%可享扣除，個人投資人之股利、資本利得稅率如同一般股票交易	投資人配息免稅，REIT本身若配90%也免稅，. %的印花稅 (2005/2/18至2010/2/17免徵)	投資人配息免稅	CR-REIT有較多的優惠稅率	投資人配息享6%分離課稅
外資投資稅率	投資上市J-REIT單位少於5%者，享稅率10%至70% (至2006/3/31)	自2005/02/05至2010/02/17減至10% (原稅率20%)	無課稅	一般稅務實體稅率為27.5%	與本國人同享6%稅率

結論

- 亞洲地區政府引進REITs的主要目的在於促進房地產市場的調整與發展，在效仿時基本保留了美國REITs的特徵。
- 亞洲地區的在具體規定的制度上採取了審慎的態度，法律限制比美國較嚴格，其中最嚴格是香港特區。主要表現在經營範圍方面禁止從事房地產的開發活動、負債方面規定了比例的限制，且只能投資於香港房地產。
- 從立法形式上看，美國REITs主要是稅法的產物，稅法的修訂成為REITs演變的重要動因之一。亞洲地區REITs相關法規一般以專項法規出現。
- 從組織形式看，美國REITs採取公司形式，亞洲地區REITs大多採取信託或信託基金，另一方面，美國REITs多為自己管理房地產，而在亞洲地區，一般要求REITs委外管理房地產。

~謝謝指教~