

不動產證券化專題研討第四次上課記錄

時間：2006/10/13(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：邱于修、張維升、鄧筱蓉、黃文祺

出席：張金鶚老師、江穎慧、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、薛志文、蔡鋒億、陳明忠、游適銘、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇、李芳怡

課程主題

「日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗」，可參閱張金鶚老師著作「不動產證券化-理論與實務」第三章。

第一部分：日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗

報告人：鄧筱蓉、邱于修、黃文祺

一、亞洲國家的不動產證券化發展

REITs 在太平洋亞洲的發展，大約在 2000 年前後，亞洲各國開始吹起了 REITs 風潮，先後有新加坡、日本、南韓、台灣、馬來西亞等紛紛立法成立自己的 REITs，雖然各國的總體經濟、房地產景氣以及法制架構都不同，但發展 REITs 的共識是一致的。

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。就各國的發展規模來看：日本憑藉過去龐大而停滯的不動產市場，引入證券化後，其規模迅速攀升，至 2006 年 4 月已達 300 億美金，佔全亞洲的 64%，是全亞洲規模最大；新加坡在亞洲金融風暴之後，面臨房地產市場流動性不足的情形，資金無法被有效引入，REITs 的出現適時提供了投資人小額投資房地產的媒介，其市場規模為亞洲第二，佔全亞洲的 18%。至於，香港，在九七回歸中國後，受惠於中國內地旺盛的經濟活力，使其成為亞洲最佳的 REIT 籌資市場，雖目前僅有 3 檔 REITs，但市場規模已佔亞洲的 12%，為亞洲第三。南韓則因過份將 REITs 視為解決亞洲金融風暴所產生不良債權的工具，而在制度訂定上過於僵化，使得 REITs 的發展不如預期。

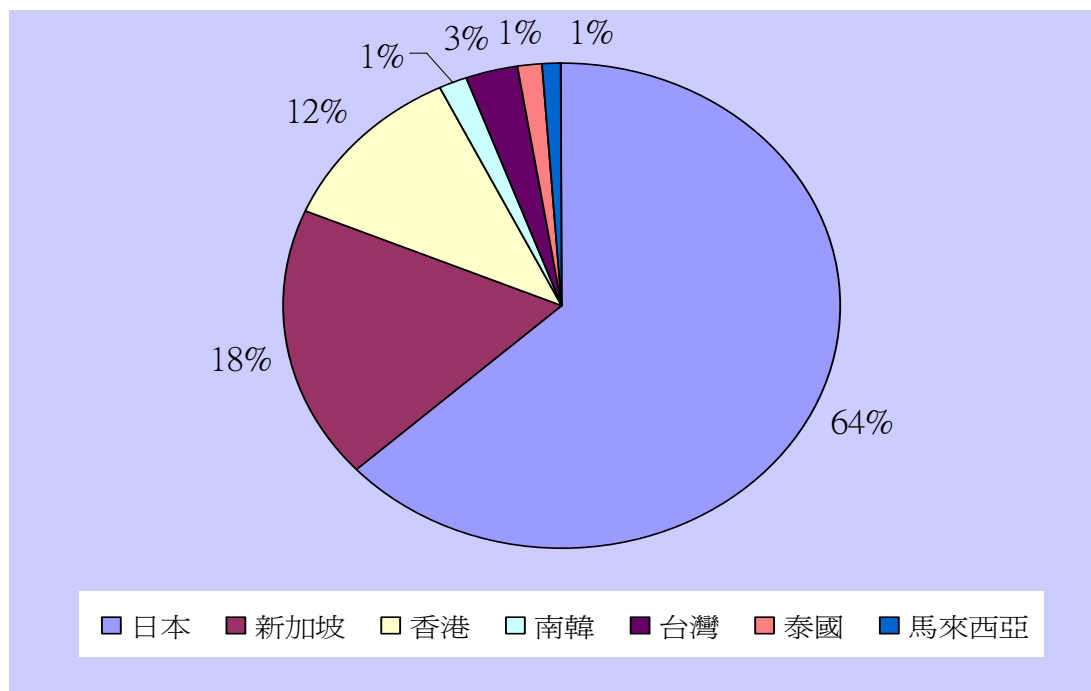
下表為亞洲各國 REITs 之市場規模、發行數量、平均報酬及各政府公債利率的比較：

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	1,540	3%	6	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，台灣部分為 2006 年 9 月

資料來源：世邦魏理仕



資料來源：本組製作

上圖為亞洲各國 REITs 市場規模之比率，從圖可明顯看出亞洲市場規模最大者為日本，次為新加坡，之後依序是香港、南韓、台灣、泰國及馬來西亞。我們將針對前四國做深入介紹。

二、新加坡 REITs

(一) 新加坡 REITs 市場概況

新加坡於 1999 年通過其法制架構，當時新加坡在亞洲金融風暴之後，面臨房地產市場流動性不足的情形，資金無法被有效引入，REITs 的出現適時提供了投資人小額投資房地產的媒介。

新加坡的第一檔 REITs 到了 2001 年 11 月才上市，知名的 CapitaLand 將旗下四座知名的商場組成「CapitaMall」基金上市，但當時 IPO 的情形卻不熱烈，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，才重獲市場的認同；之後新加坡的 REIT 開始快速發展，至目前為止，共有 10 支 S-REIT 上市，市值約為 86 億美金，為亞洲第二大市場，而其投資種類包括了

商場、工業廠房、辦公室以及綜合類型。新加坡 REITs 會有如此高成長率的背景，是在與世界比較之下民間的高儲蓄率和低利率的環境關係，人民對於可以獲得穩定收入的不動產投資信託擁有高度興趣等種種緣故。

(二) 新加坡 REITs 的法制規範

新加坡位於亞洲金融中心、對資金募集的經驗及稅務、法制都已相當成熟，而且 S-REIT 一開始就考量到國際市場，沒有對 REITs 的資產區域做限制，其配息率與大多數國家一樣為 90%，投資人收到的配息不另課所得稅；而同時新加坡十年期公債殖利率節節下降，也使 S-REIT 受到青睞。

新加坡投資要件規定，不動產的總資產 35% 以上是對不動產的投資，且總資產 70% 以上必需是不動產相關(不動產公司的股票、不動產抵押證券、其他相關不動產基金、及不動產的所有權附帶的資產)的投資。剩下的 30% 之內可投資上市或未上市的公司債、國內外非不動產公司的股票、政府公債、現金與等同現金的投資。新加坡允許 REITs 直接參與不動產開發，但完工後要自行持有，且其比例不得超過 REITs 總資產之 10%。新加坡在稅率上，有許多的稅率優惠，投資人配息免稅，而購買新加坡境內不動產原則上要徵收 3% 的印花稅，但於 2005/2/18 至 2010/2/17，給予免徵印花稅的優惠；外國投資人配息須課 20% 稅率，但自 2005/2/05 至 2010/2/17 減至 10% 稅率。

關於負債，2003 年 3 月修改規範後，融資限制的上限從 25% 變成 35%。而且信用評等 A 以上者，可至 35% 以上。新加坡不動產投資信託必須採用外部管理。

新加坡 REITs 的法制規範整理如下表：

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	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	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	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

(三) 新加坡 REITs 介紹

目前新加坡共有十檔 REITs(如下表)，市場規模約為 86 億美元。新加坡首先是由 Retail 型的 REITs 開始，原因是新加坡政府對於商業用設施提供大筆心力，新加坡百分之九十都居住在郊外，民眾認為在郊外興建的購物中心將成為 REITs 的支柱，另外，新加坡大樓市場在亞洲金融風暴後，嚴重出現供需不平衡，進而影響租金水準及使用率。新加坡的第一檔 REITs---CapitaMall Trust，就是以購物商場為主要標的，在 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。

另外新加坡 REITs，有許多是大規模跨國投資的例子，像是置富產業信託 Fortune REIT 是以五個均屬香港之購物中心為標的，更有跨全亞洲投資的例子，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，其號稱為亞洲型投資信託，雅斯閣掛牌第一天就大漲 69%，成為亞洲地區 REITs 圈的新傳奇。

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

二、日本 REITs

(一) 日本不動產證券化之發展歷史

1. 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」。

2. 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」被認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。

3. 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。

(二) 日本不動產證券化之類型

一般分成下列三種類型：

1. 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。

依據此法，不動產特定共同事業型的證券化商品並非屬於證券交易法中所認定的有價證券，當然也無法在證券市場上交易流通。

2. 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。

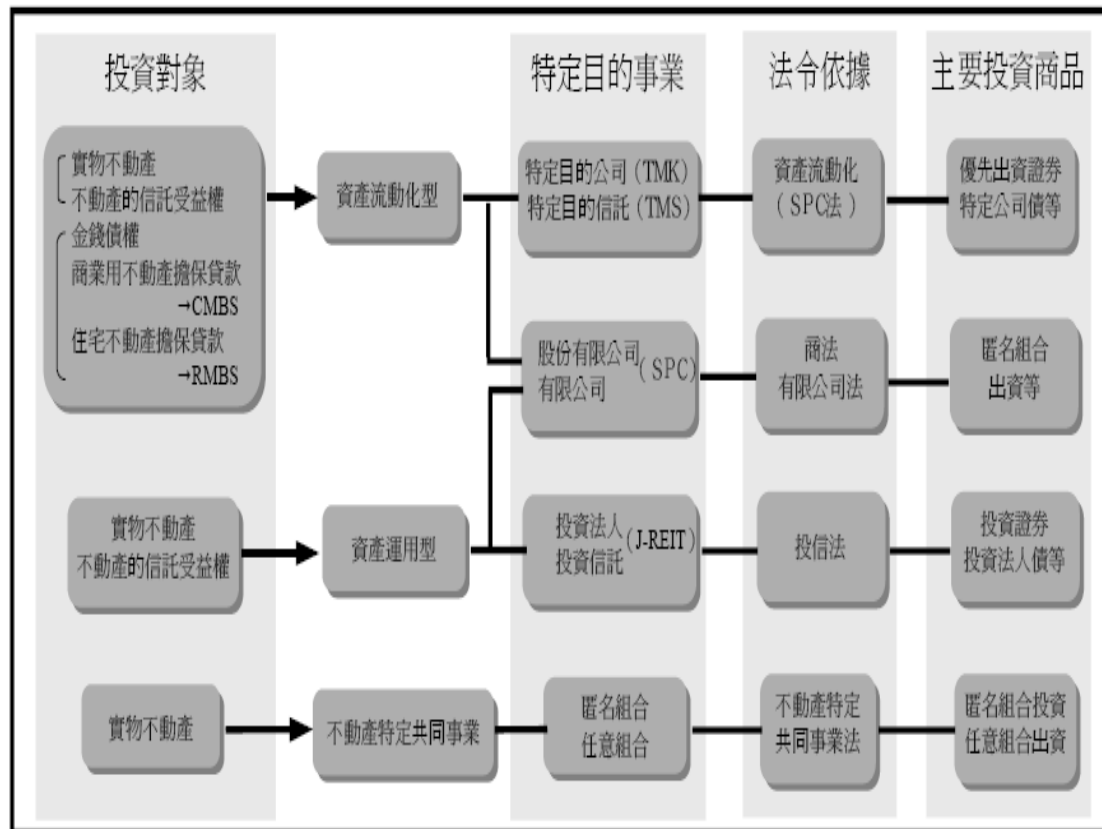
依據此法，流動化型的證券商品，屬於證券交易法中所認定的有價證券，但並不能在證券市場上交易流通。

3. 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。

依據此法，資產運用型的證券商品，是屬於在證券交易法中所認定的有價證券，而且可以在證券市場上交易流通。

表 -- 不動產證券化商品的分類



資料來源：張金鵬、白金安（2005）〈不動產證券理論與實務〉

(三) 日本不動產證券化實施之基本要件

1. 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。

2. 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。為了避免像這樣的雙重課稅問題，在相關法律中若滿足一定的特定目的事業（導管性）要件，公司法人的所得分配可以算入本金，不必課稅。

3. 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。

4.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。

5.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。

(四) 發展現況

從 2001 年發行至今，共發行 40 檔，市場規模已達 3 千多億美金。

Name of REIT	Date listed 發行日	Offer price (JPY) 發行價格	Closing price 28-Apr-06 (JPY) 當日價格	change since Oct-2005 變動 百分比	52-week high (JPY) 高點	52-week low (JPY) 低點	Dividen d yield(%) 股利
Nippon Building Fund Inc.(2)	Sep. 10, 2001	625,000	1,080,000	17%	1,170,000	889,000	3.14%
Japan Real Estate Investment Corporation	Sep. 10, 2001	525,000	1,040,000	17%	1,070,000	856,000	3.06%
Japan Retail Fund Investment Corporation(4)	Mar. 12, 2002	470,000	944,000	12%	1,010,000	815,000	3.35%
ORIX JREIT Inc.	Jun. 12, 2002	525,000	793,000	9%	836,000	700,000	4.00%
Japan Prime Realty Investment Corporation	Jun. 14, 2002	200,000	357,000	12%	364,000	300,000	3.58%
Premier Investment Company	Sep. 10, 2002	480,000	702,000	3%	755,000	665,000	4.29%
TOKYU REIT, Inc.(4)	Sep. 10, 2003	505,000	970,000	28%	976,000	702,000	2.88%
Global One Real Estate Investment Corporation	Sep. 25, 2003	495,000	999,000	7%	1,060,000	824,000	3.69%
Nomura Real Estate Office Fund, Inc.	Dec. 04, 2003	505,000	998,000	28%	1,030,000	748,000	2.97%
United Urban Investment Corporation	Dec. 22, 2003	484,000	705,000	0%	730,000	632,000	4.19%
MORI TRUST Sogo Reit, Inc.(5)	Feb. 13, 2004	753,000	999,000	8%	1,080,000	921,000	3.60%
Nippon Residential Investment Corporation	Mar. 02, 2004	509,000	649,000	-1%	677,000	559,000	4.25%
TGR Investment	May. 17, 2004	400,000	440,000	9%	470,000	385,000	5.92%
Frontier Real Estate Investment Corporation	Aug. 09, 2004	550,000	840,000	16%	935,000	678,000	2.78%
New City Residence Investment Corporation	Dec. 15, 2004	550,000	522,000	-3%	687,000	497,000	5.19%
CRESCENDO Investment Corporation(13)	Mar. 08, 2005	500,000	501,000	-16%	620,000	451,000	3.85%
Japan Logistics Fund, Inc.	May. 09, 2005	650,000	880,000	21%	905,000	650,000	3.45%
Fukuoka REIT Corporation	Jun. 21, 2005	880,000	886,000	4%	910,000	763,000	4.23%
Prospect Residential Investment Corporation	Jul. 12, 2005	480,000	434,000	-4%	480,000	407,000	3.27%
Japan Single-residence REIT Inc.	Jul. 13, 2005	530,000	460,000	-4%	535,000	393,000	4.59%
Kenedix Realty Investment Corporation	Jul. 21, 2005	580,000	612,000	4%	670,000	530,000	2.75%
Joint Reit Investment Corporation	Jul. 28, 2005	530,000	523,000	-4%	585,000	472,000	5.06%
eASSET Investment Corporation	Sep. 07, 2005	500,000	469,000	-5%	504,000	422,000	5.43%
FC Residential Investment Corporation	Oct. 12, 2005	475,000	458,000	10%	466,000	403,000	4.30%
DA Office Investment Corporation	Oct. 19, 2005	515,000	509,000	8%	519,000	446,000	5.08%
Hankyu REIT, Inc.	Oct. 26, 2005	620,000	844,000	31%	848,000	630,000	3.73%
Advance Residence Investment Corporation	Nov. 22, 2005	480,000	470,000	-2%	485,000	428,000	4.94%

Name of REIT	Date listed 發行日	Offer price (JPY) 發行價格	Closing price 28-Apr-06 (JPY) 當日價格	change since Oct-2005 變動百分比	52-week high (JPY) 高點	52-week low (JPY) 低點	Dividend yield(%) 股利
Starts Proceed Investment	Nov. 30, 2005	200,000	198,000	-1%	205,000	182,000	4.92%
Japan Hotel and Resort, Inc.(12)	Feb.15, 2006	520,000	747,000	44%	828,000	551,000	3.51%
Top REIT, Inc.	Mar. 01, 2006	550,000	675,000	23%	678,000	553,000	4.25%
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%
LCP Investment Corporation	May. 23, 2006	-	-	-	-	-	-
Nippon Hotel Fund Investment Corporation	Jun. 14, 2006	-	-	-	-	-	-
re-plus residential investment inc.	Jun. 22, 2006	-	-	-	-	-	-
Japan Excellent, Inc.	Jun. 27, 2006	-	-	-	-	-	-
TGR Investment Inc.	Aug. 01, 2006	-	-	-	-	-	-
Nippon Accommodations Fund Inc.	Aug.04, 2006	-	-	-	-	-	-
MID REIT, Inc.	Aug. 29, 2006	-	-	-	-	-	-
Nippon Commercial Investment Corporation.(40)	Sep. 26, 2006	-	-	-	-	-	-

(五) 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

三、香港 REITs

(一) 香港 REITs 的法制規範

香港在 2003 年 8 月通過由證監會(證券及期貨事務監察委員會)所頒布的「房地產投資信託基金守則」之後，REITs 的發行成為投資新管道。

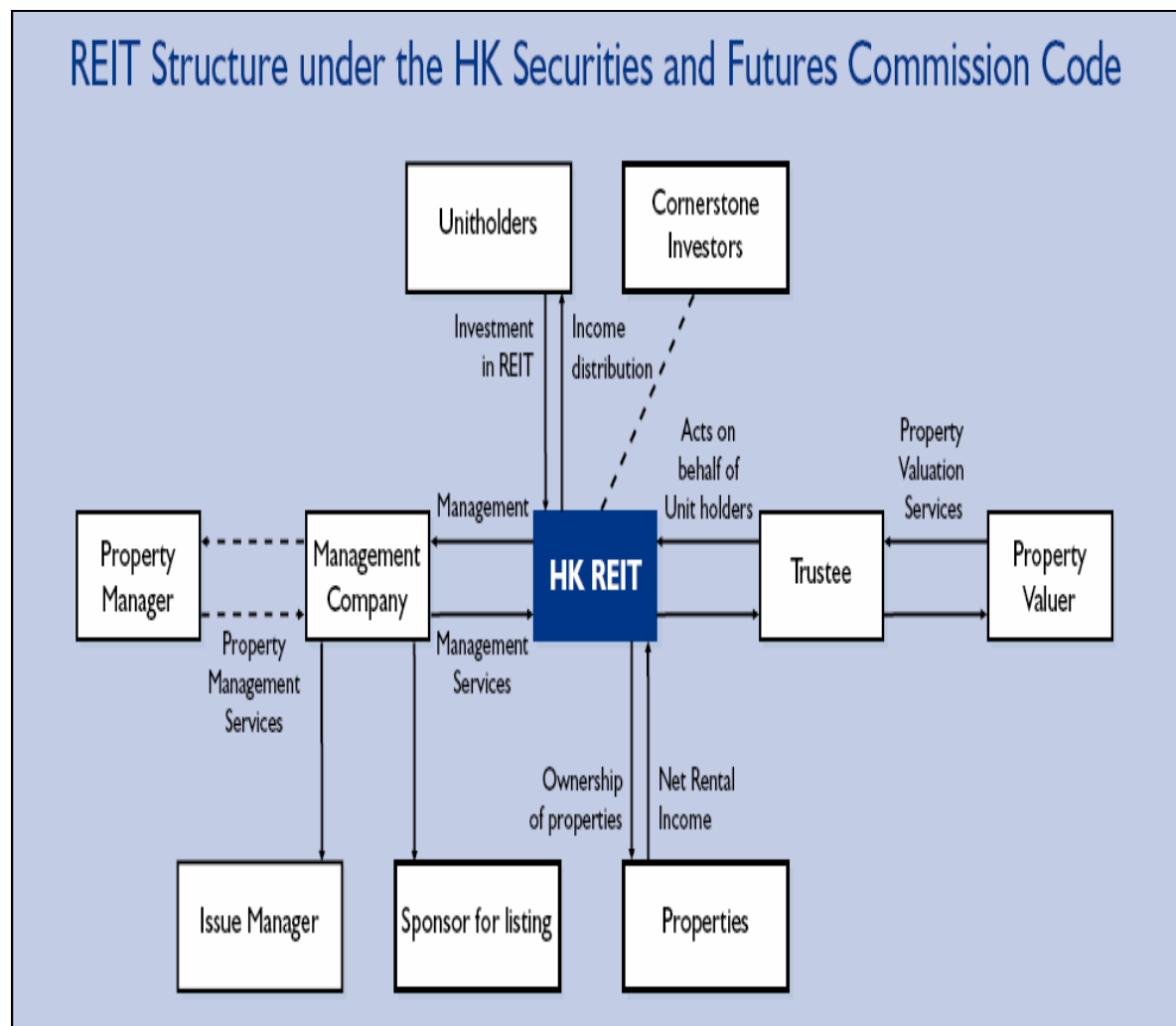
2003 年 3 月 7 日，香港證監會發表了《房地產投資信託基金守則》草擬本，以徵求公眾意見。7 月 30 日，香港證監會正式公布了《房地產投資信託基金守則》及有關諮詢總結文件。大部分條文都被修定以回應市場意見，其中包括放寬借貸比率、派息比率及估值密度計畫。原來建議借貸比率為總資產淨值的 35%，修改後增加至為資產總值的 35%，此外，派息比率也由原來的除稅後淨收入的 100% 降至 90%，房地產項目定期估值也由原來建議的每季一次放寬至每年一次。2005 年香港進一步修改了該守則，允許投資非港物業，並把負債比例提高到 45%。

香港 H-REITs 法制規定說明	
規定	說明
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 REITs 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. REITs 資產價值必須每年評估。7. 如果 REITs 基金名稱中某一特定類型不動產，則 REITs 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，若要投資以 REITs 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 REITs 單位持有人同意。

資料來源：<http://www.nareit.com/portfoliomag/05special/table.shtml>

(二) 香港 REITs 組織架構

香港房地產投資信託基金（HK-REITs）是以信託方式組成，主要投資於房地產項目的集體投資計畫，旨在向持有人提供來自房地產租金收入的回報。HK-REITs 透過出售基金單位獲得資金，依照設立文件加以運用，以在其投資組合內持有、管理及構入房地產。根據《房地產投資信託基金守則》，房地產投資信託基必須以單位信託方式設立。



資料來源：<http://www.sidley.com/db30/cgi-bin/pubs/Hong%20Kong%20REIT.pdf#search=%22CR%20REITs%22>

(三) 香港 REITs 市場現況

領匯房地產投資信託基金，為香港首個房地產投資信託基金，由領匯管理有限公司管理，其投資物業組合內的 180 項零售和停車場設施與全港四成人口為鄰。其資產規模總計有零售商場 96 萬平方米，停車位約 79000 個，每年租金收益約為 12、13 億港元，估計其總資產約 338 億港元，此基金募集金額約 43.85 億美元。

領匯之後，香港又有越秀及泓富兩檔 REITs 上市，其中越秀是以中國廣州的物業為資產，其回報率比領匯更高，將近達 7%；而泓富是長江實業分拆旗下物業成立，資產組合包括商廈以及工貿中心，年報酬率介於 5.2%至 5.4%。

	領匯 (The Link REIT) (香港房屋委員會)	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%

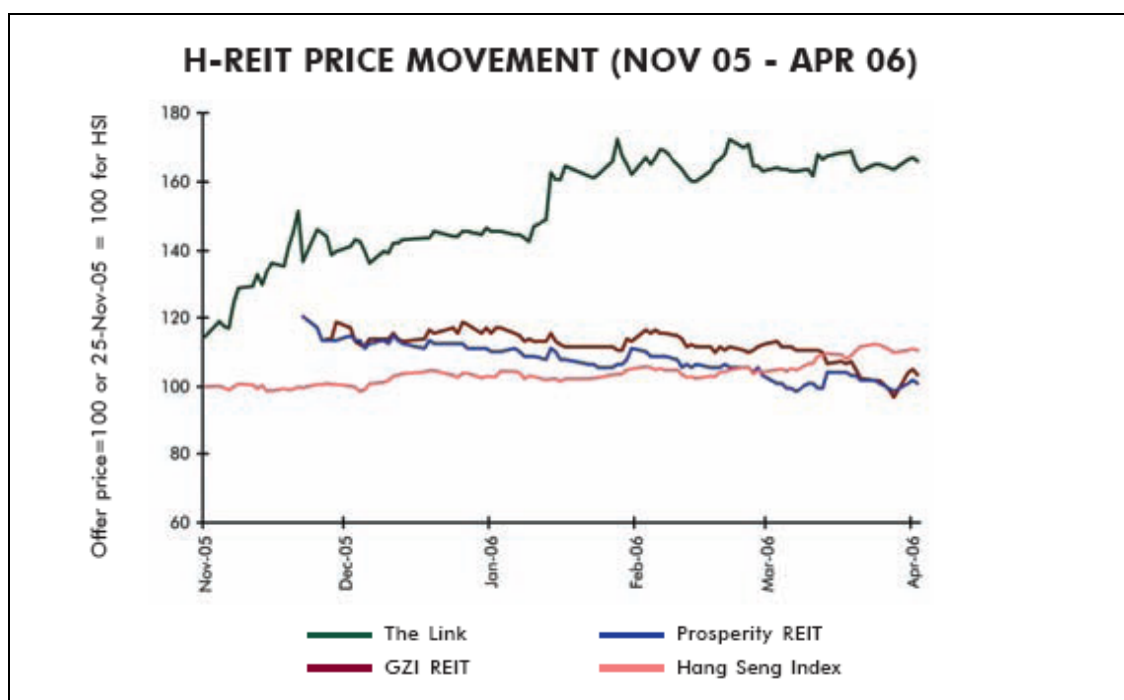
資料來源：戴德梁行 (2006 年 01 月 16 日)

REIT PERFORMANCE - HONG KONG (AS OF APR-06)

Name of REIT	Date listed	Offer price (HK\$)	Closing price 28-Apr-06 (HK\$)	% change over offer price	52-Week high (HK\$)	52-Week low (HK\$)	Dividend yield (%) ¹⁾
The Link REIT	25-Nov-05	10.300	17.1	66%	17.75	11.8	3.61%
Prosperity REIT	16-Dec-05	2.160	2.18	1%	2.6	2.13	5.26%
GZI REIT	21-Dec-05	3.075	3.18	3%	3.65	2.98	6.32%

1) Dividend yield based on company's forecast distribution per unit

資料來源：戴德梁行 (2006 年 01 月 16 日)



資料來源：戴德梁行（2006年01月16日）

隨著領匯、泓富及越秀的上市，香港已在亞洲 REITs 市場占一重要地位，並已作好準備成為此地區的 REITs 中心，吸引跨境投資，事實上尚有為數不少的本地及跨境 REITs 正在等候上市，加上長久以來香港都是中國投資資金的主要進出口，相信香港很快會趕上發展成熟的日本及新加坡，成為亞洲區域性的 REITs 中心和進入中國房地產市場的必然門戶。

根據富邦投顧最新資料顯示，香港又一新檔「冠君」REITs 上市，上市資料與其他各檔相較之下，如表所示：

香港	各股	市值 (NT 億元)	2006 股利率	負債比	2006 年初至 今股價漲幅	REIT 類型
	領匯	1,462	3.84%	36%	9.93%	Retail
	泓富	104	5.85%	39%	-20.00%	Office
	越秀	142	5.98%	32%	-2.61%	Office/Industrial
	冠君	451	7.16%	33%	-23.73%	Office

資料來源：富邦投顧

四、南韓 REITs

(一) 南韓 REIT 的法制規範

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，CR-REITs 主要投資的標的其不動產是屬於公司或財務制度上需要被重建，故其發行的意義在於促使公司及財務制度的重組。

K-REITs 與 CR-REITs 比較表

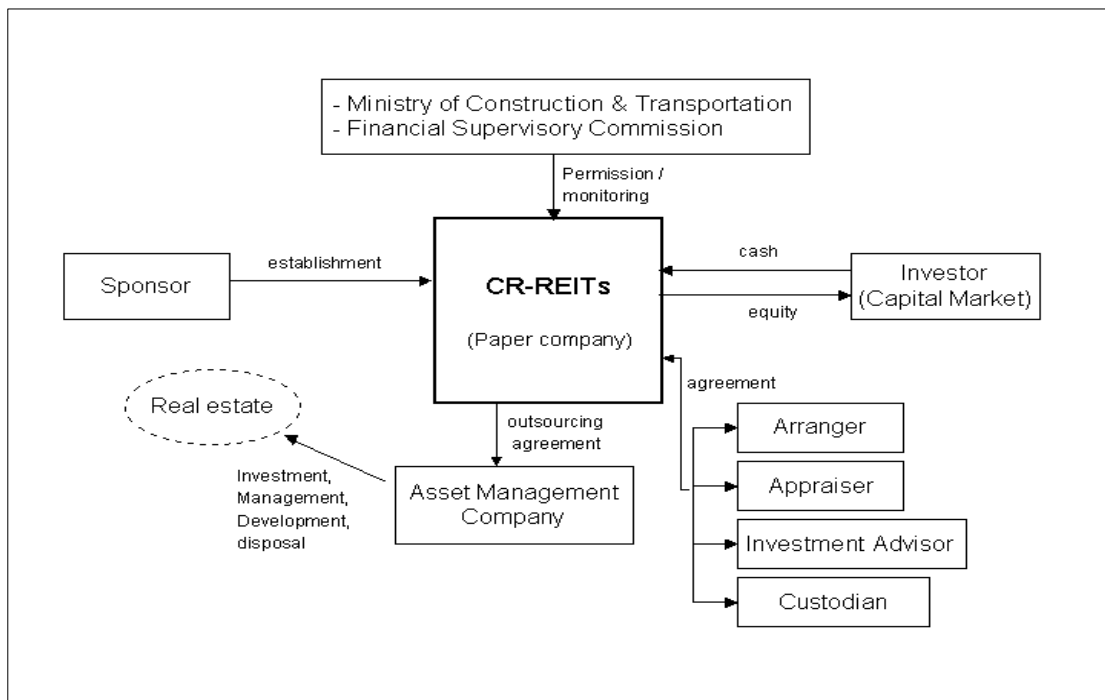
	K-REITs	CR-REITs
設立	必須獲得建設交通部的批准。	必須獲得建設交通部的批准。
組織形式	股份公司。	股份公司，有存續期限限制，不得雇用員工和全職董事。
經營範圍	收購、管理、開發及處置房地產。	收購、管理、開發及處置房地產。
資本金	不少於五百億韓元。	不少於五百億韓元。
非現金出資	(1) 設立 REIT 時必須用現金。 (2) 增資時可以用房地產出資。	設立時不超過 30%。
股權結構限制	每個股東持股比例不得超過 10%。	無限制。
投資標地	所有類型的房地產	出售後用於償付公司債務的房地產。
證券投資比例	對單一公司有表決權股份的投資，原則上不得超過 10%。	對單一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

從上表可得知，與 K-REITs 相較之下，韓國政府對於 CR-REITs 的個人持股比例、資本結構等方面規定更為寬鬆，且 CR-REITs 享有更多的優惠稅率。基於這些優勢，目前韓國所設立的 REITs 共有 12 檔，其中又以 CR-REITs 為主，有七檔在韓國證券交易所上市交易。

(二) 南韓 REIT 組織架構

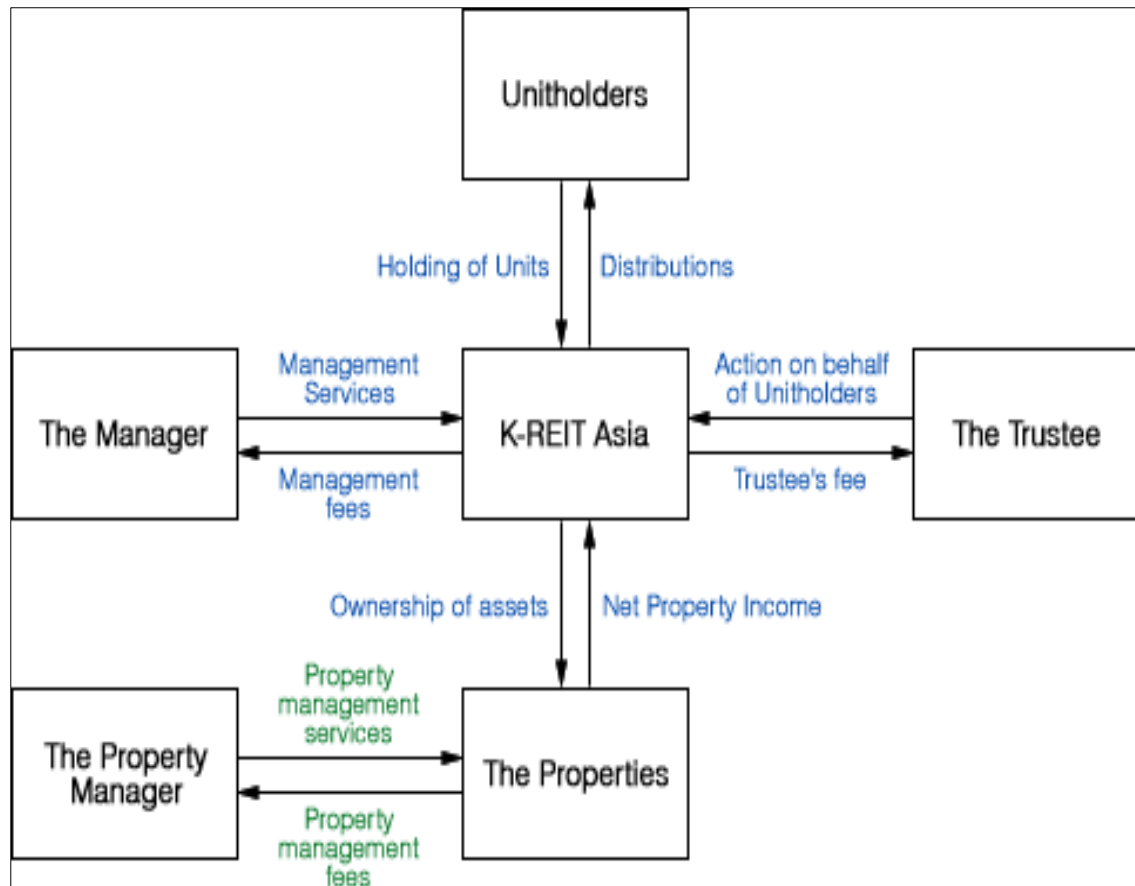
南韓的 REITs 包括 K-REITs 及 CR-REITs，以 K-REITs 而言，是正在繼續經營並持有不動產的公司，有擁有、管理、發展不動產的權利，所以 K-REITs 的管理形式為自行管理。另一方面，CR-REITs 就只是有存續期間限制的 PAPER COMPANY，必須委外信託進行資產管理工作，亦及，資產的管理是交由另一獨立的資產管理公司去運作，故在 CR-REITs 的某些層面來看，類似於共同基金，但卻有更多的優惠稅率，目的在於幫助南韓需急迫被重組的公司。

CR-REITs 組織結構圖



資料來源：Won-Seok Park(Characteristic of Korean REITs and Their Economic Impact)

K-REITs 組織結構圖



資料來源: http://www.kreitasia.com/ab_TS.asp

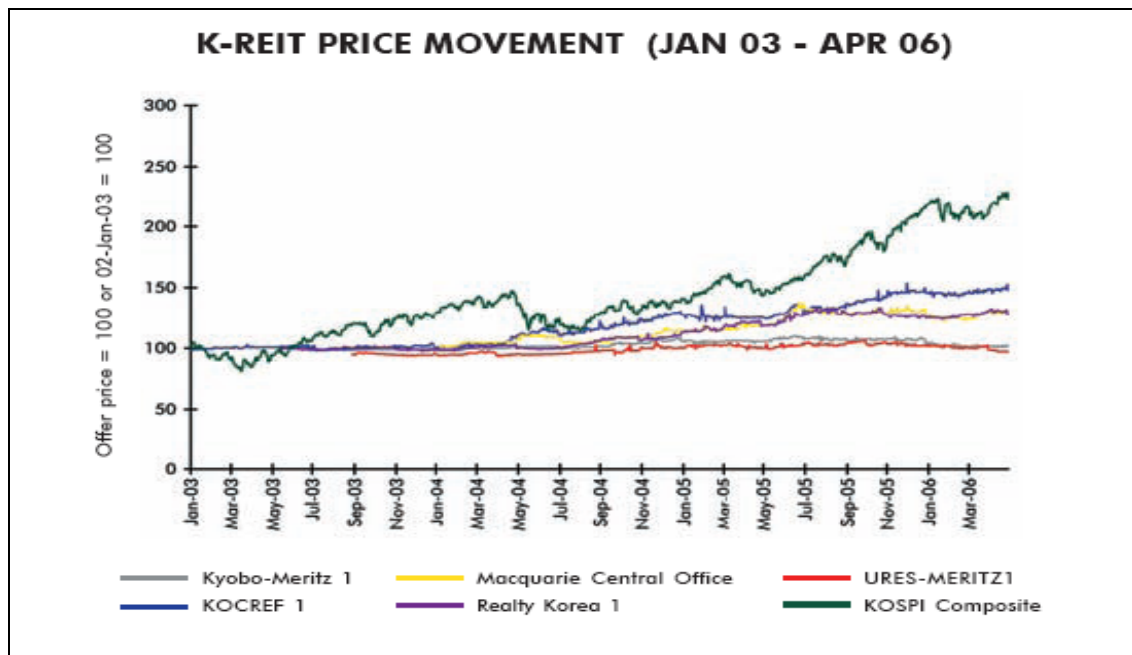
(三) 南韓 REIT 市場現況

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

資料來源: CBRE RESEARCH<REITs AROUND ASIA>



資料來源：CBRE RESEARCH<REITs AROUND ASIA>

(四) 問題討論－為什麼 CR-REITs 較盛行？

K-REITs 市場發行的現況不如預期，目前上市上櫃均為 CR-REITs，對於 K-REITs 無法公開發行此情況，令不動產業者及與不動產相關的產業都相當失望。究其原因，可歸類為下列幾點：

1. 雙重稅率，K-REITs 必須可以公司稅及所得稅，但 CR-REITs 可免徵公司稅。
2. 對於 K-REITs 的資產管理上有較嚴格的限制，須符合另一套資產管理規則，像是發展的限制、不允許融資、土地開發投資的限制，儘管這些措施是為了保護投資者，避免投機行為，但相較於 CR-REITs，K-REITs 過於嚴格、無彈性、喪失其他獲利機會。
3. REITs 與股票市場有反轉情況
4. 一般將 REITs 定為在高風險、高報酬的股票與低風險、低報酬的債券之間，然而 REITs 將其收益的 90% 分配給大眾投資者，只剩餘固定的 10% 給公司，減少未來成長的機會，或可說未來發展有限難以突破，站在投資角度來說，機構投資者把 REITs 視為另一種債券，而債券投資者視 REITs 為股票。此投資機制讓投資者進退兩難。

四、亞洲各國制度規範

亞洲各國制度規範比較整理如下表：

	日本 	新加坡 	香港 	南韓 	台灣 
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%	一般無, 但 90 % 以上才有稅 負優惠	90%	90%	未規範
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 (自 2005/2/18 至 2010/2/17 免 徵)	投資人配息免 稅	若配息 90% 可享公司稅抵 減, 所有 REIT 之移轉、註 冊、資本利得 稅 50%	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

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

五、總結

亞洲房地產投資信託基金截至 2006 年 6 月的數量已經增加到 71 家，總市值超過 473 億美元，高速的增長已使亞洲成為全球增長最快的房地產投資信託基金市場。

亞洲房地產投資信托基金的未來將面對市場需求和市場供應的雙重刺激。在市場需求方面，認為股票市場風險太大、而債券市場過於保守的投資者將會在資本市場上尋求更多的 REITs 產品。低浮動、高回報及長期收益使 REITs 在市場上更具競爭力，尤其在降低投資風險方面。且 REITs 更有利於養老基金的投資，在日本、香港、新加坡和西方發達國家日趨嚴重的人口老齡化問題下，相關養老基金的增長將為亞洲的 REITs 帶來更多的投資來源。

在市場供應方面，REITs 為企業提供出售非核心房地產的途徑，以減輕財務報表上的負債率；而政府也可以使公家的財產私有化(例如香港房屋委員會)，以減輕政府的財政負擔；REITs 也為國際私人財產管理基金如 ERGO、ING 和 Macquarie 提供一個資金的出路。

對亞洲地區房地產投資信託進行比較後，我們可以歸納出以下特點：

1. 美國成立 REITs 的主要目的在於享受稅收的優惠，而亞洲地區則將 REITs 作為一種“舶來品”，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。
2. 亞洲地區的 REITs 在保留美國 REITs 特徵的同時，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，其中最為嚴格是香港特區。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。
3. 從立法形式上看，美國 REITs 主要是稅法的產物，因此稅法成為調整 REITs 的主要法律，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。
4. 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，當局一般要求 REITs 委外管理房地產。

參考文獻

1. 張金鶚、白金安，房地產投資與決策分析—理論與實務，華泰書局，2002。
2. 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，2006。
3. 亞澳國家不動產投資信託之研究，梅原一哲。
4. 亞洲 REITs 週刊
5. CBRE RESEARCH(2006，05)REITs AROUND ASIA
6. Council for Real Estate Syndication

7. CBRE RESEARCH(REITs AROUND ASIA)

8. <http://www.nareit.com/portfoliomag/05special/table.shtml>

The Growth of REIT Markets in ASIA 論文摘要

Joseph T. L. Ooi,*Graeme Newell* and Tien-Foo Sing***

REITs 在亞洲出現是在 2001 年，由日本和新加坡首先發行，隨之在後的是南韓、台灣、香港及馬來西亞。這篇論文檢視了 REITs 市場，首先，檢驗的是總體經濟、金融市場以及房地產市場發展的背景。而 REITs 發展的動力從供給面及需求面探討、政府政策以及市場障礙也將被討論到。亞洲 REITs 的初期表現將被重新探討並與一般股票在各自的市場中作比較。最後，將對亞洲 REITs 的未來展望做出評論。

美國的 REITs 以及澳洲的 LPTs 為有影響力的房地產投資工具，它們已經發展很久也很成功。近年來，REITs 市場擴展到亞洲及歐洲，成為國際性的市場 (EPRA, 2004)。在亞洲，REIT 市場已經在日本、新加坡、南韓、和台灣成功地建立起來，稍晚於 2005 年，也在香港、馬來西亞以及泰國建立。一個最近由 Jones Lang LaSalle(2004)所做的研究發現，在亞洲很多國家的房地產市場已經成熟且資訊公開，例如：香港（其資訊透明度是世界上排名第七）、新加坡第九名、馬來西亞第二十名以及日本第二十六名，而這種條件也使得它們將因為 1997 年亞洲金融危機而大跌的房地產價值大幅提高。亞洲 REITs 的出現，提供了一個投資國際基金的新機會，使投資人能夠多樣化其投資商品並以此介入亞洲國家的房地產市場。

REITs 在亞洲的發行，進幾年愈來愈繁榮，日本首當其衝在 2001 年 9 月發行兩檔 J-REITs，隨後，新加坡也跟上其腳步在 2002 年 6 月發行第一支 S-REITs。在之後的 2005 年 6 月，共有 17 之 J-REITs 在日本東京證券交易所上市發行，同時，亦有 5 檔 S-REITs 在新加坡證券交易所上市發行。日本及新加坡的 REITs 發行進展狀況良好，分別佔資本市場總值 199 億美元及 52 億美元。很快地，南韓也有 7 檔 CR-REITs 在南韓證券交易所上市，佔資本市場總值約 5 億美元。另外，台灣也在 2005 年 3 月首次成功發行 REITs。而香港在突破重重難關後，也在 2005 年 11 月發行了第一檔“領匯”，其 IPO 是全世界發行最大的規模的。而馬來西亞及泰國也陸續在 2005 年發行 REITs，現在亞洲其他國家，像是印尼、中國也在思考要立法去推動 REITs 的發行。

本篇論文主要是追溯 REITs 至 2005 年前在亞洲的成長發展過程。這當中有許多課題值得我們去學習，讓我們可更努力去介紹 REITs 在其他市場上有可成功

發展的好機會。本篇同時也介紹各國家在稅制上的特色，其與美國的制定上有些許落差，特別的是，初始的低報酬在亞洲不動產上限制了發起者的能力去提供低風險、高報酬給海外投資者。此外，新投資產品 REITs 在亞洲的出現，面臨了與原有存在多變化的不動產市場之間，有差異性互相比較的挑戰。REITs 在亞洲的初始發行表現，將會被分析。

本篇論文的架構如下所述：概述在亞洲不同國家中，如何管理組織架構並得立法發行 REITs，同時也會在稅制上的特熱有所討論，之後，進一步分析 REITs 在亞洲的初始發行表現，最後包含了給予 REITs 在亞洲某部分上未來願景的討論。

課堂討論

張老師：亞洲是最近 2000 年開始發展，目前是當紅炸子雞，發展的歷史很短，未來潛力還不確定，從剛剛的報告可以發現，每個國家的制度都不太一樣，因此介入成本會很高。做完報告有沒有什麼心得？

筱蓉：香港領匯是全世界 IPO 最高的，規模高達 50 億，在亞洲排名第三名，想知道為什麼它可以表現得這麼好？

張老師：香港基本上是一個金融發展自由的地方，新加坡也是，因此可以吸引很多基金去投資。領匯剛發行的時候，有一部份是國民住宅，因此引發官司而延遲發行，後來再發行反而造成轟動。最大的討論在於，為什麼發行後，IPO 上漲的快？而我們最應該關心的是，從各個國家我們學到了什麼？第一個我們可以看到各個國家都有其特色，但是還是各有移植的部分，台灣目前在亞洲規模是很小的，只有 3%，日本是最大的，再來是香港、新加坡，我們可以想想其中有什麼意涵。

適銘：剛剛各國制度比較表，有看到成立資金限制，好像沒有這種限制。

于修：它前面有加「trustee」。

張老師：它指的是信託業者的成立資金，可以看到香港的成立資金是最小的，因為他們金融開放，台灣的相對高出許多，為的是要保護投資人，當初其實也有引起爭議，日本的門檻很高，因為本來就是保守的經濟體。

適銘：剛剛看到新加坡有一項規定，90%要分配給投資人，未分配的 10%要用 20%來課徵公司稅，不知道台灣有沒有類似規定？

張老師：這還需要再查一下。

適銘：剛剛提到日本有 40 檔，是三種類型的總和，還是只有 J-REIT

張老師：只有 J-REIT，廣義來說日本的不動產證券化有三種，嚴格來說只有 J-REIT 算是不動產證券化，因為只有它可以上市。台灣的資產信託是學日本 SPC 的那塊，日本的 SPC 主要是用在都市更新開發，目的不是要上市，不是要給小額大眾投資的。再看到台灣，現在大家也都只有再討論 REIT。

宗翰：剛剛看到香港越秀那一檔，它的投資標的是在廣州，他們沒有限制這一塊嗎？

張老師：這也是香港很重要的特點，台灣之前也有討論這點，新加坡也有投資大陸市場，因為香港、新加坡金融開放，大陸現在自己沒有發行，各國都不會錯過這個大市場。不過我對於管理方面的問題持保留態度，尤其是香港跟大陸的關係特殊，因此還是有其風險。反過來說，台灣可不可以到海外投資？新加坡是同意的，之前台灣某金融機構覺得在台灣發行太麻煩，想要去新加坡發行，採用私募方式，這是很有意思的，因為這就打破傳統認為不動產是不可移動的觀念。

穎慧：新加坡的 Fortune 投資標的就是在香港，因為當時香港還未發行。

張老師：韓國也很有意思，韓國是在 1997 年亞洲金融風暴，造成很大的金融危機，產生很多 NPL，所以為了處理而發展出 CR-REIT 作為管道。台灣也有討論過可不可以將 NPL 證券化，我認為台灣還不適合，從投資組合來看是可以的，有好的產品也應該有壞的產品，開發型的也可以，但是台灣現在制度還不健全，還需要學習，從制度經濟學來說，這樣是比較好的過程；但是從韓國的經驗看來，他們是一下就跳躍到這一塊，發展的反面比 K-REIT 還好，這是因為 CR-REIT 必須提出更多誘因，吸引了一些投機的投資人，保守的人本來應該選擇 K-REIT，卻因為不 popular 而漸漸淡化；如此看來，還是台灣的發展會比較穩健，但是其中還是有許多爭論。

亞洲和美國最大的差異在於亞洲大多為信託，除日本 SPC、SPT 都可以，卻都是 SPC。

適銘：剛剛看到韓國 CR-REIT 雖然都是處理 NPL 的產品，為什麼租金收益卻很高？

張老師：因為高風險，所以高報酬，到時候可能倒掉就沒有了。

適銘：那如果國內把 NPL 證券化，收益會不會也很高？還是它是因為收購價很低？張老師：這是有可能的，收益價很低，只要稍微高一點就可以賺回來很多，但是也有可能初期給你甜頭，但是一下就倒掉了，不知道能維持多久。

宗翰：我覺得韓國的發展很值得台灣借鏡，就像老師說的，CR-REIT 的報酬高，風險也很高，所以我們可以從兩個面向來分析，如果它成功了，投資者會以為這種報酬率是正常的，會造成其他正常的產品無法發展，但是 NPL 畢竟不是佔多數的產品；如果它發展不成功，讓投資大眾受到重大損害，以後投資者會排斥任何證券化的相關產品。所以我覺得未來他們的發展並不樂觀，因為他們已經把投資者的胃口養大了。

張老師：他們當初的解法是兩種都發行，不過我們可以看到，現在完全是一面倒的情形。

穎慧：在香港這方面，我們可以看到物業組合價值都大於公開招募集資額的兩倍，所以這有可能是大家都在 IPO 搶進的原因。

張老師：這是很重要的一點，也是他們能夠蓬勃發展的原因之一。

穎慧：但是不知道他們是用融資還是什麼方式來填補價差？例如其中一檔物業價值 43 億，卻只招募 25 億，當然我們不知道他們真正的買價是多少。

張老師：通常買的時候都會要求 discount，而且這樣增值空間大，所以 IPO 一上市，就會有很大的上漲空間。這很有意思，像剛剛看到新加坡有一檔雅思閣的波動很大，那背後隱含著有很大的炒作空間，所以它的收益率都很高，比台灣高很多，可能是管理維護較好，所以有人在討論為什麼台灣的股價都不會波動，有可能是因為台灣是注重其收益，金管會覺得這樣造成市場不活絡，實證發現，對證券市場有經驗的人，都不傾向去買 REIT，因其報酬率不高，波動平緩，越來越像債券。

穎慧：應該討論投資標的的類型。

張老師：類型是很重要的一塊，尤其是香港領匯有投資停車場，高雄之前有想證券化停車場，但是規模太小，台北之前有想把國宅證券化，引起最大爭議的是有人想把高速公路證券化，什麼東西都可以證券化，今天的報紙有報導，奇美電子的應收帳款想要證券化，只要是未來有收益的東西都可以證券化。證券化的意思是現在把未來可以收到的錢先拿來花，金融

和不動產證券化的差別在於投資標的，不動產的標的都是收益型的。台灣的投資標的太狹隘，應該多樣化一些。想向台灣任何不動產產品都證券化以後會是什麼情景，這樣以後不動產都由法人機構經營管理，將能夠提升整體的生活環境。

張老師：結論很有意思，講到美國和亞洲的差異，美國基本上是因為稅賦的優惠，亞洲都是從法治面來看。委外管理隱含著道德風險的問題，台灣這一塊非常有待加強，例如以估價來說，估價到底是估賣價還是估買價？這些都是道德風險的爭議，現在還在觀察當中。台灣的資訊揭露以及流動性這兩塊還是蠻薄弱的，有待加強。

宗翰：像證券法規最根本的概念就是，資訊夠揭露，法規就可以鬆綁，但是台灣就是資訊不揭露，所以法規就不鬆綁。

課程主題

第二部分：第三章 組織結構

報告人：張維升

第三章 Organizational Structure 組織結構

Is there such a thing as a Free Lunch ? 真有白吃的午餐嗎？

一般上市公司可以選擇許多方式來管理持有資產或債權，例如有限合夥（master limited partnership，MLP）、商業信託、公司法人、以及本章所要討論的 REIT 型態；眾所周知的選擇 REIT 型態將在稅賦上享有優惠，如果真是如此，為何不是所有公司皆採用此一途徑呢？很顯然的，REIT 有其成本存在，任何公司想要選擇此一途徑都必須要先考慮這些成本，衡量是否小於其優點，又或是該選擇哪種類型的 REIT。

賦稅優惠、管理彈性較小以及公開上市乃是 REIT 之特點，本章要討論的即是 REIT 之優劣勢以及其種類，是否有存在的必要呢？

一、REIT 的成本

（一）基本面之成本

1. 持有者之結構限制

即是不能少於五個投資者擁有超過 50% 的股份，但如第二章有討論到的近年來有放鬆的趨勢。

2. 收益上以及持有資產種類的限制

收益必須有一定比率是相關於不動產資產或抵押，在限定期間內，來自於短期持有不動產出售的收益比率也有限制。

3. 公司經營結構限制

比如說在早期 REIT 公司不能經營管理自身的資產，必須強制委外。

4. 財務政策限制

例如必須將課稅所得 90% 回饋給持股人即是。

立法機關設立 REIT 的源由乃是希望藉由此一途徑，讓小額投資者得以進入不動產市場進行投資，但是對於 REIT 本身的限制反而讓投資成本上升，下面將提出這些成本來進行討論。

(二) 喪失使用債券優勢

使用債券取得不動產，減少自由運用之現金流量使用，還有賦稅上的優惠，進而降低代理之成本，這是使用債券的優勢。

但 REIT 並不適用於債券之稅賦優惠，若是以 REIT 結構去使用債券形式發行，不僅與其特性抵觸，且債券的稅賦優惠並不適用於 REIT 本身，故以 REIT 結構去使用債券形式發行並無法降低 REIT 的成本。

更有甚者的是，REIT 稅後成本高於債券公司，REIT 必須與其他資本債券公司相互競爭；若是公司降低自由現金流量的使用，持股者監督成本的也會隨之降低，然而管理者的薪資所得給付是視投資與公司規模大小而定，因此管理者為了自身利益很可能會進行無獲利的投資。相較之下由於債券支付的股利有限，無法降低持股者的監督需要，因此管理者無法進行不當投資。

當然也有人認為減少自由現金流量的使用並非 REIT 所著重的因素，因為 REIT 必須將課稅所得 90% 回饋給持股大眾，然而據 Wang, Erickson, and Gau(1993)報告指出，REIT 支付課稅所得後仍有一筆龐大的現金，所以減少自由現金的使用以及連帶減少之的代理成本，縱使在股息分配的政策之下，對於 REIT 仍然是重點之一。

(三) 降低成長潛能

政策對於需將課稅所得 90% 回饋給持股大眾之規定，意味著可促進成長潛能之內部資本的降低，但是由於不動產市場對於資本集中的有相當高需求，但是 REIT 的相關特性與規定卻對影響資本集中的程度，進而影響到公司的成長潛

能，基於於不動產市場對於資本集中的需要，公司內部資本又無法增加的情況下，勢必依賴外部進行資本擴張，可藉由發行新股或債券兩種形式進行籌措資金；然而若是發行新股，REIT 本身發行的抵押債券必會使發行新股的股價下降；若是另外發行債券，債券的股利扣除額並不適用於 REIT，反而對 REIT 有著不利的影響，故兩者都不適行。

另一個根據經驗證實的嚴重問題是有自我清償限期(finite-life REIT)REIT 之產品表現的比沒有的差，有自我清償限期就是在一定期間後將會償還的類型（例如發行後十年），由於股票市場的股票是強調公司未來的成長潛能與未來價值，故對於公司成長潛能十分重視，其成長潛能是影響股價的重要因素；然而很明顯的附有自我清償限期 REIT，因附有買回期限，故將焦點放置於買回期限的期間內，相對於股票公司將焦點放置於未來無限的時間，將會對於公司成長潛能要求降低。

（四） 持股者與管理者之利益衝突

持股者與監督者或管理者的利益衝突對於 REIT 的成長也是個損失，由於 REIT 早期的法令規定，使得 REIT 管理者與持股者之訴求重點不一，進而產生明顯的利益衝突；在公司無法管理自身的資產的狀況下，管理非自身的資產所收取的費用取決於投資與公司的規模大小，管理者為了自身利益必會擴大投資規模，甚至可能如同前面有提到的，進行無獲利的資產投資；所以在 1986 年法令規定放寬，REIT 可進行自我諮詢(self-advised)與自主管理(self-managed)，也就是可管理自身的資產，解決管理者與持股者的利益衝突，但該政策遲未被廣泛認識，直到 1991 年 Kimco REIT 首次公開發行，有人把首次公開發行 REIT 價格之猛增歸因於監督管理者之改變；有趣的是，在 REIT 快速成長的 1990 年代自主管理以及委外管理對立的兩種型態都還十分盛行，到底 REIT 較適合何者則值得研究。

（五） 市場時機問題

多數不動產市場投資者盡可能依賴市場景氣循環，也就是他們決定交易買賣，是依據先前不動產市場的循環，然而由於不動產本身的特性限制，導致不動產脫手不易，而法令對於 REIT 的資產處理又有相關限制，特別是短期持有不動產資產的議題上；故 REIT 在不動產拋售行為上有其限制；所以，若想由蕭條市場轉至熱絡市場，或是想跳脫不景氣市場，將會受到限制。

（六） 轉換成本

當合夥型態轉換至公司型態，例如 REIT 型態時，將會產生課稅問題，因為轉換時需要支付不同稅基以及市場價值的不動產資本利得；當合夥的稅基較市場

價值低時，轉換為 REIT 將有龐大的轉換成本；因此在合夥轉至 REIT 過程中，有了 UPREIT 的產生。

二、REIT 組織型態之淨效應

使用 REIT 型態之淨效益究竟為正或負，儘管個別 REIT 之成本與效益有其不同，但兩個最近的研究討論了 REIT 結構上平均存在之效益。

(一) 稅賦優惠與浮動成本之互易

Gyourko and Sinai(1999) 研究在 REIT 結構上有兩個正面影響以及一個負面影響，首先由於 REIT 本身具有稅賦優惠，因此他們估計約有 4% 的企業市場資本的利潤產生，而且非使用 REIT 型態的公司沒有稅賦優惠因而必須採取種種的避稅措施，相較於其他型態，REIT 本身的稅賦優惠不需要其他避稅措施，又節省了 1-4% 的企業市場資本的利潤，兩者相加總合節省了 5-8% 的企業市場資本的利潤；但在另一方面由於 REIT 必須支付大部分的課稅所得，為了財務成長必會提高其資本額，而提高資本額的相關財務成本計約扣除 2.5% 企業市場資本的利潤；故綜合以上兩者，REIT 組織型態約有 2.5-5.5% 的淨利益。

有人會爭議，由於各組織型態的參與者不同，REIT 的參與投資者結構是以免稅或者是低稅賦負擔的參與者，而以公司型態的參與投資者都是高稅賦負擔者為主，且 REIT 的分得股利利率又高於公司型態，因此投資者稅率與分得股利利率乃負相關的情況，若任意的改變組織型態，其傷害將會大於好處，會產生了持股者的結構混亂。然而此部份研究只注重在稅賦節省與股利支付限制的互易上，資產限制與所有權並無著墨；下一章討論 REIT 結構成本與利益

(二) 組織結構之改變

Damodaran, John, and Liu(1997) 有個關於 REIT 之組織結構的有趣研究，當 REIT 不景氣而欲轉變為公司(corporation)型態時，支付分配股利明顯下降，相關不動產資產限制上升，為了財務流通性政策與扣押期限內取得資產，他們將會賣出大部份原有舊資產買進新資產；這證據指出 REIT 結構，對於因為不景氣而需要較有彈性之財務政策的公司，有著較高的成本。

相對的若是公司型態轉變為 REIT 型態，這類公司通常擁有相當充裕的自由現金，當轉換為 REIT 時，因為法令規定使股利分配上升，並且減少調整資產動作。

故由組織結構改變可看出兩者訴求的差異：由 REIT 轉變為公司型態，是由於股利分配政策與資產重組的需求，這通常代表著公司處於不景氣狀態；而由公司型態轉變為 REIT 型態乃是著重於稅賦優惠。我們可以這樣下結論：REIT 為

組織結構的淨效應為正，因為在一般正常市場中，營運健康的公司要多於營運不良的公司。

(三) 是否使用 REIT 結構之優勢

以表 3.1 及 3.2 為例，在表 3.1 中以進出 REIT 市場家數作分類，而在 1970~1973、1985~1988、1993~1998 此三個期間內有明顯有 REIT 家數進入股票市場，而在 1979~1983、1997~2000 兩個期間內有明顯的 REIT 家數退出股票市場，相同的情況也可在以 REIT 資產類型作分類之表 3.2 看到，是以影響並非來自其不同的類型，可知不動產證券化商品由股票市場獲得支持。

儘管這些戲劇性的變化可以歸因於大環境的市場榮枯週期，但這也可能證明在某些時期，REIT 結構對於特定型態的公司將是比較有利的，特別以 1993~2000 年這段期間為例，期間內許多公司轉變為 REIT 型態，卻同時有許多公司退出 REIT 市場，在這段時期內 REIT 架構經歷了巨大的變化，公司決定要轉換為 REIT 與否取決於他們的風險承受能力

	權益型 Equity REITs	抵押型 Mortgage REITs	混合型 Hybrid REITs	所有類型 All REITs
平均天數	2,854	3,696	2,701	3,081
最多天數	10,426	9,773	10,040	10,426
最少天數	343	201	265	201
觀察數量	150	89	54	293

公開上市交易的 REIT 平均生命並不長，1962~2000 進出市場的 293 家，平均壽命只有 8 年，也就是 3,081 天(對特定目的，天數比年數要顯的重要)，退出的 REIT 最高壽命是 10,426 天，最短為 201 天。而權益型、抵押型、混合型在市場上交易的平均壽命為 2,854、3,696、2,071 天。由此推論，公司獲得 REIT 結構所帶來的優勢必須是情況允許下，也就是打鐵必須趁熱。

三、MLP 與公司結構之比較

除了 REIT 組織結構外，合夥結構也有類似的稅賦優惠，而 MLP(有限合夥)是以交換股票為交易的有限合夥型態；雖然難以去分辨公司與有限合夥，Wang & Erickson(1997)指出在 CRSP 與 COMUSTAT 種類中有以「合夥」字眼的公司共有 178 家，再深入追蹤上述的 178 家，在 1981~1991 期間，有 144 家是 MLP，且其中有 60 家是不動產相關，其中 19 家是與抵押債券結構(相近於抵押型 REITs)、41 家投資不動產(相似於權益型 REITs)，和表 3.1 同一時期相比，我們可以發現 MLP 家數明顯少於 REIT。

雖然 MLP 近似於 REIT 的稅賦優惠，但卻面臨到行政成本與代理的問題，為達到稅賦目的，合夥必須要將會計帳目處理完善；另外有限合夥對於合夥的商業營運決定權只有少數的控制。而另一的重大的問題是如果合夥是以子母公司型態，當母公司是 MLP 的一般合夥型態，就會有嚴重的潛在利益衝突問題。

不同於傳統的 REIT，合夥像是其它企業公司一樣屬於營運公司；然而，由於代理問題與沉重的行政成本，實證結果指出，有限合夥並非一個優良持有不動產的組織結構。

實證結果也顯示出不動產的有限合夥組織結構只有在投資在高稅群組中才有利益，且股票市場上交易的有限合夥績效要低於其他普通股票，而這些績效正顯現出在 1987 年稅法通行後對於有限合夥稅賦的限制上。

既然 MLP 在股票市場表現並不優良且組織結構式設計乃是針對高稅負擔族群，衍生出一個基本的問題：為什麼不動產合夥組織結構不從 MLP 改變為公司或者是 REIT？這問題很難回答，因為很難去界定以公司持有不動產的型態，另外還有難以比較 MLP 與不動產公司型態之股票表現；MLPs 是否要改變他的組織型態，如果告訴持有者事實上有許多有組織的投資人在股票市場上，以及我們對於 MLPs 的瞭解，這個答案也許是肯定的。

四、新結構：UPREIT 與 DOWNREIT

一個以存在的 REIT 要提高其金額以購置新的不動產當作他的投資組合時，所受到的影響乃是在於不動產交易型態與衍生的稅賦問題，由於有實際的不動產交易就會有可課稅的客體產生，為了避免有可課稅的客體產生，不動產賣方將不動產單位(股票)給 REIT，由於沒有實體的不動產交易，就不會有可課稅的客體產生，我們稱呼這種型台之 REIT 為雨傘架構 REIT，也就是以原有之投資信託為基礎除去稅賦問題，UPREIT 的產生。

UPREIT 是以共有人(合夥)與服務原有共有人(合夥人)，而其所有權形式是 REIT 持股人與不動產合夥 (單位)持有者的雙重身份，其優勢由實證發現，使用 UPREIT 形式，對於在購入不動產時賣家有稅賦優勢，由於非實體不動產交易，故無可課稅的實際客體產生。且由於可用現金或合夥單位購入不動產(兩者可合併為)也大規模的降低了為取得不動產的資金需要。

DOWNREIT 之結構類同於 UPREIT，其優勢包括合夥、公司型態等數種合夥型態，可互相混同；由於合夥型態的靈活特性，相對的在取得不動產的流通性會大於其他單一結構型態的組織。然而如同一般合夥結構所面臨的問題，須保持稅賦紀錄的完整性，對於維持稅賦紀錄之成本上升，且組織型態的混同會參雜了

各家的風險產生了復合風險。然而，最主要衝突是面臨到價值最大化與合夥人稅賦的選擇，也就是天下並沒有白吃的午餐，新結構之投資型態也有相同的成本在

(一) UPRIET 與 DOWNREIT 之淨效應

由表 3.4 可看出 UPREIT 在此五年中有明顯成長。問題是，稅賦優惠是否大於代理成本，實證發現將不動產賣予 UPREIT，賣家不僅在交易完成後才繳交稅賦，在之前亦可不用繳交因遲繳稅金而產生的罰鍰，而 UPREIT 取得不動產價格低於 REIT，此其中的差額會反應在持有價格(share price)，而實證發現 UPREIT 的持有價格平均下降 14.6%。由表看出，1997 年後，UPREIT 數量近似於 REIT，兩者結合由於稅賦優惠的規定可大幅度的降低取得不動產成本，由於轉變為 UPREIT 並不需要放棄原有的 REIT 組織型態，故從市場上而看，兩者共存的公司仍蓬勃發展。

五、我們學到什麼？

REIT 有其成本以及利益，如同我們前幾章所討論的，究竟其淨效益為正或負；儘管各個 REIT 有其不同之處，諸如管理策略或是特色，基本上來看使用 REIT 來持有不動產仍是一個好點子，擁有以下特值得公司也許不適用於 REIT 之組織結構：

- (一)以高度成長為策略之公司，REIT 的高股利分配會提高成為 REIT 的成本。
- (二)不動產取得需有彈性之公司，REIT 可投資的資產限制在不動產取得須有彈性的公司會顯的過份嚴格。
- (三)投資特別資產或在動態市場操作的公司，法令規定禁止 REIT 短期買進或賣出持有資產。
- (四)使用高層級之債券，由於 REIT 不用支付複合稅，故在此環境下使用債券的優勢並不適用於 REIT。
- (五)以機構投資者為基本委託者，機構投資者並不用支付複合稅，在此情況下就減少投資者的稅賦優惠優勢。

六、REIT 是否將會繼續存在？

儘管 REIT 的設計是提供小額投資者進入市場投資相關的不動產，對於特定投資者、機構投資者也是一種持有或抵押不動產資產的投資機制，對於以上三者都有重要的影響，故 REIT 是否會繼續存在是重大的課題。

為了回答這個問題我們引用道瓊斯連線新聞(Morrissey 2000)的描述，經歷了

兩年的 REIT 股價動亂，但國內五大成功 REIT 仍不會後悔採用此制度，並期待 REIT 的運作更有效率。

故我們相信 REIT 在未來仍會繼續存在著，其優點為稅的優惠，未來方向將會著重在擴大稅賦優惠和降低代理成本。

個人心得

此章探討的是 REIT 的組織結構，為什麼要選擇 REIT 當作持有不動產的一種途徑呢？反過來說又為什麼不呢？正如附標題所說，天下真有白吃的午餐嗎，REIT 有其利益自然有其成本，並不是所有公司都可以，或者說是適合，採用 REIT 的型態，例如第五節所提到的，五種不適合 REIT 的公司型態，就可能要採取其他途徑，但是適不適合以台灣的狀況來說，一般資訊多不公開的情況之下，公司的體質可能只有發行者自己知道了，消費者多僅能從產品本身的優劣來進行判斷了。

而 UPREIT 以及 DOWNREIT 因為稅的因素應運而生也是一個有趣的情況，本章主要從供給面的角度出發，也就是怎麼增加供給的刺激因素，例如降低稅的成本、代理成本等，以台灣的狀況來說，取法於國外之長處固然是必要的，但本著自己的特色去發展屬於台灣的 T-REIT，以及基本面的落實做到，例如估價的確實等問題應該也是非常重要的。

課堂討論

張老師：本章探討 REITs 的好處與壞處，在 REITs 的結構下是沒有白吃的午餐，要付出才能得到收獲，因為 REITs 要付出包裝成本(估價師、律師費用)才能證券化，另一有趣的地方在於課文提到美國 REITs 能存活期限有多長，約八年左右，當然每個類型不同，而台灣的 REITs 會存活多久呢？是值得討論的。

適銘：香港有明文規定至少要兩年，而台灣僅強調永續經營，沒有明文規定年限。

張老師：未來市場上 REITs 是否還會存在，結論是會的，因為 REITs 能最小化代理成本，另稅的誘因也是關鍵。

適銘：所謂處分資產就是指賣掉嗎？

張老師：一般來說是指賣掉，但美國大部分是被併購，且通常都是分次賣掉，基金慢慢縮小。

穎慧：REITs 的組織型態有什麼效益，在台灣被討論的不多，因為都是財團的，其內部成本收益，各方面都是自己人。

張老師：此章是以供給者的角度去討論，發行者可以在發行時有什麼好處，台灣是特殊性質，財團發行下都是自己收益，而本章討論的是到底要不要拿出來證券化，如何去增加供給者的誘因。

穎慧：三鼎，其實是三家公司，他是怎麼安排會出來這樣一個產品。

張老師：這個是有仲介在，因為在規模限制一家是成不了氣候。

穎慧：太小了還要付什麼律師費、會計師費等等。

張老師：你的報酬中一定還是要計入，可是理論上其實和發行者沒有關係，我們現在爭論的是，因為投資大眾自己要去負擔過程中的會計師、簽證、估價師那些，都是投資者要付的，與發行者沒有關係。

張老師：美國不會從賣中得到利益的。

峰億：可是美國制度上有何不同？

張老師：我們的不動產買賣不是正常買賣，所謂正常買賣是買方賣方大家討價還價，而且是交換資訊很充分；國內目前不動產證券化當然亦不是正常買賣，買方在哪裡？有沒有討價還價？這些都不存在。以美國的情況，美國就是正常買賣，像現在新加坡也是正常買賣，而買價和估價是不一樣的；現在我們的困境是證券化尚有許多盲點，台灣信託業者是在發起人之下，制度不同而形成所謂的 T-REIT。今天信託業者在 SPT 和 SPC 中不一樣，有利益衝突的問題；後來我們有一些建議希望信託業者真的獨立，換句話說目前買方賣方目前還蠻不對稱的。

穎慧：目前台灣比較好的辦公大樓都在財團手上，所以這也是一個台灣目前的環境問題，例如我們要走 SPC，我們今天成立一家好的投資信託公司要來做這塊，他不容易買到好的標的，這是不動產市場的一個問題。

張老師：那當然就是價格的討論，如果說正常買賣有更好的價格的話，也有可能透過這個管道，架構的問題可能還有辦法。

適銘：美國他其實投資的標的也有分為明確不明確，如果說先拿基金在買標的時，可能會買不到要花時間整合，在台灣可能就有所困難。

張老師：當然也是可以先討論再來募集資金，現在好像不是這樣，中間缺乏討價還價過程，現在問題是我們沒有這樣的程序，沒有辦法成為一個正常買賣的程序。

峰億：為什麼美國可以有正常買賣之架構，真實的討論價格，是民情文化因素還是？台灣卻是賣方市場，為什麼美國可以？

張老師：或是說為什麼台灣不行？

峰億：我覺得賣方市場會存在應該比較是常態，如果賣方說多少就是多少那應該會比較受賣方歡迎，賣方當然不希望議價。

張老師：如過說有制度存在當然就沒有辦法，如果說都必須要正常買賣的情況下就不會。

適銘：應該說我們證券化條例開始規定的應該算是不錯，只是說後來未被執行或被扭曲，連受託機構也被發起人控制，你找我做就不錯我怎麼趕跟你談呢。

張老師：還是蠻嚴重的問題，當然現在的講法是說價格不至於太離譜，估價師簽證還是有責任，估價規則還是有在背後運作，不過不是正常的買賣交易還是不公平，基本上反對現行的過程，好產品穩定收益應是可以被檢驗的，應是市場決定而不是單方面的，連帶的使預期增值的部分降低。

張老師：本章主要在講美國的架構部分，一下沒有出現那麼多 REIT 在台灣，相信是有其問題在，也許是磨合期，目前只有六檔規模不夠大，更別談架構問題。