

不動產證券化專題研討第十三次上課記錄

時間：2006/12/22 (五)09：00 到12：15

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟270617

記錄：張維升、丁玟甄

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、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、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇

第一部分：不動產證券化之管理維護與信用評等

報告人：郭益銘、楊佩欣、張維升

【內容如附件】

張教授：不動產管理業在國內因為發展仍為初期，所以規定較寬鬆，釜底抽薪的辦法就是訂定一套完整的管理條例；物業管理將來會是一個龐大的市場。不只是REIT層面需要而已，整個不動產的核心可以說都在這裡，因為使用才是核心，不僅只是外在價格的波動，但是其實大家沒有很注意這一塊。對於物業管理一詞的界定上仍然有很多問題，為什麼叫物業管理？而不是不動產管理？大家概念上可以去思考一下，物業是香港的翻譯名詞，如同剛剛報告的，主要有三個核心，第一就是建物管理，第二是生活商業服務，也就是類似於飯店式管理，亦是我們應該發展的，因為住在裡面的人加上土地建物整個才叫不動產，不單是建物本身而已，雖然不動產證券化之標的本身商業用途較多，但是和人的關係在未來是個重點，例如托嬰、洗衣、購物等，例如上次東京都管理，他們發展網路宅配，藉由網路訂購方式提供整個社區住戶代買服務，再幫忙宅配，有這樣的服務還需要上超市嗎？而集體議價不但方便而且勢必更為便宜，這也有可能轉化為證券化利潤的一種，生活中這樣的例子很多；第三塊就是資產管理，證券化之管理其實主要就是這一塊，管理租戶租賃、建物裝修等等，相較於傳統管理僅只有保全、清潔服務、機電服務，每一項都需要自己的證照，現在保全和物業管理之議題上，誰要合併誰就爭論不已，整合上的確不是太容易，例如洗衣買菜宅配是屬於誰的範疇。

不動產管理機構裡面的組成也有兩塊，基金的管理以及實體的管理，投資信託就要基金管理的專業人員。而信評的問題討論我覺得不錯，本土信評和國際信評，缺乏和國際展望的連動關係之問題，事實上也不盡然，和墨西哥阿根廷比較，金融穩定程度和台灣還是有段差距，不過台灣和國際接軌仍然算是薄弱，資訊上也是不透明，不過就整個波動性來說，台灣算是不錯的，的確問題是存在，但台灣應該還不到太差的程度；資訊揭露的

問題也是很重要，但很可惜沒有太多訊息公布，投資人應該是要可以看的，最後一個雖然是個事實，但信評結果和報酬表現本來就不能對等，可是理論上我們會認為風險和報酬有關，從此角度來看應該要說基泰報酬會最高，因為高風險高報酬，信評是風險的評等，這一點倒是可以再來討論；最後一點提到評等的影響，也不那麼盡然，假設那麼不重要是不是可以不用在意呢？還是證券化相對於營建股等來說風險較少，所以反而要看營建股的信評？但營建股沒有信評，也不大能相比，REIT現在是個相對收益穩定，信評關心程度慢慢減弱我想這個觀點是可以接受的，國泰一號報告書是個好例子，而且大家很有可能會到這類行業就業，應該要多多了解，可以看看怎麼操作。

穎慧：是不是因為只有一開始有信評，後來就沒有了，所以只有一開始發行幾年比較重要，之後就會不重要了？最後一部份比較上應該要比較收益率會比較公平，因為像基泰風險最高。

適銘：現況這部分提到相關法令限制，物業管理的幾個主要項目到底是哪些？是執照沒拿到業務不能做嗎？信評一再強調是針對債券，不是對基金收益率做評等，而資產信託是一定要信評的，所以我們可不可以這樣假設，收益率估的高低會不會和投資信託效益互相影響；而以中華信評來講，資料上好像短期會比較差，為什麼短期會實現的反而比較差呢？最後一個問題是什麼是預定評等報告呢？

珮欣：因為信用評等報告會在公開說明書中附上預定的，但是實際上提出又要再確定一下。

張教授：國泰二號認為增加百貨公司飯店應是加分，但是評等上卻為減分，本來專注在辦公大樓的投資，現在說多角化經營，卻被列在潛在風險，有可能是惠譽信評不夠認真嗎？信評評的是償還能力，和原來說收益率多少並無關聯，報酬是擬定的，但信評是說償還能力，報酬不是他關心的，定的高可能會不能達到高的收益率，定的低萬一大家不投資呢，是關心信評還是報酬呢？所以他還是要有些抵換的選擇，還債能力風險的問題，應該可以這樣解釋，大家不應把信評看成報酬等級。長期和短期評等差別是什麼意思，為什麼長期反而比較低呢？

珮欣：我發現左右邊長短期上兩個應該是沒有關係，因為左邊沒有加上數字，我想應該是標籤的不同。

張教授：我想這種說法比較合理，不過這樣列有點太過複雜了。

穎慧：我想這是因為可以從符號直接讀出長短期，解讀上比較容易。

張教授：物業管理的問題大家還是很混淆，財政部經濟部等等大家分類標準也不一樣，有些項目要許可要特許，利如槍械持有要由警政署，而物業管理的保全業應該和銀行的保全業要有所區別，運鈔車和管大樓的怎麼可以一樣呢？後來反而變成被警政署所把持，反而變成尾大不掉，清潔公司也是一塊，本來我認為支持完全整合是一個改法，但是這麼一來產值變很大，包

山包海的，反而有點誇張了，把所有有關的全部納入，似乎有點過於虛胖，因此很多現在的技職體系，設立了所謂物業管理系，各方人馬都在競逐此一市場，想要爭食這塊大餅，所以後來的定義反而模糊，到現在來講還是有許多不確定性，裡面都有很多特許的證照制度，例如樓管人員還有考試，我有審過他們的教材，但是目前這部分還在傳統的樓管公司的狀態，很多都是退休人員去從事，要怎麼去提升此一行業的素質、怎麼科技化，不僅只是看門房這樣人力素質很低的行業；回到證券化的管理，大家可以列出七檔的管理機構為何，到底它的組織狀況又是如何，是不是就合於管理條例所說的，因為證券化主要是第三項也就是金融管理為主，而不動產的核心應該在長期使用面的討論，這個東西大家有機會要多多討論，委外委內也是國外時常討論的問題，偽委外我想形容的很好，國內真的是委外嗎？我想可以在這個部份多多討論。

志文：有個心得，剛開始學證券化評等，我以為是針對證券可否投資，在投資上其實也有投資評等，對 REIT 也有，這一陣子財政部有意調降分離課稅六%到四%，寶來就順勢發表一份說明說 REIT 漲太高基本面也沒有很好，整個盤面馬上就下來了，因為資訊不透明，所以依賴法人意見很容易變成依歸，我想所以還是有一定影響的。

教授：我想這部分一開始是有誤解的，在發行審查上因為要由主管機關決定可否發行，但是專業不夠如何進行審查，所以就交由信評公司來把關，還有專家意見書等，可以的話就讓你發行交，再由市場機制來決定，我要說的意思是信評的爭議很大，短期長期發行的狀況反而變成信評的意見，應該不能直接等同於投資者信評決策的意見，投資者仍有其盲點存在，最後還是需要經由判斷，大家不應該誤解為報酬的風險，應該好好的再去思考一下。

第二部分 第 12 章 REITs 的未來(The Future of REITs)

——REITs 現在存在，因為它未來還會持續發展——

REITs Are Here to Stay, Because They Will Continue to Evolve

一、前言

二、為什麼 REITs 將會一直與我們同在

三、營運公司 Vs. 共同基金

四、非不動產產品

五、未來的改變

(一)、利用結盟和合資

(二)、增加科技使用

六、朝向私募和增加貸款的使用

七、REITs 概念的全球化

(一)、國內的 REITs 投資國外市場

(二)、 國外採用 REITs 的概念

八、最適合生存的 REITs

九、結論

一、前言

REITs 的概念，於 1960 年代初期首次在市場上出現，且在過去 40 年間有很大的改變。經過這段時間的發展，REITs 經理人的經驗更加豐富且組織也更加嚴密。證券分析師和退休基金的經理人隨著其資本額和交易金額的成長，也更加注意 REITs。這些改變使華爾街發現 REITs 是一個值得關注的重要資產。

然而，假如 REITs 仍然是一項吸引人的長期投資工具，投資人就必需要相信未來 REITs 這項產業將會成長與蓬勃發展。過去，不論在私人或公開資本市場中都存在著許多不同形式的所有權結構，以提供投資不動產的管道。Mueller 和 Anikeeff(2001)指出在 1960 年代、1970 年代、1980 年代、1990 年代中最受歡迎的投資工具包括抵押權型的 REITs、不動產有限合夥(RELPs)、不動產營運公司(REOCs)、權益型 REITs。很明顯的，在過去 40 年間，不動產開發者和投資者為了尋找最佳持有或投資不動產方法，嘗試了許多不同的組織結構。我們要如何確信，未來 REITs 仍然會受到大家喜愛？

一個簡單的統計數字提出事實證明，不動產資產證券化仍然具有很大的發展潛力。目前在美國，估計法人投資 REITs 總額相對於所持有不動產價值的比例相當小，大約僅有 10% 左右。這也表示未來 REITs 產業具有成長潛力，但是現行的 REITs 結構在未來是否適用？我們預期未來 REITs 將會有哪一些改變呢？

在這一章中，我們預期 REITs 將會繼續在市場上存在。我們相信儘管在未來現行 REITs 形式可能改變，但是它仍然是一項持有不動產的重要投資工具。接下來，我們討論一些可能會影響 REITs 產業發展的改變。這些改變不僅僅是預測未來的變化——這些改變已經發生了。

二、為什麼 REITs 將會一直和我們同在 (WHY REITs Will Always Stay With Us)

根據過去 40 年來對 REITs 股票表現的觀察，我們相信 REIT 的概念將會持續成長。我們不能說，在過去 40 年 REITs 的股票表現一定優於市場上的其他股票，但是我們確信投資者對 REIT 股票有一定的需求，只要市場對 REITs 股票有需求，

REITs 就會持續存在。REITs 的高股息政策和免公司所得稅刺激了市場需求，當股票市場熱絡時，REITs 和其他股票的需求都增加，但是當股票市場冷清或波動時，由於投資人追求避險和穩定的現金流量，REITs 的高現金股利政策將受到投資人的喜愛。的確，當股票市場冷清時(股票價格跌落)，部分投資者可能不願意出售他們的股票，在這種情況下，REITs 是能夠提供穩定投資收益的投資工具。

REITs 能產生穩定收入的原因是很明顯的。權益型 REIT 的收益主要是來自於其所擁有資產的租金收入。因為租金收入通常受到長期租約的保障，REITs 的現金流量至少在短期內不會受股票市場表現所影響。假如現存的抵押貸款利率固定，則抵押權型 REITs 所擁有固定的抵押貸款利息支付。在這種情況下，不論股票市場如何波動，抵押權型 REITs 仍然有穩定收入。由於 REITs 會將大部分的可稅收入分配給投資人，高股利政策加上具有穩定收入來源，在波動的市場中提供投資人穩定的投資工具。這也是為何市場會對 REIT 股票產生需求的原因。

這樣的說法是很公正的，投資者目前對 REITs 興趣增加是因為科技和網路股票的投資部分轉向較穩定的股票。在 2000 年 Kilroy 不動產的年股東大會中，經理人提到，Kilroy 公司的股價從 2000 年 3 月 14 日的 \$19.75 暴漲到 3 月底的 \$22.94。同時那斯達克科技類股指數則重創 32%。這個例子證實了，當股票市場整體都在下跌時，REITs 股票更能吸引投資人。

除此之外，當市場利率較低時，投資人較偏好投資 REITs。當投資人發現市場利率可能只有 5%，而 REITs 卻能提供 8~10% 的配息時，這將會刺激投資人將固定利率債券的投資轉換成 REITs。這樣一來，只要 REITs 股價沒有下跌就會優於固定利率債券。

如此一來，投資者將發現當市場利率偏低、股票市場的表現不佳或者波動大時，REITs 股票是具有吸引力的。但是，如果股票市場的表現好時 REITs 又會如何呢？我們相信當股票市場成長時，REITs 的需求也會隨之成長。就多種不同的投資目的而言，投資者需要一個簡單的不動產投資管道。因為商用不動產的價格非常高，一般來說，小額投資者不易取得直接投資商用不動產的所需資金。此外，個別投資者沒有足夠的專業知識來選擇投資標的，即使有，搜尋標的成本可能過高。

我們知道投資者必須建立多樣化的投資組合，而一個正確的分散風險投資組合必須包括不動產。所以，市場必需提供投資人方便的不動產投資管道。從稅賦利益的角度來說，REITs 相對於市場中的其他競爭對手，更具有競爭優勢。因此，我們相信只要國會不取消 REITs 的稅賦利益，REITs 就會持續成長。

然而，儘管我們討論在未來 REITs 仍然是投資工具，但環境的改變將會迫使 REITs 不斷發展。由於稅賦優惠是投資 REITs 的主因之一，因此未來的變化可能會因為稅法改變而產生。接下來的五個部分，我們將會清楚的討論，未來幾年 REITs 可能發生的變化。

三、營運的公司 Vs. 共同基金 (Operating Company versus Mutual Funds)

這是很重要的觀念，各種不同產業所發行的公司股票皆在市場中交易，然而只有不動產業採用類似基金組織結構的 REITs。換句話說，所有股票市場中的公司都是採用營運公司的形式，而傳統 REITs 則像消極(passive)的投資工具。雖然也有人說，股票市場中的封閉型基金也是一種消極(passive)的投資工具，但我們必須知道，共同基金的基本上還是屬於一般營運公司股票。不同於傳統 REITs，共同股票型基金並沒有顧問來經營管理自己的公司。因此我們認為，股票型基金所擁有的資產仍然是由一般營運公司積極管理。然而，傳統 REITs 則是純粹消極的投資工具，而且他們的資產不是由內部自行經營管理。

為什麼傳統 REITs 會採用這種不受歡迎、類似基金組織來持有資產？這個答案很簡單：這是法令所規範的組織結構和成為一個 REITs 公司必須付出的代價。假如 REITs 可以選擇轉變為營運公司型態，而且不影響稅賦優惠資格，大部分的 REITs 很有可能都會轉變營運公司型態；一旦稅法對 REITs 的限制放寬，這些情況將會發生。的確，根據我們的觀察，相信下一個世代的 REITs 將會更類似營運公司。

既然國會創立 REITs 的目的是為了鼓勵個人投資不動產，則不需要限制 REITs 轉型為營運的公司。高股利政策的特性確保 REITs 成為被動投資工具。1997 年不動產投資信託簡化法(REIT Simplification Act, REITSA)和 1999 年的不動產投資信託現代法(REIT Modernization Act, RMA)證明，REITs 未來將會逐漸地從類似基金組織結構轉變為營運公司。

1986 年的稅法改革之前，REITs 只能透過與其訂約的獨立第三者提供服務給的租戶。REIT 也可以投資提供承租戶服務之第三者子公司(third-party subsidiaries, TPSs)的特別股(non-voting stock)。然而，由於 REITs 不能直接控制 TPSs，因此 TPSs 與 REIT 之間具有潛在利益的衝突。

不動產投資信託簡化法(REITSA)允許 REIT 可以直接提供承租戶部分服務，只要服務收入不超過資產總收入的 1%。法規的放寬降低了 REITs 以提供非許可服務來提升收入，而被稅務局取消稅賦優惠資格的可能性。不過，除了透過 TPS 之外，REITs 仍缺乏藉由提供其他不相關服務而提高收入的彈性。

不動產投資信託現代法(RMA)大幅改善上述情況，不動產投資信託現代法准許 REITs 可擁有應納稅 REIT 子公司(TRS)股票的可支配股權，只要所有股權不超過 REITs 資產的 20%。雖然 RMA 放寬規定，但是 REIT 透過 TRS 經營其他商業活動仍必需付出代價，也就是說，REIT 透過 TRS 賺得的收入必須納稅。首先，這似乎是不利條件，但是我們必須知道 REITs 可以自行選擇是否採行 TRS。當 REIT 確信他們能在新的投資機會中獲利時，他們將會利用 TRS，否則他們仍然可選擇採取傳統的方式和維持稅賦優惠。

REIT 未來會走向營運公司結構的趨勢是很明顯的，股票市場也抓住了這個概念。在 2001 年 10 月標準普爾宣布將部分 REITs 納入 S&P500, S&P MidCap400, S&P SmallCap600 指數，這些改變是因為 REIT 已經轉變為營運公司。未來 REIT 將會積極經營管理資產，且會依照自己的優點、所持有之不動產以及所進入的新事業之稅賦規定，朝向不動產相關商業活動發展。那一種類型的商業活動是最適合未來 REITs 發展呢？下一個節將會討論這個問題。

四、非不動產產品 (Non-Real Estate Products)

由於其產業的特性，REITs—尤其是權益型 REITs，基本上能更能清楚和徹底地了解其租戶的需求。擁有資訊與承租戶商業關係的配合，創造一個需求不同種類商品的現成市場，而 REITs 具有獨占的中間供給角色。REITs 較第三者供應商能以更低的成本提供商品和服務。這些服務的範圍從洗衣店、有線電視服務到提供信用卡、通訊服務、電腦服務、辦公用品、抵押貸款仲介服務、權利保險、網路服務和其他基礎網絡等服務。舉例來說，BRE Properties 提供承租人高速網路。Summit Properties, Inc. 投資於網路交易市場，使賣方和建商能從網路直接獲取所需。CarrAmerica 則投資於提供其承租戶通訊服務。CenterPoint Properties 與其他公司合作，強化其承租戶購買通訊服務、電腦設備和設備的議價能力。CenterPoint 預計提供承租戶線上支付租金服務、維修服務和會計服務。

REITs 也曾嘗試共同合作購買電力以降低租戶的電費成本。部分 REITs 則藉由垂直入口網站(vertical portals)，與供應商締約以獲得辦公用具、辦公設施、電腦和網路服務。還有其他的 REITs 提供更多特殊服務，例如門房和旅遊規劃服務。這些服務不僅提供 REITs 租戶所需要的產品，還提供一個更方便且成本較低的管道，這些服務使 REITs 有留住現承租戶的能力，且同時地提高了 REITs 的收益。¹

此外，如果 REITs 涉入房地產開發和商業銀行業務領域也不用太驚訝。任何的情況下 REITs 都將是開發商出售資產時的借方，或者是開發土地貸款的買方。

REITs 沒有理由不能藉由成為開發商合夥人，或是在不動產開發方面提供開發貸款給所欲購買的開發案，與開發者共同分享開發利益。另一方面，不動產開發公司應當很樂意與 REIT 合夥，因為藉由這個方式，他們就能確定開發計畫案將會在風險較低的情況下，以合理利潤售出。

這些知道租戶特殊需求的 REITs 將是最適合採用合作開發策略的對象。因為他們知道承租戶的需要，他們可以發現承租戶的需求，然後藉由與開發者合作來提供最好的產品滿足承租戶的需求。如上所述，REITs 參與不動產開發似乎可以創造雙贏的局面。部分 REITs 似乎也朝著這個方向發展。舉例來說，我們發現在 2000 年，Spieker Properties 投資將近 5 億美元於建築開發計畫，Kilroy 的投資組合中則有將近 6 億美元的開發案。

然而，儘管有很多「非不動產核心」(non-real-estate)的投資活動可以為 REITs 帶來利潤，但是我們還是必需注意，這些活動會使 REITs 偏離原本的傳統不動產營運範圍，而且可能會發現他們所仰賴的收入，是源自於在僅具備些微專業知識的市場。這些情況會使他們當市場轉為不佳時遭受損害，以及暴露於新競爭者中。

然而，我們所關注的方向可能錯了。很明顯地，如果 REITs 太過偏離了原本的目的(不動產投資)，不僅會將自己暴露於新競爭壓力下，還可能會使目前所持有的稅賦優惠合理性產生嚴重的問題。舉例來說，假如麥當勞將他們所擁有的大筆資產轉換為 REITs，以獲得新稅法的稅賦優惠。(Kiplinger' s Personal Finance Magazine , August 2001 , 31)。很明顯地，這樣的事情馬上就會吸引美國稅務局的注意。然而，只要 REITs 採用 TRS 的投資主要是提供其承租戶產品及服務而非從事新事業，他們這商業領域有優於對手的競爭優勢。REITs 也不會引起稅務局注意力，而仍然享受特殊的稅賦優惠地位。這表示未來 REITs 不會太偏離其不動產投資範圍，且應該將 TRS 只用來提升他們的競爭優勢和增加獲利。

五、未來的改變 (The Changes Ahead)

很明顯地，未來 REITs 不僅關心投資決策和資產的經營管理，還會提供服務和商品給承租人、供應商和顧客的商業活動。然而我們可能會問：當 REITs 從事新的商業活動或提供新商品時，什麼樣的方式是最好的呢？這可能需要一些創新的思考。

(一)、利用結盟和合資 (Use of Alliances and Joint Ventures)

當 REITs 要進入其他非不動產核心事業或不動產開發事業時，是否該設立新

的 TRS？答案當然是——否。事實上，REIT 藉由設立新公司來經營新業務，將會使自己涉入不熟悉的新領域。只要新的商業範圍有利潤，REIT 就可能設立子公司從事新的營業活動，但是我們必須牢記，投資者選擇 REIT 的目的，是為了持有不動產和享受稅賦優惠，而非為了那些不相關的商業活動。

更重要的是，我們懷疑 REITs 是否具備與其他產業專家競爭對抗的能力。但我們確信，REITs 可以藉由與承租戶的關係和了解承租戶需求來獲得利益，但是這樣特殊關係所創造的商業價值可能無法支撐一個獨立的公司。假如不能，所設立的新公司就必須和同領域其他公司相互競爭。

REITs 是否應該提供承租人服務呢？只要在有利潤的情況下，當然要提供，但是他們必須利用策略聯盟 (strategic alliances) 或收入分攤安排 (revenue-sharing arrangement) 的方式。換句話說，REIT 應該利用其與承租戶和供應商之間的商業關係及資訊優勢獲取利潤，但是應該要將非不動產核心事業的部分交由該領域的專家。該如何執行這個部分呢？利用建立策略聯盟的方式。換句話說，REITs 應該要持有所欲進入的市場中，能力佳的公司股票。由 REITs 提供策略聯盟資訊和商業關係的優勢，而合作公司能負責經營管理其他商業部分。

Chan et al. (1997) 證實策略聯盟可為公司創造利潤。實證結果顯示，股票市場似乎喜歡這種協議，且當公司宣佈採用策略聯盟時，股票市場反應是正向的。我們知道，利用策略聯盟或合資 (joint-venture arrangement)，雙方就能貢獻彼此的專業而且不須負擔不必要的風險。此外，當設立的目的達成時，可以很容易的採用低廉費用解散合資關係。基於以上的理由，我們認為，當 REITs 要開拓非不動產核心事業的商業時，採用策略聯盟或合資而非自行設立子公司是較明智的方式。除非，REITs 必須採用策略夥伴將風險極小化和極大化潛在利益。

(二)、增加科技使用 (Increase Use of Technology)

我們認同這樣的說法，美國在過去十年商業生產力明顯大幅增加，是因為採用商業所需的電腦和新的通訊科技。當然 REITs 也是如此。然而，和其他產業相比，REITs 在接受新科技的起步較慢。一旦 REITs 傾向採用營運公司結構，科技運用的趨勢會很顯著，特別是在會計、租賃、資產經營管理方面。此外，科技也可以用來了解顧客需求和提供客戶服務來增加 REITs 收益。

近來，愈來愈多的 REITs 使用網際網路，提供顧客統一購買日常用品和維修服務來降低服務成本。部分 REITs 直接投資在軟體設計技術方面，來提升交易和增加額外收入。還有 REITs 為了能夠掌控承租人產品需求的供給，於是更進一步

直接投資於科技公司。

科技領域中，REITs 最積極使用的工具是在網站上公佈欲出售和出租的不動產，藉由網站提供服務給承租戶，以及增進與投資人間的關係。這些改變可以有效的促進與客戶的關係，留住現在的承租戶，尋找新客戶，改善設備經營管理，承租戶服務成本的降低，以及提供投資人資訊。

雖然，REITs 才剛開始採納新科技且起步較晚。但是，一旦 REITs 結構更像營運公司時，其為在市場上獲得競爭優勢，就必須採用新技術。上述的轉變已經發生了，因為 REITs 發現採用新的科技技術可帶來顯著的利益，因此我們預估在未來會有更多這樣的轉變產生。事實上，我們不會感到訝異，如果 REIT 產業成為市場上因科技進步受益最多產業。

六、朝向私募、增加貸款的使用 (going private and increasing debt usage)

我們應該還記得，REIT 可以選擇採用非上市公司(private company)的型式(沒有公開交易)，而且仍享有目前的稅賦優惠。因此，很明顯地稅賦利益並不是 REIT 選擇公開發行的動機——那為什麼要公開發行呢？公開發行的主要原因是為了增加流動性和獲得大眾資金，儘管會因此增加成本。除了成本增加以外，由於 REIT 的資產價值(REIT 在公開市場中的股票價格)是由資本市場中的投資人決定，這些價格可能無法反應 REIT 資產的真實價格。而私募的 REITs 比較不用擔心這個問題。

我們預期一旦營運環境變的更加複雜，以及 REITs 本質上更像營運公司時，部分 REITs 會選擇走向私募。資本市場上的投資人不僅會利用 REIT 所持有的資產來評價 REIT，還會藉由組織結構、經營管理型態及成長策略來評價 REIT。有些 REITs 擁有好的不動產，但缺乏有效率的營運策略時，將會發現市場的股票價格是不公平的。這樣的 REITs 可能會選擇私募方式以充分利資產的真實價值。

除此之外，傳統上 REITs 的借貸現值比率(loan-to-value ratio)會比私有不動產市場中的 70~80%的普遍借貸現值比率低很多。因為資本市場的財務分析，習慣只對負債比率(debt ratio)少於 50%的公司進行分析，且不會推薦負債比率超過 50%的 REITs。因為這些原因，如果有太多 REITs 同時在公開權益基金(public equity funds)市場上競爭時，對某些 REITs 而言，私募可能是較佳的方法。一旦 REIT 朝向私募，就有可以利用房地產市場中的傳統私人資本(借款和股票)的機會，雖然資金成本可能比在公開資本市場募集資金的成本高。當未來 REIT(特別是類似基金的傳統 REIT)在制定決策時，必須特別審慎考量資金的可

得性與獲取資金成本的權衡關係。

七、REIT 概念的全球化 (Globalization of the REIT Concept)

過去幾年我們觀察到一些國內的 REITs 開始操作國外的不動產市場。這種趨勢會持續下去嗎？我們答案很明確是肯定的，既然沒有法令禁止 REIT 投資國外的房地產，我們將會看到投資國外會增加一些困難度和風險(例如匯率變動的風險)，但我們也相信這些投資在正確的環境情況下可能有非常好的利潤，當然如果其他產業的公司發現投資國外是有利可圖的，為什麼 REITs 不能照做呢？

另外一個問題是國內的 REITs 將會面對國外 REITs 的競爭。這種論點可能會在不遠的未來越來越受到重視，因為越來越多的國家會創造自己的 REIT 產業。我們知道美國市場以外也有很多個大的不動產市場，而且很多也提供了吸引人的不動產投資報酬率，很快地那些地方會吸引美國的投資人來注意到國外的不動產市場。過去因為許多的障礙，美國的投資者很難進入，但是現在有較低的成本導致了這種投資，然而一旦國外的國家開始建立他們自己的 REITs，我們預期這種趨勢會改變。

(一)、國內的 REITs 投資國外市場(Domestic REITs Investing Abroad)

國內的 REITs 投資海外的不動產市場可能有潛在的利益。第一，在適當的情況下和國內外適當專家結合，REITs 有可能買到比在美國買到明顯便宜的資產。因為海外市場的房地產循環不必然跟隨著美國一前一後變動，所以這是有可能發生的。因此，當美國房地產價格高時，國外的投資機會可能較有明顯吸引力，特別是當匯率相對有利於美國的投資時。

第二，投資國外將能夠建立 REITs 在新市場的名聲和經驗，將會擴產他們的品牌。當分散一部分投資組合到海外的房地產時，REITs 將能夠拓展他們投資的廣度且能夠獲得國外市場的經驗。這些專業知識能夠在未來讓投資獲得更好的成果（特別是當國外的不動產市場景氣處於低迷之時）。此外，投資國外也能夠讓 REIT 有機會拓展他們的服務，且其 REITs 的客戶對於國外的市場也有興趣，當然也讓 REITs 拓展客戶名單的機會增加。對於投資者來說也希望持有真正多樣化的投資組合，REITs 持有國際性的資產將更能吸引投資人的目光。

第三，這些年來 REITs 在美國獲得的不動產經驗，對於缺乏這些專業知識的其它國家而言可能是非常有價值的，和國外的房地產公司合作，透過引進操作效率，可能會讓 REITs 得到顯著的規模經濟且能夠減少投資風險。雖然國外的投資相較於美國的 REITs 比較缺乏吸引力，但隨著搜尋新投資機會，未來這種情況可

能會改變。

不過，REITs 尋找國外的投資機會確實有障礙，此外匯率的風險及國外市場資訊的風險也占很重要的程度。國外市場的透明度通常低於國內的不動產市場。在比較小的市場，風險能夠藉由和有專業知識的不動產公司合作而降低。

確實，一個很重要的守則：大部分投資於國外的 REITs 會找尋了解當地風俗習慣和不動產經營管理的專業公司合夥。當然這些夥伴應該有一些商場經驗和政商關係來完成一些有利的交易。美國和歐洲文化和法律上的相似，使的大部分 REITs 投資國外時把焦點放在投資歐洲。

特別是一些社會不穩定的國家儘管雇用了當地的公司仍然會有政治上的風險，且投資國外資產的收入也不太可能免除稅賦。REITs 仍然要付出一部分的稅金給所在國家的政府。

儘管這些潛在的障礙是很清楚的，雖然說 REITs 國外操作的收入會被課稅，這些遷移會被限制，我們仍期待美國最少仍有一部分 REITs 會做遷移。當資本市場越趨全球化時，國外市場的規定能夠更自由，美國的 REITs 將能夠在海外市場發現投資機會和利益。

(二)、 國外採用 REITs 的概念(Adoption of the REIT Concept Abroad)

令一個能夠增加 REITs 全球佈局的方法是透過國外政府對美國 REITs 的正式核准。顯然潛在的利益和不動產證券化是有關係的，像是增加的流動性資產，和使不動產資產更有效配置，對於國外的投資人和美國的投資者來說都是一樣的。國外對於美國 REITs 的正式核准什麼時候會發生，主要看該國政策的決策者視 REITs 能夠提振他們不動產市場的程度。

現在有很多資產信託股票上市的國家，然而這些市場在他們規模和流動性上是多樣化的。不像美國的 REIT，很多現存的國外信託是對法人階層課稅(也有一些國家和美國的 REITs 一樣有稅賦優惠的利益，例如澳洲、比利時、南非、土耳其、紐西蘭)。這種情況未來會改變嗎？我們覺得不會。如果沒有很多房地產所有人(property owners)認為 REITs 的公開市場必須要發展，就沒有足夠的誘因使得政府積極的推出租稅獎勵來刺激租稅優惠型 REITs 的發展。

有人可能會提出爭論，認為要外國和美國一樣提供所得稅減免額度(tax breaks)的稅賦的優惠是很困難的，這些國家可能很難發展 REIT 市場起來，然而

這個論點有其價值。我們知道英國有很好的房地產公司負擔的稅賦和其他的公司一樣(31%)，如果投資人僅僅看稅賦的利益，英國市場會被那些提供更多所得稅減免額的公司所支配。所以很明顯英國的房地產公司不是靠低稅率存活，檢視英國的經驗，如果這個趨勢繼續下去，我們預期儘管沒有和美國 REITs 一樣的稅賦利益，REIT 的概念可能在不遠的將來散佈到全世界。

然而，給予非美系國家企業者有國外不動產投資的環境，特別是亞洲，投資和盈餘的保留如果和美國的 REIT 一樣受到限制，可能不會吸引到國外的不動產公司。因為如此我們預期未來 REIT 的概念適用於國外，很難從美國 REITs 概念引申過去，不僅是對於稅賦的討論，還包括經營管理的風格。我們也期待國外不同國家 REIT 的概念都不相同。

歐洲是美國之外發展最好的證券化不動產市場(REITs 和資產信託)。Newell, Ling, Hwa(2001)提出在 1997 年有 12 個 REITs 或資產信託在荷蘭。Maurer, Sevastian(2002)摘錄了歐洲各國在 1980~1998 年的這段時間，發展不動產證券化的歷史和現在的情況包括法國 20 間公司、德國 38 間公司、瑞士 11 間公司及英國 39 間公司，他們揭露不動產證券化商品的平均月報酬率分別為 0.78%、0.93%、0.62%及 1.14%。Sahi, Lee(2000)發現在 1986~1995 年有 48 間英國的資產公司(property company)股票首次公開發行。

根據上述三個研究顯示，美國以外的不動產證券化市場，雖然此時他們在規模上無法和美國 REITs 市場相比，但在很多歐洲國家近幾年在不動產證券化市場有很明顯持續性成長。此外，澳洲和非洲也很有吸引力。Newell, Ling, Hwa(2001)發現在澳洲有 50 檔資產信託，紐西蘭有 12 檔，南非則有 17 檔。

我們預測下一個爆炸性成長的 REITs 市場會在亞洲，近幾年一些亞洲國家在探索利用 REITs 來繁榮他們不動產市場的可能性，馬來西亞可能是亞洲第一個有資產信託(property trust)的國家，根據 Newell, Ling, Hwa(2001)馬來西亞第一個資產信託創始於 1989 年，到 1997 年成長到四檔。相較之下，新加坡在住宅抵押貸款債權證券化商品(MBS)的發展較為進步。Ong, Ooi, Sing(2000)發現在 1986~1998 年有 19 檔住宅抵押貸款債權證券化商品在新加坡發行。新加坡金融局(Monetary Authority of Singapore)在 1999 年 5 月 14 日發布管理設立資產信託的方針，未來這能夠替 REITs 市場的建立來鋪路。

澳洲的土地租賃公司在 2000 年 10 月宣布，他們計畫未來幾年在新加坡去設立一個 REIT(Business Time Singapore, October 19, 2000, P2)。這個集團計畫投入市場最初的投資組合可能是新加坡第一檔 REIT，價值約 10 億新加坡幣，目標放在購物中心(Business Time Singapore, May 28, 2001, P2)。根據 Andrew

Pridham, UBS Warburg 的全球不動產高層表示，新加坡有潛力發展成為 REITs 的區域中心，且最少有 130 億新加坡幣的商用不動產能被投入 REITs(Business Times Singapore, May24, 2001, P30)。

雖然最後因為只有 80% 的股票被認購，導致 CapitalLand 公司取消了可能是新加坡第一個 REITs 的首次公開發行 (Straits Times Singapore, November 13, 2001, P13)，但是很多該區域的公司仍然對於 REIT 首次公開發行很感興趣。例如 Kepple Land 和 Centrepoint Properties 計畫發行他們自己的 REIT(AFX-Asia, November 26, 2001)。Meanwhile Ascendas 公司宣佈他們將和澳洲的 Macquarie Goodman 公司合夥來考慮建立 REITs 的可能性(Straits Times Singapore, December 1, 2001, P. S19)。最近，一個荷蘭的房地產基金(Dutch property fund Rodamco Asia)考慮參與發行新加坡 REITs 的可行性(Business Times Singapore, April 16, 2002, Money section)。

馬來西亞最近的發展使得資產信託再度受到關注。產業分析師相信藉由學習美國 REITs 的經驗和借用美國 REITs 組織的概念，馬來西亞的資產信託能夠有突破性的改變。在 2002 年三月估價業者和房地產顧問(Association of Valuers & Property Consultants)安排了一個兩天的專題研討會，討論馬來西亞建立 REITs 的可能性。這也顯示了馬來西亞也對於新興的 REITs 感到興趣。

台灣已經探索 REITs 很多年了，最初的概念是集合資金(gather funds)來發展公共建設。一開始這個概念並不成功，很可能是台灣缺乏信託法制規範所導致的結果，然而最近一些相關法案的通過，台灣 REITs 的成長可能會有一股衝力。特別對於一些大型的資產公司給予一個合法的管道，他們可能會發現從公開的股票市場籌集資金比從私下的市場來的好。

日本也朝向創設 REITs 股票市場來刺激蕭條的的不動產市場，在 1999 年 11 月當日本證交所(TSE)宣布推動 REIT 進而推動日經指數爆升 2%。在 1999 年 11 月底日本放寬一些新法律的細節，廢除了一些 REITs 的限制，且為 REITs 在東京證交所(TSC)掛牌鋪路(Reuters, November 22, 2000)，在 2001 年 5 月一個政府的研究團隊計畫用這個措施來喚醒日本不景氣的房地產市場(Jiji Press Ticker Service, May 9, 2001)，這個報告也指出日本 REIT 市場的規模在 2002 年 3 月達到 4 兆日圓。日本的土地、建設、運輸部門都表示他們會解除限制 REITs 的一些規章，來促進這種新興投資工具的發展。

日本 REITs 市場的發展計畫吸引了美國大型評等機構及投資銀行的注意。在 2001 年五月標準普爾發布一個報告描述評價日本的 REITs(PR Newswire, May 9, 2001)。UBS, Nomura, Morgan Stanley 這些投資銀行期待投資日本的 REITs

市場，例如摩根史坦利公司表示未來三年他們計畫投資超過 45 億美金在日本的房地產市場，預料和 REIT 相關的房地產價格將會上漲。

一般的公司對於創設 REITs 是很感興趣的。例如不動產巨人 Mitsui Fudosan Co. (還有一些日本的不動產公司和金融機構)也和國外的金融機構一樣透露出要著手 REIT 的生意(AFX-Asia, April 17, 2001)。日本一間很大的不動產公司 -Mitsubishi Estate 希望成為日本第一個投入 REIT 的公司，計畫以 1000 億日圓的投資組合包括他們自己的資產和一些保險公司的資產(Financial Times London, May 8, 2001)。日本的鐵路經營業者 Tokyu Corp、Tokyu Land Corp 指出他們同意和澳洲的 Lend Lease Corp 公司合作在 2002 年發行一檔 REIT，最初的投資組合規模在 1000~2000 億日圓(Jiji Press Ticker Service, June 28, 2001)。最近 Nihon Keizai 報紙也報導了 Orix Corp 公司計畫在 2001 年底發行一檔 REIT(AFX News Limited July 2, 2001)。

在眾多有潛力的候選人中，最後在 2001 年由 Japan Real Estate Investment Corp 公司和 Office Building of Japan Inc. 公司成為第一個在東京證交所掛牌交易的 REITs，兩者在第一個交易日都獲得比較高或者是相等於當初發行的價格(Jiji Press Ticker Service, September 10, 2001)。而下一個在市場上出現的 REITs-Japan Retail Fund Investment Corp 也是由 Mitsubishi Corp 公司和 UBS Realty of Switzerland 公司所設立(Global New Wire, February 26, 2002)。儘管這三檔受益憑證掛牌之後的交易量很少，但對於 REITs 的興趣並沒有減少。Brian Bremmer 報導另外包括了高盛計畫在 2002 年首次公開發行 75.7 億的六檔或七檔 REITs(Business Week International Editions, April 22, 2002, p. 53)。

如果考慮到金融機構現今持有資產/房地產的規模，且按照當初計畫創設，日本 REIT 市場的規模可能會非常巨大。一些負責產業發展的官方構機相信日本的 REITs 比起美國或歐洲而言有很大的潛力，因為在日本銀行存款利率和不動產投資報酬率的差距是很大的，這對於投資人投資這種投資工具來說是很具吸引力的。很多的分析也預測日本 REITs 市場的規模可能在未來五年成長到 3 兆日圓(Reuters, November 22, 2000)。

另一個值得觀察 REIT 市場的亞洲國家為南韓，在 2000 年初成功的建立 MBS 市場後，現在建立 REITs 市場的時機是很好的。南韓在 2001 年 4 月 7 日制定了不動產投資信託法案(Real Estate Investment Trusts Act)，接著在 2001 年在 5 月 24 日修訂(Global News Wire, July 25, 2001)，這個法案核准設立 REITs 和公司重組的 REITs(Corporate Restructuring REITs, CR-REITs)，後者即 CR-REITs 在稅賦上比 REITs 有更多的優惠。

Kyobo Life Insurance 公司和 Meritz Securities Co. 公司聯合發行第一檔 CR-REIT, Kyobo-Meritz First(Business Kora, October 23, 2001)。這檔 CR-REIT 在 2002 年 1 月 30 日在韓國證券交易所掛牌交易。同時 APAC REITs 和 Korea REITs 也獲得建設部和交通部的核准成立一家 REIT 公司，然而最初的資產規模達到 1330 億元韓元(折合 1.0144 億美元)，Kocref CR-REIT 預料將變成韓國證券化市場最大的 CR-REIT(Global News Wire, March 11, 2002)。韓國 REITs 市場的潛力並不小，三星經濟研究學會(Samsung Economic Research Institute) 預測如果 REITs 將來成功的話，它們未來五、六年可能達到 30 兆韓元的規模。

我們也不該忘了香港，中國大陸和印度。香港最近創設了一個抵押貸款公司(mortgage corporation)來發展他們的 MBS 市場。香港恆生指數大概有 30%~35% 的公司是資產/營建公司組成，香港終究必須發展 REITs 市場。Lai and Wang(1999)指出香港大型的開發公司仍然明顯持有土地和房地產。雖然香港現在沒有 REITs 市場，這些房地產公司能夠因為他們持有資產的這種附加效果，很快就建立一個市場。他們過去沒有如此做的原因是過去他們財源充沛，利用 REIT 形式作為籌資的工具對他們來說並不需要。當現在的時機點正確，香港可能有能力很快就會創設 REIT 市場，因為他們已經具備的基礎建設和法令環境。

要推測中國大陸可能還太早，因為他們房地產市場的歷史不到 20 年。然而從中國的歷史來看-中國人相信有土斯有財。根據中國的房地產市場規模，快速的 GDP 成長率，還有他們抓住了資本主義的概念，我們相信 20 年後中國將有亞洲最大的 REIT 市場。根據 Asia Pulse 的報導，在 2000 年 1 月 12 日印度也開始探討允許 REIT 在他們的國家運作來刺激他們缺乏經驗的不動產市場。印度的共同基金協會(The Association of Mutual Fund of India)現在正從新探討這個議案。

美國的 REIT 經理人和投資者應該會察覺到這種改變準備接受挑戰。此刻不僅只有美國的 REITs 提供吸引人多樣化的產品，雖然他們和美國的基金相比仍缺乏競爭力，儘管如此，我們也不該低估國外競爭者所造成的潛在衝擊。現在我們無法了解未來五年或甚至十年可能會發生什麼事情，檢視美國和國外於各種產業諸如紡織、電子、汽車工業的競爭經驗，如果美國 REITs 低估國外 REITs 所造成的潛在衝擊將會是可笑的，因此必須隨時準備好面對全球各個地方的競爭。

八、最適合生存的 REITs (The Fittest survive)

我們確信 REIT 的概念會持續擴散成長，然而很清楚的，REITs 面臨的營運環境將會影響他們面對未來的策略。REIT 如過沒有學習過去的經驗，仍然用傳統的經營模式將會面臨國內外殘酷的挑戰，而且將會失去市場。

當市場情況恰當而發展 REIT 是沒有障礙時，新 REITs 會和 1990 年代一樣很明顯有爆炸性的成長如同洪水般湧近市場。在不動產市場中仍有很多沒有被證券化的不動產是可以利用的，只要有好的經營管理策略，他們就能夠吸引到 REITs 投資者的目光，且更可能發展為 REITs 來和現存的信託競爭。

REITs 學習自己過去的經驗後將會修改他們未來的經營管理策略來面對資本市場和 REITs 投資人的挑戰。只有有效率的經營管理才會在股票市場上有好的表現。我們推測有兩種類型的 REITs 可能會適合這樣。

第一種類型為對於某地理區位的某種類型不動產有專門的了解。雖然不動產有了新的變化，但總體來說仍然為地區性的商業活動，這些 REITs 熟悉一個城市發展的環境，且因為有專門的了解，他們知道能從某種類型不動產供給和需求的情況以獲得別的 REITs 所無法得到的利潤。此外，因為 REITs 和他們的承租人有很好的商業關係，能夠了解他們的客戶有什麼特殊的需求，這將能發現一些成長的機會，且提供一些不動產以外的服務給承租人，然而，我們並不預期這將會成為大型的 REIT(mega-REIT)，相對的有可能成為規模較小，而且專精於經營和專業的 REIT。

第二種類型為專精於一種不動產類型的較大型 REIT，且持有包含國內或國外的投資組合。大規模操作和集中的資產類型會有規模經濟的存在，能夠讓這些 REIT 減少的經營成本。他們大量持有不動產對於服務國內外的客戶會有特別的優勢。因為不動產所有權的集中資訊會更有效率，將能提供這些 REIT 有更好的機會從總體不動產景氣循環的過程中獲得利潤，且能夠發現一些被低估的資產。

未來哪一種類型的 REIT 將會是主導呢？我們並不知道。然而，很清楚地要多樣化投資組合卻不把焦點放在 REIT 上，將發現很難和其他 REIT 競爭。小型的 REIT 聘用外部的顧問而不建立起自己的利基將很快的被淘汰。REITs 樂於學習過去的經驗，而根據他們的長處發現一些經營策略，這將能讓 REITs 存活下去，而其他的 REITs 則將會被淘汰。

九、結論

如果 REITs 過去的成功是未來成功的前兆，我們相信 REIT 的概念在對於不動產公司和他們的投資者來說將充滿新的機會。儘管 REITs 基本的概念會繼續存在，未來 REITs 的成功與否，將依賴 REIT 經理人能否適應資本市場的改變，且能夠發現新的方式從直接和間接的不動產投資中來增加收益。

我們期待越來越多的 REIT 追求由不動產資信託簡化法和不動產投資信託現代法讓最近稅賦變低的利益。這些改變可能會導致在 REITs 的股票價格收益率增加，並且可以減少不動產市場循環對 REIT 股票價格的衝擊。在未來可以預期增加科技使用也是一種減少成本的方法，並且可以增進與 REIT 顧客的關係。REITs 必須準備好在國際上競爭，因為他們可能必須投資國外或是面對國外 REITs 的競爭。

傳統的 REITs 可能會發現停留在公開資本市場對他們來說並不是最大利益。他們學習過去的經驗將會發現前進私有資本市場是有價值的，且會發現一些更能接受這種類似基金的 REITs 投資策略的私有的資本市場供應者；而在公開的資本市場裡，只有擁有積極策略的經營管理風格的 REITs 才會得到財務分析師和投資人的關注。

課堂討論

張老師：台灣的 REITs 和美國的 REITs 不同，發展方向和腳步也不一致，但是都會面臨全球化的課題。

張老師：在課文中提到，REITs 會一直與我們同在，台灣的 REITs 是否也會一直與我們同在呢？目前還不確定。

張老師：營運公司 VS 共同基金這個部分，因為美國是 SPC 的制度所以會走向營運公司，台灣的部分是屬於 SPT，還有所保留。但是營運公司較具有積極的特性，和消極的基金型態是不一樣。

張老師：目前台灣 REITs 要從事 non-real estate 的事業還需要一些時間發展，因為目前 REITs 都還在發展階段。

張老師：策略聯盟和合資這兩個部分是屬於公司治理的部分，對 REITs 而言，這部分是很重要的，Real Estate cooperation 在這部分還有待大家討論。

張老師：對於 REITs 未來會是否走向私募，不是很確定。之前在研討會中有提出討論，市場活絡和收益之間的關係，高風險伴隨著高報酬，而 REITs 的租金收入穩定，所以市場波動不大。但雖然不如股票市場活絡，仍應要有適當的流動性。

張老師：關於 REITs 全球化這個議題，REITs 要如何與當地不動產市場結合，而當地市場有沒有能力和國外接軌，藉由全球化競爭的方式，將不動產這項 domestic 的領域擴展。在了解 REITs 後，未來我們是不是有這個能力進入中國大陸市場，能掌握機會展現實力。