

美國不動產證券化之實施經驗

報告人：施甫學



報告大綱

美國不動產投資信託

美國不動產有限信託



美國不動產投資信託



一、定義

不動產投資信託屬於金錢信託，乃由信託業者發行受益憑證向社會大眾募集資金，在專業經理人的管理下，將多數資金投資於不動產相關資產上，其收益包括不動產經營及租金收入、出售不動產資本利得、放款利息收入、投資不動產相關證券之收益及節稅收益。並將投資綜合收益按比例分配給投資者的一種信託基金。

美國不動產投資信託



二、類型

1. 權益型不動產投資信託(Equity REIT, EREIT) P.61

*直接投資經營具收益性不動產，收益來源為不動產出租之租金收入、經營績效之收益及處分不動產之資本利得，類似股票型基金。其收益性的高低與總體及不動產景氣與經營績效有極高的關係。

*投資標的為購物中心、公寓、辦公大樓、飯店、工業區、遊樂區或醫療中心等等。

美國不動產投資信託



二、類型

2.抵押型不動產投資信託(Mortgage REIT, MREIT)

*針對銀行中營建公司之借款債權、一般不動產抵押債權及不動產抵押債權相關證券進行投資，由於投資標的為放款債權或相關證券，非不動產本身，故其主要收益來源為利息收入，收益性的高低類似一般債券，與市場利率呈反向變動。

*型態P.62

美國不動產投資信託



二、類型

3.混合型不動產投資信託(Hybrid REIT, HREIT)

*權益型及抵押型之綜合體，其主要投資標的包括不動產本身及抵押放款債權，其中兩者之投資比率則由經理人依市場景氣及利率變動進行調整。因此其投資組合較具多樣化。

美國不動產投資信託



二、各類型比較

	權益型	抵押權型	混合型
投資型態	直接參與不動產投資經營	金融仲介賺取利差	兩者混合
投資標的	不動產本身	抵押債權及相關證券	兩者混合
影響收益之主因	不動產景氣及經營績效	利率	兩者混合
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	兩者混合

美國不動產投資信託



REITs依其組織方式可分為 P.66

* 契約制：為**特殊目的信託型態(Special Purpose Trust, SPT)**，係將信託人與受託人締結以不動產投資為標的之信託契約的受益權加以**分割**，使投資人取得表示此權利的**受益憑證**。

* 公司制：為**特殊目的公司型態(Special Purpose Company, SPC)**，設立以不動產投資為目的之股份有限公司，使投資人取得其股份之型態，同時公司也將其收益以股利形式分配給投資人。

美國不動產投資信託



REITs依其結構型態可分為

* UP REITs

受託機構與不動產公司合作，稱為營運合夥，不動產公司提供不動產標的物，而REITs提供資金。其主要擁有部分的營運以賺取不動產開發利潤。

* Down REITs

運作結構與UP REITs類似，不同之處在於其持有並經營不動產而非只賺取不動產公司的開發利潤。

美國不動產證券化發展沿革



- 一、緩慢成長階段(1960~1967年)
- 二、快速成長階段(1968~1973年)
- 三、迅速沒落階段(1974~1980年)
- 四、逐漸復甦階段(1981~1989年)
- 五、成長轉型階段(1990年以後)

一、緩慢成長階段(1960~1967年)



- * REIT首先立法於1960年美國國內地稅則 (Internal Revenue Code)，同年美國國會通過 REIT法案，為此制度之開端。
- * 此時只允許權益型不動產投資信託之設立。
- * 市場需求緩慢，至1967年為止只有38家設立。

二、快速成長階段(1968~1973年)



- * 1967年允許抵押權型不動產投資信託。
→因為當時證券市場利率過高，使得金融機構存款利率受到限制而來不及跟著提高，因而使資金流往證券市場。此即所謂的**逆仲介**。
- * 於1968~1973年間REIT資產成長幾近20倍，其中，權益型REIT共計有**209家**；抵押權型REIT有**113家**。
- * 1969~1972年資產激增977%

逆仲介(Disintermediation)



* 美國聯邦準備理事會於1933年所通過的銀行法中，有一條對於銀行存款利率的限制，即Q管制條款，規定商業銀行須設定存款利率水準上限，但儲貸協會卻一直到1966年才對存款利率上限予以管制，由於通貨膨脹自1960年的1.5%上漲至1969年的6.1%，短期市場利率高於銀行所能提供的存款利率上限，因此存款戶自銀行領出較低利率的存款，並轉而投資於市場上較高利率的金融商品。

三、迅速沒落階段(1974~1980年)



* 由於短期快速的成長，多數公司未能作有效的投資策略，加上利率的提高與不動產景氣的衝擊，致使REIT總資產不斷萎縮。其原因為：

1. 利率的提高
2. 缺乏多樣化的投資組合
3. 超估貸方的開發計畫
4. 不動產市場的不景氣

四、逐漸復甦階段(1981~1989年)



- * 由於前期的衝擊，使經營上更講求投資的**多樣化與投資風險的管理**，因此，REIT負債或借款的比率由先前的70%，降為50%。
- REIT的經營很少、甚至沒有使用財務槓桿以免風險的相對提升。
- * 1986年稅法修正涉及許多關於不動產的條款，更有利於REIT投資人，包括：
 1. 放寬REIT成立第一年，有關資產與所得的規定予以放寬
 2. 資金收入的重新界定
 3. 以直線折舊的課稅計算方式代替加速折舊
 4. 由僅允許外部管理，放寬REIT可自行管理資產

五、成長轉型階段(1990年以後)



- * 在經過1989~1990年間房地產衰退時期後，REIT重新在一次復甦成長。
- 1990~1995年間REIT市場的資本額由85億美元，大幅成長至**560億美元**；在市場上公開交易的家數，也自1990年底的117家，成長至**223家**。
- * 此期間REIT也出現**型態上的轉變**，包括：
 1. 允許REIT運用於退休基金
 2. UP REIT與DOWN REIT的出現
 3. REIT資產中不動產類型有明顯區別
 4. REIT能擁有100%子公司的股票
 5. 由95%的可稅所得需分配給股東，修改為90%



美國不動產投資信託市場現況分析

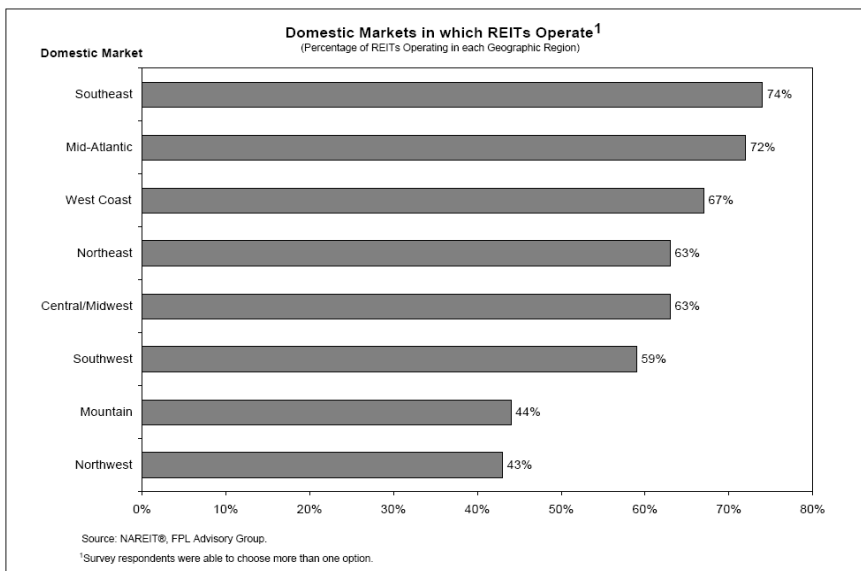
美國REITs市場家數與市值

Annual Equity Market Capitalization
(Millions of dollars at year end)

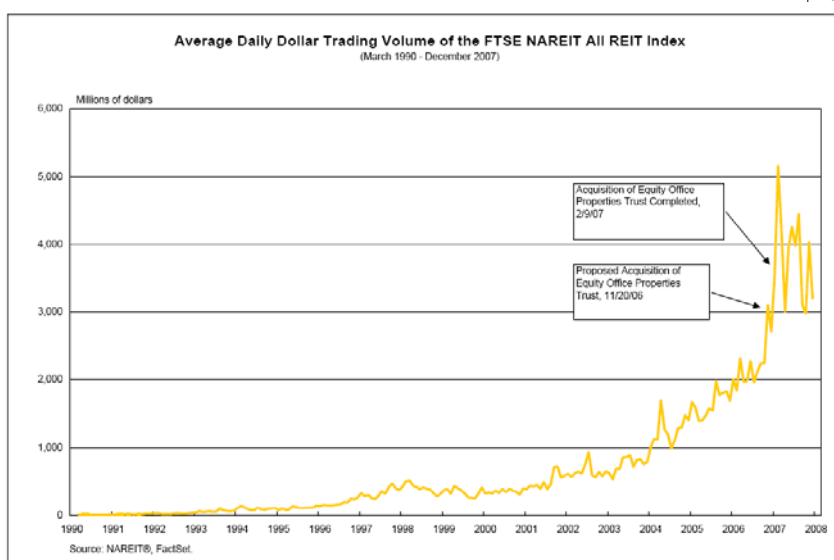
Year	Composite		Equity		Mortgage		Hybrid	
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10	591.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12	231.7
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	496.4
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	646.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	520.1
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	4,916.2	9	6,480.7
1999	212	145,387.1	175	136,014.3	27	6,885.0	10	2,487.8
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	2,652.4	9	1,632.0
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7	5,225.0
2004	190	305,025.1	150	273,629.0	33	24,774.1	7	6,622.0
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8	5,806.6



美國REITs地區分布

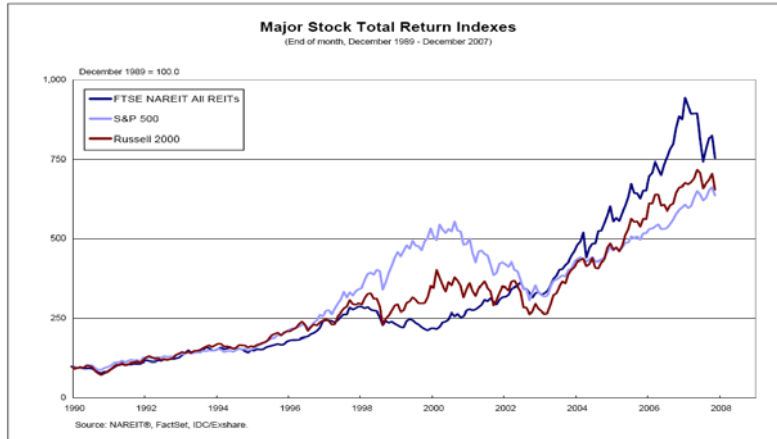


單日平均交易金額

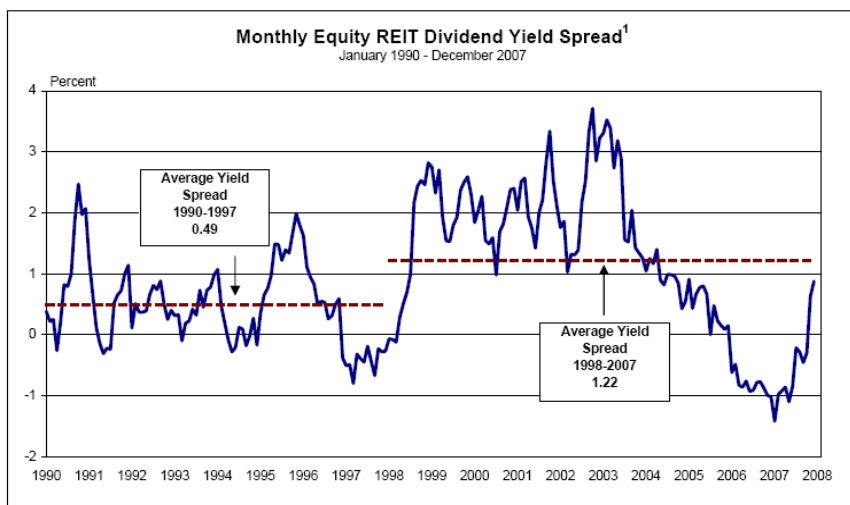


主要股票完全收益指數

REITs公司具有高度不動產特性，不動產不可輕易處置，使其收益會隨著空置率攀升而下滑，在景氣好時，不動產租金上揚。

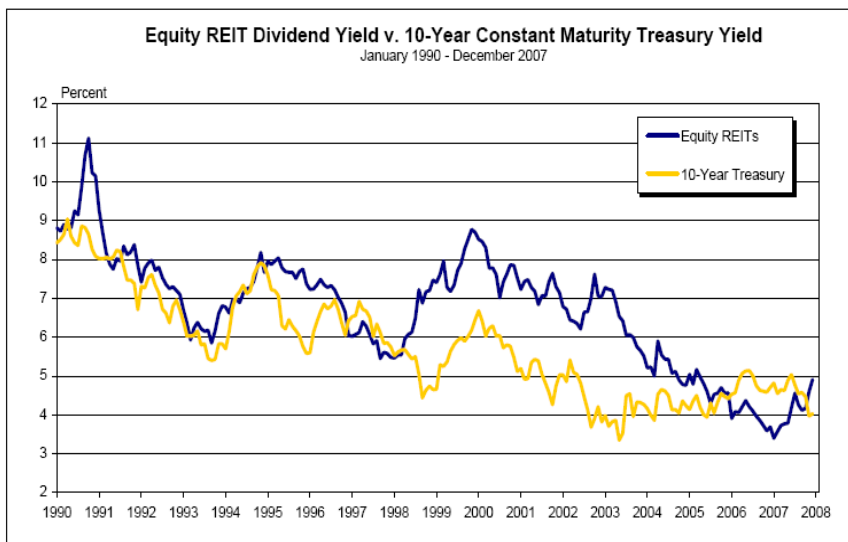


美國REITs上市公司歷年股利與十年期公債收益率比較

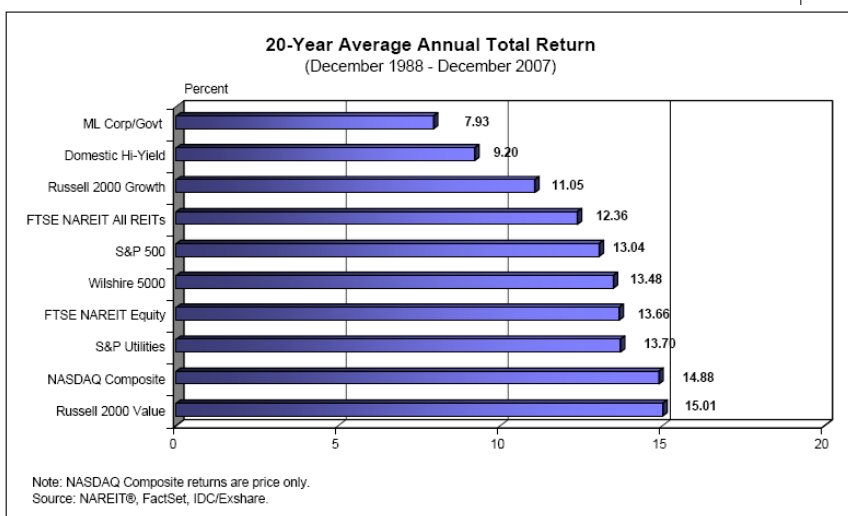


¹ Yield spread calculated by taking the Equity REIT dividend yield less 10-year constant maturity Treasury yield.
Source: NAREIT®.

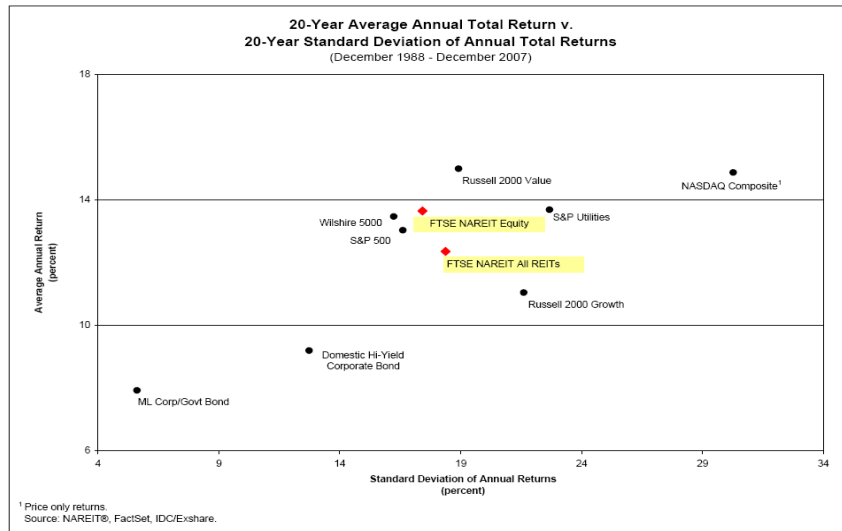
權益型REITs股息殖利率與10年期公債利率比較



各投資工具二十年來年平均報酬率



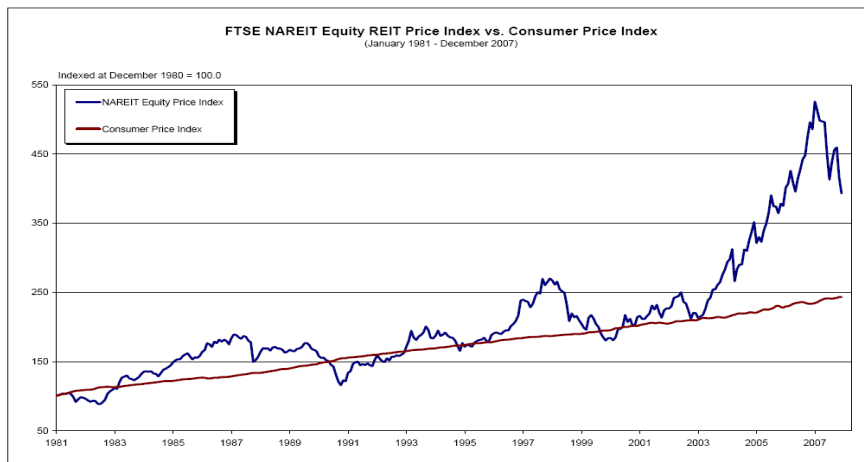
美國REITs投資工具與其他重要投資工具之 風險報酬比較



REITs指數與消費者物價指數關係



兩者呈同向變動，長期來說，REITs具有規避通貨膨脹的能力



REITs主要優點P.68



- * 導正不動產市場機能：禁止其短線交易以獲取差價。
- * 多樣化的投資選擇：種類、區位及經營方式。
- * 節稅的優待：大部分收益分配給投資人。

REITs主要缺點 P.69



1. 權益型之投資風險

- * 地理區位多樣化的風險
- * 空屋率風險
- * 收入風險
- * 財務槓桿的風險

2. 抵押權型的投資風險

- * 信用風險
- * 利率風險
- * 提前償還風險
- * 再投資風險



美國不動產有限信託

指由經理合夥人與有限合夥人組成，以不動產投資經營管理為目的，由**有限合夥人**出資負有限清償責任，**經營合夥人**負責經營管理該事業並負無限清償責任，類似於我國民法所謂的「隱名合夥」。



美國不動產有限信託

公開型有限合夥

投資某類型不動產為標的，藉由發行證券形式集合一群投資人，並募得資金，其未能掌握未來的投資標的，又稱為盲式聚合的聯合企業組織。全國性發行

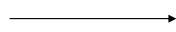
全國性發行

每單位金額小

投資人數多

標的物區位多樣化

先付費制



缺點：真正投入標的物的資金減少，不利投資人



美國不動產有限信託

私下型有限合夥

發起人可以透過購買選擇權或完全的權屬，使投資者可清楚了解該標的物的情況，又稱為確定資產的聯合企業組織

- * 區域性發行
- * 每單位金額大(五到十萬美金)
- * 投資人數有限
- * 募集金額較小
- * 先付費用較少，約募集金額12%~20%
- * 傾向投資單一標的



謝謝耐心臨聽



抱歉睡過頭