

台灣不動產證券化 —過去與目前發展概況

報告人:楊雅婷
民國99年3月8日

不動產證券化

- 一. 何謂不動產證券化
- 二. 不動產證券化的目的與特性
- 三. 不動產證券化主要型態
- 四. REITs 和REATs的差異
- 五. 臺灣過去類似不動產證券化案例
- 六. 台灣REITs & REATs案例與發展現況
- 七. 不動產證券化之效益
- 八. 未來發展與建議

一、何謂不動產證券化

☞何謂不動產？

- 民法第六十六條規定：「稱不動產者，謂**土地及其定著物**。」
- 不動產經紀業管理條例第四條規定：「不動產：指**土地、土地定著物**或房屋及其可移轉之權利。」
- 不動產證券化條例第四條所稱之不動產：「指**土地、建築改良物**、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物」

一、何謂不動產證券化(續)

☞不動產特性：

不可移動、異質性、**昂貴性**、長久性、**不可分割性**、投資與消費雙重性

☞不動產市場特性：

易形成不同次市場、**交易資訊不透明**、**供需調整緩慢**、政府介入性強

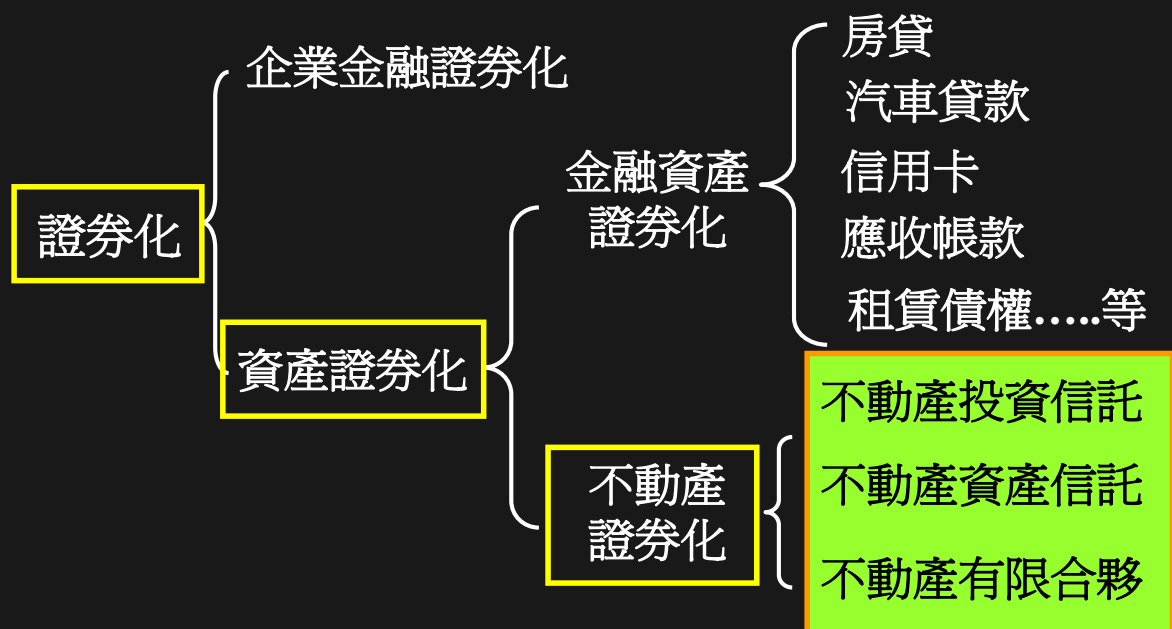
一、何謂不動產證券化(續)

何謂證券化？

- 指企業募集資金，由過去透過銀行等金融機構借貸資金之間接金融方式，轉而**直接向社會投資大眾發行股票或債券等有價證券之直接金融方式**。
- 有價證券分類：**貨幣性證券**(支票、本票)、**財貨性證券**(商品券、提單)、**資本性證券**(股票、公司債)
- 證券化分爲「傳統證券化」與「資產證券化」。

一、何謂不動產證券化(續)

證券化之分類與關係



一、何謂不動產證券化(續)

👉 不動產證券化定義

- 對不動產的投資轉變為**證券型態**
- 投資者與標的物間，由直接的物權關係，轉化為持有債權性質的**有價證券**關係
- 不動產價值由原來固定資本型態，轉化為**流動性**資本性型態的有價證券
- 以證券形式自資本市場募集資金，**直接或間接參與不動產的投資和經營**

二、不動產證券化的目的與特性

(一) 不動產證券化目的

1、積極目的：

- A. 促進**不動產**有效利用
- B. 促進**資金**有效利用

2、消極目的：

- A. 避免財團把持，造成市場壟斷。
- B. 藉由運作透明化，及相關管制措施，防止土地投機。
- C. 透過專家經營方式，健全市場機能
- D. 提供多樣投資管道，分散風險
- E. 經營者可解決融資問題
- F. 改善與提升不動產市場環境的品質

二、不動產證券化的目的與特性(續)

(二)不動產證券化特性

- 1、流通性
- 2、變現性
- 3、公平性
- 4、專業化
- 5、分散風險

三、不動產證券化的主要型態

(一)、信託型態

1. **不動產投資信託(REITs)** – Real Estate Investment Trusts：先發行證券募集資金再投資不動產。
2. **不動產資產信託(REATs)** – Real Estate Asset Trusts即先有不動產，將不動產信託再據以發行證券募集資金。

(二)、合夥型態

不動產有限合夥(RELP) Real Estate Limited Partnership 以不動產為投資標的，由經理合夥人負責經營管理，對合夥事業負無限責任，一般合夥人無權參與經營控制但享表決權。

☞ 信託、合夥型態皆以證券形式募集資金，但就證券流通性、變現性和運作透明化，信託型態優於合夥型態

三、不動產證券化的主要型態(續)

我國不動產證券化制度：

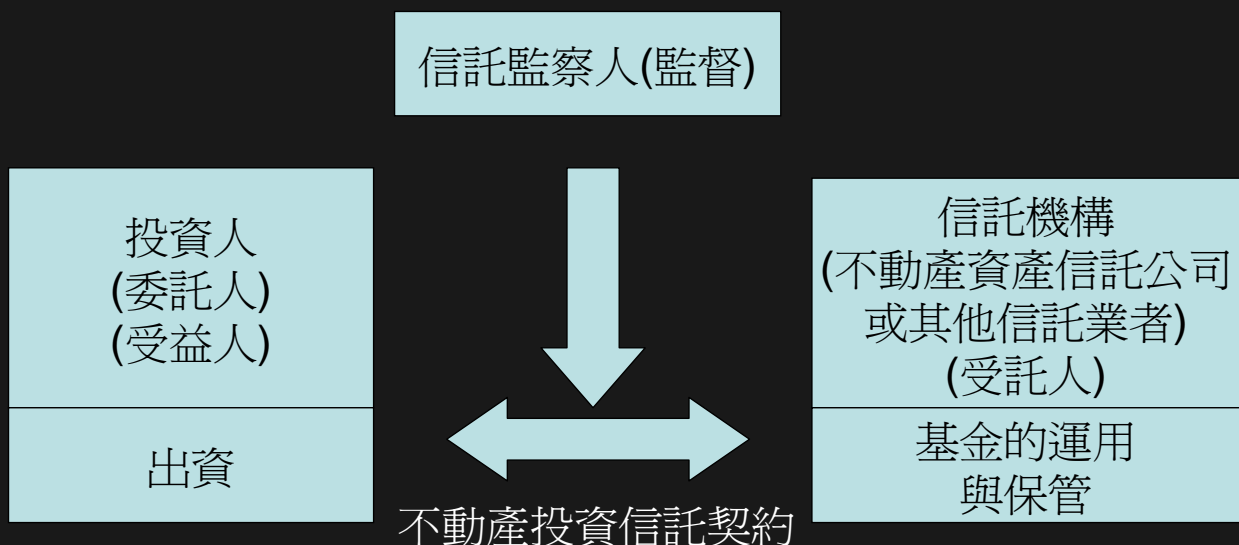
☞ 2003年7月台灣通過不動產證券化條例，主要是參考美國與日本的法律架構與實務制度～

◎ **不動產資產信託(REATs)** -----委託人將具穩定收入之不動產或其相關權力信託受託機構，並藉證券化方式從資本市場取得資金。

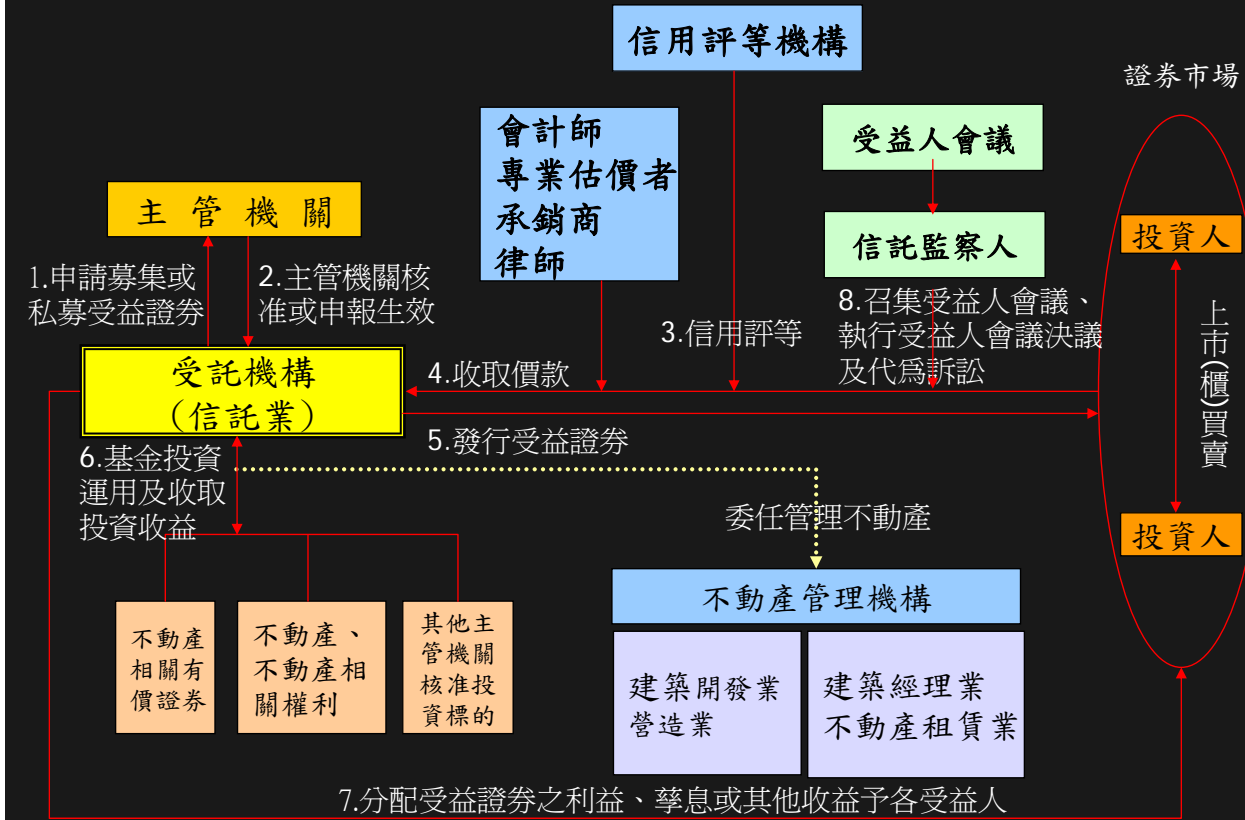
◎ **不動產投資信託(REITs)** -----向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、不動產相關權益或有價證券及其他經主管機關核准投資標的。

四、REITs 和REATs的差異

不動產投資信託REITs架構圖

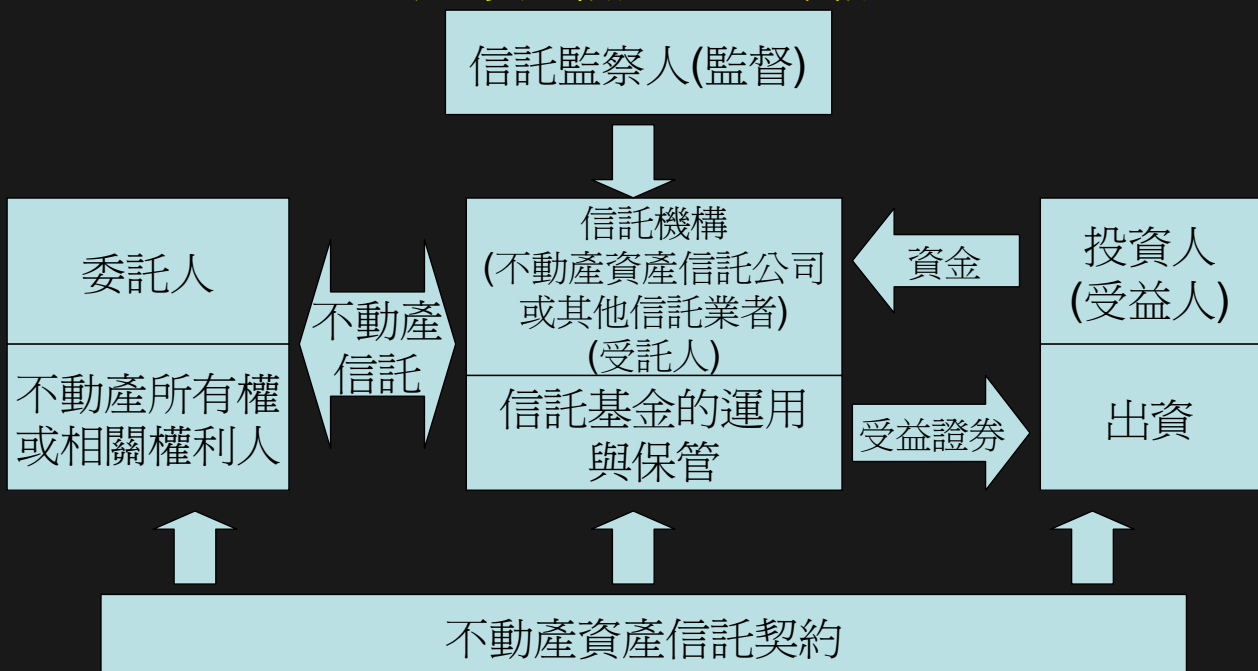


不動產投資信託REITs流程圖

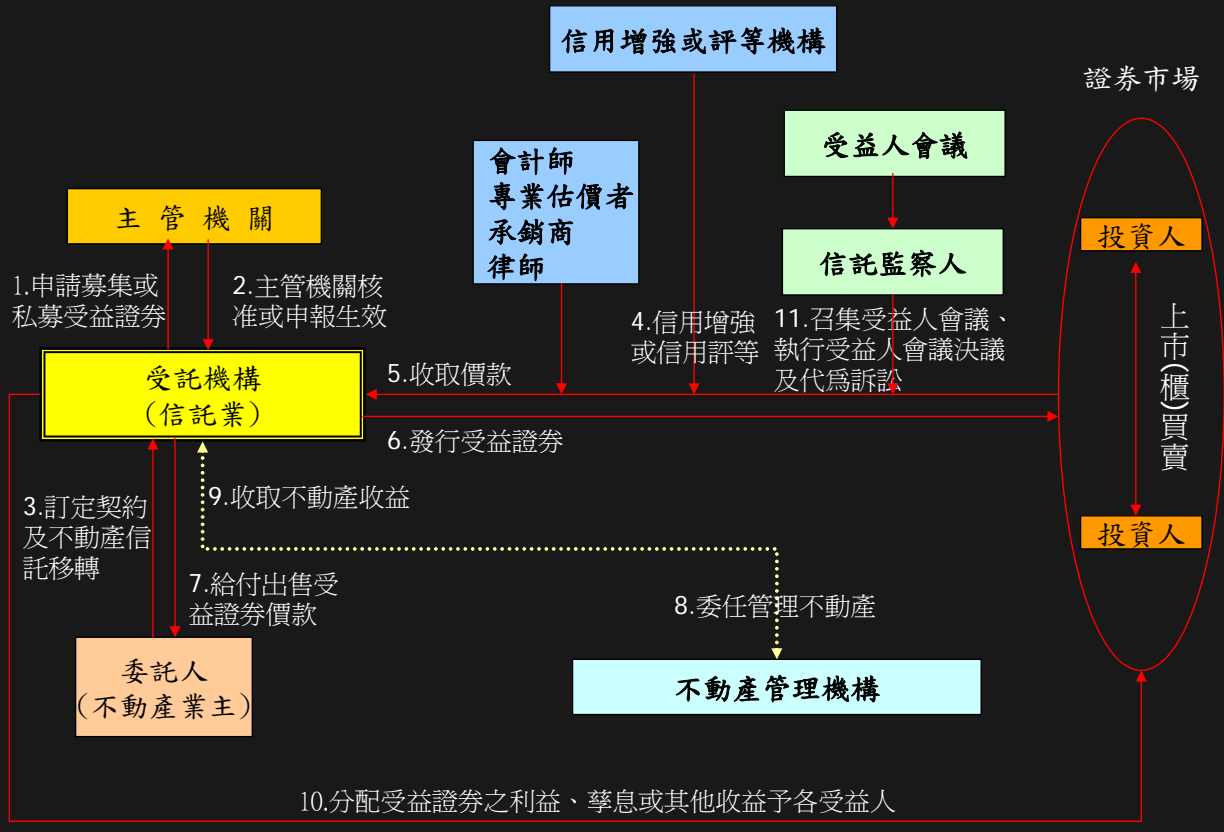


四、REITs 和REATs的差異

不動產資產信託REITs架構圖



不動產資產信託REATs流程圖



四、REITs 和REATs的差異

項目	不動產投資信託 REITs	不動產資產信託 REATs
信託本質	金錢信託	實物信託
信託財產	現金	土地所有權
委託人	不動產投資信託機構	土地所有權人
受託機構	信託評等達到一定等級以上之信託業	信託評等達到一定等級以上之信託業
受益證券	不動產投資信託受益證券	不動產資產信託受益證券
投資標的	不動產及其相關權利證券	信託土地之開發經營
信託期限	一般較長(10-20年)	一般較短(5-7年)
收益分配	存續期間為當期投資淨收益；契約終止時為不動產證券增值。	存續期間為當期租金收入；契約終止時為土地及建物所有權。
業務特色	直接從市場上募集不動產投資開發基金。	信託機構取代開發商之角色，自行受託經營。

資料來源：行政院不動產證券化條例(2002年)

五、台灣過去類似不動產證券化案例

不動產業者為有效融通資金，借集資投資方式運作，就其資金取得標的物，標的物選定的先後，一般分為三種：

- 1、先選標的物再集資投資
- 2、先集資再選標的物投資
- 3、業者將標的物賣給投資人，再委託或租回由業者經營的方式

☞過去類似的案例，由於不動產並未交付信託，缺乏流通市場，最後因公司經營不善而失敗。

五、台灣過去類似不動產證券化案例

（一）財神大酒店

「持分單位、包租還本」的行銷方式，打出「你買我的，我租你的，五年後統統是你的」口號，曾掀起投資熱潮。

1. 位於仁愛路、敦化南路圓環處，民國64年開工、67年取得使用執照。
2. 銷售持份產權393間套房。

☞無信託包裝，經營權不完整；產權複雜、業者保留公共設施、分配不公等問題存在；眾利公司於民國72年4月被法院宣告破產，財神大酒店也於同年9月23日被法院查封。

五、台灣過去類似不動產證券化案例

(二)太平洋花蓮鳳蝶計畫

利用不動產單位化，以銷售共有持分權擴大投資參與層面，達到集資投資的目的，是國內首次出現的預售型土地投資案，推出後立即引起各方的關注。

- 1.位於花蓮市中美路，民國七十八年大洋投資公司推出。
- 2.銷售共有持分權，投資金額小，投資單位價格分40萬、60萬、100萬。

👉「太平洋花蓮鳳蝶計畫」是純土地持分，土地切割細緻，財務不透明，不久即告終。

五、台灣過去類似不動產證券化案例

(三)台東世外桃源渡假花園別墅

- 1.位於台東縣卑南鄉。
- 2.每持份單位面積0.5坪，每單位價格25萬。

👉美麗華投資公司有永久使用權並負責開發，投資人僅有所有權，對於標的物開發經營並無監督權，加上採會員制度，會員人數過多，將使投資人權益受損。

研究個案		財神大酒店	太平洋花蓮鳳蝶計畫	台東世外桃源度假花園別墅
運作上的主要特點	共同特點	1. 投資單位化 2. 投資權益可轉讓		
	個別特點	1. 包租還本的經營方式 2. 土地及套房的持份出售	1. 土地持份預售 2. 關係企業聯合經營	1. 時間分配理念 2. 土地及建物持份出售，業者享永久使用權
主要的問題探討	共同特點	1. 投資權雖可轉手交易，但缺乏次及交易市場，流通性有限 2. 運作未能透明化，且缺乏監督單位		
	個別特點	1. 出售土地及套房產權持份再租回，使產權複雜化。 2. 業者出售套房持份，卻保留公共設施，對投資人誠屬不公。	1. 未作開發利用，形成土地資源浪費。 2. 以土地持份預售方式，公開標售再移轉登記，違反平均地權條例。 3. 關企聯合經營財務互通，易生弊端。	1. 會員人數過多，影響投資人使用權益。 2. 投資人對規劃、開發無任何約束或監督權，無法保障其權益。

六、台灣REITs & REATs案例與發展現況

◎ REITS案例：

⇒ 目前台灣發行八檔REITs
規模達584.2億元

(一) 富邦一號

- 發行日期：94/03/10
- 初始發行金額：58.3億元
- 借入款項上限：35%
- 信用評等：中華信評長期twA+ 短期twA-1
- 受託機構：臺灣土地銀行
- 不動產管理機構：富邦建築經理股份有限公司
- 戴德梁行與仲量聯行評估

(一) 富邦一號

標的大樓	富邦人壽	富邦中山	天母富邦	中崙大樓商場 95年8月
座落地點	敦化南路 一段108號	中山北路二 段66號68號	天母西路 136號	市民大道三段 、八德路二段
承租面積(坪)	6118.59	1852.30	1003.49	8596.43
主要承租人	富邦相關 企業	荷蘭全球 人壽	外國駐台 機構	大潤發量販 店、華泰大飯 店、星巴克等
型態	商業辦公 大樓	商業辦公 大樓	集合住宅 大樓	商業辦公大樓
出租率	100%	100%	100%	100%
標的估價	44.6億	8.2億	5.5億	22.6億

(一) 富邦一號

標的大樓	富邦人壽	富邦中山	天母富邦	中崙大樓商場
商圈	敦北敦南區	西區	天母	松山區
區位	核心商業區、台北首屈一指的辦公商圈	次要商業區、日商公司集聚	高級住宅區、多外籍人士居住、生活機能完整	都會型零售商場
主要用途	一般事務所、金融分支機構、金融保險業、餐飲業	金融保險業、一般事務所	集合住宅	都會型零售

(一) 富邦一號

小結：

- 不動產標的品質評估優於國內市場平均水準。
- 66%租金來自富邦集團承租，具長期穩定收益對投資人權益較有保障。
- 該不動產投資組合的地理與資產集中台北市，唯投資標的多，且分散在住宅及商業的不同類型，故仍具有不動產投資風險分散之效果。

(二) 國泰一號

- 發行日期：94/10/03
- 初始發行金額：139.3億元
- 借入款項上限：25%
- 信用評等：中華信評長期twA- 短期twA-2
- 受託機構：臺灣土地銀行
- 不動產管理機構：國泰建築經理股份有限公司
- 戴德梁行與中華徵信所評估

(二) 國泰一號

標的	喜來登飯店	台北西門大樓	台北中華大樓
座落地點	北市忠孝東路一段12號	北市武昌路二段77號	北市中華路一段88號
承租面積(坪)	24964.97坪	6628.06坪	5407.99坪
主要承租人	寒舍餐旅管理顧問公司	誠品股份有限公司	美陞興業有限公司
型態	國際觀光飯店	百貨商場	賣場及商業辦公大樓
出租率	100%	100%	96.4%
標的估價	104.9億	17.6億	16.8億

(二) 國泰一號

標的	喜來登飯店	台北西門大樓	台北中華大樓
商圈	站前商圈	西門町商圈	西門町商圈
區位	以台北車站為中心，聚集多家銀行總部、政府機關，為台北最主要之商圈	台北市主要商業中心之一，以零售、餐飲、服飾及視聽娛樂為主要商業活動	
主要用途	餐飲、客房、精品商店	商場、餐廳	

(二) 國泰一號

小結：

- 較具分散投資的信託案（飯店.商場.商辦）
- 不動產品質評估優於國內市場平均水準
- 租戶訂有長期租約(15年)，其中喜來登飯店採包底抽成租金具成長性，對投資人權益較有保障。
- 國泰一號REIT與國泰集團關係密切，且由國泰建築經理公司管理，皆為國泰集團的隱性支持。

(三) 新光一號

- 發行日期：94/12/26
- 發行金額：113億元
- 借入款項上限：35%
- 信用評等：中華信評長期twAA 短期twA-1
- 受託機構：兆豐國際商業銀行
- 不動產管理機構：新昕國際股份有限公司

初始投資標的~新光一號

標的	新光天母傑仕堡 (52%)	新光國際商業大樓(28%)	台證金融大樓 (10.1%)	台南新光三越百貨(9.9%)
型態	商場及商務出租住宅大樓	商業辦公使用	商業辦公混和使用大樓	百貨商場
建物面積	16075.3坪	3573.52坪	2759.51坪	17164.91坪
主要承租人	商場：誠品商務住宅：摩托羅拉、美商花旗銀行、台灣杜邦	台新銀行、104資訊科技股份有限公司	泰商泰國航空公司、日立亞細亞、台灣科萊恩化學	新光三越百貨股份有限公司
商圈	住宅區	敦北南京商圈	住宅區	台南市主要商業區
區位	地段優良，在商務住宅市場享有良好聲譽，主要租戶為外籍人士、外交官與高所得人士	緊鄰環亞購物廣場和環亞假日飯店，商業活動頻繁	鄰近六福皇宮及南京東路金融圈，商業發展成熟	區內百貨商場林立，經濟活動熱絡

(三) 新光一號

小結：

- 投資標的地理區位分散，具風險分散之效果
- 新光集團的隱性支持
- 信評佳，較高品質投資組合，現金流量穩定
- 資產均未設定抵押，享有較高之財務彈性，唯若干資產集中性風險，特別是新光天母傑仕堡大樓(佔52%)，但此資產集中風險可因租戶組合所具有的分散性而獲得疏緩。
- 管理機構新昕國際為新光關係企業，可能有管理上道德風險。

(四) 富邦二號

- 發行日期：95/04/13
- 發行金額：73億元
- 借入款項上限：35%
- 信用評等：中華信評長期twA+ 短期twA-1
- 受託機構：臺灣土地銀行
- 不動產管理機構：富邦建築經理股份有限公司

初始投資標的~富邦二號

標的	富邦民生大樓 (24%)	富邦內湖大樓 (25%)	潤泰中崙大樓 (51%)
型態	商業辦公大樓	商業辦公大樓	商用辦公
辦公室承租面積	3508.38坪	6453.32坪	9373.65坪
主要承租人	台北富邦銀行、 富邦證券、凱絡 媒體、鐵行渣華	台北富邦銀行 、富邦產物、 富邦人壽	外國駐台機構
商圈	敦北民生	內湖科技園	復興南京區
區位	核心商業區、台 北首屈一指的辦 公商圈	政府引導重劃區 、大眾運輸系統 完整且密切	次要商業區，近 SOGO，傳統辦 公商圈
主要用途	一般事務所	金融保險業、工 廠、資訊服務業	旅遊運輸服務業 、商業

(四) 富邦二號

小結：

- 定位為辦公大樓型REITs。
- 資產品質佳，潤泰中崙大樓與富邦內湖大樓屋齡僅約6年。富邦民生大樓屋齡雖較舊約18年，但位置座落於民生、敦化主要辦公大樓地段。
- 最大的兩個租戶為富邦金控成員與潤泰集團成員，分別各占該信託總租金來源的33%與29%，具租戶集中風險。

(五) 三鼎

- 發行日期：95/06/26
- 發行金額：38.5億元
- 借入款項上限：25%
- 信用評等：中華信評長期twA- 短期twA-2
- 受託機構：台新國際商業銀行
- 不動產管理機構：誠品股份有限公司

(五) 初始投資標的~三鼎

標的	前瞻21大樓 (43%)	香檳大樓 (40%)	誠品物流大樓 (17%)
型態	商務大樓	商場	物流中心
辦公室承租面積	4074.89坪	1462.70坪	7515.43坪
主要承租人	大都會國際人壽、新光銀行、華僑商業銀行	惠康百貨、中國信託銀行、頂好企業、百事達、大眾電信	誠品開發物流、禾韻物流、福客多、DHC、新光銀行
區位	市民大道、堤頂大道繁榮商圈	位於忠孝東路，台北最熱門商圈	南崁流通業中心區
主要用途	金融保險業、一般事務所、一般零售業	商場	金融保險業、一般事務所、便利商店、物流中心

(五) 三鼎

小結：

- 強健且較為分散的租戶組合。
- 較小之資產規模，且不動產型態亦相對分散。

(六) 基泰之星

- 發行日期：95/08/28
- 發行金額：24.7億元
- 借入款項上限：25%
- 信用評等：中華信評長期twBBB+ 短twA-3
- 受託機構：臺灣土地銀行
- 不動產管理機構：宜陸開發股份有限公司

初始投資標的~基泰之星

標的	世紀羅浮大樓(48%)	大湖商旅大樓(52%)
型態	商業辦公大樓	混合使用大樓
辦公室承租面積	3100.98坪	1462.70坪
主要承租人	元富證券、張耀飛補習班、基泰建設、基泰管顧、台灣民主太平洋聯盟	麗湖飯店、統一超商、偉宏食品
區位	位居博愛特區，商圈繁榮，歷史悠久，資源豐富。	位於內湖、汐止、南港工業區中心，位居繁榮商圈
主要用途	金融保險業、一般服務業、一般事務所	餐飲業、一般零售業、一般事務所、旅館業

(六) 基泰之星

小結：

- 平均屋齡6~7年、鄰近無類似功能大樓競爭有限，為該信託未來的營收及獲利提供較為穩定的來源。
- 資產均未設定抵押，因此享有較高財務彈性。
- 前二大租戶(麗湖飯店佔37%、基泰管顧佔30%)合計占該信託年租金收入之67%，具租戶的集中風險：
- 僅有2幢不動產及較小的資產規模，使該信託之投資組合存在資產集中性之風險。

(七) 國泰二號

- 發行日期：95/10/13
- 發行金額：72億元
- 信用評等：中華信評長期F1/穩定/A
- 受託機構：兆豐國際商業銀行
- 不動產管理機構：國泰建築經理股份有限公司
- 國泰二號是國內最後一檔用發起人命名的不動產投資信託受益證券

(七) 初始投資標的～國泰二號

標的	民生商業大樓(51%)	世界大樓(29%)	安和商業大樓(21%)
型態	商辦大樓	商辦大樓	商辦大樓
樓板面積	9726.44坪	7473.89坪	4212.74坪
主要承租人	美商亞培公司、易遊網旅行社、台灣百靈佳股格翰公司、國揚實業公司等五家、香港商信可台灣分公司等	艾波比公司、陽明海運、宏德國際軟體諮詢公司等四家、國泰世華銀行等	美商嬌生公、英商壯生公司、美商玫琳凱公司、新加坡商全球紀實公司、大維凱斯特國際公司
區位	位於民生東路及龍江路口，進松山機場及中山高速公路交流道，交通便利，區域內辦公大樓群聚，為台北市主要辦公商圈之一	位於南京東路四段中心，進松山機場及堤頂大道，區域內金融業、餐飲業及百貨零售業林立、生活機能不虞匱乏之商圈	敦化南路與基隆路口，區域內辦公大樓及高級住宅群聚，為北市首屈一指之辦公商圈，多為知名企業進駐，洽商最方便，鄰近東區商圈
主要用途	金融分支機構、辦公室、停車場等	辦公室、集合住宅、停車場、餐廳	一般事務所、停車場等

(八) 駿馬一號

- 發行日期：96/05/15
- 發行金額：42.8億元
- 信用評等：中華信評長期TWA/穩定/TWA-2
- 受託機構：兆豐國際商業銀行
- 不動產管理機構：台嘉國際股份有限公司

(八) 初始投資標的～駿馬一號

標的	國產實業大樓(40%)	中鼎大樓(24%)	漢偉資訊大樓(36%)
辦公室	商辦大樓	商辦大樓	廠辦大樓
承租面積	6053.03坪	3749.44坪	5531.41坪
主要承租人	國產實業建設、中興保全、惠普公司、復興航空等	中鼎工程股份有限公司	精業公司、環友電子、漢威聯合公司、科誠公司、美商優比速台灣分公司等
區位	鄰近站前商圈、台北火車站、機場捷運雙子星大樓開發案，商業氣息與生活機能完整	位於敦南商圈、鄰近遠企中心、誠品仁愛圓環，商業活動頻繁，生活機能健全	位於連城路上，鄰近中和遠東ABC科技園區及威力廣場，工商業發展成熟
主要用途	辦公室	辦公室	辦公室

	富邦一號	國泰一號	新光一號	富邦二號	三鼎	基泰之星	國泰二號	駿馬一號
規模	80.9億	139.3億	113億	73.02億	38.5億	24.5億	72億	42.8億
信用評等	TWA+/穩定/TWA-1	TWA-/穩定/TWA-2	TWAA/穩定/TWA-1	TWA+/穩定/TWA-1	TWA-/穩定/TWA-2	TWA-3/穩定/TWBBB	F1/穩定/A	TWA/穩定/TWA-2
組合內容 (投資金額比例)	1. 富邦人壽大樓 (55.1%) 2. 富邦中山大樓 (10.1%) 3. 富邦天母大樓 (6.8%) 4. 潤泰中崙大樓 (27.9%)	1. 台北中華大樓 (12.1%) 2. 台北西門大樓 (12.6%) 3. 喜來登飯店 (76.3%)	1. 台南新光三越 (27.8%) 2. 天母傑仕堡 (51.6%) 3. 新光國際大樓 (10%) 4. 台證金融大樓 (10%)	1. 潤泰中崙大樓 (51%) 2. 富邦民生大樓 (24.2%) 3. 富邦內湖大樓 (24.6%)	1. 前瞻21大樓 (43%) 2. 香檳大樓 (40%) 3. 誠品物流大樓 (17%)	1. 世紀羅浮大樓 (52%) 2. 大湖商旅大樓 (48%)	1. 民生商業大樓 (51%) 2. 世界大樓 (29%) 3. 安和商業大樓 (21%)	1. 國產實業大樓 (40%) 2. 中鼎大樓 (24%) 3. 漢偉資訊大樓 (36%)
區位	大台北地區	大台北地區	大台北地區3 台南1	大台北地區	大台北地區2 桃園1	大台北地區	大台北地區	大台北地區
預估報酬率	3.38%-4.03%	4.15%-4.19%	3.93%-4.07%	4.33%-4.27%	4.03%-4.6%	4.06%-4.15%	4.19%-4.22%	指定4.05%

六、台灣REITs & REATs案例 與發展現況

◎ REATS案例：

⇒ 目前台灣六檔REATs規模達
75.8億元

臺灣REATs案例

案例名稱	嘉新IBM	特力時代	遠雄MIC	宏泰世紀	新光中山	全坤敦峰
發行時間	93/6	93/8	93/11	93/12	93/12	94/1
型態	REATs	REATs	REATs	REATs	REATs	REATs
發行總額	21.3	4.2	3.8	21	21.3	4.2
募集方式	公募	私募	私募	公募	公募	公募
發行期間	7年	7年	5年	6年	6年	7年
收益率	2.3~2.6%	3.75%	4%	2.7~3.4%	2.7~3%	4%
商品類型	發行期間 融資型期 末嘉新保 證還本	發行期間 融資型期 末處分不 動產還本	發行期間 融資型期 末處分不 動產還本	發行期間 融資型期 末宏泰保 證還本	發行期間 融資型期 末處分不 動產還本	發行期間 融資型期 末全坤保 證還本
最低申購	一百萬	五百萬	五百萬	五百萬	五百萬	五百萬
流動性	普通	普通	普通	佳	佳	普通

七、不動產證券化之效益

- 對不動產經營者
 - 提高資產之流動性
 - 增加籌措資金管道
- 對社會整體
 - 提高整體不動產市場效率
 - 有效開發利用不動產
 - 提升環境品質
 - 提供多樣化投資管道
- 對投資人
 - 增加新種金融商品，以小額資金參與不動產投資
 - 提高流動性及變現性
 - 投資組合分散風險且專家經營收益良好

各項不動產投資工具比較表

項 目	不動產投資信託 (REITs)	不動產	不動產類股
投資金額	低	高	不一定 (視股價高低)
投資收益	穩定	視地段及建物而定	受股市及不動產景氣影響
投資型態	參與不動產投資經營	直接購入不動產投資	參與不動產投資經營
收益來源	基金配息、市場交易	租金收入、買賣交易	股利收入、市場交易
風險來源	不動產景氣及經營	不動產景氣	不動產景氣及經營
固定配息	有	不一定	不一定
投資風險	低	高	高
信用評等	有	無	無
流動性	佳 (集中市場交易)	不佳	佳 (集中市場交易)
手續費	0.1425%	仲介費、代書費	0.1425%
相關稅負	股息享 6% 分離課稅 交易利得免課證交稅	租金收入課所得稅 交易利得課所得稅 土增稅、地價稅、房屋稅	股利收入課所得稅 交易利得課證交稅 0.3%

資料來源：富邦投信、IBTSIC 整理

八、未來發展與建議

- 獨立之估價報告
- 健全信用評等制度，作為判斷違約發生機率指標
- 積極培育專業人才，落實專業人才資格之認證
- 資訊應充分揭露，提供投資人完整的資訊

簡報完畢
敬請指教

