

第二章 美國不動產證券化 發展狀況

1

本章內容

- 壹、美國不動產投資信託
(Real Estate Investment Trusts, REITs)
- 貳、美國不動產有限合夥
(Real Estate Limited Partnership, RELP)
- 參、本章結論

2

不動產投資信託

一、定義

REITs的構想源自於**共同基金(Mutual Fund)**，意圖透過資金的聚合達到**個人財力難及的巨額不動產投資**，其**基金本身為非課稅之主體**，然事業組織、資產內涵、收益來源、收益分配等，需符合嚴格之法律規定。

3

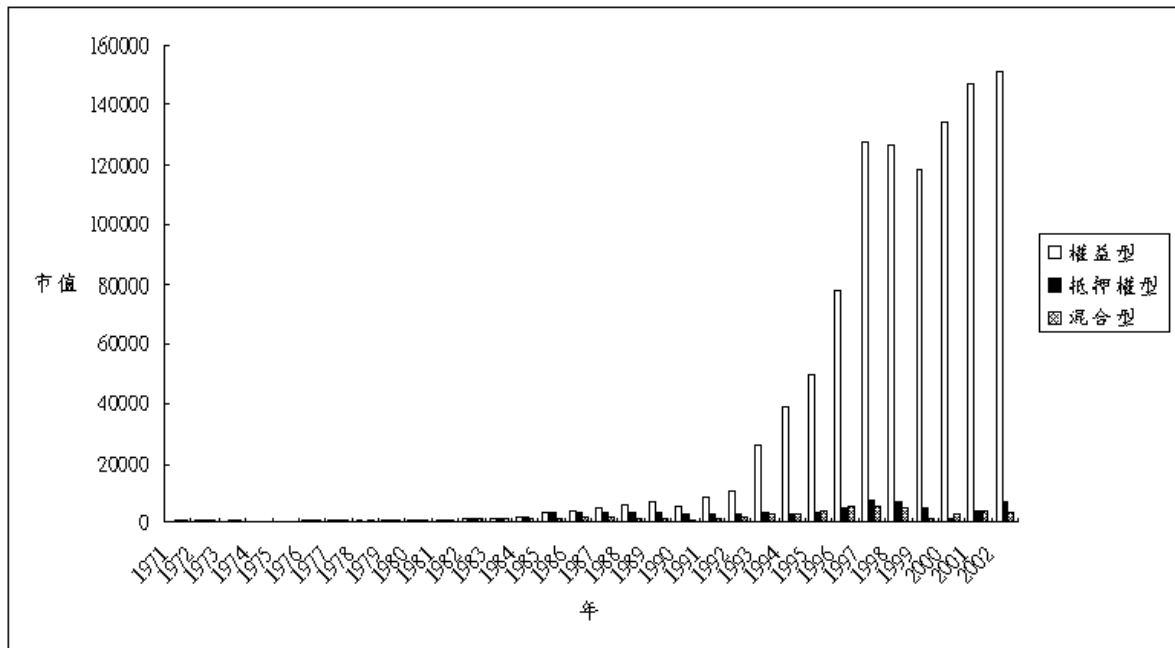
美國不動產投資信託

二、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)迅速沒落的階段(1974~1980年)
- (四)逐漸復甦階段(1981~1989年)
- (五)成長轉型階段(1990年以後)

4

美國不動產投資信託



1971~2002 年美國各類 REITs 市值統計圖

(資料來源: NAREIT Real Estate Chart Book, 2003 年 10 月, www.nareit.com)

5

(1) 權益型 (Equity REITs)

所謂權益型 REITs 就是直接投資在不動產投資組合，主要的收益來源就是不動產租金收入，或經營績效收益、處分房地產的資本利得。權益型 REITs 為所有 REITs 中比重最大的類型，以美國為例，約 91.3% 都是屬於權益型的 REITs。

(2) 抵押型 (Mortgage REITs)

所謂抵押型 REITs 乃直接向不動產持有者或經營者提供借貸。簡單來說，就是非直接投資於不動產，而是借錢給不動產公司賺取利差，因此收益的主要來源是該債權的利息收入。以市值計算，約佔所有 REITs 的 6% 左右。

(3) 混合型 (Hybrid REITs)

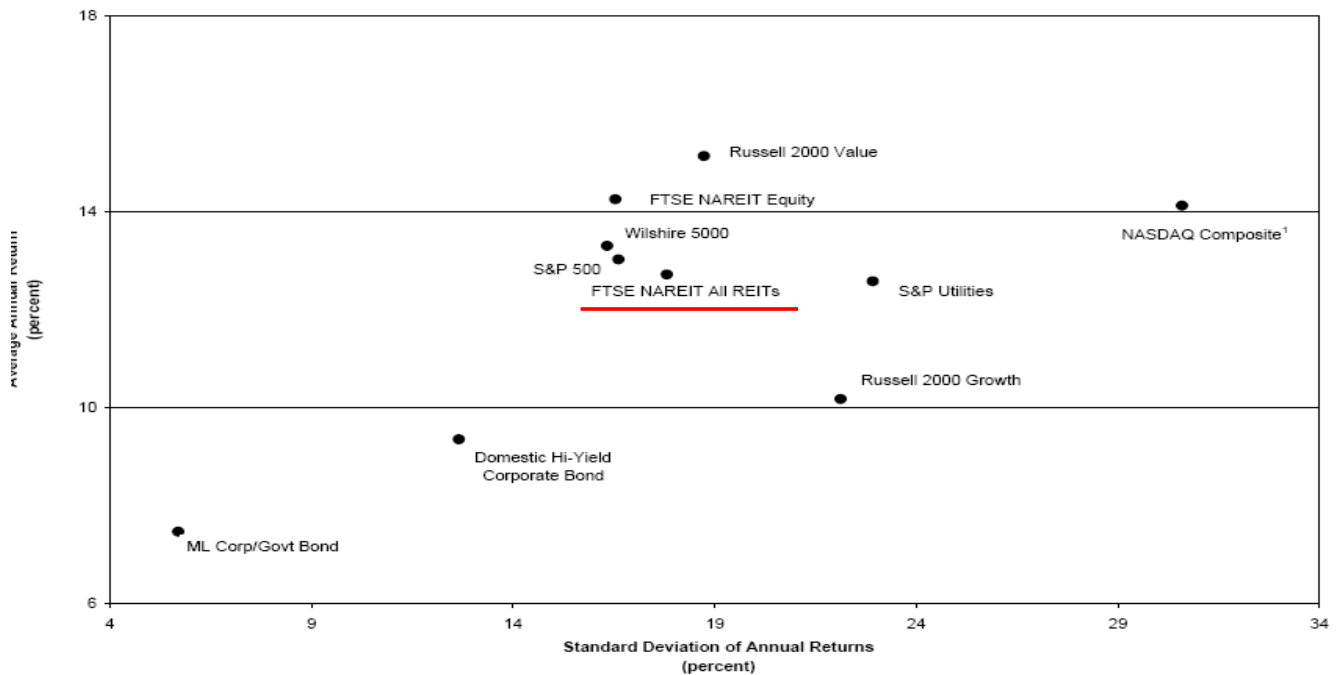
混合型不動產投資信託即為權益型及抵押型的綜合體，主要投資標的除了不動產本身外，還有抵押款債權部分，二者視市場景氣及利率變化，由經理人進行調整，目前僅有約 2% 的市值比例。

資料來源：寶來投信網站

6

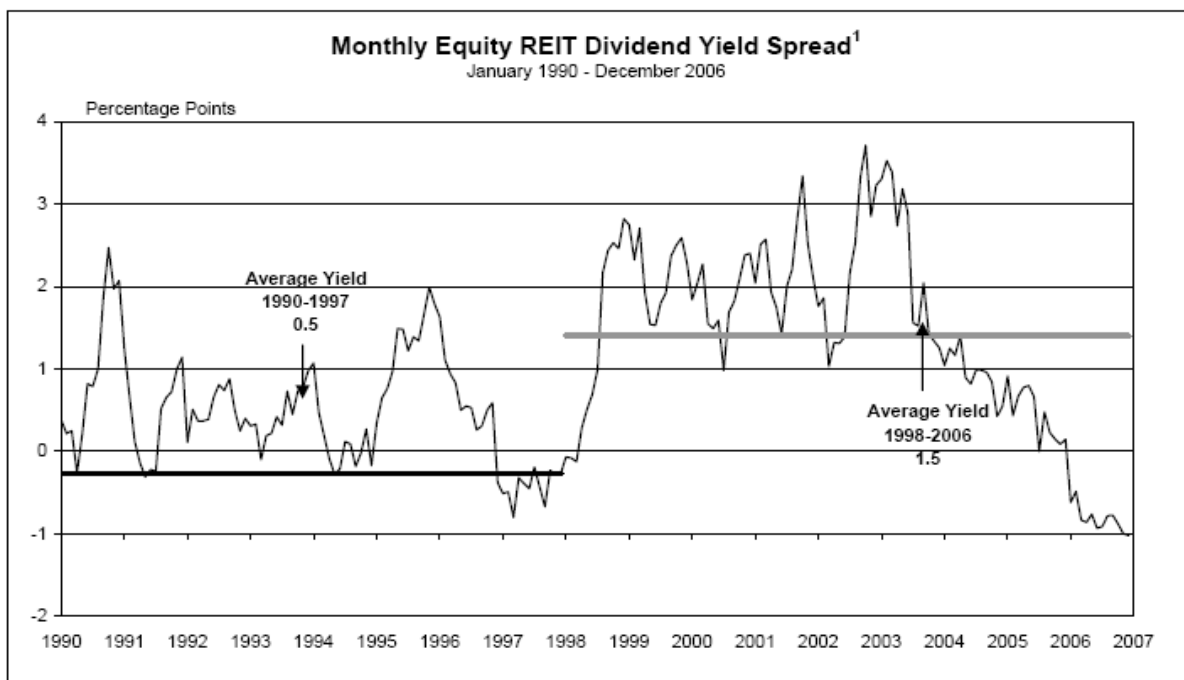
美國REIT上市公司與其他重要指數投資績效比較

20-Year Average Annual Total Return v.
20-Year Standard Deviation of Annual Total Returns
(December 1987 - December 2006)



Source: National Association of Real Estate Investment Trusts[®], Ibbotson Associates.
Data only returns.

美國REIT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.[®]

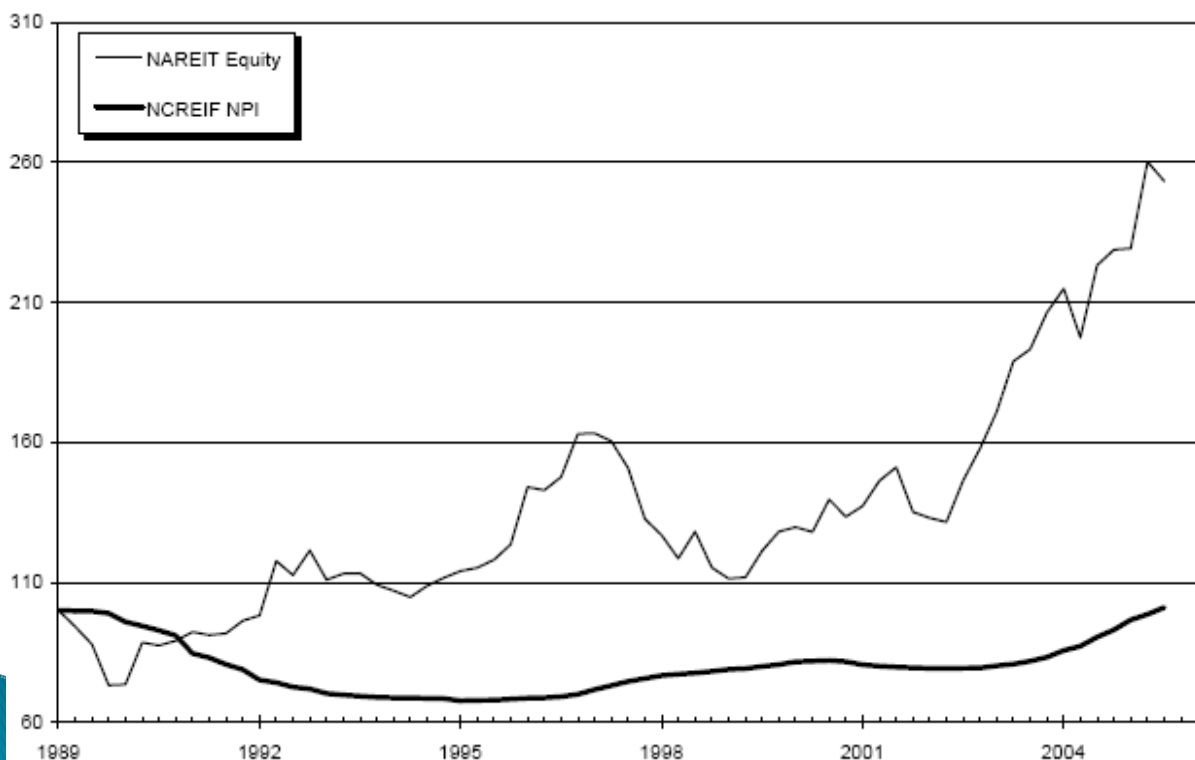
REIT指數與消費者物價指數

FTSE NAREIT Equity REIT Price Index vs. Consumer Price Index
(January 1981 - December 2006)



9

NAREIT與NCREIF報酬指數



10

NAREIT Equity與其他投資工具相關性

資料 期間	Wilshire 5000	NASDAQ Q 100	S&P 500	Russell 2000	ML Govt/Corp Bond	Dow Jones Industrial Average
76~06	0.33	0.19	0.29	0.47	0.05	0.30

課本：p.58

11

不動產投資信託

(一)有關組織方面的規範

1.組織型態(Form of Organization)

(1)REITs之組織必須為公司(corporation)、信託(trust)、或一視同公司課稅主體之協會(association)，其為一人或一人以上的董事(directors)或受託人(trustees)所管理。

(2)該組織非為銀行、保險公司、州特許之企業或開發公司。

12

不動產投資信託

2. 股票與所有權 (Stock and Ownership)

- (1) REITs的證券須可移轉交易，且於可課稅年中(taxable year) 至少有335天，其證券持有人最少須100人，且公司、合夥、信託、養老金信託與其他中介(intermediaries)皆視為1人。
- (2) 於可課稅的下半年中，半數或半數以上的REITs證券不得為5人或5人以下直接或間接所持有。
- (3) 為有助於符合上述(1)(2)項，REITs應記錄有關證券之權屬資料。
- (4) 公司組織選擇以REITs型態課稅時，需採用的曆年為其會計年度期間。
- (5) 公司組織選擇以REITs型態課稅並經過一年後，該公司即不得再行保留成為REITs前之公司獲利或盈餘。

13

不動產投資信託

▶ (二) 有關投資方面的規範

▶ 1. 資產組合(Portfolio)

- ▶ 至少持有75%的資產價值於不動產、抵押放款、其他REITs的證券、現金或政府債券。

▶ 2. 多樣化(Diversification)

- ▶ 除上述項目外，REITs擁有其他公司發行之證券或已發行在外之表決權證券(outstanding voting securities)分別不得超過其資產價值之5%或10%。

14

不動產投資信託

(三)有關收益方面的規範

1.至少75%的總收益 (gross income) 需來自：

- (1)不動產的租金收入。
- (2)不動產抵押貸款的利息。
- (3)出售不動產的收入。
- (4)擁有其他REITs證券的利益。
- (5)不動產節稅收益。
- (6)貸款承諾費 (commitment fee) 。
- (7)源自以不動產抵押貸款，但因其未償還而不動產經由法院拍賣(Foreclosure Property) 的收入。

15

不動產投資信託

▶ 2.至少95%的總收益需源自：

- ▶ (1)上述75%總收益所規定的各項。
- ▶ (2)股利與利息收入。
- ▶ (3)出售股票或其他債券的收入。

▶ 3.至少30%的總收益不能源自：

- ▶ (1)不動產持有期間未達四年即出售的收入。
- ▶ (2)股票或債券之持有期間未達6個月即出售
- ▶ 的所得。

16

不動產投資信託

- ▶ (四)有關收益分配方面的規範
- ▶ REITs的可稅所得除資本利得與確定的非現金 (non-cash) 可稅收益，至少95%必須以股利 (dividends)分配給投資人(1999年之後改爲90%)。

17

不動產投資信託

- ▶ REITs依其投資內涵可分爲以下三種：
- ▶ 權益型(Equity)
- ▶ 抵押權型(Mortgage)
- ▶ 混合型(Hybrid)

18

不動產投資信託

- ▶ 1.權益型不動產投資信託 (Equity REITs)
- ▶ 直接投資經營具收益性 (income producing) 不動產之投資組合其主要的收入來自租金，或買賣不動產的交易利潤，其依所擁有不動產種類的差異，又可區分為下列各項：
 - ▶ (1)購物中心 (shopping centers) (2)公寓 (apartments)
 - ▶ (3)醫療中心 (health care) (4)辦公大樓 (offices)
 - ▶ (5)工業區 (industria1) (6)餐廳 (resturants)
 - ▶ (7)旅館 (hotel) (8)娛樂中心(recreation)
 - ▶ (9)混合的型態 (mixed)

19

不動產投資信託

- ▶ 2.抵押權型不動產投資信託 (Mortgage REITs)
- ▶ 投資於抵押權(mortgages)或不動產開發的貸款，而非直接投資經營不動產本身，依其投資內涵可區分為下列型態：
 - ▶ (1)住宅區的開發 (residential development)
 - ▶ (2)遊樂區的開發 (resort development)
 - ▶ (3)商業區的開發 (commercial development)
 - ▶ (4)直接的抵押權 (straight mortgage)
 - ▶ (5)參與投資的抵押權 (participating mortgage)
 - ▶ (6)有擔保的抵押債權(Collateralized Mortgaged Obligation's (CMO's))

20

不動產投資信託

- ▶ 3. 混合型不動產投資信託 (Hybrid REITs)
- ▶
- ▶ 此類型之REITs其投資標的包含不動產與抵押權，於經營內涵上為上述權益型與抵押權型之組合，因此其投資組合較具多樣化。

21

不動產投資信託

- ▶ REITs的型態依其組織方式，主要可區分為契約制(為特殊目的信託型態，Special Purpose Trust, SPT)與公司制(為特殊目的公司型態，Special Purpose Company, SPC)。
- ▶ 契約制的投資信託，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種權利的受益憑證。
- ▶ 公司制的投資信託，則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，公司將其收益以股利形式分配給投資人。

22

壹、不動產投資信託

REITs的主要優點

除變現性、流通性及擴大投資參與外，尚有下列幾項：

1. 導正不動產市場機能

由於相關法令對REITs之資產內涵、投資方式、收益來源等有嚴格之規定，禁止其短線交易以獲取差價，使其資金的投入能促進不動產的有效利用，進而導正市場機能。

2. 多樣化的投資選擇

REITs可藉由不動產的種類、區位、經營方式等等做不同的投資組合，對投資人提供多樣化的投資選擇。

3. 節稅的優待

由於REITs大部分的收益皆分配給投資人，故其基金本體如共同基金一般，可享免稅的優待。

23

不動產投資信託

- ▶ REITs的主要缺點
- ▶ 1. 權益型之投資風險
 - ▶ (1) 地理區位多樣化(Geographic Diversity)的風險
 - ▶ (2) 空屋率 (Vacancy Rates)的風險
 - ▶ (3) 收入的風險 (Revenue Risk)
 - ▶ (4) 財務槓桿的風險 (Leverage Risk)

24

不動產投資信託

2.抵押權型的投資風險

(1)信用的風險 (Credit Risk)

借方無法償還本金與利息之可能性

(2)利率的風險 (Interest Risk)

市場利率的上升，將造成現金流量(cash flow)與資產價值的損失。

(3)提前償還的風險 (Prepayment Risk)

市場利率下降，則將促使借方提前償還。

(4)再投資的風險 (Reinvestment Risk)

此風險亦發生在市場利率下降時，此時再投資的報酬率，將低於原來的期望值，而產生再投資的風險。

25

不動產有限合夥

- ▶ 所謂的不動產有限合夥，是由經理合夥人(**General Partner**)與有限合夥人(**Limited Partner**)所組成，其成立要件至少一名經理合夥人和一名以上的有限合夥人即組成人數只需2人以上即可。
- ▶ 而經理合夥人乃為一個或一個以上的個人或公司、或個人與公司的組合，此有限合夥事業乃以不動產投資經營為目的，且事業本身為非課稅之主體，損益直接分配由投資人負擔，此又稱為稅的管道(**tax conduit**)，而該事業之經營管理由經理合夥人負責，且負有無限責任，其有限合夥人以出資方式參與該事業而無權參與合夥事業之經營控制，其負擔之風險也以出資部份為上限，且有權依約分享該事業之損益、檢查帳冊等權利。

26

不動產有限合夥

- ▶ 不動產有限合夥組織基本上可分為下列兩種型態：
- ▶ (一)公開型的有限合夥 (Public Limited Partnership)
- ▶ 此乃有限合夥之發起人以投資某類型不動產為標的，而藉由發行證券形式集合一群投資人，並募得資金，而此時投資人只瞭解標的物的種類，但未能確切掌握未來的投資標的，此型式又稱為盲式聚合的聯合企業組織(Blind Pool Syndication) 。

27

貳、不動產有限合夥

- ▶ (二)私下型的有限合夥(Private Limited Partnership)
- ▶ 私下型的不動產有限合夥，乃發起人可以透過購買的選擇權 (option) ，或完全的權屬 (outright ownership) ，使投資者可清楚的瞭解該標的物的情況，甚至可能被邀請至實地參觀，以做為投資的決策依據，此類型又稱為確定資產的聯合企業組織 (specific asset syndication) ，其通常為區域性的發行 (local offerings) 。

28

本章結論

	不動產投資信託事業	不動產有限合夥事業
1.事業決策者	受託人(契約型)或董事(公司型)。	為經理合夥人，並於有限合夥契約載明事項之變更，仍須經由全體有限合夥人表決同意。
2.資產組合與的所得來源規範	75%之資產必須為不動產，其他資產比例不得超過25%。投資於任何一種證券之價值不得超過總資產的10%。75%之收益需源之於與不動產相關之經營投資收益。20%之總收入可來自股利，利息、股票、債券出售之獲利。	該事業乃受各州有限合夥事業法案之規範，其資產組合與所得來源並無限制，然依其事業之性質為以不動產為主。
3.資產出售之持有期間限制	出售持有不滿六個月之股票、債券或持有不滿四年之不動產收益不得超過總所得之30%。	沒有限制。

29

本章結論

	不動產投資信託事業	不動產有限合夥事業
4.參與經營方面之限制	投資人不得參與經營業務。由受託人或事業負責經營決策，惟可授權顧問(advisor)及該事業(REIT)之主管。	若有限合夥人參與經營違反有限合夥事業之“控制原則”(contraltest)，則將失去有限責任之權益，視同經理合夥人。
5.可稅損失(taxable loss)之處理方式	不能轉給投資人用以扣抵其他所得，但可保留至往後年度中。	可完全轉給投資扣抵其他所得然須符合被動損失(passive loss)之限制，若損失超過稅基部分，則保留往後年度中扣抵。
6.所得分配之要求	必須將90%以上之可稅所得分配給投資人。	沒有限制。

30