台灣REITs市場之發行架構與實務

林超驊

2020年8月

內容大綱

- 台灣不動產證券化商品簡介
- 台灣REITs市場之發展與現況
- 台灣REITs市場未來發展之建議
- 附錄：樂富一號不動產投資信託基金簡介

台灣不動產證券化商品簡介

不動產證券化商品：不動產投資信託(REIT) vs.不動產資產信託(REAT)

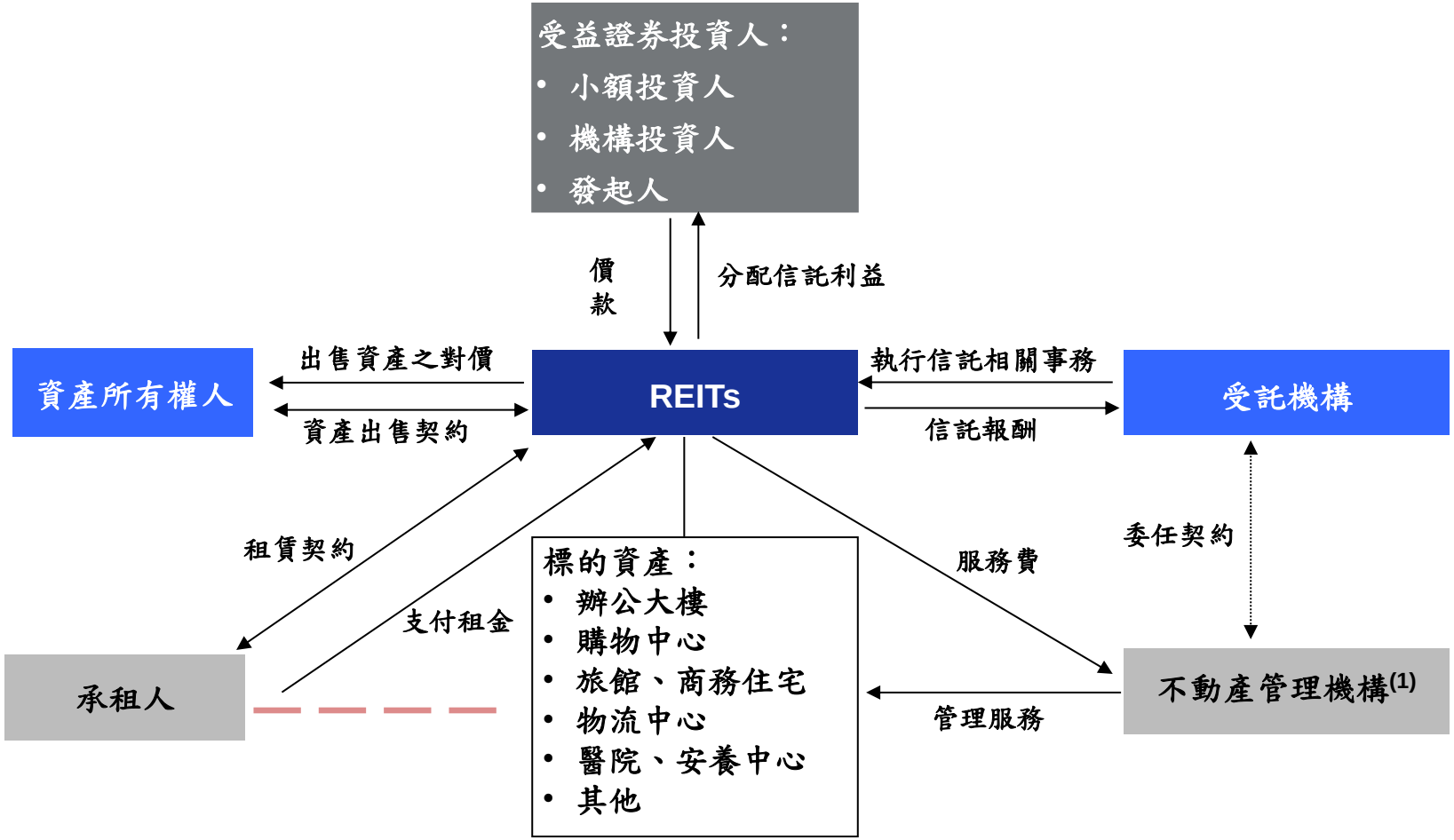
不動產證券化商品可概分為兩類：Equity（權益）性質產品，以REIT為主；Debt（債權）性質產品，以REAT為主

不動產證券化商品		
性質	權益(Equity)性質	債權(Debt)性質
受益證券	不動產投資信託受益證券 (Real Estate Investment Trust)	不動產資產信託受益證券 (Real Estate Asset Trust)
引用法源	不動產證券化條例	▪ 不動產證券化條例 ▪ 金融資產證券化條例

不動產投資信託與不動產資產信託比較表

項　目	不動產投資信託(REIT)	不動產資產信託(REAT)
發行流程	先向投資大眾募集資金，再投資於適當或預定之標的	以資產為信託財產，發行受益證券並取得所需資金
發行架構	信託	信託
資金募集方式	公開招募或私募	公開招募或私募
投資標的	▪ 開發型或已有穩定收入之不動產。 ▪ 開發型或已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。 ▪ 其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券。 ▪ 第十八條規定之運用範圍（指銀行存款、政府債券、金融債券、國庫券、可轉讓定存單、商業票據與經主管機關核准之商品而言）。 ▪ 其他經主管機關核准投資或運用之標的。	▪ 已有穩定收入之不動產。 ▪ 已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。
上市/上櫃	可	可
對 Property owner 之影響	True Sale	Refinance
類似金融商品	證券投資信託基金	金融債券, 公司債券

不動產投資信託之基本架構－REITs



(1)一般而言，在不動產投資信託之架構下，不動產管理機構有投資分析、資產配置管理與執行等重要功能，另外也負責租賃事務管理、租金收取事務管理與資產維護等相關事項。

台灣REITs市場之發展與現況

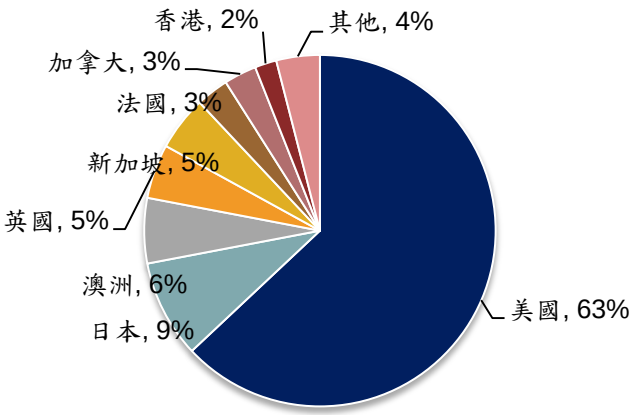
台灣REITs市場的起步雖然不晚，但是整體發展卻比預期的緩慢

各國REITs法規的頒布年份

1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015
美國(1960) 荷蘭(1969)		澳洲(1971)				加拿大(1994) 迦納(1994)	比利時(1995) 巴西(1995) 土耳其(1999) 希臘(1999) **新加坡(1999)**	**日本(2000)** 南韓(2001) 俄羅斯(2001) 法國(2002) **台灣(2003)** **香港(2003)** 保加利亞(2005) 馬來西亞(2005)	以色列(2006) 杜拜(2006) 德國(2007) 英國(2007) 印尼(2007) 義大利(2007) 紐西蘭(2007) 西班牙(2009) 芬蘭(2009)	菲律賓(2010) 尼日利亞(2010) 墨西哥(2011) 匈牙利(2011) 泰國(2012) 芬蘭(2013) 愛爾蘭(2013) 巴基斯坦(2013) 南非(2013) 印度(2014) 肯亞(2014)	巴林(2015)

全球主要國家REITs市值佔比(1)

全球REITs市值約為2兆美元



全球主要REITs市場與台灣之比較(2)

單位:億美元	REITs市值	股市總市值	佔比
美國	13,288	370,988	3.6%
日本	1,513	61,911	2.4%
新加坡	834	6,759	12.3%
香港	367	48,992	0.7%
台灣	30	12,173	0.2%

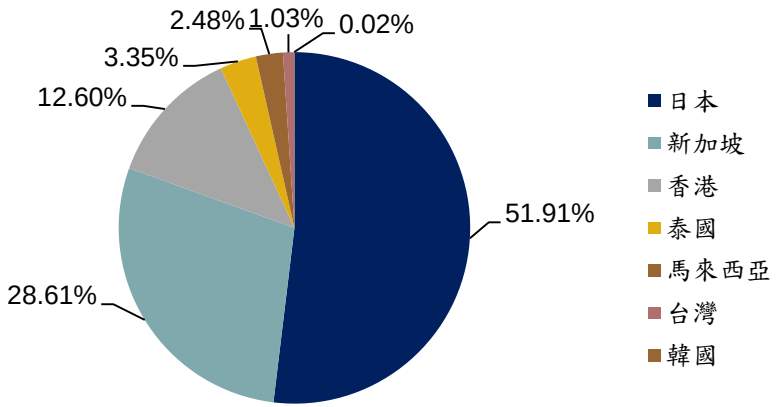
資料來源: S&P Global, Nareit, World Federation of Exchanges, TWSE
(1) 截至2020年7月底之資料，是以S&P Global REIT指數成分股計算而得
(2) 截至2019年12月底之資料

亞洲主要國家REITs之規模與發展

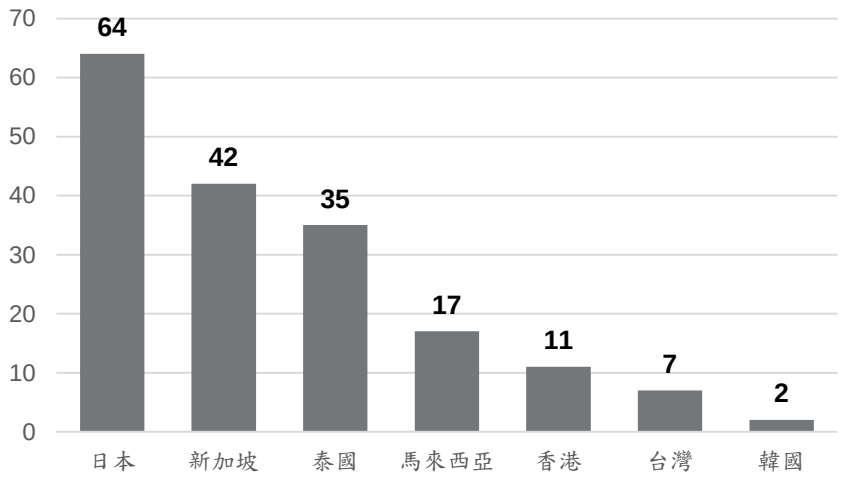
亞洲主要國家REITs市值

單位:億美元	市值	佔比
日本	1,513	51.91%
新加坡	834	28.61%
香港	367	12.60%
泰國	98	2.48%
馬來西亞	72	3.35%
台灣(1)	30	1.03%
韓國	1	0.02%
總計	**2,915**	**100.00%**

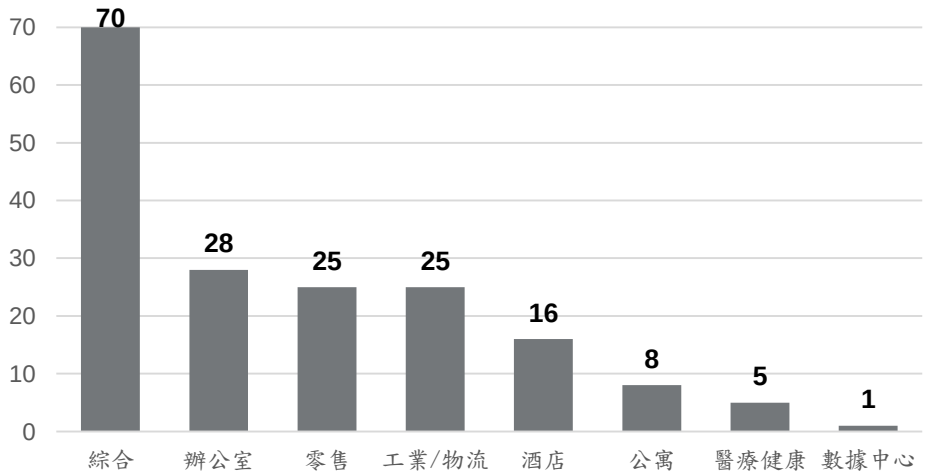
亞洲主要國家REITs規模



亞洲各國REITs發行數量



亞洲REITs資產類型之分布

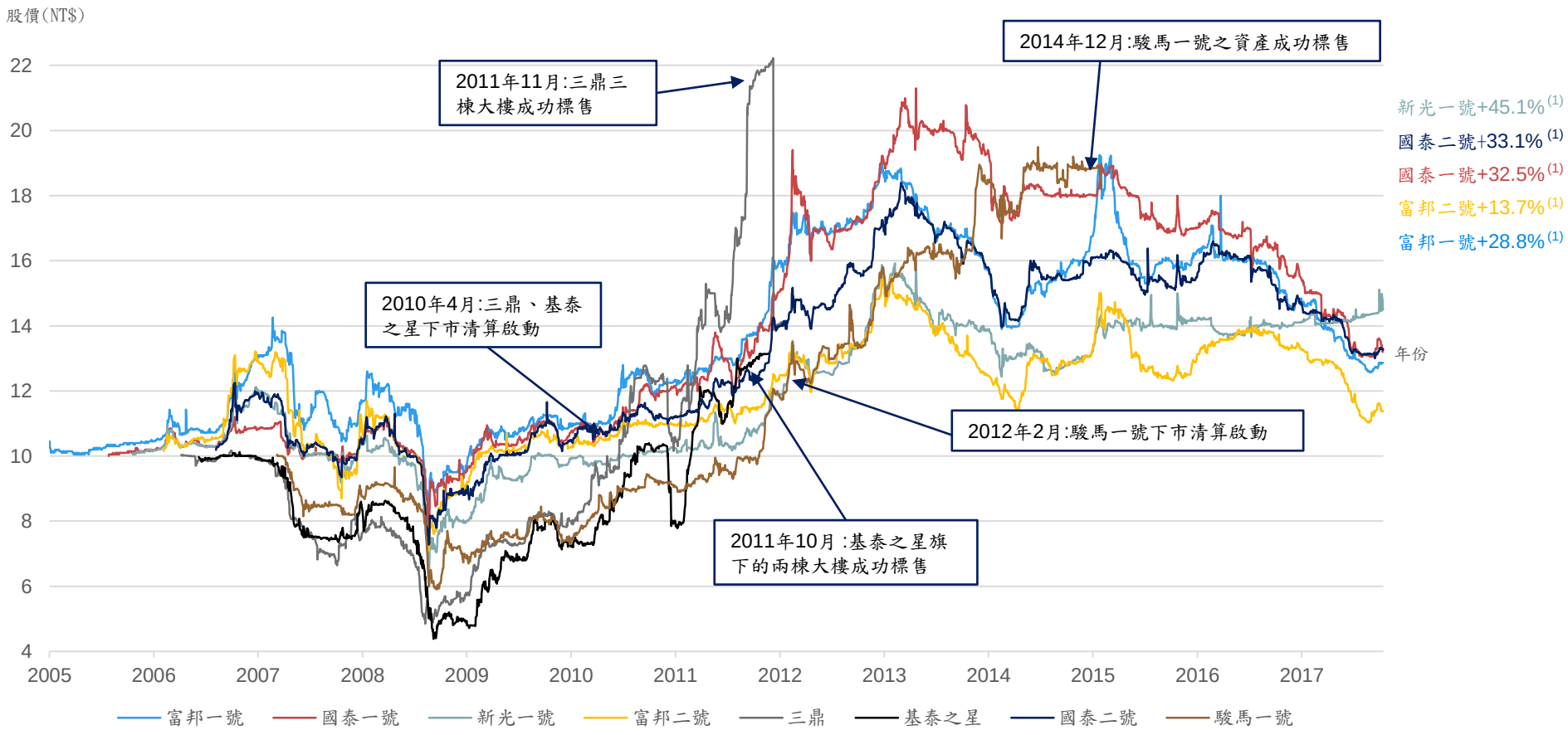


資料來源: 戴德梁行之2019年亞洲REITs研究報告

(1) 根據證交所及公開資訊觀測站之資訊計算而得

在2012年之前，台灣REITs市場之股價表現呈現疲軟現象

2005~2017台灣上市REITs同比分析



資料來源:台灣證交所;鉅亨網
(1) 成長率為2017年12月29日股價除以上市股價NT$10得之

國內目前已掛牌上市REITs之比較

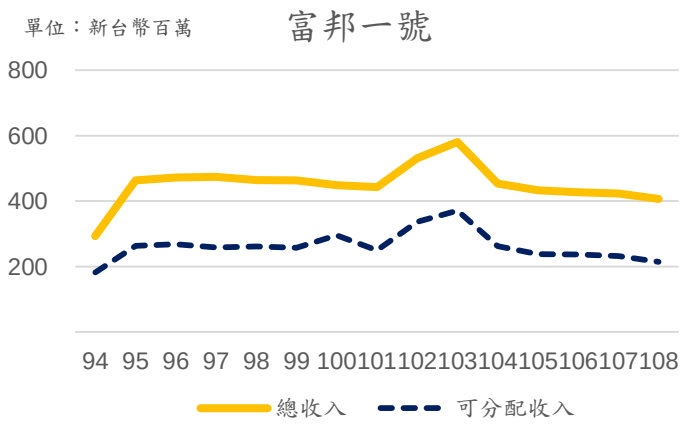
	富邦一號	富邦二號	國泰一號	國泰二號	新光一號	圓滿一號	樂富一號
信用評等	twA+	twA+	twA-	A(twn)	twAA	twBBB+	twA+
募集金額	58億	73億	139億	72億	113億	30億	105.8億
上市日期	2005/3/10	2006/4/12	2005/10/3	2006/10/13	2005/12/26	2018/6/21	2018/12/5
2020/7/31 股價	16.89	14.96	17.34	17.93	19.00	9.38	10.24
股息收益率(1)	2.18%	2.54%	2.33%	2.22%	2.01%	3.23%	3.95%

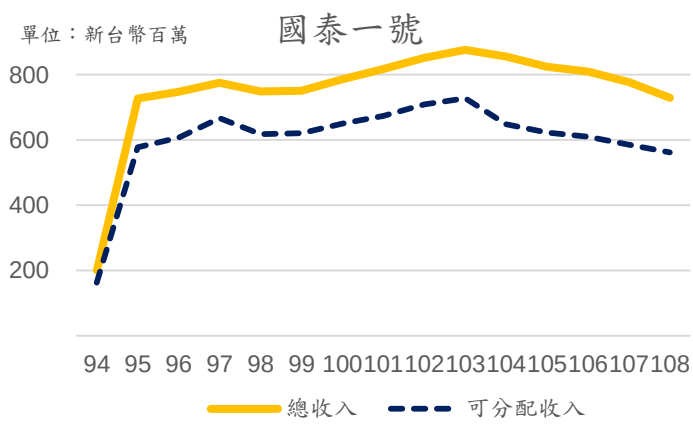
資料來源：公開資訊觀測站

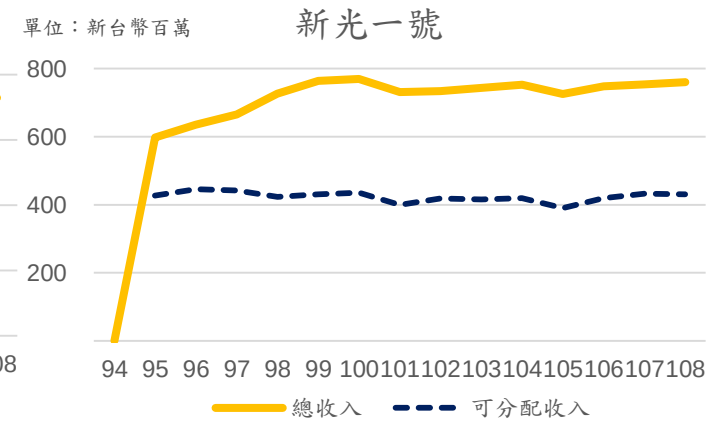
(1)以過去12個月所配發的股息和2020/7/31收盤價計算股息收益率。

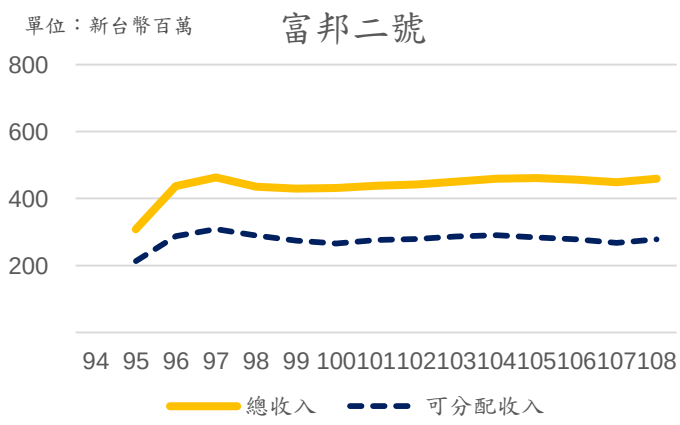
國內主要五檔REITs從上市至今之「可分配收入」並無明顯之成長

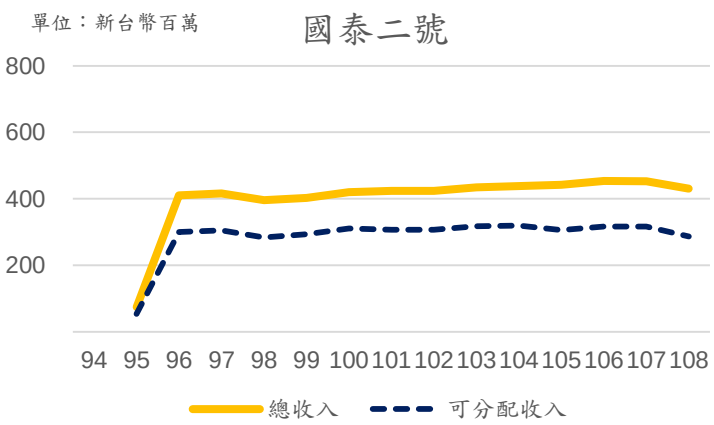
國內五檔REITs總收入與可分配收入變化







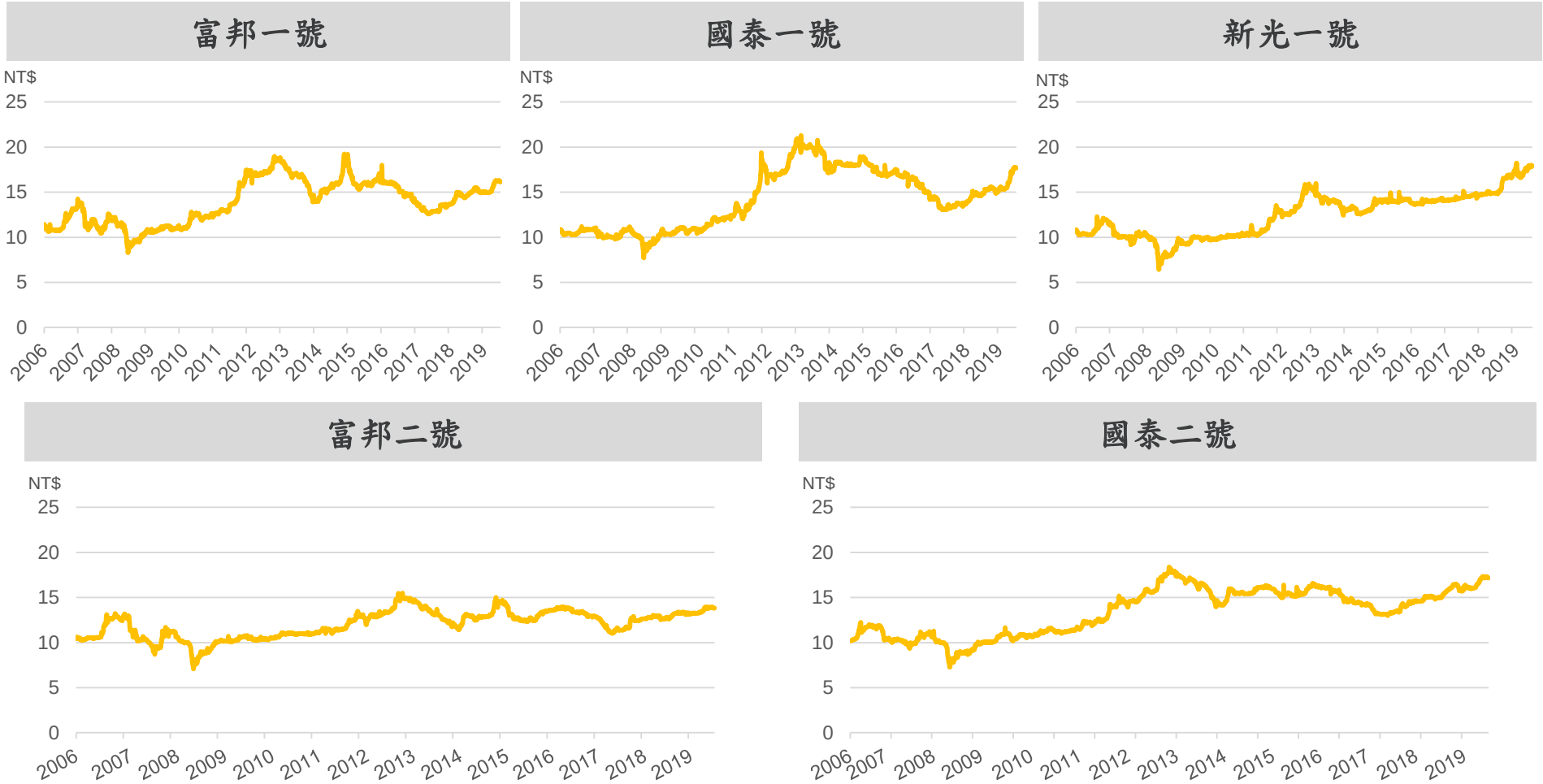




資料來源: 公開資訊觀測站

除了在2008年金融風暴前後時期外，國內主要上市REITs股價均高於票面金額

國內五檔上市REITs股價走勢圖(1)

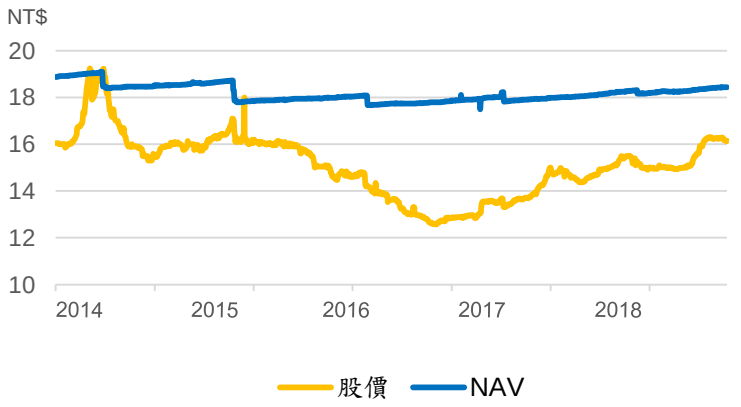


資料來源: 台灣證券交易所

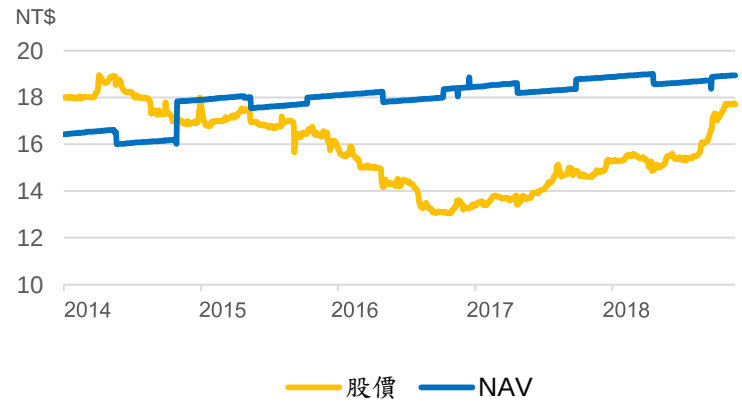
(1)自該基金成立日至2019/12/25之股價資訊

國內主要上市REITs近五年股價與淨值走勢無正相關

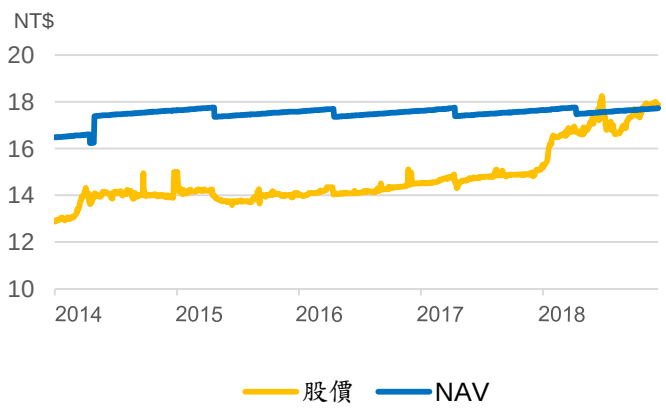
富邦一號



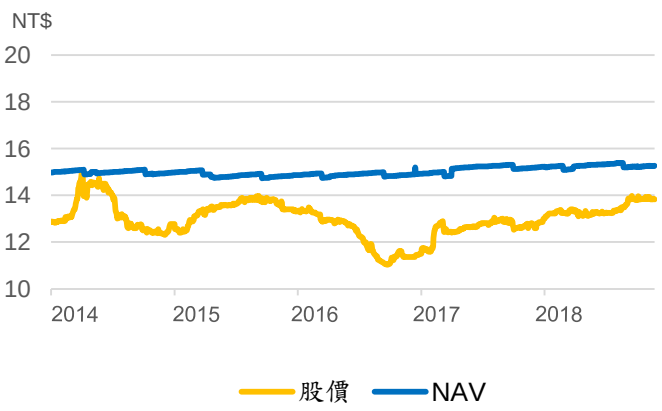
國泰一號



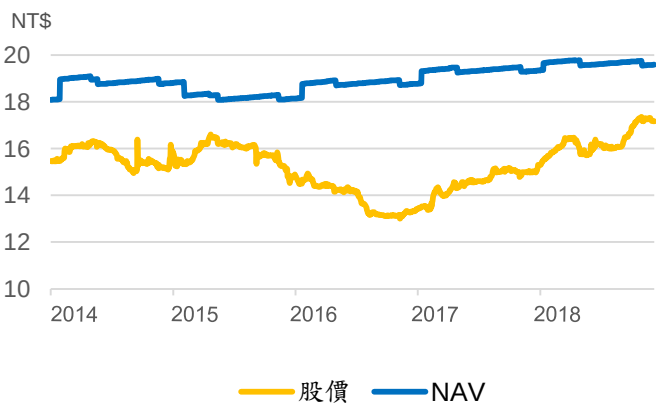
新光一號



富邦二號



國泰二號



資料來源:台灣證券交易所以及公開資訊觀測站

台灣REITs市場未來發展之建議

對台灣REITs市場未來發展之建議-短期目標

簡化現行審核流程

- 國內REITs發行已超過十年的歷史，並非新種商品，為促進REITs市場之活絡，應該縮短募集發行之核准流程及時程，由市場機制決定REITs的發行
- 現行法規對於辦理追加募集之相關規範及流程過於繁瑣，迄今仍無具體實務案例予以援用，故建議在充分瞭解實務操作之程序下，檢討簡化追加募集之相關法規及流程，以求不動產交易之時效性
- 銀行局並非具不動產專業之監管機關，不一定就不動產管理及運作知之甚詳，並需會其他目的事業主管機關進行審查，導致募集REITs之程序及時程普遍較長且有相當之不確定性，多數持有資產之所有人也因考量發行之時程而致使參與REITs發行之意願不高
- 建議改以「證券交易所或櫃檯買賣中心」主導現行REITs之實質審查程序，銀行局及其他目的事業主管機關之審查程序，則改以申請文件有無違反相關法令之審查

調整不動產證券化條例相關子法及相關函釋

- **刪減發起人應檢附之相關申請文件:** 發起人目前依處理辦法第6條之規定，需檢附相關文件(如發起人財務業務自評書)並於公開說明書上揭露發起人個人或公司之相關資訊，惟多數不動產之所有權人可能考量發起人之個人資料或業務機密將因配合募集REITs而對外公開，亦有影響發起人隱私權、人格權（於發起人為自然人時）或營業秘密（於發起人為法人時）之疑慮
- **將REITs出售其所持有不動產之資本利得排除在「可分配收益」之外:** 多數國家並未規定REITs應將出售其所持有不動產之資本利得全數列入可分配收益 ，而可視信託契約之約定將該等資本利得再行投入不動產市場進行投資案，然而我國REITs架構設計成資本利得應全數視為可分配收益並分配至少90%予受益人，此與國際潮流不相符合，亦將造成REITs在收益分配後無資金再行投入至不動產市場之窘境，影響我國REITs市場之活絡發展。
- **調整受益人會議之召開頻率及方式:** 依據現行處理辦法第12條第1項第1款，受託機構應至少每三年召集一次受益人會議，且受益人會議得以書面或親自出席方式召開，惟為確實保障受益人之權益，並且讓受益人有充分之發言權，建議重新研擬受益人會議之召開頻率及出席方式

對台灣REITs市場未來發展之建議–中長期目標

對不動產證券化條例之修正建議

變更審核主體並簡化審核流程

- 改以「證券交易所或櫃檯買賣中心」主導現行REITs之實質審查程序，由「證券交易所或櫃檯買賣中心」核發上市或上櫃同意函，並向銀行局核備即可進行募集發行
- 建議修法刪減由銀行局洽商其他目的事業主管機關出具意見書之審核程序

調整不動產投資信託基金之管理架構

- 應將現行以受託機構作為決策主體之法律架構改完以不動產管理機構作為決策主體
- 以不動產管理機構作為REITs之決策主體並同步以法規強化不動產管理機構之權責資格

鼓勵四大基金投資REITs以增加市場動能

- 美、日各國均開放年金基金或政府相關基金直接或間接投資REITs，提升市場之活絡
- 建議四大基金的部份資金投資國內REITs金融商品，在以長期持有為前提下，不但可活絡REITs的交易，帶動REITs市場的成長，並且取得長期穩定的收益。更可健全國內不動產市場的發展

簡化並鬆綁REITs投資開發型不動產之規定

- 目前國內開發型REITs的投資標的侷限於都更及公共建設，立意雖佳，但實際上窒礙難行
- 現行法規縱然已放寬不動產投資信託基金得投資開發型不動產，惟其相關規範及流程在實務上不具可行性，致相關法規於修法或開放投資後，迄今仍無成功之案例，故建議簡化並鬆綁現行投資開發型不動產之相關規定，並提供政策誘因，使REITs之資金可真正導入都市更新或具有收益性之公共工程案。例如鼓勵REITs資金可以在都更初期就參與，讓REITs的投資大眾可享受都更的收益，也可讓都更案因REITs資金的投入而順利執行，達到政府、住戶、以及REITs投資人三贏的局面

附錄：樂富一號不動產投資信託基金簡介

資產池介紹

台茂購物中心[1]

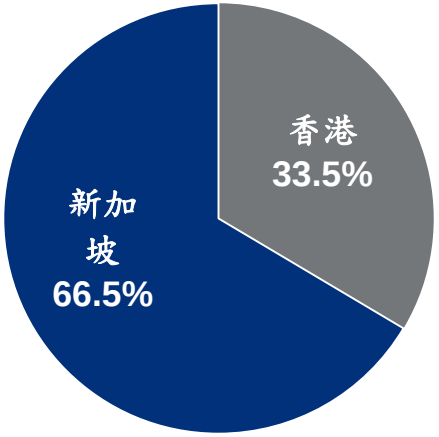
大都市國際中心部分樓層

NASA科技總署部分樓層

觀音物流中心

永樂酒店

海外上市REITs[2]



(1)本基金持有台茂購物中心50%之產權，德國退休基金BVK持有另一半產權
(2)截至2020年6月底止，本基金投資於海外上市REITs共約新台幣25億元

「樂富一號不動產投資信託基金」之突破與創新

「樂富一號REIT」不僅積極推動相關法規之修改，也在資金靈活運用之策略下，與國際級退休基金共同合作

- **引進德國最大之退休基金共同購入台茂購物中心100%之產權**
  - 德國最大之退休基金已經通過當地主管機關以及台灣投審會之核准，將對台灣進行長天期投資
  - 交易架構及價格均通過德國主管機關之審查及獨立之鑑價，除了具有相當之公信力外，並且可以增加對REIT投資人對標的資產之信心

- **推動「不動產證券化條例」之修法，免除「發起人(資產之賣方)及其負責人」對公開說明書之「無過失連帶賠償責任」**
  - 主管機關在2009年將不動產證券化條例第46-1條修改為「發起人(資產之賣方)及其負責人」需要對公開說明書中之所有內容負無過失之連帶賠償責任。此一修法，大幅降低了資產所有權人將其不動產賣給REITs的意願
  - 在「樂富一號REIT」團隊的積極努力下，上述法條之修正已經在2017年第四季通過立法院三讀並經總統正式公告，免除「發起人及其負責人」對公開說明書內容之「無過失連帶賠償責任」

- **在台灣所有上市的REITs中，首檔被正式認定為符合「權益工具」之不動產投資信託基金**
  - 在IFRS 9實施後，若REITs無法被認定為權益工具，則投資REITs之股價變動損益會直接影響投資人之損益表，進而降低上市櫃公司投資REITs商品之意願，並阻礙REITs市場之發展
  - 若REITs可以被認定為權益工具，則投資人可以有將股價變動認列為其他綜合損益(即損益入股東權益)之選項

- **首檔將國內外REITs列為初始投資標的之不動產投資信託基金**
  - 為達到增加整體資產組合分散性和提升租金收益之目標，預計將亞洲主要REITs市場的大型REITs做為初始投資標的

樂富一號不動產投資信託基金之營運策略與目標

「樂富一號REIT」會以積極之投資管理策略，以進一步提升投資組合的多元性以及收入的成長性

樂富一號REIT之營運策略

- Innovation Is the Key to Success!
- 不以辦公室為主要標的，而是選擇具有指標性之商場作為租金成長之主要動能
- 善用REITs借款之額度，在保守的財務操作下創造資本利得，並分配予投資人
- 積極改善物業之管理品質，以進一步提升租金收益
- 未來會以追加募集來擴大樂富一號之規模，以提高信用評等，並進而提升樂富一號之收益，除此之外，亦可增加樂富一號交易之流動性

中、長期目標

- 在三年到七年內將基金規模從105億元增加到300~500億元
- 推動台灣REITs之發展，讓更多的業者共同參與開發潛在市場
- 讓台灣的REITs市場成為亞洲的前三名

在穩定經營中追求創新，在財務保守下實現成長！