

2024 S-REITs、PE Fund暨財富管

理參訪團

參訪實錄摘要

參訪國家：新加坡

參訪期間：113年6月11日~6月16日

目錄

壹、	普華永道會計師事務所 (PwC Singapore)	3
貳、	王律師事務所 (WongPartnership)	9
參、	新加坡國立大學 (National University of Singapore)	13
肆、	星展銀行 (DBS Bank)	16
伍、	ESR 樂高房地產投資信託基金 (ESR-LOGOS REIT)	24
陸、	凱德集團 (Capital Land)	27
柒、	萬方家族辦公室 (Raffles Family Office)	32

2024 S-REITs、PE Fund暨財富管理參訪團

參訪實錄摘要

「2024 S-REITs、PE Fund 暨財富管理參訪團」（以下稱參訪團）係中華民國證券暨期貨市場發展基金會（以下稱本基金會）與中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下稱投信投顧公會）共同合作辦理，旨在提升我國資產管理產業之國際競爭力，借鏡新加坡在 S-REITs、PE Fund 的最新發展經驗，並結合其財富管理實務，強化我國相關金融機構之營運發展，提升資產管理配置彈性，並汲取先進國家成功經驗，俾資產管理業者能充分瞭解其發展與應用，以活絡我國不動產證券化市場。

參訪團於 113 年 6 月 11 日至 6 月 16 日期間赴新加坡進行實地參訪與交流，參訪單位包含：普華永道會計師事務所（PwC Singapore）、王律師事務所（WongPartnership）、星展銀行（DBS Bank）、ESR 樂高房地產投資信託基金（ESR-LOGOS REIT）、凱德集團（CapitaLand）、萬方家族辦公室（Raffles Family Office）等重要機構，並邀請新加坡國立大學 JOSEPH OOI 教授專題演講分享成功案例。

參訪及交流之議題多元，涵蓋 S-REITs 在新加坡國內的市場發展近況、優勢及未來展望、稅務及法律議題、管理經驗及退出策略等，以及星台兩地的家族辦公室法規等主題，與當地重要機構進行深度交流。

參訪團團員共計 29 位，由本基金會 張傳章董事長及投信投顧公會 蔡麗玲秘書長共同擔任團長，透過實地拜訪新加坡參訪機構，強化星台兩國 REITs 資產管理業者及投資機構間之交流，並深耕彼此間的市場，為雙方 REITs 市場增加新的動能，以掌握先進國家之資產管理市場發展並共同為推進兩地金融市場的發展與合作努力。



團員與駐新加坡代表童振源大使合影

壹、普華永道會計師事務所 (PwC Singapore)



一、日期

113 年 6 月 12 日上午

二、講者

- (一) Colin Ong – Director, Eng and Co. LLC
- (二) Kian Giap Kok – Director, Financial Services Tax, PwC
- (三) Maan Huey Lim – Asset and Wealth Management Tax Leader, PwC

三、機構介紹

普華永道會計師事務所 (PricewaterhouseCoopers 或 PwC，香港稱作羅兵咸永道，臺灣稱為資誠) 是跨國會計專業服務機構，在全球範圍內提供會計、審計與諮詢等專業服務。PwC 前身為 1849 年成立的普華會計師事務所 (Price Waterhouse) 和 1854 年成立的永道會計師事務所 (Coopers & Lybrand)，1998 年於倫敦合併成為了如今的普華永道，是營業收入排名全球第一的專業服務機構，和畢馬威 (KPMG)、安永 (Ernst & Young) 以及德勤 (Deloitte Touche Tohmatsu) 合稱為全球四大會計師事務所。

四、簡報摘要

(一) Legal and Regulatory Considerations for S-REITs

1. General REIT Market Overview

新加坡是亞洲僅次於日本第二大的不動產投資信託基金 (REIT) 市場，共有 41 家上市的 REITs 和物業信託，約占新加坡股市總市值的 12%。新加坡 REIT 制度於 2000 年推出，第一個 REIT 業於 2002 年在新加坡上市，初期雖然存在個別失敗的案例，但隨後重新包裝後便成為新加坡交易所最成功的產品之一。REIT 自 2018 年以來發生了幾起合併案例和破產案例，顯示 REITs 仍有其風險和挑戰存在，儘管面臨諸多利率和市場環境挑戰，特別是在 COVID-19 期間，然以目前 REITs 的良好狀況，顯示其在不同經濟環境下的強勁穩定的表現。

REIT 的成功，可以主要歸結為三個方面：首先，它通常被視為安全的投資產品；其次，它為散戶投資者提供了一個購買商業或物流房地產的機會；最後，透過上市結構持有，確保了嚴格的監管措施，其中亦需要由新加坡金融管理局 (下稱 MAS) 授權的投資管理人管理。總而言之，REITs 作為一種投資工具，不僅在新加坡市場上取得了成功，其靈活性和投資結構也使其成為吸引國內外投資者的理想選擇。

2. REIT Requirement in Singapore

在討論證券發行時，重要的參考來源是 CIS Code，特別是 CIS Code 中的附件 6，也被稱為物業基金附件或物業基金指南。

從法律形式來看，REIT 是一種封閉式單位信託，受 CIS 制度監管。雖然 REIT 的資本要求相對較少，但如果計劃在新加坡交易所上市，必須達到最低市值約 3 億新加坡元的條件，故對於計畫設立 REIT 的專業人士而言，實際上需要至少 5 億美元的資產才能使其合理化。因此，新加坡交易所通常會建議在尋求上市之前增加資產規模，以提高市場接受度和流動性。

REIT 可以選擇上市或非上市，但大多數房地產公司通常會選擇設立 REIT，以便未來有可能上市。在私人信託方面，通常不存在最低投資者數量的限制，但如果計劃上市，則最終必須擁有至少 500 名股東，且至少 25% 的單位必須由公眾持有。新加坡的 REIT 在投資者方面沒有限制，可以吸引來自新加坡和其他國家的投資者。然而，在進行發行程序時，需要遵守各國的法令限制，這是跨國發行的重要考量因素。

隨著 REIT 產品於 2000 年初在新加坡推出，最初上市的部分 REIT 為淡馬錫的關聯實體，資產主要皆集中在本地。隨著時間的推移，愈來愈多的發起人開始利用 REIT 產品，並涵蓋了零售、工業、酒店、醫療保健等多個領域的資產。

3. Typical REIT Structure

REIT 的規定要求，受託人必須是 MAS 許可的實體，如此將使產品更安全。REIT 涵蓋的所有資產都將以受託人的名義擁有，或者受託於 SPV 之名義下，這取決於結構如何設計。受託人代表 REIT 的單位持有人，但是受託人的角色基本上是一個守門員，他們不會積極參與如何管理 REIT 的過程。因此，必須由 REIT 經理人來決定是否要購買或出售房產，或是平衡投資組合等，就像其他資產管理者一樣。

4. Role of the Manager

在新加坡，REIT 的管理業務與一般的基金經理人有所區別，REIT 經理人必須取得特別的專業執照，並需要受到 MAS 適當的監管，且一位經理人僅被允許管理一檔 REIT，且大多數 REIT 經理團隊實際上非常精簡，小型的團隊甚至有將職位外包的可能性。因此，沒有一種適用於所有情況的結構。

5. 補充說明實務做法

REIT 治理可以分為內部管理或外部管理，在新加坡 41 家上市不動產信託中，絕大多數 REIT 為外部管理，即仍由發起人擁有，原因在於，若 REIT 是經

理發起機構的子公司，管理費用最終會回到發起機構，且在上市時，大多數 REIT 單位將由公眾持有，而發起機構將持有 30% 到 50% 的 REIT 股份，而這些 REIT 擁有下游的物業，若通過經理來控制這些物業，如同把資產從資產負債表上移除，卻仍然保持對相關實體的控制，並通過主租賃協議等方式繼續控制下游物業。故許多 REIT 在 IPO 說明書中揭露，即使資產現在由發起機構出售給 REIT，發起機構對 REIT 本身擁有重要的股權，並完全控制。

在發起機構與不動產投資信託 (REIT) 之間的交易，往往涉及到所謂的利害關係人交易，因此，必須設立一些保護條款，以確保這些交易不會對公眾投資者造成損害或不利。為了實現此一目標，REIT 將持有下游物業，但其管理者的角色並非管理這些物業，且職能僅限於房東，因此，需要聘請外部人員來提供物業管理服務，並確保維護工作得以適當完成，這些事務實際上都屬於行政管理範疇，同時，也需要支付服務費給物業管理人。在這樣的架構下，物業管理人通常由發起機構擁有，並允許發起機構透過持續管理物業來保留大部分收益。因此，絕大多數的 REIT 實際上都是由發起機構發起並進行外部管理。

6. REIT 成本結構說明

有關成本的整體結構，取決於多種因素，通常存在一個費用計算比例的範圍。物業管理服務的費用通常是基於物業資產管理規模 (AUM) 的固定百分比計算，即使在未提供額外服務的情況下，僅進行日常管理，費用也是固定的，但當需要提供額外服務時，例如進行收購、出售或資產增值改造 (AEI) 時，管理者可以向 REIT 收取額外費用，這些費用會在首次公開發行 (IPO) 的文件中進行詳細揭露。

有關市場費率，雖然沒有固定的費率，但在行業調查中，通常可以看到一定的價格範圍。在 IPO 過程中，如果發現提交給新加坡交易所的費用高於一般水平，新加坡交易所會要求解釋原因。總體來看，管理費通常落在 1% 到 2% 的範圍內，具體數字需要進一步確認並在公開文件中進行詳述。此外，另有信託費用、物業管理費以及政府稅收等其他費用。

7. CMS Licensing Requirement

在新加坡，不動產投資信託 (REIT) 的上市及管理涉及到一系列嚴格的法規和過程。一般來說，一檔 REIT 在上市前必須先由新加坡交易所審查，再向 MAS 尋求許可，特別是擬向公眾和零售投資人公開發行時，須揭露公開說明書，相對於私人信託，需要遵守更嚴格的規定和標準，包含公司註冊流程、資本額審查以及適當的人員選擇。

8. M&A Transactions

REIT 推出至今，陸續發生了不少的併購案例，以有效地使其規模變得更大、更具吸引力，在實務上仍然有許多的操作方法，但該如何操作取決於該商業目標，並有效達成。

PwC 議題一之提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：台灣是否有可能發展出自己擁有並營運之酒店及物業的 REIT 商品，就新加坡的實務案例而言，是否有類似的情況？

A1：假設 REIT 實際上是酒店的擁有者但不營運酒店，通常會將酒店出租給酒店營運商，比如希爾頓之類的全球品牌，如此一來，REIT 便會成為出租者，而營運商須支付租金，這也是為什麼這類產品通常被視為是安全的，因為 REIT 的收入來源主要來自租金，並意味著這是一個穩定的中長期現金流。另外，實務上曾出現，一家房地產公司擁有酒店業務，可以自行營運酒店，也可以將酒店出租給他人營運，但若最終找不到合適的對象經營管理，房地產公司可以將此商業信託成為有效的酒店營運商，如此一來，將會是更為安全的機制，酒店始終可以確保能有效營運。但是，一旦發生由 REIT 自行經營酒店的情況時，風險配置便已經截然不同，房地產公司實際上須因此承擔自行經營酒店的風險，故與其成為酒店之主要營運商，不如從一開始就設立穩定的結構，將酒店出租給第三方營運商。

(二) Tax Consideration for S-REIT

1. General Tax Rules in Singapore

新加坡的稅賦制度對於投資者極具吸引力，主要原因是公司稅率低至 17%，個人稅 0-22% 無資本利得稅及遺產稅。然而，自 2024 年 1 月 1 日起，新加坡公司處分境外資產之資本利得，需要在新加坡繳納企業所得稅。

REIT 主要收入來源可以分為三類：免稅收入、資本利得和應稅收入。免稅收入包括新加坡免稅股息，這些收入由受託人支付但不須繳納稅款；資本利得在新加坡不須課稅，因此 REIT 獲得資本利得時受託人無需繳稅；REIT 還可以獲得應稅收入，這些收入需要繳稅，除非適用稅收透明待遇。

實現稅收透明待遇需要滿足一些條件，受託人必須在獲得收入的同一年內分配至少 90% 的應稅收入給單位持有人，需要注意的是，稅收透明待遇僅適用於指定收入，主要包括租金和物業管理收入，但不包括物業處置收入。再舉例說明，直接持有新加坡房地產的 REIT 若從中獲取租金收入，則可以獲得稅收透明待遇。

2. Typical S-REIT Holding Structure

REIT 的架構分為新加坡房地產和海外房地產兩部分。擁有新加坡房地產的 REIT 通常會直接持有房地產，或者透過有限責任合夥 (LLP) 之實體持有，主要是基於稅務考量；就海外房地產而言，大多數 REIT 會選擇在當地設立，並藉由新加坡的特殊目的公司 (SPV) 持有，以達到稅務優化的目的。

3. Tax Transparency Treatment

在新加坡，有限責任合夥 (LLP) 結構因其稅務透明的特性，對於房地產投資信託 (REIT) 而言有顯著的優勢，當 LLP 產生租金收入時，這些收入會被視為 REIT 透過 LLP 所獲得，進而達到稅務透明的效果。然而，當 REIT 出售新加坡物業時，稅務透明處理則不適用，因為稅務透明並不涵蓋物業出售所得的任何收益，因此，出售物業的受託人需要判斷收益是屬於資本或收入性質，若為資本利得則不徵稅，但若為收入則需由受託人納稅。

值得注意的是，市場上顯少看到 S-REITs 透過新加坡私人有限公司持有新加坡物業，這是因為 REIT 的目標是要減少結構內的稅收，若物業是由新加坡私人有限公司所持有，則租金收入需要在公司名下繳納 17% 的稅款，並再以股息形式分配，這對單位持有人來說並不具有吸引力。因此，在進行併購時，REIT 通常會將持有新加坡物業的公司轉換為 LLP 結構，以享受稅務透明處理的好處。

PwC 議題二之提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：一般 SubREITs 可以用在 SPD 嗎？

A1：可以，就像 CapitaLand Commercial 和 CapitaLand Mall Trust，它們合併後便只有一個 Subtrust 的結構。

Q2：VCC 這個架構可以用在 SPD 嗎？

A2：理論上是可行的，但目前尚未看過 VCC 被用作 REIT 的案例，所以大多數的 REITs 在開始時都是使用私人信託架構，然後再將結構轉換為 REITs。

Q3：就台灣的房屋稅、印花稅而言，對於 REITs 有競爭力嗎？

A3：若是海外的資產則端看海外，以台灣政府而言，十年前設立資產證券化市場時是有給予免稅的。

Q4：以 REITs 管理的角度而言，新加坡金融管理局 (MAS) 是否有針對 REIT 作 ESG 相關的要求？

A4：REITs 必須符合 ESG 的要求，但主要是受新加坡交易所 (SGX) 之監管，而非金融管理局 (MAS)。

Q5：REIT 同時是否也投資綠色工廠或者綠色數據中心？

A5：是的，目前於馬來西亞有很多電力中心，所以必須留意當地的法律是否有任何要求，然而在新加坡交易所(SGX)的報告要求中，它們通常以揭露為主。

Q6：在新加坡的 REIT 市場中，是否有造市者的存在？

A6：通常若交易額過大，就會有所謂的穩定機制，因此在 IPO 期間，為了確保價格不會下跌，新加坡市場基本上是不允許過度買賣。

Q7：新加坡的退休基金是否會投資 REIT 市場？

A7：我認為有，但並沒有公開的投資。

■ PwC 精彩照片回顧



(團長致謝 Eng and Co 講師 Colin Ong)



(團長致謝 PwC 講師 Kian Giap Kok)



(團長致謝 PwC 講師 Maan Huey Lim)



(團員與 PwC 講師們合影)

貳、王律師事務所 (WongPartnership)



一、日期

113 年 6 月 12 日下午

二、講者

- (一) CHONG Hong Chiang – Partner, WongPartnership LLP
- (二) WONG EE KEAN – CEO, GSUM-Titanland Capital Pte Ltd
- (三) Chen Zhen – General Manager, GSUM-Titanland Capital Pte Ltd
- (四) TIAN Sion Yoong – Partner, WongPartnership LLP

三、機構介紹

WongPartnership 是新加坡四大律師事務所之一，與 Drew & Napier、Allen & Gledhill 和 Rajah & Tann 齊名。截至 2023 年底，按規模計算，為新加坡第四大律師事務所，擁有 121 名合夥人和 338 名律師。

WongPartnership 於亞太地區傑出律師事務所指南 (Asialaw Profiles) 裡，金融及不動產領域排名皆相當傑出，並於東亞南地區及中東設立據點，曾協助 Sasseur Cayman Holding 於新加坡交易所上市砂之船房地產投資信託 (Sasseur REIT)，該筆交易金額高達星幣 9 億 440 萬。此外，亦協助 Ascott Residence Trust (Ascott REIT) 及 A-HTrust 於 2019 年 7 月合併，成為新加坡交易所中資產價值第七大信託基金。

四、簡報摘要

(一) 新加坡不動產投資信託法規及上市要求

議題一以問答方式進行，提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：新加坡對於商業信託投資是否具有任何限制？

A1：在實務操作中，有固定收入來源的資產都可以加入商業信託中，但 REIT 經理人不會過多投資於開發型的小公司，主要是因為這些資產本身並不會產生固定收益；另一方面，投資者也希望能夠透過此模式獲得固定的收入和分紅。假若公司的資產 100% 都是開發型資產，那麼就無法產生收益，進而無法給予股東分紅，因此，投資於開發型資產的比例通常會低於 50%。此外，公司在提供財務資料方面，需要在招股書中呈現過去三年度的財務報告，且一般

會提供兩年的財務預測。在會計準則方面，則需符合新加坡國際企業和美國所接受的會計準則。

Q2：REIT 經理人可以投資的商品多樣性極高，且各公司之 REIT 持有架構並不完全相同，法規是否有規定 REIT 經理人的專業知識等相關技能須另作評估？

A2：經理人若具備相關經驗，都可以被列入考量，實際上 REIT 發起人甚至可以聘請第三方獨立人士來擔任經理人的職位，但發起人通常希望自己能夠完全控制 REIT。

Q3：REIT 經理人的管理費用通常是如何計算？

A3：一般而言，過往 REIT 會有基本的管理費用，而基本費用是以資產規模計算，但是出現了經理人與股東利益不一致的問題，而後便衍生出 REIT 管理費用以每年績效增加幅度為基礎的模式來計算，費用分配比重各不相同。

Q4：基礎建設無法定義為動產或不動產，如何能夠納入 REIT 持有的資產，並發行上市？

A4：因新加坡的房地產信託在定義上比較狹隘，而商業信託的定義則較廣泛，故基礎建設通常會被納入商業信託的範疇裡而非 REIT，包括發電廠、汙水處理廠、鐵路和醫療器材等，都是可以被納入考量的資產。

Q5：有關受託人與 REIT 發起人撤換 REIT 經理人的運作機制？

A5：必須由單位持有人進行商議，受託人須至少有 75% 的通過票數、REIT 發起人則只需要 50% 的通過票數，即可撤換 REIT 經理人。

Q6：房產信託與商業信託如何準確的區別？針對酒店管理與資料中心是否同樣能夠納入 REIT？

A6：房地產信託主要投資房產及不動產，而商業信託可以當成主要投資非不動產，以此來做區別。另外，就酒店管理而言，長租模式可以納入 REIT；而就資料中心而言，特別向金融管理局 (MAS) 申請後，收到許可並將客戶支付的費用轉換成租金收入，才能納入 REIT 之中，屬於非常特殊的情形。

Q7：近年來有愈來愈多辦公大樓外牆需要翻新，可能會有一段時間影響現金收入，新加坡的 REIT 是如何因應處理？

A7：在一般架構中允許 25% 的開發上限可以用於裝修及大樓翻新，並且連帶有其他法律上的要求。

Q8：REIT 每年都要進行重新估值，如果資產比去年增值或者減損，那麼收益分配仍然需要遵守 90% 的限制嗎？若資產價值突然巨幅變動，會有什麼影響？

A8：由於淨利潤分配是由租金收入等現金流計算，淨值的變動對於收入分配不會有影響。一般而言，REIT 經理人若處分資產，在時間範圍內會投資新標的，因 REIT 經理人通常希望能盡量擴大資產規模，然而，若在時間內沒有投資

新的標的，則處分利益可能會轉為特別的可分配利潤，而資產重新估值的影響在於 REIT 在市場上的股價以及財務槓桿所造成虧損放大的影響。

Q9：一般 REIT 所需的上市時間為 9-12 個月，在何者程序上需要耗時較多時間？

A9：資金的募集和稅務工作、金融管理局（MAS）審核會花費較多時間。

Q10：在第一次 IPO 上市時，是否有證券承銷的制度？

A10：有的！就 IPO 首次注入資產的方式而言，其出售價格取決於最終承銷價值。因此，若市場熱度夠高，可能導致價格再進一步上升。

Q11：不動產投資信託和商業信託在合併時，可能會遇上一些問題，若受益人不同意時，該如何處置？

A11：REIT 經理人會透過標準程序來告知受益人，若受益人仍然不同意時，可以透過二級市場處置手中資產。另外，REIT 通常是用換股的方式進行合併。

Q12：REIT 是否可以只持有單一資產？REIT 是否需要分散風險至不同類別的資產中？

A12：目前未有持有單一資產的 REIT 成功上市。新加坡投資者較偏好單一產業的 REIT，例如：單一 REIT 中僅持有商業不動產或者酒店，但是近期一些開發商有將不同類別的資產納入同一個 REIT 中，但純粹是因為開發商希望擴展 REIT 的資產規模，而非分散風險。

（二）新加坡不動產投資信託最新市場動態

新加坡作為一個重要的金融中心，其 REITs 市場在 90 年代經濟消耗下逐漸發展。1997 年金融危機後，新加坡的 REITs 市場逐步成熟，並於 2002 年成功推出了第一個 REIT，這種金融工具在市場不景氣時，透過出售資產形成了一個新的投資渠道。

REITs 對於發行機構和投資者分別具有巨大的意義。對於開發商而言，將資產注入 REITs 後，不僅可以維持對資產的控制，還能獲得管理費用，例如：開發商可以將建好的商業地產注入 REITs，通過管理公司進行管理和營運，從而收取管理費用，這種方式不僅保證了開發商對資產的控制權，也提供了一個穩定的收入來源。REITs 也提供了一個高效的資本回收平台，例如：開發商在建造商業地產後，可以將其出售給自己的 REITs，並將回收資金用於新的開發項目，這種方式不僅加速了資本周轉，也提高了資產利用效率，

另外，REITs 經理人通常是發行方的控股股東，擁有較高的股權比例，這種緊密的關係不僅提高了管理效率，也增加了 REITs 的市場價值，且 REITs 管理公司一旦上市後，其企業價值往往可以提升 20 至 30 倍。

（三）守護者計畫

守護者計畫於 2012 年 5 月啟動，是由政策制定者和金融機構共同合作的一個產業倡議，主旨在於測試現實世界中資產的代幣化及去中心化金融應用的可行性。新加坡金融管理局（MAS）自 2016 年起積極支持金融科技發展，包括代幣化和去中心化金融技術，並提倡創新和平衡的監管態度，參與計劃的成員包括政策制定者和多家金融機構，如匯豐銀行、新加坡銀行及螞蟻集團等，這些成員皆共同參與實驗和試點項目。

計畫的主要目標包括三個方面：首先，是行業試點，旨在新加坡及其他管轄區域內的傳統金融機構和金融科技公司進行實驗；其次，是累積實驗經驗，以便未來制定完善的金融科技政策框架；最後則是評估新技術對金融行業長期影響及其潛在益處。

■ WongPartnership 精彩照片回顧



(團長與 WongPartnership 講師們合照)



(團員於 WongPartnership 內合照)

參、新加坡國立大學 (NUS)



一、日期

113 年 6 月 12 日下午

二、講者

JOSEPH T.L. OOI – Professor, National University of Singapore (NUS)

三、講者介紹

Joseph Ooi 是新加坡國立大學 (NUS) 商學院的房地產系教授，擔任新加坡國立大學房地產與城市研究院 (IREUES) 的聯合主任，以及執行房地產金融執行證書 (ECREF) 計劃的主任。

Joseph Ooi 曾獲得 20 多項最佳論文獎，並於 2005 年獲得新加坡國立大學青年研究者獎，以及 2015 年的院長獎。2017 年，他因其傑出及富有影響力的學術成就被美國 Weimer 房地產和土地經濟高級研究學院 (Weimer School of Advanced Studies in Real Estate and Land Economics) 選為院士。

四、簡報摘要

(一) Current Status of Singapore's REIT Market

REIT 的概念於 1986 年首次建立，但在當時尚不被新加坡政府認同，儘管政府已經在 1999 年制定了 REIT 的相關規定，但直到 2002 年才有第一個 REIT 上市，主要是因為房地產業主對新規定仍保持謹慎態度，不願成為首批的參與者，最終，隨著投資銀行和顧問公司的推動，才逐漸被市場接受。

至今，新加坡交易所已有 41 個 REITs 上市，市值約為 920 億美元，涵蓋辦公室、零售、工業、酒店、數據中心和醫療保健等多種資產類型，資產遍佈全球，使新加坡成為重要的 REITs 市場，並展現其顯著的增長和發展。

(二) REIT Securitization

REIT 證券化是一種間接擁有房地產的方式，其證券化的第一步，是將資產分割成較小的單位，這個過程我們稱為單位化；下一步則是探討該如何定價？如何將其賣給投資人？此時便需要憑藉二級市場的流動性。而此類金融商品因為能夠在證券交易所上市，便形成了一種證券。

不動產證券化主要有兩種形式：資產擔保證券 (ABS) 和不動產投資信託 (REIT)。ABS 係透過發行債券進行籌資；而 REIT 則是透過發行股票或單位進行籌資，這些過程皆由專業經理人管理，使投資者能有效規避高交易成本、管理

密集和流動性等問題，這種證券化方式降低了直接投資房地產的門檻，也提高了資金的流動性。

(三) S-REIT Past & Present

過往 REIT 的運作方式是出售老舊資產以換取現金再購買新資產，然而風險管理者認為如此便會失去了潛在的盈利機會，因為資產開發完成後可以帶來豐厚的利潤，但現今法律允許開發現有資產，如：整修、裝潢、升級設備，將進行開發資產之比率提高到總資產之 25%。然而，由於資產在開發階段並不產生收入，REIT 經理人便會面臨著巨大的現金流壓力，故只有當開發項目是為短期且報酬率極高時，才會被慎重考慮。

(四) S-REIT Guidelines

依據集合投資計畫準則（CIS Code），S-REIT 應將資產的 75% 以上投資於有收入之不動產，且來自於「非租金收入」之收益須少於 10%，近期新加坡政府根據行業反饋調整規則，允許 REIT 總資產中之 25% 的資產進行開發，但其中 15% 僅能用於現有資產的重新開發，另外 10% 為新購入需開發之資產。因 REIT 的主要目的是提供穩定的收入，而不是承擔開發風險，故開發風險被嚴格限制。

(五) Financing Rules

新加坡 REIT 借款比率現已從最初的 25% 提高至 50%，此舉的目的是要利用槓桿來增加每檔配發的股息，因為利率較低的債務可以提升股東權益報酬率（ROE）和股息。然而，在債務市場中，問題不是債務增加，而是股本減少，資產價值下降導致負債比率上升，若最終負債比超過 50%，便會違反貸款契約，銀行將要求還款，這將迫使 REIT 需在最糟的時機出售資產。即使是新加坡績效較好的 REIT，在最壞時刻也需要重新資本化，當需要資金時，REIT 通常會尋求銀行的幫助，但在市場低迷時，銀行也不願意提供貸款，這時，REIT 會向投資者籌資，但市場投資者也面臨困境，因此 REIT 最終會依靠贊助商，通過發行權利股來籌集資金。

(六) S-REIT M&A and Investing in Overseas Properties

新加坡 REIT 增長的主要驅動因素包括現有資產的資本增值和大量收購。由於新加坡市場相較於其他國家相對較小，增長機會有限，因此 REIT 便積極向海外擴展，此舉不僅能使股東滿意，更能夠擴大其資產規模，而這種擴張策略讓 REIT 經理人們能夠提高其管理的資產價值，進而獲得更高的薪酬，但跨國投資仍存在市場熟悉度和營運技能的挑戰。

■ 新加坡大學 JOSEPH OOI 教授精彩照片回顧



(團長開場介紹新加坡大學 JOSEPH OOI 教授)



(團員專注於新加坡大學 JOSEPH OOI 教授的演講)



(團長致謝新加坡大學 JOSEPH OOI 教授)

肆、星展銀行 (DBS Bank)



Live more, Bank less

一、日期

113 年 6 月 13 日上午

二、講者

(一) Lim Him Chuan - Strategy, Transformation, Analytics & Research

(二) Sneha Sanghvi - Head of Institutional Investors

(三) Chyan Pit - Managing Director, Equity Capital Market

(四) Jing Kong - Senior Vice President, Equity Capital Market

三、機構介紹

星展銀行於新加坡國內擁有超過一百間分行，於美國、英國、日本、臺灣、馬來西亞、緬甸、中國、香港、澳門、韓國及泰國等地皆設有分行，為東南亞最大規模的銀行。

星展銀行陸續協助多檔 S-REITs 於新加坡交易所上市，如：Keppel DC REIT (第一檔數據中心 REIT)，IREIT Global (德國商業大樓)、Croesus Retail Trust (日本零售物業) 及 Frasers Hospitality Trust (全球酒店物業)。

四、簡報摘要

(一) 新加坡資產管理項目現況總覽

新加坡在過去十年將資產管理項目規模擴大了 300%，因新加坡政府在過去十年間不斷向國際的資金招手，其中的成功可歸因於，三個因素：中立的地緣政治地位、相對友善的課稅環境以及不斷成長的人才資源。另外，VCC 是造就新加坡資產管理環境優化的重要推手，VCC 更在 Fintech、稅務及資產管理等領域中擔任了重要的角色。

(二) REIT 市場介紹

新加坡的房地產投資信託 (REIT) 市場，相對於其他區域的 REIT 市場，擁有較悠久和成熟的歷史。雖然新加坡的 REIT 制度於 1999 年推出，比台灣的 2003 年早了三四年，但市場的真正起步是在 2002 年。當年 7 月，新加坡的凱德發行了首個商用 REIT，名為 Capital Trust，簡稱 CMT。當時 CMT 上市時，僅擁有三個資產，市值為新幣 6.4 億。起初，由於 REIT 產品在新加坡市場仍屬新興，投資者對其了解有限，市場熱情不高。然而，隨著時間的推移，CMT 通過持續收購新項目來擴展其資產組合，並逐年增加分派，逐漸吸引了更多投資者的注意和

肯定。今天，CMT 已經轉型並經歷了一些合併，成為 CapitalLand Integrated Commercial Trust（簡稱 CICT）。CICT 現在擁有 26 個資產，總市值超過 135 億新幣，是新加坡最大的 REIT 之一，也是海峽時代指數的成分股之一。新加坡的 REIT 市場不僅本地化，還逐步國際化。最初的資產主要來自新加坡，後來進一步擴展到亞洲其他地區，如印度、印尼、日本，十年後更開始涵蓋來自中國、美國和歐洲等地的資產。這使得新加坡的 REIT 市場成為一個非常全球化和多元化的市場。該市場的成功部分歸因於新加坡完善的投資環境和支持系統，特別是強大的機構投資者基礎，包括全球和區域機構投資者以及主權財富基金。這些因素在 REIT 的 IPO 和運營過程中扮演了關鍵角色，推動了市場的長期發展。

（三）新加坡 REIT 上市前之考量因素介紹

首先，典型的新加坡 REITs 上市結構主體通常以信託形式存在，例如新加坡房地產投資信託，以這種方式進行上市。目前，台灣主要採用信託方式，而今年開始可能會考慮雙軌市場，包括信託和基金方式。這為基金界的業者們提供了合作機會。

REIT 的主要特徵包括：完全的股權性質，投資者能夠獲得來自分派收益和潛在增值的資本利得。投資委任清楚地規定了投資在哪些類型和地區的房地產，這種結構還能夠有效地最大化投資者的收益，並通過資產和收入的多元化提供穩定長期收益。所有的 REIT 都在新加坡交易所上市，這保證了足夠的流動性。此外，這些 REIT 由外部專業團隊管理，這樣可以保證高效的運作和管理。

REIT 上市成功的關鍵在於良好的基本面，然而各種資產多元化也非常重要，特別若 REIT 在台灣上市，投資者將會也相當看重 REIT 擁有不同類型資產的配置。另外，投資者也同時關注包括資產估值、管理團隊經驗、租賃合約的現金流質量以及發起人的背景和聲譽等相關議題。

（四）REIT 上市流程介紹以及投資銀行在 REIT 上市時擔任之角色

在 REIT 進行上市過程中，關鍵的第一步是確定三個重要梯隊的角色：首先是上市經理、財務顧問和其他主要顧問。DBS 通常在此過程中扮演重要角色，負責項目的主導工作。

在項目的早期階段，DBS 作為發行人的重要支持者，提供必要的可行性分析和架構建議。這包括資產選擇、法律和稅務架構等方面的深入分析和建模，還需要進行預溝通活動，以確保在正式啟動項目之前解決關鍵問題。其次是全球協調人和部級管理人，他們負責全球協調和銷售活動，確保項目的國際化和市場銷售的有效推進。

在上市的準備階段，DBS 還會協助公司尋找並聘請合適的董事會成員，並協調其他專業機構，準備必要的法律文件、估值和財務報告等。一旦所有準備工作

完成並提交給新加坡交易所，新展將與審批機構如 SGX 和金管局密切合作，解答其提出的各種問題，確保順利通過審批。

在進入銷售階段後，DBS 會進行投資者教育，與分析師合作編寫分析報告，並安排與基石投資者和機構投資者的見面會。最終，通過定價和零售環節，新展助力公司成功上市，確保在敲鐘儀式上取得理想的投資者分派和市場份額。上市後，DBS 繼續作為顧問，幫助公司維持股票流動性和良好的股價表現，扮演價格穩定的角色。

總體而言，一次典型的 IPO 過程通常需要約 6 到 9 個月的時間，其中包括前期準備、監管審批、投資者教育和最後的發售階段。這個時間表取決於申請的複雜性和監管機構的審批速度，DBS 通過其專業團隊的協調和支持，確保整個上市過程順利進行，為公司創造最佳的上市體驗和投資者基礎。

(五) REIT 上市之六大架構考量

1. 監管及稅務

不同國家和地區對資產架構的要求皆不同，特別是監管和稅務方面的考量，例如：新加坡的 REIT 會通過 SPV 來持有外國資產；而在美國則必須有效地配置稅務架構，以最大程度減少聯邦稅、州稅和預扣稅的影響，這種結構利於各國投資人，尤其是在面對資本管制或貨幣流通受限的國家時，需要設計適合的資金流通渠道。此外，跨國投資結構也必須考量到各國和地區間的雙重課稅協定，使得結構設計變得相對複雜，需要依賴法律和稅務顧問的專業意見。

2. 債務及利息成本

台灣不動產投資信託的槓桿比率曾達到 50%，而新加坡則長期維持約 45%，近期透過政策調整，若利息覆蓋率達到 2.5 倍，槓桿比率最高可增至 50%。然而，大多數上市公司會將槓桿比率控制在 40% 以下，以確保有足夠的負債空間可以支持未來的併購及持續增長的機會。

企業在貸款結構設計時需綜合考量多方面因素，並非一成不變，因此，有效的財務管理應包括對槓桿比率、貸款貨幣結構及利率管理的全面性評估，以確保財務穩健。

3. 外匯風險

以台灣的不動產信託為例，若持有歐洲或美國的資產，必須考慮匯率可能造成升值或貶值的風險，而為了降低這些風險，可以採取全額或部分的匯率對沖策略，以保護投資的價值穩定性。



此外，資本管制也是另一個需考慮的因素。例如：中國大陸施行資本管制，人民幣並非完全自由兌換，對於這類資產，需建構特定的資金流動結構，以確保現金收益的有效匯出。

在投資者的角度而言，新加坡幣在近年來表現出色，新加坡投資者普遍偏好以新幣計價的股票形式，新加坡交易所也因此提供了雙重貨幣形式的交易靈活性，也意味著不動產信託可以在新加坡以新幣和其他貨幣進行交易。

這些策略和結構反映了企業在全球化環境中如何運用不同貨幣和匯率工具做最大化的投資回報，並同時管理財務風險。因此，對於在不同地區擁有資產的企業來說，制定適當的資金結構和貨幣戰略至關重要，以確保財務穩定性和增長可持續性。

4. REIT 經理人設置

對於 REIT 經理人而言，建議至少有四名全職高管，且這些高管中需至少一人在資產所在地。然而，若資產完全位於其他國家，則 CEO 可以向新加坡交易所提出特別申請，但經理人身處於資產所在地較佳。

在高管角色中，CEO 最為重要，因此不能同時兼任其他同等級的職務，必須是一人一職。此外，董事會至少要有五位成員，若股東有投票權，其中三分之一必須是獨立董事；反之，若股東沒有投票權，則需有二分之一的席位須是獨立董事。董事會的監管職能日益重視審計和風險管理，因此要求委員會至少由三位非執行董事組成，且委員會主席必須是獨立董事。

5. 潛在利益衝突

在 REIT 市場中，資產的買賣往往涉及到多方利益，特別是當一位贊助者有意出售其持有的資產時。這時候問題便是，應該將資產賣給何者，以避免潛在的利益衝突。這時有幾種常見的解決辦法：

首先，其中一個解決方案是採用即優先購買權，這意味著當贊助者決定出售一個有價值的資產時，REIT 便會擁有優先購買的權利，這對於那些贊助者持有 REIT 股份超過 15% 者尤其重要，因為這被認為是控股股東的定義標準。

其次，還有一個稱為「sponsor allocation process」的方法，這一過程強調在 REIT 上市之前，贊助者內部要進行清晰、完整和公平的溝通，確定如何分配資產，這種方式確保在資產買賣過程中不存在不公正或衝突。

此外，有些 REIT 可能會擁有其他條件和限制，這些條件通常涉及資產的類型、規模和租賃率等，例如，他們可能要求資產必須是最優質的 A 級資產，並且有穩定的租賃率才能享有優先購買權。

這些措施旨在確保在資產買賣過程中，所有相關方的利益都能得到保護，同時最大限度地減少利益衝突的可能性。這些措施不僅確保了 REIT 的透明化和公正性，也有助於維護投資者的信心和市場的穩定性。

6. 發起人的持有份額

REIT 的發起人必須考慮如何分配資產以滿足各個子基金的需求，不僅是根據基金公司數量來決定，還需考慮潛在的利益衝突。通常情況下，新加坡交易所 (SGX) 會詳細審視這些分配策略，從輪流分配到公開競標等多種方式進行決策。

其次，關於發起人在 REIT 中的持股比例，市場的靈活性是一個顯著特點，相較於台灣對單一股東持股比例有明確限制的情況，新加坡則更加靈活，沒有強制性的最低或最高要求，通常建議持股比例在 30% 到 50% 之間，在 REIT 的管理策略方面，發起人的持股比例不僅是考量因素之一，還需綜合考慮與資產管理人的合約條款、權利義務以及對整體房地產管理的影響力。

(六) REIT 在新加坡 IPO 的融資方法

新加坡 REIT 是眾所公認的優秀平台，將房產以信託形式打包上市，建立了一個永續的平台，這不僅有利於投資者，也有利於發起人，提供了便捷有效的股權和債權融資途徑。

從資本市場部門的角度而言，房地產信託主要有三種形式：一、配售，這是將新股私下出售給新的或現有的機構投資者的過程；二、優先發售，這種形式下購買的股權不能轉讓；三、供股，這是向現有的所有投資者公開發售股票的方式。

(七) 債務證券之一般考量

在 REIT 上市初期，其資本結構主要來自銀行貸款，這些貸款承擔了股權之外大部分的債務。然而，一旦成功上市，REIT 便能享有更多元化的收益來源，包括來自於各類債務證券的利潤，靈活性便是最大的好處之一，具體展現在條款及到期付款方式，且可能會選擇一次性到期支付，而非按年還本付息。

(八) 新加坡 REIT 發行債券概況

回顧近兩年新加坡 REIT 發行的債券，可以看出其非常靈活之特性，支持日元、新加坡元、人民幣、歐元及港幣等多種貨幣，且到期時間之選擇從兩年至十五年都有，其規模從小型的 5,000 萬元到大型的 15 億元不等，票面利率也極具吸引力和競爭力。

(九) REIT 成功募集資金的關鍵因素

1. 房地產

首先是基本面，即該房地產本身的特質及資產收益率；其次是購買價格，因為房地產價格通常隨市場情勢波動，可能與其估值存在溢價或折價有關；第三個因素是宏觀經濟情勢及市場競爭情形。此外，投資者需要考慮最終租戶的現金流情況，包括租戶的信用質量及租約條款；若使用借款進行投資，則還需要考慮槓桿效應及相應的利息支付；其他考量還包括可能的貨幣對沖以及投資期限的長短。

2. 股權融資

在考量股權融資時，涉及的因素通常更加繁多，投資者需先評估進場時機的適宜性，即使基本面良好，但股價若受特殊或宏觀經濟影響仍可能不盡理想，若股價遠低於其真實公允價值，發起人則可能不願意進行股權融資。此外，投資者尚需考慮風險期間、市場價格、整體市場分配及對淨資產的影響。文書準備時間，是否需要召開股東大會等程序也是一個複雜且系統化的過程。

DBS 之提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：REIT 基金型架構的 REIT 該如何發行債券和貸款？

A1：市場將 REIT 視為與上市公司類似之實體，故其發行債券的過程與上市公司相似，並與一般公司進行類似的審核和監管流程。另外，REIT 可能以其投資組合作為抵押來獲取抵押貸款，並且在合約中將這些條件明確列出並確認。

Q2：REIT 在新加坡交易所的處理程序，特別是在 IPO 和次級市場股權融資方面，被視為類似於上市公司，在新加坡交易所的規定中，程序上是如何處理？是否有特別的上市程序？若是在 IPO 和次級市場股權融資方面，是直接按照一般上市公司的方式處理，還是有特定的法律架構和程序？

A2：在申請上市方面，REIT 和公司的最大區別在於財務預測之揭露，公司需在 IPO 說明書中提供由董事會批准並由會計師審核的兩年財務預測，而 REIT 則專注於現金流預測。另外，新加坡上市標準之條件如達到一定的市值和盈利門檻，對新成立的 REIT 而言將極具挑戰性。

Q3：REIT 可以透過許多管道進行融資，並必須將槓桿比率限制在 50% 以下，那麼這個比率是否由 REIT 經理人同意即可，而不用經過投資人的同意？

A3：根據房地產基金指南，面對此種情況時，REIT 經理人有幾種應對方式：一是進一步增資，以增加基金的現金流動性；二是出售部分資產以套現，從而降低槓桿比率。

Q4：中國房地產的情勢是否有對新加坡 REIT 造成任何影響？

A4：舉例說明，一家擁有多個商場資產的中國商業信託，由於各種因素的影響，已無法再進行再融資，通常情況下，上市時貸款期限約為三至五年，到期後需要再重新籌措資金，若受宏觀經濟因素和內部經濟狀況的影響，可能造成

再融資之進展緩慢，經企業與銀行長期討論後，便會考慮出售部分資產以籌措現金來還債。

Q5：REIT 可以進行股權融資和債權融資，在這兩種不同的應用下，它們的資金成本有何差異？發行債券籌資的成本是否相對於發行股票低？是否存在稅務優惠？REIT 經理人在實際應用中該如何區分這兩種融資方式的使用？

A5：在房地產投資中，融資成本扮演著至關重要的角色，DPU 能夠作為簡化資金成本的評估方法，就投資的觀點而言，股權融資的成本通常高於債權融資，這是財務槓桿的核心意義，透過債權融資，投資者可以利用較低的成本進行資本擴展，進而提升分派收益。

不同的融資渠道需要綜合考量幾個主要面向：首先是兼併收購的可行性分析，特別是在涉及到提高分派收益和獲得特別股東特別大會核准時；其次是債務槓桿的使用，其融資空間在不同階段會有所不同。在實際操作中，一些公司傾向於完全透過債務融資來進行兼併收購，尤其是規模較小的公司，此方法避免了股權發行可能帶來的複雜性和成本。

Q6：新加坡 REIT 是否有曾經經歷過長期的折價狀態，REIT 經理人通常該如何辨別這種情況？

A6：REIT 在各國市場中有著不同的交易特性，特別是在新加坡，其股價與普通公司股票相比，經常展現出較高的價值溢價，因為 REIT 類似於股票市場中的藍籌股，具有穩定的現金分派能力，吸引了投資者的青睞。此外，股價淨值比是一個重要的參考指標，反映了市場對 REITs 的價值評估機制。

Q7：DBS 曾經參與過許多 IPO 及二級市場融資的經驗，請問新加坡交易所所有特別注重申請書中的哪些重點嗎？

A7：在某些情況下，新加坡交易所對於上市申請的審核會因發起人的背景而有所不同，尤其是對於大型房地產公司的申請，新交所在審核時可能會相對寬鬆，這些公司在市場上的地位較高，因此通常能夠更順利地通過申請。

對於大型房地產公司來說，儘管他們可能擁有大量資產，但並非所有資產都被納入 REIT 中，交易所會因此質疑為何符合條件的資產未被納入其中，這可能會導致未來利益衝突的問題發生。近年來，新加坡交易所非常重視利益衝突是否已被解決，並會要求發起人提供完整的解決方案或完全排除這類問題。

Q8：房地產公司受到盡職調查時，什麼部份是較被重視的？

A8：一般而言，盡職調查主要分為公司的盡職調查和房地產的盡職調查，兩者雖然有些相似之處，但在具體操作和重點關注上有很大的不同。房地產的盡職調查通常需要兩個團隊來進行，一個是公司的盡職調查，另一個則是專門針對房地產的盡職調查，甚至會請專業的房地產公司，如 JLL 進行技術盡職調

查 (Technical DD) ，包括建築物的結構質量、周邊環境、租金收益及人流
量等。

■ DBS 精彩照片回顧



(團長致謝 DBS 林鑫川策略長出席引言)



(DBS Sneha Sanghvi 開場致詞)



(團長致謝 DBS 講師)

左: Jing Kong / 中: Chyan Pit

伍、ESR 樂高房地產投資信託基金 (ESR-LOGOS REIT)

一、日期

113 年 6 月 13 日下午

二、講者

(一) Adrian Chui - CEO

(二) Charlene-Jayne Chang - Head of Capital Markets and Investor Relations

三、機構介紹

ESR-LOGOS REIT 自 2006 年 7 月 25 日在新加坡交易所上市，是一家專注於新加坡的不動產投資信託基金，主要投資於工業地產和商業園區。

ESR-LOGOS REIT 持有多樣化的物業組合，包括：物流物業、高規格工業物業、商業園區和一般工業物業，總資產約為 51 億新加坡元，其投資組合包括 72 個物業，分佈在新加坡（52 個資產）、澳大利亞（19 個資產）和日本（1 個資產）。ESR-LOGOS REIT 也是 FTSE EPRA Nareit 全球房地產指數的成分股。

四、簡報摘要

(一) Overview of the Singapore REIT Market

新加坡的 REIT 市場自 2000 年開始蓬勃發展，目前共有 42 個 REIT，總市值達 890 億美元，資產類別涵蓋：零售、工業、辦公、酒店、混合型及專業資產類別如醫療保健和數據中心。

過去 20 年以來，新加坡的 REIT 市場呈現多樣化發展，主要可區分為開發商支持和金融支持兩類別。初期大部分 REIT 係由開發商贊助，將自己的資產轉入 REIT，使其以高溢價交易；相較之下，金融支持的 REIT 通常來自私募基金，不具有開發資產的能力，因此，投資者傾向於選擇開發商支持的 REIT，因為這些開發商具有資產再開發和增值的能力，能夠有效管理資產及租戶，並擁有穩定的資產管道。

(二) REIT Management Structure and Fees

不動產投資信託基金 (REIT) 管理費用包含受託人、REIT 經理人和物業管理人的支出，REIT 經理人負責制定和實施整體策略、管理資產、提高租金收入和淨資產價值，並負責確認資產的收購和出售，進行重新開發和增值改善。這些費用和服務範圍都在公開的受託人文件中詳細列出，使得整個過程透明化並對所有投資人公開。此外，公開說明書也會揭露所有必要的資訊。

自 2010 年起，不動產投資信託基金（REIT）開始以可分配收入的百分比或每單位可分配收入（DPU）的增長作為績效費，基本費用通常為資產管理規模（AUM）的百分比，約 0.1% 至 0.15%，而總費用一般在 0.5% 到 0.7% 之間，任何績效費的變更均需要經股東批准，特別是涉及重大受託人條款的修改時，需經 75% 的股東通過；若變更涉及利益衝突，相關方便不能投票。審計人員每年會審核財務報表，以確保績效費計算準確無誤。

(三) Asset and Investment Management

REIT 管理的核心組成，包含資產管理、租賃管理和項目管理。資產管理負責日常資產營運；投資團隊負責收購和出售決策，資本市場策略以及法遵和風險管理；在物業管理層面，重點著重於租賃管理、成本控制（如：公用事業、清潔、安全）和採購策略的規劃。此外如何有效管理貸款到期日，以分散風險和降低成本，也是 REIT 管理中相當重要之工作。管理者須更加留意市場變化，特別是供應鏈變動對於成本的影響，以及保證採購策略在長期營運的穩定度等。

(四) Current Issues Valued by REIT Managers

1. ESG 議題

近年來，新加坡的資產管理和投資領域日益重視 ESG 議題，REIT 經理人必須制定永續發展計劃，與租戶合作節約資源及降低碳足跡，並每年報告永續數據，如水足跡和碳足跡。為避免新加坡不斷增加的碳稅，投資人開始尋求綠色資產，而為使建築物獲得綠色認證和綠色貸款，房東則需持有綠電憑證。這些趨勢促使資產和投資管理者可更深入地了解永續議題，包含建築設計、能源使用效率和廢物管理。

2. 稅收議題

新加坡作為成熟的 REIT 市場之一，可部分歸因於其稅收優勢，REIT 無需繳納公司稅和印花稅，吸引國內外投資者積極投資，相較之下，香港和馬來西亞的 REIT 市場發展較為有限，主要係因其市場規模和稅收政策缺乏吸引力。澳洲和日本雖然也是重要的 REIT 市場，但受限於資產的地域性。總體而言，REIT 在各國市場的表現不僅受市場規模和透明度影響，還受到稅收政策的影響，這些因素共同塑造了亞太地區 REIT 市場的特徵。

3. 升息議題

在高利率環境下，基金經理的主要焦點將會集中在對每股盈餘之直接影響，因為企業必須應對增加的融資成本，如果利率上升且長期維持於高水平，企業估值可能會下降，這也將導致企業的債務槓桿比率上升，並可能引發再融資風險。

另外，在新加坡市場還存在著另一個重要的法規限制，即槓桿限制。根據這些法規，企業在調整後的利息覆蓋率超過 2.5 倍時，槓桿比率最高只能達到 50%；若低於此值，則槓桿比率可能降至 45%。這些規定意味著即使企業的估值不變，一旦折現率上升，槓桿比率可能會接近或達到這些限制，這將引發市場投資者的恐慌，因此，在高利率的環境下，基金經理人不僅需要關注投資組合的每股盈餘情形，還需要密切關注折現率的變化及其對企業估值和財務結構的影響，以及市場規章制度，如槓桿限制等法規對投資策略可能帶來的重大影響。

■ ESR-LOGOS REIT 精彩照片回顧



(團長致謝 ESR-LOGOS REIT 講師)

左：Charlene-Jayne Chang / 中：Adrian Chui



(團員於 ESR-LOGOS REIT 內合照)

陸、凱德集團 (CapitaLand)



一、日期

113 年 6 月 14 日上午

二、講者

CapitaLand Integrated Commercial Trust

(一) Tony Tan - CEO

(二) Ho Mei Peng - Head of Investor Relations

CapitaLand Ascendas REIT

(一) William Tay – CEO

(二) Yeow Kit Peng - Head, Capital Markets & Investor Relations

CapitaLand Investment

(一) Toh Yee-Shui - Managing Director, Asset Management, Retail & Workspace

(二) Grace Chen - Head of Investor Relations

(三) Chia Pui Sung - Head, Strategic Planning, Business Analytics & Compliance,
Retail & Workspace

(四) Bryan Law – Head of Investment Management

三、機構介紹

凱德集團是一家總部位於新加坡的房地產投資管理公司，為亞洲規模最大的房地產集團之一，房地產和房地產基金管理業務集中於核心市場新加坡和中國，其總資產管理規模達 1,340 億新元，擁有兩大核心業務部門：房地產投資部門、手續費收入相關業務部門，大部分收入來自其房地產投資業務，投資於辦公、零售、住宿、物流、商業園區和數據中心資產的組合以獲得租金收入，還代表其合作夥伴從住宿管理和非上市基金或房地產投資信託等投資工具中的基礎資產管理中獲得費用收入，同時也是亞洲最大的房地產基金管理者之一。

四、簡報摘要

(一) 凱德集團業務簡介

凱德集團管理多個上市的 REIT，包括在新加坡和馬來西亞不同類型的 REIT，如：CICIT 專注於亞太地區的商业不動產、CLAR 則專注於新興市場資產。集團還管理著多個國家特定的 REIT，包含中國、馬來西亞和印度等地。除了 REIT 外，集團還涉及私募股權基金業務、物業管理和商業管理。

CapitaLand 之提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：如何定義 REIT 的外部模式及內部模式？

A1：外部模式是新加坡 REIT 管理的一種結構，其特點在於管理公司和外部受託人與 REIT 團隊分開運作，在這種模式下，REIT 管理公司是由中央銀行許可的獨立實體，負責管理和監督資產。相較之下，內部模式由 REIT 自身直接擁有和控制其管理公司和營運，這意味著管理和監督職能更加集中於 REIT 內部，而非外包給獨立的管理公司。

雖然外部模式和內部模式在管理結構上有所不同，但它們的共同目標是確保 REIT 的成長以及投資者利益之保護。外部模式強調獨立監管和透明度，確保發行機構和管理公司的行為符合市場標準和監管要求；內部模式則強調 REIT 自主管理和營運的優勢，有助於更直接地控制業務運作。

Q2：資產管理人是否能夠管理第三方擁有的 REIT？

A2：可以的！CapitaLand 的管理人員不僅代表 CLI 和 REIT 管理各類資產，如辦公室、零售和工業地產，同時也承擔財產管理和資產管理的職責，因此，這些商業管理實體不僅限於內部管理 REIT 的資產，還可以積極尋找第三方業務。

Q3：隸屬於不同資產管理團隊的成員能夠支援其他團隊的業務嗎？

A3：REIT 經理人不能為其未受到認可的投資項目服務，因 REIT 為受監管的項目，REIT 經理人需要獲得新加坡金融管理局（MAS）的核准以獲得相應的許可證，才具有資格代表 REIT 進行管理工作。而外部管理模式帶來了一系列的好處，特別是在擁有龐大生態系統的情況下，舉例來說，CLI 擁有專門的風險管理部門，而每個 REIT 也都設有自己的風險和法遵主管，這種結構不僅有助於有效管理各種類型的資產，包括辦公室、零售和工業地產等，還能夠借助 CapitaLand 豐富的管理經驗來進行有效管理。

Q4：CapitaLand 大多數的股份由淡馬錫擁有，是否可以將其視為國有公司？

A4：應視無相關的，但不該將 CLI 視為國有公司。目前 CapitaLand 約有 60% 的股份由淡馬錫所持有，而淡馬錫旗下擁有眾多公司，如果供應商是淡馬錫旗下的公司，仍必須遵循嚴格的相關方交易程序，以確保交易的公平性和合理性。

Q5：一個公司內部存在諸多的 REIT 基金，在這樣的 REIT 的生態系統中，是否可以共享其團隊成員？

A5：經營管理上的一些業務是可以橫跨所有 REIT 的，實務上每個 REIT 若都獨立運行是不合理的。因此，REIT 管理公司實際上會將一些業務外包予外部公司，然而外包又分為兩個層次：REIT 管理公司有時會將像法遵、內部審計或風險管理這樣的業務外包給廠商處理，因為他們具有規模效益。這種活動被稱為外包活動，並受到金融管理局（MAS）的監管。另一層次的外包更像是在物業管理層面，如：物業管理公司實際上也會將 IT 業務、例行性的清潔業務再次外包給廠商。

Q6：一家物業管理公司是否可以支持兩個不同的 REIT 業務？

A6：可以的，但我們需要從監管角度來思考如何確保其沒有利益衝突，尤其是同一集團管理兩個 REIT 的情況，因此，MAS 所發行的指引提供了明確的指導，以確保交易的公平性和透明度。

Q7：海外的資產管理公司如何向持有海外資產的新加坡 REIT 收費？

A7：在新加坡，由於 REIT 發行公司規模足夠大，物業管理通常由內部團隊負責，但海外則會外包給海外的物業公司執行日常業務。REIT 經理人向投資人收取管理費用，再將這些費用嵌入在信託中發放給與海外公司。

Q8：每個 REIT 都有不同的結構，該如何呈現其邏輯架構和績效？

A8：REIT 的費用主要分為三個獨立的部分，且彼此之間沒有相互關聯。首先是資產管理費，這是基於物業價值的費用，反映了管理者需透過增加物業價值以獲得更好的費用，這種設計確保了管理者與基金持有人的利益一致；其次是物業管理費，是基於市場標準和第三方比較而設置，包含租賃管理費和佣金等，旨在確保與市場競爭力相符的支付；最後一部分是績效費用，針對股息增長設計，持有人股息每年需至少增長 2.5%，管理者才能獲得績效費用，這一設計不僅激勵管理者推動業務價值和股息增長，還確保了基金持有人在收益方面的利益。

Q9：若資產淨值下滑，收取的費用也會隨之降低嗎？

A9：如果財務表現下降，管理費也會相應減少，這種情形是常見的，即使是私募基金也有費用組成的規定，以確保管理者的表現，因此，管理費會隨著業務的增長或降低而波動，這種設計確保了無論是私募股權或 REIT 管理者積極推動業務的誘因。

Q10：REIT 市場中似乎有先行者佔有較大優勢的情況，那麼對於小型的 REIT 有何對策可以因應？

A10：小型 REIT 可以在提升產品價值、改進供應數量及發展方面著手，利用可以通過更新現有產品、重新開發物業來從事競爭。在新加坡，租金收入對於

REIT 來說至關重要，因此必須定期審視租賃策略並做出調整，同時，海外的資產多數是自由資產，儘管如此，他們也在考慮通過重新開發來提升這些資產的價值。另外通過收購來擴展資產組合也是個機會，小型 REIT 經理會迅速出售現有資產，以便擴展和重新配置資產。這種策略可能涉及更新現有資產或進行全新的開發項目。

Q11：在新加坡，REIT 經理人會收取額外的日常操作費用，如買賣資產獲取的分潤，在這樣的費用隱含的概念及動機為何？

A11：REIT 大多以穩定的租金為主要收入來源，故較為注重資產規模持有之多寡，而私募基金則較注重經理人的操作績效，故兩種的收費邏輯是不相同的。一般情況下，REIT 經理人出售資產，通常會立即再投資至其他資產，否則其管理報酬將會因資產規模減少而下降。

Q12：REIT 經理人如何確保每年的股利發放和商品組合來吸引投資人？

A12：槓桿控制是多數 REIT 經理人採用的策略，為了避免利率及外匯風險，將槓桿比例維持在 50% 以下及維持穩定現金流收入是所有 REIT 經理人最重要的工作。

Q13：REIT 經理人是否使用金融商品來避險？

A13：是，通常會估算 REIT 的現金流收入是否存在風險，並在一年前購入避險性資產對沖風險。

Q14：各國的限制是否會影響 REIT 經理的跨國決策？

A14：在全球的觀點下，不僅要面對國際間的限制，還必須仔細評估投資地點是否合宜。過去我們曾考慮過中國市場，但在考量風險後，我們選擇轉向澳洲、歐洲和美國等發展較為成熟的國家，這些市場不僅有相似的投資風險，且有明顯的報酬，因此符合我們的投資策略。

Q15：基於 CLI 在 REIT 市場上的成功，是否能夠提供相關建議給台灣政府？

A15：就風險的角度而言，REIT 是相對低風險的投資，且顯然政府希望能夠推出適合一般民眾投資的商品，故我們認為推動此產品必須要有相當的政策支持。

Q16：REIT 通常以租金收入為主要收入來源，然而市場上卻出現年租金收入小於利息費用的情況，請問新加坡的 REIT 經理人該如何處置？

A16：在高利率時期我們仍沒有停止投資，即便是在低利率時期，仍維持 40% 槓桿比例的政策。另外在投資活動減少時，我們會將目光轉向發展既有資產。

■ CapitalLand 精彩照片回顧



(團員與 CapitalLand 交流互動)



(團長致謝 CapitalLand 講師)

左 1-2 : Bryan Law, Ho Mei Peng / 左 4 : William Tay

右 1-右 5 : Yeow Kit Peng, Chia Pui Sung, Toh Yee-Shui, Tony Tan, Grace Chen



(團員於 CapitalLand 內合照)



(至 CapitaSpring 進行物業參訪)



(團員於 CapitaSpring 合影留念)

柒、萬方家族辦公室 (Raffles Family Office)



一、日期

113年6月14日下午

二、講者

(一) Samuel Chan – COO

(二) Martin Chen – Taiwan Representative

三、機構介紹

萬方家族辦公室總部位於香港，業務遍及亞洲，包括中國大陸、台灣和新加坡等地，是一家屢獲殊榮的聯合家族辦公室，除稅務及法律諮詢外，亦提供全套之家族辦公室解決方案，如：居住規劃、物業出售、投資及融資服務等，並致力於為超高淨值人士和家族提供全方位的服務，為客戶量身定制個性化財富保存方案，並為家族建立長遠持久的家族、投資和營運治理架構。

四、簡報摘要

(一) 家族辦公室介紹

在亞洲地區，家族辦公室分為單一家族辦公室和聯合家族辦公室，其法律規範和功能有所不同。單一家族辦公室是由單一家族成立，專門服務該特定家族，在這種結構下，管理和監管的要求相對較低，因為它主要是為了家族自身的財富管理而設立，並且其採取之策略相較於企業對於外部影響較小。相對地，聯合家族辦公室是由多個家族聯合成立，旨在為多個家族提供財富管理服務，這種結構似於基金管理公司，因此通常需要更嚴格的監管和執照。在台灣，雖然家族辦公室並非普遍以此名稱存在，但很多家族卻透過投資公司來管理財富，同樣提供包括資產管理、家族治理、教育訓練等廣泛服務。

(二) 新加坡與香港之家族辦公室法規

在單一家族辦公室領域，新加坡和香港之間存在著顯著的差異，特別是在投資門檻和法律要求方面。在新加坡，依新加坡所得稅法案 (SITA) 中的家族辦公室稅務豁免條款設置之家族辦公室，主要選擇為 13O 條款和 13U 條款，設立 13O 的家族辦公室最低資產規模 (AUM) 需要投入至少 2,000 萬新幣，而 13U 則要求投入至少 5,000 萬新幣，這些條款旨在鼓勵家族辦公室設立於新加坡，同時也促進當地的就業機會，因為設立者必須聘用至少一位非家庭成員的新加坡公民，或者投資至少 5,000 萬新幣用於技術和創新的工作。相較之下，香港的家族辦公室設立門檻較高，需要投資至少 2.4 億港幣，不過，香港允許家族辦公室聘請專

業投資人士來管理基金，而對於 13U 類型的家族辦公室，則要求至少聘請兩位非家庭成員的專業投資人士。

萬方家族辦公室之提問與答覆內容摘錄如下：

Q1：請問家族辦公室是否會協助客戶尋找投資標的？

A1：家族辦公室目前以單個項目投資為主而非整合基金，因為亞洲投資者偏好明確的投資機會，如近期熱門的人工智能項目，另外房地產和加密貨幣業務也是近期客戶較為愛好的市場及投資標的。

Q2：整體而言，家族辦公室會對客戶收取何種費用？

A2：客戶的資產帳戶通常是在其名義下所設立，但客戶會授權公司透過有限授權委託書管理帳戶中的資產，類似於代客操作的模式，若客戶全權委託管理，公司則可能會收取管理費和績效費，但客戶通常偏好擁有主要的控制權，實際上相關費用可能會因為市場條件和客戶資產管理規模（AUM）而有所變動。

Q3：若家族辦公室可以成立基金，是否將有多元的樣貌？

A3：在財務管理領域，為客戶設立和管理投資基金是一項複雜且關鍵的服務。近年來，萬方家族辦公室不僅成功為台灣客戶設立了多個 VCC，是新加坡一種靈活的基金架構，類似於開曼群島的 SPC。VCC 允許基金的子基金相互隔離，以確保各自的資產與負債之獨立運作，從而降低風險並提升投資者的隱私保護。為了設立 VCC，通常需要在新加坡設立一家管理公司作為投資管理者，萬方家族辦公室就是扮演這樣的角色，一旦設立完成，客戶的資金可以選擇存放在各種私人銀行中，例如摩根士丹利或台灣的元大證券、凱基證券等，這取決於客戶的偏好和策略需求。

Q4：近期市場因受到許多因素的影響而急速變化，請問現今高資產客戶對於投資的偏好是否有所變動？

A4：在家族辦公室的服務背景下，客戶投資偏好逐漸轉向傳統商品以外的領域，除了上市櫃股票和基金外，近年來客戶對私募股權（PE）和風險投資（VC）的興趣日益增加，同時也開始關注加密貨幣的投資潮流，雖然客戶初期在投資組合中配置加密貨幣的比例不大，但隨著市場的發展和投資工具的成熟，比例有逐步增加的趨勢。

就台灣客戶而言，除了對傳統投資有興趣外，也對社會產品類型的投資產生興趣，這顯示出在不同市場之間，投資偏好和需求存在著顯著差異，因此在服務中需要考慮到這些多樣化的需求。

Q5：一般而言投資 PE 或 PC 預期報酬率大約為多少才能吸引投資者目光？

A5：在投資方面，我們通常會避免讓客戶承擔過大的風險，因此不會太早投資於初期階段的項目，我們偏向在企業擴展階段進行投資，幾年後或許企業就準備好進行首次公開募股（IPO）。私募信貸（PC）的利率相對較高，通常在十幾個百分點左右，這與現在的定期存款利率已經五六個百分點有所區別。

Q6：萬方在香港和新加坡都有設立家族辦公室，是否存在客戶偏好在新加坡辦理業務的狀況？

A6：根據觀察，許多客戶偏好選擇在新加坡設立家庭辦公室或開立私營帳戶，他們普遍認為香港已經逐漸成為中國的一部分，因此擔心香港將來可能會實施外匯管制，導致資金無法自由流動。這些顧慮也影響到台商，他們擔心自己的資金和資料可能會受到中國政策的影響。相對地，新加坡作為一個獨立的國家和法治社會，被認為是相對安全和穩定的，因此，許多客戶會傾向選擇在新加坡落地，雖然成本和開戶時間都有所增加，但他們認為此舉能夠規避潛在的財政控制風險，保障他們的資金和業務營運的穩定性。

Q7：台灣業者期待承辦高淨值客戶的業務，請問發展潛力為何？或者是否有任何需要克服的障礙？

A7：台灣的企業家和中小企業主擁有相當可觀的財富，許多的企業家則低調處事，這些人的資產一部分在海外，可能是為了分散風險或是避稅。然而，他們在國內也擁有相當大量的資產，且台灣的企業家多數年齡較長，面臨家族企業傳承的挑戰，這些問題對於建立家族辦公室有著重要的影響，因為家族辦公室可以作為解決傳承問題和管理資產的有效方式。對於台灣，開放家族辦公室需要考慮法規的開放性，與香港和新加坡相比，台灣在這方面可能需要採取不同的策略，根據本地市場的特點和需求來制定相應的法規。

■ 萬方家族辦公室精彩照片回顧



(團長致謝 Raffles-Samuel Chan 開場致詞)



(團長致謝 Raffles 講師 Martin Chen)