

不動產證券化專題研究第二次上課紀錄

時間：2005/02/25(五) 9:00 到 12:00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

紀錄：陳詩薇

出席：張金鶚、林秋瑾、曾瀟儀、曾翊璋、陳詩薇、李奕農、李昀叡、陳香妃、鄒欣樺、楊依蓁、田揚名、張乃文、李芳怡

【課程主題】

台灣不動產證券化過去發展概況--可參閱張金鶚老師著作「不動產證券化-理論與實務」第四章、第五章。

【前言】

新聞剪報摘要介紹

2005年2月23日(三) 中國時報—

把不動產變不凍產：不動產投資信託基金進可攻退可守 富邦1號領先上市

張金鶚老師：

針對上次上課的部份作些補充

1. 不動產證券化有三個成功的要件-

(1) 良好不動產及適當估價機制

不動產證券化需要有供給¹和需求²，才会有市場，而良好的不動產產品及適當的不動產估價機制，是不動產證券化成功的關鍵。因為企業主以不動產作為抵押擔保品向銀行借貸，銀行除了要參考不動產的品質是否優良外，尚須考慮該企業過去的信用。而不動產證券化的過程只看不動產本身的條件與收益能力，公司信用與企業形象就變得不那麼重要了。

(2) 租稅優惠與破產隔離

不動產證券公開上市，且向投資大眾募集資金，是為了活絡資本與不動產市場，因此如何成功實行，可由租稅優惠與破產隔離兩方面說明：

註1：不動產證券化的供給，係指企業主所有並拿出來證券化的不動產(資產信託)或是指投資企業為向社會大眾募集資金以便投資不動產(投資信託)稱之，而其中供給量之多少則與信用評等與估價機制的嚴謹與否有關。

註2：不動產證券化的需求，係指市場上對該產品的接受與喜好程度，其與雙方是否達成平衡、個人偏好、未來可能的利益、專業經營 等有關。

a. 租稅優惠

對投資人而言，有租稅優惠才有投資誘因，而 REIT 於美國 1960 年代開始發展，也同樣有租稅補貼之措施；就如同國內目前對購屋者所做的補貼，為了鼓勵正當性、使環境發展優良、維護環境品質、減少負的外部性，政府提供的購屋補貼使得民眾紛紛轉租為買，同時也在擁有自己的住宅之後民眾也開始注重生活環境品質，慢慢達成政府的施政目標，因此，希冀不動產證券化能更加吸引投資大眾的青睞，非有租稅優惠的配套措施不可，而其中應以避免「雙重課稅」為首要，如以公司績效來決定股利的公司股，在公司有盈餘時須先向政府繳納營業稅後再分配給投資人，而投資人在取得報酬後同樣也須繳交個人所得稅，如此雙重課稅將無法吸引投資大眾。

b. 破產隔離

不動產證券可以透過公司形態 (SPC) 或信託方式 (SPT)，將不動產持有者予以「破產隔離」，以避免創始機構 (不動產所有人) 因投資不利而造成不動產證券化的投資大眾受到牽連。

(3) 風險管理與信用增強

不動產的價值不易判定，如富邦 1 號的公開說明書中，內容花了很多的篇幅在說明估價的過程與價格的決定，而其中三家估價公司皆將市場比較法賦予較高的比重，然不動產證券的收益來源取決於其租金的收入，應當將收益資本化法給於較高的百分比，但若以此法將以評估不動產的價值，則富邦 1 號可能無法募集到現在的金額，頂多只有 10、20 億，如此票面價值高於不動產本身的價值，就有可能會產生風險，因此風險管理與信用加強就變得非常重要，可透過不動產證券不同順位評等與買回的優先次序，來做風險管理。此外，資訊揭露的問題目前仍有很大的爭議。

2. 國內的不動產證券屬封閉型基金，然擴大資本額才能分散風險，所以國內應該加以開放，而富邦 1 號 58 億如此大的金額，是否能夠分散風險？如何能提高其流動性？提得探討。

3. 營建股與不動產證券之不同 (股東 vs 不動產收益證券) -

(1) 投資標的清楚與否

營建股的投資標的不清楚，較屬開發型的投資；不動產證券化的標的清楚，如富邦 1 號以三棟商用不動產作為投資標的。

(2) 風險

營建股的風險較大，因為需承擔開發過程中的許多不確定性；不動產證券風險小，因為標的已有固定的租金收益，僅需負擔空屋所造成的風險。

(3) 分紅

營建股無須將全額的股利分配給投資人，其分配金額的多寡與比例由股東大會自行決定；不動產證券強迫性要有固定比例分配給投資人，而且須由專業的經理人執行。

(4)稅賦（兩者間最大的差異就是稅賦的問題）

營建股在分配股利前除須先扣除營業稅外，投資人於領取後也須另行繳納個人所得稅，有雙重課稅之嫌；不動產證券因有租稅優惠之補貼，目前有25%的分離課稅。

【課程內容摘要】

一、台灣不動產證券化過去類似之案例介紹

台灣過去由於不動產市場過度景氣，致使土地價格高漲，加上政府對業界的融資限制，導致經營成本與風險相對提高，因此不動產業者為有效地融通資金，乃藉助「集資投資」的方式運作；而此模式，就其資金之取得與標的物選定的先後，一般可分為三種：第一種為先選標的物再集資投資、第二種為先集資再選定標的物投資、第三種為業者將標的物售於投資大眾再委託或業者租回經營的方式以創造收益，然其中資金取得礙於銀行法及證交法等法令之嚴格規定，故各個案例在經營操作上各有巧思，概括說明如下：

(一)財神大酒店

民國 66 年因國內觀光飯店不敷使用，故政府獎勵民間投資興建，而業者以「持分單位，包租還本」的方式集資，遂造成一股潮流；但由於經營財務的不健全，相繼發生產權糾紛，致使政府於民國 69 年 12 月時修訂觀光旅館業管理規則時加列「觀光旅館業不得以保證支付租金或利潤等方式招攬銷售其建築物及設備」，以杜絕類似個案發生，但國內近年來之運作，大多仍不出其經營模式，惟標的物不同、行銷手法翻新而已，其中又以財神大酒店最引人注目。

財神酒店由眾利投資公司於民國 64 年開工興建，於 67 年取得使用執照時，打著「你買我的，我租你的，五年之後統統是你的」的口號銷售持份產權套房 395 間，當時投資人反應熱烈；然眾利投資公司於民國 71 年出現財務問題後由美國金洋銀行接手，但金洋銀行於 73 年與投資人發生糾紛後，財神酒店就因此宣布倒閉而閒置，之後雖陸續有公司取得所有權，但不是無法與投資持分人妥協，財務出現問題就是礙於容積問題而遲遲未有進一步動作，直到民國 87 年都市更新條例三讀通過後，才獲得解套。

(二)太平洋花蓮鳳蝶計畫

太平洋關係機構-大洋投資公司，於民國 78 年 11 月正式推出鳳蝶計畫，其利用不動產單位化，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，但因此計畫的主要參與者分別由太平洋建設提供土地、大洋投資提供開發資金與行銷計畫、太平洋房屋負責銷售，故未免有臆度的空間，故

於推行不久後即告結束。

(三) 台東世外桃源渡假花園別墅

如近幾年來高爾夫球會員證的高漲，台灣由於都市化的結果，致使人口大量往市區集中，但隨著經濟繁榮與生活水準的提升，導致侷促都市空間裡的居民對回歸大自然有著一份眷戀與嚮往，因此對富有遊憩功能的休閒性不動產有著極大的需求；位於台東縣卑南鄉的「世外桃源渡假花園別墅」，其主要設施有行政大樓、雙拼別墅、農場、觀光果園等，其投資單位除了建物與土地的持份外，並可享有使用的會員資格。

雖國內目前採會員制經營方式的休閒性不動產，對投資人而言有享用世外桃源渡假系列 8 天的免費住宿，且於一年後即可有部分資本回收，與對企業主而言可藉由不動產支持分出售向投資大眾取得融資，日後標的物之經營上可創造其他收益二大優點，但個案日後經營運作後可能產生的產權問題與規劃開發等問題，仍為一大隱憂。

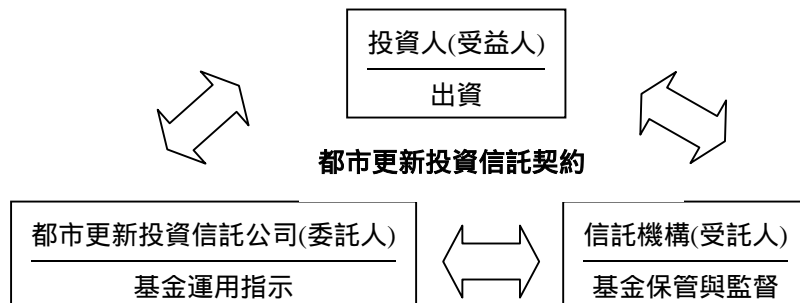
(四) 某建設公司內湖開發計畫

此個案為某不動產機構基金部負責執行策劃，於民國 79 年 2 月所推出的投資開發計畫，其以合夥方式集資購地，在委由其相關企業之建設公司進行開發，以合件出售的型態，分享開發利益，是一先尋標的物再進行集資投資開發的模式；對投資者而言有專業經營與單位化投資之優點，對公司而言也在基金部與建設公司部份分別獲利，但其中有財務是否公開及投資收益分配等問題。

二、都市更新投資信託

為導入民間資源參與都市更新，政府於民國 87 年 11 月公佈都市更新條例，首創都市更新投資信託制度，位國內不動產證券化揭開新的一頁；然所謂都市更新投資信託乃指都市更新投資信託公司發行受益憑證募集基金，並指示信託機構運用該基金從事都市更新事業計畫範圍內之土地及建築物，同時發行有價證券及相關商品投資的運作機制。

國內都市更新投資信託採契約型而非公司型，為以信託契約之型態集合投資



人資金成一基金，而此種契約型態之結構包含三個當事人(投資人、投資信託公司、保管銀行)，其權義關係如下：

都市更新投資信託制度可減輕政府財政負擔、導入民間之技術與人力、促進不動產的有效利用、提供長期的投資管道、提高不動產價值的流通性、提高不動產市場參與的公平性、增加市場監督力量、與開發利益全民共享的功能，但其仍有操作等問題與限制。

【英文文獻導讀】

CHAN, ERICKSON, and WANG(2003) Real Estate Investment Trusts

Chapter1. Introduction

陳詩薇：

是不動產投資信託、股票、或是不動產？

傳統的不動產投資信託(REIT)本質上接近債券或基金，是被創造來持有高價的不動產及其相關憑證，是於 1960 年由美國國會為了使投資人在投資不動產的同時也能有機會享受和股東一樣利益的機會而創設的，而為了使 REIT 更能吸引投資，美國國會做出的法人階級免稅的規定，但為了讓 REITs 能廣泛被接受，法人必須將免稅的大部份收入分配股息給股東。

在 REITs 尚未出現前，投資人只能在不動產市場上購買不動產(而非股票市場)，然而，REIT 的觀念透過在股票市場上流通，使得小額投資人可能且方便進行投資不動產。

最近幾年由於稅法的改變，已允許 REITs 去管理擁有的不動產及提供相關服務給所有者，而從這個觀察中發現，有一些現代的 REITs 就如同管理一間公司一樣，然而即便如此，公正地說，REITs 仍被視作股票市場中的不動產或憑證；REIT 投資人必須了解不論是不動產市場或是股票市場皆是為了健全投資決定，雖然已有一些投資人有真實投資不動產或股票市場，但只有少部份皆在兩個市場中獲利。

事實上，不動產市場和股票市場存在一些相當的差異，我們可以知道股票價格是隨時在變動，但不動產的價格變動卻不這麼快速，舉一個極端的例子說明，在 1987 年 10 月的黑色星期一，REITs 的股票價格跌破 20%，然而當天不動產的價格卻無下降，雖然 REITs 的價格被假設會受不動產價格的影響，但在上述的例子中發現，至少在短期內 REITs 的股價可能不受不動產價格之影響。

然而我們不能也不曾知道 REIT 的價格能多幫助我們多了解不動產的價

值，舉例說明，假使投資人相信 REITs 股價將大跌且低於不動產之價值，則理論上投資人將買進 REIT 股票後予以解散，賣出所有的不動產再分配股利給共有人，如此，聰明的投資人便能在兩個市場中獲利。

顯而易見地，必須要有一些構造上的議題和 REITs 相結合，如 REITs 的管理者和建議者可能能夠掌握 REIT 重要的管理決策，若不加以禁止，則很難讓外為投資人位於其間，同時也有可能讓價格資訊無法容易得到。

另，REITs 核定價值的不確定性及缺乏不動產實際價值的問題，美國國會已為小額投資人制定法律，事實上，REITs 的稅法限制了大投資人的數量，然而缺乏專業投資人的幫助，造成小額投資人自行分析 REIT 市場有困難。

在過去 40 年，REITs 市場經歷了許多起伏，同時也於 1986 年經歷始無前例的大漲，當時總計所有 REIT 資產就有 1 千萬美元，然最近的資料顯示以近 1 億 6 千萬；這些爆炸性的成長以教導投資人如何評定 REIT 股票，同時 REIT 的制定者與管理者也從過去的錯誤中努力去改正 REIT 的結構與服務，且資料顯示 REITs 正流行，因此需要已有系統的方法結合過去經驗與綜合 REIT 投資資料，提供未來 REIT 市場發展的方針，也是這本書所欲達成的目標。

I. 為何 REITs 值得我們注意？

雖然我們不知道世界上正確的不動產總值，但我們可以安全地推估世界上重要部分的價值，而這些商用不動產約佔美國總值的 40%~50%，雖大多數的美國家庭都各自擁有住宅，但主要的商用不動產仍集中在投資客手中。假使大多數的商用不動產皆在股票市場流通則將會發生什麼事？有任何理由可以相信這一切將不會發生？

我們知道許多商用不動產的價格高於公司在股票市場上所流通發行的價值，假如企業主將小部份未來能產生收益的資產流通到股票市場，則將產生很大的收益，我們的確沒有理由不該只在股票市場上流通商用不動產。

增加 REITs 的首次公開募集資金 (IPO) 活動力

商用不動產能否被安全且流通於市場上？答案是可以的。至於有多快則是另一個問題，但從現有的資料顯示，我們相信有一定量的活動力；根據表 1.1，我們看到在 1970~2000 年間 REITs 的首次公開募集資金供上升至 7.57%

這個百分比值在逐漸增加，在 1970~1979 年間只有 7.02%，但在 1990~1999 年間已成長至 9.08%，因此沒有理由相信長期下來增加的趨勢會趨緩，就如同 REITs 持續在市場上變動，它將變成對投資人與 REITs 管理者而言更重要且更需去了解。

REITs 不同於其他股票？

為何有必要閱讀有關 REITs 的文獻，因為我們不易去了解市場股票之財務文獻是否能得到 REITs 的知識，總之，雖然 REITs 是股票市場的一部份，但相關研究中並未將它當作一般股票對待，如前提及，許多財務研究特別將其排除，因為他們認為 REITs 的表現不同於其他市場上操作的股票。

更重要的是，REITs 具有不同於其他股的特徵，如報酬預測、價格產生的過程、股利政策、資產結構、初級和次級市場的提供與租稅限制，而 REITs 的這些不同也需要綜合更多的經驗來加以整合。

II. 將所有證據放在一起

事實上最近皆無可用且有關 REIT 的書籍，不是未單獨從 REIT 投資人的角度出發，就是未對潛在投資人提供有關如何組織 REIT 股票的資料；所以縮小觀察範圍與資訊對單獨了解 REIT 這個產業是非常有用的，同時這個產業是可以透過對現行研究資料的觀察而更加了解。所以在這本書中希望藉由財政和不動產界專業人士，以有系統的方法去綜合過去的資料。

根據的調查與和分析

本書希望能連結實務界與不動產和財務兩方面的研究，且在超過 400 件的文獻中以精密且科學的方法得出 REIT 的特徵，同時為投資者與管理者提供可靠的資訊。

範圍廣泛的資料庫

最嚴重的問題是學者們缺乏一致性的樣本期間，使得他們在比較結果上有困難，且只有及少數根據觀察而得之經驗被公開，故為了縮小這兩個問題，本書建立了一個龐大且至今的資料庫，使得討論時能有可用的資訊；同時本書使用的資料庫非常龐大，它包含現行公開募集的 REIT 資訊，且剔除財產共有之影響可能歪曲 REIT 在股票上的表現，同時可藉由收集 REIT 的收益資料而得到其他的邊際利益。

III. 有趣的議題

本書試圖去透過系統性分析現有的 REIT 研究，賦與 REITs ' 管理者、投資者、實際操作者一些建議與了解：

(一) 了解 REITs

在分析 REITs 前必須先了解 REITs 市場的結構，及它如何發展與過去成敗的經驗，而為了達成此項目的，有下列七個議題必須被注意：

1. 在一般市場中 REIT 股票和非 REIT 股票相似嗎？
2. 我們應該視 REIT 為一般股票或不動產。

3. REIT 型態是否會較傳統不動產公司經營成本減少？
4. REIT 股票的表現是否不同於 MPL 或 CREF？
5. 專業投資法人機構參與 REIT 的影響為何？
6. REITs 股票的財務分析有多少會影響 REIT 的表現？
7. REIT 在市場流通性資訊普及與價格決定等方面多有效率？

(二)管理 REITs

無論傳統或現在的 REITs 接受稅法的限制，雖然提供租稅減免，但仍需要其他的財務限制，下列八個課題提供參考：

1. REIT 的財務政策如股利分配或資本結構等如何影響 REIT 的表現？
2. REIT 市場中產生固定收益對資產表現影響如何？
3. 不動產的取得與處分如何影響 REIT 的價值？
4. REIT 合併或取得不動產決策對其股價的影響為何？
5. 什麼會影響 REIT 管理者分配價值？
6. REIT 初級投資的趨勢為何？及對投資人或經銷商有何關聯？
7. 何時及為何會有 REIT 次級提供者？
8. 根據稅法，是否 REIT 需要比原先需求付更多的股利？

(三)投資 REITs

檢驗 REITs 各項種類的特徵並紀錄各項因素的影響，並就組織結構、資產形式、管理類型、與財務政策，提供分析與有系統的下列十個課題給投資人：

1. 何種形式的 REIT 股票表現最好？及何種未來會被看好？
2. 是否投資不同的 REIT 於不同的不動產可以分散風險？
3. REIT 如何在傳統的投資組合理論中扮演角色？
4. REIT 股票中誰的表現最好？
5. REIT 市場是否有競爭？
6. REIT 基金管理人投資者是否產生利益衝突？
7. REIT 是否較直接投資不動產或 CRETs 更具分散風險或投資組合效果？
8. 最近 REIT 組織結構的改變影響 REIT 的表現。
9. 我們可以預期 REIT 未來的現金流量嗎？若可以，則如何預測？
10. REIT 的首次公開募集資金 (IPO) 在長、短期分別表現如何？

【文獻討論摘要】

張金鶚老師：

不動產的實際價值不易衡量，就如同我們購買一件不動產，我們無法自行知道其價值，往往需透過估價或仲介才得以知曉，然而估價或仲介的報價準確嗎？則又是另一項問題。又不動產實際的價值與不動產證券的票面價值各自上下起

伏，究竟兩者間的關係為何？實際上不動產的實際價值應高於其票面價值，否則假使投資人加以買回其所投資之標的，則價非所值，不動產證券就泡沫化了。

林秋瑾老師：

文中提到在 1987 年的一個 black Monday，不動產證券股票在一天之中大跌了 20%，然而當天的不動產價格卻無任何變動，這是否代表資訊不完全以及市場不效率，同時這些都將可能會產生套利的情形？

張金鶚老師：

股票的價格隨時皆在變動，然而不動產市場的價格卻非如此，沒有一件不動產這一分鐘的價格會和下一秒鐘的價格相差甚遠，畢竟不動產價格的形成是有一定的因素，如地段 等的支撐，所以套利的情形是有可能會發生的，若趁著不動產證券股票的價格遠低於該不動產實際價值時買進取得所有權，之後再解散不動產證券將不動產賣出，而這利益一定是有的；但除了市場不效率外，這與不動產實際價值難以評定也有關係。

林秋瑾老師：

表 1-1 中的數據，似乎藉由不動產證券所集資的比例自 1970 年代至今，異動幅度皆非常大。

張金鶚老師：

期初變動大可能與經驗不足有關，然 1990 年代後其異動的幅度亦不小，則可能和該檔的資本額有關，但即便如此，我們可以確定的是，藉由不動產證券來集資的比例的確有增加的趨勢。

林秋瑾老師：

第 9 頁中說到有關資料庫的部份，400 多檔的資料算多嗎？

張金鶚老師：

多啊！美國是最早發展不動產證券化的國家，然而日本發展至今也僅有 14 檔的不動產證券而已，美國目前擁有 486 檔不動產證券的起伏資料，資料庫可說是滿龐大的。

陳詩薇：

文中提到只要有小部分的商用不動產投入市場就會對原有的股票市場造成衝擊，而這個衝擊指的是因為有大量資本投入，會使原有的股票或資本市場更為分散嗎？

張金鶚老師：

對！就以富邦 1 號為例，其所公開募集的 58 億資金在股票市場上算是滿大了，但就整個不動產市場而言仍相對算小，尤其是國內目前商用不動產只有極小的部份拿出來做證券化。