

不動產證券化專題研討第二次上課記錄

時間：2006/09/22(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：吳怡蕙、鄭佩宜

出席：張金鶚老師、江穎慧、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、薛志文、蔡鋒億、陳明忠、游適銘、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇、李芳怡

【課程主題】

「台灣不動產證券化過去與目前發展概況」，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

民國 95 年 9 月 21 日 星期四 聯合晚報

想 REITs 嗎？今天再靠近一點

張老師：這是目前市面上發行的六檔 REITs 的基本資料，我們可以看到前四檔皆是財團型的，而後兩檔卻跌破票面價值，是不是似乎投資人對財團型的 REITs 比較有信心，這一點我們可以好好探討。那接下來我們就進行課程討論。

【課程內容】

◎不動產證券化定義及過去類似案例

張老師：大家可以思考一下，不動產證券化的意義，是否真如法條所解釋為物權轉化成債權關係？

詩薇：投資人在 REITs 中扮演的角色較類似物權的關係。

張老師：那麼將定義改為「對於有價證券的直接持有型態」，似乎較妥？

宗瀚：其實對投資者而言，持有 REITs 是物權關係，投資者對受託機構而言則是屬於債權關係。簡單的說，所謂的物權是人對物的法律關係，而債權是屬於人對人的法律關係。

張老師：所以大家看到法條上的定義，可以先好好思考其真實的意義，這可以回溯到台灣真正實施 REITs 的原因，表象與實質的意義為何？值得討論。

張老師：財神酒店的案例為何不成功？

怡蕙：產權過於複雜。

張老師：對，由於原所有權人將其權利轉賣，轉手後接手人無法變更租約內容，造成許多問題發生。

宗瀚：那當初是否有訂定分管契約呢？若有的話，應該可以避免這樣的問題。

張老師：這個案子的登記過程很奇怪，其公共設施為眾利公司所有，且其酒店經

營型態會造成每個房間投資人難以協商；此外，眾利公司在其他的投資方面有所問題，連帶影響了財務運作上的問題，導致失敗。

張老師：花蓮鳳蝶的案例是將一塊土地分成三塊，將中間的土地細分買賣，其漲價會使兩旁土地也漲價，再把土地信託給自己，將預售房屋部分交由太平洋建設負責，所以運作模式界定不明，感覺上是以預售的型態對大眾公開募集資金，但實際上卻強調為預售情形，故證管會對此產生質疑。

張老師：「台東世外桃源渡假花園別墅」的案例採會員制，像是國外的 time-sharing 的型態，使投資人不直接持有不動產，而是持有時間上的分享，在當時由於時機不成熟導致失敗，但在現在看來推出可能會成功。但會員制實際上是存在很大的爭議，若時間分配難確定易造成投資人權益上的受損。

◎目前案例討論

張老師：所謂的借入款項上限是指借貸上限，可透過槓桿運作。每個借入上限都不一定，但目前銀行似乎漸漸形成不成文的 35% 規定。

詩薇：有信評的可以借 35%，只有投資等級(無信評)的只有 25%，至於 twAA 可以借到 50% 的上限。

志文：實務上發行的 REITs，似乎都是先確定標的物才募集資金，是否與其意義相違背？

張老師：會有這樣的情形主要是因為避免購買決策上的風險，怕即使有錢也買不到，所以大多檯面下已談攏事前契約。

芳怡：富邦一號和富邦二號的標的物都有潤泰大樓？是否是同一個標的呢？

張老師：此兩檔的標的為不同樓層。

適銘：其實富邦一號為增資型態，因其借款上限因素，只能購買一半，後來推出富邦二號時候納入後來的那部份。

張老師：每個產品與特色都大不相同，像是三鼎產品十分特殊，三個均非自家標的物；新光 1 號則有台南標的物與不同類型標的物，故其信評較佳。

宗瀚：是否支持 REITs 都為自家標的與管理？

張老師：不支持。過去美國屬於強制委外，現在的日本也是，但委外可能沒有積極管理的誘因，所以委外與否一直以來都有爭議。REITs 管理機構的成立要件必須有所規範，不然容易有道德風險的問題，但委外是否只要有效率就好？對投資者的影響為何？這只是大眾信心的問題罷了。

張老師：REITs 標的物的增值潛力是個關鍵，所以標的物的估價就顯得很重要，增值大波動大對市場來說究竟是有正面功能，還是會導致投機風氣產生，這點值得討論。大家可以思考一些問題，根據自己的投資偏好，在現行的六檔 REITs 中會選擇哪幾檔？理由何在？若為法人，情況又為如何？

【英文文獻導讀】

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

負責報告人：陳明忠、紀凱婷

第一章 導論 (Introduction)

一、不動產投資信託是股票還是不動產？

傳統的 REITs 必然是封閉基金，不具有對實體不動產的所有權或抵押權，或二者都排除。這項投資工具的創設，源於 1960 年美國國會基於明確的目的，為提供投資人投資不動產的機會，又能有如投資信託般享有收益，且為使 REITs 更能吸引投資，國會暫緩了依稅法規定必須課予 REITs 類公司稅的稅徵，而獲前項稅賦緩徵的 REITs，必須將 REITs 能廣泛地分由大眾所持有，同時並將可徵稅的收入一定部分轉換成紅利分派給投資者。

創設 REITs 以前，投資人僅能由資產市場而無法從股票市場購買不動產。然而 REITs 創設之後，資產轉換成公司或信託的形式，因而在股票市場做資產的買賣，便變成了可行的交易方式。換言之，投資人能夠在股票市場購買一項資產或抵押權的投資組合的金融商品，因此 REITs 的創設，使得小額投資人投資不動產，不僅可行而且便利。

近年來，由於稅法的修訂，允許 REITs 可以經營管理自己的資產，及為 REITs 投資人提供相關服務，就此而論，部份現代的 REITs 可視為一營運公司（與傳統 REITs 為一封閉基金相較）。但不論傳統或現代的 REITs，資產的所有權依然是資產最重要的表徵。因此，持平地說，不管現代或傳統的 REITs，都可以視為在股票市場一項資產或及抵押權組合的交易。因此 REITs 投資者必須嫻熟於資產與股票兩方市場，方能做出明確的投資決策。一般投資人，或嫻熟於資產市場，或精通於股票市場，卻鮮少能兼顧兩方市場的。

事實上，資產市場與股票市場的差異並不大。但表面上，我們可觀察到資產市場與股票市場價格波動的模式有顯著的不同。例如我們都知道，股票市場的價格波動是瞬息萬變的，但資產市場的價格變化並不如此，我們常可觀察到，當 REITs 的價格有了顯著的波動，但實體資產的價格卻是聞風不動的。

我們可藉由 1987 年 10 月發生所謂「黑色星期一」的極端例子，來說明 REITs 與實體資產價格波動的脫鉤現象。當 REITs 價格下跌了 20% 時，當天實體資產的價格並未下跌。雖然我們常假設，REITs 的價格反映著實體資產的價值，但顯然地，「黑色星期一」的前後，二者並未作如此的連動反應（或許 REITs 價格根

本從未反映過實體資產的價值)，無論如何，至少就短期而言，REITs 與實體資產的價格波動有顯著的脫鉤現象。

當我過去無法，或許將來也不能了解 REITs 到底反應了多少實體資產的價值，因此我們對市場上投資客是如何進行套利，便感到困惑。舉例而言，如投資人認定，股票市場的 REITs 價格遠低於資產市場實體資產的價格，理論上，它會買足股票，以主導解散 REITs，同時將實體資產於資產市場做賣出。同理，REITs 經營者如確認 REITs 價格遠低於實體資產價格，則其會將實體資產於資產市場做賣出，再將所得償付股票股東而有餘。我們似乎可瞭解到，精明的投資者憑著敏銳的市場嗅覺進出市場，以尋求套利機會。

顯然地，如不考慮交易成本，必然存在著組織結構上的因素，使得投資人無法於股票市場與資產市場進出以尋求套利。例如，REITs 的經營層或顧問群，掌握了該組織的重要決策權，使得決策圈外的任何人，無法於經營決策上有所置喙；這情形也同見於實體資產或抵押債權的價格資訊上。這種組織結構上的因素，真真確確存在於部分 REITs 其針對收入或增值分派的特殊條款上。（也就是說，抵押債權持有人的收益，不僅來自債務的償還，尚有其他名目的所得）

價值無法確認的問題及對真實體資產的缺乏瞭解，將因 REITs 的本質因素而更加凸顯出來。國會立法創設 REITs，為小額投資人提供投資不動產的工具，並藉由稅法的規範，特別限制了大額投資者的人數，以達成 REITs 的投資者能多元分散的目的，然而如不藉由專業投資機構的協助，一般小額投資人絕難對所投資的 REITs 作市場分析（當然，這情形在股票市場也是如此）。

除了原有複雜的價值評估的問題，REITs 之獨特基金型態之組織結構、稅務法規對公司決策上的限制、以及投資者結構上的多元分散，使得 REITs 在股票市場中成為獨特的一群。事實上，很多針對市場中特殊現象作財務分析的研究者，特別將 REITs 從其樣本中剔除，顯然地，股票市場對 REITs 並沒足夠的瞭解。

過去 40 年來，REITs 經歷了多次起伏，卻也有了創新的成長，在 1986 年之前，即使 REITs 的存在已有 25 年之久，REITs 的總資本額依然低於美金 100 億，然而依最近的統計顯示，在股票市場 REITs 的總資本額已接近 1600 億。

過去爆炸的成長，提供也教會了投資人如何去評估股票，主管機關及 REITs 的經營層，也從過去的錯誤中記取教訓，並致力於組織上的變革，以求提供投資者更好的投資服務。然而有關 REITs 評價及績效的實證資料，投資人及經營者實務上所獲得的知識，零碎地散見各式文件。因此有必要系統地擷取過去經驗，及

實證上的綜合分析，以對 REITs 未來的發展有所助益。

二、為何 REIT 值得我們注意

雖然我們無法得知這世界上的不動產到底值多少，但可肯定的是，不動產所值是有人類財富的大宗。這結論，與美國不動產總值佔總財富之 40-50% 是一致的。大部份美國家庭擁有自用住宅，但大部份的商用不動產依然是在投資者手上，你能想像如將大部分商用不動產放在股票市場交易，會是怎樣的情景？但重要的是，你能說出它不會發生的理由嗎？

我們都知道，很多大型商用資產的所值，遠高於股票市場交易的公司所值，如果小資本的公司能在股票市場上交易，同理，大型資產也應能像公司一樣，在股票市場上進行交易，一旦 REITs 市場漸大，對 REITs 市場有更深入的瞭解是蠻重要。

(一) 漸增的 REITs 初次公開募集活動

是否將有商用不動產證券化？並在股票市場上流通？答案是肯定的！而證券化的速度多快那是另一個問題。以現有不動產市場的規模，即使將一小部分的資產進行證券化，也需要一段蠻長的時間。而從現有不動產證券化的實證資料，我們可認定，市場上存有著對資產證券化的動量。

表 1.1 顯示了 REITs 與非 REITs 基金，從 1970 至 2000 年 10 月間的初次募集活動，將 REITs 視為單一產業，可見到 REITs 佔了初次募集活動相當的比重。在 1970-2000 年間，REITs 的初次公開募集總額，約為整體基金初次公開募集總額的 7.5%，就單一產業而言，7.5% 是顯著的比重。

前述比重並呈穩定地增加，在 1970-1979 間，其比重為 7.02%，但在 1990-99 年間，其比重已成長到 9.08%。雖 REITs 的初次公開募集活動頗具週期性，但就長期而言，其比重的趨勢是增加的。當 REITs 持續地進入市場，投資人及經營者對 REITs 必須有更深入的瞭解。

(二) REITs 與其它股票是不同的

或許會問，為甚麼必須研讀 REITs 的文獻？難道我們無法藉由對整體股票市場財務文獻的研讀，以得到對 REITs 的瞭解嗎？無論如何，REITs 也是一般股票市場的一部分，不是嗎？雖然一樣在股票市場進行交易，但研究者並不將 REITs 視為一般股票。如前所述，很多財務研究者將 REITs 從樣本中剔除，因為

他們相信，REITs 跟其他市場上的營運公司是有所不同的。

更重要的是，很多研究發現，REITs 與其他類型股票相較，無論在表現上或獨具的特性上，都有顯著差異。這些研究檢視了報酬的預測、價格形成的過程、股利政策、資本結構、初次的公開募集及後來的增資、合併等等事項。事實上，現行以 REITs 的信託結構及稅務法規，如果 REITs 的表現跟其他股票一樣，那才令人驚訝。而因 REITs 的獨特性，強調了對現行 REITs 做分析的必要性。換言之，如果一名股票市場的新手，以他對一般股票市場認知去接觸 REITs，必然會令其瞠目的。

三、蒐集實證資料

事實上，目前市面上有關 REITs 的書籍，如非僅以投資者的觀點討論 REITs，就是對未來 REITs 的經營者，提出如何去組織 REITs 的建言。部分書籍僅對個別的論文做編輯的工作，而未能對 REITs 相關的議題做通盤、整合性的討論。而市場上能對 REITs 作廣泛、有組織、有根據的論述並不多見。甚至迄今，猶未有書籍能詳細地、即時地描述產業。

甚者，基於有限觀察及特殊資訊而建立的個別性的知識，雖然有用，但個別性的知識本身，無法提供人們對許多 REITs 相關議題有一綜合性的理解，而瞭解 REITs 產業最好的方式，是透過學術性的實證分析。本書的目的，即欲結合財務、不動產業者等觀點，進行學術性的實證分析研究。

(一)實證資料的調查與分析

本書試圖建立起業者與研究者，在不動產與財務方面的橋樑。以嚴謹、科學的方法，透過大量的文獻資料（400 份以上學術及實務性的論文），檢視 REITs 的特性，大部分有關 REITs 的文獻，是不為學術圈有關不動產或財務研究者所熟知的，但卻提供投資人及經營者，理解 REITs 產業展開驚人成長其本身的特性因素。本書以系統性、通盤性的方式，綜合分析這些大量文獻，以提供實用的資訊給投資人、經營者、學術界及有意習得 REITs 相關知識的學子。

(二) 廣大的資料庫

學者所面臨最嚴重的問題，就是他們的學術研究的樣本期間缺乏一致性，因此很難將他們的結果作比較，而且發表以觀察為主要的研究，只有少數在學術文獻中採用最近可得的資料（在那些研究的保護下，部分是因為必須花很長的時間來

發表一個學術研究)，故為了縮小這兩個問題，本書建立了從 REITs 發行十年以來一個龐大且最新的資料庫，我們從這個資料庫使用最新的資料，去複製及更新一些其他研究的成果報告，因此我們在討論時就可以有最新的資訊。

我們在這本書使用的資料庫非常的龐大，包含現在存在的 REITs 公開交易的資料，而且 REITs 沒有保留過去四十年的資料，這表示，除了不動產投資信託國際協會外，我們擁有有關 REIT 最大的資料庫，包含了 486 個 REITs 從 1962 年到 2000 年的交易資料。此外，我們的資料庫淘汰了會扭曲有關 REITs 議題討論的偏差存在(特別是 REIT 在股票上的表現)，作為一個附加利益，我們也可以用這個資料庫在 REIT 產業裡去產生一個全面的報酬索引，它也包含附錄。這個索引將給讀者很實用又迅速的參考 REITs 從 1962 年到 2000 年的收益表現。我們的分析需要使用大量股票收益量和廠商表現的資料，但只可能從證券價格研究中心 (CRSP) 和 COMPUSTAT 的帶子獲取資料。因為 CRSP 每年更新他的資料，所以帶子裡可獲得的資料是從 2001 年十月到 2000 年為止，而我們的分析涵蓋了 1962 年到 2000 年。

四、有趣的議題

我們希望可以提供一個完整的分析，以及綜合現行的 REITs 研究，賦予 REIT 管理者增進他們的投資決策以及 REITs 的營運表現，我們的分析是設計來給實際從事更多完整的了解，過去當產業改變時會影響 REITs 營運表現，而且未來也會被一些可預期的因素影響表現。有鑒於此，我們只會注意有關管理和投資 REITs 的議題。我們首先要確認，我們會注意我們所認定的重要議題，我們把這些議題分為三類，分別為了解 REITs、管理 REITs、投資 REITs。

(一) 了解 REITs

在我們可以詳細分析 REITs 前，必須先了解 REITs 市場的基本結構，REITs 及他如何發展與過去成敗的經驗，而為了達成此項目的，必須注意下列七個議題：

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 MPLs(主要有限合夥)或 CREFs(混合不動產基金)？
5. 專業投資法人機構參與 REIT 的影響為何？
6. REIT 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 REITs(類似封閉型共同基金)或現在的 REITs(類似經營公司)接受特殊稅法的限制，雖然這些法律提供法人所得稅租稅減免，但仍需支付盈餘的一部分。這樣要求在財務政策上將增加 REITs 限制，下列至少八個課題在 REITs 的管理上應該被注意，如下：

- 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 · 仲介課題(在股東、管理者和債權人之間利益潛在衝突)什麼會影響 REIT 股東權益？
- 6 · REIT 制度投資的趨勢為何？代理投資的意涵以及 REITs 股票市場中普遍存在法人控制的課題？
- 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

檢驗各類 REITs 的特徵並紀錄各項因素的影響，本書也將補充一些既存的文獻，並就組織結構、資產形式、管理類型、與財務政策，提供分析以及有系統的綜合 REITs 表現，下列是對給 REITs 的投資者很重要的十個課題：

- 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增進多樣化和股票表現？
- 3 · REIT 如何在傳統的投資組合理論中扮演多樣化的必要角色？
- 4 · REIT 股票中誰的表現最好？
- 5 · REITs 的市場的效率如何？
- 6 · REIT 基金管理人和股東是否產生利益衝突？
- 7 · REIT 是否較直接投資不動產或投資私人經營的不動產工具(例如 CRETs)更具分散風險或投資組合效果？
- 8 · 最近 REIT 組織結構的改變是否影響 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？

五、本書章節提要

為了開始我們的分析，第二章我們首先回顧 REIT 觀念的發展，從我們討論 REIT 的興衰，我們可以確認過去所面臨的問題，並且找到有效解決問題的方法，所以這章將提供我們一個基礎的資訊分析接下來的章節。接著，第三章將討論 REIT 的組織架構，我們特別注意到 REIT 近年來在結構的改變，並且論及其理想結構的議題，創立一個 REITs 的營運模式也許會改變 REITs 在股票市場上的表現。

第四章將專心探討 REITs 獨特的議題。就像股票共同基金也需要一個基金經理人，REIT 天天的營運也需要一個顧問或經理人，但是在 REIT 這個產業裡，採用一個顧問會產生很多爭論，我們告訴你為什麼會這樣，並且提供一個可能的解決辦法。最近在 REIT 產業裡，對於 REIT 的理想大小也有很多爭論，是否 REIT 應該盡可能的擴張，在第五章會告訴你答案。

我們認為過去四十年在 REIT 產業裡最重要的改變之一，就是 REIT 股票市場裡增加了許多機構投資者，REITs 最初的設計是給小額投資者的投資工具，然而，我們知道小額投資者缺乏議價能力。在第六章，我們討論小額投資者的問題，以及在 REIT 產業中機構投資所帶來的改變。第七章，提出另一個時間的議題：REIT 是否應該集中投資於同一個財產類型，或者在更小的地理區域？雖然這個問題沒有絕對的答案，但似乎有一些一般性的認同原則，我們將會在這章報告。

第八章討論 REIT 的股利跟財務政策，因為 REITs 被要求支付高額的股利，而且法人不需支付稅負，因此股利和財務政策的考量上必須不同於那些工業公司。第九章，我們討論 REITs 另一個獨特的特性：就是 IPOs，過去經驗的證據告訴我們，REIT 的 IPOs 的表現不同於工業工廠，我們會告訴讀者，它們的不同點，以及回顧過去造成他們相異的原因。

第十章提供集中以及實用的建議給有興趣投資 REIT 股票市場的讀者，在這章，我們解釋各種有關 REIT 股票市場表現的議題。第十一章將探討是否可投資者可以藉由預測 REITs 股票市場的波動趨勢來獲得不定的報酬。第十二章是本書最後的總結，我們討論 REIT 產業未來的方向，以及在美國以外 REIT 產業可能的發展，特別是亞洲。最後我們用我們的水晶球提出對未來 REIT 產業的意見。

六、聰明執行決策的書

雖然 REIT 的觀念始至十九世紀，投資者對歷史的了解仍然是相對地簡要，然而，REIT 已經擴大，並且可能更加的擴大，這個快速的轉變已經被駕馭了，

並且藉由稅制的改變有了更大的延伸，但是稅制改變，也是反映產業希望採用投資者的需求而改革組織的結果之一。REITs 空前成長的數字、市場的資本化，以及機構利息近年來的建議經理人，應該去學習避免過去造成 REIT 瘟疫問題類型，換句話說，經理人應該更睿智，而投資者也許值得注意去更有知識的了解 REIT 的特性，而這個知識我們願意分享給讀者。此外，我們相信去了解我們建議如何去解決 REIT 的問題是很重要的，因此，我們在討論解決辦法前應該要特別注意問題的成因。

我們設計這本書給一般的讀者或是對投資 REIT 有興趣的投資者(大或小)，又或者是精通 REIT 的實務者，而其有興趣了解更多這個產業以及未來的方向。因為這本書提供洞察許多對 REIT 有用的管理，這也許會對顧問有益處，以及在管理 REITs 法人的法律、不動產法令這些領域的律師也有有用處，而在不動產證券領域的政府管理者亦是。最後對財務和不動產學生以及相同的學術界都會有利處。

七、附註

1. 我們發現當股票市場情況低迷時，有好幾個 REITs 會讓公司私募。我們假設部分推動的原因是為了要在公開及私有不動產市場間進行套利。
2. 舉例來說，Ibbotson、Siegel(1983)以及 Apgar(1986)。
3. 然而，我們喜歡兩本有關 REITs 的書，一本是 Block(1998)所作的 REITs 投資討論，另一本是 Garrigan 和 Parsons(1998)所作的書，內容包含這個主題的一些好文章的彙整。

八、參考書目

Apgar, Mahlon .1986.不動產策略展望. 不動產議題 11

(秋-冬)：7-8

Block,Ralph L. 1998.投資 REITs：不動產投資信託.

Princeton ,N.J.:Bloomberg Press.

Garrigan ,Richard T., and Jhon F. C.Parison ,ed. 1998.

不動產投資信託：結構、分析、策略. 紐約：McGraw-Hill

Ibbotson , Roger G., and Lawrence B.Siegel 1983.

世界市場的證券財富。證券管理期刊 19(冬)：5-7.

【文獻討論摘要】

張老師：看完之後有什麼問題和心得？

凱婷：文中有提到 REITs 是股票還是不動產？結論是，看起來是 在股票市場中很特殊的一支股票。

張老師：REITs 的交易方式、課稅等等和股票很不相同，要說它是股票很難算是，但更不像不動產了，不過還是比較類似股票。

這一章一開始主要是讓大家了解 REITs 的本質，不過最重要的是本章在最後把議題分成三類，第一個是「了解」，就是了解 REITs 到底是怎麼回事，雖然在美國已經發展 20 幾年了，但是了解後還要再了解。第二塊是「管理」REITs，是站在經營者的立場來看，最後是「投資」REITs。以上這些課題都是未來我們要關心的。

美國只有 REITs 沒有 REAT，而美國的 REITs 也跟台灣不同，台灣的 T-REITs 是台灣所特有的，例如價格的形成、管理、稅務面都不相同。不過因為是學習美國的 REITs，所以也有相同的地方，所以美國已經發展 20 年了，應該有一些軌跡可作為台灣的借鏡，而就不相同的地方，究竟對 REITs 會影響多，應該可以從這些不相同的地方找到契機。所以我們不管是站在管理者或是投資者的位子，都應該去仔細思考這些問題，在參考美國經驗後，不可以完全照單全收。當然美國發展這麼久，有 400 多檔 REITs，因此資料庫也很豐富，相較台灣只有六檔 REITs，經驗就比較豐富了。

最關鍵的問題是房地產好不好，因為這是個投資，報酬跟風險多少都很重要。在房地產來說，怎麼樣管理會更有績效。

志文：上一節課老師提到的投資的問題，REITs 在核准前都先有標的物存在。

張老師：所謂的 IPO 就是初始發行，市場可分為初級市場和次級市場，但是以股票市場來說大部分都是次級市場。IPO 就是首要市場，一開始都會有蜜月期。

志文：那以美國來說，在初級市場時，投資標的是否已經清楚？

張老師：投資標的在美國有分兩種，有清楚的也有不清楚的。不過，投資通常在買 REITs 都會比較信託機構、管理機構的優劣，以及租金收益是否穩定，就像買基金一樣，會去看基金管理人過去的表現好不好，所以如果投資標的不清楚，管理人的優劣就很重要。

適銘：以國內 REITs 來看，只有富邦一號有初始發行，而美國會特別去強調 IPO，可能因為美國 REITs 後來增資的情形較為普遍。

張老師：因為美國 REITs 除了增資外，也有併購的情形，所以以 IPO 作為比較基準是比較清楚的。在看國外文獻時，要有三分之一的心得是對照台灣的情況，作一些聯想跟延伸。

適銘：不動產資產信託有規定，投資標的之不動產若有抵押權設定必須塗消或處理，那在不動產投資信託部分會不會有抵押權？基泰這檔現在沒有抵押權，那是不是代表以前幾檔 REITs 有？那如果不動產投資信託部份有抵押權的話，是否要

在信託契約部分表明在資金募集之後，由發起人去塗銷這個抵押權？而基泰在大湖商旅給麗湖企業承租有 37%，而在飯店是否類似國泰一號的標的物「喜來登飯店」採包底抽成制的方式？

張老師：而抵押權問題，照理來說應該要塗銷。就基泰來說，「世紀羅浮」還有一些沒有出租的部分，但是已委託給基泰管理顧問公司，對投資者來說，就算是已經全部出租的狀態了，當然基泰和其管理顧問公司之間，這是內部關係。不過大湖商旅出租給麗湖企業就是非基泰關係企業。

***補充：**根據「基泰之星公開說明書」表示，對於「麗湖大飯店」是採取固定租金收入的收租方式，非包底抽成制。

張老師：從美國的經驗來看，REITs 越來越成長，反觀台灣也許也會有相同情形。不過美國會比較流行的原因之一，是因為他們是公司型的，是比較主動的，而台灣是信託就比較被動。不過美國就成長性來說，從 70 年代 7.02% 到 80 年代是 8.27%，而 90 年代是 9.08% 的數字來看，是顯著有成長的。就台灣來看，REITs 市場也許會蓬勃發展。

志文：國內發行的這幾檔 REITs，規模最大只有 130 幾億，最小 20 幾億，從現在的規模來看，若 REITs 發生問題時，是否有統計資料可以說明證券的流動性是否會受影響？

張老師：目前統計資料是比較缺乏的。

穎慧：從國內幾檔 REITs 的情況來看，所以不見得希望有很多散戶，因為投資散戶若同時賣掉，會對市場的波動較大，例如富邦一號法人所佔的比例就是 60%，

張老師：如果 turnover 高的話，基金就會不穩定。

志文：但是這樣對投資大眾就比較不好。

穎慧：其實法人比例高不見得不好，因為法人買進也是要求一定報酬率的，所以在 REITs 不可能全部賣給自己的相關企業的情況下，所以法人較個人來說較有監督能力、並且對證券的評價更有分析能力，不過法人的資料是不透明的。

張老師：法人的資料是不公開的，所以法人和個人的持股比例也是看不到的，現在的資料還是很不透明的。在美國有一個很重要的機構，叫做 NAREIT--全國不動產證券化協會，架有網站，這個協會會公佈很多資料以及一些指數，我希望提倡來建立 T-REITs 指數，而以目前是以信評來釐清，不過美國跟台灣還是有很多不同。我們仍有許多討論的空間，因為時間關係，今天課程就到這裡告一段落，謝謝。