

不動產證券化專題研討第五次上課記錄

時間：2008/3/28(五)09：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：賴靖雯

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、張耀文、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、楊博翔、王姿尹、賴靖雯、邱信智、翁業軒、施甫學

【課程主題】

「歐洲與澳洲不動產證券化之實施經驗」張耀文、林佑儒報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch4王姿尹導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「歐洲與澳洲不動產證券化之實施經驗」PPT檔案。

老師：在管理方面在台灣規定是內部或外部都可以，表現上是希望委外管理，不過通常是內部管理，目前沒有特別規定；另外是分散性要求，現在也是沒有明文規定，不過在國泰一號喜來登佔的比例太大，怕風險太高，最近新發行的現在要求單一標的不能超過 50%，不過現在看起來沒有新的案例發型，上市規定是什麼意思？

佑儒：就是有沒有規定需要掛牌上市，有一些國家可以不用掛牌。

老師：台灣也沒有規定阿，雖然都有上市，私募的需要嗎？REATs 的部分呢？

佑儒：可能只有講 REITs 的部分。

老師：台灣都有上市上櫃，澳洲荷蘭美國我不是很清楚，美國的私募應該也都有有一些上市，當然有一些規定也可能是不需要，不需要就代表了私募的意思，私募不需掛牌，我們的 REATs 可以私募只是還沒有，要釐清。接下來不動產佔總資產比例，比利時只能租金收益不動產，像是不動產公司，其他像是在台灣還可以投資什麼呢？

耀文：台灣規定 75% 的部分，不一定要全部投資不動產，包含公債、REITs、REATs。

老師：穩健的就可以，也可以投資非不動產。澳洲可以上限少，或者更少的相對含意是什麼？應該是更有彈性，希望有穩健的收益，以及確定資產不會有太大風險，有實質資產在背後，要看每個國家對其 REITs 的態度，應該多

開放、多有彈性，看每個國家，也不須絕對如此，重要的是目的。另外限制只能投資收益型不動產也很有意思，荷蘭比利時小國家比較嚴謹，比較大的，炒不動，土地面積較大的國家規定較鬆，有的國家很嚴謹？這跟國家的經濟體，也和國情民俗有關係，會採取保守、漸進的過程。法國相對英國比較保守一點。開發型的部分，越大市場越開放，澳洲美國都如此，比利時有限制但可以，但投資組合有上限限制，目的在限制投資風險，而到底誰該把關？是市場還是政府做基本把關？這有討論空間。可以看到資產活絡程度，限制越嚴格市場越不活絡，槓桿限制可以看到市場規模比較小的，比較有限制，像是台灣荷蘭比利時等上限 35%。

佑儒：我補充外資限制的部分，比利時日本採取禁止，荷蘭採低限度限制，其他都是沒有限制，台灣須經核可。

老師：台灣對外資，或者說是陸資比較敏感，到底要不要開放熱錢湧入，投資 REITs 和直接擁有不動產是有差異，投資 REITs 是間接的，這是不是要限制？雖然沒有明文規定，不過大的經濟體通常較無所謂，小的就會比較緊張。我們到底該不該開放？

桂霖：比例上要漸進。

姿尹：我覺得要有一定比例，像是股票市場都是外資大筆買進賣出，如果 REITs 期望是穩健的投資收益，要有所限制，應該要避免大筆買賣進出影響價格波動。

老師：不是說不讓他波動，全球資本市場資金流動，台灣的經濟過度炒作會很危險，這樣不穩定的力量會對台灣不利，有沒有反方意見？

佑儒：市場多一點限制，會比較不活絡。

佳甫：拿別人的錢來做自己的投資。

老師：姿尹認為風險會高，不過高報酬就是高風險，把國家當作一個經濟體，有沒有贊成外資可以進來的？

王旻：贊成他們來的話，希望經濟體可以做大，金融體變大，相對受限小，像是英國經濟體大，但人口少，英國金融體系健全龐大，如果我們能健全的話，就這方面來看開放坐大應該比較好。我們還太小。

老師：你認為規模不夠大，配套措施不夠好，容易有內線消息，造成困擾。不像英國較健全，我們比較像荷蘭比利時，不過應該是沒有絕對的開放或管制，在這樣的光譜理移動，是相對開放或者緊縮。對國家的規模，比較小規模的會較緊張，美國土地大，心態較開放，在政府制度上的想法會有落差，可以理解這些人民或國家對於開放或管制的態度，贊成或反對的原

因，是市場決定，就是看不見的手，不過市場真的不會失靈嗎？失靈需要政府介入嗎？回到政府看起來也不怎麼靈光，搞的一灘死水，內線交易等房地產也有偏離均衡，都任由他發生，是說市場背後的配套沒有做好，不是說市場不行，而是透明化的問題，重點是市場背後的力量力的配套措施，可能可以利用市場來壟斷市場控制市場，造成泡沫化的危機，不應該全民受傷，受傷跟生機如何選擇，外資是比較投機，回到證券化這件事，直接投資不動產跟證券化有什麼差異？哪個比較可以開放？

桂林：證券化，他的流動性較好，對投資者較好。

老師：開放外資或陸資是政府的決策，要投資證券化還是直接投資不動產？特別是小國家會有管制，投資不動產和投資其他資產有甚麼差別？從投資者流動性的角度言，為什麼開放投資證券化會好一點？

業軒：我們限制外資直接投資不動產，是國安的考量，會有安全上的疑慮，如果可以開放證券化，因為不是直接持有，應該比較安全。

老師：產權是核心，國外大多都有限制，不太可能讓整個國家被外資買下來，對產權的問題是很忌諱的，當然有限制，開放程度也有差異。另外呢？不只是產權，還有管理經營的問題，管理機構和管理者不一定是投資者，或者說不應該是投資者，不會因為投資者而能夠全部決定，還是需要管理機構的把關，所以似乎在風險考量上可以先開放證券化。顯然投資到不動產上則應該繼續討論。對外資或陸資現在大致上都有限制，此外也不能買住宅型，就算可以也應該有配套措施，大家贊不贊成？

王旻：凱悅的案例，政府是地主，BOT 出去，政府也可以再拿來證券化。

老師：這當然沒問題，對於產權已經被信託處理，不可能全買，也不能完全整握決策，經營管理有專責機構，如果可以盡量證券化，可以增加外資進入台灣，這樣是好的。目前共識是應該要開放外資投資證券化商品，這方面是較安全，可以確保風險的，應該不能太限制，或者限制應該低於直接投資不動產。投資標的的話商用不動產應該是比較安全，住宅不動產我比較反對，住宅不應該是純粹投資財，應該是消費居住使用需要，不是不可以，基本上是消費使用，不應該有本末倒置的問題，消費財變投資財，好的居住環境就無法確保，消費財變成困境。回到開放這部分，外資的流動不會長久在這，投資就是要增加流動性，是短期週轉，所以說水能載舟亦能覆舟，會有進進出出，也會造成不穩定，我們不鼓勵石油這類的產品變成浮動很大的產品，應該是要穩定，不過避險的話就是另一個問題。投資市場就是要活絡，一灘死水沒有用，如果資金周轉活絡，市場效率高，住宅市

場應該以穩定為基本，這方面會有落差，所以開放陸資直接投資不動產，住宅方面這方面還有討論空間。

桂霖：需要討論整個台灣嗎？還是可以只討論部分區域，如台北市、花東雲林可以採開放市場阿，不一定要整體，市場弱的地方可以比例較高。

老師：很有趣的想法，不過這牽涉到地方自治的落實，此外爛地方有人要去嗎？外資就是要炒作，如果市場不行就需要多給誘因，至少可以不是直接全部限制，可以存在地區的差異性，其他想法可以提出來討論，這想法有突破。

王旻：這樣的前提下，像是開放澎湖賭場，是有特殊目的，想比照大陸的觀光勝地，看起來還是商用不動產，且是特殊目的針對當地。

桂霖：憲法裡面規定地方自治，縣市政府為什麼不敢？因為要接受中央補助，有很多東西都是受中央法令規定，但開發這些東西應該是地方所管。

老師：像是都市計畫變更就是中央審查，還有建管會議，中央地方難切割。

王旻：請問多少的績效比較好，多少才算高。

老師：台灣比較少，大約 4~5%。

王旻：選舉完有漲，國泰富邦有漲到 12 塊。

老師：票面的話，台灣的漲的不多，不過其實國泰等沒有看起來那麼不好。

老師：溢價發行是啥？英國是溢價常態？

耀文：以債券來說，發行時價值超過票面價值。要募集 100 萬，發行時因為市場上的其他因素，如總體環境或是投資人偏好，出售的價格高於他的票面價值。

桂霖：台灣的 IPO 是不是會有蜜月期？

老師：不見得，不一定。

老師：可以看到歐洲市場很新，去年歐洲還在籌備，推出後一下就到了世界第三大。漲起來就很快，布局花了一些時間。英國看起來不錯，值得討論，至於法國、德國看起來會是歐洲主要市場，雖然還沒出來，不過看起來已經準備好了，歐盟的 REITs 未來一定會有。澳洲 LPTs 好像和 REITs 沒甚麼很大的差別，市場發展很大，和美國一樣很早 1970 年就開始了，規模也很大。

佳甫：澳洲歐洲相關制度表格有問題，收益分配要求的部分台灣是 90%。

佑儒：有一個 35 人的規定，應該是不得低於吧，這邊很怪。

老師：我忘了，不得低於 35 人的規定，看課本 P455，應該是私募的規定，是特

例，所以才規定這麼少人，公募沒有限制人數上限。

佳甫：英國發展模式，像是資產公司等有很多土地資產的公司轉型成 REITs，為啥國內沒有這樣的例子，像是土地銀行，可以藉由證券化降低他的上限。

佑儒：英國較特別，是大企業本身有很多資產，本身就已經上市，希望藉由 REITs 來將低自己的稅賦。

老師：台灣的國壽也很大阿。

佑儒：是稅制的問題，證券化可以免營業所得稅。

老師：最大的原因，因為他們是 SPC，我們是採 SPT，全部信託出去就沒得搞了。理論上為啥國壽不轉成 REITs 公司，要他們拿資產出來都很捨不得了，都只拿中等的產品來試看看證券化，二者基本上是有差別的，主要是證券化的目的是啥？是希望有更多證券化產品，希望小額大眾可以持有？專業經營管理？要怎麼達成？要達到目的應該給更多誘因，這是抵換的想法，如果有目的沒誘因，就會原地踏步。

佳甫：我在戴德梁行打工，外資想投資，但是好標的都在大財團手中，所以不願意出售或開價太高，英國的例子是願意拿出來，台灣不是沒有市場，而是沒有那個氣候。

老師：台灣好的商辦都是大財團把持不釋出，活絡性很少。最近商辦要發展的空間多少可以釋放，外資進來要買啥？

王旻：牽涉到激勵性，台灣不像歐洲這麼誘人，以德國來說吸引力最大，德國在去年十月掛牌第一檔，而次級房貸是去年年中，去年看來歐洲市穩定上揚，在修法的過程中，他們本來的經濟體系是在上揚中；而台灣的誘因不夠，是不是因為證券化是在房地產最低的時候推出，而歐洲的背景是不同的。歐洲時機正確，看起來非常蓬勃，澳洲雖然晚美國十年，不過整體幣值是往上揚的。歐洲時間短可以繼續討論，不過次貸對歐洲衝擊多大這裡就不知道。22

老師：歐洲是不是能持續我們可以期待，每個國家發展背景不同，台灣在低利率時代出來，相對於股票市場，跟其他財貨的競爭，現在看起來不太好。比較利益的結果，證券化沒有那個條件，而美國已經很穩定，台灣亞洲歐洲都在新興階段，未來還可以發展。美國的經驗看起來是從很好到泡沫，到現在很穩定，這樣的趨勢似乎是 OK 的，可能歐洲亞洲現在會有一些熱潮，不過相對時間之後會慢慢減速下來，最後回到制度磨合。資本市場的全球化，該到什麼程度，這跟管制開放的程度也有關係，有穩定相對均衡的狀

態可以期待，成長是一定可以出現啦。回到台灣的啟示 可以感受到現在八檔是無法生存的，必須想辦法解除管制，應解除上市的限制，還有開放開發型都是必要的。

甫學：股債的評價，主要是受現金流量影響，債券的話是市場利率，那 REITS 是比較偏向哪種？我覺得應該受市場利率比較多，他是固定收益的類型，有抗通膨的效果。利率上漲他的股價就會下跌。

老師：受利率影響大就沒抗通膨效果？以美國經驗 REITs 是可以避險的，租金是會根據通膨調整，所以它才可以抗通膨。

甫學：所以租金變化影響較大？

老師：理論上他抗通膨是因為利率調高他也會調高。如果利率提升你買不買？因為他報酬利差不大，所以你不買。最近大的題目是國泰董事審查會，現在都是法人在買，有 70% 是法人，多是大戶法人，因為可以免稅。

佑儒：歐洲荷蘭發行很久，支撐股價的力量主要是退休基金的部分，因為主要是保本的需求。

老師：退休基金是安全性考量，法人的投資組合都希望相關係數可以低一點，多是對沖基金，因為買 REITs 價值會固定，但是台灣散戶對穩定的沒有興趣。

甫學：一般來說投資是在股價波動，最怕標的物下市，因為是永久的損失，那 REITs 最差的狀況是？最大的風險？

老師：併購或是清算。有實質資產和公司經營下市相比相對比較穩健。風險的話地震或火災，不過有保險。

信智：投資開發型不動產限制，荷蘭已經 40 年了，台灣為什麼還是不允許，為啥還沒開放？

佑儒：荷蘭是因為目的的差異，以穩健的為主，現存的都是收益為主，是目的的因素。

老師：台灣呢？目的是振興房市、改善實質環境，當初股市很熱，覺得沒必要。當初從都更開始推，不過門檻太高，沒有人願意推出。後來遇到不景氣，一路往下走。就不動產的立場，應該要經營管理專業化，跟非專業分離，投資產品可以較穩健，使小額可以投資，而非財團壟斷。就資本市場的立場，可以增加標的，要開放還是緊縮，這是兩難的困境。

王旻：應該要視國家需要，建立原則。

老師：是供給還是需求問題，現在是兩方都沒興趣，導致市場不上不下。富邦一號的部分，收益最高；可以發現潤泰是有貸款，他是地上權的案子，借錢後就高報酬高風險，另外是資產重估的部分，國泰的增值的效果不錯；但

是富邦一號潤泰就沒有資產增值這部分，現在雖然租金收益高，其實背後代表沒有增值這塊，現在年利率四點多不好，比定存多，不過他有增值利益，未來是會累積的，只是還沒實現。股價的波動現在大財團的都還在票面價值以上，可否投資還可以討論。

◎報告內容詳見「Real Estate Investment Trusts Ch4」PPT檔案。

妍如：內部管理股價表現好於外部管理，主要是在經營績效的差別。除了在經營績效方面，還有別的嗎？

姿尹：裡面沒有特別說明，只有提出報告結果。

老師：要想為什麼？

妍如：因為內部代理的代理成本較小，但報告說他無法完全排除，我想知道還有哪些代理成本？內部顧問還有哪些代理成本，不是應該都可以排除嗎？

老師：自己人是什麼意思？

妍如：如果是內部管理，都是自己人應該很好協商。

姿尹：內部顧問還是要排除私利，還是顧慮到法規限制，在這限制裡面所能決擇的權利還是會產生成本。

妍如：那就是逆選擇，通常是外部管理代理危機較大。為什麼不能完全排除？

老師：所以他說內部較好，不可能完全排除是因為自己也有雇傭代理問題。他沒有說可以完全排除，不可能都是只有一個人管，那個人的道德也會有代理的風險。一個是部屬雇傭，一個是外部，這是相對程度的問題。

桂霖：老闆是股東嗎？還是 REITS 公司？如果是股東，不管內部還是外部都是會有代理風險。就算是內部管理，也是代理股東，也會有代理的成本發生，所以說不能完全排除。

老師：回到國泰來說好了，他的管理公司是國泰建經，跟國泰 REITs，管了一號跟二號，其實董事都是國泰集團裡面的人，只有審查人是外部的，內部和外部到底是什麼意思？以投資散戶來說都是外部，以發起人來說到底是找內部還是外部？台灣的定義有點不清楚。

桂霖：看到 P61，最壞的案例就是國泰這樣，完全擁有的子公司，來管理 REITs，他不會考慮到小額大眾投資人的利益，是內部管理。

老師：這一張是說美國經過討論後，最早要求外部管理到現在，內外皆可，看起來內部還是比外部好一點，主要是因為減少代理成本，結論也沒有說內部

一定比較好，外部也會經過調整能和內部可以競爭，似乎也不見得最後只有一種型態，以台灣來說不只國泰，其實都一樣，新光也是，這些公司都是本來就他們在管的，其實和賣出之前都沒有改變，投資人也不樂見換人之後績效變差。

桂霖：建經公司自己有沒有持有。管理階層可能要自己持有，誘因會更大，管理會更積極。

老師：股份誘因，那可以持有多少？似乎股份要夠大，可是又希望小額大眾投資，所以法人持有有限制。不知道國泰建金持有部分，不過要建經要擁有才是內部，否則是受聘，台灣看起來好像都是受聘，但又都是自己人，定義上是外部，但其實是內部的關係。

王旻：從公司管理的角度，似乎是內部又是外部，看承租的對象，也都是自己人，如果是這樣也可能會有低廉出租，反而損害投資人權益。

老師：外部也是有稽核，不是說能夠怎樣就怎樣，市場還是有力量的。沒有一定的答案說哪種比較好，應該要看個案，至於如果注重道德風險，可以採用外部管理，追求效率的話，可以用內部管理。這關係到法規的關係，國內管理機構的規定不清，如果要換人的話也會有轉換的成本，這對投資人會有很大的影響，也有提到說初期外部管理，慢慢變成內部管理，有制度後可以讓兩者競爭，目前現況是看起來是外部，實際上是內部。現在的問題比較嚴重是，同一家建經公司，那到底是比較照顧一號還是二號？現在一號最大，表現也較好，現在還沒辦法併購不動產，這也是個問題，有利益衝突時就會顯示出來，也就是代理衝突。外部看起來好像很獨立，像是獨立董事，外部沒有充分授權，沒有太多資訊，獨立董事有很大的危機感，因為有賠償責任，出問題他要負責，所以資訊不對稱的情況下，其實獨立董事都是董事長可以掌握的人。配套措施還是沒有很完善，像是會計師一樣，沒有想像的完善，設計上各有利弊，台灣的經驗應該要外部會比較好一點，如果配套不好的話，反而會有其他成本。

桂霖：美國 1986 年才改，之前是外部管理，為什麼法規規定他外部顧問還可以兼其他公司的顧問？如果是規定專屬性會不會比較好一點？

老師：要看市場規模。專屬的話有到規模經濟，如果有衝突的話就是一樣的道理，會有代理衝突發生。