

## 不動產證券化專題研討第六次上課記錄

時間：2008/04/11(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：楊博翔

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】

1. 「台灣不動產證券化相關法規探討」，由張桂霖、王旻報告。
2. 「Real Estate Investment Trusts」，由賴靖雯導讀第5章。

### 【報告與討論】

◎因本次報告內容較多，關於本次上課請詳見「台灣不動產證券化相關法規探討」簡報檔及修正條文word檔案。

(一)

#### 第 4 條

一〇、不動產管理機構：指建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。

老師：大家看一下第四條，其中所指的前四個，是所謂的不動產管理機構嗎？給他們管好不好？所謂不動產管理機構比較傳統來講是指物業管理公司，但目前物業管理還未成一「業」，在目前還沒有一個法條規範，因此在這法條中並不能明確納入，但把建築開發業，也就是所謂建設公司、營造業也就是營造廠納入存有疑問。另外，還有不動產租賃業，大家知道何謂不動產租賃業嗎？並不是租屋公司，其實不動產租賃業其實就是指那些出租家具、機械這類不動產中動產部分的公司，這類公司事實上非常少數。

靖雯：中租迪和算是不動產租賃業嗎？

老師：嗯，就是出租動產部份。把動產租賃搞到變稱不動產租賃實在是很奇怪的事對吧！

(二)

老師：大家想想私募和公募有什麼差別？私募是私下募集。但為什麼法律在私募部分規範的比較少？公募是指針對不特定大眾所公開募集的，而私募相較下是你們自己一群人的事情，並沒有像公募一樣要向不特定社會大眾募集，而立法上目的

是要保障社會大眾小額投資人，所以在公募的規範上會比較嚴格，目前台灣REITs的發行都是公開發行募集的，目前只有在資產信託部分才有一些是私下募集。

### (三)

老師:大家覺得不動產資產信託有沒有存在的必要?

桂霖:我覺得不動產資產信託遲早會消失，市場會自然做出解決。

卡特:國內不動產資產信託因為多是私募，大眾應該比較投資不到，所以對於一般投資大眾應該較無關。

老師:其實不見得不動產資產信託都是私募的，也有一些是公募的。但是面額通常比較大(如一百萬)，多是由法人購買，也的確是對一般小額投資大眾並無教直接關係。

姿尹:我覺得就程序上來說，資產信託和投資信託的差異在於先募集資金或是先提出投資標的，而台灣在投資信託部分往往事先先公布了要投資的標的，因此在程序上使小額投資者比較不會考量到資產信託這部分。

博翔:我發現日本之前是發展資產信託，但後來也引入了資產運用型的投資模式，我想知道的是為什麼會有這樣的轉變？會不會也是因為金額太大而需要小單位化？

老師:其實日本資產信託後來也都不流行了，而最關心的是他們想要掛牌上市，而只有投資信託才有辦法這樣子。

博翔:所以這就是最大的原因了？

老師:當然，如何吸引社會大眾引起他們的注意，這就是在證券化過程中強調有沒有流通性的問題。我的意見是，資產信託在架構上較偏向提供資產出來的發起者，而信託業者雖名為公正的第三者，但在資產信託上利益或狀況的取向還是偏重土地所有人或是資產所有人，只有在有利他們的情況下才會進行資產信託。而在很多公司因為要周轉需要，為了募集資金他們可以做個案融資，但這樣其資產會跟公司信用狀況綁在一起，而若是進行資產信託則可以和公司營運狀況切割，因此在信託出去發行時，便一定會要求信託業者能作價或是能提供利益，因此這將存在道德風險問題，這便不同於投資信託是傾向不動產投資大眾。因此偏袒那一方，這是在邏輯上最大的不同之處，而回歸到問題上，我也認同應是讓市場來決定。

老師:我最後補充一下大家可以看看書上的補充資料，關於修正草案部分，看看未來的重點在那裡，修正草案主要在開發型不動產和強化投資人權益保障，包含什麼叫做安排機構，這些過去都沒有好好討論，現在新的修正草案中都有這些，大家可以看看這些修正草案，從中可否發現一些值得討論的地方。

## 【導讀討論】

老師：來，大家覺得規模重不重要？結論似乎是沒那麼重要，大家會同意嗎？當然從理論上來說，有規模經濟和規模不經濟，對於個體則也有最適規模的問題，有沒有達到，這在現在情況來說似乎是沒有。而在本章可以看出，規模似乎不是這麼重要，這也的確是有那麼一點。而回到REITs的基本面，剛剛有提問大家什麼是基本面，大家覺得呢？

靖雯：應該是要看它管理的部分，如租金收益。

老師：租金收益部分就是指空置率吧！空置率低的話租金收益就高，因此能確保收益來源。然而空置率不一定完全和市場供需有關，其中也牽涉到管理機構的能力問題。大家可以再想看看，REITs的基本面是什麼？規模是其中一個，雖然重要但確也並非那麼重要，我們可以看到目前台灣REIT市場還是小規模，這在股票市場中，規模小的叫短小精幹，叫投機股，所以他股價波動很厲害，而這是看在投資人的需求，例如一些較為投機性質的營建股。當然REIT跟營建股有不一樣的特質，問題就回到誰是投資人，法人投資人相對較多情況和散戶投資人相對較多情況下就很不同，投資其間是長期或是短期也有它的不同。再來回到基本面來說，剛剛大家提到空置率、看它們的風險分散程度還有信評，信評的好壞跟股價表現有沒有關係？大家要知道股價只是一部分，我們看REIT時不應只以股價做為評斷。

股價有其波動狀況，但也別忘了有股利股息的發放。股價波動代表它現在的價格，但這跟淨值不一樣；除了股價和租金收益，還有未來的增值，這是未實現的部分，要賣了才知道。而利益的實現是什麼？什麼是基本面？標的物是基本面，好產品是決定基本面的因素，好產品包含好的建物與租戶結構，這東西會使空置率或租金等相對穩定；另外是有沒有好的管理機構，到底內部管理與外部管理之間有什麼不同影響，也是可以探討的。而台灣面對的亦有封閉型基金的問題，REITs不能隨便增資只能融資借貸，大家可以看到富邦一號一開始也是沒有增資的，是在後來融資購買潤泰後股價才大幅上漲，這就是槓桿效果。今天講到規模經濟問題，這在台灣來說，規模似乎仍滿重要的，因為這會牽涉到投資人信心問題，例如基泰、三鼎均是屬較小規模，表現較不理想。大家有沒有什麼意見？

耀文：我覺得規模大不大在台灣還滿重要的，另外我也想到法規是不是也是基本面因素？如在股市來說就是有沒有利多消息。

老師：這應該算是消息面不是基本面，基本面是指供需價量方面。我們強調的是假設同樣八檔股票都面臨到同一問題，你會選擇那一個？規模的意思就在這裡，你會選擇大規模或是小規模的標的？

王旻：如果從股票市場來看，每個產業都有其龍頭股，而就從REITs來看，國泰似乎也是屬於龍頭股，但其股性又和其他股票不一樣，如在股票市場中小

規模的股票比較投機，波動往往很大，而在小型的REITs股中看不出來有那麼投機；而對於大型REITs來說卻也不像一般龍頭股可以飆到很高的價錢。我在想這會不會是因為牽涉到不動產的原因。

老師：我們知道REITs跟股票不同，而且REITs是介於股與債之間，價格相對比較穩定一點，而在台灣也較沒有這樣的條件可以變得投機，況且，其實會買REIT的人大多較為保守(法人機構較多)，因此在求穩定上或許會考量到規模，規模大是不是就代表穩定，在台灣可能還需要一點時間才能經過實證。

桂霖：我倒覺得要先把這幾檔的基本面都控制到一樣後，再去討論他們規模大不大重不重要。例如我以前看洪金寶的電影，有提到一個師夫教了兩個徒弟一樣的功夫，有人問說那一個比較會打，洪金寶是說個子大的比較會打！是同樣的道理。

老師：個子大的會打，所以規模大的重要囉？(笑)

老師：至於規模的問題，這在台灣還需要一點時間才能看出他們的影響。時間的關係，我想大家應該多透過這本書來看看台灣在REIT規模上的問題。