

不動產證券化專題研討第十一次上課記錄

時間：2008/05/16(五)09：00~12：10

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：王姿尹

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、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】

第一部分：「不動產證券化評價面之探討」，由王姿尹、翁業軒報告。

第二部分：「Real Estate Investment Trusts 第十章—REITs Security Offerings」，由張耀文導讀。

第一部分【報告與討論】

◎主題—不動產證券化之信託與代理面討論 (報告人：邱信智、楊博翔，報告內容詳見PP檔)

◎問題討論：

老師：我們大家來看看，大家應該都不太熟，特別是信託，代理最近很流行。先看大家有沒有甚麼問題，先討論信託好，他們舉的京O例子很好，從個案中可以有更多點討論。信託的目的？特別是 SPT 這種方式執行和 SPC 的差異。我們先問京O怎麼證券化法，第一假設他已經出售了，能證券化嗎？除非他沒有賣掉。

靖雯：商場部分。

老師：商場部分應該不能賣掉。

博祥：其實他應該整個都可以證券化，因為已經把建物信託給銀行了。現在是將商場和飯店的收益部分證券化。

老師：發起人是誰，發起人不會是信託業者，信託業者是受託機構。應該是日X生將還沒有賣掉的商場跟辦公拿來發行，第一個要問能賣為什麼不賣，想賣賣不出去嗎？要證券化要先信託，問題是收益到什麼程度，當然要能確保收益，租出的程度要能夠有穩定租金，若沒有租約或租不好能夠證券化嗎？沒有收益進來怎麼證券化？這個例子中第一產權還沒賣出去；第二現在還沒蓋好，蓋好才能租嘛，離蓋好還有一段時間。中國時報的報導說冠X建設在中和環球購物中心在第三年轉虧為盈，要發行證券化，但做百貨的誰敢說一定會賺錢。現在是要賺取資產價值，當時賣的時候並不是太好，旁邊的元X大鎮，幾千戶工業住宅現在才蓋好，慢慢才有人進住，這樣購物中心的需求才會出現，才會活絡市場，重點是穩定收益。基泰之星

原本都租不出去很空，他們後來就是成立一個基泰管理顧問公司包租，也給了租約，代理問題也很弔詭，虧本他也要付，這也不能說他們沒有穩定收益。基泰最近有賣靈骨塔，賣場就在 2 樓，記憶典藏館。那個是 REITs，裡面當然沒甚麼問題，基本上已經信託出去，只要有穩定收益，都在信託的架構之下。這個例子，大家想想信託的背後意義，到底為什麼要信託。520 檔期就是一種策略，如果可以全部賣掉，為什麼還要來包裝信託，這種信託包裝是要成本的。過去證券化有很好的賣價，就是上星期說的估價，左右手交易的估價問題，無法議價。這些都跟代理有關係。估價獨立機構，在實務上都可以被挑戰，在理論上當然沒問題。破產隔離是要保障小額投資大眾為主，所以才捨棄 SPC，以 SPT 為主。法條原本是 SPT，但後來修改變成雙軌，但是到現在還是沒有 SPC。甚麼叫信託業者？銀行很保守，只賺取服務費，就是銀行信託部，不會主動積極的衝業績。後來又修改說只要有十億就可以自行成立信託部門，但只能做 REAT 和 REIT，三億元只能做 REAT。大家原本信致勃勃要成立，後來發現無利可圖，後來也都不了了之。信託公會很擔心，只要 10 億就會變成會員的一環，原本要 20 億才能變鑽石俱樂部，你這 3、5、10 億的人現在都可以參加俱樂部，但後來他們沒成立，問題也不存在。假設建設公司自己成立信託業者，這已經有點 SPC 的味道。SPT 的現況是業者不積極，市場不活絡。若是 SPC 的發起人同時是信託機構，沒有經過白手套一環，背後還是發起人在主導。這又回到代理背後的隱含，信託變代理。台灣非常特別的型態。可以深入探討之中的關係，實質上下指令的藏鏡人還是發起人。可以討論這樣的狀況如何？

桂霖：剛開始的這張圖(P.4)，法律雖然叫做信託，但其實不符合信託的精神。信託最早的意思，是有錢的祖父害怕不孝子孫揮霍財產，將財產信託給機構，孫子是受益人，是這樣才創設出信託制度。國王要將土地拿走，所以就將土地信託給教會，避免土地被徵收。因此信託原意是避免土地徵收和防止子孫不孝。看起來好像是人死後一切都沒有了，但事實上不然，信託是讓死人從棺材中伸出控制的手來支配。從圖上看來，信託被轉用到不動產證券化的意義已經被改變。尤其是京 x 這個演變，表面上信託機構要保護受益人，問題是受益人地位已經轉變，他支付錢去購買收益憑證，解釋為受益人很奇怪，他已經是老闆，因為他有付錢請委託、受託機構處理財產，怎麼會是受益人呢？純粹受益人是不用支付錢，這裡只是利用“信託”這個摩登名詞。京 x 更是奇怪，他們套用信託和不動產證券化來包裝再轉賣，使用權 45 年，使用人怎麼買賣，買賣是所有權，但是民法中有典權，就是針對使用權轉讓來佔有，可以使用 30 年，可以回贖跟轉典。京 o 的例子跟典權有甚麼差異？但是他不走典權這一步。這是國內第一樁使用權轉讓，台北市政府也不說話，完全不用課稅，將來發生交易糾紛，最後又丟給政府全民受害，他們只是套用名詞。

王旻：學長你是從受益人的角度來看，你是說受益人為什麼要付錢，當時的信託應該從委託人來看，棺材的人要伸出支配的手，因為錢是他的，他要保有下面三代的財產，從受託人和受益人來看就會不同。日 x 生與台北市政府的問題要如何解決。

老師：我很同意桂霖說的，但我還沒想到典權，我還搞不清楚典權，剛剛桂霖說我才有概念。為什麼當初在交九招標時都流標，後來第三次招標日 x 生敢標，我們很驚訝，當初在標案時我們只說不能做住宅，只能做單一所有權使用，因為地上權後來要還給市政府，市政府就不用面對很多所有權人。後來改了，得標後他就來申覆，為了這個就開了幾次會，他說我們可以達到你們的目的，一個所有權，就是信託，就只有一個所有權人，作住宅就不用擔心。信託產權沒有問題就只有信託銀行一個人，因此市政府就不繼續干涉。得標人日 x 生，他信託出去，他要怎麼分配，契約書要說清楚，受託機構去處理，處理之後就發行證券，當然現在還沒發行，所以不知道會如何。當然是要有穩定收益。

桂霖：日 x 生信託給多家銀行，銀行是受託機構，但是銀行又要貸款給購買使用權的人，公正的受託機關就介入了，就屬於金主。

老師：信託應該是說獨立機構不能介入，我不賺這個貸款錢，那我不做信託，反過來就是這個意思。

桂霖：他也可以只賺信託的費用，日 x 生想用較少的資金作生意。最遙遠的距離就是你的錢怎麼到我的口袋。

老師：要發行這個東西，會不會造成社會的影響。信託本身沒有問題，我今天把我的財產信託給這個銀行，證券化又是另一個事情。信託之後又貸款，買的人來說我買使用權，45 年的使用權他應該知道，有意思的是不用繳稅。這比較嚴重，交易過程中都不用繳稅。沒有登記，只有使用權的合約書。

桂霖：也沒有公證費、見證費，完全合法。

老師：這招很厲害喔。沒有所有權也沒有增值。

王旻：這才有誘因，假如我 30 歲買，我活到 80 歲，最後 5 年沒房子住。

老師：那他不管你啊。租屋市場。

王旻：信義區有一塊土地都在做住宅出租，好貴的，都是台北市政府的。

老師：最大的問題是買賣不用交稅？

桂霖：原本找信義仲介來促銷，一樓要設交易平台，自創一個交易世界。完全撇開政府。

老師：靈骨塔也不用交稅，慈恩園好貴。所得要交稅，使用權不用繳稅嗎？沒有土增稅，沒有財產持有。公司當然要繳所得稅。

博翔：要繳房屋稅，受託機構轉給賣方時要繳。但不用支付地價稅。

老師：地價稅當初在標的時候就已經要付了，但是是市政府跟受託機構之間的事。怎麼轉是另外的事情，就是說不用繳增值稅。當然他也沒有增值啦。

王旻：房子價值移轉中都是遞減。

老師：這是所有地上權在估價的問題。

老師：典權跟這個是一樣的嗎？我們不是學法律的。

桂霖：移轉物的佔有。

老師：佔有財產用的。法條規定租賃期間 20 年，等於是叫你租用。

卡特：土地所有權人是市政府，日 x 生是地上權人，地上權的所有人可以設定典權嗎，要不要課稅？所以走典權對日 x 生來說也沒有壞處。

妍如：因為他不是所有權人。

老師：代理呢？從發起人到信託機構，估價代理，應該是獨立代理，然後到真正的管理機構，這些機構的責任是誰在負，當然應該是個機構，但最後來還是回到發起人手中，因為所有的機構都是發起人找的。

桂霖：他們有簽約嗎？發起人跟受託人間有沒有簽約？

老師：你是受託機構啊，我發起人你當然跟我買，最後是受託機構跟發起人買不動產，真實移轉交易登記。發起人去找銀行，說我有不動產幫我包裝發起證券化，表面上是銀行去找估價師，但實際上是發起人說要找哪幾家估價公司，不然我就不賣你。受託機構要募集資金後才能買，募完資金才能交易，管理機構也是受託機構找的，例如富邦就說要找富邦建經，就繞了一圈。法律上都是受託機構跟別人簽約，但實際上都還是發起人在掌控一切，到底是信託代理、代理還是獨立，關係不清楚。

桂霖：估價跟信託比較好理解。

老師：所有東西都是發起人在背後全權掌控。國外是真實交易，價錢是可以談的。我們稱這個叫檯面價。

王旻：這個應該還是歸於市場。

老師：市場上不是這樣他買不到不動產，這也是一個大問題。他不賣啊，價格也不是說這樣就可以買，我們沒有選擇權，先預定買下來。

王旻：國人對於不動產的概念與國外不同，我們都說有土斯有財，這些財團有些不願意拿不動產出來，甚至有些人不會去貸款。因為國外的稅很重，所以他們會想辦法把稅減少。我們在這部分的稅是比較輕的，就房屋稅、土地稅來看，台灣人一輩子省吃儉用可能還有 2、3 棟房子，但在美國不太可能，稅很重。

老師：REITs 就是在避稅的事情。問題是我們現在走下來，誰受益誰受害？信託、代理問題還是存在。代理應該是要對委託人盡忠，比較特別的代理問題，代理人有道德風險，我沒有對委託人盡忠，選擇對自己比較有利的。

佳甫：上次學長有說過，他們都認為老闆是發起人，為什麼它們會這樣認為？在信託機制下，投資大眾應該是老闆。反過來說，要有證券化的發行也要有發起人願意將不動產拿出來，說服者說服你今天有多家銀行要爭取要發行 REITs 的代理權，還可以避稅、不景氣時可以從市場抽取大筆資金到其他地方投資，發起人有掌控權，因為各種利益關係，從信託轉回代理，就失去了信託的意義。換個角度說，無論是管理機構、中立信評和獨立估價機

構，都是發起人去找，授權給銀行去找某個信評、某個估價公司，整個架構都對發起人有利。檯面上我們看不出來有甚麼關係，但私底下他們其實有很密切的關係，T-REITs 問題就在這，外資不敢買的原因也在這。如果 REITs 在國際上是很紅的產品，那為什麼熱錢流入不敢買 REITs。

老師：從信託轉成代理，這滿嚴重的，發起人得到最大利益。信託機構也得利，本來就收取信託費用，當然投資人有利才會投資，很多法人機構在投資。

佳甫：信託的傭金很高，高於每股的分配股利，財報中有寫，扣除費用後，一股回饋沒幾元，對投資大眾沒有保障，只能算是避險的工具。

老師：唯一是說破產隔離這個機制。

王旻：有沒有問過國外為什麼不投資台灣的 REITs？應該要問問看，他們應該會看到某些地方是有缺點的。

老師：第一個當然是不動產本身，當然還有不活絡、檔次太少等等。

王旻：假如我們全部都像美國一樣，可能會造成怎麼樣的問題？雖然我們一直說要用我們獨特的方式。

老師：理論上沒甚麼問題，但到台灣來不知會有甚麼問題，不管是開發型、無限期到有限期，好像我們講求市場機制、市場淘汰，似乎有點放不開。另一個講法，很多小國家也有小國經濟的困境，就像台灣市場很小，一經炒作我們跌不起。美國、大陸一定跌的起，大陸跌的起是因為宏觀調控，如果大陸完全走資本主義，但他們不信這一套，還是社會主義資本化。美國次級房貸下，調整滿快的，基金經理人和業者很活絡，美國面臨危機的調整很快，因為商人們很了解遊戲規則。其他像日本、歐洲國家政府介入較多的國家，就比較有問題。我們看到美國好的一面，當然他們也有條件、背景，才會有這樣的活絡跟自由市場。

王旻：荷蘭的規模跟我們很像。

老師：新加坡又比我們開放很多，不盡然完全，跟人民的習性也不同。其實大家都知道制度是抄來的，只是怎樣的抄法，日本、美國、台灣抄一點變成拼盤。

王旻：美國這次次級房貸對 REITs 的影響。

老師：REITs 影響很大。REITs 本身也受到房貸的影響。整個全球的 REITs 都不好。

第二部分【Real Estate Investment Trusts 導讀】

◎主題，Real Estate Investment Trusts 第十章－The Performance of REIT Stocks(報告人：許淑媛，報告內容詳見PP檔)

老師：泡麵報告很好，後面還有自己分析的東西。他講得很清楚，美國 REITs 的表現是我們很關心的，表現的差別，是我們在乎的。規模大、制度相對來說都不太一樣，那隱含著表現的差別。當然我們還是關心台灣的 REITs

表現，美國的結論滿有意思的，跟我們的想法有點不一樣，期限、規模、通膨、利率，當通膨提高、利率上升，REITs 會不會有影響，理論上抗通膨應該買 REITs，相對比買股票好一點。利率往上走，購買 REITs 相對就辛苦。國外的情況跟我們不太一樣，不同時間的研究結果不同，上次研究是上升階段，現在是下降階段，問題是投資人現在在哪一段？所以說拉越長越好嗎？坦白說也未必，投資者怎麼看待這樣的研究成果，這個是很有意思的。價格影響因素(p.22)的結論有點簡單，也不能太確定。台灣目前是美国過去的表现，我們未來的表现是美国现在的表现，隨著時間序列的關係來看，台灣到底會不會好一點，感覺上應該要好一點，只是好得是否能滿意？

靖雯：成長限制，台灣可能比較喜歡有期限，就想到剛剛京 O 的案例，是有期限。

老師：期限很長啊，我們說的有期限是七年或幾年，就可以增值賣掉。就像回到中崙大樓，問題是沒有增值潛力這一塊，所以才要求要訂價高一點，當然增值有沒有實現，或多久以後會實現，以後再說。所以這裡的有期限是短期的，跟京 O 不一樣，他講得是轉手以後的增值利益，台灣人還買喜歡增值利益的。當然一開始的想法是不希望短期炒作，時間要訂多久？跟循環有關係，七年一個循環或者幾年。賣不動產跟基金結算是不一樣的，資產的部分還可以併購，期限未必要達到基金結算或 REITs 結算。

甫學：接續上一堂，有提到購物中心的 REITs，那我比較好奇的是，商辦大樓和購物中心的 REITs 的報酬，景氣對於報酬的影響。

老師：不同類型的組合，當然基本上要避險，假設 REITs 本身就是一個低報酬低風險的投資工具，當然有地區、不動產類型的避險，若是商辦大樓和購物中心都是商用，如果經濟活動好，2 個都會滿好，如果經濟活動弱，就會不好。但住宅來說，經濟活動變弱，我還是要住房子啊。相對來說較穩定。

甫學：商業大樓比購物中心好，可能在國內發行的部份，有很多案例購物中心有很多點會倒閉。

老師：你是說商業大樓比購物中心好，不看好冠德。

甫學：我滿佩服冠 x，要發行 REITs。

老師：購物中心風險較高，跟國民所得也有關係。但是東西要看長，所以也不一定。

桂霖：要看地點，京 O 原本也要做商辦，但他們外商對外商市場調查，他們不喜歡交通太繁忙、方便的地區。可能是我們想像不到，外商不喜歡那個地區，所以才改的，後來才變成住商。

老師：台灣很多都是商辦改住宅，過去商辦市場不好，就有很多商辦要改住宅；那現在商辦又好了，又有不同的想法。商辦要經營，住宅可以賣掉，以開發者的角度來看，賣掉就可以走路了。過去又因為商辦市場不好，因為 101 拉走了很多市場，所以他們就改蓋住宅，住宅房價更高。如亞太會館原本做商業使用，本來是 69 億，現在要到 169 億才要標，買到後打掉蓋

豪宅。要變豪宅才有較高的價值。結果如何還不知道？

王旻：香港全球自由化、國際化比台灣高，他們房價那麼高還有道理，但台灣還沒有那麼國際化，從收入面來說，我們好像 10 幾年才可以買，但是別人就更貴啊。

老師：房價所得比要看算法，有進場跟沒進場的關係，還有是坪數對坪數，樣本選擇偏誤的問題，這個不容易比較，我們還有 30% 的公設比，乘上去就不止。是看大家覺得貴不貴？其實也沒有甚麼好爭議的，大家覺得不貴就會買。

王旻：台北的預售屋平均都在 60 萬以上。

老師：大家看看還有沒有甚麼問題？

王旻：有篇報導說，REITs 的平均報酬沒有優於股票市場的表現，但是結論還是說，REITs 對小額投資者還是有利，因為是穩定收益。還有寫道有個學者在 1999 年發現 REITs 指數跟股票、債券市場的變化和相關性。1999 年的話，美國那時的股市還沒有很好，但 98 到 2000 年.com 很蓬勃，我不知道他的研究是怎麼出來的。

老師：在不同時段做的研究真的很難回答。文章是 1999 年發表不代表他做的研究就是 1999 年。

王旻：台灣跟美國的投資人反應不太一樣。

老師：小的股票就是投機股，反過來說，小的股票在台灣比較能夠被喜好。