

不動產證券化專題研討第十三次上課記錄

時間：2008/06/06(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：施甫學

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、陳妍如

【課程主題】

【報告與討論】

■參閱 PP 評等結果來看

老師：富邦一號、富邦二號以及國泰一號、國泰二號哪裡不一樣？為什麼？中華信評是本土公司所以可能較了解國內不動產證券化的相關評價，一號對中華信評可能不滿意，二號才改其他信評公司。基本上大家可能認為中華信評較本土所以才被換掉。

【報告完畢—課堂討論】

老師：信評是在發行前的工作，財政部要審查單一窗口，本來想找主管機關例如辦公大樓由內政部或觀光局由交通部主管，再給財政部審查。後來發現也沒有多餘的能力，所以還是找民間來審查，估價的部分由內政部審查，法律的話由法律顧問，專家意見書當作主要審查，由信評來匯整。但台灣不動產與國際接軌很少，若拿國際的資料來看不準。發起人要說服信評業者，結果來看是新光最好，最差的是基泰，新光一號突出的原因是產品及地區分散風險的能力，信評主要的是風險的管理，未來會如何大家都不知道，主要是看風險分散的能力。幾檔證券化中基泰的規模最小，其中羅福世紀大樓是最大的危機，因為它是包租制且規模小，而大湖商旅大樓是麗湖飯店，當初的遠景是兩岸三通，大陸人來台會到那消費，但結果並不盡然。評等結果短期長期差距不大，理論上應該要看長期。信評公司的主力多在香港，他們對台灣不動產市場相對陌生，最後台灣的信評公司還是以中華信評為主。大家有沒有什麼討論？基本上，信評一開始大家可能有些誤解，認為它是信用評等為好或不好？只是信評好的風險較小，理論上報酬相對上也較少。當然投資者也不完全買單，信評並沒有讓大家的銷售率提升，或是讓一般投資者更信任。信評也是給消費者選擇，最後投資者看這些報告最後怎麼選擇？選不選？理論上第一等的信評大多不選。對法人來說 A 以上的評等似乎就差不多。所以結論是做信用評等所要花的錢不少，剛開始的富邦一號最辛苦，因為它所有的東西從無到有，而且一開始它不太把握所以請兩家來評等，這個是它一開始信評的困境。

姿尹：一般股票或基金公司是不是也有信用評等的服務？

老師：所有的投資標的發行都要信評，它主要是做股票的信評，然而不動產市場

對它來說不熟的原因是不動產市場資訊是相對不透明的。

靖雯：信用評等會定期做嗎？因為我看到一些新聞說信用評等公司會對一些投資標的進行調整。像不動產證券化商品只有上市的時候才有做，之後什麼時候會再重新評估？

老師：理論上來講其他是要定期做評估，證券化不太清楚，但理論上也是要。

桂霖：之前次及房貸的信評還是出問題。

老師：好問題，這是信評機構對自己太過自信，標準普爾出了很大的狀況。而且各評等間分了很多例如 A+、A 和 A- 級看起來差不了太多，的確次級房貸高風險那部份不太清楚，最後造成很大的危機。不動產管理維護是核心，我一直強調不動產證券化的核心是物業管理，主要報酬來源是來自不動產本身的經營績效，過去大家對物業管理都不清楚，後來的行政管理辦法是我們訂的，當初是信託公會要訂，最主要他們對不動產不太了解，基本上訂這些法令要符合現實，因為要訂的時候各管理機構已經擺在那，如果不配合的話換機構的成本很高，當初法令本來要訂得較嚴，後來因種種原因而有差距。邏輯上分兩塊，一塊是業要符合條件，另外是人，要有這些人才投入。REIT 多了基金管理上的專業，REIT 和 REIT 都需要不動產的專業管理，有關地政背景的要列進去，但如果訂得太嚴的話人家進不來，最大的爭點是，如果訂一個法是對原來公司較熟的管理機構不能管的話，換一個管理機構的風險是很大的。為了維持市場的安定，剛開始我們不敢動太大的幅度，後來坦白講這些法令是最基本且大家可以接受的標準，而且是經過所有的公會和會員的討論由大家投票通過的。金管會是希望未來若訂定物業管理條例的話，就可以轉到條例去，不用那麼複雜。可是物業管理條例到目前為止還是沒有好好地訂。我最大的質疑是證券化條例裡訂的四個可以管理的公司，有建築公司、營造廠、建築經理公司，最離譜的是租賃業，因為租賃業和物業管理公司無關，而且當初還找不到租賃業的公會。當初建築經理業最想把持物業管理產業，其他公會也參與但是無疾而終，坦白講這四個種類都不是物業管理公司。關鍵是如何選擇這八檔 REIT？大樓賣掉之後還是回到自己，實際上是售後租回的概念。然而管理機構管得好不好？像國泰新光有自己的管理機構，他們只是在做財務的調整，原來的大樓都是舊的，承租戶幾乎都沒有動，只是做一個帳冊給你看。如何看管理機構管得好不好？最主要看它的表現，而表現主要要看它的空置率，租金租多少都有市場行情，空置率是核心，那一種產品空置率變動如何？例如商辦、旅館、商務住宅空置率變動何者機率較高？產品的類型中長期的發展會影響空置率。空置率為什麼會高跟低？剛剛提到的產品類型是核心，之外還有什麼因素？

佳甫：屋齡。

老師：屋齡有影響，建物的老舊會影響承租戶承租的意願，或者業主要不要維修的問題。還有其他的嗎？也就是說背後如何讓你判斷要選擇這張股票？

桂霖：集團支持。

老師：集團的背後是租戶結構，核心的租戶結構，今天有一家大公司租了百分之七八十，或很多小公司各租一部分，你覺得那一種比較好？風險較高？小公司是人員進出比較頻繁，大公司比較穩定。後來金管會規定 REIT 內的租戶不能有一家超過多少百分之五十。假設寒舍一倒或撤出，投資人會受到很大的影響，也就是說規模太大使得投資組合不夠多，所以租戶結構是關鍵。確保好的管理維護當然管理機構要好且空置率要少，租戶結構要好。現在只有八檔在相對少的資料之下，實際的情況不是那麼清楚。

王旻：管理機構租戶不能超過百分之五十是不是因為喜來登火災後定的？我覺得定百分之五十是必要的。甚至太高了。

桂霖：我曾經拜訪一間受託機構，問到集團品牌的問題，他們的大樓是有空置率的情況集團會把它填補起來。

王旻：要看什麼集團，要看企業主。

佳甫：國泰的承租戶有趨勢科技公司，但它撤出後空置率從百分之九到百分之十九。

王旻：集團最後買下來後還是賣給自己。

老師：剛剛提到很多子公司或孫公司，很多關係企業後面的帳看不到，裡面很複雜，公司治理其實很複雜。未來物業管理管得好的話，不動產還有很大的發展空間，物業管理包含哪三塊，建築管理、生活管理和資產管理。生活管理很多都還沒有發展的很好，物業管理是未來不動產發展的核心，應該要把現在的八檔證券化當作很好的示範帶動其他的物業管理機構。現在很多學校都有物業管理相關的科系，有物業管理學會，現在開始大家都想要跨足這一塊。

王旻：很多中小型的飯店及老年住宅、飯店住宅都需要物業管理。

老師：香港有一個旅館管理學院，物業管理可以套用在所有的不動產，工業區的物業或商業區的物業等等，只是現在沒有發展的很好，事實上我們學不動產的是可以介入很多的。現在沒有證照，最近要訂物業管理條例有很大的爭議，第一個問題是保全業，保全業是警政署管的，光是現在物業管理業保全業就打不動。保全業說要自己管，警政署完全不放這一塊。任何物業管理公司至少要申請兩張執照，分別是保全公司及物業管理公司。保全業非常兇悍，我們要整合保全業很難。那一塊就談不攏，後來聽說停車場也需要另外一張執照，所以物業管理要把他們整合起來包含太多，包含機電、人的管理有點包山包海。物業管理很重要的是資訊，包含建物的診斷，所有的資料都需要資訊，它有智慧型電腦的味道。

業軒：用資產組合來分散風險不管是類型或地區分散會不會有管理上的兩難？

老師：因為類型分散管理就要分散，管理機構是一家，但它之下有許多的管理公司，像是針對商場的或住宅的管理。通常管理機構都是量身訂做，內部管理還是有它的優勢，但還是有風險，例如道德風險和作假帳的風險等。

妍如：一年內就有三個學校成立相關科系，他們想要內部管理也是想說別人賺不如自己賺，傳統上他們對台灣的物管公司的印象是不專業的，那我自己成立自己內部的管理，規定這些人員去這些學校受訓等，飯店是管理的人可以去飯店管理相關科系受訓，應可提升整體形象。

老師：法令或證照只是前端，最重要是最後表現出來的成果，教育的確是很好的想法。我們學不動產的有這個條件，跟商學院合作有管理的契機。現在技職體系先佔去。

王旻：物業管理重點是人的素質，新加坡在大陸物業管理這方面做得最好，他用的人是當地的大學生，因為大學生比較好教。物業管理還是有管家這一快，歐洲有管家學院，大陸最紅的是管家學院。

老師：大家沒有把物業管理做的很專業，如何把生活管理做好？然後回到證券化把大樓管理好。把分類管理的好。

業軒：物業管理牽涉層面非常廣，在這個年代文化創意也要進來結合，像誠品在這方面有對人的服務，空間所營造出來的氛圍可以創造很多的無形的利益。

老師：不只是證券化需要物業管理，整個不動產都需要，還是需要我們共同努力的，大家好好加油。

第二部份 課程主題一

老師：台灣 REIT 有沒有什麼未來性？關鍵在哪裡？

信智：台灣過去很像沒有成功，未來可能也沒有成功的潛力。

老師：今年受全球次級房貸及經濟發展景氣下跌影響，且台灣沒有新的產品推出，感覺上沒有那麼活絡。低點才是儲備能量的時候，未來會如何？

靖雯：促進市場的競爭，把餅做大學日本，有更多的產品推出使市場更好。

姿伊：投資者和創始公司之間的關係，互相提供優點，創始公司沒有提供較好的產品出來，誘因不夠。

博翔：創造金融產品的環境，台灣的經濟基礎要強才有可能，亞洲的部份正在起步，台灣的經濟變好才有資金的需求，證券化才會盛行。

耀文：私募會不會是比較好的方式？

老師：市場上需要更多檔次的出現，減少管制以活絡市場，資訊健全透明是很重要的條件，台灣的房地產健全起來是核心。台灣的 REIT 是很有錢途，立足台灣放眼大陸，台灣做大一點，跟大陸策略聯盟，使得規模變大。的確未來在亞洲。