

## 不動產證券化專題研討第二次上課記錄

時間：2008/3/7(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：王旻

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、陳佳甫、張竣維、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、張耀文。

### 【課程主題】

「台灣不動產證券化過去與目前發展概況」王旻、張耀文報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch1 施甫學導讀。

### 【報告與討論】

◎報告內容詳見「台灣不動產證券化過去與目前發展概況」ppt檔案。

老師：如果大家有問題，隨時可以打斷發問，另外，每次報告最好先將檔案mail給大家，報告時印出簡單的講義與資料供大家參考。

—簡報開始—

老師：「民法」已經有不動產的定義，為何「不動產證券化條例」還要加以定義。兩者的差異在哪？

王旻：民法比較狹義的定義單只購買土地與房子，但不動產證券化條例所定義的不動產是比較廣義且清楚的包括改良物與道路橋梁等。

博祥：民法其實是比較廣泛性的，包括天然資源、山川海澤等等，而證券化條例比較focus在土地改良物上。

老師：兩個人看法都不錯，我想提醒大家，民法已經有定義，原來民法的定義是含混的，後來為了不動產證券化，而定了比較具體明確的定義。不過兩者的差異不是這麼大，只是具體與不具體的差別。

桂霖：這些關於橋梁、隧道的具體條文，是不是為了高鐵的興建而定的？

博祥：我覺得證券化比較關注在比較有經濟價值的土地改良物，而民法更廣義。

老師：當然如果沒有經濟價值，誰會能證券化？如果不能證券化誰會拿來證券化，說到土地的定義是比較關鍵的，牽扯到產權，所有權可以證券化、地上權可否，然而傳統民法最大的問題就是，無法定義「預售屋」，「預售屋」為一個未來合約Future contract。在民法中規定的都是實體的東西，證券化條例也不是很清楚規定，很多人的看法不同。

老師：物權跟債權有什麼差別？

耀文：我覺得物權的比較實體的物質，債權是比較focus在現金、租金的流動。

**博祥：**物權是人跟物的關係，物權要登記。債權是人對人的關係，就跟耀文說的一樣是focus在現金收益上。

**老師：**嗯，說得沒錯。物權是人跟物的關係，債權是人跟人的關係，當然，有登記在台灣很重要的事情，如果證券化後產權是登記在誰的名下？大家回去想一想。

**老師：**次級交易市場時，是指證券化後是在公開的交易市場上交易，而房屋市場中也有次市場，兩者的意義不太一樣，如中古屋就是一個次市場。那運作透明是什麼意思？

**耀文：**我覺得，如果在公開市場上發行，如果想在交易當中把不好的產權做包裝，會受到管理單位的管制，比較不容易。

**老師：**很好。我怕大家考試習慣了，都只會制式的答案：我們知道證券的發行都必須經過證管會的許可還有金管單位、內政部相關機關，每年的財報都要公開，但就算是公開也有可能做假，但是相較於私下的交易，這些資訊可以公開透明的讓大家檢驗。這也是之後會談到，過去傳統的不動產交易都是私下的，現在透明化其背後的意涵為何？

**耀文：**我覺得缺點最大的部分，就是基金經營不佳的風險。

**老師：**為什麼？

**耀文：**因為不動產證券化後，必須委由專業經理人管理以增加收益，但是經理人也有管理上的問題，不一定能夠保證收益。

**老師：**專業經理人意思是比你自已還要能妥善的管理不動產，所以如何？我覺得你們還不太了解背後的意義。

**桂霖：**代理問題。

**王旻：**不是保證說找到專業的就可以保證收益？

**老師：**是的，經理不佳背後的風險、找專業經理人背後隱含的問題就是代理問題，就是因為我不懂所以找你來。代理有道德上的風險，到底是為投資人(代理人)還是為自己(主理人)，當然法律上有規範。那到底該不該代理？

**王旻：**老師是說缺乏經營處分的權利，本來如果是我的不動產，我要處分就可以處分，不過因為證券化之後，就必須要簽信託契約，變成無法自己處分。

**老師：**因為信託給人家了，所以缺乏了自主性，這些自主性值多少錢，自己開公司當老闆，跟當別人的經理人，這樣的感覺差多少，不要小看這些缺點，可能是現在不動產證券化不這麼popular的原因。

**耀文：**如果在代理上有問題的話，可不可以解釋成，大家不願意將好的東西拿出來證券化？

**老師：**這要看發起人，發起人可自組一個經理公司，不見得成為代理，例如富邦一號是富邦機構，自己拿出來的產品，委託由富邦建築經理公司管理，如同左手到右手。因此，問題是產品上市之後，這些產權是誰的？這當然是大家的，只是這些東西的產權應怎麼處理？這是不同的問題，不動產所有

人可以委託自己的機構管理，之後會談到到底是委外還是不委外；而另一端的問題是投資大眾與基金經理人的問題，這樣清楚嗎？

**耀文：**請問有限合夥不動產的定義是如何？是公開的程度而言嗎？

**老師：**大家曉得合夥，投資人彼此之間是有關係的叫做partnership，如果有其他人要加進來必須經過其他合夥人同意，合夥通常是比較小規模的，也比較是私下的，因此變現性也比較低，這裡說有限合夥？有限是什麼意思。我們用有限公司、與無限公司做討論好了。

**姿尹：**有限公司應該是指以自有的財產作債權上的責任，無限公司指超過這個價值他才要負責。

**老師：**嗯，是liability的差別，有限是強調有限的責任，因此講義上講的有限合夥負無限責任，這樣是不對的，應是有限合夥的投資人負有限責任。

**桂霖：**有限合夥是在美國，在我國還有隱名合夥，是指如果我隱名買這20萬，將來如果虧損就這20萬，出名的人要負無限責任。或許經理人就是要負無限責任。

**老師：**對，這兩者要釐清楚，

**王旻：**所以講義上「由經理合夥人負責經營管理，對合夥事業負無限責任」應該改為「由經理合夥人負責經營管理且對合夥事業負無限責任」。

**桂霖：**請教一下，投資人指的是一般的投資人，如果是的話，有信託契約嗎？

**王旻：**這是一個基本的架構圖，這裡所指的投資人不是指一般普羅大眾。

**老師：**這是指我們台灣的信託契約目前都是契約型，在美國本來其實是公司型，SPT特殊目的信託與SPC特殊目的公司不同，SPC是公司可以免稅，SPT是用信託的方式處理。目前不動產證券化條例都是SPT一切都是信託為主。

**王旻：**我有一個問題，為什麼法律限制台灣的不動產信託都是封閉型的？

**姿尹：**是不是因為不動產的價值比較難以清算，所以買回上會有困難。

**耀文：**如果採用開放型將會造成營運的複雜。

**老師：**主要的原因是比較好操作，的確不動產資產價值不易清算。

**老師：**如果我先去募集錢，再去買大樓，大家會相信你嗎？不動產的價值會不會變動呢？

**博翔：**要先談好吧

**老師：**那不動產的所有人為什麼要跟你談，因為你還沒有錢。所以我想問，怎麼談？

**姿尹：**台灣的案例都是先選定投資標的再集資的。

**老師：**台灣的狀況比較特殊點，那是主要由擁有資產的公司發行證券，但是如果沒有，要怎麼先談好，其中牽扯到什麼時候確定，要多少錢？這兩個問題，大家有沒有想過。

王旻：我想這就是受託機構專業的地方，兩邊都要談好。我想請問台灣目前尚未有先募集到資金再投資？

老師：這是另一種，這樣的公司信譽必須夠好，不然你掛羊頭賣狗肉，拿了錢就跑，大家如何相信呢？大部分都是限定標的物的，有沒有什麼方法。

桂霖：可以透過事先的契約把財產先定起來，先約定好什麼時候要買，用多少錢，如果牽涉到不動產的漲跌，資金又要改變多少，是一個不完全契約，中間牽涉到很多變數，盡量周延，互相避險。

老師：這個概念的確不是這樣子，在財務上有一個專有名詞。

小賴：選擇權。

老師：什麼叫選擇權？

耀文：分成買權與賣權，可以選擇執行的時間，可以透過支付一定的金額去獲取這樣的權利。

老師：什麼叫買權？

耀文：與賣方簽訂一個契約，在某個時間以後執行，美式買方有權力在到期之前執行，歐式必須到期當天才能執行，如果標的物的市價高於契約的價格，這時候對買方有利就可以選擇執行買權，反之可以不要執行。

老師：在不動產市場上，我要跟你買一棟大樓，先跟你談約定一個月內要把大樓買下來，條件是我先付假如一千萬的訂金，買你一百億的大樓。如果時間要增加，定金也要增加。假設我要買富邦一棟大樓一百億，在募集到資金之前，先付一定的訂金，這一兩個月內去募集資金，如果募集到了一百億就可以行使，若沒有就不能行使。如果這一段期間內，一百億的大樓漲到一百一十億，這樣是比較有利的。如果跌了，剩九百億，那我乾脆不買了去買別的標的。那一千萬就損失掉沒關係。這之中也很多操作的技巧。國內目前唯一用這樣的方式的，是富邦二號，其中一棟中崙大樓，是富邦跟潤泰買的，其他檔次的證券都是自己對自己，所以沒有不賣的問題，也沒有付訂。

老師：這幾個類似不動產證券化的案例，之所以類似，是因為它本身不是證券，當時沒有法令規定，但案子本身其實都蠻成功的，最主要的原因都是主事者本身的財務問題，以案養案造成財務槓桿上周轉不靈，而且這幾個案子都不是證券不可以上市，造成運作的不透明。上市的條件很嚴格需經過金管會的許可，以及各主關機關的檢查，可以確保公司的運作以及財務透明化。

剛剛也說到，TIME-SHARE的旅館，在國外也很熱門，不過在國內的情形，這些休閒旅館的開發，對大眾募集資金，給你千分之一持分，不過愈募集愈多，變成萬分之一持分，你對持分沒有感覺但使用的權力一定會受到影響，如同高爾夫球證一樣、還有亞歷山大等會員制，只不過是他的會員用合約式，不過財神酒店是產權的分配結果分配上就造成很多的困擾。

內湖的案子，這家公司是上市公司，如同一個老鼠會，由一個經理人管理並登記產權，對不特定的大眾募集資金，當然有許多風險，必須要能夠信任你的關係人沒有做帳的問題。這幾個例子看似可行，但是沒有法律上的規範，基本上就是為了要保障這些小額投資的大眾。

**老師：**我補充一下國內八檔的REITs，富邦二號比較特殊是，購買潤泰的中崙大樓。三鼎比較特別，是由三家小公司各拿出一棟組成一個。基泰是一個小公司唯一上櫃的，駿馬一號是台灣工銀的，本來他們想要用台灣工銀做為名稱，但自從國泰二號之後，金管會決定不能再用公司本身的名子，這樣會有品牌效應，讓投資大眾誤以為買的是同一間公司的產品，事實上兩者是完全分開的，我們開會審查時就特別強調這點，因此審查也越趨嚴格。標的物中，新光一號的portfolio相對最好，有台南台北，有商場也有辦公，因此當初的信用評等很好，但是最後的收益不是最高的。REITs收益的來源兩種，一個是股利股息的發放，一個是股價的波動，最近因為美國次級房貸的影響，全球對於不動產投資都沒有信心，台灣也因此跌破票面價值，最近應該比較好，尤其台灣的商辦最近熱絡，以後應該比較好。

**老師：**國泰一號的投資標的，喜來登飯店占了50%以上，風險過度集中，後來金管會就不允許其中一個標的物的投資金額超過50%。

**王旻：**我們在整理REITs時發現，大部分的都集中在民93年，之後就沒有發行了？

**老師：**當初在推行REITs其中有一些問題，其中就是作價的問題，建商把自己的資產拿出來給估價師估價，其中有很大的爭議，因此我們在審查時給予估價師與發行公司很大的壓力。後來他們覺得無利可圖，因此就很少再提出來，我一開始比較擔心的是建商會將不良的資產拿出來證券化，在市場景氣不好時，想要透過這樣的方式募集資金，不過好在金管會不允許這樣的申請。後來就沒有人申請，多半以REITs募集資金，比較容易獲利。而REIT事實上是从日本來的，歐美主要以REIT為主

**王旻：**美國為什麼要以REIT為主，有什麼原因嗎？

**老師：**REITs先向市場募集資金，要先對小額投資大眾負責，去找投資的標的。而REITs是法人機構、建商，把資產拿出來，信託給管理機構去發行募集資金，信託機構比較偏向對法人建商負責，在歐美認為這樣的方式不適合。

**老師：**以後上課的方式就是這樣，希望你們回去都能夠自己去找資料，才會深入了解這個議題，盡量用提問的方式來對談。

### 【新聞文獻】

**老師：**最近有幾篇報導，報告最近的REIT基金可以投資，是處在低點，那是不是

這樣的呢？大家可以思考看看。

**老師：**最近鋼筋價格上漲，這樣就要漲兩成。但是你想想看在台灣，房地產的土地成本佔七成建物才占三成，如果鋼筋價格上漲，佔建物總成本的多少，而建物的成本又佔房地總成本的多少，一下子就說要漲一兩成，這不是炒作嗎？

**王旻：**現在從土增稅來看，各地的土地價格好像都漸漸接近市價，是不是造成土地的價格，就無法回頭了？

**老師：**過去土地的價格當然有跌過，有些地區不見的有，但不是每的地方都是這樣。

**王旻：**請問老師兩岸開放不動產投資之後，對於台灣房地產真的有正面影響嗎？

**老師：**真正的影響應該講對商用不動產的影響。

**王旻：**但是現在台北的房價真的炒作的很高。

**老師：**房價的高低對每個人都有不同的標準，不過從台灣經濟的成長與都市的發展台北市的經濟發展使得房價不斷的上升，但要跟上海、香港比房價高低，也要先考慮我們自己的背景如何？不是單純的價格。

## 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts : Ch1

**老師：**因為第一張不是很難，甫學想要用英文報告，我也不反對，不過我還是鼓勵用中文喔。

甫學：簡報開始，詳見簡報內容

### ● Is a REIT a stock or Real Estate?

- -Traditional REIT is essentially a closed-end fund.
- Congress waived the corporate-level income tax on REITs.
- Before the creation of REITs→property market
- With the creation of REITs→stock market
- REITs can be viewed as pools of properties(or mortgages) traded in the stock market. REITs investors need to understand both the property market and the stock market.
- The prices of the REITs stocks move significantly within a day while the prices of the underlying properties stay the same.
- Because there is a problem about the actual value of the underlying properties which could let investors arbitrage the profits.
- The Congress enacted laws governing REITs limited the number of large investors a REIT could have and also encouraged diversified REIT ownership

1. The **valuation** issue with REITs  
unique fund-type organizational  
structure

2. The constraints on corporate  
policies imposed by **tax regulations**

Make REIT a **unique**  
group in the stock  
market

- 3. **Diversified ownership** structures
- **Why REITs Deserve Our Attention?**
  - The majority of commercial properties are in the hands of investors. What would happen if most of the commercial properties were traded (via REITs) in the stock market?
  - As the size of the REIT market increases, it will be important for us to understand this market much better than we do now.
- **Increasing REIT IPO Activities**
  - Some of the commercial properties currently available will be securitized and traded in the stock market.
  - Initial public offering (IPO), also referred to simply as a "public offering," is the first sale of stock by a private company to the public. IPOs are often issued by smaller, younger companies seeking capital to expand, but can also be done by large privately-owned companies looking to become publicly traded.
- **REITs Are Different from Other Stocks**
  - REITs behave differently from other types of stock in the market.  
1. return prediction 2. price-generating processes 3. dividend policies 4. capital structure 5. initial and seasoned public offerings 6. merger activities
- **Conclusion**
  - Real estate investment trust (REIT) is the innovative real estate products which can be traded in the stock market. With the invention of REIT, small investors can use it as the investment vehicle to invest in the real estate market. As a student majoring in Real Estate, we can not miss the chance to understand this product. I believe we can learn much more in this class in the

following days.

**老師：**好，謝謝甫學精采的導讀。大家有沒有問題要提出來？

**佳甫：**關於IPO是麼是意思？

**甫學：**公開發行的股票。

**耀文：**首次公開發行的股票，第一次上市募集資金的公司，我們就把它叫過IPO。另外就是比較小的公司，想要募集資金。

**老師：**這概念其實很簡單，就是第一次發行股票的公司，在初級市場發行，例如我們以前排隊抽籤買中鋼的股票，之後就是二手次級市場上交易，因此可以由新上市的公司數量觀察市場的熱絡程度，現在證管會鼓勵上市公司。當IPO上市時，有沒有蜜月期，或是什麼特殊的狀況，財經系常討論。甫學告訴我你的心得如何？不動產證券是股票還是不動產。BLACK MONDAY是什麼意思？

**甫學：**我覺得他還是比較偏股票。那個例子是說股票與不動產證券比較不會一起漲跌，許多投資者會在這兩者之間套利。

**老師：**BLACK MONDAY當天股票下跌20%那不動產呢？沒有吧。這意思是說REITs的資產價值有沒有下降，但是卻受到股票大盤的影響而大跌，因此比較偏股票的市場，那趁當時大跌時趕快把不動產買下來，可以嗎？這要討論到REITs的條件，有一個5-50限制，意旨五個人不能持有該不動產證券達50%，這是一個很重要的規則，為了符合小額投資的精神，以及95%收益全部發還給投資人，那才有租稅的優惠，因此基本上租稅的差別。

**甫學：**不動產證券的套利是什麼意思呢？

**老師：**假設，這個市場沒有undervalue可是他的股價卻跌破了他的價值，很多投資人就想要趕快買進，賺取套利。

**甫學：**所以美國才要規定，不能超過50%嗎？

**老師：**在這樣的情況下，是有套利空間的，要避免被壟斷處分掉。

**桂霖：**稅的部份我還是不太了解，證券給個人收益是要課稅不是嗎？

**老師：**這兩者不太一樣，整個REITs是一個公司SPC，有專業的公司經營者，而美國認定特許目的公司不是一個公司，因此沒有課公司稅，否則一般的投資公司都要課稅。而且不動產證券95%都要發回給投資人，剩下的收益給專業的經營公司，因此這部分就不再課稅，被認定是免稅個體。

**桂霖：**如果買賣證券時要不要課稅，那個人得到收益時，要不要分離課稅？

**老師：**要看個國家的規定，在美國發行REITs的公司不用課稅，發回股利是要課所得稅，但是在台灣可以分離課稅，誘因很大，個人享有6%的額度。我覺得稅是傳統美國認定REITs的主要因素。

-Issues of interest-



**老師：**有幾個值得討論的。分成三個部分，第一個是understanding REITs，不動產公司的經營與不動產證券公司經營哪一個經營的成本會減少？剛剛講到稅賦的優惠。專業投資法人機構對REITs的影響如何？因為法人機構與個人有什麼差別。REITs公司的財務分析對不動產價格有什麼差別？REITs要怎樣經營才會比較有效率，這些問題都很有趣。在美國REITs大部分的公司規模都很小，好處是短小精幹，換句話說就是都是投機股，可以去了解公司的portfolio如何？公司之間的合併與營運，這些都是傳統地政系不夠了解的，而財金系的同學不夠了解不動產，希望你們藉機互相多多學習。

MANAGING REITs有哪些有趣的課題，REITs的股利分配多寡，如何分配？可以觀察富邦一號的經營。REITs固定收益對資產表現如何？REITs取得與分配REITs的表現如何，是否涉及內線交易。併購會不會增加股價的表現。代理的利益衝突，在美國是很重要的課題，我不是要你去回答美國的情況，而是要你去想想在台灣是否有這樣的情況。

INVESTING REITs是從投資的角度來看，投資人會說告訴我這八檔哪檔比較好，REITs與REITs哪個比要好，其中的投資組合，預測哪檔未來會比較好等等…。

台灣可以想想台灣的課題是什麼，例如證券交易的價格會隨著股票波動嗎？股利的分配對價格的影響？也可以從不同的角度去關心，例如投資者、管理者的角度，而管理是要委外管理呢？還是可以內部管理，日本是一定要委外管理，避免道德風險，美國最近是可以內部管理，在台灣並沒有強制，大部分實際上都是內部管理。規模的大小，是不是影響獲利，大如國泰、小如基泰，這都可以比較。好好想想看他山之石可否攻錯，國家人民的習慣也不一樣。他是一個介於股票與債券之間的产品，雖然不如股票的高報酬，但至少基本的實質資產當基礎，不會變成一張壁紙。

**王旻：**老師問不動產證券化到底是偏不動產？還是證券？我在準備簡報時，有一有趣的感覺和大家分享，不動產就像一位男人，證券像是一位女人，而不動產證券化像是變性人或另一說人妖，如果不動產證券化很成功那就像是利菁何秀莉，你說他到底是男人還是女人呢？跟大家分享一下。

**博翔：**會不會有投資標的在海外的證券。

**老師：**可以，但在台灣還不行，在上海與新加坡都有以海外投資標的為主的REITs，但缺點是，投資人無法去看那些不動產，沒有看過就不了解，以前台灣盛行購買美國的不動產，不過買到沙漠。最近還有聽說可以購買火星的不動產，給你一張憑證，真是很多。回到海外不動產，因為你無法看

到，那就只好相信發行的公司他的信用，在台灣金融的控管比較審慎不能發行，但理論上是可以的。

**博翔：**如果大家對國外的情況不了解，那為什麼以投資國外的拉丁美洲基金，會賣得很好。

**老師：**好問題，你說的基金是REITs基金，基本上這些海外投資的基金所投資的標的，都是在當地受過審查。金管會要審查是因為要保障小額投資大眾，主要是請民間的信評公司審查，有很多人在爭論說不必要管這麼多，不但效率沒有提升，大家也不願意發行，而且也不願意背書，應該讓市場上自己發揮。

**王旻：**會不是會在台灣發售他們的證券。

**老師：**這兩個基本上不太一樣，REITs基金是投資當地認可的產品。

**佑儒：**之前問過陳奉瑤老師，為什麼我們不能直接投資國外的不動產，是因為法規的關係。例如中國大陸。

**老師：**你還是可以去買呀，買多少就是兩岸關係條例中的限制了。

**老師：**今天就上到這，之後大家回去後要寫心得。