

不動產證券化專題研究第二次上課記錄

主題：課程介紹/不動產證券化基本概念

時間：2010/03/08(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：廖庭萱

出席：張金鶚老師、袁淑湄、林佩萱、彭竹君、羅于婷、羅雅怡、楊雅婷、王俊鈞、林逸杰、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、沈俞君、陳靜宜、張方瑩、蕭琬玲

【本學期課程安排】

已更新，請同學參考，並按下列內容準備。

| No. | 日期 | 課程內容 | 主講人 | Chen, Erickson, and Wang (2003) | 記錄人 |
|-----|------|-----------------------|-----|------------------------------------|-----|
| 1 | 3/1 | 課程介紹/不動產證券化基本概念 | 張金鶚 | -- | 羅于婷 |
| 2 | 3/8 | 台灣不動產證券化過去與目前發展概況 | 楊雅婷 | Ch1：羅雅怡 | 廖庭萱 |
| 3 | 3/15 | 美國不動產證券化之實施經驗 | 袁淑湄 | Ch2：林逸杰 | 陳相甫 |
| 4 | 3/22 | 日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗 | 張方瑩 | Ch3：王俊鈞 | 張方瑩 |
| 5 | 3/29 | 歐洲及澳洲不動產證券化之實施經驗 | 彭竹君 | Ch4：賴宗炘 | 楊雅婷 |
| 6 | 4/5 | 迎春活動週(假) | -- | -- | -- |
| 7 | 4/12 | 台灣不動產證券化相關法規探討 | 賴宗炘 | Ch5：廖庭萱 | 羅雅怡 |
| 8 | 4/19 | 台灣不動產證券化實施案例與表現 | 沈俞君 | Ch6：張方瑩 | 陳靜宜 |
| 9 | 4/26 | 國外不動產證券化文獻回顧 | 林佩萱 | Ch7：陳靜宜 | 林逸杰 |
| 10 | 5/3 | 國內不動產證券化文限回顧 | 羅雅怡 | Ch8：沈俞君 | 彭竹君 |
| 11 | 5/10 | 不動產證券化之評價面討論 | 陳靜宜 | Ch9：羅于婷 | 蕭琬玲 |
| 12 | 5/17 | 不動產證券化之信託與代理面討論 | 廖庭萱 | Ch10：彭竹君 | 賴宗炘 |
| 13 | 5/24 | 不動產證券化之會計與稅務面討論 | 林逸杰 | Ch11：楊雅婷 | 蕭琬玲 |
| 14 | 5/31 | 不動產證券化之管理維護與信用評等 | 羅于婷 | Ch12：陳相甫 | 沈俞君 |
| 15 | 6/7 | 不動產政券化之報酬與風險 | 王俊鈞 | -- | 羅于婷 |
| 16 | 6/14 | 金融資產信託與不動產抵押權證券化(MBS) | 陳相甫 | -- | 王俊鈞 |
| 17 | 6/21 | 台灣未來不動產證券化實施展望 | 張金鶚 | -- | 林逸杰 |

【課程主題】

「台灣不動產證券化—過去與目前發展概況」由楊雅婷報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch1 由羅雅怡導讀。

【報告與討論】

老師：先把台灣近年來的發展做個介紹，同學們除了參考過去的簡報之外，也至少要更新近一年來的資訊，這樣子大家的收穫會比較多。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。

◎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。

—簡報開始—

老師：對於剛剛的報告，大家有什麼想要討論或提問的？今天先讓大家對於台灣過去與現在的不動產證券化有基本的了解，不管在實際操作或是理論上，得到什麼想法。

老師：第一個我先問大家，剛剛簡報提到過去類似不動產證券化的案例，為什麼沒有提到第四個案例—內湖的案例？那個案例我在最近出的書上有提到過，我持有了將近十年才把他出脫掉。其實大家看教科書(不動產證券化—理論與實務 二版)上第 183 頁，類似的案例光是百貨商場有二十二個，休閒別墅有十個，住辦套房有八個，觀光飯店有兩個，土地開發有一個，總共這麼多的案例，那針對剛剛提到的這四個案子有什麼特色？

老師：那些都是類似不動產證券化的商品，為什麼叫做類似？他是不是不動產證券化的商品？不是。為什麼不是？看起來很像但又不是，觀念是什麼？如何去釐清？證券化的關鍵是什麼？

淑湄：公開嗎？

雅婷：沒有一個公開的交易平台。

老師：這個問題的關鍵在於證券跟非證券究竟有什麼差別？大家還沒有真正的感受到，當然很簡單的講法是說，因為沒有證券化的條例下所發行出來的，但這背後有什麼涵義呢？沒有受到法律的規範，那法律究竟保障什麼東西？

宗炘：一個是拿到所有權，一個是只有證券。

老師：一個是持分產權，一個是受益憑證。拿到產權的話可以怎樣？主要的講法是在說所有權是有絕對權利，過去類似的案例，它憑證的形式表彰並不是證券的型式表彰，而是所有權的形式表彰。而不動產證券化的產權是登記在信託機構的名下，所以投資者沒拿到絕對的產權，只拿到憑證，但是房子要怎樣處分運用收益，是由產權人決定，這是很大的不同。證券化想要處理的其中一個目標，就是想把產權的問題處理掉。所以我們剛剛講的，證券化還有其他意義，證券是在公開市場上發行，背後的財報要公開透明，證管會會介入、會計師介入，而我們提到的其他類似例子就有很多 undertable 的東西，一方面產權沒有受到保障，一方面財務沒受到保障。

證券化的核心是在買賣交易中不會受到交易成本的影響，不用受增值稅、登記等等的影響，可是又要透明，那以前那些類似證券化的例子是既不透明又受影響。

老師：過去台灣在沒有條理的狀況下發展出類似商品，我們來看財神酒店為什麼會失敗？「你買我的，我租你的」聽起來很棒啊，但是 sale and lease-back 的背後，把產權分散到很多人的身上去，使得背後有很多複雜的權利關係沒辦法浮現出來。事實上當初財神酒店是賺的，經過幾手之後，產權搞不定，每個人認知要調價的租約狀況不同，你想要高一點，我想要低一點，搞不定，一棟大樓裡面，每個旅館的房間都是一個人的，眾利公司只賣房間，走道不賣給你，你不租給我，走道不賣給你，最後兩敗俱傷。這是學國外的方式，sale and lease-back，又做了點改變，其實在國外是不賣產權，只給你憑證；但是在國內，只給我憑證會相信你嗎？買不動產只給合約會行不通，所以大家想要持分產權，而且還要登記才安心，但使用者就很不安心。

老師：台東的世外桃源渡假花園別墅又是如何？差別在哪裡？這個東西在國外還很多例子，像我有朋友在 LA 還常買這種產品，叫分時度假別墅(time sharing club)，我在美國還曾經去看了一下，買美國有些旅館的證券化產品，可以到他的 chain store 去 sign，大概一年前就去 booking，因為擁有受益憑證，可以打折，又可以分享利潤，又可以有使用的權利，其實最大的好處就是可以去住他們的旅館，強迫你度假，我常常講送人家最好的禮物就是 vacation，送你去度假。台灣也學這個，最典型的的就是高爾夫球俱樂部，台東的例子就是山坡地開發，有高爾夫球場、游泳池、蓋了一些旅館，想用 time sharing 的方式，能不能蓋得出來還不知道，假設先一千人購買，每個人分千分之一的持分，萬一到時候又更多人買，最後剩的那千分之一再把它分成一萬分之一，權利義務都不變，總共會賣給多少人你都不知道嘛，或許已經被切割到很細，憑證還拿去登記，那每個人的權益是什麼？例如一年可以有七天度假好了，或是一年可以有七天可以免費打高爾夫球，主要要的就是使用權、time sharing 的概念，那對於購買的人來說，權益會有什麼差別？本來可能是一千人 share 那個俱樂部，現在可能變成一萬人 share，權益就受損啊，本來可能是很多時間都可以 booking，之後不是，打高爾夫球可能變成平日才有，後來可能又變成要半夜才有，因為太多人了嘛，time sharing 就一直被切割下去，這些產品都沒有經過證管會許可，沒有把他的投資計畫拿來看合不合理，所有的財務可以真真假假，唬弄大眾。早期的這些產品全部都沒有經過許可所賣的，所以差別很大，大家能不能從中了解到證券化的意涵？

老師：再來講內湖的例子，特色是什麼？想成一個最簡單的想法叫老鼠會，老鼠會就是一個老鼠，下面再找一堆老鼠，然後再找更多老鼠這樣，專有名詞

叫作多層次行銷，事實上在法律上是有一些明文規定的，早期最大的例子就是一些退伍軍人，用老鼠會倒了很多人，弄得很慘。最主要是只有一個具名的合夥人，其他都是隱性的，就是靠信賴建立起來的，一般人只拿到合約書，沒有拿到產權，要是合約沒履行就是打官司，等於只有債的關係而已，簡單來說就是一層層的延伸，有一個人認識一堆人，那一堆人再去找另一堆人，你去買就是你相信那個東西啊，當然這其中有人作假的話，問題就大了，多層次行銷影響層面很大，要經過審查許可。

老師：這些東西都是所謂的類似證券化，把東西變成小單位細分，當然有些有產權、有些沒產權，狀況不太一樣，了解台灣過去這樣的背景，經過了很多次失敗之後，最狠的一次失敗經驗——內湖的詩丹達爾，這是血淋淋的例子，剛剛提到的台東跟花蓮的例子都是進行到一半就被喊卡，但詩丹達爾這個例子是真的有開始，在教科書 180 頁有寫到，這例子當初非常成功，所有的名人都去了，其實賣得蠻好，小額賣嘛，然後大家看是小錢就投資下去，百貨公司也蓋得不錯，老闆是黃錦洲，其實財神酒店當初也是五星級飯店，經營得都不錯，只是後來這些人開始把錢轉到別的地方去，變成是骨牌效應，他投資在別的地方失敗，失敗之後開始把資金移轉，倒了之後跳票，跑到美國去，被人家殺了，其實不是案子本身經營不善，是主事者把資金挪用，造成市場上的恐慌，社會大眾產生一種不信賴的關係，因為這牽涉到很多人，如果沒有一個法律機制去控管、監控，問題就容易變大，所以這些例子都告訴你過去的血淋淋的教訓，如果每個人都還是想要以小搏大，像是現在房價漲這麼高，有些人就會想說都是有錢人買那些土地，如果把土地證券化，那民眾也跑去標一個，花個十萬、三十萬就可以參一腳分享利潤多好？你們看聯勤的例子，多可怕，四年前的標地，新光花了三四十億買的，炒了兩年之後賣掉，結果一轉手賺了一倍，到現在還沒開發出來，這也是一個荒唐的例子，如果當初國產局說全民皆享，大家用證券化來發行，大家炒了之後賣掉，每個人分一點那就沒話可講，現在就只有新光賺到，大家會覺得不是很公平。其實在這背後主要是要講，大家對於小額投資不動產這件事情，其實有很高的期待，類似證券化的案例雖然出了很多問題，但是一旦推出來還是有人買，所以後來決定不能再這樣下去，要把制度化設計出來，這是一部分原因，當然還有其他部分，是為了土地有效經營、避免投資炒作等情形。

老師：從這些背景你可以看到，台灣過去的這些經驗，真正的了解這些例子。

老師：接著我們講，物權跟債權有什麼差別？剛剛我們說到類似不動產證券化，一個是拿所有權給你，一個是拿受益憑證給你；如果給所有權狀是個物權，股票是個債權。前面我們說內湖的例子，拿的是合約，是一個債權，如果沒有履行就跟他打官司，看他當初合約上寫每個月要給多少錢；如果是有物權的話，不履行的話就可以收起來啦，不租給你可以吧，這兩個想

法是不太一樣的東西。

俊鈞：物權法定主義，物權要登記，債權不用登記

老師：物權要登記，所以跟證券化有什麼差別影響？

老師：傳統的類似證券化，是用物權跟你交易，現在的證券化，就是用債權來交易。簡單來講，物權是人對物，債權是人對人，想想看這背後影響到什麼東西？希望大家理解證券化背後的真實內涵，關鍵是什麼？第一個關鍵在於，證券化一定要證券形式的表徵，要有監督管理、要有市場交易、資訊透明公開，這才是證券的意思；非證券就是沒有交易市場、沒有證管會監督、沒有任何的許可，所以任何人都可以發行假的出來。

老師：從成功與失敗的角度來看，REITs 這八檔、REITs 這幾檔哪些成功哪些失敗？為什麼成功為什麼失敗？

老師：我兩三個月前參加一個台灣跟大陸一起開的研討會，我最後給了一個建議，其實大陸要來看我們台灣的例子很好，可是不要忘記失敗的例子，不要抄錯了，要知道我們為什麼失敗，發展的時候避免這些失敗。這是什麼意思，台灣最大的敗筆在哪？簡單來說就是不活絡，市場死氣沉沉。我五六年前去日本，日本那時候有三十幾檔，最簡單的講法就是很多人買進賣出，大家積極想發行就是活絡阿，但是台灣是死氣沉沉，現在台灣這兩年都沒有了，當然也在改革，想要推出一些開發行的產品，總之現在每種交易都很少，從表象來看，就是不太活絡，到底什麼原因大家可以想想看。

老師：從現在八檔裡面，如果要投資，你要投資哪一個？上這堂課你會不會想拿一點錢實際去操盤一下試看看。

淑湄：報酬率好低……

老師：報酬率不壞啦，所謂的 4%，是指股利可以拿到 4%；還有股價波動，股價最近好一點，慢慢往上走，除了這個之外還有什麼？就是預期增值那塊，雖然沒有實現的話，預期增值都是假的，可是都會有預期，因為房地產一直在漲，拿國泰一號的喜來登來說，如果未來處分之後結算，就給投資者了。

老師：REITs 還有跟其他產品的不同是什麼？還有分離課稅這塊，股票要課稅，REITs 少課稅就贏了阿，好不好是見仁見智，每個人的想法不同，對報酬風險的預期不同，不活絡還有很多原因，但是最直接的觀察來看，就是產品太少了，規模太小了。

老師：類似證券化最大的缺點就是沒有保障，不是在監督的情況下所產生的，現在講起來就是非法的情形。

淑湄：剛剛我看到簡報，REITs 的最低限制是一百萬是什麼意思

老師：REITs 主要是給法人機構，所以每個單位就是一百萬，強調在對法人融資的問題；REITs 主要是強調社會大眾的參與。如果融資是對社會大眾融資

那就很慘，借錢要借到甚麼時候？所以一股就設定一百萬，比較簡單一點。當然這裡面還牽涉兩個東西，分成私募跟公募，私募就是私下募集，他的財報你是看不到的，他是對私下的，不需要對社會大眾；大部分的 REITs 是公募的，他要面對社會大眾，所以報表要公開，現在台灣七檔是上市的，基泰是上櫃的，他規模比較小。

淑湄： 私募一樣受到法規的規範嗎？

老師： 私募的話法規通常不會管太多，因為是契約關係，只對某些人特定公開，不對社會大眾，所以在研究證券化的一個頭痛問題，就是私募的資料能不能拿到。

老師： 剛剛還有提到有限合夥，有限是什麼意思？

宗炘： 有限責任，賠償的責任有限。

老師： limited liability，就是賠償的時候有限，我只出這部分，賠償就賠償到這裡了，不會沒完沒了的。

老師： 還有什麼地方不了解？

淑湄： 老師為什麼覺得台灣不動產是個失敗的例子？

老師： 成功失敗最簡單的分法，就是市場上如果有很多檔，參與者很多，那就成功了。現在台灣為什麼只有八檔，或許有人說是政府的審查機制很嚴，真的這樣嗎？我也不覺得，有利可圖還是會有人去做，真正的關鍵是什麼？我們上次講過，國外是用 SPC(特殊目的公司)，台灣用 SPT(特殊目的信託)，這是一個很大的核心，當初 REITs 通過的時候，我曾經跟一些人(政府官員、建商、估價師等等)去美國考察他們的 REITs，到美國的 REITs 公會(NAREITs)，發現美國都是用 SPC，是個免稅的公司，強調的是公司組織型態，那跟信託有什麼差別？信託強調防火牆，強調確保資產的安全，收取信託費用，那這樣會積極嗎？如果是建設公司或開發公司，那對證券化很有興趣，怎樣去經營管理不動產是很重要，對不動產會很了解。但是台灣的話，信託是在銀行機構，銀行根本不了解不動產，只強調資產確保，收取信託費用，每個月拿到錢就好了，SPC 的背後就隱含如何更積極的去開發，當然相對的防火牆就比較薄弱一點。台灣現在變成兩套監控，一套是證管會去監控，另一套是信託業者去監控，以安全為主，變成整個態度作法就不一樣了，SPT 是案子來，才想辦法去證管會申請，SPC 自己就會去找案子了，很積極的去做，所以發起人是很重要的關鍵，發起人找到信託業者，信託業者再來包裝，那就不活絡了，現在台灣的邏輯都是由信託業者來主導，跟 SPC 是由公司來主導是不同的邏輯。

淑湄： 我以為 REITs 應該是積極的，信託業者拿到錢再去買不動產。

老師： 表面上好像是給信託業者錢，由他們去買不動產，但是只有名目上如此操作，台灣實質上操作不是社會大眾先給信託機構錢，再去買不動產，而是

國泰或是新光、富邦等業者找到信託機構者，先跟他們講好，要用多少錢買，賣完之後還是交給自己管理喔，不是信託業者指定，不談好的話就不賣，所以價格是兩方互相講好之後跑出來的價格，我去審查過，價格很奇怪。

淑湄：這樣投資者不就很像傻瓜？

老師：這八檔我都審過，其估價都不好，估價報告書很精彩，三家估價報告，方法不一樣，價格估出來每家都差不多，幾百億的資產，每家只差零點零一，到底是先有靶心再畫靶餅，還是先有靶餅再畫靶心？反過來講，如果不這樣作，可能就不找你這家估價師了，這也是估價師現在被詬病的方面，如果沒有一個更自主的估價意識的話，那也就沒辦法獲得社會的信賴。所以，這背後就隱含開發商或大財團先把這些東西拿出來賣，賣多少錢已經先講好，信託業者就去跟大眾募集，募集到就賣給你，但管理機構還是沒變，只有產權給社會大眾，對於財團來說，等於是得到一堆現金，用想要的價格就賣掉了，然後經營管理還是一樣繼續收租金繼續賺，這些不是真實交易，我講過只有富邦的中崙大樓是地上權的真實交易，其他都是左手賣右手，又再回到左手，台灣的證券化模式還有很多值得檢討的地方。

俊鈞：那我們還有機會走向 SPC 嗎？

老師：如果法條有改的話當然就是可以，像日本是兩個都可以，最後才由市場機制決定是 SPC，因為 SPC 比較積極。台灣當初比較強調保守，風險控管，所以就用 SPT，我一直強調不應該只有 SPT，要 SPT、SPC 都有。台灣跟人家不太一樣，第一個是有點 misleading，以為別的國家都用信託；第二個是制度剛開始會走得比較小一步，比較審慎保守。

老師：簡單講，希望市場要活絡，活絡是很重要的，另外怎樣讓政府管少一點，政府應該要管的是發行有沒有作假、資訊有沒有透明公開，目前是管得蠻多的，但好處是可以避免小額投資大眾受損。

老師：大家回去多看一點，了解之後提出一些問題討論，會比較有意思，真正了解證券化的核心關鍵在哪裡。

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts : Ch1 Introduction

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：大家都有過去的資料了，希望每一屆都能站在過去的肩膀上，看得更多，至少看一下最近這一兩年來有什麼新的改變。

老師：報告心得之外，你覺得那些議題值得討論的？這堂課就是想要激發大家討論的氣氛。

雅怡：這章就是大概介紹一下架構，我覺得還蠻循序漸進的，必須先知道了解

REITs 是什麼，才知道如何管理，作正確的決策。

老師：有什麼想要討論的東西嗎？

雅怡：我覺得提到 REITs 到底是股票和不動產的地方講的好像不是很明確。

老師：那文章中的論點是什麼？

淑湄：文章中提到 REITs 跟實體資產的價格波動有脫鉤現象。

老師：所以這背後，其實隱含了 REITs 是比較偏向股票，從資產投資的角度來看，尤其文章中提到 black Monday，當 REITs 價格下跌了 20% 時，當天實體資產的價格並未下跌，所以在這個時機去把 REITs 收購起來，擁有那些房子，這樣是不是賺 20%？那可以這樣作嗎？理論上還是可以買，但是買不到那麼多，因為是有限制的，一定要是小額投資才可以免稅，否則就要被課稅了。他要講的故事是說 REITs 受大盤影響比較大，受不動產市場本身的影響比較小一點，屬性是偏向公開市場的交易。

老師：這本書提出有趣的議題—三大議題，如何去了解、管理、投資 REITs。當然首先是要理解到底什麼是不動產證券化；管理的話就是你要委外管理還是自己管理；投資的話就是如何投資？你要選哪一檔？這些關鍵的課題要去討論。

老師：房地產最大的問題就是 data 不好，有 REITs 的話每天的交易資訊就出來了，分析師就會去找那些訊息，資訊越來越公開，市場不會那麼混亂，對台灣的不動產市場來說是正面的影響。

老師：大家知道什麼叫 IPO？IPO 就是首次公開發行，為什麼 REITs 的 IPO 很重要？當然我們都希望檔次越來越多，觀察它首次發行的價格如何，後續在交易的價格變動如何，還記得早期中鋼 IPO 的時候，還要 IPO 抽籤，其實我們看 REITs，當初發行富邦一號的時候，買不到，首次買的價格跟後續的價格變化，是值得討論的。以台灣學術的角度來看，REITs 的資料還是不太夠，問題出在資料太少或是時間太短，台灣的市場資訊顯然還是不明朗，其實可以慢慢累積一些東西，最近陳明吉老師有寫了一篇台灣 REITs 價格合理嗎，大家可以去看看。

老師：再看一下剛剛提到文章中提到的有趣的議題，第一個是了解 REITs。這裡有提到 REITs 型態是否會較傳統不動產公司經營成本減少？REITs 是小額投資大眾所成型的公司，可以免稅；傳統不動產公司是真正的公司型態，要課稅，最主要是稅的差別會差很多。

老師：再來是管理，就是從基金管理人的角度來看。不動產取得與處分如何影響 REITs 的價值？REIT 合併或取得不動產決策對其股價的影響為何？我問過為什麼不把國泰一號二號合併起來，兩檔變一檔，會不會有規模經濟？越大的話更多樣化，能不能吸引投資者，運用合併創造出一些東西出來。

老師：管理機構又牽涉到代理，要委外管理還是自行管理？台灣看起來好像是委外但又很像是自行管理，不清楚，國泰的案子還是國泰建築經理公司在

管，其實土地銀行可以委託別人去管，委託自己管比較有效率，最熟悉自己的不動產，知道怎樣滿租才有租金收益，租金怎樣訂比較好。自行管理當然會有些道德風險的問題；而委外的話，外人可能就比較不清楚，該怎樣才能做得好。

老師：文章中有提到 REITs 的「次級提供者」就是在講中古交易市場，活絡 secondary market 的想法

老師：是否須比原先之規定支付更多股利？這邏輯就是如何吸引投資大眾，以前營建股會討論這次股利發多少，會對市場上有什麼影響，這是公司經營策略，那我們現在是在講 REITs 的經營策略，怎樣去讓市場更活絡，吸引大眾更想要買 REITs 股票，這是一個管理的策略。之後我們會提到，以整個股票市場來看，REITs 通常是屬於小型投機股，那你要買還是不買？市場上到底產生什麼樣的影響？怎樣吸引更多人來買？這是一個討論的議題。

老師：是否投資不同的 REIT 於不同的不動產可以增進多樣化和股票表現？

過去有很多 paper 在討論，我們需要買好幾檔 REITs，還是買一檔 REITs，怎樣來組合，在 portfolio 這部分有很多的討論，之後我們再來看看。

老師：對於這些議題，目前可能有些了解，或者有些不了解，大家可以放在心中，慢慢來回答這些問題，背後隱含這些是一般人很關心的，特別是希望大家想一下後面兩者，怎樣管得好？怎樣投資得好？

老師：有沒有什麼其他想要提出的議題？

逸杰：如果加入產權的設定抵押，會不會比較有保障？

老師：現在大家關心的是賺不賺錢，保障的部分，已經有證管會會監督了，以前之所以會擔心，是因為沒有政府在監督，發行也沒經過審查許可，現在證券化之後，不是一個問題了，大家不認為擁有物權會比較有信心，信託法已經設有規範了，不用擔心信託機構會把它賣掉。這些東西都需要手續費的，信託化的費用很貴，證券化的包裝成本也很貴，所以我們有講過，證券化融資跟個案融資(project finance)的差異在哪？個案融資是比較簡單的，但會影響後續借錢的信用；證券化的 IPO 就很貴，要找估價師、律師、信評來評估。

老師：講到信評，信評大家不要搞混了，信評只告訴你風險的狀況，不告訴你報酬的狀況，我們看這八檔 REITs，誰的信評最好？新光一號信評最好，但有沒有最賺錢？沒有！你以為信評越好，就買它，但信評越好只是指那個產品風險比較小。

老師：新光一號為什麼信評比較好？因為有一棟在台南，所以有地理上的分散風險，產品也不是只有商辦，產品類型的組合有多種。

老師：再來看國泰一號最大的風險是什麼？投資標的裡面有一個喜來登 portfolio 最大，後來改了，不允許一個 REITs 標的物投資金額超過 50% 以上，就是避免風險。另外提一下，很有意思的是，喜來登有一次火燒，本來我以

為第二天國泰一號會跌，結果沒跌，因為大家都搞不清楚那棟是 REITs，這是訊息的問題。

老師：信評業者有來找過我幾次，他們有一套評等的方式，去了解每檔 REITs 的可信度到什麼程度。

老師：由於時間的關係，今天講到這邊，大家事前要準備多一點功課，想一下有什麼可以提出來討論的議題。