

不動產證券化專題研究第三次上課記錄

主題：課程介紹/不動產證券化基本概念

時間：2010/03/15(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：陳相甫

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

【課程主題】

「美國不動產證券化之實施經驗」由袁淑湄報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch2 由林逸杰導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「美國不動產證券化之實施經驗」ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：大家聽了淑湄講，有沒有什麼問題？p.87 到 p.89，REITs 和 Limited Partnership (有限合夥) 有什麼差別，要先釐清這個，REITs 是公司型態，合夥的憑證和公司受益憑證的轉讓有什麼差別？公司的可以在公開市場上買賣，但合夥的不能賣，必須大家同意，另一個合夥人才能進來，公司的散戶股東一堆人隨便賣憑證都不會影響經營權，所以合夥有很大的限制。免稅的好處，公司的價格很清楚，合夥的價格沒辦法知道，沒有交易價格的存在，想抵押也不能抵押，好處是合夥很容易形成一檔，規模小比較封閉、不透明，

淑湄：台灣也有這樣的情形嗎？

老師：這是稅的問題，台灣不只是這個問題。有限合夥現在在美國也不流行，因為基本上不能上市，交易市場不熱絡，就慢慢地被淘汰併購，剩下一些零星的，都回到 REITs 這塊。台灣也有隱性合夥，內湖的例子也可以說是合夥，只是像老鼠會沒有保障，怎樣有效率，又能透過法律保障小額投資大眾，且有專業經營者，沒有壟斷情形，可以公平交易且頻繁。Limited Partnership 雖然存在，但他是洲法裡小規模的處理，REITs 可以大規模跨洲，而且在市場掛牌，規範比較嚴格。私募的規模小，人家也不太 care，公募的就很重要，因為是對不特定大眾，特定大眾的就有私募的味道。小額集資，投資不動產，利益分享，背後要有所有權人和經營人分離出來，怎樣確保不動產產權的防火牆不被挪用，基本上是一樣的想法。美國基本

上 REITs (SPC 公司型) 為主, Limited Partnership 後來也沒有了, 當然 REITs 底下又分好幾種, Limited Partnership 有盲式的募集資金購買不動產, 但人家為什麼要用那個價格賣你。這之間是如何操作, 那台灣是左手先賣給右手, 講好再募集, 這樣當然有點詭異, 這不是跟投資人講好, 是跟經理人講好, 這很奇怪。當然 REITs 是比較在經營管理層面, 任何一個基金都有投資計畫書, 否則沒有辦法跟社會大眾募集資金, 有的可能只說明投資類型, 但沒有特定指名哪個, 等於拿投資計畫書去向社會大眾找錢, 而不是跟法人機構, 社會大眾相信你才給你錢, 最簡單就是這個樣子, 投資計畫書經過金管會審查、蓋章, 這有他的盲點。民眾怎麼知道他是買哪一個, 有指定和沒指定都可以, 通常是有指定, 沒有指定的就是公司商譽很好, 過去有很好的表現, 所以只告訴大致的範圍, 比較彈性。大家有聽過選擇權這件事情, 是說我買那個東西, 先有價格, 多少天內要買下來, 之後價格就是多少錢, 我說我要買新光三越, 開價一億, 我一個月內要買下來去募集資金, 一個月內的訂金可能一萬, 一個月內漲到一億兩千萬就賺了, 選擇權賣掉一億一千九百萬, 我賺一千九百萬, 如果跌到九千萬, 就不要了, 損失一萬塊, 也不用募集了, 不漲不跌也可以買。所以先鎖定價格, 有契約書附上期限, 請問你買不買。有點預售的味道, 但你可以違約, 損失違約金, 邏輯是這樣, 但台灣沒有這個規定, 新光、國泰、富邦都沒有, 價格是估價師估出來的, 信託業者去處理這件事, 發起人是核心。財團是出售人, 沒有發起人。發起人應該是去鎖定價格, 找信託業者土地銀行, 土地銀行是將來的基金管理人, 大家想想這裡面的流程如何運作的。有部電影, 男主角寫了一個投資計畫案, 到處找公司支持他, 最後有成功, 得到 REITs 這產品。意思是你要會寫計畫案也要買到選擇權。UP & DOWN 是稅法上的差異, 以前退休基金不可以買, 現在開放了, REITs 怎麼包裝是另外一個 story。簡單講是說, 先要有鎖定一些不動產, 然後組合成一檔, 台灣頂多是兩三個不動產, 投資組合較不好, 產品類型、地區分散比較好。深圳曾經在香港發行 REITs, 像是海外的 REITs, 法律可以但是台灣沒有, 但可以到銀行買國外的 REITs, 像是海外基金那樣。現在國泰一號當初有喜來登飯店占了資產的七、八成, 後來說只能占 50% 以下或多少, 如果我的 REITs 集中在某個地方或產品就不好。邏輯上, 如何確保供給者提供安全的產品, 合乎社會大眾投資相對低風險, 且不能投資非不動產部分, 否則不能叫做 REITs。

宗旻: 第一個問題, 學校有請駿馬和富邦一號的經紀人來學校, 就我們所知, REITs 以先告知要投資哪個標地物, 但一般基金是先募集資金再買, 所以經紀人有他個功用在, 但在 REITs 中就很像掛名的。第二個問題, 老師所說抵押型的是低風險、低報酬的, 但我覺得還是可以加入投資組合中, 但在台灣沒有這種產品, 是法律的限制還是沒有納入可行性的考

量。第三個問題，REITs的本質應該是不動產共同基金，但到台灣才變質了，先決定了標的，台灣是否能夠改正成國外的方式。

老師：第一個，基金經理人的功能，目前發起人的確是財團，財團想把不動產處理掉且募集資金，但又不想放棄經營收益的權利，而租金收益分享出去，但經營本身的成本也要拿回來，也希望穩定的租戶可以展現出功能，如果全部賣掉就沒有了，因為租戶也算是資產之一，長期租約就可以產生價值。證券化變成變現的方法之一，且可以免稅的好處。而國內的確和國外不太一樣。我們型式上也是先募集資金再投資，但實際上不是這樣，有 true sale 和非 true sale 的問題，增值稅能否遞延，而現在關鍵是，信託業者誰選定，SPT 不是主導，SPC 是主導，現在是國泰去找土地銀行信託，多少錢先講好，估價師要誰請？現在法律規定信託業者去找，但前八檔都是財團去找的並出錢，找三個估價師，估出來價格都差不多。我不太相信職業道德就是。信託業者審查後，覺得對就用這個價格去買，然後募集資金，這是財團找土銀所以財團不會反悔，且通常一募集都是超額募集，再抽籤決定，其他的退掉，這在個型式底下，條例沒有規定發起人是誰，現在希望能明確規範，型式上的問題很難講，經紀人實質來看的確是被晾在那裏。SPT 是信託為主，誘因是收取信託費用，積極性較低，未來會不會改不知道。第二個，抵押型應該是可以，但台灣法律規定只有銀行可以做抵押貸款業務，這是特許，所以不能讓 REITs 來做，雖然他低報酬低風險，可以做投資組合，讓廣度更多，但實際上改變太大，所以目前只能一步一步慢慢來，以後當然希望可以，但從市場來看目前都不活絡了，比較難一點，好像台灣比較喜歡賭博性質的產品。而股市散戶越來越少，法人機構越來越多，法人投資比較理性，要求穩健報酬，他們之間的行為是不同的。第三個，基本上證券化背後隱含稅和法律保障的問題，共同基金的管理辦法也有一些，但對不動產好像沒有，台灣不動產受到內政部和財政部兩個不同單位管理，目前也不知道為什麼沒有，都是透過不動產證券化條例而已。

淑湄：我有看到新加坡政府投資的 REITs 想要投資越南的開發案，讓我很訝異，相對台灣很保守。

老師：台灣是很保守的，事實上是投資到海外的不動產來做投資組合，從地理區位來看是更好的，越南的漲跌跟新加坡無關才能對沖，問題是要了解法律制度不一樣，所以政府要介入，保障小額投資大眾，如果經理人過度自信，或是內線亂買，投資人也被蒙在鼓裡。所以開放到什麼程度，是風險的評估和政府廉潔度的問題(人民是否相信政府)。基本上台灣 follow 美國，但不完全一樣，而且很多也還沒做，像 UP REITs，台

灣害怕跟建商結合在一起，我覺得好處是開發行的如果在台灣發行會是什麼狀況，因為開發型一開始幾年沒有收益，可能會因為預期開發利潤高才投資，開發完成後不會馬上賣掉，還要經營，有點像是國壽(只租不售)，不知道台灣人想不想買，如果未來長期好的話是可以推動，但期限也要考量就是，有或沒有期限，最後如何結束。REITs 本身強調經營獲利，但台灣強調買賣獲利，如果台灣推動 3-5 年賣掉的，搞不好很多人要買，目前的都沒有說明何時會賣，資本利得看得到吃不到(大家都覺得有漲)，因為還沒賣掉，大家可以去看每年的估價報告，要處理不動產可能也要財政部許可(課稅問題)。

竹君：為什麼權益型的風險會比抵押型高。因為抵押權還包含其他產品，還會有違約風險，風險應該比較高才對。

老師：銀行拿到抵押權可以處分抵押品，把每個月向被抵押權人收取的利息分享給投資大眾。相對來講，抵押型比較有保障，而且在台灣若抵押品的價值低於貸款價格，除了還抵押品之外，借款人還要還差額，銀行是很狠的，沒錢就留下不良記錄，有錢要再還，美國就是信用破產問題，看起來有點不太公平。

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts : Ch2 The Origins and Evolution of Real Estate Investment Trusts

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：大家看了美國發展的歷史，同學有沒有什麼疑問和 comment，從 1960 年代之前開始，經過 60 年代、70 年代、80 年代的稅法到 90 年代的稅法改變，稅制的改革和市場的變化是兩個重點，大家覺得未來的市場會如何？美國經驗和台灣經驗的關係是什麼？美國發展那麼長的時間，但台灣才剛開始，我們的未來會不會是美國的過去，顯然不完全要走一樣的歷史，因為歷史可以循習的，經驗、法治都不一樣，國外可能資訊完整、其他背景充足造成這樣的情形，台灣會得到怎樣的情形？逸杰也提到台灣需要注意的地方，不管是「四化二力」或「三資小組」，都希望可以從中看到台灣的未來？同學有什麼心得？

課本 P.27，1980 年代開始，

老師：課本 p.27，有限週期的 REITs，發行時告訴幾年後要結清，後面會再提到有期限和無期限的差異，台灣都是無期限，或是沒有講明期限。事實上，

很短期投資的不應該用 REITs，進去不動產兩、三年就賣掉，這主要不是從經營中獲取利潤，而是從買進賣出，背後就隱含投機炒作，我們強調不動產是要有效經營。四年前新光買了信義聯勤基地，兩年後賣掉，若以 REITs 發行募集大眾資金，雖然錢可以大家賺，但對都市發展、不動產有效利用都不是正面的，就只是養地賣出，尤其財團，當然財團的資金夠雄厚，資金如果不夠雄厚，募集全民資金錢就夠了，要變成全民炒做嗎？

老師：前幾天看到一個新聞，有一個人因為覺得台灣生態被破壞的很嚴重，想要拍整個台灣島的空照圖來瞭解，拍到後來沒錢，把房子拿去抵押。鳥瞰圖看起來是山河變色，但是房子借款的錢還是不夠，所以還是另外像有志人士募款，那聽說他有事沒事去買樂透，看了很有感觸。沒錢的買樂透、有錢一點的買股票、再有錢的買房地產，最有錢的買土地，所以如果土地真的是有利可圖的，那為何不發證券化讓大家賺，這是因為壟斷才能讓大家炒，大家分的話就炒不動，利益大家分享。本來預期 REITs 會流行，讓大眾可以小額投資，獲利是透過經營的努力得到的要鼓勵，如果是不勞而獲就是炒作啦，不當利得要扣稅，過去課稅很重，但現在土增稅是假的，稅基只是公告現值不是市場交易價格，今天報紙有說財政部在檢討稅，記者有問我，我說沒有用，且房屋土地分離更沒用，最後只是豪宅認證效果。本來證券化的邏輯是讓投資小額大眾能分享到獲利，希望獲利分享的背後是因為經營者的有效經營，能達到不動產的最佳利用，這才是柏拉圖的完美境界，而且不是獨享的，為什麼到現在為止不 Popular。會經營的人沒有錢，

淑湄：如果自己經營的好，為什麼要給別人。

老師：會經營的人事實上沒有錢，只有專業，我們希望經營者和有錢的人是分離的。

淑湄：經濟學中，透入生產要素包含企業家，所以經營的好就應該獲得利潤。

老師：經營者沒有資本，資金是來自社會大眾，當然也可以跟銀行借錢。獲利的背後隱含風險的承擔，一個人獨來獨往，就會高報酬高風險，另一方面因為個人承擔風險能力有限，當然不敢玩大的，規模經濟就不夠。大家還有沒有什麼問題？台灣會走到完全跟美國一樣嗎？當然稅制改革不容易。

逸杰：台灣不太可能，專業經營者在選擇找法人或大眾募集資金時，會選擇法人不會找民眾，因為跟法人募集很快又能到位，法人成為單股或股東之一，獲利更大，又能了解投資的詳細資訊，修改投資方式。

老師：那美國為什麼可以呢？最關鍵的是稅，一樣是募集資金，經營者跟法人借

錢要課很多稅，因為美國累進課稅很重，政府要多課公司稅（稅最後也是用在民眾身上），如果跟社會大眾募集就不用，因為是免稅團體，雖然很辛苦，但我可以分享給大眾，兩種方式看稅差了多少，哪個獲利比較大。如果有更多的誘因讓 REITs 更 popular 就好，但台灣稅制改革很麻煩，這是比較難走向美國的地方，美國稅制改革很快又有彈性，大家也誠實報稅，漏稅情況很少，資訊、房價也透明，台灣這些配套措施都沒有的，稅改革很麻煩，利益團體又綁在那裡，每年選舉又那麼多，有人說「選舉誤國」，要稅改就不容易，但很矛盾的是，增值稅稅率降半，遺贈稅調降 10% 就很快，但要課到大財團的稅就很難。台灣 REITs 相對美國不 popular，因為誘因不夠，政府管制太多，美國那樣歷經多次稅制改革，給予 REITs 推動的誘因，讓越來越多人可以參與，現在台灣不動產是全民運動，當然推動 REITs 也會怕變成炒作。

逸杰：會不會是台灣民族性的問題，即使稅制改革後信託的稅會比較少或免稅，但法人也是可以操作來逃稅。

老師：這是制度不健全的問題，只要有利可圖人都如此，當然可以設計成被國稅局抓到就要重罰。制度建立起來，慢慢培養是有必要的，REITs 要被正面的看待，尤其台灣房地產炒得那麼厲害，能不能透過 REITs，也避免大家誤解證券化會炒得更厲害，因為股票市場和房地產炒得很厲害，把兩個併在一起變成不動產證券化，像是如虎添翼，炒得更厲害，所以當初證券化一直不出現，後來產品慢慢出來後，怕炒作就砍得很厲害，審查又有行政成本，時間拉得很長、阻力很大，變得沒有誘因，從美國經驗中，它們只有稅法，沒有 REITs 條例，但精神邏輯上應該要一樣。大家還有沒有問題、想法？

逸杰：基泰之星那一檔 REITs，我覺得內湖空屋率很高，從蓋好到現在還是空的，管理很不積極，好像認為募集到資金後就好，後面就不管了，只想收取管理費。

老師：基泰那檔股票應該只是上櫃，績效很差股價就下來了，當初在審查時就覺得不好，基泰另一棟在羅浮世紀，剛開始時空置也不少但他們說滿租，後來才知道他們成立一家管理公司全部包下來，就是滿租了，像是左手轉右手，管理公司先承包下來再租出去，要上櫃時，就可以從收益法算價格。

老師：理論上很簡單，如果經營不善，大眾就會虧本，這是制度上的一個問題，大眾對這些產品信賴的程度不夠，過去一些財團用自己的名字來當產品名稱，用名聲來做保，像國泰、富邦、新光，它們公司自己的產品拿出來賣，但大家質疑好東西為什麼拿出來賣，其實是，理論上產品不致於太差，也

經過審查，市場上有人買有人賣，問題是這個產品一開是大家不熟，所以資訊不清楚，結果變成大家新鮮嘗試的概念，現在看來，總括來講不算太差的意思是，租金收益都滿 98% 以上，前一陣子金融海嘯有幾個降到 70%、80%，因為一個大客戶撤租就會空很多出來，但每年租金收益回應 4% 的報酬率，相對來講還算不錯，在長期利率那麼低的情況下，競爭力就比較高，但也看短期或長期持有，投資目的何在。還有沒有 comment，或課本上的問題？剛特別提到美國經驗跟台灣的关系，台灣也是抄美國的來發展，美國檔期很多，且多樣性，包含旅館、商辦、公寓，較能分散風險，台灣看起來相對集中的情況下，商辦不好就會慘，但預期商辦會好，因為總體關係或兩岸關係，倒是住宅不會太好，只是目前現象有點反常。大家要有心得，提出問題，一層一層去瞭解，不要似懂非懂，可以找 case study 會有幫助，把看到的東西反應到心得上。今天課到這裡。