

不動產證券化專題研究第四次上課記錄

主題：日本與亞洲不動產證券化實施經驗

時間：2010/03/22(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：張方瑩

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、羅雅怡、蕭琬玲

【課程主題】

「日本與亞洲不動產證券化實施經驗」由張方瑩報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch3：Organizational Structure—Is There Such A Thing As A Free Lunch？由王俊鈞導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「日本與亞洲不動產證券化實施經驗」ppt 檔案。

—討論開始—

老師：從方瑩的簡報中 Update 了一些新的資料，大家瞭解了日本及亞洲各國 REIT 的模式，所謂他山之石，可以攻錯，從這些國家的經營模式，我們來做一些討論。

庭萱：剛提到新加坡跟香港都是屬於外部管理，不知道他們是否跟台灣一樣，其實還是原集團的相關企業在管理，只是屬於名目上外部管理，實際運作中並非真實的外部管理？

老師：這部分我不敢確定，倒是日本方面，我去實際瞭解過他們的經驗，日本當時在還是屬於外部管理，近期也還是，至於最近有沒有調整我不敢確定，他們很擔心內部管理的道德風險問題，所以早期日本要求一定要外部管理，而外部管理的好處是減少內部的一些道德風險，避免自己管自己，容易發生把利益分享給自己的情形，美國多年經驗最後則回到內部管理為主，強調效率性比較重要，但如果我們強調所謂的公正性的考量及監督的機制的話，外部管理可已有 monitor 的效果，至於新加坡與香港規定上是屬於外部管理，實際運作是否也是如此，目前我還沒有相關的 information，可以再去確認一下。

但是否外部管理也就一定就比較沒有效率，當然也不一定，如果本身制度跟規模都很好的話，外部管理可以藉由外來很有經驗的專業人士 involve，也應該是可被接受的模式，重點在說，是否一定要規定內部或外部管理，像日本和美國的邏輯都是這樣，並不去規定一定要採取哪一種，

只要不出問題這才是重點；制度不斷在變革，大家可以從不同的國家中汲取經驗，台灣這一部份則一直沒有講清楚，沒有規定一定要採哪一種，表面上是外部管理，實際上是內部管理。

在制度經濟學中，強調制度，正式或非正式規則，需不需要特別立法來正視規定這部分，這跟法治體制有關係，因為台灣比較類似剛性法治，跟各國立法的背景也會有差異，至於新加坡與香港是否跟台灣一樣只是屬於名目上的外部管理，我無法回答。

老師：不動產證券化早期一直都是在強調法治方面的規範，法治方面的論文很多，不去強調經濟上的衝擊或影響，後來有一批法律經濟的人，情況稍有改變，法律人如果對經濟上或行為規範上的問題不那麼清楚的話，容易有後遺症出來，我個人認為那些法律人比較強調「防弊」的規範，與經濟人強調興利的作法，邏輯上不一致，比較無法對話。俊鈞你是學法治的，也來分享一下！

俊鈞：(默)

淑湄：老師剛剛說的我有一些想法，我有一些想法，因應我們國情之下，管制似乎是必要的，台灣的 REIT，大部分都是集團主導的內部管理，我這樣講是因為我對於新加坡的 A-REIT，所謂的財團其就是政府（我感覺），用資金去國外幫全民賺錢，總理說了算，他們是假裝的民主，所以不會立法去限制太多。某種程度上，我們台灣因為民主，也是優點也是缺點，所以型態會不同。

老師：當然台灣在法治化的過程中，許多關鍵的部分並沒有被規範進去，反而造成很多行政上的繁瑣，該有的彈性不見了，你知道證券化最被 comment 的就是政府管太多，然後審查過程中，金管會，當初我在參與那 8 檔上市時對價格評估做審查時，就很有無力感，第一我們評估的結果只是僅供參考，也沒有什麼法治化的要求，至於價格，當然對估價報告有許多問題，在這種情況下，雖然對內容有很多疑問，但政府能介入嗎？要介入到什麼程度呢？反而只是造成產業界很多怨言，就是發行過程中速度很慢，又給了許多限制，但這限制又沒有真正規範到許多關鍵，像是資訊揭露清楚，我覺得資訊揭露很重要，上市過程中對價格的釐清，我當初也要求審查意見的資料應該列入公開說明書中，怎麼讓市場得到更多公開訊息，民眾有時看到好像是政府背書，

淑湄：政府有背書嗎？

老師：金管會許可的啊！民眾好像瞭解也好像不瞭解，自己也不 care 裡面是什麼，只因為是金管會許可，應該有再被教育的地方。我的重點在於有很多關鍵沒有被仔細來討論，有許多再檢討的空間，我的講法是說，怎麼樣讓好的制度應該更有效率的、更有彈性的發行，政府應該抓到關鍵就好了，效率跟小額投資大眾的保障可以達到比較好得平衡點，這只是證券化諸多問題中的一部份而已，當然，大家可以想想證券化不 popular 的原因是什

麼？最大的原因是說在房地產市場那麼好，財團幹麻拿不動產出來證券化？還有，過去民眾對證券化產品沒有信心，假設要發展不動產證券化市場，就應刺激 supply side，日本經驗中，當初 2003 年，日本對上市的 J-REIT，產業界就積極要增加上市的檔數，先把 supply 增加出來；現在大家討論未來要不要發展證券化，現在的一灘死水要想辦法讓他活絡起來，我們從亞洲也好，美國國家也好，吸取經驗。台灣 REIT 的檔次不多，而法人買了就擺在那裡，制度要怎麼改進讓整個活絡起來。

法治化的一塊還是要再檢討，從二次修法中加入開發型進來，但到現在還是沒有啊！怎麼回事？是法治面還是市場面的問題？

淑湄：台灣已經很有效率了！老師說證券化的目的是增加不動產經營的效率，如果已經很有效率，還需要證券化嗎？

老師：Well, well, well...台灣已經很有效率了？事實上是很沒效率啊！

淑湄：財務上的效率是有的啊！

老師：No, no, no...台灣的不動產經營很沒有效率！許多空置浪費在那裡啊！商用的也是如此，沒有經營效率，只在追求資本利得，不動產最重要的是要在經營中獲取利潤，不是從買賣中獲取利潤，這是最需要打破的觀念，經營中獲取利潤是核心，在國外也是一樣，特別是商用不動產，租金是很重要的一塊收益，但現在情況是商用不動產租金偏低...

淑湄：那為何不拿出來證券化？

老師：Well, 他覺得資本利得可以更高，這應當被打破，資本利得應該怎樣課稅，養地就課更高的稅，持有成本應該如何增加，這可以拿出來討論，不讓他閒置在那裡，不痛不癢，所以經營沒有效率，證券化的目的是因為不動產很貴，具規模的只有財團才有資金去持有，可以壟斷，但如果都是小額持有，就沒有規模經濟，也沒有經營效率，如何讓台灣的不動產經營效率發揮出來，不動產證券化雖不能說是絕對，但必竟是一條路。

淑湄：經營效率應該不是財團考慮的重點，那個方案可以財務最大化。

老師：政府在不動產制度上是不健全的，養地炒作的代價如果很大，就會努力經營，養地課更高的稅，提高他的持有成本；我的重點是在不要把證券化想成只是小額投資者的一種投資工具而已，現在這個產品不 popular，是因為租金收益很少，dividend 很少，股價的波動又幾乎沒有，甚至 under value，對投資大眾就不 attractive，小於 10 塊錢，市場就如一灘死水，你知道，花了很大力氣搞了 20 多年才將不動產證券化推出來，REIT 和 REAT，而現在 REAT 也只有 single property！

俊鈞：我看到方瑩學姐的簡報裡，有關各國成立 REIT 時資金的限制，台灣成立要有 30 億台幣，日本只要 1 億日圓，而新加坡跟香港甚至沒有限制，韓國是 5 百億韓圓，亞洲各國成立 REIT 的資金限制都比台灣低很多，會不會是因為我們成立的資金門檻太高了，導致很難募集到這個資金去成立新的基金？！

老師：30 億怎麼來？這是我們成立信託業者的最低門檻，REIT 是 30 億，REAT 改成是 10 億，的確，當初有很大的爭議，有討論到要不要有這麼高門檻資本額的限制，甚至說建商要自己要成立一家，當初的期待很高，但後來發現無利可圖，沒什麼吸引力，就不再著墨於此了！因為用 SPT 的方式，而信託業者要依銀行法的規定，就在這裡被限制住了，其實重點在哪裡？所謂信託業者像土地銀行他們就自己做，本身就是銀行嘛，銀行體系資金門檻就不是問題，信託業只是作為防火牆的功能；如果能回到 SPC 的話，會比較簡單一點，特殊目的許可公司，而不是信託，當然公司型態擔心會不會倒，有沒有什麼機制保障小額投資大眾，在這方面台灣比較注重一點，安心一點，至於國外怎麼去保障，這也值得去檢討一下。

同學：台灣在 REIT 的發展過程裡，市場上是否真的對證券化有一股強烈的需求，因為像日本是在金融危機之後，需要融資管道，美國因為有稅務上的需求，南韓是在金融危機之後，用 CR-REIT 重整不動產，那台灣呢？

老師：這是好問題！當初市場對 REIT 是有殷切期待的，為了法條吵了半天，像高鐵當初也想證券化，這有 demand side 跟 supply side，demand 會影響 supply，從過去的歷史紀錄裡，小額投資類似不動產證券化的商品很多，風起雲湧，但連相關規範都沒有，發行 30 萬一股的很多，每個人對不動產都有很大的期待，特別是台灣，覺得會賺錢，假設聯勤那一塊土地如果新光標的時候說不用標的，用不動產證券化，你要不要買？或現在剛被標走的天母這塊，用不動產證券化的方式組一個公司去標，那你說小額投資人會不會有興趣？現在都市更新大家也說要用證券化，但邏輯不一樣，我是在擔心，台灣已經有太多資金投資在不動產上，再下去是不是會有更大的炒作？現在資金是蠻氾濫的，看起來財團跟這些壽險公司資金是用不完，如果民間看準投資機會要公開募集大眾資金去參與投資，以現在的遊戲規則來看是行不通的，要先找好標的物，價錢談好，計畫書送審、金管會通過，然後才開始募集大眾資金，那你怎麼跟財團玩，這種想法雖不錯，也可能會有市場，但跟制度面還有很大落差，但我們也希望如果制度弄出來之後，不要造成更多的投資炒作，反而造成大家人心不安，證券化的核心是要讓不動產被有效率的經營管理，不是為了要買進賣出，而且台灣目前是無期限的，至少目前是，租金收益是很重要，如果不強調租金收益，而強調資本利得的話，假設說我發行一檔 REIT，然後 10 年後處分，你覺得效果會如何？我想，看在未來可能的資本利得，小額投資大眾應該會去買，如果增值在 10 年後會實現的話，現在幾檔其實帳面上是有增值的，但不知道何時會實現。我們希望不動產市場能有效經營，然後把利潤分享給社會大眾，講入股一點，就是 8 字真言，「地盡其利，地利共享」，這就是不動產證券化的核心價值。

（下課鐘響）

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch3：Organizational Structure—Is There Such A Thing As A Free Lunch？

簡報由王俊鈞導讀

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—討論開始—

俊鈞：我提出幾個問題請大家討論，

1. 台灣是否有機會發展出 UPREIT 和 DOWNREIT 的型態？
2. 由 REIT 的核心是稅賦優惠和降低代理成本，由這個角度來看，台灣 REIT 的前景如何？
3. 美國 1990 年代已開放委外管理限制，內部管理或委外管理，何者較佳？
4. 台灣是否有可能以 SPC 的方式發行 REIT？

老師：好，是不是自己先回答？

俊鈞：我先回答幾點，第 2 點，REIT 的核心是稅賦上的優惠和代理成本的降低，我覺得台灣這幾年並沒有做得很好，因為台灣的 REIT 只有 6% 的分離課稅，對真正的小額投資人而言沒有吸引力。

老師：對！在稅務上並沒有太大吸引力，反而對有錢人在節稅上的規劃上比較有發揮效用。

俊鈞：在代理成本的降低方面，台灣也沒有做得很好，因為台灣採 SPT 的方式，而信託方式有很高的代理成本，代理成本越高，REIT 的優勢就會降低，所以 REIT 的前景就看”綠”！

問題 1：台灣是否有機會發展出 UPREIT 和 DOWNREIT 的型態？

因為台灣的目前證券化條例有通過開發型不動產的 REIT，概念上類似 UPREIT，但目前台灣還是沒有開發型的產品出現。

老師：還有第 3 點，內部管理或委外管理的問題。

俊鈞：通常我們都會認為委外管理較佳，美國原來要委外管理，但後來發現有缺點，因為委外管理比較可能會進行無效率的投資，有道德風險的問題，各有利弊，這部分大家可以來討論一下！

至於第 4 點，台灣是否有可能以 SPC 的方式發行 REIT？我自己是認為，如果自己直接依公司法成立不動產投資公司，上市上櫃，投資不動產然後投資營運，跟 REIT 做一樣的事情，但大家可以來買我的股票，那這跟投資 REIT 是否是同一種概念？

老師：這跟 REIT 不同，6% 就沒了！分離課稅就沒有了！而且因為是公司，就 double taxation，會有雙重課稅的狀況，因為你是公司，就沒有五五十的限制，那這就不符合 REIT 要將利益分享給投資大眾的目的，你也不會將百分之九十獲利要分享給大眾，可能會追求公司的積極成長，這跟 REIT 的原始目的不同，唯一相同的地方是只是募集大眾的資金去投資不

動產而已，這也跟 SPC 不一樣。

俊鈞：我知道他們不一樣，但是我想可以自己成立這樣的公司？

老師：可以啊！任何人都可以成立這樣的公司，我們可以成立“政大房地產投資公司”，大家有錢就可投資啊！

俊鈞：市場上有這樣的公司嗎？

淑湄：南港軟體科學園區三期好像就是類似成立這樣的公司去投資的。

老師：當然是有一些類似啦！不過「開發」或「投資」只是名稱，最早的像是台開，台灣投資信託開發公司，他以前是信託兼開發二個，但後來被轉型，因為信託基本上是屬於銀行業，信託拿掉之後，台開被轉型之後，公股沒了，只剩民股，就完全是一個建設公司，當然就已開發為主，不是以經營為主。

淑湄：日勝生呢？它不是也有經營。

老師：它是以經營為主，但它是成立子公司去經營，像是「京站」，它是去取得聯合開發權，最主要賣掉辦公室跟住宅產品的 45 年的使用權以獲取利潤，保留商場下來經營，但對獲利情形我還保留，而商場是它成立一家公司來經營；這個也不太一樣，其實很多轉型的型態很多種，這裡面最大的問題是，REIT 本身有規範，規範裡面重要的是透過上市，讓資訊透明，專業經營者進來，加上稅賦的好處。

好，從這裡面我們可以看到 Structure，REIT 的 Structure，你還沒回答問題”Is There Such A Thing As A Free Lunch？”

俊鈞：因為他有賦稅上的優惠，可是他還是有很多成本啊！

老師：Such as?

俊鈞：Such as

(眾人笑)

老師：Such as，例如什麼？

俊鈞：因為他有大家熟悉的基本面的成本，成長潛能受限，持股者跟管理者之間可能有利益上的衝突，而且無法隨著景氣隨時調整資產。

老師：所以結論是？要不要 REIT？天下沒有白吃的午餐嘛！好像 REIT 可以得到很多的 favor，可是也有很多限制，所以，It depends，要不要 REIT？跟資金有關阿！募集資金哪有那麼容易？除非你有好的老爸老媽或好的金主相信你，可以募到資金，不過如果錢不是問題那就自己賺了嘛！公司法人就自己賺了嘛！幹麻要跟社會大眾分享？問題在於小額投資人沒有這些資源跟能力，像一盤散沙，募集資金需要很大的力量，所以就給一些 favor 但限制不能成長，不能成長這件事情很有意思喔！不能成長的 purpose 是希望你努力經營不動產，從經營中獲取利潤。

看看同學有什麼想法，大家都要讀一讀，這書還蠻不錯也蠻簡單的，能對美國 REIT 的重點有相當的掌握度對我不希望大家每次只聽導讀，卻只有導讀的同學讀了原文書，聽完導讀再回去讀原文也可以。

大家想一些問題，看有什麼 comment?

宗忻：我在讀下週要導讀的章節時，看到作者有提到在修法後委內管理的變多，而且 performance 也相對較好，以作者的觀點來看，覺得委內比委外來的好，我忘了委內有什麼成本，但他主要說委外管理有代理問題。

老師：沒有「委內」就是自行 (internal) 管理跟委外 (outsourcing) 管理，現在慢慢走向 internal 的 trend 比較多一點，也比較 efficient 一點，在 REIT 裡代理成本是傳統上很在意的問題，這跟討論公司治理的問題也一樣，隱含代理問題，現在討論獨立董事這一塊，corporate governance，這是十分有趣的討論，怎樣讓 REIT 的經營更有效率，看來慢慢走向自行管理比較多一點。

宗忻：我看老師的書上寫，上次討論的 umbrella REIT 應該是包含 UPREIT 跟 DOWNREIT，但是剛剛學長講的 UPREIT 中的 up 就是 umbrella partnership 的縮寫，那我有疑問 DOWNREIT 是不是 UPREIT 中的一種？

老師：umbrella REIT，就是說在大傘底下，當然你說 up 或 down，是向上或向下的邏輯也通，但因為 UPREIT 是早先有的，後來才有 DOWNREIT，後來都是一樣在 umbrella 底下相同的邏輯，當然 DOWN 是在講物業管理的那一塊，因為本來只是在講開發那一塊，那事實上現在都連在一塊了，其實美國的發展其實是很有彈性的，主要在怎樣在稅法上能獲得比較多的好處而已。

宗忻：剛才方瑩學姐報告的 K-REIT 有一張圖，有一個投資標的 performance 幾乎是水平線的，我覺得很神奇，沒什麼波動，人家在跌時它也沒跌，人家在漲時它也沒漲。

老師：台灣的 REIT 表現好像也...，而且量也很小，價不動，量也不動，無量不動的感覺，意思是在說他價格的 volatility 不大，因為他是基金嘛，跟 portfolio 有關。同學還有什麼問題？

(下課鐘響)

老師：同學回去看看有什麼問題下次提出來。