

## 不動產證券化專題研究第五次上課記錄

主題：課程介紹/不動產證券化基本概念

時間：2010/03/29(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：楊雅婷

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】

「歐澳不動產證券化之實施經驗」由彭竹君報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch4 由賴宗炘導讀。

### 【報告與討論】

**老師：**上課前先給大家「國內 REITs『價、量』概況」、「國內 REITs『收益率』概況」2 張表，臺灣 REITs 發行到現在有 8 檔，從今天發的講義看到大致年收益率 4%，價量關係來看，都是富邦及國泰這兩個案子表現比較好，給大家先看一下，待會兒在一起討論，先進行今天的簡報。

◎報告內容詳見「歐澳不動產證券化之實施經驗」ppt 檔案。

—簡報開始—

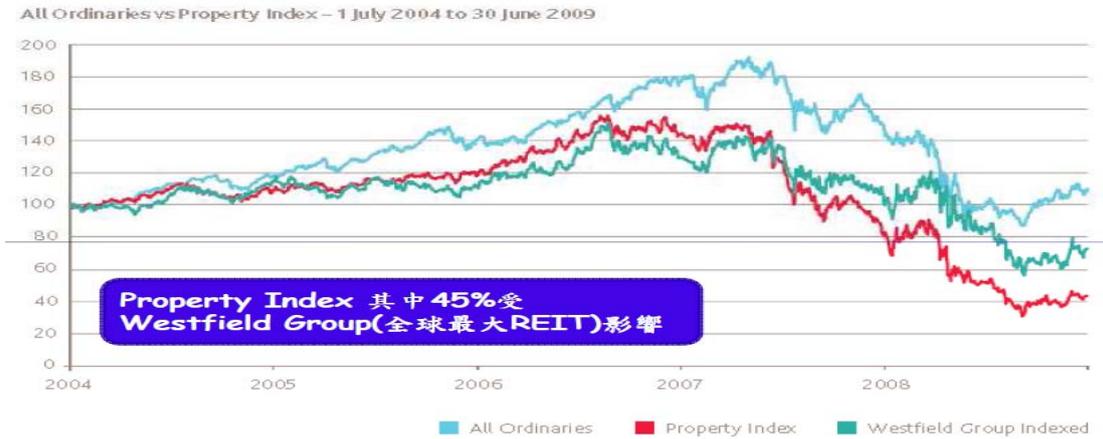
**老師：**從剛剛竹君報告澳洲及歐洲等國 REITs 的實施經驗，有什麼可以提供我國參考呢？

**老師：**歐洲之金融活動相對保守，2007 次貸風暴之後，澳洲、美國等國家之 REITs 都受到很大影響，至今仍未完全復甦，相較而言，對亞洲影響程度較小。國人是否可以投資國外 REITs，答案當然是肯定的，目前國內有許多海外基金，投資海外 REITs 相關產品。

**老師：**學習其他國家實施經驗，可從制度與市場 2 個面向著手，市場面部分，由剛剛簡報之趨勢圖，發現澳洲 REITs 正處於相對低點，直覺上覺得可進行投資，但投資都會有風險，難保是否還會再往下跌。從制度面角度，歐洲英國及義大利等國起步較晚，2007 年始立法完成，而法國雖 2003 年就完成立法，遲至這 2 年才蓬勃發展，但總體而言，歐洲國家的 REITs 發展成效卻令人驚訝！可能因避開金融風暴，亦或是制度設計之影響值得探討。澳洲 stapled 信託管理，採用信託機構及管理機構併行的特殊方式，雖都屬於特殊 SPC 的內部管理，由於其實際操作方式，可能與我們認知的不太相同，所以無法清楚想像它實際運作的模式，更無法確切知道這樣的方式到底好或不好？值得再討論。總體而言，這些國家的 REITs，相對

活潑、管制少、彈性大，反觀我國又能從中得到什麼？先聽聽看大家對他山之石的想法。

**老師：**從報酬面來看，澳洲報酬高達 10% 以上，較一般國家 4-5% 高出許多，相較之下歐洲英國 4% 多看似較為合理。從澳洲趨勢圖來看，雖然在 2007 年之金融風暴跌下來，但之前之報酬率的確真的很誘人。



**竹君：**其實澳洲各檔變化很大，2008 年以來一直都不好，但從取得的資料(2008 年)顯示除排名前 3 名的，因本質真的很好表現還不錯可達 10% 以上外，平均只有 3-4%，差的賠率也很高，波動算蠻大的。

**老師：**現在國際資金自由化程度相當高，理當應該不會有哪個地區表現特別好的情況，所以澳洲 REITs 算是滿有趣的例子。

**淑湄：**那我們要如何購買？

**老師：**可直接向銀行購買以投資澳洲 REITs 為標的之海外基金，國內目前有富蘭克林等公司有相關基金。

**淑湄：**如果只買績效良好的那一檔，要如何買？

**老師：**理論上應該可以購買，採用外幣或其他方式，實際操作方式可能要再詢問銀行。

**淑湄：**剛剛簡報有提到歐洲部分國家 REITs 採「混合式」，想問「混合式」是什麼意思？

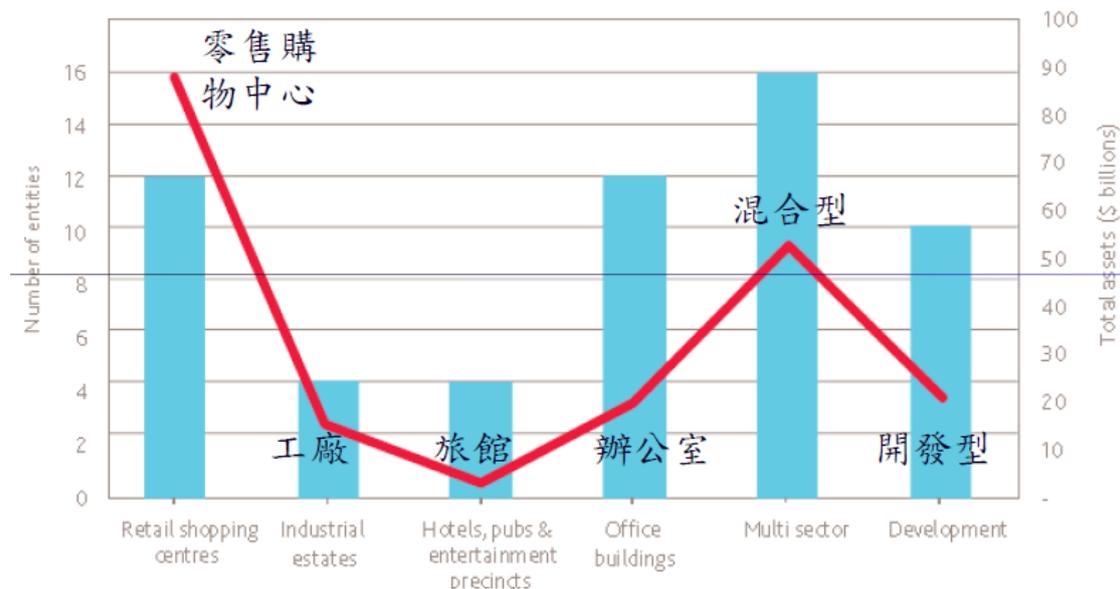
**竹君：**正式的 REITs 會有法案規定稅賦優惠及其他應遵循之規範，而混合式只有對稅賦優惠進行規範，結構較不完整，有點像過渡期。

**老師：**Global REITs 將 EPRA 和 NAREIT 的績效結合，當作是全球 REITs 之績效。

**竹君：**它只是一種衡量指標，有股利亦可以投資。

**老師：**只要能形成指數就可以投資，將全球不動產綁在一起，投資不同地區可以藉由投資組合分散風險，績效與全球局勢變動具關聯性，但由於外部的管理情況比較不易了解，例如澳洲當地的不動產他們自己管理沒問題，但投資美國標的就無法內部管理，且美國標的必須扣除相關稅金後的收益才能計算基金的報酬，可能會導致管理上的困境及成本增加情形，這點是必須注意的。相較之下我國 REITs 只有 8 檔，各檔的投資標的顯得變化不足，其實可參考國外方式與其他地區做組合，例如推出 1 檔台灣地區標的占

50%，香港、大陸等華人地區占 50% 的 REITs，不知有沒有賣點？大家有沒有興趣？當然內部管理相對較外部來的資訊充足、成本相對較低。REITs 的投資組合除可用地區別外，亦可用類型別方式，從下圖可看出混合型的數量最多，開發型的市值較低。



資料來源：

BDO Areits Survey (2009)

■ Total assets ■ Number of entities

**老師：**REITs 真的是類型愈多元化愈好嗎？REITs 本身已是投資組合，有必要再買幾個也是投資組合的 REITs 嗎？即 Portfolio 又 Portfolio 嗎？當然要看目的為何，因每個 REITs 組合方式不同，如何得到最好的 Portfolio，在未來的課程會討論到。還有什麼其他想法？

**逸杰：**荷蘭 REITs 發行時間與美國 REITs 差不多，但發展至 2009 年只有 8 檔，為什麼發展歷程那麼長，但成效卻不彰？

**竹君：**荷蘭 REITs 相較其他歐洲國家限制較多，最大投資者為退休基金，投資以稅務目的為主，認列節稅標準較嚴格，故不大眾化，加上法案限制多，相較法國、英國有舉債限制，要求 100% 收益配息等種種原因所致。

**老師：**這個問題很有意思，我國與荷蘭及發展環境相似，國家都是小規模、易炒作不動產，故在發行 REITs 時限制較多，表現較不活絡，但相對的美國、澳洲等大國家，土地多不怕炒，所以發行 REITs 的相關管制較少、具彈性、較開放，市場較活潑。

**老師：**REITs 主要是經營管理不動產，與一般買賣房屋的投資炒作不同，相較之下透過專業經營、規模經濟，及社會大眾均可投資，站在公平正義的角度，REITs 對不動產經營較有效率之作法，政府應鼓勵對整體社會有正面幫助的產品，但由於我國相較於歐美國家房地產少，所以政府一直忌諱讓不動產證券化市場更彈性、更為活潑，反而將資源挪向直接投資房地產，導致有許多空餘屋產生，然而不動產仍繼續被炒作，造成房地產飆漲及資源浪費的情形，如把這些資源拿來發行更多檔的 REITs，對於不動產證券化發

展又會如何呢？減少直接投資不動產之情形，透過長期經營增加收益，其實目前 REITs 4-5% 報酬是很合理的，但相較於直接買賣不動產從一坪 30 萬漲到 40 萬，不合理的報酬，當然不會有人投資 REITs，這奇怪的現象也是不動產證券化不活絡的原因之一。

**淑湄：**何謂封閉型？

**宗炘：**募集金額額滿後，不能再增資。

**老師：**所以經營過程，只能在開始對外募集資金的額度內周轉。

## 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts : Ch4 Advisor Puzzle.

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

**老師：**提出了 2 個問題，請宗炘自己先回答。

**宗炘：**第一個問題內部顧問比外部顧問還好，那為何還有外部顧問的存在？第二個問題美國以內部顧問為主，為何在證券化上以美國為基礎的亞洲各國，會以外部顧問為主？從相關數據顯示內部顧問成本相對較低、成效較佳，但可能會有道德風險問題。另外我想問，美國以內部顧問為主，為何在證券化上以美國為基礎的亞洲各國，會以外部顧問為主？

**老師：**既然美國內部管理比外部好，沒有代理成本且較有誘因，那為何還有外部管理存在呢？

**宗炘：**可能是一開始法規規定只能外部管理存在，所以一直沿用至今。

**老師：**第一個問題應該是內部管理真的比外部管理好嗎？從美國經驗的確是如此，那為什麼還有外部管理存在呢？理論上外部管理成本本來就較高，但實際上如果外部管理的成效不錯，則不會更換，採用外部管理有 2 點理由，第一，並非內部管理績效就好，可能內部無好的管理人才，相反的也有可能外部管理較貴只好找內部管理，內部管理對營運情況較了解，沒有代理成本，從美國經驗得知內部管理較好；第二，外部管理監督效果較好，可減少代理成本，但就機制而言，課本及一般認知均支持內部管理較好。是內部管理較好？外部管理較好？或是 case by case？值得探討。

**老師：**第二個問題亞洲以外部管理為主，其實亞洲也有從外部走向內部之情形，日本一開始強調外部為主，但也漸漸走向內部管理。採行方式除考量制度外，文化因素亦很重要，人情味重的國家，由於不會出現大義滅親之情形，所以外部管理會較好，法制化國家信用相當重要，以重罰避免投機取巧，所以內部管理會較好，像在歐洲國家地下鐵是不驗票的，抓到處以重罰，並教育民眾逃票是件很可恥的行為，藉由民眾彼此監督，可以省下許多監督成本，可見不同國家國情也不同。台灣在混水摸魚的情形下，雖表面上是外部管理其實是內部管理，這也反應制度成熟程度。

**老師：**台灣在管理上喜歡他山之石，政策推行前，都先問先進國家是否有類似經

驗，別人有才做相當沒有自信，且未考量文化背景不同及目前發展程度等問題，不從理性合理角度出發反映出缺乏信心。很多事情並不困難，重點在願不願意做，像未來房價是否下跌就要看政府有沒有決心，REITs 制度上及市場上問題都有待解決。提醒所有推行的東西都應該要本土化，融入當地文化背景及市場認知，發展符合國情的產品，從理性觀點討論須改善之缺失，但關鍵在於決策者是否真正了解問題所在，或只是無全盤規劃敷衍民意，政策好不好從所推行的政策讓民眾感受是否更好來判斷。一般而言，規模愈大委外經營較有效率，其他同學覺得應該採用內部管理、外部管理或 case by case？

**淑湄：**台灣 REITs 雖然外表看來，採用信託方式委外經營管理，但實際運作模式與內部管理有什麼不同？

**老師：**台灣 REITs 是很奇怪的現象，左手賣右手，國泰賣給社會大眾，社會大眾委託土地銀行管理，但最後土地銀行還是委託國泰經營管理，誰是最終獲利者，由於信託業者僅收取管理費及信託費，誘因不大不會積極管理。最近國泰為增加公司治理，建立審查人制度，由內部管理人加上外部 2 個專家學者組成審查人制度，審查國泰一號及二號的管理機構，以提升管理效能，信託業者一個是土地銀行另一個是兆豐金控，同樣委託國泰建金為管理機構管理，這個例子形式上即投資角度屬外部管理，實質上發起與管理均為同一公司屬內部管理，表面與實質不清楚，現今所發行之八檔都由原來管理公司繼續管理。

**淑湄：**這樣看來受託機構完全沒有發揮功能，不想做太多事，且能力不足消極管理。

**老師：**台灣的信託機構無主導權，財團才是真正管控者，在標的買賣的過程中已安排好信託公司及管理公司，這是我國特有的現象，但目前經營管理也有不錯的，以國泰二號為例，投資標的均有百分之八、九十的出租率，由其繼續經營得心應手。國外 REITs 採 spc，所以標的實質由公司進行管理，合併或處分等管理在法律上較具彈性，公司經理人的想法也較多元化，股價波動透過利用投機股等方式來活絡。目前我國當前最重要問題在於如何讓市場活絡，由於大部分都是法人機構購買，所以市場上誘因機制較少，者也是大家所詬病的因素之一。

**逸杰：**內部管理像買證券一樣，應持有一定比例，這樣在管理上成效會較好。

**老師：**持有股份內部管理也可分享管理之獲利，管理成效較佳，而外部管理由於不管成效好不好僅收管理費，這就是所謂的代理問題，也有可能道德風險問題，例如不管標的好壞，均試圖將基金規模擴大，來增加管理費收入，也會造成困擾。先休息一下。

**老師：**監督可分為內部及外部，亦可分不同項目來探討。外部監督雖較具公正性，但因缺乏誘因機制，將造成外部監督者不論其監督成效是否良好，獲得報酬均相同之問題，反觀內部監督則較可獲利。此外除了機制問題外，亦須

回歸到「人」本身的表現，如：現行老師不論教學品質如何，薪水漲幅均相同(缺乏誘因機制)，只能透過所指導學生之優秀表現而感到欣慰；就像公務員考績打丙等機制，雖可篩選出表現不好者，但對表現優秀者卻無獎勵，即沒有獎優懲劣機制，這樣的機制是否完善，值得商榷。相同的如果 REITs 制度好，則表現當然較好，由於 SPT 機制較不好所以發行後不活絡，另外像現在高房價問題，政府應先建立良好制度，才能有完善之市場機制，而非在缺乏良善制度前，就讓市場機制自行解決問題。

**宗焯：**富邦一號不是封閉型的嗎？那為什麼後來又新增標的呢？

**老師：**富邦一號是透過借貸方式購買，而非擴張募集資金，我國內規准許為 35% 的財務槓桿，目前也只有富邦一號動用借貸，借貸負債高，但相對報酬也較高。另外規模較大之國泰一、二號，如能合併，除管理經費變小外，成效會更亮眼，是可以討論的。但現行金管會採保守作法，原由證管會管理，後改由銀行局，但銀行業務繁忙無暇管理這一塊。其實只要所有資訊透明公開，盈虧自負，且無違法(如惡意購買不動產)之行為，均屬合理，應減少限制。

**老師：**國內管理制度如何？有無需改革處？

**方瑩：**以股市為例，法人機關持有及進出之狀況皆有公開，但 REITs 因多為法人所有，散戶似乎較不容易取得相關資訊，是否需為其股東才能取得？

**老師：**上市應公開，且於每季公開說明書中皆有此類資料，但可能因法人持有 6 至 7 成，且長期持有可達避稅節稅目的，而散戶除原持有成數已較少外，卻持續賣出之關係，而使資訊有較不易取得之情況。另外如能將無限期變為有限期，讓市場更多選擇，則市場是否有更活絡之可能性，當然私募 (REITs 部分幾檔) 則沒辦法。此外每季均須進行資產重估及信用評等評定，如國泰資產每季對外公佈之重估報告書，資產價值雖增加不少，但應尚未處分而沒有反應出來，因其上市則資訊較為透明，問題也較少。

**逸杰：**英國規定 3 年內處分，則不適用稅賦優惠，以避免短期炒作，那台灣是否可行呢？

**老師：**台灣 REITs 為無期限，須經股東大會同意始得出售，且 REITs 基本上是反對短期轉手強調長期經營的，由專業經理人經營管理，並採分離課稅 6%，對小額投資大眾具稅賦鼓勵性質，因此應由經營而非以買進賣出來獲利。

**逸杰：**以土地合建為例，如果分到 4.5 間房屋，地主在短期內買賣，則財政部認定屬營業行為必須課重稅，但如果是投資業者在短期一年內買進賣出，則不用課稅，這樣相當不公平。

**老師：**由於稅制設計不良，導致投機情況嚴重，這的確是好問題。例如前一陣子物價飆漲，政府對於囤積糧食計出重罰，但對於囤積土地則無課稅，且對短期買進賣出亦不用課稅，因土地增值稅稅基一年內不會更動，大家都把錢投資在不動產，所以房價一直墊高，直到最後泡沫化後，房價像骨牌一樣全倒，所以神話是不存在的，在稅制不公平的情況下短期是可以獲利

的，但你必須跑得快、跑的對，不然等到倒下來後，最後的受害者來不及跑的那一群，是不可能只有賺不賠的情形，也不可能沒有輸家的。這道理很簡單，但目前大家還是持續追高房價。

**逸杰：**賴老師在上課時，回顧過去房價均呈現上漲趨勢，但十年後少子化人口結構改變，不動產市場供需不平衡現象持續存在，那以後是否還會供過於求？

**老師：**何謂需求？必須符合有能力及有意願。人口數是需求之基礎，但有意願產生才是重點，人口結構改變家戶組成也會改變，未來可能家戶數量增多，意願多不代表需求增大，那只是一部分需求，沒有能力財富不足，還是不構成需求，雖然人口多寡對於需求會有影響，但經濟成長不變，所得不足仍無法購屋。

**老師：**應討論地區分配問題，所有總資產與經濟成長(GDP)上下波動但大致相符，GDP 長期來看呈成長趨勢，以大安區為例，房價相對十年前成長許多，因為需求及就業機會等因素所以撐高，如果大家都集資去買那裏的房子，就一定賺錢嗎？房價未來當然會跌，因為價格過高泡沫化後下跌，加上投資人沒信心跌的更多，誰是最後下跌的受害者沒人知道。經濟學最簡單的邏輯，當大家都買同一東西時，一定會有泡沫化產生，價格一定會掉下來，沒有人能準確預測何時須進出場，即便是所得高者或有錢人也有可能判斷錯誤過度支撐，成為受害者。

**老師：**從另一個角度來看，大家認為買土地一定賺錢，所以大家拼命買、地價拼命飆，但土地飆漲一定賺嗎？要看運氣，賠的人也很多。土地神話扭曲了事實面，不可能都是贏家，最後不了解市場的人受害最深。很多人說捷運場站一定賺錢，是這樣嗎？如果大家都買就一定都賺嗎？投資本來就有賺有賠只是賠的人往往不吭聲罷了。賺錢有這麼容易嗎？

**淑湄：**想問老師今天發的這張表，「溢/折價」這一欄，有些是負，但它的年化收益率是正的，這兩欄有什麼關係呢？

**老師：**「溢/折價」是收盤價（市場價值）除以淨值（資產價值）減 1，大於淨值是溢價，小於淨值是折價，理論市價大於資產價值買下來就賺。

**淑湄：**「溢/折價」是負的表示市場上認為價值沒有比當初估的來的高。

**老師：**所以駿馬(-27.67%)與三鼎(-22%)是表現最差的，理論上負的一定是不好的。

**淑湄：**國泰二號(-8.65%)也不好囉，那為什麼收盤價還高達 10.99。

**老師：**市場對它的評價為 10.99，而它的淨值有 12.03，如果市場機能是對的話，那淨值可能被高估，當然誰是對誰是錯不知道，另以國泰一號來說，淨值只有 10.9，但市場願意以 11.06 來買，那又如何呢？

**老師：**從台灣 8 檔來看，有財團支持的表現較好，相反的若無財團支持，如三鼎和駿馬負的最多，市場對它們評價不高，但 REITs 是將標的賣掉，所以 8 檔均與財團無關係，顯然市場的看法是盲目的，只憑形象及感覺，富邦與

國泰形象較好，所以 2 檔表現都不錯。以年化收益率來看 98 年富邦一號最好，再來是國泰一號，第三是富邦二號，第四是國泰二號，從 94-98 年累計看來國泰一號表現最好，大致上表現較不好的是駿馬、基泰、三鼎這幾檔。

**老師：**大家要一面學也要一面想，除了解從理論面角度外，亦應從實務界所關心的操作面及市場面，亦或是學界所關心的制度面及經濟面等角度進行了解。目前台灣這 8 檔看來能投資的選擇有限，也可參考投資海外的。今天上到這邊，下課！