

不動產證券化專題研究第六次上課記錄

主題：台灣不動產證券化相關法規探討

時間：2010/04/12(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：羅雅怡

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】

「台灣不動產證券化相關法規探討」由賴宗炘報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch5：Reit Economics of Scale—Does Size Matter？由廖庭萱導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「台灣不動產證券化相關法規探討」ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：法規的講法如何更清楚這是一塊，再來子法的部分補充母法的不足，另外一塊沒有講清楚，就是行政命令，相關行政命令的處理原則是法規中沒講清楚的，這是操作上的細節，反而是關鍵。我對管理機構的規定很有意見，什麼是合法的管理機構，不動產證券化發起再來信託，接經營不動產和收益發放都是管理機構在處理，法規中規定四種管理機構都不是很合理，一為建設公司、二為營造廠、三為建築經理公司，為履約保證所定，與管理無關，四租賃公司更是荒唐，最後為其它由中央主管機關同意，現在的管理機構，多假借管理機構的名字，這部分是沒有處理好的。現在訂定物業管理條例，金建會原本要訂但是還沒訂，當初我們在擬定的時候，就覺得這是重要的一塊，我們現在沒有適當的管理機構，現在有營建署所定訂公寓大廈管理條例，是管理社區，與管理出租經營的不動產概念不同，但都比建設公司等還好，但這次修法都沒改到，令我感到遺憾！

裡面有提到公募與私募，私募是私人間的關係政府無權干涉，只要私人雙方談妥即可，重要是公募。

簡報中第二個問題談到封閉型及開放型，為什麼會問到這樣的問題？

宗炘：主要是因為我閱讀一些書籍有特別探討證券業為開放型…

老師：證券業有分封閉和開放沒錯，但是一般以開放型為主嗎？其實是以封閉型為主喔，封閉和開放的差異過去是說 extent，現在講法就是能否贖回，贖回就要清算價值，第一個不動產的價值是浮動的，雖然可以每三個月可以

重新估算一次，但是也麻煩喔，資產價值被計算還要被認定，但是沒有買賣價值就無法認定，所以在不動產證券化裡面不能有開放型，雖然現在有三個月重新估算，替不動產估價師爭取業務，但算數嗎？估價結果不能代表真正交易結果，增值的利益不一定可以被表現出來，另外，集體贖回會造成贖回機構的壓力及風險，故也不鼓勵開放型，封閉型應該沒有好 argue 的，還是大家有其它想法？

宗炘：修法以後原規定不得增資，現在好像可以增資，不曉得有沒有關係？

老師：擴大縮小本身沒有問題，只是基金規模現在不夠靈活，但是跟贖回無關，贖回是不玩了，被贖回機構容易倒，大家這部分清楚嗎？有沒有其它問題？利得實現有點麻煩，每三個月評估不是隨時評估。所以第一部份，我覺得封閉型或是開放型應該不會是個 issue。

老師：第二個問題 REAT 及 REIT 倒是個好問題，可以談談，這是傳統的 argument。剛開始第一檔（IBM 大樓）是 REAT，公司作個案融資，透過信託融資，有兩種狀況有先優先買回與沒有優先買回，對象以法人機構為主，一股大概都一百萬，與小額融資不同。大家看流程圖 REIT 和 REAT 最大的差異在於 REAT 先有資產再給信託業者，REIT 理論上應該先有錢再去購買資產。早期有提到一個是日本的作法，一個是美國的作法，另外的講法是 REAT 是資金周轉的邏輯，REIT 則是小額投資大眾，但是日本的 REAT 不上市，但是不上市就有點像私募了，不 popular，現在 REAT 也不 popular，這有點麻煩，國外比較多談到 REIT，我覺得兩者很像蘋果與香蕉，很難拿來比較。本來臺灣理論上 REAT 應該被淘汰掉，但是有趣的是臺灣最後一檔反而是 REAT，只是一種資金周轉管道的方法，未來還是以 REIT 為趨勢，大家有沒有其他的看法？

宗炘：我有在想，我們有規定免證交稅，是因為臺灣學國外的作法…

老師：最近稅的議題討論熱烈，像產創條例，是很慘的慘嗎？稅的議題很敏感又有影響力。一般小額投資大眾都不是很清楚，但是對越有錢人差很多。如產創條例由 20% 降到 17.5%，由 17.5% 再降到 17%，差 0.5% 也很難搞定。美國的 REIT 產生是從稅產生出來的，這是在認定免稅團體—小額投資大眾，提供 6% 分離課稅，以鼓勵有效利用資源、讓管理與投資分離且讓小額大眾可以進入，但是現在的稅降很容易漲很難，背後很複雜，稅的部分我們還是 follow 國外作法，當作一點誘因，如果 REIT 規模很大，稅的影響就更大了。前一陣子有在討論 6% 分離課稅是否提高，但我不是很理解這對市場的衝擊，但的確，稅的問題是很敏感的。

靜宜：原本 6% 調整成 10%，採統一課稅。到底採 6% 還是 10%？

老師：不動產證券化條例是特別法，優先適用。影響較大的是 6% 和 10% 是否差不多，證券化的手續複雜，給的誘因太低就不夠吸引人，這是一種可能性。

老師：另外一個問題是為什麼開發型不受歡迎？條例提到只有都市更新那幾種，我覺得很荒唐，政府管制太多，建設公司的案子為什麼不能證券化呢？為

什麼只有都市更新？當然都市更新裡面很複雜，像公共建設～哇～那瞎咪碗糕。活絡市場與背後怎樣管制都要很小心，過於活絡一些阿貓阿狗進來，搞的很累，這我同意，但也不能弄到後來無利可圖。最近土地銀行現要成立都市更新公司，開始以銀行名義募集，找開發商來參與成立公司，想從上到下都包，你覺得有沒有希望？有沒有賣點？詳細的都還在思考中。傳統最早立法起源是從都市更新條例出來的，但後來都沒有人做，叫都市更新投資信託公司，後來最早要做的是台開：臺灣開發土地投資信託公司，臺灣的唯一一家開發與信託一起，後來信託（銀行的部分）全部拿掉，全部變成開發，你可以看到這裡面都市更新的作法怎樣變成開發型，回到剛剛，開發型裡面有意思喔，有什麼梗？為什麼不受歡迎？開發型可以變成 REIT 的話裡面有什麼故事？我要講的是，不動產在臺灣如火如荼，大家都曉得，大家過度投資或過度消費，買了就那一棟無法有效經營，如果開放全民投資全部有效經營，空餘屋就不會跑出來，因為全部有效經營，投資與經營分離，現在反而都是半套半套，當然我講這個東西有人誤解，說阿～張老師不是說打壓房價，怎麼突然又跳出來說要證券化開發型都可以做，其實真正瞭解意思是不一樣的，可以讓大家不會有空餘屋在那裡，我買的都是有效經營的，現在有點麻煩，我猜未來不良資產還是會出現，那個再包裝成 REIT 如何？一樣可以變成開發型，還是可以做，有點像垃圾債券包裝成開發型，一樣要處理，不動產有效利用還是有很多盲點，社會共識沒有形成，所以這裡面有點講的不容易清楚。開發型最大的問題是風險那一塊，因為剛開始前兩三年是 nothing，不像之前訂的要有效穩定收益，不穩定就不做了，另開發者是有被評估的，很好的開發者，開發計畫是被拿出來，像國有土地我一直 argue，舉一個簡單的例子，聯勤那塊地，典型不良示範，國有財產局賣給新光，新光養了兩年以後賣給私人，買了以後囤在那裡，如果我改成開發型，第一個全民投資，而不是財團投資，投資以後有開發計畫，審查開發計畫以後全民來標，利益分享，切到多細或多少全民再說啦，但至少活絡與有效利用，我們現在就是第一個不活絡，有效經營是傳統的經營，如果開發型這部分可以真正受歡迎，那我想開發過程就有很多監督，一檔一檔都是上市股票，每個月的報表都要公諸於世，這裡面怎樣能夠達到資產活化或土地利用，這兩件事是大家可以再想想，當然我講的不一定是這樣，但是邏輯可以想想，有趣的是，到目前為止，沒有！這倒是我好奇的，為什麼沒有？業者不會蠢蠢欲動嗎？有利可圖又可以開發，都市更新也可以來做做看阿，可是他也不想，也沒有，都市更新現在能有幾檔，最大一檔可能是忠孝東路 sogo 對面塊。反過來說，有利可圖為什麼要證券化？除非我錢不夠，為什麼要跟別人分？所以你看回到最傳統的爭論，證券化的資產是蘋果還是芭樂？蘋果為什麼要拿出來跟大家分享，芭樂還可以。初期新光或國泰搶生意試水溫，拿出來的資產可能還不算太差，但絕對不是頂級。

老師：我覺得開發型是很大的一塊，怎樣合理化做出來，使市場更健全，如何有效活化起來？不動產最大的問題就是有錢人才玩得起，最近我們還在講，該不該買 REITs？該不該？有人說不太該，我倒不這麼認為。REITs 的炒作和買實質不動產差異在，REITs 主要是經營為主，這是我比較 comfortable 一點，REITs 必須要有利用有收益才有辦法分給投資者，只要房子有在用價格浮現，現在房地產價格是投資客不在用，買著空在那裡資源浪費才是問題所在，現在是投資性需求一直頂在那裡，有錢人借錢去買，背後有很多 bubble，但是證券化以後要使用，比較不會有閒置的問題。我不敢說可以解決臺灣房地產的問題，但至少提供一個方法，我們現在兩個是脫勾的，不使用的不動產也很貴，這是不合理的，雖然有點遙遠，但這或許是解法之一，大家有沒有其他的 commend 或是其它問題？

淑湄：學弟簡報的第 62 頁，第 30 條我只是很好奇說，如果有設定抵押權必須塗銷，但第二行又提到因故抵押權不能塗銷者，委託人必須檢具抵押權人於信託存續期間不行使抵押權同意書，這個同意書這是有效力的嗎？

老師：這要問專修法律的俊鈞？

俊鈞：(微笑)

淑湄：我剛已經問過他了，好像沒效。

老師：我想應該是有效的啦，不然寫這個作啥？簡單來說，拿來證券化上面應該不要有抵押權，我們審過有違建的，有違建會有訴訟糾紛，我想大部分都有違建，只是沒被檢舉，避免在募集資金時受到挑戰，法令細節我不是很確定，但我想如此立法應該有意義的。

淑湄：忽然想到好像在蓋新房子的時候，要求營造業者放棄法定抵押權，雖然會出具同意書，但真的要執行也就沒辦法了。

老師：那就無哉樣啦，這我無法回答。

俊鈞：物權優先於債權，所以出具債權同意書應該是沒用的。另外一個問題是第 89 頁（金管會審查受託機構募集不動產投資信託受益證券之程序、標準及發行後管理原則），為什麼應有適當之間隔距離，這什麼意思？

宗炘：就資產配置分散風險，像一個買國內及一個買國外，可分散風險，或像老師說的，新光有一標的在台南。

老師：這點是宣示性的，什麼叫做適當？10 公尺？100 公尺？有爭議。其它點一起來看看，估價報告書有什麼實質效用？管理機構部分剛有提到，這我一直很不滿意，第五點只是形式上的，理論上兩檔間的資金不要挪用，但實務操作有困難。第七點蠻重要的，不另收取績效獎金這在審查時很重要。法條訂定的邏輯是什麼可以想想，以前法條沒有訂定發起人，後來才加進去，發起人也很重要，實際操作發現是核心，但規範也沒有很清楚，當然理論與實務操作，我們也可以再看看。

老師：我們休息一下，大家都要讀，只有我講就沒意思囉！

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch5：REIT Economics of Scale—Does Size Matter？

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：很好！很清楚，規模對台灣重不重要？他的結論是重要喔，這張圖（臺灣 REITs 之規模與股價散佈圖）很有意思！對不對。

庭萱：我是覺得他只用規模來下結論很奇怪。

老師：當然，我們不能只用規模下結論，你去買東西規模重不重要。對臺灣來說，規模很重要，看起來財團型名聲很重要。看起來是這樣，大家有沒有什麼想法？

淑湄：老師，我想問一下股價的定義是什麼？

庭萱：股價是上禮拜五的收盤價格。

老師：這不見得是報酬，駿馬低於票面價值，才七八塊，國泰富邦變更好了，當然這不是絕對啦，不能只看股價，買賣才有股價，還要看股利，兩者相加。有沒有 commend 或是什麼問題？

宗圻：臺灣的 REITs 比起國外都算是小規模。

老師：對～這是 good point！大家知道有規模經濟和規模不經濟，臺灣的與外國的相比規模的確差很多。這是很好的討論，結論是規模在美國沒關係，規模背後隱含有分散風險，裡面有一種投機股隱含有風險，一個 argument 是多少規模是規模經濟或不經濟？這裡面沒有實證，書裡有些歷年的圖表值得看一看，另外一個有趣 argument，不動產規模要大還是小，大家知道不動產的異質性很強，例如臺北市的不動產投資者、使用類型、地區別差異很大，那麼小的地方就是很多異質性，即便在同一區面河不面河也有差別，過去我們曾做過將 NPL（不良資產）的投資報酬作比較，我們後來發現大概 3~4 檔就差不多可以 portfolio 了，再上去就不太會有會有規模經濟跑出來，兩三個資產結合成一個 REIT，效果會是怎樣的情形？當然我們沒有實證，現在最多是四個資產，就是富邦一號，其它都三個，還有兩個的，唯一比較大的是國泰一號，因為有一個獨大，因為是喜來登，我也曾想如果將國泰一號及二號合併在一起，會不會引起市場更大的風潮？有沒有可能，從管理者角度來看，合併是有他的經濟效益，尤其是現在三個、六個資產，像國泰一號和二號合併，只要找一個信託機構，少一筆錢，管理的人也少一點，我看是差不多，至少報表好像沒什麼差別，我認為市場還是比較相信「大」，還有一點迷信，相信上市、上櫃、品牌，大一點的公司似乎比較不會倒，以前講一個笑話，要捅就捅更大一點的樓子，政府才會救，當然這要夠大，就是影響才夠大，大家會怕阿，其實也是阿，你看這次次貸風暴，為什麼雷曼兄弟和花旗一個救一個不救？可能是一個夠大，呵～當然這講法只是個笑話，我講的不是絕對。但我也覺得其實規

模不是最重要的，重要還是本質：「好產品！好產品！好產品！」，不好的產品規模再大也沒有意義，不要忘記本質才是基礎。你看美國 REITs 上千篇的相關研究，在不同的時間點、不同地區、不同樣本、size 答案都不相同，當然你說這樣才好，才有 paper 產生出來，臺灣相對則較少，裡面和管理者、投資者都有關係，可能因為風俗習慣、每人價值觀、市產波動性不足，答案當然是不太一樣的。來吧！想聽外系同學的想法，靜宜？

靜宜：(默)

老師：那俞君呢？

俞君：REIT 合併後真的比較有管理效益嗎？

老師：美國提到像是國泰跟富邦合併在一起，那又是另外一個故事，我講的像是國泰現在就有兩檔，同一個公司，像是左手及右手，根本搞不清楚，兩個經理在那邊，財報看起來也差不多，直覺上似乎可以合併。同樣的是國泰一號、國泰二號、新光一號、新光二號…，我覺得蠻可笑的，財報要做兩份，沒有道理，而且兩者看起來沒有差別，經營管理是一種想法，另一個是投資者的看法，臺灣投資者搞不清楚的狀況下，大家憑藉的是「外觀」比內在還重要的。

淑湄：不合併可以降低失業率。

眾人：哈哈！

庭萱：REITs 投資者法人占蠻大的比例，他們應該會比較理性，不會只看外觀。

老師：好問題！法人買了就擺在那裡，如果兩個一起經營可以 cost down 或比較有效率，臺灣幾檔規模都很小很好的，沒有被拉大，我認為應該還可以再擴大發展才對，但我不曉得在那個環節出了問題，上次的講法好像是說金管會並沒有許可合併這件事，當然這要開股東大會，比較麻煩要處理這些事情，大家有沒有其它的想法？大家覺得勒？

淑湄：老師之前講說 REITs 賺錢的話大部分要分給投資者，所以對於經營者來說，規模大小或節省成本對他有什麼好處？

老師：當然這要看你怎麼分，經營有效率或許可以得到比較…現在不能講年終獎金啦，或許經營有效率有更高的薪水，理論上，大家要反應經濟效益，把餅變大，大家應該可以得到更多好處，另一個問題是餅變大對經營者沒有好處，為什麼要把餅變大，我想把所有報表都展現出來，投資者還是會有比較，尤其大部分不是委外經營，雖然表面上委外，其實還是內部經營，發起人就是他的，但信託業者反而是委外的感覺，沒有誘因合併，信託業者就是那三家，這是比較弔詭的。我們上兩節討論到法令制度，這裡應該有所調整，給信託業者誘因，讓信託業者有更多改進的空間。

淑湄：信託業者已經賺太多錢了，如果不做應該給予懲罰，呵呵。

老師：金管會對這方面並沒有這麼清楚的法令規範，信託業者應該要被評估或被公告出來，對不對，就像基金管理人是有評比的，我還是要講到法令制度，有沒有什麼改進，臺灣 REITs 不活絡，與信託業者有不小的關係。好問題

阿！

逸杰：有沒有可能不是信託法的關係，可能是其它法令導致大家不會往信託這方面走？就像老師剛說開發型的信託剛開始會被綁三年，假如說我是投資者，我要投資不動產，還不如去買上市櫃公司的股票，像營建股，好處是可以短期操作，投資人又可以炒股，還可以動手腳，不像 REITs 收益穩定，另外一個是稅的問題，表面上 REITs 稅較低，我們上次有討論到，買預售屋用換約方式，根本沒有課到稅，很多東西都沒有課到稅，表面上稅定的再低再怎麼免稅，民間還是有更節稅的方法。

老師：這是好問題阿，兩個問題都存在，但是兩個問題應該都有解。買營建股和買 REITs 的差別，這要講清楚，營建股是公司經營的股票，REITs 是免稅團體的股票，營建股的股票掌控在公司手裡，REITs 則是掌握在信託業者，比較具公信力的第三者，這兩個意思不太一樣，當然一般人比較偏好營建股是可以理解的，因為營建股有炒作空間，我們從另外一個角度來看，我們創造一個產品，介於兩者之間，我們看到整個結構的扭曲不合理，要怎麼重建？一個是 REITs 完全沒有市場，沒有市場規模，另外營建股票充滿投資炒作，這蠻有意思的，如果有時間我們可以再來談談這個，有很多值得討論但目前都沒有講清楚，大家要去感覺市場結構是很大的問題，隨便舉個例子，光稅的問題就很難搞定，增值稅怎麼調？市價課徵要怎麼調？資訊都不透明，光這就搞不定了，一大堆問題還蠻痛苦的，這是學房地產的大家仍須努力的地方！同志仍須努力，希望大家能透過這一堂課多一點 sense。

老師：還有，每週作業不要遲交，好不好，要交的趕快交來。