

## 不動產證券化專題研究第十二次上課記錄

主題：不動產證券化信託與代理

時間：2010/05/17(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：賴宗炘

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】

「不動產證券化信託與代理」由廖庭萱報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch10: The Performance of REIT Stocks — Are REIT Stock Really Different from Other Stocks in the Market ?

由彭竹君導讀。

### 【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見廖庭萱「不動產證券化信託與代理」ppt 檔案。

—簡報結束—

老師：台灣以信託為主，代理問題真正沒有被揭露，在這背後有蠻多可以討論的課題。

庭萱：還有一個是京站的，前幾年的報告中有提到。

老師：京站是怎麼一回事？能否說明一下？京站在火車站，最近開幕，當時我們在審這個案子，一直流標，後來日勝生得標，用途本來不能做住宅，規定只能做商用，他不能把產權再分割，只能有單一的所有權人，而在協調後可以作住宅使用，但必須要找銀行當信託業者，所有切割出的幾千戶都包給銀行做信託，到時只要跟銀行一家接觸就好。

庭萱：當時第三標時日勝生出現，權利金十億八千九百萬，設定 50 年的營運權，土地所有權是台北市政府的，簽約後就像是日勝生去設立一個地上權契約，沒有取得土地所有權，土地所有權人還是台北市政府，要開發住辦兩種，並拿的信託，未來民眾可以直接跟信託機構購買，但地上權只是信託給信託機構，民眾實際上只得到憑證，有使用權，比較接近證券，我覺得他們是信託，但有點是想要唬嚨大眾，因為契約中還訂定說使用者付費，民眾還要交房屋稅與地租，想要用一點不動產證券化的概念，推出這樣的產品，但實際上是想把開發時的資金風險移轉給大眾。

老師：這樣的說法有點不對，第一個他不是地上權，是 45 年的租約，分三個租約，分別是 20、20、5 年，每一個買的人都拿到 3 張租約，我買這個房子，

拿到 45 年的使用權，要付的費用要以房客的角度來看。將來市政府只要跟一個人交易，即信託機構，假如我要把產權收回來，人太多不易回收回來。

庭萱：是要讓產權單純化。

老師：沒錯，產權單純化，這樣市府才能接受。這要硬扯到證券化，基本上是有點牽強，不過如果說是類似證券化產品，當然可以這樣說。信託是指把產權信託給銀行，銀行有借款關係，不然沒有錢，蓋不起房子，那蓋完房子後分租給人，人家只拿到 3 張租約。事實上，京站不是證券化的案子，第一個他缺乏公開市場交易，只是租約，租約的話 20 年最長，這部分我不覺得有太多的討論，信託當然有用到，但沒有做證券的處理，台灣的信託主要是用於 REITs，作為防火牆，強調要保障大眾，如果拿京站當例子，不算妥當，也沒經過政府許可，不算證券化。

同學有什麼問題嗎？白金安教授指導學生寫的文章中指出，REIT 可能存在代理問題大於 REAT，為什麼？我比較有興趣的是台灣的證券化現象到底有什麼隱含，或是有什麼問題。另外，台灣是 SPT，同學應該已經了解 SPT 與 SPC 的差異，我們希望可以轉變為 SPC，請庭萱補充一下兩者最大的差異。

庭萱：SPT 中，信託機構本身能力受到限縮。

老師：信託機構本身是關鍵。

庭萱：SPT 受信託業規範，因為強調是為了要保障投資人，所以在保障上切分的很清楚，SPC 的公司在營運上有較大的權限，因為 REITs 獲利時公司也獲利，跟信託比起來，信託機構比較沒有誘因，不會特別出力管理。

老師：信託業專業在信託，只在保障受益人的權益關係，並沒有積極利用信託財產的想法，只有在確保其防火牆的功能，他們是信託業者，並不是經營業者，而 SPC 的話可以是不動產專門公司，他們對於經營不動產比較了解，但他們不是信託業者，對信託方面較不專業，上述是 SPT 與 SPC 的差別。SPT 是受信託業法成立，對財產的管理與保障較有利，SPT 賺是信託利益，SPC 賺公司盈餘分配。目前國內沒有太多 SPC 的經驗，金融資產證券化這部分也有 SPT 與 SPC，兩個法令共同存在，但我們對於 SPC 還是沒有太多經驗。同學有沒有什麼補充？

我印象中這一次歐元要成立 SPV，整合並解救歐元的困境，不過這個又不一樣。

靜宜：SPC 也要管理公司嗎？

老師：SPC 可以自行管理或委外，自行管理可以更了解 REITs，在美國的話 SPC 都是自行管理，沒有委外，而台灣是 SPT，一定會委外，但是委外又和發起人連結在一起。以前對發起人沒有什麼限制，連發起人都沒去定義，修法後才加入發起人的定義，一開始安排機構也沒有定義，後來也才定義出來。現在討論到代理問題時，發起人的角色變得很尷尬，信託業者與發起人的關係很曖昧。如果是 SPC 的話，可以自行管理，較不會有代理問題。

淑湄：安排機構是什麼？

老師：安排機構會幫你包裝銷售，包括去跟證管會申請許可，安排到上櫃或上市，理論上只做服務，但法律上早期沒有規範，現在有出現規範，過去像寶來幾個都是安排機構，現在只是特別提出想法。基本上發起人是一個很重要的角色。還有什麼問題嗎？

台灣信託這塊還是很保守，主要是銀行在處理，銀行對不動產的開發經營與有效利用比較沒有做處理，信託業者在台灣的問題就是成立門檻，10億是REITs與REIT的成立門檻，只有從事REIT業務的話是3億，當初10億與20億是一個很大的爭議，不動產證券化條例中規定，只要10億就可以成立一個信託機構，加入公會時，其他信託業者都是20億，最後會變成10億就可以成立信託機構，因此才規定10億只能做不動產證券化，不能做其他的信託。

從銀行角度來看，只是收手續費，找管理機構與中間的安排機構，這樣會使台灣不動產證券化沒有活潑性，信託業者沒有誘因，因為信託機構只收手續費，信託費其實還蠻高的，大家可能會覺得說，信託機構收了費用，但什麼事沒做，只提供報表出來。當然所有事情都要信託業者同意，無論是委託哪家管理機構，或是管理機構報表的提供，管理機構對外要經過信託業者的同意，使得管理機構沒辦法表現，這塊是蠻大的致命傷。

淑湄：國泰建經是管理機構，跟物業管理有什麼不同？

老師：管理機構是指由信託業者找一個管理機構，使不動產得以有效利用，理論上是找房客、訂房租、訂契約、減少空置率、維護等，基本上就是物業管理。目前法條上不清楚，因為現在沒有物業管理條例，只有公寓大廈管理條例。基本上，最接近管理機構的是物業管理公司。

淑湄：建經公司不會做那些事

老師：沒錯，建經公司不會做那些事，但只是用建經的名義，賣掉後還是原本的人管，人都沒換，像土銀、兆豐金等信託機構，本來是可以換管理機構的，但發起時交易都已經講好了，不答應就不給信託機構信託，最後還是回到原本的管理機構。我們來看一下投影片，裡面提到，受託人是否仍受發起人影響？

一開始發起人是國泰或富邦，透過安排機構證券化，賣給大眾，同時把財產信託在信託業者名下，信託業只是中間人，類似管理機構，但信託業者自己又不會管，所以又找管理機構來管理，比較像是受到受益人委託管理。

庭萱：受託人還是受發起人的限制，因為在發起時已經先商量好了，變得沒辦法監督發起人。

靜宜：有關委託人，現在不是已經蓋好房子了…

老師：委託人是誰？現在是自益信託，委託人全體是社會大眾，前面有提到信託有自益與他益，那是哪一種？是自益，因為委託人太多，所以信託給一家信託機構，例如土地銀行是信託機構，自益信託中受益人還是社會大眾。發起人在賣掉不動產時就已經不見了。

靜宜：我是要說發起人，發起人會想用 REIT 來募集的比較可能是開發型的。

老師：現在沒有開發型。

庭萱：想問一下有關不動產有限合夥的未來後續發展，因為在 2007 年時通過了相關規定。

老師：有限合夥大概不太行，在美國有一些有限合夥，規模較小，有限是指賠償有限。基本上，SPC 要發行上市，不動產有限合夥比較不是上市的概念。

庭萱：像是自己找好的，私下募集。

老師：嗯，像私募，規模小，人也較少，不需上市，容易成為一檔，買賣不需經許可。

庭萱：草案中規定，在契約中可訂定成立的期限，像任務型，例如到期就結束，不動產有限合夥可規定例如成立 5 年就處分，感覺較有彈性。

老師：小規模的話會較有彈性，但如果要上市給不特定大眾購買，必須要嚴謹一點，所以政府要審核，程度上相對嚴謹。

庭萱：感覺比較像有錢人透過自己的管道，知道什麼可以投資，就用有限合夥來募資。

老師：私募就是這概念，找幾個人自己來玩，損失自行負擔，但如果對不特定大眾募資就不行，對不特定大眾募資的話，政府擔心會出問題，所以要求較嚴格。

庭萱：感覺有限合夥沒有對社會有促進的功能。

老師：沒錯。剛剛最後有提到蟑螂的故事，這是一個很好的比喻，這個比喻是希望制度上有點彈性。

庭萱：嗯，希望制度一開始不要就定的太死。

老師：那最後的結論是什麼？回到破產隔離這一塊，破產隔離能不能確保受益人或投資大眾的權益，本來信託就是要保障受益人的財產，財產在信託機構名下，別人不能動，可以確保他的權益，當然信託業者如果只是扮演財產登記名下的角色，管理機構也可以做這樣的事，SPT 當然也不是說一定不行，只是問題在哪？當然，如果金融機構有找到好的管理機構而放手，不過他們也不敢完全放手，因為出事是信託機構要負責，所以很多事都要經過信託業者的同意，導致管理機構權利受限。理論上，SPC 會解掉部分問題，但也不敢保證一定能解決問題。基本上信託業者不太可能放手，因為他們要負責，在這情況下面臨了困境與矛盾。

淑湄：放什麼給他們？

老師：例如現在管理公司決定要合併或是借貸，只要對財產有利即可，需經過信託業者同意，放手是指全部委外，現在使用 SPT 只是要財產確保，卻沒有讓財產有效利用，目前看來沒有什麼方式可以做。

淑湄：就是國泰建經可以提，信託可以聽不一定要做。

老師：嗯，信託業者同意才可以。例如我曾建議國泰一號與國泰二號合併，信託有兩家，一家是土地銀行，一家是兆豐金，他們不同意就沒辦法合併。如

果 SPC 的話，才比較有可能合併。現在也要想想到底哪種方式處理較好。靜宜有什麼問題？

靜宜：我想在有什麼可以讓發起人拿出標的的誘因？

老師：發起人拿出好標的誘因，就是他們希望可以賣到好價格，但賣掉後還是自己在用，也是自己管理，管理費照收，所有東西都沒改變。

靜宜：可是收益要 90% 轉出去。

老師：賣掉是什麼意思？賣掉是指發起人拿到錢後走路。

靜宜：那標的收益就沒有了。

老師：沒錯，收益要分享給社會大眾，因為是投資人買的，但可以繼續收管理費，其他什麼都沒變，連大樓名稱都沒改變，其實可以把大樓名稱換掉，今天管理單位還是發起人，該賺的還是照賺。

靜宜：收到的租金到時要給大眾。

老師：沒錯。

靜宜：那他們賣掉標的後，未來的增值就拿不到了。

老師：賣東西就沒什麼好講的，而且賣價還是發起人決定，幾乎沒有討價還價的空間，小額投資大眾沒有討價還價能力。

賣的好價格是一件事，不過他們不一定會把好的產品拿出來賣。印象中富邦一號的產品真的不錯，賣的錢拿去大陸投資，他們就賣到好價錢，事實上只有賣方出價，買方買，3 家估價師還是他們找的，在台灣屬於真實的買賣，要交增值稅，當然也可以不賣，他們覺得增值比較大的話。但商用不動產還是有在買賣的，好價格為什麼不賣，像內科的大樓一直轉手。問題在於，賣給大眾，大眾都沒有議價能力，多好。信託業者是發起人找的，這也很怪異，這些東西都談好了，才說價格是多少，當初還有價格的審查機制，現在連價格的審查機制都沒有了，這不是合理的現象。

代理問題還是存在的，逆選擇問題還是有，發起人不會找最好的機構，而是找熟的、聽話的機構，他們並不是為受益人的最大利益，而是為了自己的利益，這裡也產生了很多的爭論。基本上他們說法還是折價賣，所以才要買呀~表示當初賣還賣便宜了，這裡有很多矛盾。

裡面還有很多問題，像是我對白金安指導的文章結論有點好奇，他是說 REITs 存在的代理問題比 REAT 大。

庭萱：這篇文章中是先分市面上的管理機構，分出來後再問社會上從業人員、相關企業，最後發現是 REITs 的代理問題較大，而衍生出這個結論。

老師：REAT 比較是融資的問題，可以附優先買回權，有優先買回的話就是融資，當然也有沒優先買回的。REITs 制度上是先有錢再有不動產，但實質上 REITs 也是先有不動產才有錢，兩者有什麼差別？基本上兩者差比較多的是股權單位，REAT 一股 100 萬以上，購買者是法人機構，REIT 是個人投資的。此外，REAT 基本上是一檔就是一個不動產，現在已經比較不流行，且沒有上市，沒有在股市掛牌，缺乏市場的活絡。

代理問題在國外比較有在討論，如果可以更清楚討論出來，或許會有點意思，我們休息一下。

### 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch10: The Performance of REIT Stocks — Are REIT Stock Really Different from Other Stocks in the Market ?

由彭竹君導讀

—簡報開始—

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報結束—

老師：這一章是講美國 REIT 表現，有什麼心得？

竹君：裡面有提到一個很特別的事，就是有限期 REIT 表現比沒有限期表現好，但台灣的話，有限期應該比沒有限期有波動，有期限的易受消息影響，所以有期限的 REIT 表現可能會較好；另外，我比較驚訝的是，REITs 短期沒有抗通膨，而台灣人會熱中投資不動產，有一部分原因是因為可以抗通膨，防止錢變薄，如果 REITs 短期沒辦法抗通膨，那 REIT 還能吸引台灣人買嗎？

老師：這本書好的地方是把美國的文獻回顧介紹的很詳細，當然有些有結論，有些沒有結論，基本上會分兩個部分，第一個是一般性的現象，另一部分是美國特殊現象，這樣現象是不是適用於台灣？台灣到底從中得到什麼想法，哪些相同哪些不同？第一個是講到，REIT 表現是不是比一般不動產表現良好？在美國表現如何？

竹君：美國的表現不一定。

老師：那台灣呢？台灣沒什麼疑問，REITs 表現比較不好，大家都知道台灣不動產會漲，但 REITs 不漲，當然台灣目前 REITs 發展短，只有 8 檔，所以得到現在的狀態。而美國經過 40、50 年，而且有 200 多檔，可以看出不同。台灣很明顯 REIT 表現不如不動產，至少這幾年來，這個答案還是符合。那還有什麼東西是屬於美國與台灣不同的？利率變動你們覺得如何？台灣現在只看的到短期，還沒有長期，或許我們跟美國一樣，是一般現象，或是美國是這樣，台灣不是這樣，美國在前面發展了 40 年給我們看，基本上看起來利率往上調，對 REITs 更不好，因為現在利率是低檔的時候，利率如果往上調，REITs 更沒有競爭力。我們之前 REITs 發展經過 2、3 年時，有做了一些實證，基本上我們短期還算一致，不過是說前面 1、2 年，未來當然還不知道，現在發展時間還算短。

另外，剛剛有提到一個有趣的問題，有期限跟沒有期限的 REITs，在台灣發展差異會如何？當然台灣沒有發行有期限的，所以是我們預期的。

那為什麼 REITs 表現會低於不動產？有誰可以回答？

逸杰：REITs 賺的是租金，不動產賺的是開發與資本利得。

老師：可是 REITs 的優點比不動產好很多，像是流動性好，易買進賣出，小額投資，雞蛋不用放同一籃子，可以做資產配置，當然比不動產好。從剛剛的角度來看，投資 REITs 的好處絕對大於投資不動產，當初發展 REITs 就是不動產有缺點，當然這裡隱含房地產投資是高報酬高風險。我們說 REITs 到底是股票還是不動產？基本上較偏向 stock，而不像不動產。股票本身的波動與報酬大於不動產，這沒有問題，可是股票風險大，房地產較對於股票來說，較低報酬低風險，證券相對較高報酬高風險，這樣聽起來 REITs 是介於股票與不動產之間，但是買報酬角度來看，REITs 的報酬低於股票，風險也較低，波動也小，都沒什麼動，只有每期租金收益，發給投資人，沒什麼資本利得，基本上台灣的 REITs 更像債券，所以結論是 REITs 是不動產、股票與債券的合體。靜宜有什麼評論

靜宜：我回家做 T-REITs，可以算出報酬率，與大盤比較，T-REITs 的波動較大盤還大，不知道是怎麼一回事？

老師：我認為不太可能。

靜宜：單以指數報酬率之波動性來看，就是標準差，我算出是股市較大，但報酬的標準差是 T-REITs 較大。

老師：我認為應該不至於，我們前年有算過 T-REITs，基本上波動不算太大。我們可以從理論上來看，REITs 都是以租金收益為主，消息面也沒有，如果是下跌較多，這可能不是報酬，而是損失。大家知道股票的波動很大，營建股在某種程度基本上已經脫離與不動產的關係了，營建股介於股票與不動產，而 REITs 是介於不動產與債券之間，當然營建股也有可能優於大盤，之前也有這樣，至少他的報酬絕對優於 REITs，我沒有一個一個去算，但應該不至於太離譜。美國與台灣的表現應該會有些落差。

利率低，理論上對 REITs 的影響應該是有幫助的，因為有更多的資金。

因為 REITs 在台灣沒有什麼量，變化不大，沒有太大的影響力，由於沒有什麼交易量，少量的波動產生時，之間的差異衡量要很小心，不能以那樣的角度來看。

剛剛有討論說，假設 REITs 的特性優於不動產，那他的報酬應該不會高於不動產，基本上投資標的都是高風險高報酬，不過不動產異質性高，可能會產生差異。

此外，因為資訊的關係，有一些市場上摩擦，導致理論與實證上的差距，會產生理論與實證上的爭議，這塊可以好好想想。

這一本書的結論應該都可以被接受，因為他集合了很多文獻，研究時間也夠長，但台灣還不行，沒有經驗，現在只是小量的，時間也太短，還不足以找出實際情況。

最後應該要檢討一下 REIT 的表現，就是報酬，還要看與其他產品、通膨的關係，這些都可以跟表現一起討論。

靜宜：台灣與美國本質基本上差很多，做出來的結果當然會有差，這樣有什麼意義？

老師：還是有意義，第一個看是市場或是制度造成的，看是短期或長期現象，哪些是制度性的問題，制度性的問題可能造成結構性的變遷，如果可以證明出來，大家也可以有所依循。

我們可以去探討美國的理論，看是否未考慮到什麼問題，找出美國還沒發現的故事，這些故事是可能從台灣看到的，那是另外一個有趣的事。另外，我們可以拿美國的其他經驗，例如營建股，來看台灣的，當然實證上有很大的困境。

靜宜：可是兩國的體質不同。

老師：不同才能發現不同的東西，看有沒有什麼有趣的發現。

靜宜：然後給大陸參考？

老師：真正的賣場是大陸，這才有趣，沒有發行之前，所有東西都只能講故事，我們可以試著找出一些有趣的證據出來。我們一方向去看結構的理論，一方面去看美國的，接著來看台灣，最後再進軍大陸。好，謝謝。