

「資產管理業面對 REITs 新種業務的機會與挑戰」研討會

摘要實錄



為配合金管會研議修正證券投資信託及顧問法，開放 REITs 採基金架構發行，亦即開放投信業發行 REITs，本基金會於 8 月 28 日辦理「資產管理業面對 REITs 新種業務的機會與挑戰」研討會，研討議題包括：「不動產投資趨勢」、「不動產證券化評價」、「全球 REITs 發展現況與趨勢」及「REITs 發行架構與實務」，研討會最後

安排綜合座談針對「資產管理業面對 REITs 新種業務的機會與挑戰」主題，由證基會林董事長主持與講席們共同與學員們進行互動與意見交流。

本研討會為資產管理人才培育與產業發展基金所核定之工作計畫，由金融監督管理委員會證券期貨局指導，證券暨期貨市場發展基金會主辦，中華民國證券期貨分析協會協辦，參加學員來自主管機關、金融周邊單位、投信投顧業者及其他金融業等，共計 208 位學員。

議程：

日期: 109年8月28日(五)

地點: 集思北科大會議中心(台北市大安區忠孝東路三段1號2F)

時間	主題	講席
09:00-09:30	報到	
09:30-09:40	主辦單位致詞	證券暨期貨市場發展基金會 林丙輝 董事長
09:40-10:40	專題演講 1. 不動產投資趨勢	普華國際不動產公司 田揚名 總經理
10:40-11:00	中場休息	
11:00-12:00	專題演講 2. 不動產證券化評價	世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所 施甫學 所長
12:00-13:00	午餐	
13:00-14:00	專題演講 3. 全球REITs發展現況與趨勢	環宇法律事務所 邱淑卿 律師
14:00-15:00	專題演講 4. REITs發行架構與實務	樂富資本有限公司 林超驊 資深合夥人
15:00-15:20	中場休息	
15:20-16:00	綜合座談： 資產管理業面對 REITs 新 種業務的機會與挑戰	主持人： 證券暨期貨市場發展基金會 林丙輝 董事長 與談人： 普華國際不動產公司 田揚名總經理 世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所 施甫學所長 環宇法律事務所 邱淑卿律師 樂富資本 林超驊資深合夥人

主辦單位致詞

證券暨期貨市場發展基金會 林丙輝董事長



證基會林董事長致詞表示，本研討會是資產管理人才培育與產業發展基金所支持的一個項目，也結合 2020「資產管理 ALPHA+培訓計畫」課程，研討主題係因應主管機關的財富管理新方案，吸引海內外資金支持國內財富管理業務，其中一個項目就是關於不動產投資信託基金(REITs)的業務。REITs 的發行雖然行之有年，仍有很大的發展空間，主管機關亦相當支持與鼓勵，研擬開放 REITs 發行得採基金架構，將有別於過去採信託發行的方式，對資產管理業者的業務發展將有所助益，業者須具備新種業務開發及商品設計的能力，更顯得人才培育的重要。

本次研討會邀請到普華國際不動產公司田揚名總經理、世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所施甫學所長、環宇法律事務所邱淑卿律師及樂富資本有限公司林超驊資深合夥人，針對不動產投資、不動產證券化評價、全球 REITs 發展趨勢與不動產基金發展架構等主題深入探討，期待對國內未來開放 REITs 新種業務有所幫助。

專題演講 1：「不動產投資趨勢」

講座：普華國際不動產公司 田揚名總經理

田總經理首先從近幾年國際間重大事件分析對不動產的影響，包括2018年開始的中美貿易戰爭、2019年石油大戰，至今年第一季爆發的最大黑天鵝--新冠疫情等，並介紹評估不動產的重要指標，包括以貨幣供給年增長率看總體投資動能、以股市走勢評估房市發展的領先指標，以及以利率與買賣移轉棟數推估房市景氣的同時/落後指標等。



田總經理提到今年上半年不動產的投資現況，以土地為主的大型交易占大宗，至6月底約成交1,650億元，至8月底突破2,000億元，近幾個月又成交300~400億元左右；在商業不動產部分，因為第2季急速冷凍，所以仍以第1季成交金額為主，大約330億元，比過往衰退約3成。

從2011年到2020年商用不動產交易維持在平均水平，但今年至8月底商業不動產的成交總量已達850億元，尤其7~8月才2個月的時間，已經成交500億元的商用不動產；今年土地交易量挑戰3,000億元，此亦創下歷史新紀錄。從不動產證券化的角度，可以在現階段挑選一些優質的標的，組成不動產證券，或未來進行更好的投資。

田總經理最後總結，未來區位和自用仍是投資首選，REITs規劃投資的標的，可以先參考收益率，3%以上者才列入考量；土地方面

建議位於捷運或高鐵附近；工業地建議以桃園為主；零售店面以量販店與超市為主；旅館與大型零售則視能否以市場價格的 5~6 折購入。

專題演講 2：「不動產證券化評價」

講座：世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所 施甫學所長

施所長首先說明不動產估價師在不動產證券化所扮演的角色，並將不動產投資信託基金存續期間分為三階段，第一階段是首次公開發行（IPO），受託機構須提出不動產開發計畫，專家須評估合理值與收益穩定性；第二階段是信託財產評審，在存續期間每三個月須完成評估報告，估價計算係以契約租金為原則；第三階段是清算，資產價格明顯高於 IPO 時，受益人將會希望進行處分獲利。



施所長提到現存不動產投資信託產品計有商辦 12 件、商場 7 件、旅館 3 件、廠辦 2 件、物流 1 件及住宅 1 件。前 5 檔(富邦一號、國泰一號、新光一號、富邦二號、國泰二號)發行時間是 2006 年，當時的資本化收益率較高，平均達 3%；至 2018 年發行的 2 檔 REITs (圓滿一號、樂富一號)，其報酬扣掉成本後，平均收益率僅 2.5%。

施所長並介紹不動產的估價方法，主要包括四種：第一種是比較法，係指以比較標的價格為基礎，經比較、分析及調整等，以推算勘估標的價格；第二種是成本法，係指求取勘估標的於價格日期之重建

成本或重置成本，扣減其累積折舊額或其他應扣除部分，以推算勘估標的價格；第三種是直接資本化法，係將估價對象未來某一年的某種收益除以適當的資本化收益率或者乘以適當的收益乘數來求取估價對象價值；第四種是折現現金流量分析法，指勘估標的未來折現現金流量分析期間之各期淨收益及期末價值，以適當折現率折現後加總推算勘估標的價格。

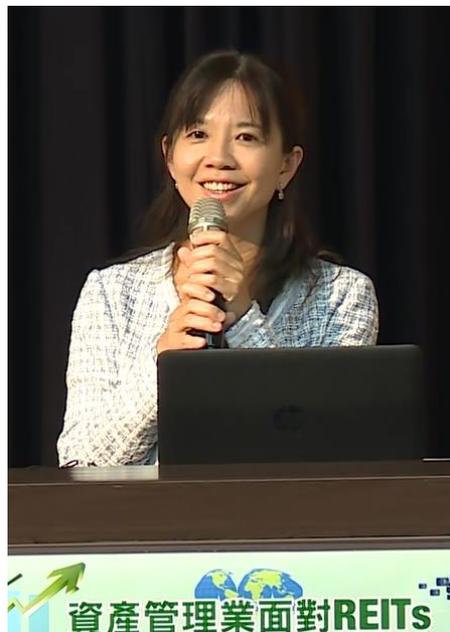
施所長認為，估價是以客觀市場資訊運用估價邏輯做主觀判斷。此外，須留意契約租金與市場租金差異性，即收益穩定性，以及資產有效轉用與風險的評估等。

專題演講 3：「全球 REITs 發展現況與趨勢」

講座：環宇法律事務所 邱淑卿律師

邱律師首先分別介紹美國、日本、新加坡與香港的 REITs 發展與相關規範。

邱律師提到，我國的 REITs 產品始於 2003 年，現在市場上還有 7 檔，期間有些 REITs 已清算。相較於國外 REITs 得採合併的方式進行處理，我國現行法規對於採合併處理較為困難，因為在會計上認為進行合併就等於基金終止，不動產的資本利得須實現，所以目前為止沒有 REITs 合併的案例。



邱律師接著介紹我國 REITs 的架構，係受託機構向主管機關申請發行 REITs，核准之後向投資人募資，受託機構會委任不動產管理機構管理不動產，另外搭配外部的人員處理其他相關事務。在此架構下，主要的職責都在受託機構，受託機構要決定發行受託憑證、處分資產或分配收益等，主係因受託機構的主管單位是銀行局，但銀行局並非不動產管理機構的主管單位，其間不免產生一些問題。

邱律師接著提到我國 REITs 面臨的困境，包括現行審核流程較冗長、現行法規監理架構及規範核心的問題、國內無達相當收益率之投資標的且投資國外不動產窒礙難行、投資開發型不動產的困難、稅負過高影響收益率，以及其他資金投入受限等。

最後從政策面、市場面、發行面與監理面分別分析 REITs 的四個運作關鍵，邱律師建議現行法制架構可以再進行修正，希望能成為集體投資計畫的一種，也就是基金；並建議調整成信託架構與不動產投資信託基金架構雙軌制。

專題演講 4：「REITs 發行架構與實務」

講座：樂富資本有限公司 林超驊資深合夥人

林資深合夥人首先表示，臺灣不動產證券化商品具發展潛力，並根據其多年的實務經驗向大家分享未來發展的建議。

林資深合夥人提到，不動產證券化商品可區分為兩類：Equity(權益)性質產品，以不動產投資信託(REITs)為主；Debt(債權)性質產品，以不動產資產信託(REATs)為主。REITs 對不動產所有人之影響是實際銷售(True Sale)，REATs 對不動產所有人之影響是重新融通



(Refinance)。

臺灣 REITs 最大的問題係權利在受託機構，但管理卻委任給不動產管理機構。臺灣 REITs 的受託機構是銀行，並沒有實質控制權，目前沒有一檔 REITs 是由受託機構自行在市場找資產的賣方。

臺灣 REITs 市場和其他國家比較下，臺灣的起步並不慢，但是整體發展卻比預期的緩慢。全世界約有三分之二的 REITs 在美國，美國股市有 3.6% 是 REITs 商品。第二大的市場是日本，再依序為澳洲、英國、新加坡等。若僅看亞洲地區，比較亞洲主要國家 REITs 的市值，日本第一，其後依序為新加坡、香港、泰國與馬來西亞等，臺灣並未列入前三名。新加坡股市總市值不到 7,000 億美元，REITs 市值的占比為 12.3%；臺灣股市總市值約 12,173 億美元，但臺灣 REITs 市值的占比僅 0.2%，其餘如日本為 2.4%，香港則為 0.7%。

林資深合夥人並不建議未來修法採雙軌制，建議由證期局審查，並刪減發起人應檢附之相關申請文件；此外，針對目前規範資本利得應全數視為可分配收益並分配至少 90% 予受益人的規範，認為與國際潮流不相符合，此將造成 REITs 在收益分配後無資金再行投入不動產，影響未來 REITs 市場之活絡發展，故建議將 REITs 出售其所持有不動產之資本利得排除在「可分配收益」之外。同時建議調整不動產投資信託基金之管理架構，將現行以受託機構作為決策主體之法律架構改為以不動產管理機構作為決策主體。並鼓勵四大基金投資

REITs 以增加市場動能，以及建議簡化並鬆綁 REITs 投資開發型不動產之規定等。

綜合座談：資產管理業面對 REITs 新種業務的機會與挑戰

主持人：

證券期貨發展基金會

林丙輝董事長

與談人：

普華國際不動產

田揚名總經理

世邦魏理仕

施甫學所長

環宇法律事務所

邱淑卿律師

樂富資本

林超驊資深合夥人



綜合座談首先由四位主講人針對今日的主題分享其看法：

普華國際不動產公司田揚名總經理：

國內目前不動產證券化的標的幾乎皆在大型銀行、壽險或金控手上，如果未進行積極的處分，租金並不容易拉升，未來在 REITs 經營管理層面上，希望可以讓產品更多元化與多樣性。如美國第一名證券化的標的是電信電塔，收益率非常高，但依目前臺灣的法令並不可行。希望未來能有更多業者加入 REITs 市場，此類商品在歐美相當流行，透過證券化持有大型收益的不動產，對於商業不動產、土地市場及對業界都是良好的生態。

世邦魏理仕不動產估價師聯合事務所施甫學所長：

租金若無大幅變化，估值亦將呈現平穩的狀態，建議未來主管機關的政策，對於市場上偏向於自營的商品，能夠採鼓勵的態度，例如台茂商場，因為自營較可能進行創新與改裝，再創造更好的收益，透過以上的包裝將提昇報酬率，同時可增加投資人的信心。

環宇法律事務所邱淑卿律師：

日本很多的飯店都是透過 REITs 的架構，近期亦將養老村的開發設計為私募型的 REITs，透過 REITs 的架構不僅可以收到較高的租金，又可推動地方建設的發展；此外，REITs 也須考慮出場的問題，例如將私募 REITs 擴大上市，或賣回給原來的發起人；同時也要考慮收益率與流動性的問題，建議資本利得未來可考慮不要強制進行分配。

樂富資本有限公司林超驊資深合夥人：

針對以下四個問題與大家分享：1.對投信業執行 REITs 業務的建

議？2.稅制是否不利臺灣的 REITs 發展？3.REITs 商品對投資人的吸引力為何？4.用私募基金方式是否較有利發展？

投信業未來要從事此業務？以其個人經驗認為，找到標的物是最困難的部分，主係因標的物須具穩定收益且租金亦須合理，要尋找適合的標的物相當耗費時間；此外，在稅制方面，個人認為臺灣目前採 10% 分離課稅的方式，並無不利於 REITs 發展，REITs 管理的良窳，才是吸引投資人的重要因素。有關私募 REITs 的問題，個人認為採純粹的私募基金是不利的，原因是設計成現行 REITs 的架構，才能享受稅負的優惠，在基金的層面不用繳稅，但有義務將 90% 以上的收益分配給投資人；私募的 REITs 在某些場合是適合的，未來能不能採行私募方式，仍要看主管機關的態度。

在最後的問答時間，學員們的反應十分熱烈，摘錄問答內容如下：

問題一：建商一直在購地、圈地，請問政府單位應如何因應？

田總經理回答：建商為何一直在購地，就像麵包與麵粉的概念，廠商買了麵粉才能製作麵包，所以建商買地很正常。目前政府已課徵空地稅，如果建商囤地，將會反應到成本，再加上所產生的利息成本皆會墊高房價。目前常採用的公開標售係透過市場機制，包含壽險機構、金融企業與法人皆可以購買，不至於被固定建商圈地。有關容積率、容積單價及一般都市計畫的細部計畫等相關資訊，上網皆可以取得。土地的單價(總價／土地面積)並非重點，重點是背後的容積率。未來在評估個案時，可以去了解土地的容積建蔽率，再透過土地的單位去除容積率，就是容積單價，以此進行評估將會比較精準。

問題二：對資產管理業者在 REITs 業務推展上，其前、中、後台業

務如何運作及人才培育如何進行？

林資深合夥人回答：基本上團隊需要三種人，第一種負責不動產管理，包含找承租人、租約維護、簽約、維修管理、出租後相關事務、空租後如何再找房客及尋找新的標的等。第二種負責基金管理，因 REITs 是基金，並非純粹的物業管理，故尚須定期與 REITs 分析師進行溝通。此外，由於上市的 REITs 須配合法規進行公告揭露，所以還需要第三種人負責此部分的業務，主要是以會計相關背景的人為主。

問題三：樂富 1 號會採行什麼策略與壽險業競爭以為投資人取得有利之標的？樂富 Q2 負債比 50%，增資勢在必行，目前遇到什麼問題可以作為未來基金之借鏡？

林資深合夥人回答：樂富 1 號的負債比是 32%，並非 50%，增資確實為策略之一，畢竟此為大者恆大的競爭環境。樂富 1 號目前上市規模約 106 億元，資產約 160 億元，目標是希望 5 年後成長到 500~600 億元。開發型不動產是我們未來的目標，但須俟成長至一定規模才會進行。樂富 1 號購買的標的與壽險業不同，例如我們購買鹿港的飯店，壽險業則不會，亦即須創造自己與別人不同之處。在增資方面所遇到的問題是沒有先例可循，不確定主管機關的審核時間多長，依現行規範，增資須先有標的才能向主管機關申請增資，經與主管機關溝通預審，同意後再召開受益人會議，並揭露標的資產的相關訊息，目前正與主管機關溝通須揭露的資訊內容，希望未來能簡化流程。

問題四：受新冠肺炎影響致在家工作的情況，及低利率影響報酬率等因素下，請問商辦 REITs 未來 1~2 年的前景如何？

田總經理回答：目前國外如微軟、Facebook 推動在家工作，所以最近

美國東西部有些辦公室空置率會提高 5~10%。但 REITs 是看長期收益，而新冠肺炎是黑天鵝的概念，估計未來 1~2 年疫苗可以問世，且 REITs 具多樣性，故以商辦投資的標的而言相對穩健，但收益率不會太高。根據我們的研究，未來後新冠肺炎時期，總部可能仍會設在核心地區，惟為減少人與人的接觸，所以在非核心地區也會設置附屬辦公室。因此，未來工作地點可能在家，可能在核心辦公室，也可能在非核心辦公室。為了要減少人與人的接觸，本來 1 人在辦公室約 2~3 坪，未來有可能擴增為約 4~5 坪。

問題五：請問觀察數據中心 REITs 時，須注意什麼？

邱律師回答：新冠肺炎影響較大者包括零售、酒店與公寓等，如新加坡就非常明顯，沒有租客將產生很大的影響；但對海外數據中心 REITs 或物流業不會有太大的影響，因為不會因為在家工作，就不租辦公室。新加坡交易所可看到市場價格走勢圖，年初價格較低，但現在已回到基本的水位。

