

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

建築經理

季刊

專業 · 公正 · 服務

**本業發展案獲
經發會多數意見通過**

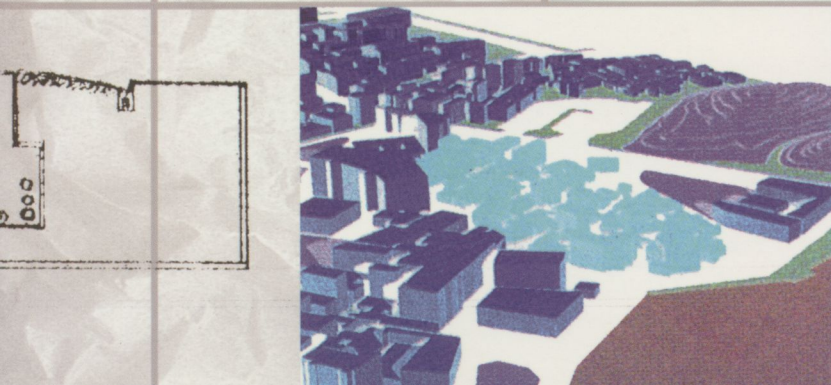
**房地產事業之未來趨勢
—新世紀之經營觀**

**具有「建經」特色的
信託投資機制與實例**

從法律觀點談不動產信託

看土地增值稅兩年減半

**開放外資投資台灣不動產
是大利多嗎？**



第 **15** 期

中華民國建築經理商業同業公會 發行
中華民國九十年十月三十一日 出版

政府設置
銀行投資

不動產交易安全的中流砥柱

不動產投資理財值得信賴的好夥伴

建築經理公司

關懷專線：02-23778862

欣見政府啓動政策工具

建築經理業是由行政院指示經六年籌劃而產生的不動產交易安全政策執行工具，營運十五年來，以所具不動產金融與營建管理之專業與公信，在銀行、建築商、購屋者間建立了相互調和的機制，亦為不動產交易安全構築了基礎，八十四年且接受中央銀行指示辦理三百億建築融資專案管理，執業績效並已獲公部門的認定。

近時與不動產金融有關的重大政策計畫，政府有關部門均能著重建策經理制度功能，以確保實施成效。諸如：營建署、原民會、農委會實施的九二一震災重建案；勞委會推動的勞工住宅案；中央存保公司清理處分案以及台北市都市發展局的都市更新案等，有者雖在規劃階段，有者已據以落實中，為建築經理的社會功能拓展了更為寬廣的可能途徑。

為順利推動九二一震災住宅重建工作，行政院九二一震災災後重建推動委員會決議，為災區農區聚落、原住民聚落暨個別住宅重建，相關主管機關須訂定融資撥款作業要點據以執行，其中本業之服務功能角色均已明列各該作業要點，本業能獲邀參與災區重建，深具意義。於此相近者，復有由台北市政府都市發展局請本業協助推動更新事業，鑒於實施更新之相關作業程序與更新地區土地及建物產權均較一般改建案複雜，希望本業能為市府建立執行機制，以公正第三人立場協助推動都市更新政策。

行政院勞工委員會對於各縣市政府推動的勞工住宅興建案中，已分別明示各縣市政府，為保障承購人權益，業主於簽定開發興建協議書時，即應載明投資申請人之開發計畫需透過「建築經理公司」之監督，並責成銀行承辦履約保證，以確保買賣之品質，宜蘭清水大鎮即為第一個代表性案例，近時屏東、台東等已陸續實施。此外財政部中央存保公司為進駐基層金融後所承受的千億資產處分，也計畫以本業公正第三人角色擔負不動產抵押之鑑價、拍賣任務，為本業清理處分成效再添勝績。

建築經理制度的落實與預期功能的發揮，有賴業者本身與政府相關部門的共同努力。我們認為，當前經濟景氣低迷，現今仍能堅定理想、克盡本份、勤奮不輟的同業都是值得敬佩的好公司，然而，我們也不可諱言，建築經理制度運作了十五年後，原依行政命令所制訂的「管理辦法」對本業的規範不足亦為事實，作為健全不動產交易行為的輔助者，其整體執業水準的提升實為必要，在行政程序法即將實施前夕完成法制化加強管理自屬迫切，繼本業發展案獲經發會多數意見通過後，誠盼政府部門在藉重建策經理功能之際，亦能體會本業朝政策期望與社會需求自我努力之心，使本業法制化順利完成，藉由整體水平的提升，使建築經理業真能成為維繫不動產交易安全有用且好用的政策工具，而能不負所託。

理事長 蔡寶鼎

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

■刊頭語			
欣見政府啓動政策工具	蔡實鼎	1	
■時勢要聞			
本業發展案獲經發會多數意見通過	本會	3	
■時勢要聞			
建投、建經共存共榮 ——記二會理事長互訪	本會	4	
■會務活動			
第二屆第一次會員大會實錄	本會	5	
■趨勢分析			
房地產事業之未來趨勢 ——新紀元的經營觀	浦繼達	13	
■大陸贏的策略之一			
具有「建經」特色的信託投資機制與實例	郭鴻彬	19	
■依法論法			
從法律觀點談不動產信託	李永然	24	
■時論評述			
看土地增值稅兩年減半	劉心陽	28	
■時勢觀察			
開放外資投資台灣不動產是大利多嗎？	張欣民	31	
■實務進階			
不動產投資財務分析 ——內部報酬率法之決策、規劃及應用	陳俊合	34	
■交易安全小常識			
什麼是契約鑑證？	本會	40	

中華民國八十五年十一月二十日創刊

發行人：蔡實鼎

顧問：熊智明、陳美珍、吳毓勳

簡盛義、胡其龍、林宜璋

趙希江、彭慶、顏宗賢

賴宗良、黃奕鋒、顏文隆

高孔航、翁林澄、周賢明

黃振烈、馬中訓、蔡明忠

張義濱、簡新英、王清連

邱祐勳、林張素娥、林三源

廖國真、蔡友聰

編輯委員會

召集人：曹奮平

委員：林光輝、於小濤、郭鴻彬

黃幼林、馬中訓、王珽

總編輯：蕭明康

編輯：張芳凝、林瑛佩

美術編輯：蘇玉鳳

發行所：中華民國建築經理商業同業公會

地址：台北市基隆路二段189號12F-4

電話：(02)2377-8862

傳真：(02)2377-8863

設計印刷：磊承印刷事業有限公司

網址：[//www.Lcprint.com.tw](http://www.Lcprint.com.tw)

電話：(02)3234-5089

地址：台北縣中和市員山路164號4F

本雜誌經台北市政府核准登記

登記證為局版北市誌字第玖壹參號

中華郵政北台字第5899號

執照登記為雜誌交寄

本業發展案獲經發會

本會

多數意見通過

總 統 用 牋

實鼎先生大鑒：為解決當前經濟問題，落實經濟優先政策，特舉行經濟發展諮詢委員會會議，期能匯集各界智慧，研提具體對策，為國家經濟長遠發展奠定宏規。特函敦請
出任諮詢委員，出席會議，共策嘉謀，無任企禱。此，順頌
時綏

陳水扁



敬啟

九十年七月十八日



▲ 本會蔡理事長受邀參加經發會財金組會議。

面對經濟指標的數字不斷往下調整的現象，今天的台灣，再沒有比搶救經濟更急迫的事情，而搶救台灣經濟，最重要的就是要重建人民的信心，政府在七月底召開了經濟發展諮詢委員會會議，對於解決當前經濟問題，期望有重建信心與政策突破兩項主要的效果。

鑒於本業是政府所設的一個政策性執行工具，它的正常發展對本次經發會財金組所揭櫫的主題「健全金融制度」是有助益的，本會蔡理事長遂以當前本業面臨困境提出「健全建築經理業，消除發展瓶頸」案，先經確認為主要議題，再經熱烈討論，獲得「多數意見」通過，其結論：

- 一、請財政部依照行政院核定的「建築經理公司管理辦法」之精神，維持銀行投資比例之規定。
- 二、請內政部、財政部盡速配合立法進度完成「建築經理業管理條例」立法工作，以有效輔助銀行、建商、購屋者健全不動產金融管理制度。

本案在諸多重大議案中能衝破突圍獲得通過，蔡理事長歷經月餘的竭盡心力為唯一首要，全國商業總會的鼎力支持亦為成案之關鍵，對本業長遠發展定能產生決定性之影響。□

建投、建經共存共榮

—記三會理事長互訪

本會



本年九月二十五日遠東建設趙董事長藤雄先生榮任中華民國建築開發同業公會第四屆理事長，十月四日本會蔡理事長與趙理事長相約遠雄大樓，暢談二業互進共榮與長遠發展。

趙理事長對蔡理事長親自致賀十分感激，並說明各業均有其行業經營之特質，應予尊重，建築經理與建築開發業實乃相輔相成的事業夥伴，應相互勉勵，不但要克服眼前的困難，也要共謀長遠發展之道。

蔡理事長十分贊同趙理事長的主張，認為如何創造二業雙贏局面是共同努力的目標，在不景氣中建築經理業更應努力提升執業水準，以維整體產業形象，以公信輔助建築開發個案都能成功的為銀行與消費者所接納，安全的達成開發目標。

面對不動產相關行業都走上法制化管理趨勢，諸如不動產經紀業管理條例、不動產估價師法、營造業法、地政士法、信託業法等，對於建築經理業由原行政命令所依據的「管理辦法」修正為更具法源的「管理條例」，不使因行政程序法實施而面臨無法規範的局面，趙理事長十分理解也表示樂觀其成，並希望任內也能促成建築開發業完成法制化，以提升整體產業形象。■

第2屆·第1次 會員大會實錄

本會

時間：九十年七月二十三日十五時

地點：國際會議中心一〇二室

記錄：林瑛佩



▲ 理事長頒贈貴賓紀念牌

蔡理事長致開會詞

內政部林署長、各位立法委員女士、先生、各位貴賓，各位會員代表，中華民國建築經理公會第二屆第一次的會員代表大會，中華民國建築經理公會是在台北市建築經理公會成立十年後改制為全國性的公會，今天是第二屆，總合起來公會成立至今是十三年滿，跨入第十四年度。我們在舉行每年度的年會，特別是今年我們整個國家

的經濟環境面臨了空前的困頓，我們建築經理主要的是在不動產金融領域的一個服務業，整個不動產的不景氣已經有十年。加上銀行逾放比的高昇，對房地產的融資更加趨保守，我們這個行業不意外的也非常困頓。不過我們要報告給我們的長官及貴賓，雖然建築經理業面臨這麼空前的困難，但我們多數的同業仍然堅守崗位，兢兢業業的堅守專業，希望能夠維持我們行業的形象及服務品質，並朝這方向努力前進。

我們在過去這一年，我們看到在目前困難當中所有不動產相關行業的立法工作，卻是非常有進展，比如說不動產經紀業管理條例、不動估價師法、地政士法、還有相關的信託業法、審議中的營造業法。我們的建築經理業管理條例也在立法院審議中，另還有不動產交易法、住宅法也在研議中。這整個進步的社會分工愈專愈細，讓每個特殊專業都能法制化，這是進步的現象。

過去我們建築經理業在「管理辦法」制定時承蒙我們的主管機關支持，雖然我們現在面臨了一些須要溝通的困擾，不過我們相信只要我們的方向是對的，我們是希望可以為廣大的購屋大眾、及對我們的投資銀行和為我們所主要服務的建築投資業，能在這方面貢獻我們的專長。雖然我們還是面對一小部分須要溝通，但我們會誠心

誠意的繼續溝通，希望能夠得到主管機關及相關不動產行業各先進的支持。今天我簡單的表示，各位長官貴賓在百忙中蒞臨指教，會員代表踴躍參加表示感謝，謝謝各位，祝大家身體健康。

中華民國全國商業總會 王名譽理事長又曾



主席蔡理事長及各位貴賓、各位先生女士大家好：剛剛蔡理事長致詞，台北市建築經理公會一直到成立全國性公會，各位建築經理業的同仁跟蔡理事長都負出了很大的心力，為什麼我會說到建經理業的同仁，因為在座許多建築業都是我的好友，我們的關係企業也是做建築的，所以和貴會的每一位成員，都是有相連同業的關係。各位建築經理業和建築業是一體的，現在建築業不景氣，整個社會都不景氣，但我們做生意人要穩住局面等待機會用時間來換取空間，各位要回想一下，民國三十九年我們國民政府撤退到台灣來，那時海南島、州山都撤退。眼看共產黨就要

打過來，如果那時真的打過來，我們用武力抵抗是很難的，誰知道在民國四十九年，毛澤東發動南北韓戰爭，這一下救了我們台灣，我記得當南韓在戰爭爆發的當天晚上，美國總統杜魯門就宣佈用美國艦隊來協防台灣保衛台灣安全，在民國三十八年我們內戰的時候，美國政府對我們很失望，發表一個白皮書，說是不管中國事務，在那個危機上我們能有今天的成就，可說得來不易。

我在一生的創業，受到我們先總統蔣公的幾句話影響很大，現在和在坐各位建築先進來共勉。蔣公說：「人要生得其所，死要有終身之所。我蔣介石全不顧台灣有任何危機，這裡就是我的終身之所。」聽到這句話，我告訴我家人，總統從北伐革命到抗戰這麼偉大，他可以死在台灣，那我們為什麼要走，為什麼要跑到國外。所以決定留在台灣建廠，雖然沒有多大的成就，但也多多少少對國家的經濟有所幫助。

現在看看我們國內經濟的情形，真是一籌莫展。但我告訴各位，世界會變的，雖然現在經濟不景氣，但只要大家肯努力，每個人在自己的工作崗位上盡心盡力，對我們的國家政府有信心，等待時機，相信經濟會慢慢的有起色的。

內政部營建署林署長益厚

蔡理事長、各位委員、各位貴賓，今天我們建築經理業商業同業公會第二屆第一次會員大會在此舉行，個人能參加，感到非常高興。首先我代表營建署對於我們建築經理公司過去一年努力表示感謝之意，同時剛剛理事長也說過這段期間因整個不動產不景氣連帶的使建築經理公司的業務受到影響，各位還能在崗位上努力不懈，表



示我的敬佩之意。

這場不動產的不景氣，時間是蠻久的，我記得我們理事長剛剛講過我們建築經理公司，如果是從台北市同業公會來是十三年，那這個辦法是七十五年七月核頒的剛好是十五年，可是業別的蘊釀是在六十年代，各位都知道，我們在這邊比較資深的業者，在民國六十一年我們所謂的第一次能源危機，那時也曾遭遇不景氣，不過跟這時候比起來，是小巫見大巫。在六十年代曾經因當時的住宅市場，房地產市場是預售市場，整個銀行的融資還有我們建設公司的貸款，還有購屋者的交易安全，都受到很大的衝擊。所以才產生建築經理業，這個建築經理業是希望在消費者、銀行以及建築投資業中間做一個專業的橋樑。

差不多是六十七、六十八的蘊釀，各位都知道我們上一波（六十一年）的不景氣到六十八年好像有一波，所以當時會有一個七年，到六十八年到七十五年也是七年，如果大家認為這一個景

氣循環是七年的話，理論上來說這一波的景氣是75~78年，照理來說八十五年又再一波的，但我們癡癡的等，多等過了五年，這裡面當然有很多因素，不過我個人的觀察，其實供過於求是很大的因素。因為房子最終是要住人的，可是在75~78年這一波很大的景氣。很多供給者跑進來，我相信這裡面有很大的部份不是我們傳統的建築投資業，他們的產品大概是82、80年產生出來，我們看了資料82、83年我們就住宅來看是完工最多的，一年可以到三十萬戶。但事實上我們的基本需求沒那多，我們基本需求大約是十五萬戶。這累積下來，累積了好幾年碰到九〇年代不景氣，再加上最近美國也不景氣，所以這段期間大家需要很大去調適。那麼從這建築經理業來看的話，本身照理說，在這波不景氣影響應該不是第一線，因為越不景氣房地產的評估、企劃案的審查、銀行融資更需要我們這一行，可是事實上我們也受到很大的影響，不過在座的我相信，在這樣的衝擊下愈能激發從事我們這個工作，我相信只要能存下來就有它發展的餘地。

我們理事長一直關心這個建築經理業管理條例，其實我們也非常的關心，只是，剛剛也提到這需要很大的溝通，因這裡面我觀察財政部本身就不是很熱衷，因財政部把我們這行業從週邊業務列為不是金融相關業務，所以銀行的投資才不可以超過5%，另外建築投資業也是很害怕，擔心若要向銀行借錢一定要透過這個行業。所以這中間還是存有誤解，那我們也非常贊同理事長的話繼續來溝通。那當然這個不景氣影響很大，但只要我們這個專業，不是做投資，那這專業應還有很大的存在及發展空間。今天在這舉行第二屆

第一次會員大會，我特別對各位過去的努力表示肯定，同時也感謝各位過去對營建署的指教，不論是住宅法、不動產市場的方案在座很多理監事及會員都給我們很大的協助。最後祝我們大會成功，各位身體健康萬事如意，謝謝。

立法院張委員世良



大會主席蔡理事長、各位長官及貴賓，三天前蔡理事長到我們立法院去參加由立法院十二個委員發起的一個財團法人，海峽兩岸合作發展基金會的成立。蔡理事長非常支持這麼一個基金會的成立，我也是發起人之一，今天我應邀來參加我們建築經理同業公會第二屆第一次的會員大會，我看到你們這期刊物裡面，有部份文章提到去大陸參訪去大陸做某種程度的溝通，所以，基金會和貴會，我想在大陸相關事務上應該可以合作。第二點，我想蔡理事長也好，王理事長也好或者林署長談到建築經理。包括建築公司這個行業，事實上，建築經理公司管理辦法，當時要出

爐的時候我在立法院服務，所以情景我非常的清楚，雖然剛剛理事長談到我們公會我們在座的這個行業，目前遭遇到的一些困難，如何來調應，甚至從法律的層面，從行政命令要來轉移提昇在法律的位階，也提出了管理條例送到立法院內政委員會來審查。但事實上房地產和汽車工業，這二個是我們在景氣產業的指標，它是一個火車頭的工業，建築、營造還有汽車的綜合產業，它對整個產業對現階段也好，對過去也好都是指標性的，所以產業的這種蕭條或者繁榮，從房地產業都可以看的出來。

在座的各位，我認為是非常的慶幸，在建築行業裡面當時發生在所謂的預售屋制度非常不穩定的時候，我們的政府包括我們立法院、營建單位、經濟部、金融單位的銀行和建築商結合起來，成立了一個經理公司。這經理公司是穩定所有房地產、穩定預售房子消費者信心的。所以成立之後，我看看在裡面的負責人，二十幾家裡面，我看大概十五家都是我的好朋友。我覺得他們很幸運。所以剛剛林署長所說的一席話，是非常正確的話，我們條例在立法院面臨到很多的困難，因為建築公司他們不了解，建築公司他們以為，只要透過分期付款要融資要經過銀行的部份必須要透過在座我們的建築經理公司，所以他們有他們不同的看法，這實在是誤會。

賴士葆委員提了一個建築經理管理條例，我想這條例將來恐怕不只是在立法院溝通，其他行業別，建築公司、建築經理公司也須要多加溝通。我想這是一個方向。最後我想我們公會今天要再度改選。我想我願追隨今天新產生的理監事會大家共同來努力。因建築非常重要，不管是建

築法規也好、技術也好或是建築銷售也好都非常重要。最後我先前所提到我們海峽兩岸發展基會對於未來各位在座要到大陸去發展，我們願意和各位緊密結合共同努力。同時也代表我們基金會祝大會圓滿成功。

立法院賴委員士葆



今天的大會主席我們蔡理事長，署長及各位貴賓，在座先進大家好。很高興有這個機會來參加我們的會員大會，我最近和各黨的委員共同提議的這個案子是「建築經理業管理條例」也付委了。我們希望可以討論出一個好的版本，給各位一個適度的規模，確定在建築業的發展裡面各位應有的地位。

各位都強調也都知道，我們強調所謂知識經濟，知識經濟的話強調的是專業、強調是認證。其實在房地產的交易過程裡面，預售屋是台灣很流行的一個制度，那麼如何讓履約的保證、品質的保證、交期的保證，實實在在需要我們這麼一

個中間公正第三者的超然機構，建築經理業就是在那樣一個時空背景下產生的。事實上也發揮了一定的功能，所以我們希望在最近這段時間，雖然大家認為說房地產非常不景氣，而確實也是很不景氣，但套句王理事長的話，「日子總是要過」那麼再怎麼樣經濟循環總會有谷底的時候，雖然現在還不知道在什麼時候，不過我想各位做好這個準備，把一切裝備都裝備好了的情況之下，未來打這個仗也比較好打一點。在此恭賀我們會員大會圓滿成功，與會的主持人、各位先進、各位貴賓，身體健康。謝謝各位。

立法院秦委員慧珠



我們蔡理事長，林署長、各位委員、各位貴賓大家好，今天我們來參加中華民國建築經理商業同業公會會員大會，剛剛王又曾王理事長，提到目前的經濟非常的不景氣，所有內需的行業都非常蕭條。這讓我想起一個真實的笑話：有一次

我坐計程車，和司機聊起來說現在每個行業好像都不太好，那這個司機的生意也不好。那這司機就告訴我說有一個行業好，他說有一次他載到一位客戶，就聽到這位客人不斷的再打電話要徵人，他就覺的奇怪，什麼行業在這麼不景氣時沒裁員還一直在招人。而且一招就要一、二百人，於是很好奇的問這乘客說「請問先生你是經營那個行業的，怎麼會生意這麼好？」乘客：「我是討債公司的」。原來只有討債公司要拓展業務，廣徵員工來出去討債。這真的是一個真實的笑話，我們聽起來又有點好笑又有點心酸。

現在各行各業都不景氣，只有討債公司非常景氣，要招員工去多多討債。那麼我們這個建築的行業，剛剛也有先進說，好像有些業務都跟大陸考察有關，而我也聽我一位做財經網站的朋友跟我說，自從大陸申奧成功以後，我們接到最大的服務就是問怎麼去買大陸的房地產，我不知道大家的情況怎麼樣，我是聽我朋友說，大陸的房地產都漲起來了，那很多台灣的人就會去尋問如何去買大陸的房地產。因此我想我們這個建經公會，或許也可以將會務拓展到海峽兩岸的商業活動去。因此我想我們處在一個非常時代，一個特殊的環境。那更須要大家匯合出我們的智慧，拿出我們團結的力量，來面臨時代的挑戰。現在的經濟是面臨全球共同競爭體的情況，我們恐怕要有很多因應之道。

我們今天來參加會員大會，儘管我們大家感覺上會場有點沉重，心情也有點沉重。每個人都面臨這個大環境的壓力非常的強烈，但是我想我們還是可以努力找出我們可以向前邁進的一條路。今天會員手冊有四個提案，其中有二個是和

我們立法院有關的，一個是希望我們立法院可以配合立法一個是希望財政部可以將建經業列入金融類別的行業，我想這二個部份我們回去都會分別的努力，今天出席的各位委員都是最關心我們公會的，所以我們會共同來努力那這二個提案可以在立法院落實，可以得到政府部門的重視。讓我們的經營環境可以現出一些曙光來。我們一定會努力，也向大家表示敬意，同時祝福大會成功各位事業發達健康快樂，謝謝。

立法院王委員雪峰



我們蔡理事長，林署長、各位委員、各位貴賓大家好，在我們這建築經理業管理條例討論前夕，我們理事長及蕭秘書長非常用心的到我們辦公室來拜訪也做了很完整的說明，所以這個案子我也非常的支持。

誠如我們公會所要來強調，本來是一個三贏的制度，不論就消費者權益的保障，就鞏固金融

業的債權還有增加建築業者的信譽。本來是一個非常好的制度，所以我覺得就一個社會安全制度來講，是正面的。

就這法案，我會站在一個全盤的考量。只要對消費者權益來說是非常正面的保障，所以在這個法案在立法過程上我也給予全力的支持。

我們公會還有另一個訴求，就是希望可以列為金融相關行業，這部份如果在將來在和財政部協商過程當中，我也是會站在公會的立場來幫大家爭取應有的權益，那這邊也特別也感謝我們公會的幹部非常用心在立法院和各位委員做個遊說說服的工作，也感謝各位公會的前輩在台灣不景氣當中一樣兢兢業業在固守台灣投資，理事長也說到，未來將會開放外資投資我們的不動產，相信這有助於房地產的活絡，本人也會支持這項法案，謝謝大家。

中華民國土木技師公會 蘇理事長國樑

大會主席蔡理事長、林署長、各位委員、貴賓大家好，我代表土木技師公會六千名會員敬祝大會成功。我也希望政府可以重視專業，不只我們工程專業，建築經理也是屬於專業的一部份，當然專業也須要有管理，所以各位所希望的管理條例，我希望政府及立法院可以給予支持。謹此代表會員祝福大會成功，謝謝各位！

蔡理事長總結

我要向各位報告我們未來努力的方向，除了繼續爭取管理條例完成立法，這個目前方向是很顯明也是正確的，我們一定要走希望我們會員給予我們全力的支持。在過去我們一直是合作在一起為社會服務，幾十年來從沒有看到一個社會團體工商團體像我們這個公會這麼和諧，這麼團結的，這是給我們一個很大的鼓勵，剛剛我也和林署長說，房地產不景氣，銀行放款會更加小心，消費者買房子更要有一個專業的憑斷來保障權益。所以有時危機若處理的好往往是一個機會，一個轉機。

另外一個我們注意的方向，就是金融資產管理公司，與金融重建基金這二個相關案子，在立法院通過以後。這重建基金是用來保障基層金融若發生問題時可以用來救急。這立法裡特別重視的就是所有存款大眾，這責任變成是無限的，你存多少錢在銀行若發生問題就是全額賠償，不再是只賠償一佰萬元。這些金融立法，對目前困難中的金融危機是有很大的幫助。和我們有關的，是金融資產管理公司，這方面是把銀行不良的不動產做一個適當的評估，由這個公司來收購，那麼經過整理包裝後再等適當時機再把它推出來。

房地產事業之未來趨勢

▲ 新紀元的經營觀 ▼

浦繼達

房地產這個產業在運作上雖遭遇困頓，
但並非沒落的行業，
如資本市場能更健全發達，
不但有利於這個產業再生，
房地產經營者如能善用資本市場機制，
更可大放異彩。

壹、前言

自民國五十年代以迄，國內房地產事業歷經多次起伏盛衰後，整個產業首度籠罩在一片停滯性的困頓中。依照傳統經驗法則來解讀，此次因產業泡沫化而導致的危機，很難解套。起因是在過往歲月裡，房地產事業之發展均是緣著經濟高度成長之賜而存在，並且已形成一種獨特的經營觀，即大家都順著房價的漲勢在操作，不惜大量使用金融槓桿的操作方式以追逐房價上漲之資本利得。市場上包括地主、建設公司、購屋人或金融機構等在內，均能各憑本事在其中牟利，這種特殊背景所襯托出來的營運方式，雖有其獨到之處，例如預售制度或合建開發等操作方式的產生與利用，但當經濟成長幅度減緩或無法支撐房地市場繼續揚升時，可說是時過境遷好景不在。且就專業角度審之，即使經濟成長依舊，這種觀念上的偏頗與不成熟亦已不符市場發展需求。是以就未來發展言，核心經營觀之改弦易轍或重新佈局等戰略性之思考，是必要的。如此是可以重點切入並掌握此龐大規模產業之發展脈動。



貳、對這個產業的重新解讀

房地產是一項獨特的產業，各種的敘述有「它是一種基本財」，「有其一定的不可取代性」，「是資本及技術密集的行业」，「具有金融商品之特性」及「沒有集中交易市場」等等者，而其為火車頭工業之美喻，則是形容這個產業在總體經濟環境中之重要性及廣泛性。然而就「事業經營觀」而言，其商業面的真正輪廓究竟為何或應如何加以界定，這或許是應予重新思考的。

一、一項重要的商業活動

無論貧窮或富有、落後或已開發，房地產一直是社會中的一項基本經濟需求，或者是說對這項事業的經營方式會因時空背景的不同而不同，但予以有效經營利用的事實都是不變的。僅以當前所面臨之重大困頓而言，這是否意謂這產業的沒落或其重要性已不再？答案顯然不是如此。事實是市場上對商務據點的需用依然殷切、其為居住功能的使用或為生產工廠的地位依舊牢固存在。亦即是房地產之基本價值觀或其在經濟事務中之角色未變亦無任何遜色，只是在金融商品的一環出了問題，並導致整個產業的運作發生嚴重困難。更正確的說法是，現在的市場環境是「產

銷」的供需關係失衡，而非「使用」的供需關係有問題，然而其在金融面所引起的災難，則是使所有的「持有」者發生資本損失並進而累及債權擔保的問題。整體而言，這不是一個易解的習題，但卻是一個啓示而且整個事實是，對這個產業其基本面價值觀的重建以及一波以金融變革為主軸的除舊佈新的局面，勢將展開，同時新的經營觀會產生新的成功典型及新的市場霸主。

二、具有二元化價格的特性

不同於一般的商品，對於房地產價格或價值的評估，可以從所有權及使用權兩個方面來加以評估。亦即是其商業利益的貢獻方式有兩種，其一為被使用的價值，即相當於一般所謂之房租、商務坪效或成本提攤等概念；其二為資本利得，即所購買的房地產其價格獲得上漲之利益。基本上，這兩種價格體系是有一定的正互動關係。但二者的市場性格不同，前者之價格產生，是緣自於實質的商務供需關係，有其一定的平實性與穩定性；後者之價格，因兼具金融商品的特性，有被追逐的傾向而較投機。此處所要特別強調的是，技術上對於前述不同性質之利益之獲取，其背後之金融手段或財務計劃是不同的。概言之，對於使用價值／報酬之獲取，基於其收益性是較穩定的，因此以負債的方式來操作，是合理可行的；對於資本利得之獲取，則因投機性較大，宜以自有資金的基礎為之是屬合理，如有負債，則應有隨時調節的準備，否則即有斷頭之虞。然而

由於房地產事業規模龐大且沒有集中交易市場之故，其斷頭機制無法明顯，因此當負債不償問題發生時，其災害容易累積（清算不易）或衍生的問題很難處理。也許資本（EQUITY）市場漸趨完善後，會形成另一種金融機制而有助於此項問題之改善或解決。

三、（房地產事業）是高門檻的行業

建築業在這個產業中是扮演商品「生產」者的角色，由於房屋的產製除了涉及相當專業的製作技術及應遵循的諸多法規外，其經營方式類似造船或生產渦輪機的工業，需有訂單才生產以及需在現場搭建等之特性，此外財務工程亦是其中一項不可或缺的重要操作事項，因此將建築業定位在高門檻的行業亦不為過。雖然對某些持有人而言，他一貫以簡易的概念持有他的產業，亦頗順利無礙，這也是事實。然而對於任何「經營」者而言，包括開發事業、持有產業的事業（投資、出租或自用）以及金融機構的不動產金融事業等，凡關連到市場操作者，則任一行動或計劃的實施，幾乎是需要所有專業知識之集大成方足以致之。此外，房地產事業所涉及資金面的事務，既是屬不動產業務也是金融業務的一環，但更可以發展成非常專業的不動產金融事業，因此房地產業是一項高門檻的行業。

參、關於房地產的資金供輸與金融市場

一、基本的運作邏輯與資本市場

房地產資金之供輸，是指對於一項「產業的持有」其資金係由持有人提供者為自有資金，向

外借貸者為融資。基本上，在該項持有的事業中，這兩種不同成份的資金所扮演的角色或身份是不同的註①。自有資金需承擔事業風險，為賺或賠的相對本錢；融資的資金僅供融通之用，並不涉入賺或賠的事業風險之中，惟需支付資金成本（利息）的對價關係。實務上，所有不動產資金的運作，均是遵循此一概念或分際而進行者。其中：

（一）金融的品質主宰著事業的成敗

房地產事業之營運如同一般之企業，其成敗有絕大部份的原因是背後之金融手段是否恰當或正確所致，但因其兼具金融商品的特性而更敏銳。而所謂之金融品質，一方面係指對「自有」及「融通」兩部份資金的管理是否良好，即其使用邏輯需正確及比例應恰當。另一方面，則係指該兩部份資金之取得管道及其對價關係等是否經濟。

（二）不動產資本市場之起步較晚

金融市場對房地產事業所需資金之供輸，包括「融資」及「資本」等兩個部份。屬融資的部份自民國六十年代以迄註②，已明顯發展成熟，無論是長期或短期的需求，均可透過金融機構向直接市場或間接市場承做取得。但直到目前為止，有關資本市場的部份，其發展仍屬起步階段或尚未暢通。事實是無論是開發事業或持有事業其規模逾趨龐大，其對資金之需求逾殷切，而資本市場之不暢通在某種程度上扭曲了這個產業的正常發展。有太多的案例是將融資的資金當作資本使用以致問題叢生，或有發達的資本市場以供應資本需求，是可以在某種程度上改善整個產業的體質。

註①：資金本身是沒有辦法區分的，而是從經營管理的角度予以分別的。）

註②：當時的房地產事業是被認為不重要的或不務正業的，政府曾經一度下令金融機構不得對該事業融資放款。）

二、房地產事業之資金供輸狀況分析

（一）對於開發事業的資金供輸

因開發事業是屬典型的有事業風險的一族，其資金融通的邏輯是首先需「確立」有適足的資本以對應事業風險後，才能進行融資。現行業主要達成資本適足的條件者，除了自行找同業或金主籌募外，便是以案養案，或是將公司股票上市亦是一條路，但所募集之資金屬公司運用，其對個案之挹注狀況如何，則有其他因素或業務牽制而難以確立。總之，其中問題不少。此外，開發案辦理融資者，其需克服事業風險除資本適足的條件之外之另一項思考便是「銷售率」，亦即是開發案完成興建後其持有人註③狀況為何，包括「那些人會持有／購屋人、餘屋或自用」以及「該持有者之資金配比如何／自有與融資」等事項，如屬狀況明確者，則亦能估算出該個案之金融風險之支持性如何，然後得以獲得開發融資，一種需於開發完成時償還或沖還之融資。

（二）對於持有事業之資金供輸

對於不同型類之事業背景（投資、出租或自用），其資金之融通方式不同，但總是可以歸類在經營績效的一族，亦即是其經營的績效決定了其融資之內容，包括所營事業之「穩定性」、「收益性」等，以估算出其負債能力及還款來源，並據以辦理中長期或短期之融資放款。這種型類的融資額

度不會很高，因此需有相當之自有資金為基礎。比較特殊的案例是住宅貸款，雖然沒有任何實質之收益可供分析，但基於住宅是人們的基本需求，故可以個人或家庭總收入之分配比來估算出其負債能力與還款來源等。另一方面由於政府政策使然，民衆之借貸可以獲得低利之優惠。總加前述因素，乃使住宅貸款之額度高且限期可以拉長為二、三十年之房屋貸款，即在某種程度上其持有資本不足部份，亦可以借貸方式替足。

（三）對於「只是」持有財產者之資金供輸

基本上，對房地產之持有如不考慮其有什麼樣的事業目的時，能否給予貸款？然而由於不動產具有金融商品的特性，因此僅以其淨值的概念即足以供金融市場信賴而給予融資，亦即是當舖式之金融市場。就嚴謹角度言，此係金融市場之模糊地帶，也是因此而有所謂房地產之炒作的事實。是則僅以財產之持有狀態言，是否應「全部以自有資金方式為之」，還是「不論其有無任何之事業目的或持有本身即是事業目的便可以向金融市場舉債」，或是應以「創投資金的模式為支應」等，則技術上仍有相當需探討者，也許資產管理公司（AMC）的出現，提供了部份答案。

註③：房地產完成開發後之歸屬狀態，係一專用的概念或名詞：「PERMANENT TAKE-OUT」。

三、有關不動產金融之次級市場

就金融市場的觀點言，次級市場之建立有其一定之重要性，一方面能形成更好的品管機制同時增加金融商品之流通性，並也使其商品曝露於交易市場中面對充分競爭的洗禮。是則不動產一

項既是金融機構業務往來的對象，也是其本身製作金融商品的一環重要元素，其中：

(一)有關資產管理公司之展開，其內涵應係屬次級市場中之一特殊環節或管道。因其目的雖係建立在解決金融機構不良資產（以不動產為主）之凍結問題，但在操作上實屬一種（不良）金融資產的交易行為。或資產管理公司本身的操作需要有暢通的資本市場窗口為奧援，然其與金融機構間所構成之交通關係，係一種次級市場的建立行為應無疑義，並也擔任著斷頭的機制。

(二)其他較正規或正常之次級市場，則係指不動產「抵押債權」或「受益憑證」等金融資產權証之交易市場。以當前環境局勢言，其開放或建立應屬要務。

總體而言，整個不動產金融市場之構成與運作，應是在資本市場發達及次級市場活絡的條件下，能健全與完善。

肆、關於不動產金融的資本市場

房地產事業之經營，有關以本業之專門知識或技術為門檻的時代應以過去。未來之經營，前述之操作門檻應只是基本常識，而擅於不動產金融尤其是精專於資本市場一環之操作，才能真正主導這個產業的發展及將來。因為房地產事業之經營，有關「資本之需求型態」及其「供應方式」，本就有其特殊的性格而不同於一般者，而資本市場的機制正好是在這方面提供了一項最佳的答案。

一、上、下游結合的經營模式

上游係指「發行不動產受益憑証機構」或「募集共同信託基金機構」等資本市場之窗口或工具^{註④}。由於長久以來，不動產事業其資金之缺口在於資本而非融資，或當資本充裕時其融資之取得也會很容易。但是目前這個窗口或這項工具其設置雖已有法律依據惟尚未被啟動，因此首先能進入此事業領域或發動資本挹注之操作者，必然會在房地產事業之競爭上，擁有一定之優勢。

下游係泛指廣大從事不動產事務操作之專業機構或人仕，包括建築師、營造廠或建設公司以至於代書、仲介商、物業管理或建築經理公司等者，此均屬不動產商務領域中之基本成員。是則當有一超級金主在背後支撐這些專業的團隊時，其在事業經營上是能形成如虎添翼之有利形勢。影響所及，除了資金供輸問題獲得舒解外，對於這個產業經營者的獲利方式亦會有一番新的解讀。或許高風險追求高利益的經營概念會轉換成低風險追求合理穩定的利益者，或許在正常的經濟社會中，房地產經濟本應屬穩定性較高的一環，而不一定非要掀風作浪為賭博式的經營不可。

註④：這些窗口所形成之管理機制，其服務的對象不一定僅限於「不特定」的大眾，包括同業間之插花、特定合夥的金主或甚至合建地主等，均能透過此工具的運作，以獲得合理的投資機會與待遇。）

二、管理的事業

對於資本市場資金之使用，基本上它是在一個交易的平台上運作的。其概念是，由窗口（仲

介)提供合格包裝的商品(事業投資),供市場金主投資(交易),獲得青睞的商品即獲得資本之挹注,而金主的收益則需視該商品事業之運作績效而定。因此在此種格局中,資本的提供與運用是被切割成兩個獨立的個體來看的,而其中之往來則是靠「信託」的法律關係來維繫的。是以就商品販售的事實言,此係一項建立在信賴的基礎上而出售經營績效的事業。或一系列原本屬不動產事業的操作,其內容或過程也許沒有兩樣,甚至決策的模式也無不同,但經由「窗口」及「下游成員」之聯手合作,是可以把一項目標事業的「善加經營」本身即成爲一項事業,而不是非將投資利益涵蓋在內的事業才是事業。因此這是一項管理的事業,而其中之重要守則則是「忠實義務」與「善良管理人應注意義務」等之職責。

三、關於資本市場的「窗口」

現行資本市場「窗口」之佈建或設置,其需援用「信託」的法律概念爲基礎應是無疑義的,但法律准許的通路則包括有「證券交易法之證券投資信託事業」、「都市更新條例之都市更新投資信託公司」及「信託業法之信託業」等三途。就廣義的資本市場窗口言,應是以信託業之金錢信託或共同信託基金之募集與運用爲準。其中:

- (一)金錢信託之經營,其涉及投資標的之不同,則(資產或股權)証券化的內容不同、經營管理的方式也各異;此外,從資本供給面而言,其募集對象爲特定或不特定時,其法令規範不同^{註⑤};再者,資產証券化後,其有價証券之流通方式亦有所不同;而基金本身也有封閉式與開放式之分。以上種種之繁複雖不致造成困擾,但技術上的支援是必要

的。或不管如何,怎樣形成一個穩定(SECURED)的基金或投資商品,是操作者的重心所在,否則其在資本市場上是賣不出去的。

(二)屬於不動產相關事業可供信託投資標的者,約可分爲下列幾種型態:

- 1.開發事業。
- 2.一般的持有暨加以經營的事業及資產管理公司。
- 3.資本租賃型的事業。
- 4.次級市場中之房貸抵押權証。

註⑤:信託業法第二十八條及第二十九條。

伍、結語

綜前所述,房地產這個產業在運作上雖然遭遇困頓但並非沒落的行業,它在現今經濟社會中依舊是一項重要的資產及規模龐大的事業。或許其金融資產面的問題不易解決,但無論是一般持有人或金融機構所擁有之債權其發生重大損失時,應有認賠的準備,或者事情發展到應斷頭時而不斷頭才是真正的問題所在,一種因隱藏而爆發的惡病。從另一角度觀之,如資本市場能更健全發達,不但有利於這個產業之重生,其在金融格局中所形成的賺、賠機制,更有利於往後不致再發生重大泡沫化的危機,很可能在小泡沫時期就被處理掉了。當然,如就房地產事業本身之未來性而言,經營者如能善用資本市場機制者,定可大放異彩亦非虛語。■

作者為僑馥建築經理公司副總經理

具有「建經」特色的 信託投資機制與實例

郭鴻彬

前進大陸、必需建立在透明化、公開化的制度運作之下，有錢出錢、有力出力依靠專業分工，
群策群力以發揮團隊整體的戰力，才能夠達成贏的策略。

壹、前言

自 1999 年 11 月離開北京返台，迄今已兩年，期間因公私繁忙未曾離台。本月中旬，承蒙政大聯合代書事務所蔡所長之邀請，到常州去勘查其所簽訂之 270 畝開發案，之後順道去北京和「北京開太物業交易保證公司」的同仁敘舊。始知大多同仁都已添了新居而且無貸款；替他們高興之餘外，也可以知道民間潛在之購屋能力。本次旅程所經之處如：杭州、常州、北京都在大興土木，對照兩岸的房地產現況，真是彼長我消非常明顯。

於本刊第 13 期中曾為讀者提出「大陸房地產開發模式與贏的策略」之後，就一直在思考如何能夠落實該文，並希望能夠有機會提供相關的案例及提出詳細可行的具體作法以供想要到大陸去投資或開發房地產之個人及公司參考。

今適逢蔡所長已覓得江蘇省—常州市 270 畝之土地，並且願意採用具有建築經理公司管理的信託模式來邀集建築界、代銷界、代書界及其他對大陸房地產有興趣之小額投資人來共襄盛舉；故特將其列為典範案例，以其運作之模式來說明如何到大陸達到贏的策略。

貳、具有建經特色的信託投資模式

一、研創目的：

- (一)在落實「積極開發，有效管理」政策的基礎上，協助台灣房地產業者集資轉戰大陸，利歸台灣。
- (二)為陷入不景氣困境的房地產上、中、下游業者，開拓大陸市場和就業新舞台。
- (三)為持有小額資金的散戶，開啓參與投資房地產獲利的新機會。

二、機制特色：

- (一)集腋成裘，創造多贏。
- (二)業務、財務各自專司；運用機能分工來阻絕不贓。
- (三)成本預設，例外通報。
- (四)績效付費，共擔風險，同享利潤。
- (五)個案投資，本利回流。
- (六)投資獲利之外，兼具學習觀摩效益，一舉數得。
- (七)投資期間，可以議價轉讓，具流通性和變現性。

三、操作方式

- (一)認同投資，確定投資金額，簽署信託投資契約。
- (二)財務專控——資金由建築經理公司（或第三者）保管及收支，與經營團隊無關。
 1. 受託人委託建築經理公司執行本案全程財務控管，成立專戶（或由受託人另行委託他人掌管財務，而由建經公司負責財務稽核及工程進度查核簽證通知撥款）。
 2. 投資人依約適時繳付投資款至建經公司專

戶。(或指定之第三人專戶)

3. 建築經理公司進入財務控管程序，依計劃及需要收支。(或通知第三人支付資金)

(1) 定期提供財務控管報告，如季報。

(2) 不定期提供「例外支出」函知投資人。

(3) 結案決算，本利回流，分配給付(或通知第三人給付)。

(三) 業務執行——由受託人組成經營團隊，採取成本設定及績效付費方法來執行；經營成本由經營團隊先墊資俟售出之後再按比例收費。

1. 土地融資、營建融資視需要積極進行，配合必公關務必要達成，以符財務槓桿運作目標；相對提高利潤，並建立信用，以利後續經營。

2. 規劃、設計等事務則根據當地市場調研機動調整作業。

3. 工程發包依據工程內容比價後，在墊資興建的基礎上完成，以符財務槓桿經營原則。

4. 應上繳的城市配套...等費用依據工程量體、進度洽成比例、分期繳付方式，俾利財務槓桿之操作。

5. 施工管理、廣告、銷售、業務行政、公關顧問等依功能需要由經營團隊聘顧，務求全案順利，速效機動完成。

6. 財務會計依需要適當聘顧，並應配合財務控管之建經公司執行業務。

參、典範案例——江蘇常州案

一、土地狀況

(一) 本案地塊現為農地，係以協議開發方式將透

過徵用、轉用程序(如台灣的都市計劃變更)變更為住宅及店舖的建設用地並取得土地使用權。

(二) 土地面積 270 畝約 54,000 台坪，使用權出讓金、農用房拆遷補償費、青苗補償費、農民勞力安置費合計約為人民幣 24.37 萬元/畝(如開發協議書及補充協議書)。在轉用為住宅及商舖用地後若以 2001 年毗鄰區域房價還原後的市價評估約為人民幣 36 萬元/畝，惟當地業者評估則認為應在人民幣 45 萬元/畝左右。

(三) 本案地塊距離常州市中心(火車站、汽車站)空間直線距為 1.5km；道路距離約 2.5km；堪稱常州市不須實施舊城改造的最佳素地。

(四) 在時間明顯對房價漲升有利的預期下，本案之開發協議約定採整體規劃分期開發方式，有利降低自備現金流量的財務槓桿操作(大陸稱：滾動經營)，以提高投資報酬率。

二、經營策略

(一) 在大陸房地產金融配套出台以及墊資興建等滾動經營條件具備而本案又採分期開發的策略之下，預估全案僅需人民幣 4,000 萬元折合美金約 500 萬元即可順利執行，全程已無再增資必要。

(二) 本案之落實經營決定採行如下方式：

1. 本案之土地開發人為信託投資行為之受託人，負責全程經營管理，以結算後利潤的 8% 為酬勞並於本利回流後計付。

2. 募集的投資資金由受託人委交建築經理公司(或第三人)代為專戶管理執行依後述

所列成本項目數額、時間支付，並對投資人提供定期報告或不定期例外報告，同時執行收款入帳的財務專控，並由投資人給付服務費即投資金額 4%。

3. 有關全案執行所需的營業團隊（含台籍、當地籍）由受託人全權籌組或覓致並對本案採「固定費率」包乾制，視房屋銷售業績年底結算，使團隊能常持工作積極性並不致有低價求業績之弊，同時符合全案成本控制理想，相應確保投資利潤。

三、投資利潤預估

在上述經營策略所揭示的原則下，依據與常州市所簽定的開發協議書及補充協議書內容並詳細深入研究調查本案開發所可能的成本項目後，再以最保守的態度依 2001 年 6 月份所做的最保留的市場房屋售價預估，做成如下利潤預估：

(一) 成本項目測算：日後建經公司即以此為專控依據。

1. 樓面地價：即每 M2 房屋所分擔的地價成本 $(19.57 \text{ 萬元} + 4.8 \text{ 萬元}) / \text{畝} \times (666 \text{ M}^2 \times 1.8) = 24.37 \text{ 萬元/畝}$ $(1,200 \text{ M}^2 = 203 \text{ 元/M}^2)$
2. 建築安裝費：即建造成本 630 元/M2
3. 城市配套費：80 元 / M2
4. 各種應繳規費：70 元 / M2
5. 工程探勘與設計費：15 元 / M2
6. 社區竣工變壓器：21 元 / M2
7. 社區配套費：100 元 / M2
8. 教育附加基金：10 元 / M2
9. 外環道路集資費：5 元 / M2
10. 物業管理費：11 元 / M2
11. 營業稅（4.675%）：88 元 / M2

12. 銷售、廣告、業務行政、工程建設管理費：營業額 * 10.5% = 197 元 / M2

13. 土地開發服務費：11 元 / M2

14. 其他不可預見費：37 元 / M2

15. 利息費用：以四年平均貸款 4,500 萬元計利率 7.92% $4,500 \text{ 萬元} \times 0.0792 \times 4 = 44 \text{ 元 / M}^2$

16. 貸款公關費 1.5% $4,500 \text{ 萬元} \times 0.015 = 67.5 \text{ 萬元}$ 折合 2.1 元 / M2

17. 上述成本合計為 1,524 元 / M2，總計為 49,378 萬元

※ 上述評估係以容積率最穩當的 180% 計算，總容積為 32.4 萬 M2。

※ 建築型態係以最保守的七層無電梯測算。

※ 各項數據均從寬列計。

(二) 收入及盈利測算

1. 依據與常州市簽定協議書所示時間推算，本案第一期 135 畝落實開發所需由營業團隊進行規劃、設計等行政論證、審批程序，本案將在 2002 年下半年或 2003 年春天推出預售，以市場趨勢推估售價可望在 2060 元/M2 起賣；惟為保守穩當計仍以 2001 年下半年市場平均價暫估為 1880 元/M2。
2. 本案由於面臨街道緣故，將有部份一樓做為店舖規劃，此部份面積估定為 18,000 M2（實際應俟整體規劃而定），其保守售價為 3,000 元/M2，在大陸個體私營經濟興起階段，此種店舖是最炙手可熱的。
3. 在整體規劃分期開發的技術性執行下，全案預計總程為五年半（前慢後快）又處在向上提升的市場上，粗估有 20 萬 M2 房屋



之平均售價將隨市上漲，依據大陸其他同質城市在施行土地公開標售後的房價漲升經驗，此 20 萬 M² 房屋的平均售價保守估其平均售價為 2,200 元/M²，在全中國大陸平均房價 2001 年已達 2,304 元/M² 的行情，此一推估是絕對有道理而可實現的。

4. 收入列計

(1) 以 1,880 元/M² 平均價測算

$1,880 \text{ 元} \times (32.4 \text{ 萬} - 1.8 \text{ 萬}) + 3,000 \text{ 元} \times 1.8 \text{ 萬} + 320 \text{ 元} \times 20 \text{ 萬} = 57,528 \text{ 萬元}$
 $+ 5,400 \text{ 萬元} + 6,400 \text{ 萬元} = 69,328 \text{ 萬元}$

(2) 與台灣一樣在全案所興建的房屋中，尚有不計入容積的陽台、車位等附加的可售價建築物，此部份建物已不分擔土地成本，暫時粗估其面積為 5 萬 M²，每 M² 利潤為 500 元/M² 這是大陸房地產開發絕對可實現的附加額外利潤，約為 2,500 萬元不可不計列。

(3) 依據大陸法令之規定：新開發案若為現代優化設計，則其容積可以增加 10%~20%，在向上提升的市場中大多數開發商皆極力求取，以本案若取 15% 增加容積則約 4.8 萬 M²，每 M² 房屋在不分擔土地成本下其利潤約為 550 元，合計約為 2,640 萬元。但此部份擬

由經營團隊與受託人依據市場變動實況斟酌權變，故暫不予列計顯較妥適並符穩當原則。

(4) 合計收入應為 69,328 萬元 + 2,500 萬元
= 71,828 萬元

(5) 盈利估計：71,828 萬元 - 49,378 萬元
= 22,500 萬元

(6) 本利回流後支付受託人酬勞 8% 後
 $22,500 \text{ 萬元} \times (1 - 8\%) = 20,700 \text{ 萬元}$

(三) 投資報酬率概估

在大陸的房地產市場已具備土地融資及墊資興建……等有利財務槓桿經營的環境下，本案之最大現金流量以人民幣 4,000 萬元為已足。則依前述數據，其利潤率可參考為 $20,700 : 4,000 = 5.18 \rightarrow 518\%$

肆、江蘇常州案資金結構與運作示意圖

(如附圖一)

伍、結論

- 一、投資房地產獲利起家，是不久以前的台灣經驗，惟投資最怕的是人謀不臧，帳目不清所衍生的糾葛和利益受損。
- 二、本項信託投資方式在國內是唯一的創舉，乃因為國內具有獨特的建築經理制度，堪稱「具有台灣特色」。它保證了投資人在專業、透明、公正的環境與條件下做投資行為

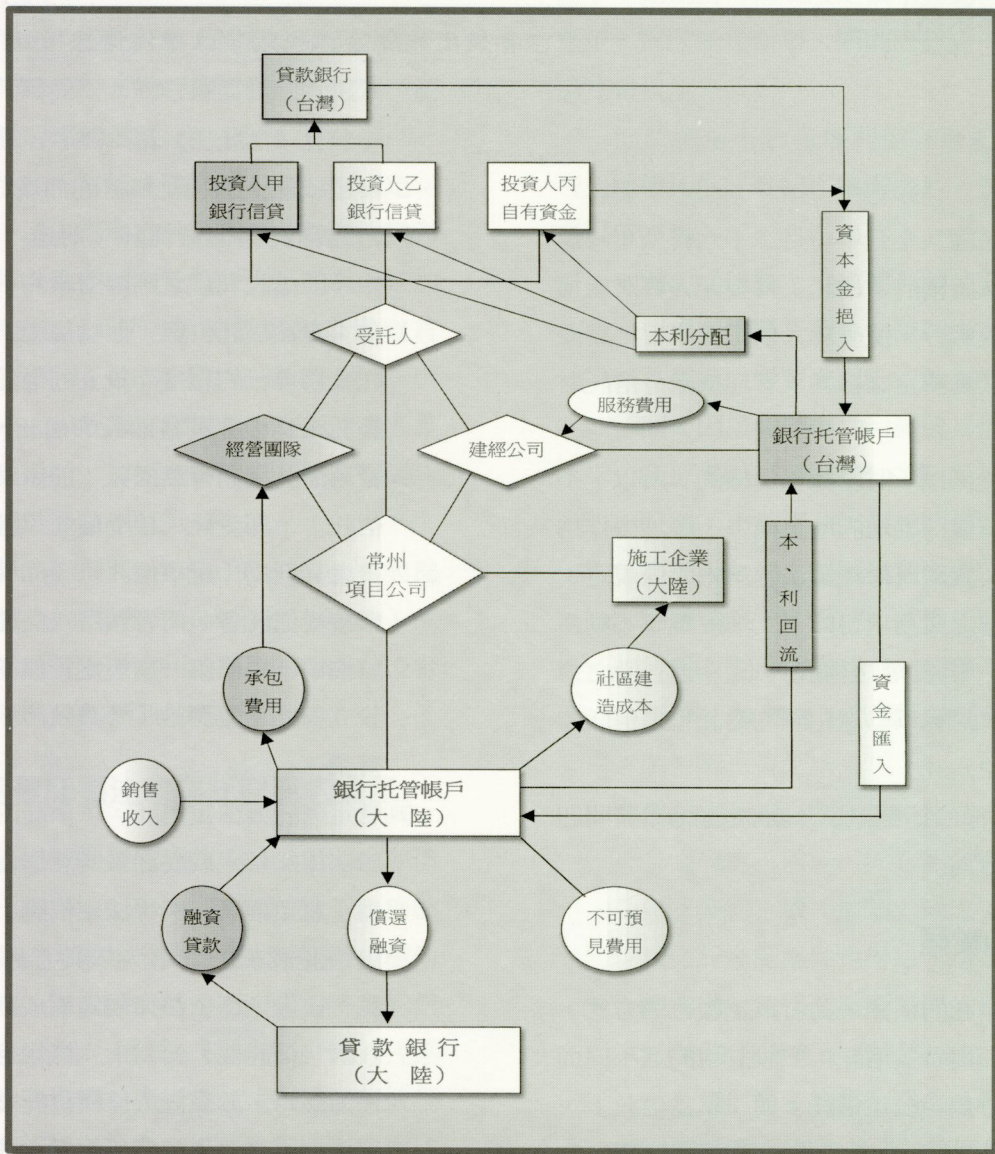
而不虞人謀不臧的風險。

三、對於本開發案中財務專控，業務專司的「錢、權」機能分工與成本設定、業績付費模式，恰可以提供建設公司、企劃代銷公司、廣告公司、建築經理公司分享大陸房地

產市場大多頭時代的轉戰機會。

(四)對低利率時代來臨，投資無門的中、小個人也提供了另一個階段性投資機會。■

作者為本會顧問



▲ 圖一：江蘇常州案資金結構與運作示意圖

從法律觀點談不動產信託

李永然

不動產信託是財產權信託中最值得重視的一種，
作者提出相關法律規定，以確保信託權益。

一、前言：

我國自民國八十五年一月二十六日公布《信託法》，該法所稱的「信託」為委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人的利益或為特定之目的，管理或處分信託財產的關係。

由於信託係以「財產權」為標的，所以，不論不動產所有權、土地的地上權……等均得作為信託的標的；我國《信託業法》第十六條規定：「信託業經營之業務項目如下：……五、不動產之信託。六、租賃權之信託。七、地上權之信託。……」，足見不動產相關的信託也是信託業的重要業務之一。

筆者願從法律觀點將不動產信託相關問題藉本文予以探討。

二、信託的種類：

首先談信託的種類，此有下述區分的方式：

(一)公益信託與私益信託：依設立目的之不同而分，可分為「公益信託」與「私益信託」，前者係指以慈善、文化、學術、技藝、宗教、祭禮或其他以公共利益為目的之信託

(參見《信託法》第六條)；後者則係指以自己或他人的利益為目的而成立的信託。

(二)自益信託與他益信託：前述「私益信託」中，因信託利益之歸屬對象的不同，可區分為「自益信託」與「他益信託」；前者指委託人為自己的利益而設立的信託；後者則係委託人為他人利益而設的信託。

(三)營業信託與非營業信託：前者又稱為「商業信託」，即受託人接受信託以營業為之者；後者又稱為「民事信託」，即受託人非以營業接受信託者。前者適用《信託業法》，依該法第十二條第一項規定：信託業非經完成設立程序，並發給「營業執照」，不得開始營業。

(四)意定信託與法定信託：依信託的成立因係基於法律的規定或委託人的意思而區別，可分為「意定信託」與「法定信託」；前者係指由信託關係的當事人依其意思而產生的信託，後者則係依法律規定而成立的信託；如我國《信託法》第六十六條規定：「信託關係消滅時，於受託人移轉信託財產於前條歸屬權利人前，信託關係視為存續，以歸屬權利人視為受益人。」註一。

(五)契約信託、遺囑信託與宣言信託：現分述之如下，即：

1. 契約信託：委託人以「契約行為」委託受益人將信託財產移轉予受託人，為受益人的利益為目的而管理、處分、使用信託財產的信託。
2. 遺囑信託：委託人以「遺囑方式」委託受託人，為受益人的利益而管理、處分、使用信託財產的信託。
3. 宣言信託：《信託法》第七十一條規定：「I、法人為增進公共利益，得經決議對外宣言自為委託人及受託人，並邀公眾加入為委託人。II、前項信託對公眾宣言前，應經目的事業主管機關許可……。」，此即宣言信託；惟須注意者是「公益信託」包括宣言信託；但宣言信託仍不同於公益信託^{註二}。

(六)為人而設立的信託（Trust for Person）與為目的而設立的信託（Trust for Purpose）：前者例如為智障子女利益而設的信託；後者例如為慈善目的而設的信託^{註三}。

三、不動產信託須注意信託財產的公示：

其次，談到不動產信託的「公示」。由於信託財產具有「獨立性」與「物上代位性」，為顧及受益人及第三人權益，使社會大眾明確分辨何者為信託財產，以保障交易安全，對於特定的信託財產，不能不設「信託公示制度」^{註四}。我國《信託法》第四條第一項規定：「以應登記或註冊之財產權為信託者，非經信託登記，不得對抗第三人。」；以土地信託而言，因《民法》第七

百五十八條規定：不動產物權的變動，非經「登記」，不生效力；所以土地自屬前述《信託法》第四條第一項所稱的應登記之財產權；欲以土地設立信託者，即應於辦理權利移轉登記之外，另為信託的登記，此即學理上所稱「公示方法二重性」；如僅為移轉或設定權利登記，而未為信託登記，則信託在當事人間固已成立，但不能以其信託對抗第三人^{註五}。

而於處理不動產權利信託登記時，須注意《土地權利信託登記作業辦法》，要言之，須注意以下三點：

1. 登記的種類：土地權利因成立信託關係辦理權利變更登記後，受託人變更者，應為「受託人變更登記」；於委託人與受託人間，因信託關係之消滅或其他原因而回復至原委託人所有者，應為「塗銷信託登記」；土地權利因信託關係消滅而移轉予委託人以外之歸屬權利人者，應為「信託歸屬登記」；受託人於信託期間，因信託行為取得土地權利者，應為「信託取得登記」（參見《土地權利信託登記作業辦法》第三條）。
2. 登記原因的證明文件：我國《信託法》第二條規定：信託，除法律另有規定外，應以「契約」或「遺囑」為之；所以土地權利信託登記案件也得以「遺囑」或「信託契約書」為登記原因證明文件；但如以信託契約書為登記原因證明文件者，應以「公定信託契約書」為之（參見《土地權利信託登記作業辦法》第四條）。
3. 認識「信託專簿」：土地權利信託，其信

託內容詳載於「信託專簿」；而實務上土地權利因成立信託關係辦理權利變更登記所核發的土地或建物所有權狀或他項權利證明書，應於人工繕造書狀左上角加蓋或於電腦列印書狀格式內增列信託財產，信託內容詳「信託專簿」（參見《土地權利信託登記作業辦法》第七條、第八條）；所以，土地信託關係人須認識「信託專簿」。

四、信託行為的無效：

再者，成立不動產相關的信託也應注意不得有信託行為無效的情形發生。我國《信託法》第五條規定：信託行為，有下列各款情形之一者，無效：

- (一)其目的違反強制或禁止規定者。
- (二)其目的違反公共秩序或善良風俗者。
- (三)以進行訴願或訴訟為主要目的者。
- (四)以依法不得受讓特定財產權之人為該財產權之受益人者。

前述情形於不動產信託亦須注意，尤其是不得「以依法不得受讓特定財產權之人為該財產權之受益人者」的情形發生，例如：

1. 私法人不得承受耕地：我國《農業發展條例》第三十三條規定：「私法人不得承受耕地……」，所以，如某人以其「耕地」為信託財產，並以「私法人」為該耕地所有權之受益人，因已違反上述規定，依《信託法》第五條第四款規定，應屬無效^{註六}。
2. 國民住宅的信託：法務部於 87 年 3 月 31 日以法律字第〇〇九六六九號函針對《國民住

宅條例》及相關法令與《信託法》的適用疑義，函釋認為：「…鑑於信託為一種以財產權為中心之法律關係，其成立必委託人將其財產權移轉或為其他處分予受託人，故若委託人欲信託之財產為受託人依法不能取得之財產權，自無由成立信託（本部八十七年一月二十一日 87 律字第〇四九六二九號函參照）。又信託既以移轉或處分財產權為前提，則對於移轉或處分時須受相關法令限制之財產權，在限制條件或期限未解除或屆滿前，亦無從成立信託。是故國宅得否辦理信託登記，宜視其受託人之資格是否符合國宅相關法令規定而定，且除受託人外，其原本受益人亦須以具有購買國民住宅資格者為限（信託法第五條第四款參照）。」^{註七}；而內政部亦於 87 年 5 月 28 日以台內營字第八七七一九四七號函表示：「…是故國宅得否辦理信託登記，宜視其受託人之資格是否符合國民住宅相關法令規定而定；且除受託人外，其原本受益人亦須以具有購買國民住宅資格者為限。三、是國民住宅承購人依信託申辦信託登記，應經國民住宅主管機關查核其受託人及受益人是否符合國民住宅條例及其相關子法之規定，係依身心障礙者保護法……規定優先承購之國民住宅尚須符合該法有關之規定。」^{註八}。

五、受託人的責任：

又《信託法》對於受託人訂有相關的義務及責任，就以責任而言，《信託法》第二十五條規定：「受託人應自己處理信託事務。但信託行為

另有訂定或有不得已之事由者，得使第三人代為處理。」；所以，受託人原則上應自行處理信託事務，但若信託行為同意受託人「複信託」或受託人重病、出國期間，尚得由受託人「複信託」第三人代為處理信託事務^{註九}；惟此僅止於使第三人代為處理，而不得將已辦理信託登記的土地，由受託人以「部分信託土地」或「全部信託土地」再辦理信託登記，此由內政部 88 年 7 月 12 日台內地字第八八〇七八九二號函：「(一)……信託係以當事人間之信賴關係為基礎，乃委託人、受託人與受益人間所存在之一種財產權為中心之法律關係……受託人既基於信賴關係管理他人之財產，自須依信託行為所定意旨，積極實現信託之目的（本法第二十二條立法理由一參照）。依本法第一條及第二十二條規定受託人須依信託本旨管理或處分信託財產，並須以善良管理人之注意處理信託事務，故消極信託並非我國信託法所認定之信託。準此，以清償債務為目的所為之消極信託，似非本法之所許……。(二)次按，信託財產有獨立性，名義上雖屬受託人所有，惟並非其自有財產，係與受託人之自有財產分別獨立（本法第十條、第十一條）法理由一參照），但受託人須依信託本旨管理或處分信託財產，故受託人似不宜自為委託人而將委託財產之全部或一部再為信託。……」^{註十}即可明白。

六、結語：

我國《信託法》雖自民國八十五年間才開始施行，惟因信託的好處多多，如：可避免子女揮霍財產、照顧更多代子孫、保障上一代的晚年生活、將來處分財產較為容易、節稅、避免家庭紛

爭、財產公平分配…等等，深信將來的信託行為必然日益增多；而我國人財產中以「不動產」居多，用上不動產信託的機會自不在話下。然誠如上所言，信託的運用涉及法律，唯有多注意法律的規定，方可保信託的權益！■

（永然法網 www.lawlee99.com）

- 註一、楊聰權著：信託節稅精典，頁 623，2001 年 7 月，自刊本。
- 註二、潘秀菊著：信託理財安心上手，頁 29，2001 年 1 月，永然文化公司出版。
- 註三、羅友三著：信託節稅規劃，頁 34~35，2001 年 7 月 20 日，信實稅務顧問有限公司出版。
- 註四、參見台灣金融研訓院編輯委員會編：信託法制與實務，頁 55，民國九十年五月，財團法人台灣金融研訓院出版。
- 註五、參見台灣金融研訓院編輯委員會編：前揭書，頁 56。
- 註六、參見台灣金融研訓院編輯委員會編：前揭書，頁 62。
- 註七、信託關係法規暨附屬釋令，頁 127~128，民國九十年六月第一版第一刷，實用稅務出版社股份有限公司。
- 註八、信託關係法規暨附屬釋令，頁 129~130。
- 註九、王進祥編著：土地權利信託實務，頁 176，民國九十年五月初版，現代地政雜誌印發行。
- 註十、信託關係法規暨附屬釋令，頁 135~136。

作者為永然法律事務所所長

看土地增值稅 兩年減半


劉心陽

土地增值稅減半課徵二年方案，
預期將為金融業、營建業、資產股、
購屋民衆、乃至化解國內金融風暴與
低迷景氣有所助益。

爲了化解金融危機，拯救不動產市場流動性不足的問題，政府提出土地增值稅減半課徵兩年方案，期望以短期犧牲稅收的代價，奠定經濟再出發的基礎。本案修法程序雖然因故延宕，但是從活絡市場、降稅利益、增加營運效益、提高資產價值、與化解金融危機等角度來看，此舉正面效益居多。金融業、營建業、資產股、購屋的民衆、乃至低迷的國內景氣，都將因此受惠。

國內房地產景氣已經沈睡了十年。超額供給的百萬餘屋，外加缺乏不動產證券化等流通性機制的情況下，近年來的房地產市場在民衆信心不足、買盤縮手下，呈現近似價量齊跌、緩步探底的窘狀，也影響到了金融市場與整體經濟，似有步上日本泡沫經濟後塵。政府也緊急祭出一系列拯救房地產市場的措施，除了開放境外機構法人投資國內房地產市場外，行政院也於8月29日提出土增稅二年內減半增收的作法，希望以降稅刺激交易活絡，吸引買盤進場，讓房地產市場儘早回復合理價位。

這次土地稅法部分條文修正法案，未來二年出售土地應納的土地增值稅率減半課徵，即由現行的四〇%、五〇%、六〇%，降爲二〇%、二五%、三〇%等三級。由於現行房地產買賣交易當中，土增稅是由賣方負擔，屬於賣方的賣出成



本，這項土增稅兩年減半方案，可以幫助賣方將降稅利益反映在售價上，有更大調降房價的空間與意願，間接也有助於激勵買氣。此外，減徵範圍還計畫擴及納稅人出售自用住宅用地，一生一次的優惠稅率，也將由現行的十%降為五%。

對一般民衆究竟好處有多大呢？粗略的說法，十年以上的房屋，享受的降稅優惠約在一成左右。根據調查，以台北市為例，部分持有年限達十五年以上的老舊住宅屋主，預期將是最大的受惠者。依北市中正區每戶八百萬元的公寓住宅來計算，每戶將可節省土增稅八十萬元左右，幅度約近一成。因此，土增稅的調降，不單只有企業界受惠，也等於鼓勵社會大眾購買自用住宅或換購自用住宅，期望活絡房地產市場的效果充分展現。

此外，土地增值稅的調降，也有助於拉近與所得稅的課稅差距。土地增值稅原本應是所得稅的一種，但因受到國父遺教「土地增值漲價歸公」的影響，成為綜合所得稅外的分離課稅。在87年1月1日實施營所稅與綜所稅的兩稅合一後，所得稅的實質稅負已由過去的55%降低為40%，但是土地增值稅仍維持60%、50%、與40%的三個級距，兩者差距加大下，不但讓過去習慣利用土增稅漏洞設法規避的不法者，現今有了更強烈的意圖去做，也讓一般百姓處於比較弱勢的不公平局面，土增稅減半徵收也等於是種務實公平的作法。

對企業方面，土增稅減半徵收二年也多半產生正面影響。在金融業方面，一般土增稅約佔土地總價值的二成到三成，減半徵收則可使不動產擔保品之市場價值增加約10%到15%，等於擔

保品的價值相形提高。依玉山銀行及世華銀行的估算，土增稅減半徵收可使擔保品價值增加80億元及300億元，約為其擔保放款之5%到10%。假設以此比率估計，光是目前三十九上市櫃銀行可增加的擔保品價值約為三千億到五千五百億元左右，效應相當驚人。至於土地增值稅準備回沖部分，更能幫助金融業增加帳面獲利，老牌壽險股獲益不少。

此外，過去金融業逾放不斷增加的原因，主要是行庫不願意降價求售，加上移送法拍處理程序冗長，同時，目前不良放款之備底呆帳提存比率約僅三成左右，因此普遍提存不足。金融業基於損失可能擴大下，處理意願也大為降低。如今，降稅使得售價有調降空間，增加銀行不擴大帳面損失情況下增加回收價值的意願，幫助加速處理速度，解決部分呆帳問題。同時也能夠迅速取回資金，健全營運體質，幫助化解國內潛藏的金融危機。

對營建業來講，更是主要受益者。由於金融業評估不動產之價值乃依實際市值扣除土地增值稅後之淨值，再評估核貸額度，調降土增稅當然有助於提高營建業的融資額度，因此土地存量較高，所能增加的授信額度也會較高。至於房地產存貨量較多的業者，也可以藉機加速出清套牢資產以求瘦身，獲取周轉資金幫助脫困。另外，營建業者也可以趁著這兩年期間，進行一些土地稅負上的節稅規劃，或是讓持有多年的土地，藉此機會儘速開發或移轉，也間接幫助政府亟欲推動的都市更新或是大面積區域開發的工作。

對其他有土地擔保貸款戶而言，隨著土增稅成本降低，擔保品價值將提高，也可望增加信用

一般土地增值稅適用條件與稅率

項目	條件	稅率	稅率減半
第一級	應徵稅額＝土地漲價總數額【超過原規定地價或前次移轉時核計土地增值稅現值（按台灣地區消費者物價總指數調整後）未達 100 %】×稅率 40%	40%	20%
第二級	應徵稅額＝土地漲價總數額【超過原規定地價或前次移轉時核計土地增值稅現值（按台灣地區消費者物價總指數調整後）在 100 % 以上、未達 200 %】×稅率 50%—累進差額（按台灣地區消費者物價總指數調整後之原規定地價或前次移轉現值× 0.10）	50%	25%
第三級	應徵稅額＝土地漲價總數額【超過原規定地價或前次移轉時核計土地增值稅現值（按台灣地區消費者物價總指數調整後）在 200 % 以上】×稅率 60%—累進差額（按台灣地區消費者物價總指數調整後之原規定地價或前次移轉現值× 0.30）	60%	30%

額度。對一般企業來說，也可能會有土地增值稅準備回沖或資產重估增值之利益。總體而言，土增稅暫時的降稅，可以增加不動產市場的流動性，讓企業方便取回資金，進行企業重整或重新佈局的機會。

雖然有人質疑調降土增稅可能產生「揠苗助長」的問題，擔心兩年內房地產交易暫時活絡，兩年後景氣卻仍未復甦，甚至因需求提前導致未來買氣更差，形成不動產市場短多長空，政府也平白損失稅收，財政更吃緊。或是擔心兩年內降稅效應恐將促使整體房價進一步走低，市場未蒙其利先受其害。不過，參考股市的操作經驗，所謂「下殺取量，讓價格自然落底，反彈機會才會更快來臨」，面對可能的短期陣痛並不應該有所畏懼。更何況房地產價格已經跌到「見骨」的階段，市場景氣應是「寒冬已盡，春天還會遠嗎？」■

作者為大華投顧研究部經理

開放外資投資台灣 不動產是大利多嗎？

立法院休會前通過的土地法修正案，
正式打開外資來台投資不動產的大門，
但我們的投資環境有吸引力嗎？

張欣民

在大家一片期盼聲中，立法院終於在最後一個會期中正式通過「土地法部份條文修正案」，開放外資來台投資不動產，使得低迷已久的國內房市又再度燃起一線生機，增添一項炒作的利多題裁，只是此一開放動作，真的就能為國內房地產市場注入一劑強心針嗎？房價從此就能脫離泥淖、止跌上揚嗎？

長久以來，受限於我國土地政策及法令，其中「土地法」對於外國人購買、取得、租賃台灣不動產多所限制，使得台灣房地產市場一直都僅有內部本土之需求，無法引進外國投資者進入。因此在內部需求已幾近飽和，而市場供給卻還居高不下的情況下，要求開放外資甚至是陸資投入國內不動產的呼聲就越來越大，如今開放外資投資台灣不動產成真，當然令房地產業界興奮不已。

為什麼開放外資投資國內不動產會令業界興奮又期待呢？總歸不外乎幾點理由。首先當然是期望外資能進來幫忙消化市場上龐大的餘屋，全台地區在實施容積率管制前後所大量釋出的房屋供給，到現在都還壓得國內房地產市場喘不過氣來，數十萬甚至有一說上百萬的空餘屋，成為業界心頭的痛。因此如果能開放外資或是陸資來台購買不動產，那不啻是為業界帶來為數可觀的購屋需求，這怎能不令業界雀躍呢！

開放外資令業界雀躍不已

其次，國人住宅自有率早已偏高，目前國人住宅自有率已經達到八成五，是一個超世界高的比率，剩下有能力又有意願購屋的買方就相對更稀少了，所以內部的需求已是越來越少，這從政府所釋出的低利優惠房貸申貸者日漸稀少就可看出來。這時如果能有大量又具經濟實力的外來需求進來，業者當然是熱烈歡迎！

最後，是資金的挹注，在長期不景氣之下，在餘屋難脫手的情況下，在銀行雨天收傘之下，建築業者手頭缺現金幾乎是個業界普遍的現象，因此如何能找到雄厚資金的挹注，對業界而言無異是久旱逢乾霖，能不歡欣鼓舞嗎！所以從法令正式開放之前，市場上就不斷傳出外資或陸資要以換股或是借殼的方式，介入國內體質仍健全但資金不足的建設公司。

只是在政府極力做多，期望能救國內房地產的開放外資來台，真的就可以讓國內房市回春嗎？

實質誘因在那裡？

開放外資投入不動產，要有一定的誘因才會吸引它們進來，需求面當然是第一個考量，要有實際的需求，外陸資進入房地產市場才會師出有名。長期來看，台灣明年元月就將加入世界貿易組織（WTO），當然開放三通也不會太久，所以由WTO與三通所帶來的產業投資、通商及通航等需求，就會進一步衍生出辦公、住宅、店舖、倉儲等不動產需求，懂得長期佈局的跨國企業當然會選擇適當的不動產標的逢低買進。

不過，期望外資帶進強勁的住宅需求，進而消化大批餘屋則是不切實際的。倒是逢低介入AMC市場，以低買高賣的方式賺取價差，則有不少外資興趣頗高，但這對國內市場並見得是好的，因為價格破壞的情形會更加惡化。

另外從投資的角度來看，和一般人的投資心理一樣，外資來台也一定是希望能夠將本求利，以其投入之資金創造最大的利潤，那台灣不動產的投資報酬率與市場性恐怕都是他們考慮的因素，那裡的房地產前景最被看好、那類產品的獲利狀況最佳，外資應該都會全盤的加以評估，國內業者切不可因為期待外資來台，而自抬身價的錯誤預期心理。

況且外資在投資之前最在意的絕對是投資報酬率，台灣房市長期低迷，二、三年內租金及價格的上漲空間有限，即使是被認為因加入WTO與三通受惠最大的辦公產品市場，其現行的租金報酬率都遠低於鄰近的幾個大都

市，如東京、上海、北京，更何況還有長期供需不平衡的隱憂。因此儘管明年初有台灣加入 WTO 之利多，但在與大陸大三通未鬆綁以及大環境經濟景氣不佳之情況下，開放外資對於提升國內不動產仍難有實質的效果。

一般而言，外資來台首先一定是選擇與其產業投資、通商、通航最密切相關之辦公室產品介入，其次是一些較優質的住宅，其他產品受惠的機會則逐次遞減；在區位上，外資當然也會選擇將來三通最可能受惠的通商、通航口岸，其中台北市以國際化的程度一定仍是他們的首選，台中市、高雄市的機會也很高，至於其他地區則機會就相對少很多！這就是不動產市場上所謂的「外資概念區」。

外資概念區仍將是外資最愛

在台北市最具「外資概念區」的首推士林區天母一帶、中山區大直一帶、松山區敦北民生商圈、大安區敦南遠企商圈及大安森林公園週邊、信義區信義計畫區及國父紀念館週邊等；在台中市則以七期重劃區新市政中心週邊、美術館一帶及全國商圈；在高雄市則是以苓雅區中正文化中心週邊等地區，最具有吸引外資進駐這些地區的條件及魅力。

在台北市所謂的外資概念區，有一些原本就是外國人的聚集之處，有的則是屬外商辦公集中之高級辦公商圈，由於居住環境早已經「國際化」，外僑聚落成型，自然會是將來另一批外人來台時的最佳選擇，何況在天母地區未來又會有影城、購物中心等進駐，在松山地區有京華城大型購物中心，在信義計畫區有國際金融中心等實質利多，對當地房地產市場也有加分的效果。

在中南部地區，台中市七期原本就規劃為新市政中心，目前新光三越百貨已經進駐，將來還有國家音樂廳等機構會設立，對於提升該地居住品質也會有幫助。其他像台中美術館週邊、全國商圈以及高雄文化中心一帶則都是屬於既成的優質住宅地段，它們在房屋市場上的地位與評價也是很難被取代的。

立法院十月十二日通過土地法部分條文修正案，終於正式打開外資來台投資不動產的大門，但是外資的這股活水，還有待政府全力塑造一個更有吸引力的投資環境，有了足夠的誘因外資才會如大家預期的源源不絕的來，否則最後還是一場鏡花水月一場空！■

作者為信義不動產企劃研究室協理

不動產投資財務分析—— 陳俊合 內部報酬率法之決策、規劃及應用

內部報酬率法提供投資者評估不動產投資方案的報酬是否達預定必要報酬，

本文闡介內部報酬率法之投資決策規劃及實例應用。

內部報酬率(Internal Rate of Return，簡稱IRR)，亦稱為內在報酬率、內含報酬率或內部收益率。所謂內部報酬率即依據此報酬率對投資方案的每年現金流入量進行折現(Discounted)，使未來報酬的總現值正好等於該方案原投資額的現值。實際上，使投資方案的淨現值等於零時的折現率(報酬率)就是內部報酬率。

而內部報酬率(IRR)法即是根據各投資方案的內部報酬率是否高於投資者所預定的必要報酬率，以確定投資方案是否可行的決策分析方法。基於此，本文將闡介內部報酬率於方案評估上之投資決策規劃、步驟及其應用實例。

一、內部報酬率法之投資決策規劃及步驟

(一)投資決策規劃

內部報酬率法之投資決策規劃係以內部報酬率之大於、等於或小於投資預定必要報酬率作為

投資方案可行性之評估依據，兩者差值大小不同時將產生相異之投資決策：

1. 內部報酬率 (IRR) > 預定必要報酬率：此時若以預定必要報酬率為折現率評估，投資方案之淨現值大於零 (NPV>0)，表示投資方案未來報酬之總現值大於成本，投資方案不僅能得到預定的投資報酬率，且能得到正值差額的現值利益，故投資計畫可行。在內部報酬率大於預定必要報酬率方案中，以內部報酬率最大或較大的方案為優。
2. 內部報酬率 (IRR) = 預定必要報酬率：此時淨現值 (NPV=0)，表示投資方案未來報酬之總現值等於成本，投資方案之報酬率恰等於預定必要報酬率，投資方案之可行性視客觀環境及投資者之態度而定，不是最佳方案，亦非不良方案，可列入投資考慮。
3. 內部報酬率 (IRR) < 預定必要報酬率：此

時若以預定必要報酬率為折現率評估，投資方案之淨現值小於零（ $NPV < 0$ ），表示投資方案未來報酬之總現值小於成本，投資方案無法得到投資預定之必要報酬率，故此投資方案為不可行。

(二) 內部報酬率法進行步驟

求解內部報酬率是基於如下公式：

$$NPV = \frac{M_1}{(1+IRR)^1} + \frac{M_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{M_n}{(1+IRR)^n} + \frac{M_a}{(1+IRR)^a} - C_0 = 0$$

其中 NPV ：淨現值

PV ：未來經濟效益（報酬）之總現值

M_1 ：年金每一期流入金額

M_a ：固定資產之期末殘值或中期變現價值

IRR ：內部報酬率 (Internal Rate of Return)

n ：折現期數

a ：固定資產價值折現期數

C_0 ：期初投入成本

其進行步驟為：

1. 計算每期的現金流入量（ M_1 ）。
2. 將每期現金流入量根據其內部報酬率（ IRR ）與時間價值折成現值。
3. 將固定資產的期末殘值或中期變現之價值，依內部報酬率（ IRR ）折成現值（ $\frac{M_a}{(1+IRR)^a}$ ）。
4. 依內部報酬率（ IRR ）計算未來經濟效益（報酬）的總現值：

$$PV = \frac{M_1}{(1+IRR)^1} + \frac{M_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{M_n}{(1+IRR)^n} + \frac{M_a}{(1+IRR)^a}$$

$$= \sum_{i=1}^n \frac{M_i}{(1+IRR)^i} + \frac{M_a}{(1+IRR)^a}$$

5. 求解淨現值（ NPV ）= 0 時的內部報酬率（ IRR ）。

淨現值（ NPV ）= 未來經濟效益（報酬）的總現值（ PV ）- 期初投入成本（ C_0 ）

$$NPV = PV - C_0 = 0$$

$$= \left[\sum_{i=1}^n \frac{M_i}{(1+IRR)^i} + \frac{M_a}{(1+IRR)^a} \right] - C_0 = 0$$

6. 求解上述之 IRR 有兩種主要計算方法：

(1) 試測法：

依據經驗和判斷，先以一折現率測試第一次淨現值，視此淨現值為正數或負數（若恰巧是零，表示此折現率就是內部報酬率）。如果淨現值為正數，表示此折現率低於內部報酬率，須再以較高的折現率進行第二次試算；反之淨現值為負數，則須以較低的折現率試算。依此步驟連續試算，直至出現使淨現值為零的折現率為止，此時之折現率便為內部報酬率。

(2) 內插法：

依據試測出兩個接近零的正負淨現值其對應的兩個折現率，運用內插法可得精確的內部報酬率，內插法之計算公式為：

$$\text{內部報酬率} = \text{偏低的折現率} + \frac{\text{兩折現率的差距} \times \text{偏低折現率的淨現值}}{\text{兩折現率淨現值的絕對數之和}}$$

(三) 年金 (annuity) 現值

現金流量每一期都相等於 M ，且都發生在期末，連續 n 期，則此現金流量稱為年金。設折現率為 i ，則年金的現值為^註：

$$PV = \frac{M}{i} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] = M \left[\frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n} \right]$$

其中 PV ：年金現值

M：年金每一期金額

i：折現率

二、實例應用

投資經營土地公告價值 160,000,000 元，建築物價值 50,000,000 之商場，期初支付全額費用 210,000,000 元，無貸款金額。每年之最大租金收益為 45,000,000 元，營運成本為最大租金收益之 20%，每年出租率為 80%。營利事業所得稅率 40%，建築物價值分 25 年直線折舊至無殘值。假設每年現金流量相同，不動產每年增值 5%，公告地價每年漲幅 3%，處分不動產交易費用為售價的 2%，計畫在 15 年底賣出此商場。另假設投資者預定之必要報酬率為 10%，試以內部報酬率（IRR）法評估此投資方案之可行性。

NPV

$$= \frac{M}{(1+i)^1} + \frac{M}{(1+i)^2} + \frac{M}{(1+i)^3} + \dots + \frac{M}{(1+i)^n}$$

..... (i) $\frac{1}{(1+i)}$

得 $PV_x \frac{1}{(1+i)} = \frac{M}{(1+i)^2} + \frac{M}{(1+i)^3} + \frac{M}{(1+i)^4} + \dots + \frac{M}{(1+i)^{n+1}}$ (ii)

(ii) 式得： $PV_x \frac{1}{(1+i)} = \frac{M}{(1+i)} - \frac{M}{(1+i)^{n+1}}$

$$\therefore PV = \frac{1}{i} \left[M - \frac{M}{1+i^n} \right] = \frac{M}{i} \left[1 - \frac{1}{1+i^n} \right] = M$$

$$\left[\frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n} \right] =$$

【解析】：

商場出租成本項目表

投資案成本相關項目	金額或比例
1.土地	160,000,000
2.建築物	50,000,000
3.年營運成本	租金收益的 20%
4.處分不動產交易費用	售價的 2%
5.所得稅率	40%
6.土地增值稅	
1 倍以內部分	40%
1~2 倍以內部分	50%
2 倍以上部分	60%
7.折舊	30 年直線折舊
8.每年空置率	1-每年出租率 = 20%

商場出租收益項目表

投資案成本相關項目	金額或比例
1.年最多租金收益	45,000,000
2.每年出租率	80%
3.不動產增值率	5%
4.公告地價漲幅	3%
5.投資預定必要報酬率	10%

不動產價值

= 土地 + 建築物

= 160,000,000 + 50,000,000

= 210,000,000 元

內部報酬率法計算步驟：

(一)商場出租之稅前現金流量、可課稅所得與稅後現金流量

商場出租之稅前現金流量表

項目	金額 (元)
年最大租金收益	45,000,000
—空置損失	9,000,000
有效總收益	36,000,000
—營運費用	9,000,000
淨經營收益(Net Operating Income ; NOI)	27,000,000
—貸款付款	0
稅前現金流量(Cash Flow Before Tax ; CFBT)	27,000,000

稅前現金流量

$$\begin{aligned}
 &= \text{淨經營收益} - \text{貸款付款} \\
 &= 27,000,000 - 0 \\
 &= 27,000,000 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

商場出租之可課稅所得現金流量表

項目	金額 (元)
淨經營收益(Net Operating Income ; NOI)	27,000,000
—利息費用	0
—折舊	2,000,000
可課稅所得	25,000,000
稅	10,000,000

可課稅所得

$$\begin{aligned}
 &= \text{淨經營收益} - \text{利息費用} - \text{折舊} \\
 &= 27,000,000 - 0 - 2,000,000 \\
 &= 25,000,000 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

所得稅

$$\begin{aligned}
 &= \text{可課稅所得} \times \text{稅率} \\
 &= 25,000,000 \times 0.4 \\
 &= 10,000,000 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

商場出租之稅後現金流量表

項目	金額 (元)
稅前現金流量	25,000,000
— 稅	10,000,000
稅後現金流量(Cash Flow After Tax ; CFAT)	15,000,000

稅後現金流量

= 稅前現金流量 - 稅

= 25,000,000 - 10,000,000

= 15,000,000 元

(二) 出售商場之土地增值稅、交易所得稅與淨現金流量

出售商場之土地增值稅計算表

項目	金額 (元)
新公告地價	249,274,787
— 原公告地價	160,000,000
土地增值	89,274,787
土地增值稅	35,709,91

新公告地價 = 160,000,000 x = 249,274,787 元

土地增值稅 = 89,274,787 x 40% = 35,709,915 元

出售商場之交易所得稅計算表

項目	金額 (元)
出售不動產收益	436,574,918
— 交易費	8,731,498
— 土地增值稅	35,709,915
— 辦公大樓折舊後面值	30,000,000
交易所得	362,133,505
交易所得稅	144,853,402

出售不動產收益 = (160,000,000 + 50,000,000) × (1 + 5%)

¹⁵ = 436,574,918 元

交易費 = 436,574,918 x 2% = 8,731,498 元

商場折舊後面值 = 50,000,000 / 25 × 15
= 30,000,000 元

交易所得稅 = 362,133,505 x 0.4 = 144,853,402 元

出售商場之稅後淨現金流量表

項目	金額 (元)
出售不動產收益	436,574,918
— 交易費	8,731,498
— 土地增值稅	35,709,915
— 交易所得稅	144,853,402
— 貸款餘額	0
淨現金流量	247,280,103

稅後淨現金流量

= 出售不動產收益 - 交易費 - 土地增值稅 - 交易所得稅 - 貸款餘額

= 436,574,918 - 8,731,498 - 35,709,915
- 144,853,402 - 0 = 247,280,103 元

由前述分析得知此為每年淨現金流量 15,000,000 元連續 15 年的年金加上第 15 年底處分不動產淨現金流量 247,280,103 元的投資案。因此商場現在之價值為每年年底 15,000,000 元連續 15 年的年金加上第 15 年底處分不動產的淨現金流量 247,280,103 元，故求解投資此商場內部報酬率 (IRR) 之公式為：

$$NPV = 0 \left[\frac{M}{(1+IRR)^1} + \frac{M}{(1+IRR)^2} + \frac{M}{(1+IRR)^3} + \dots + \frac{M}{(1+IRR)^n} \right] + M_a \left[\frac{M}{(1+IRR)^n} \right] - C_0$$

$$= \frac{M}{IRR} \left[1 - \frac{1}{(1+IRR)^n} \right] + M_a \left[\frac{1}{(1+IRR)^n} \right] - C_0$$

其中 NPV：不動產之淨現值

M：連續 15 年每年年底的現金流量為 15,000,000 元

M_a：第 15 年底處分不動產的淨現金流量 247,280,103 元

C₀：期初投入成本為 210,000,000 元

IRR：內部報酬率

n：經營不動產年數 = 15 年

$$\therefore NPV = 0 = \frac{15,000,000}{IRR} \left[1 - \frac{1}{(1+IRR)^n} \right] + 247,280,103 \left[\frac{1}{(1+IRR)^n} \right] - 210,000,000$$

此時之 IRR 可藉試測法找出，當使 NPV = 0 時之折現率，此折現率即為內部報酬率 (IRR)。試測法求出之折現率與 NPV 值之對照如下表：

折現率 (%)	NPV (元)
1	210,970,375
5	64,640,828
10	-36,711,917
15	-91,900,088
20	-123,818,079

由於折現率 5% 時，NPV 值為正；折現率 10% 時，NPV 值為負，故可知 IRR 應落於 5%~10% 之間（因為 IRR 之 NPV 值為 0），且較接近於 10%。因此可再採內插法求出 IRR，即：

$$\frac{IRR - 5}{10 - 5} = \frac{0 - 64,640,828}{-36,711,917 - 64,640,828}$$

$$IRR = 5 + 5 \times \frac{64,640,828}{101,352,745}$$

$$\doteq 5 + 5 \times 0.638$$

$$\doteq 8.2$$

∴ 得 IRR ≐ 8.2%

因為內部報酬率 (IRR) ≐ 8.2% < 必要報酬率 = 10%，表示此投資案之未來報酬率小於投資者預定之必要報酬率，故此投資案不值得進行投資。■

作者為蘭陽技術學院建築工程科助理教授、建築師、都市計畫技師、都市計畫學博士

什麼是 契約鑑證

◎中華民國建築經理商業同業公會

契約鑑證是指建築經理公司以公正第三人之立場，受當事人委託介入不動產交易事件中進行契約之鑑查工作，從而促使交易的真實內容或與交易有關的重要權利義務等，得以充分曝光並標示於買賣或委託契約中，以保持市場交易得以在一定水準或條件下進行。

簽訂不動產交易契約書前請記得主張您應有的權利。 ▣

15年營建管理經驗
提供最專業的服務

台灣建築經理公司

- 顧問諮詢
- 營建管理
- 業務管理
- 預售契約鑑證
- 代辦建築融資
- 代辦履約保證

國家財經中心案

台北總公司：台北市民權東路六段 160 號 13 樓 · 電話：(02)2796-2228 · 傳真：(02)2796-2227
網址：www.tremc.com.tw · E-MAIL：tremc@ms3.hinet.net

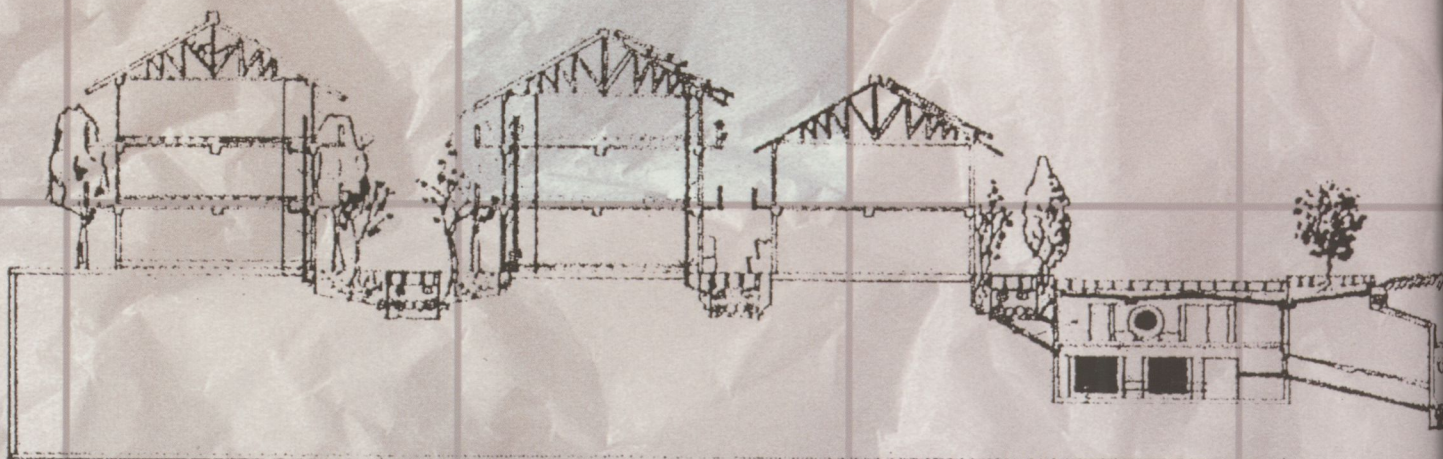
台中辦事處：台中市中港路一段 199 號 18 樓之 2 · 電話：(04)2328-6883 · 傳真：(04)2328-2463

高雄辦事處：高雄市中正二路 93 號 8 樓之 1 · 電話：(07)224-1801 · 傳真：(07)224-2865

協助震災住宅重建 建築經理公司報到

內政部設置，銀行投資的建築經理公司受任加入服務
行列，受災戶不用再為重建資金與營建事務煩惱。

- 九二一震災社區重建更新基金個別住宅重建融資撥貸作業諮詢服務
- 受災戶簡易財務規劃興建計畫審查及諮詢
- 營建工程契約鑑證
- 土地價值、工程造價等不動產評估及徵信
- 工程進度查核及營建管理
- 續建與不動產清理處分



諮詢專線：02-23778862