

不動產證券化專題研討第三次上課記錄

時間：2008/3/14(五)09：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：邱信智

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、楊博翔、王姿尹、賴靖雯、邱信智、翁業軒、施甫學。

【課程主題】

「美國不動產證券化之實施經驗」施甫學報告與課堂討論，以及Real Estate Investment Trusts ch2翁業軒導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「美國不動產證券化之實施經驗」ppt檔案。

甫學：關於 downREIT 是什麼，我就不太瞭解了。

老師：up 就是上端，down 就是下端，下端就是經營管理的那端，像是物業管理公司就是下端的。那 up 不動產投資開發那端，很大的一個傘狀 (umbrella)，cover 的意思，相對於 upREIT 就是 downREIT。

甫學：直線折舊的課稅代替加速折舊，使得在會計上面剛開始就不會有太多折舊的列入。

老師：這句話是什麼意思？

甫學：博翔應該知道。

博翔：……（驚）。計算折舊方式有三種，利用分年攤提的比較屬於中庸之道，是屬於直線折舊。

業軒：加速折舊就是一開始折舊快，後面開始遞減；前面幾年提列的會比較多。

老師：有什麼好處？

業軒：可以抵扣得比較多，折舊可以抵扣，所以折舊比較多的話對於營利比較有利。

博翔：折舊是稅盾，造成 NOI 會比較少，所以稅額會比較少。

老師：折舊是一個支出的意思。在美國這也是重要的方式，到一個階段後面，折舊就少了，那美國為什麼折舊這麼重要？

佑儒：因為他們的房子價值比重較重。

老師：房子佔差不多九成，土地佔一成的房價；台灣的房子大概佔了三成房價。所以人家才會很在意折舊，才會得到更多的稅盾。這些東西其實應該想看的。

甫學：REIT 經營期限可以分為定期與不定期。

老師：定期不定期有什麼好處？

業軒：資本利得，處分不動產可以獲得資本利得，吸引投資人。

老師：哪個比較好？當然本來是不定期的，那現在有定期的。例如我告訴你我要經營七年，到期就賣掉，資本利得你就知道有多少。就是有些人會比較希望高報酬高風險的，所以要看個人偏好，其實也不一定。

甫學：合夥部分屬於 secondary 的方式，那他的中古交易的市場比較小。

老師：為什麼這樣你知道嗎？

老師：REIT 其實你知道是股票市場掛牌，所以大家大部分買沒問題，因為在上市的过程中都要證可會許可，所以他會公開上市，所以可以公開募集資金。那合夥方式是屬於少數不特定的人，那他相對來講比較不透明不公開，意思是說只有少數人可以交易。合夥的話，想要賣人是需要其他合夥人的同意。

甫學：權益於銀行質押，REIT 可以，而合夥不可以。

老師：為什麼你知道嗎？

靖雯：到時候如果它倒了，銀行要變賣也不好變賣。

老師：這個是原因之一但不是關鍵。

王旻：銀行當然要接受財務比較有保障的，那合夥的話財務是比較不透明的。

老師：這都是原因之一，但這都不是最關鍵的。

姿尹：上市公司。

老師：當然也是，但這些都一樣，還有什麼呢？

信智：是不是投資信託的話，所得分配會有較多分配給投資人，但是合夥方式是沒有的，那就借錢來講，銀行會需要比較有保障的業務。

老師：你們都想太多了。第一個，你跟銀行質押，那要多少錢給你？價格怎麼知道？今天上市知道價格，我就知道這個值多少錢，那合夥的方式沒有公開上市，我怎麼知道這是多少錢？在公開市場掛牌就很清楚牌價是多少，所以主要是價格知不知道。

老師：甫學，看完後有什麼心得？

甫學：在 REIT 和合夥的部分，那台灣沒有合夥這塊，台灣是屬於資產證券化，那當然這也沒有這麼盛行，那就 REIT 來說，當然可以學美國的部分。美國來講的話，他跟股價波動是比較連帶的，那台灣的關係波動比較沒那麼大。所以追求高報酬高風險的投資者就不比較不會想來投資。至於缺點的部分，美國有這些缺點，那台灣要如何改進？台灣的市場相對小，那市場的風險我覺得是比較小的。因為他的體質都有經過金管會審核，所以那些呆帳和例如說次級風暴，我覺得台灣發生的機率並不大。所以股價變動才

不大。

老師：當然美國當時他比較不需要金管會嚴格把關，但是有利有弊，它們上市比較容易，我們上市的成本比較高，但他們相對風險也較高。除此之外，還有什麼呢？

甫學：台灣來講，這是屬於比較新的投資工具，短期而言他的波動可能比較沒有循環的現象，所以我覺得是比較難去做比較。

老師：當然台灣還算是短期的，無法來做判斷，不過我是說從這種情況下，REIT 的表現跟通貨膨脹還有什麼關係呢？

甫學：最近股價是下跌，但是通貨膨脹是上漲，那台灣來講應該算是反向的。

老師：REIT 可不可以抗通膨？

甫學：長期來講是有的。

老師：為什麼？

甫學：因為 REIT 最主要的收益是權益，而市場利率越高，收益越低。

老師：應該有吧，圖上他起來就跟著起來，他的趨勢跟這個線是一樣的。原因是什麼，只是表象是這樣，過去的經驗看來是有，你有沒有想看看是為什麼？

甫學：他的投資標的是投資不動產，那不動產就是會抗通膨。

老師：我覺得你們都沒有反應出來。直接投資不動產和投資 REIT 有什麼差別？

甫學：REIT 是屬於收益的部分。

老師：對，它主要是租金收益。租金的訂約怎麼定？基本上要考慮通貨膨脹，租金會隨著調整，本質上是如此，任何的租約都會隨著通貨膨脹調整，而且主要收益是來是租金收益，所以基本上它會抗通膨。所以這不是看表象，而是租金會隨著通貨膨脹來調整，所以他會抗通膨。當然原來講的抗通膨，直接投資不動產跟經營投資不動產不太一樣。房地產抗通膨的意思，是在通貨膨脹的時候，因為要幣值保值的情況下購買不動產，通貨膨脹是在講物價波動，這兩個意思不太一樣。

王旻：請問一下，權益型 REIT 的股息殖利率，在房地產好的時候是比較偏低的嗎？

老師：因為它的股利是來自租金收益嘛，房地產好，租金要調很難不會馬上調，在台灣的租金是穩穩的，但是房價卻是快速高漲的。所以當景氣好的時候，是講房價的景氣好，而租金在不景氣的時候，還是穩穩的，還是漲，不會馬上跌下來，所以在房地產不景氣的時候，對 REIT 來講相對還是好一點。可是股價的波動和股息的發放是兩回事。現在富邦和國泰跌下來，但股息還是該發，因為租金不會減少啊，90% 租金收益還是該發。股息的話，基本上是沒有問題的，但是股價的話是有問題的。

老師：我剛剛講說，台灣沒有 Mortgage REIT，那通常這是二胎、三胎，這些都是風險，那二胎跟次貸又不太一樣，他是把二胎或三胎包起來叫做次貸，

那二胎就是高報酬相對高風險，而利率也不太一樣。相對來講，Mortgage REIT 的風險還是比 Equity REIT 低。我是覺得台灣很可惜沒有發行 Mortgage REIT，不過當然大部分的投資者還是比較希望除了股利股息之外還有其他股價的波動，對積極的投資者來說會比較有吸引力，這還是市場競爭的結果，所以 Mortgage REIT 就比較不流行了。

桂霖：REIT 在公開發行之前，他們這些經營的公司，不動產已經經營好幾年了，已經有很好的效益，那我在想這裡的不動產是指什麼不動產，就是已經經營很好的不動產，為什麼還要拿出來發行？

老師：這也是個爭議啦，就是說為什麼好的要和大家分享？這是好問題啊，為什麼他要拿出來？REIT 的發行是因為在美國是稅負的吸引力嘛，是因為稅的好處，所以他要發行。整個都在稅的問題，因為重複課稅，所以稅的問題是很嚴重的。

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts : ch2

◎簡報開始，詳見簡報內容。

老師：先問你，讀完後有沒有什麼心得？

業軒：Equity REIT 真的比較好，而且他是直接投資在不動產上，像我們之前有提過，REIT 到底比較像證券還是不動產，Equity REIT 相對於另外兩種來說會比較接近不動產，因為他是直接投資，而非投資在抵押貸款上。

老師：OK，就這樣子嗎？還有什麼其他心得？其他同學呢？

桂霖：想請教一下，在第 15 頁有提到封閉型共有基金，那種封閉型共有基金投資公司與我們傳統的不動產信託有什麼不同？我們不是有不動產信託可以做嗎？那為什麼他們會另外想出一套？

業軒：跟信託不一樣的是，他是像廣大投資人發行受益憑證，可以小額投資，大家都買的到。

老師：不是我信託給你，你東西就還給我，代我操盤而已。如果沒有錢，連不動產我都沒有，就沒辦法信託。那什麼叫 mutual fund 呢？共同基金嘛，那封閉型共有基金也一樣，就是他人幫你操盤買各種東西，大家把錢投資在共有基金上，大家都是小額投資，只是共同基金沒有限定只買不動產，而 REITs 限定要買不動產，90%要投資不動產，75%收益從這邊來，那才形成共同基金的類似意思。

桂霖：從「平均地權」的角度來想，發行 REIT 也算是個創見，將收益讓大家分享，也是一個好的投資工具。

老師：當初 REIT 有一個很大的爭議就是土地增值稅要怎麼辦？土地增值稅現在要不要課徵？回去想一想，之後我們會在稅的時候討論到，關鍵在會計上

說的，何謂 true sale，是不是真實交易，若是真實交易就要課徵，若不是則不要課徵。

老師：還有沒有什麼問題？我比較想問的是，大家看完這章應該要想一想，到底有什麼啟示，從美國的經驗中，台灣跟他們的軌跡有無不同？從這個經驗中我們得到了什麼？有什麼想法嗎？

博翔：我覺得重點是在於稅法，法令上面的幫助，看到美國的經驗，其實跟稅的波動也很大的關係，所以台灣現在為了要推行所以才會有租稅減免，像是分離課稅啊。

老師：所以呢？台灣現在是什麼狀態，還是未來會如何？你覺得我們會 booming up，還是上去之後會下來？可以看到課本 20 頁的圖，那你覺得台灣會怎麼樣？當然我們已經檢視了他們的經驗，可是我們還是相當得不成熟，因為社會制度不同，或者人民習慣不同，雖然制度有些類似，但這樣的情況下，人民的經驗如何？人家有這個經驗，那我們到底如何？如何的意思是說指我們會 up 還是 down 還是暫時不動？過去到現在，人家已經經過了這麼長的時間，有沒有什麼他山之石可以攻錯？

佳甫：我最近在網路上有查到，有關於受益憑證交易的情況，基本上他的週轉率很低，那他每個年度的收益很低，在這麼少收益的情況下，誘因不足再加上短期內價格波動很大，就會讓大家的投資欲望不高，週轉率相對就低。

老師：你這個回答好像沒什麼關係。

佳甫：就是青澀期的關係。

老師：你的講法是在說，因為不了解，所以誘因不足。誘因不足是制度的問題；假設不是，只是因為大家不了解，造成週轉率很低，還是因為其它的原因，而我們在美國的經驗中有得到什麼樣的啟示，因為人家有這樣的經驗過。

桂霖：我對這個圖不是這麼的樂觀，因為它突然這麼高，有點感覺像是泡沫，應該要平穩的高。那台灣目前因為緩緩的，看起來不會走這樣的路。

王旻：我這點和你的看法較不同，因為 90 年代後柯林頓主政，其實美國的經濟是有史來最強盛的，那產生在房地產上是 OK 的。那給台灣的啟示，我認為台灣的市場是非常小的，這是不可否認的。另外，現在雖然分離課稅是 6%，這應該是吸引有錢人吧，他們才會去避稅。那在這部分，我們小額投資者是不是用避稅的方式去投資，我覺得這跟台灣整體投資者的特性是有關係的，因為本身台灣的股市大多是散戶，那散戶的投資人較多，也比較喜歡股市的進進出出，對於不動產這塊，又不像是基金有這麼多人去推動，對小額投資者的吸引力是不夠的，而稅的吸引力對小額投資者來說是不是夠大，對他們來說好像用不到，所以未來在稅制上的立法，不曉得可以有什麼誘因上的改變。

老師：第一個可以瞭解到，美國的 REIT 在早期產生稅制上的改革，1980 也是稅制上的改革。從中可以看到，一開始是青澀期，大家不熟悉，所以一窩蜂得炒作起來，但是到 70 年代下來，炒作過高了，以及 70 年代房地產景氣

整個下來，到了低點的時候，政府想要讓他 booming 起來，整個稅制再改革一次，讓他放寬，不論是什麼方式想辦法讓他提起來；當然台灣一開始也是一窩蜂，那現在好像沒有這麼好的情況下，其實大家對這個產品也不認識，而剛剛王旻講得很有道理，台灣其實規模很小，而美國的規模很大，在大的規模下才有競爭，那我們在小的規模下當然軌跡會有所不同。當然關鍵是整個稅制改革，台灣的投資者是小額投資，大家比較熟悉股市的操作，在意的是股價的波動，其實不在意鼓勵的分配，稅負的誘因其實對高收入者或法人機構是比較有幫助的。過去台灣這幾檔裡面，法人機構買的比例較高，後來是因為限制法人機構不能買這麼多，要讓個人去買，但個人其實也搞不太清楚，當然這是從需求的架構來看，稅制改革也是很重要的。

老師：對台灣到底有怎麼樣的啟示，你覺得如何，當然我不敢講美國不是問題在台灣就不是問題，當然要進入一段時間的成熟大家才瞭解。當然美國在 70 年代下去的很大原因，就是利率的上升。利率的上升是什麼意思？意思是說存錢在定存裡面，與買 REITs 哪個划算？前兩年為什麼 REITs 非常好，就是因為利率很低，相對的就是股利收穫比放定存還好。那現在利率上升會不會對 REITs 有什麼影響。也可以想一想現在台灣的 REITs 是在低點還高點。

王旻：如果說台灣的 REIT 要能蓬勃發展，我覺得這跟我們台灣未來的情形有相當大的關係，因為我們的市場規模太小了。

老師：當然市場規模是很重要的，而市場開放也是世界的潮流，但在開放的過程中也要小心可能造成的一些情形，「水能載舟亦能覆舟」，過程中的機制配套也是必然的。