

不動產證券化專題研討第四次上課記錄

時間：2008/3/21(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：翁業軒

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、張耀文、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】

「亞洲不動產證券化之實施經驗」陳妍如、賴靖雯報告與課堂討論，以及Real Estate Investment Trusts Ch3陳佳甫導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「亞洲不動產證券化之實施經驗」ppt檔案。

靖雯：新加坡第一檔 REIT(capitamall)的股價表現比大盤好

老師：日本也是，這可以討論

老師：先釐清一下，台灣的分配規則已經有規範，原則上 90%以上要分配

老師：同學有什麼問題？有什麼要釐清？什麼要討論？到底對台灣有什麼樣的啟示？這幾個國家發展時間都差不多，那表現如何？

靖雯：日本、新加坡表現比較好

老師：有些 REITs 表現比大盤好，台灣初期表現不算太壞。台灣怎樣才可能表現更好？剛剛報告中亞洲的比較很有意思，資本額、發行量的表現，背後要了解為什麼？日本的發展比較特別，發展很快，各檔股票之間表現不具一致性，有好的也有不好的，我們應該可以進一步分析日本 41 檔上市的 REIT 的變動與表現。新加坡是華人國家、城市國家，新加坡、香港金融自由化程度比較高。韓國則比較特別，CR-REITs 是不良資產組成的，屬於高風險高報酬的產品，K-REITs 反而沒有出來。這些對台灣都有啟示的。亞洲各國 REIT 的發展都是比較新興的，也因為有地緣關係，更可能有交互影響，所以對台灣而言特別值得討論。在美國、歐洲 REITs 表現不佳之下，未來亞洲的 REIT 是否有可能整合成一個 pool，台灣 REITs 市場如果持續不夠活絡，就可能面臨被邊緣化的危機。亞洲各國受利率的影響不太一樣、不動產景氣波動也不太一樣，發展與表現當然有很多可以討論。另外，REITs 在台灣沒有 REITs 受重視，其實日本也是，J-REITs 才是主力。

老師：心得的部份，去管制化(deregulation)大概是一個趨勢，台灣是去管制化

還是加強管制？台灣 8 檔之後就停止上市，此與管制更嚴格、門檻更高也有關係。亞洲其他國家相對的沒有管那麼多，讓市場自行選擇。

桂霖：考慮所得的分配情形，所得課稅級距高的人不會偏好股利高的，因為會被課稅，股利高的對市井小民較有吸引力，台灣 REIT 的股利不是很高，投資的人也多半是高所得的人。是不是香港的所得提高之後，資金對 REITs 沒興趣而去買股票，我想 REITs 是不是只吸引需要避稅的族群。

老師：所得分配是個很好的切入點，有能力進場的人為什麼要投資股票、REITs 或其他工具？比較亞洲各國可分幾個面向來看。市場面來說，REITs 的表現是關鍵，制度的差異可能沒那麼大(免稅規定、上市限制)；還有投資者特質的差異，法人跟個人的特性不一樣；此外還有產品面(管理)的差異。市場面要好，讓規模大是一個關鍵，台灣檔次不夠多就很難活絡。之前討論的都偏向制度面的比較，其他面向應可以加強討論。

老師：SPT 跟 SPC 有什麼不一樣，SPT，信託主要主體是銀行，銀行卻不是很積極，SPC 主體是公司比較靈活一點，如美國 SPC 就很容易上市。台灣的股民習慣上還是比較偏好高風險高報酬的操作，風險致富的觀念下，對平穩的投資工具興趣就比較低一些。資訊的揭露通常從建立指數著手，日本、美國都有指數，台灣學界去年也開始建立。

佳甫：日本有一檔 New city 主要投資標的是投資住宅，與過去認知不太一樣，住宅的收益理論上沒有其他類型高，為什麼住宅 REITs 的漲幅、表現會有那麼大變化？第二，為什麼國內無法接受跨國或不同類型的投資標的？

妍如：New City 那一檔投資的標的地區比較分散，另一檔 CRESCENDO 70%標的集中在東京地區。前者法人投資者多，後者一般散戶多。我認為前者因為投資標的具分散風險，股利才會在短期內攀升。

老師：我想主要是看投資者願不願意買這樣的產品，並不是非要商用才可以包承 REITs。投資者要的其實是股價波動，CRESCENDO 的股價報酬 35%，New City 只有 6%。

王旻：制度性看來差異不大，投資者大多希望有股價報酬，J-REITs 的股價變動比較高，股利相對於銀行利息來說比較高。台灣就沒有，香港股市很活絡，現在他們開放可以到海外投資，與新加坡等競爭，相對的台灣的 pool 真規模太小了，我們應該思考要怎麼把它做大，我覺得像台北市的租金這幾年是比較停滯的。為了誘使廣大投資者投資 REITs，我們可以適當宣導 REITs 的股利比銀行利息高，讓大家瞭解這個投資管道。

老師：所以我們在看股利率時，應該扣要銀行利率來看實質上股利報酬對投資者的吸引力。且必須再同一時間(亞洲大環境背景相同)比較，我們可以切成

不同時點來比較這些 performance。

卡特：有無雙重課稅對投資者誘因的影響真的很大。而對於國內爭議很多的開發型 REITs，各國都走向開發的趨勢，我想如同老師所說，可以少管一些，讓市場自己去選擇，發行 REITs 初始的供給面原因在資金需求，開發型不動產對資金需求殷切，所以我覺得可以開放，至於體質不佳的開發型 REITs 自然會被市場淘汰。

老師：要注意的是開發型 REITs 在前三~五年左右是沒有股利的，

耀文：台灣散戶對於固定收益這種東西興趣不高，像報紙討論股比討論債來的多，如果 REIT 的資本利得真的不高，投資者興趣還是很低。

老師：我擔心利率往上走的時候，股利表現顯得更不具吸引力。股價方面，如果一攤死水大概就很難蓬勃，台灣的問題是主力由法人持有，他們是為了分散風險，買了就不動。

王旻：台灣的 REITs 在股市缺乏想像空間，相對的資產股有想像空間所以漲很多。

老師：不動產證券化是比較長期的投資，重視經營管理面，不過股價要活絡是有其重要性。

王旻：是不是租約綁的期間長，所以收益率不太動。

老師：其實還好，大約一兩年，所以股利是會變動的。

甫學：從產業經濟來切入，REIT 投資標的是收益型的，是不是因為外資投資台灣不動產的欲望比較低。

老師：外資問題在於台灣經濟的地位有沒有辦法跟人家競爭。管制太多是一個原因。

【導讀討論】

老師：第三章的副標題是天下沒有白吃的午餐，這是什麼意思？

佳甫：就是 REIT 對於某些公司來說有很多的優惠，就跟免費的午餐一樣。但文章中指出了很多例子，說明這些規定事實上似乎沒有那麼有利。

老師：大家想看看所謂沒有白吃的午餐是什麼意思？第一個是稅賦優惠，可是，稅賦優惠背後所隱含的是什麼？成立一個 REIT 公司要包裝要代理成本，那這些成本跟稅賦優惠間，可以看出這午餐是真的免費嗎？成立一個 REIT 公司結構，看起來 REIT 很好可以免稅，而這免稅的措施是要給 REIT 公司的優惠，因為它們受到一定比例收入要分配給投資人和只能限制不動產投資標的限制，但這組織有什麼好處？你看這組織一直在改，從 UPREITs 到 DOWNREITs，當然，UPREITs 相對比較多，大家可以從表中得知。那在這些組織中很流行的就是討論到代理成本的問題，也會談到公司治理，那大家

覺得呢?我們可以從中學到什麼?如果 REIT 這麼好,那大家都成立 REIT 了,但事實上不是如此,大家有什麼意見嗎?

信智:美國現在有許多 REIT 是以公司型態生存,但看台灣的市場,公司型態的 REIT 是否會生存下來是個問題。

老師:大家可以從成立 REIT 的好處和代理成本問題進行思考與討論。

博翔:不用支付複合稅,複合稅是代表公司稅嗎?

佳甫:只公司營運上所必須負擔的一些稅負,所以我翻成複合稅比較簡單易懂。

老師:這邊應該是講沒有雙重課稅的問題。

博翔:我想知道 UPREIT 真正的精神,是指投資者可以獲得最大收益?還是公司可以最小成本支出?

老師:從發行量來看,UPREIT 比 DOWNREIT 多很多,遞延課稅是蠻關鍵的原因,稅可以慢慢交,從中獲得一些好處,比較有誘因。

老師:大家要多想想,美國的組織發展背後有什麼經濟意涵,對未來、對台灣有什麼意義。