

不動產證券化專題研討第七次上課記錄

時間：2008/04/18(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：陳妍如

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】

1. 「台灣不動產證券化實施案例與表現」，由王姿尹、許淑媛報告。
2. 「Real Estate Investment Trusts—法人機構投資者的影響—誰持有股票重要嗎」，由林佑儒導讀第6章。

【報告與討論】

◎關於本次上課請詳見「台灣不動產證券化實施案例與表現」簡報檔。

■參閱 PP—上市與上櫃

老師：基泰之星是上櫃，資本額為什麼是較小 24.45？但是駿馬更小 12.8？他不是最小的基本額，但為什麼基泰是上櫃其他是上市？我猜是 REIT 本身的規定，大家可以找法條規定

靖雯：駿馬應該是 42.8 億。

老師：所以基泰才是最小的資本額，可能是因為基泰資本額最小，沒有達到規模，所以它是上櫃。

靖雯：課本 P242 頁，上市要發行總額要 30 億以上；上櫃發行總額是要 20 億以上。

老師：所以上市上櫃基本上還是資本額的規定，規定在在審查準則在 23 條之第二項。

■參閱 PP—投資標的

老師：我補充一下世紀羅福大樓，這棟基泰建設成立基泰建設管理公司，其實開始租戶結構不好空置很多，後來用成立基泰管理公司全部租下來，從合約上轉到基泰管理公司它裡面其實蠻混雜的，剛說怎麼投資標的物，除了從一、產品好不好，例如增值、租金；其二、租的人好不好，租戶結構(空置率)也是問題，外商多好還是本地商好？租戶太分散好嗎？看 REIT 外行人看法跟我們內行人看法不同，我們應該看租戶好不好、未來增值、租金收入，意思是說，還要看在那個地方的穩定度好不好、標的物適不適合那個地方，不過內湖未來增值方面，應該是不錯的。要介紹 REIT 標的物，

要對標的物本身要有更深入的了解才好。

■ 參閱 PP—股價與成交量

姿尹：我們發行是成交量

老師：量的部份，富邦一號量的部份相較於國泰一號少很多。

姿尹：後面四家的成交量波動更少，但是因為時間比較短，我們還是可以期望它未來的發展。

老師：後面四家時間比較短，還是可以看價量關係如何，用天的資料 DAY 的資料去看價量誰先動，每一檔的關係如何，看起來駿馬都沒動，換句話說，不是很反應市場，什麼會影響價量波動還看不太出來。

■ 參閱 PP—REIT 表現-溢折價率比較

姿尹：溢價是股價高於淨值，看圖可以看出次級房貸之前都是溢價發行，次級房貸 96 年 7、8 月之後，都是折價發行。

老師：所以是次級房貸的因素？但是現在溢價這麼少家嗎？

姿尹：我們是用淨值來看，不是用票面來看。

老師：理論上淨值三個月會調整一次，如果用淨值來看，看圖大概只有富邦一號、富邦二號目前溢價發行。

姿尹：從圖可看出，三鼎、駿馬、基泰三個一開始都是折價發行。

淑媛：駿馬一開始可能是平價發行，後來是折價發行。

■ 參閱 PP—新上市 REIT 加入

姿尹：TOTAL 上來講，它是用異動後兩檔相加的收盤價/富邦當日的收盤價*當日的基值。

老師：大家看懂這個公式嗎？主要是講現在有新的一檔，怎麼把它加權進來，要看他權重規模、比例、發行檔數的關係，因為是 4+1 怎麼 merge 是個問題，基本上模型上是沒有問題，主要是加進來的權重規模隨著舊的權重規模的變動比例多少，但是也不能斷頭。

姿尹：其實這個公式跟台證發行的加權股價指數是一樣的。

老師：基本上我們建立指數目的為了看有沒有比大盤、比平均好，是講相對於平均好還是不好，衡量 performance。

■ 參閱 PP—T-REIT 指數

姿尹：從圖可以看出小結論，我們台灣 REIT 常受到媒體的影響，媒體說什麼隔天就反映出來。

老師：從圖可看出谷底是 96/12 月底國內事件比較重要，另外美國 REIT 其實那時候 REIT 市場也不好。

■ 參閱 PP—各類指數關係

老師：景氣指標是怎麼看？右邊軸的尺度間隔只有 1 分；REIT 則是看左邊軸五分位的間隔，看圖感覺 REIT 波動很多，感覺景氣波動只有一點而已，兩邊的衡量尺度不一樣會有這樣感覺。

■ 參閱 PP—相關係數

老師：相關係數表什麼意思？

淑媛：如果要達到分散風險的目的，REIT 跟其他股票的相關係數是越低越好。

姿尹：因為它可以成為一個很好的分散風險的投資工具，相較於其他股票市場。

老師：就是算出投資組合的報酬，基本上相關係數很高，一個漲另一個漲、一個跌另一個跌，那不能分散風險；相關係數低，一個漲一個跌才能分散風險，因此相關係數低才是比較好的投資組合工具。有跟去年上課報告相比較嗎？

淑媛：去年大概關係一樣，但是大盤跟營建股相關性更小。

老師：那差很多，很多美國研究結論不太一樣因為時間點不一樣，去年我們研究時上波短，現在是下坡又上坡時間比較完整，所以結果可能不一樣，因為背景不一樣，應該要多 UPDATE 跟去年比較的想法。

■ 參閱 PP—Engle-Granger 共整合檢定

老師：有跟去年的比較嗎？差異多少？程度上是越來越不相關？還是越來越相關？

淑媛：我只有比較結果，結果是一樣都是沒有共整合關係，學姐用另外一種方法我不會用。

老師：某個說法是說不定相關性更高，如果次級房貸有轉折的趨勢是一致的，所以程度上可能是有相關比較高的，如果沒有轉折下來，只是平穩的變動，可能相關性較低。

■ 參閱 PP—結論-各檔表現

老師：我很好奇駿馬，是台灣工銀的，它的標的物是什麼？

姿尹：國產實業大樓，中鼎。

老師：現在看起來是品牌效應，但是規模也解釋了一些(各檔表現差異)，規模跟品牌會產生差異之外，台灣人的消費投資行為可能也是差異因素。

■ 參閱 PP—結論-整體表現

老師：營建股波動較大、大盤波動較小，怎麼看的？

姿尹：看各類指數關係的圖的波動。

淑媛：可是指數我有調過，我把三檔三個指數把 94 年 3 月 10 日的指數調整一檔。

老師：但有沒有什麼數據可以強調波動？統計上怎麼衡量波動？

淑媛：變異數。

老師：要算變異數誰比較大、大多少，變異數大才能講波動大，變異數大表示風險大，另外平均數也是投資上常講的衡量角度，因為用看的不太有信心。

【報告完畢—課堂討論】

老師：大家有什麼 common？

甫學：老師我前幾月有報紙看到國泰集團的土地重估，國壽跟新光資產重估，股價表現會比較好，EPS 會增加很多，我們討論下跌因素都只講次級房貸的因素，應該還是有其他因素，包括經濟成長率的下跌。另外第三點，馬準總統說當選後會調降營利事業所得稅，會不會造成法人的投資誘因減少？稅已經減少還會不會再去買 REIT 作避稅的動作？買 REIT 的誘因會不會減少？

老師：馬總統還沒實現所以還不知道。影響 REIT 的關鍵因素是什麼，過去做的研究時間點的不同，所以影響因素不同。影響 REIT 的關鍵因素是什麼？或者影響投資的背後因素是報酬，但是 REIT 的報酬不好，剛甫學說是稅、經濟成長，當然不能說只有一個因素，那大家覺得什麼是影響的因素？當然法人跟個人是不同角度，你較重視風險還是報酬？REIT 強調低風險不強調報酬，當然稅也是誘因，但是相對法人的 6% 分離課稅的差異多大？但稅是不是最主要的，分散風險是最主要的，portfolio 過去法人買基金、股票相對高風險工具，另外就是買定存相對低風險，今天有相對風險低的 REIT 出來，過去沒有現在有法人應該可以買一些來避險。後來，我聽到法人另外的說法是，有些時候要確保它的資產價值，所以它的股價波動要穩定，但這部份還可以求證。

王旻：這點很重要，國泰一開始法人買很多，特別是外資控股上比較有利，確保不會受到大盤的波動，可以當成是銀行的存款機，尤其外資法人受限規定不可以存銀行，放在 REIT 可以確保價值穩定。

靖雯：結論的表，報酬率的資料是怎麼算的？剛看是平均報酬相加配息率會的得到總報酬，為什麼？

淑媛：平均的概念。

老師：影響報酬什麼因素？到底是怎麼算的，除了配息還有賣掉有資本利得的實現，要看你怎麼計算的，不賣的狀況下只算配息當然沒錯，很多股票市場不在意配息，他在意股價表現但它只看假的沒有實現高興什麼，要真的實現落袋為安才是真的報酬，然而 REIT 有 90% 公告配息所以大家會在意，可是又不能只看股息不看股價表現，當然股價表現相對比較小沒錯，但跟定存只有利息沒有漲跌差別在哪？但是 REIT 有股價波動賣掉有可能有漲跌，這裡平均報酬相加配息率是傳統講法，但很難講它預期報酬所指為何？

王旻：這個表預期報酬率富邦 R1，它的預期報酬率高三倍很高耶。

老師：因為是加股價的波動，如果是配息的話差不多，其實它主要講的是配息，因為股價要實現才算，當然 AVERAGE 每個人不同，另外，這裡面沒有清算的是資產增值不在這塊裡面，但一樣也是沒有實現的部份，資產增值除非它賣掉就會配息增值就會實現，在沒有放進口袋你絕得要不要算？怎麼看待它？沒有實現是沒有期待。

業軒：共整合的經濟意涵，可能是資金流動或是選擇的關係讓這兩個市場發生長期均衡的關係，比如林秋瑾老師 1992 年住宅市場跟股市的價格有共整合關係，因為資金會互相流動，這兩個是國人主要投資的工具，可能股市好錢流向股市，房市好股市不好就錢流向房市，又如租金跟房價沒有共整合關係因為租買選擇不是同時選擇，會有這樣的理論在，這樣檢定 T-REIT、營建股沒有明顯的共整合關係合理，但我不知道怎麼解釋它關係的不明顯。

老師：你剛的邏輯解釋成可能買 REIT 就不會去買營建股之類的關係。

業軒：比如買 REIT 跟買營建股是兩批人，可能就沒有關係。

淑媛：投資經驗越長，越不會買 REIT，

老師：可能投資經驗長的人，去股市的人比較能承受風險，去 REIT 波動太小沒有興趣。可是我們對於投資人的行為沒有什麼證據。

王旻：我有心得分享，我投資股市 20 年了，當初設計 REIT 是設計給小額投資者，我們股市 90% 多為散戶，看 REIT 這部份真的要財產金額非常大才會分配設定，把錢穩定的分配在 REIT，他們不是看 REIT 在股價市場上的表現，而是看到地點(土地)的價值將來越來越貴，未來的清算他們可以看到他的增值，但那是非常富有的人；但絕大多數小額的甚至一兩億的，要投資 REIT 蠻小的，或者把錢放台積電、聯電都有非常穩定的每年配股配息，這是投資人的心聲。

老師：結論是說，大家買不買？第一、T-REIT 本身八檔的變異很大，變異多大可以算一算。哪幾檔為什麼比較好？二、往下走，就算投資 REIT 要買哪一個？哪個為什麼好？只解釋品牌效應有點簡化，標的物如何也要討論，前面五檔(不看後三檔)裡面規模、管理機構到底重不重要？其實八檔的標的物應該更仔細看一看，不同時期的階段結論應該不一樣，比較的部分應該可以再多點討論。最後，剛淑媛說的證券化的目的到底在哪？經過三年後，到底有沒有達到目的，有沒有檢討的地方？我們說目的的小額投資是一種，但結果是法人投資佔很多，但是法人多也不壞，有穩定市場的力量，不容易被波動炒作，但個人也很重要，可是資訊不透明也是原因。要看 REIT 有沒有比較好的方式，現在是不動產財團法人中心已經很久沒有 UPDATE。今天 REIT 顯然八檔是不夠的，多了才有競爭，週轉率這麼低也是致命傷，可能前途堪慮，台灣的個案我們大家都可以再補充差異度大的問題，或是影響風險、報酬的因素是什麼。

王旻：有些企業還是關係企業承租，有時後承租十年，表示租金是定在那邊，對

投資人來看，十年感覺不太可能漲，像現在商辦漲了 2 成，大家才有期待。現在如果長期租約投資人可能也會退縮。

老師：你的說法是長期租約可能會導致漲跌不大，投資人失去期待，當然也是可能的。

第二部份 課程主題—第六章 法人機構投資者的影響

第六章：法人機構投資者的影響—誰持有股票重要嗎？

報告人：林佑儒

【報告完畢—課堂討論】

老師：大家覺得如何？假設投資策略跟著法人走，特別 REITs 是如此，美國 DOWNREITs 短小精幹，美國結論是跟著法人走是沒錯的，但是美國的經驗可否用在台灣？他山之石可否攻錯？法人的資訊應該要公開，資訊找不到該問問看，誰是負責法人的資訊，如果股票資訊有 REITs 應該也有。雖然要跟著法人走，但是沒有資訊不知道要該著大法人還是小法人(規模)走呢？或是法人的個數會怎麼影響。佑儒剛講說台灣法人沒有影響，大家覺得呢？

業軒：如果設一個上限在那邊，訊息就沒辦法用，如果知道法人的資訊也是會影響，但是台灣很有趣投資者除了跟法人之外，不是法人像是總統夫人吳淑珍就不是法人，但是大家也會跟著她走。

老師：大家還得到什麼訊息？

王旻：台灣的法人好像跟外國的法人不太一樣。

老師：好問題，你覺得國外法人跟國內法人你會相信誰？或許國外法人比較嚴謹你會相信誰？我猜在這方面 local market 所以本國法人應該比較準。

王旻：外資認為營建股的財報根本不透明，他們大部分投資電子股但還是會受傷的，本國法人當報告財報表現績效的時候，有些法人會聯合起來炒作，他們甚至有個聯盟背面很黑，這部份可以把股價炒起來可是有時候是真的，像我經驗老人就會持懷疑的態度。

老師：沒錯，國內法人有職業道德問題，但理論上法人對於大眾的錢應該比較穩健，或保守因為有分析師在背後，但是台灣的分析師也沒有太多的專業造成困擾。

王旻：我後來會看分析師是誰，因為台灣很多信譽卓著的分析師後面也有財團在 support，拿了錢就不見了，台灣買股票方面要更小心。但是買 REITs 方面台灣可能比較保守。

佳甫：因為我們本身沒有實際去操作，那我們只能從法人對股市影響來看。但國內三大法人中剛討論過外資跟國內自營商之間影響程度，可以發現外資的影響程度沒有這麼大，但是一旦有什麼事情大家都會罵外資，我之前看到財務心理學的文獻，發現外資對於股票損失程度很低，也就是股價上一有

下跌就會馬上撤出，那自營商可能比較能夠忍受損失，那我不知道 REIT 的結果會怎樣，但是 REIT 跟一般股市、債券不太一樣，債券有可能變成垃圾債券，但 REIT 有不動產在所以不會變成垃圾，有價值存在也能賣掉，若是公司可能就是斷頭，且 REIT 有受託機構在，像三鼎有蠻大的受託機構，所以可能特色跟股市還是有很大的不同。

老師：台灣規模小也是要被考慮的，信心市場是一個，但是股票市場能不能夠套用在 REIT 市場，為什麼能、為什麼不能？不過美國時間長規模大，法人這塊至少蠻多實証，台灣因為剛開始所以不是很清楚，我相信股票市場經驗用到法人機構來講很難說，但 REIT 基本上法人機構還是會認定，基本上還是相對穩定的力量，但個人跟著走好嗎？

佳甫：最近熱錢彭淮南說最多投資債券，完全沒有提到投資 REIT。

老師：REIT 根本不成為一個市場，這是最大的困境，當然大家都覺得很不成熟或太小，從這裡面也可討論有沒有潛力？本來以為有潛力，但如果變化不大往下沒有期待的話，市場不好那兩年開課一次就夠了，不過從知識角度來看，REIT 是介於雙軌知識，可藉機會了解不動產了解財務，了解不動產跟財務相互的關係。但從投資角度來看，八檔不太動，本來有趣現在變成不有趣了，要做研究也很難，資訊又不透明，如果有趣那分析師就會一直講，現在報紙消息面也吵不動。若從市場角度來看，法人到底重不重要，從這個結論股票市場是很重要，三大法人要跟哪個法人走，但是股票市場跟 REIT 市場的差別，否則這樣套用要非常的小心，背景的釐清很重要，否則就套用錯了。

淑媛：跟著別人腳步走，一定輸。

老師：理論上講要先知先覺要有先見之明，但除非要做很多功課，要很大的承受力，一般而言人都是相對的保守風險趨避者，也非專業知識也不夠多，我們要了解一般人的行為，我們要不要當最後一隻老鼠，但是我們要比一般人更 advance 一點，但是要最 advance 又很難。跟著走就是說大家都不可能買到最低點，因為千金難買早知道，但至少開學時後有講 REIT 是低點，漲不了多高沒什麼搞頭，不如買營建股，不過討論台灣 REIT 有時候會比較營建股，不過這兩個差異太大比起來很麻煩。

業軒：我看報紙第一季寫很奇怪，營建股總是強勁帶動 REIT 影響成交，可是他明明一個主要是住宅、一個主要是商用不動產，我是覺得很怪應該不會是營建改帶動它，應該是其他因素。

老師：不要相信報紙太多，我強調過報紙記者要考證照可是引起部份反彈，我最近也在跟媒體在打筆戰，開始要正本清源，當然媒體也感受到壓力，媒體寫這句話媒體有沒有負責任或者影響其他投資人，如果是真的我就沒意見，如果是假的我就很擔心。我們最近國泰第一季推案量大家覺得好不好？報紙上寫 329 檔期推案量北部爆五年新高，可是後來去查報紙上灌了四千億的水，有些是過去的舊案重推，有些是未來要推還沒推案的，加加

減減灌水四千億，這種亂象到最後由假變真，剛業軒說股市強勁帶動 REIT，因果關係顯然沒有的話，我們建議財經記者考證照，我們也許可以在政大開個不動產財經記者專業班，至少要有專業的分析知識。