

## 不動產證券化專題研討第八次上課記錄

時間：2008/04/25(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：張桂霖

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】

第一部分：「國外不動產證券化文獻回顧」，由邱信智、翁業軒報告。

第二部分：「Real Estate Investment Trusts 第七章—分散或集中的投資策略 (Diversification versus Focus) —你會真的想要把你全部的雞蛋放在同一個籃子裡嗎？*Do You Really Want All Your Eggs in One Basket?*」，由陳佳甫導讀。

### 第一部分【報告與討論】

◎主題—國外不動產證券化文獻回顧 (報告人：邱信智、翁業軒，報告內容詳見PP檔)

老師：國外理論到底適不適合國內？或者制度面不同，或者時間點不同，到底能不能成立？裡面有的是 yes，有的是 no，什麼原因造成這個現象？那台灣又是如何？背後原因是什麼？從中又能得到什麼？。國外理論大部分都在做實證，實證背後隱含著 data 就是關鍵。台灣 data 到什麼程度？REITs 跟股票一樣，每天公開訊息很多，交易紀錄都可以知道，所以 data 是個關鍵。我們現在很快地先來回顧一下，最後再來討論結論。

老師：首先從「投資決策議題」開始。投資議題現在談得比較少，但相對而言，在台灣反而比較重要，她(他)山之石可以攻錯，要往以前看，人家是過了，已不重要，我們反而重要。第一個是投資對股票還是不動產，已有一些討論，規模太小、資訊太少、不透明、管理機構如何，投資者並不了解，看看大家到底有什麼想法。從這裡面討論 REITs 的報酬和幾個投資工具的比較，這是大家比較關心的。第四頁講到「REITs 的報酬落後於不動產資本化率的變動、領先於不動產的評價與交易價格」，這是什麼意思？想想看台灣到底是領先還是落後？背後有何經濟意涵？為何是這樣子？又講到「REITs 的實質報酬來自不動產本身，但名目報酬則否」，意思是說實質報酬是意指租金是不動產的還原，而名目報酬是股價變動而來，這些是真的。有些在台灣是不是真的？不動產租金大概是重要。從這裡面得到到底哪些是重要的講法。到底是不動產的波動大，還是 REITs 股價的波動大？理論上應該是不動產波動小，可是最近是不動產波動大。這裡面很多有趣

的，至少跟美國比起來，它是大經濟體，台灣是小經濟體，有些東西是想當然爾，但是台灣為何是這樣。有趣的是你要看到一些不一樣的東西，再做進一步的討論，那才有新的發現。

**王旻：**像這樣，跟香港比較，會不會比較好？

**老師：**當然。從經濟體來看是一樣，但香港 REITs 一樣是新興市場。我們之所以看美國，是它時間長，而且它有比較嚴謹的研究，可以得到一些結果，結論比較可以信賴，但美國的結論，台灣不一定要買單，大家也可以有不同的想法。

**老師：**第二個是在講「資產的取得與處分」，看起來蠻重要的，在台灣並不 popular，只有富邦一號曾舉債過一次，而且是唯一的 true sale，如何增加活力，看起來都有顯著的影響，對股東有期待。我們現在是不賣而且是沒有期限的。制度上要如何設計？目的是希望台灣 REITs 比較活絡一點，有生氣、規模大。大家可以 comment 一下。

**業軒：**有期限的 REITs (FREIT) 是否較好？可是也要財團、發行人有興趣才行。

**老師：**現在是它們在提 proposal 時沒有要做這個動作，因為基本上是賣掉可是仍然還在經營，一切還在掌控中。台灣在轉型，這些可被討論。如果國外理論有 evidence，假設要修改條例時，容不容許？或應該如何？當然在討論時，要把它對應到國內的情境，有點反省、有點想法。所以資產取得與處分我覺得好像應該要。

**老師：**再往下走，「公司再造」，這是當前我覺得最有趣的課題，我一直建議國泰一號、二號合併，說現在不行。合併當然有正面有負面，paper 發現公司合併對 REITs 股東有顯著影響，非 REITs 公司合併卻對股東有負面的影響，但在台灣到底好不好？。看 paper，2/3 是人家的說法，1/3 是要有自己的 opinion，每一個應該有對應。另外股東、組織、CEO 等都是屬於公司再造。現在經營管理機構、信託業者到底怎麼回事？如何把國內有點怪異的現象變成可被分析的、了解的軌跡，等於有預測能力。REITs 公司組織內部，對經營層面這個東西，我覺得我沒有太大的掌握了解，如果有興趣可當做研究對象。有問題就提出來。

**老師：**第四個很重要，講「訊息」，講消息面。想 REITs，同時想房市、股市，彼此學習呼應。Paper 發現訊息有的有影響，有的沒影響，怎麼回事？

**業軒：**台灣只是就單一事件來看，歷史很短。

**老師：**那房市呢？的確 REITs data 少，只有一個事件，跑 model 絕對不會顯著。但到底多少事件的訊息會影響？

**業軒：**不管好消息或壞消息，都會影響，但比股市來得慢。

**老師：**大家要有些觀察，然後找證據。消息面影響是哪個大，REITs 如果偏向股市，它影響也會很大。台灣 REITs 影響很大嗎？喜來登火燒，卻一點都不動，如何分析此事？股市消息很敏感，也有作手炒作，消息面影響股市多少？有無分析？如無分析，那有影響嗎？看看怎麼來分析這個事情。

業軒：包括次級房貸影響也算嗎？

老師：次級房貸影響當然也可以算。理論上房市好像是看基本面，但最近房市好像是消息面影響大，假如基本面脫鉤的話，表示消息面的影響很大。

妍如：好、壞消息，何者影響較大？或一樣？

老師：好問題。好消息是正面影響，壞消息是負面影響，兩個影響是不是都一樣？或哪個影響大？你覺得呢？我們有時沒有證據，先要給自己一些假說，覺得好消息影響比較大，或壞消息影響比較大？

佳甫：從財務心理學來看，好消息的時候，大家會有追漲的心理，因大家會喜歡有資本利得，一有動靜大家會去追。壞消息確實可能會造成下降波動，壞的部分會保守，希望有一天東山再起。

老師：完全掌握財務心理學，對不對？所以結論為何？

妍如：好消息影響比較大。

老師：所以你看，大家給你答案了。實證結果卻不是。(哄堂大笑)。因為誰也不知道啊，訊息有沒有被擴大渲染？剛剛他講的是基本上的，因為大家認為壞的時候再撐一下，好的時候獲利了結。

王旻：他的前提應該是配合大環境，假如大環境很壞的話，即使好消息出現，大家也會質疑是真的嗎？所以背後會有大環境的問題，要看那時候大環境的氛圍是比較好或比較壞。

老師：有關消息面的分析很重要，在台灣因制度尚未建立，所以消息面相對更重要。影響因素可以列很多，哪些是比較有趣的？大家可以再想想看。

老師：再往下走，「財務融資」很重要，這是屬於公司治理。到底股利要怎麼放？目前法令雖是規定 90%，看怎麼操作，何時當作所得收入？哪些繼續投資？有一套規則，但如果規定太嚴格，就沒有操作空間。當然制度容不容許？國外是比較有彈性，國內到底如何？這部分到底多重要？要不要去突破？目前這一塊沒有太多的分析，反而核心在 CEO、公司治理這件事。CEO 為誰？股東？大眾？還是為董事？還是為自己？答案當然是為自己。為自己獲利是本性，有何證據？如何防範？制度設計是讓大眾獲利。這裡最主要是在講國外經驗，我們得到什麼啟示？

老師：往下走是「資本結構」。我們講過容許舉債是比較好，可是我們現在上限只有 35%，該如何釐清，其中和風險、報酬有關，也會有影響。

老師：再來是「代理」。台灣討論很多，麻煩是到底是真代理？還是假代理？有時搞不清楚，就像管理機構是真代理？還是假代理？已經賣掉了，又代理，這怎麼個代理法？也是有點怪異。這種制度的設計到底會如何？

老師：再往下走是「風險報酬」，這是投資大眾最關心的。這裡提到 G-INDEX，G-INDEX 包含什麼？

業軒：是根據個別 REITs 公司有無反收購障礙及它在合併聲明中有無訂定反收購條款這二項而建立起來的。

老師：感覺上好像是公司條款可能對股東權益關係影響的大小。從財務上比較看

不出來，報酬風險反而是討論得比較多，但最主要是時間點的不同，過去所做的可能顯著，現在則可能不同，如果控制一些背景，會有什麼想法？當然最主要的是報酬風險的關鍵，現在總體經濟的背景是關鍵，還是個案表現是關鍵？還是說經營者是關鍵？到底什麼是關鍵？有關衡量、元月效應、周五效應、長線、短線等問題，國外文獻也都有討論。以 REITs 而言，看起來是長線，假如法人機構投資 REITs 很多，它是短線嗎？都可以作一些討論。另外台灣過去所做研究發現 REITs 在短期間可抗通膨，國外研究有 yes 有 no，當然時間點、狀況有不同，早期 no，後來 yes。基本上，REITs 收益是從租金而來，租金可抗通膨，到底台灣的 REITs 會如何？

**老師：**最後一個：「REITs bubbles」，what's bubbles？最近媒體都講不清楚，「價格」等於「市場基要」加「bubbles」，何謂基要？fundamental，何謂 bubbles？這二個都是不可觀察的，只可觀察到 price，如何切開？這和 REITs 報酬有關，不過所有的 bubbles 都是這樣，所以何謂 bubbles？反過來說，何謂基要？

**業軒：**市場的需求、因為涉及租金、所得。

**老師：**那何謂租金、所得？

**業軒：**即需求者從租金、所得上能不能支撐這個房價。

**老師：**基本上可以有很多講法。有人說是偏離均衡，均衡就是 fundamental，租金的 fundamental 是說從租金支持的價格是多少，租金支持不了的其他部分，還是價格。同樣地，REITs 股價大跌，資產價值如不變，那就是 undervalue；有時候股價會漲，如資產價值不變，那就是 overvalue。故 REITs 有所謂的票面價和資產價值，房價就像票面價，fundamental 就像資產價值。房地產有時也會 undervalue，這就是收益法、成本法和比較法不同的結果，比較法和收益還原法的落差。租金是這樣，所得也一樣，有時所得不能支持價格，現在就是這樣。泡沫是不合理的部分嗎？合理、不合理很難說，合理、不合理是 normative issue，一個願買一個願賣，是否正常買賣？有無被人壟斷？也有 argument。REITs 也是股價和實質資產價值的衡量。

**老師：**這裡也討論到週期性的崩壞，泡沫漲得很大，有二種結果，一種是會破掉，一種是還不夠大，會慢慢縮小，吹得很大再縮小，時間就會拉長，這是物理現象，是經濟行為。裡面的組成假如是投資客，投資客資金週轉不靈就斷頭，如果是自住客，可能辛苦打工，努力保住房子，所以造成這樣的落差。台灣住宅自有率高，上次 bubble 沒有破，可是時間就拉長，時間就是代價，那是複利，複利算起來很大，大家不要被幻覺所惑。該不該買房子是你的價值觀，房子看起來是大漲小回，階梯式地往上走，那你覺得買不買？很有說服力啊！不錯，它是急漲、大漲小回，但是卻小回很長一段時間，每天小回一點，長時間的複利下來，跟這個差不多。市場機制沒有

只賺不賠的事，如果真是這樣，就變成全民運動，大家覺得不買房子是笨蛋，不買房子無法致富，結果泡沫就越來越大。需求是關鍵，大陸客來台投資就是看需求，如果真有需求就有支撐點，如果沒有需求就沒有支撐點。現在的富豪團，未來的陸資團，你覺得她(他)是來作供應者，還是需求者？需求者是說她(他)就住在這裡，另一種是說，她(他)來，增加需求，增加本地人工作機會，經濟繁榮，所得彈性，所得增加。有個小社論寫得很有意思，它說大陸人來是看準兩岸三通，會有大陸人來台灣消費，結論是大陸人想賺大陸人的錢，肥水不落外人田。但有人說大陸人來台開飯店，本地人就業機會就增加，所得就增加，這也是個邏輯，你看怎麼樣？

**老師：**所以市場經濟是 fundamental，不要忽略供需的基本面，只是基本面背後資訊有無透明，如果有個鏡子將供需照出來，就很有意思。所以看起來是基本面，但是基本面結構沒有被看不見的手操作出來，靠直覺判斷不對，所以要提供多一點資訊。

**老師：**最後是結論。大家有沒有 comment？信智的心得呢？

**信智：**我的心得？我想台灣未來還有很多可以被討論。(哄堂大笑)

**老師：**subjects？

**信智：**subjects？下週會有國內文獻的報告。(哄堂大笑)

**老師：**給下週報告壓力很大。(哄堂大笑)大家想想看有沒有什麼想法。

**王旻：**不動產有產業週期，REITs 在國外有沒有所謂的產業週期？國外證明 REITs 比較偏向股市，所謂的產業週期，可能偏向整個大環境的背景是在股市那一邊，但是台灣看起來又是不一樣。台灣 REITs 產業週期看起來好像不明顯，因為時間短，所以它背後是不是有所謂的基本面？因為它是個產業。

**老師：**REITs 產業是什麼？是不動產。不動產有沒有週期？有週期。週期有多長？過去知道，未來不知道，結構性會不會改變？需求供給會不會改變？尤其大家期待馬蕭當選之後，結構性會改變，兩岸三通，大陸來一堆人，好像救世主來了。有沒有可能？至少 REITs 的產業就是不動產，基本面就是看房子好不好？租金收得好不好？管理得好不好？總體好不好當然會使得房子好不好？這些會連在一起。觀察理論上可以從這個角度，重點在有沒有反映出來，很多都沒有反映出來，所謂市場失靈。REITs 的資訊，最大問題就是資訊從哪裡來？本來要建立 T-REITs，每天公布一些訊息，現在本來就有一點點資訊，但不 popular，訊息的傳達不普遍。好，有沒有 comment？

**姿尹：**用獨立性要素分析法，就是用單一事件的影響，分析台灣 REITs 的報酬風險，似乎好一點。

**老師：**要不要說一下什麼叫獨立性要素分析？

**業軒：**獨立性要素分析就是相對於主成分分析，主成分分析，先前研究就是抓一組總體變數分析，重要性是差不多一樣，除非有加權。獨立性要素分析就

是相對於這種方式，側重某一種風險要素，將效果放大，單一事件的影響對照有峰態，集中在峰那邊。

**老師：**你說可以用，好不好用？

**姿尹：**蠻適合台灣，因為之前看 REITs 指數變動，可能因單一事件，造成指數有波動、有飆高、有峰態。

**王旻：**是否台灣市場特質的關係？

**老師：**台灣淺盤性經濟，有些規模小，要炒它很容易，牛皮股就很難炒。還有沒有 comment？沒有的話，我們就休息一下。

## 第二部分 【導讀與討論】

◎主題—第七章：分散或集中的投資策略(導讀：陳佳甫，報告內容詳見PP檔)

**佳甫：**投資人皆簡單地將分散策略視為零淨現值的方案，亦即有沒有分散對她(他)們沒有實質的差別，這段我不太了解，想跟大家討論一下。

**老師：**一種是投資人自己做分散風險，一種是選一個人幫投資人做分散風險。有什麼 difference？同理，買一個基金與買五個基金，是什麼意思？都是在分散風險。買單一股票就沒有分散風險。自己操盤或由基金經理操盤，都無所謂。是不是就分散風險作個回應。不過你講的還是集中和分散的問題。

**老師：**大家覺得分散好？還是集中好？台灣呢？一般人都知道不要把所有的雞蛋都放在同一個籃子裡。但如果是遇到會下金雞蛋的母雞的時候，就會把所有的雞蛋都放在同一個籃子裡，所以很難說。另外一個講法是說，你比較偏愛報酬，還是風險，偏愛報酬的人就比較集中，偏愛風險的人就比較分散。買 REITs 的人是哪些人？法人、個人、老人、年輕人、風險愛好者、風險保守者…，你要了解這些人，然後吸引這些人。所以就 REITs 而言，到底要集中還是分散，要看哪些人要買。如果 Aggressive 的人都不會買，就集中，當然相對就比較不那麼 attractive。不過像新光那樣，真的很有意思。

**老師：**再往下走，不動產跟一般的股票市場，分散和集中，是什麼涵義？股票市場的經營成本，經營五種股票和經營五棟不動產，不動產比較難經營。投資住宅，只要區位不同，就差異很大。到底分散是什麼意思，是地理區位的分散？種類的分散？還是規模大小的分散？有好多種分散。哪一個分散對不動產是關鍵？實質不動產的投資策略，可給 REITs 參考。台灣跟國外不太一樣。這裡的結論很清楚，你要不要 repeat 結論？

**佳甫：**結論就是集中類型的 REITs 股價比較好，

**老師：**這個結論就是就 REITs 來講要集中。REITs 的功能就是小額投資、分散風險的工具，分散風險有二種方法，一種是投資人自己做，一種是由基金經理人做。從基金的角度，經理人要去經營，如分散是成本高的，所以就專注一種。這裡的一種，是指一種類型，還不包括區位，像美國區位差異就很大，台灣看起來不大，但北熱南冷，差異也很大。所以理論上和實務

上有落差，做研究當然要有經濟上的 sense，要有理論，也要有實務的觀察，才會比較好，才能林樹相見。以基金經理人來看，國外是集中，是種類，地區別如何呢？要好控制的。經理人要獲利與投資人獲利，也不同，這是代理問題。台灣也很有意思，剛剛佳甫報告發現新光有落差。我們最後結論是什麼？佳甫有什麼建議呢？

**佳甫：**我覺得炒短線就要買集中型，長期投資就要買收益較高的產品。

**老師：**你還是用長線、短線。這裡不是講長線、短線，它還是集中啊。

**佳甫：**我是站在投資人角度。

**老師：**我剛講過，投資人可以自己分散風險啊，何必要經理人做分散風險。當然你會說誰是投資人？有主見的投資人就自己做，沒時間或懶惰的投資人就靠別人，回到關鍵，就是在台灣誰買 REITs？假設都是法人機構，60%—70%，你覺的它是偷懶嘛？不會喔。她(他)們是 experts，背後有分析師作一些 report，從這個角度你覺得是集中好？還是分散好？她(他)們自己做 portfolio？或交由基金做 portfolio？如果你是基金經理人，要發行，要吸引人買，你覺得要怎樣比較好？有什麼策略？從富邦二號看起來 portfolio 集中好像比較好一點。但好，卻跟淨值又不太一樣，有矛盾。

**王旻：**從底價來看，新光等於被低估了，大家應該可以去買它，可能會比富邦還要高。

**老師：**所以台灣的法人好像不怎麼樣？有沒有 comment？耀文呢？

**耀文：**股票經理人會採集中類型。

**老師：**股票分析師要分析鋼鐵股、營建股…各種類型，蠻累的，她(他)只能從例如營建股裡面的哪幾股去分析，比較專業。講起來沒錯，股票市場相對可能集中比較多。那投資人呢？到底集中多？還是分散多？這應該有調查才對。一般人到底投資多少股數種類？

**王旻：**大家都知道股市有 90% 是散戶，可是輸的最多的，也是散戶。我自己的經驗或我看大陸周圍朋友的經驗，真的賺錢的是採集中的。這中間後面有一些因素。

**老師：**內線。(哄堂大笑)

**王旻：**她(他)只做她(他)懂的，當然就比較集中。一般散戶捕風捉影，手上有十幾檔、二十幾檔，甚至超過五十幾檔的，都有，這種人基本上都不會賺錢。可是同樣，集中的同時，有人說風險好大，誰才會賺錢？我說是上市公司老闆會賺、對產業有了解、有眼光的大企業家會賺，因為她(他)有一大堆的專業告訴其很多的趨勢，然後她(他)才決定去做。台灣的基金經理人跟國外的基金經理人是有一點不一樣，因為台灣講速成，她(他)馬上要有績效，其實真正給她(他)長一點，是有績效的。台灣 REITs 看起來還是集中比較好。

**老師：**好，所以大家想一想，REITs 是集中好？還是分散好？看起來投資人是集

中好？還是分散好？誰是投資人？個人的偏好？有些是價值觀，那就看看，有些是歷史經驗，那就由實證來作檢驗。

**老師：**好，大家加油！我們一齊加油（同學齊呼加油），大家加油！大家加油！