

不動產證券化專題研討第九次上課記錄

時間：2008/05/02(五)09：00~12：10

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：陳佳甫

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】

第一部分：「國內不動產證券化文獻回顧」，由陳妍如、許淑媛報告。

第二部分：「Real Estate Investment Trusts 第八章—REITs的股利與債務政策 (Dividends and Debt Policies of REITs)」，由楊博翔導讀。

第一部分【報告與討論】

◎主題—國內不動產證券化文獻回顧 (報告人：陳妍如、許淑媛，報告內容詳見PP檔)

老師：為什麼要做國內文獻回顧？

泡麵：因為要找到國內研究的 GAP，看有沒有什麼可再研究的。

老師：一般文獻回顧容易流於介紹，而沒有評論。文獻回顧要面臨的第一個問題、你怎麼樣找文獻，文獻很多種，尤其是 REITs 這一塊很多碩士相關論文，但真的有影響力的文獻沒有幾篇。第二點是，台灣的資料仍不充足，只有幾年時間，檔數也不夠多，很多都需要再檢視。第三點、碩士論文應該不能當作文獻回顧參考，應該要在期刊上尋找已經發表的文章，有經過審查的文章。

老師：文獻回顧不在多，在於能夠找到一篇好的關鍵的文章，期刊的種類很重要，如果有被刊登在 TSSCI 等比較好的期刊上或是有被引用過的文章，才能代表是有成果研究。我覺得你們還不錯將文獻分成幾個面向，但是你們的目的是什麼？怎樣分類出來，這樣分類好不好？

妍如：我們參考之前學長姐作的報告，發現過去的分類方式有點不清楚，因此增加一些面向，將文章以研究的內容做為分類。

老師：回到你們的結論，看到你們的分類，我覺得文章數有點少，事實上還有很多碩論與報章雜誌探討過 REITs，為什麼會這麼少？證據不清楚要怎補充，可不可以說明。

泡麵：有發表在期刊上的文章真的不多，以幾個重要的學者所說的為主，確實有不錯的文章，但在國內好的文章能夠找到全文的不多。所以經過篩選就剩下這幾篇。

老師：好，那你們為什麼有這樣的心得呢？好像跟前文沒有什麼關係。

泡麵：我們從文獻中發現可以在深入探討的地方，還有目前實務上沒有被解釋的地方。

老師：我們未來還有什麼可以研究的題目。文獻回顧的最終的意義其實是在這裡，而台灣的发展在這樣研究中得到什麼結論，哪些是不足的？

妍如：期時我們找到很多文獻，大部分都是討論國外對於國內的影響，或是制度上的問題討論，而實證方面的文章又多是碩論，大部分都沒有發表在期刊上，所以我們就只能略過。

胖虎：老師，我比較好奇的是，國外的開發型不動產是怎麼運作的，如過在國內是否有這樣的 GAP？是否可以整理一下國外的相關文獻，尤其是台灣以後有可能發行這證券，我們能不能做這方面的研究。

阿信：我記得之前同學的報告很像有整理過。

老師：先說明一下，美國其實很少對開發型的不動產證券做研究。REITs 研究大部分都是針對投資人、法人投資、投資的風險與決策等...，從上個禮拜的國外文獻就可以看到，較少從發起人與開發型 REITs 做研究。當然我同意這些研究需要增加，對於台灣正要推動開發型不動產，討論開發型對於國內的投資人、公司企業政府起機構有什麼 impact。我印象中之前曾經做了一個問卷投資人到底願不願意投資開發型的不動產證券。我們做了兩次問卷，第一次是五六年前當初 REITs 正要但尚未發行時，我們問一般投資大眾和法人機構，對於 REITs 的想法、會不會買，將這些結果作 logit 分析控制不同的因素之下，研究這些投資人會不會投資 REITs 會投資的因素是什麼？機率有多大？REITs 發行五六年之後我們再做了一次問卷，在同樣的問題上，增加一些問題，主要討論發行之後這些投資人與發人機構的行為如何？增加了投資的時機點的問題，討論還有什麼因素影響買跟不買的機率。因為時間很短，只有兩到三年，檔數也只有六七檔資料有限，可能在剛發行的蜜月期，使結果比較樂觀。當時也建立了 T-REITs 指數。

老師：不同階段所做的結果不一樣，不光做實證還要了解背後的經濟意涵。我們可以看到美國 REITs 投資人的 behavior 與台灣顯然不同，為什麼不同？哪些地方不一樣？這裡面有什麼樣有趣的可以探討。重要的問題是，台灣的 REITs 未來展望如何，在目前現在不理想的狀況下，怎樣改善。這些問題有些是理論有些實務，理論與實務上我們並沒有釐清，只有停留在表面討論的狀況，確實很少 REITs 文章能夠提出新的觀點，大家看看這部分還有沒有什麼新的觀點來觀察或是研究。方法上有很多種方法，與研究的課題不同，但不論方法或課題，背後都要有好的 data 去 support，不管是質化、量化，皆試圖的延伸，看了國內外這麼多的文獻，我們要怎麼與之對話，除了學習還能提出自己的想法。各位還有什麼 COMMENTS。

桂霖：請問心得的第一項，信用增強機制，與指標收益機制，有什麼關係。信用增強使得信評高，但指標收益機制強調穩定的收益，跟信評有什麼關係？

泡麵：因為他有指標收益機制，具有收益的保障我認為會影響信評的分數。

老師：什麼是指標收益機制，對信評有什麼影響？

佳甫：指標收益機制就是設定一個固定的投資報酬率，例如 4%如果這一期投資報酬超過 4%就將多的資金存起來或是進行在投資，如果下一期少於 4%就將之前的盈餘拿來補充。

老師：如果之前沒有盈餘呢？這些補充的錢哪裡來？總之就是保證固定收益的味道。這樣的話其信評就會好嗎？桂霖你覺得咧。

桂霖：我認為強調信評好對於投資人沒有什麼意義，因為公司如果沒有舉債，就不會有成長，信評好對於投資人都一樣。

王旻：我想泡麵的意思是，如果有指標收益機制，收益很穩定而公司有多餘的錢可以拿來投資，這表示公司營運好相對使信評也是好的。而駿馬的信評比國泰一號好，剛好只是在股票的市值上比國泰低沒有發揮效用，會不會是因為品牌效用的問題？

老師：剛剛的問題是在討論說，有沒有指標收益機制對於信評的等級有什麼影響，對不對？這樣講似乎跳太快了。如果只有保障 2%那對投資人有什麼影響(笑)這其中的關係很難釐清，值得大家想想。

王旻：老師，我比較好奇的地方是，駿馬是最新一檔 REITs，但是為什麼他要做這樣的指標收益機制，當時有什麼目的，是想要強調他的特色，還是想要吸引投資人？

妍如：我認為指標收益機之能夠增加他的信用與知名度。因為從他之後就不能掛發行公司的名稱。

王旻：萬一指標收益機制，長期沒有達到標準，他們要從哪裡鋪貼這些錢呢。

妍如：他可能有準備的方法。

老師：我比較好奇的部分，大家來上這堂課，看過很多文獻，從這裡面有哪些研究課題可以產生出來，有他些議題值得研究的，大家要不要發表一下。來~卡特(業軒)。

卡特：目前在台灣最重要的課題是怎樣讓市場活絡，我覺得住宅也是收益性的，不過具有收益性住宅的投資比較分散，把收益性的住宅納入證券化的可行性，怎樣包裝成證券是一個有趣的課題。

老師：你的意思是說，如何把住宅這樣的產品變成 REITs 發行出去，怎樣有收益？

妍如：例如現在空屋率這麼高，為何不把這些空屋包裝成 REITs 收益，使得這些空屋能夠出租並管理。

老師：你將他的構想在延伸，但你們剛剛提到的研究是屬於政策設計上的問題，從研究的角度來看這還有點難度，如何設計一個制度，包裝產品並推出，比較屬於 policy，這比較像是今天內政部長說我想要做住宅的 REITs，你去幫我設計出來。當然，我同意這樣的題目可以做出一些研究，但這些比

較屬於 normative(應該如何)的研究，須要有 POSITIVE 實證做為基礎。

靖雯：剛剛同學提出開發型的 REITs，但開發型在這其間是沒有收益的，我想到他們提到的公司債，而都市更新條例允許都市更新發行公司債以及證券化，目前都市更新實務的上並沒有執行，我覺得可以在研究。

老師：同樣的屬於之前的 normative 題目。目前都市更新與開發型證券化是兩個 hot topic，怎樣把兩個合在一起怎麼做？類似這樣的題目，很難驗證說對或不對，必須要真的做做看才能知道，行政院長說要做，我們才做做看。當然我一直強調，這些題目都很重要，但是在學術上很難提出說服力的講法。

王旻：有沒有可能說，我們知道都市更新與開發型不動產的規定，我們把這個區域的土地資料與開發成本等等相關資料做出一個 model，變成一個模擬的案例，當成一個可否執行的研究。

老師：case study 這可以做也可以做很多個案研究，這在實務上如果做的好可能變成好的企劃案，但是在學術上呢？很難具有說服力。

王旻：做實證可參考新加坡政府出租房子給老百姓的概念，或是日本徵收土地補償人民發給比市價高的一點三或一點六倍的地價金等等，這些是否可借鏡成為一個成功的案例，引用到國內做更新或是開發的研究。

老師：這基本上也是屬於 case study，在某個程度上資料有限的情況下，我們需要 case study 還是能夠有不錯的成果。

佳甫：大家都知道新政府的採取開放兩岸政策，會不會刺激台灣 REITs 發展，而大陸也準備發行 REITs，但是他們的建物並沒有土地的所有權，一旦發行 REITs 並沒有土地上的增值，最後證券會隨建物貶值到 0 元，相較於台灣就比較有優勢，REITs 的投資標的都有土地所有權。而新加坡似乎也有許多 REITs 沒有土地所有權的但也發行的不錯，為什麼會這樣？我覺得有沒有土地的所有權對於 REITs 的價值是一個有趣的議題。

老師：這是 valuation 估價這一塊值得討論，可以看到過去八檔 REITs 的估價部分有很多道德問題，或是價格的評斷問題。延伸到現在這個問題，大陸常會看台灣這邊實驗的怎樣，台灣有很多研究是大陸參考的對象。回到這個議題，的確大陸很多是地上權為主，而地上權是不會增值的，十年後可能只剩下原來的七八成，我們之前也討論過建物的價值，還有有限期限沒有其的的差別，時間的價值對於 REITs 的影響，這個地方是值得討論的，到底值多少錢？我們每季都要做資產重估，你看到資產增值了對於投資人有什麼影響呢？你覺得增值很爽，但是這個部分沒用無法實現。什麼時候清算，那投資人何時該買該賣。估價對於投資標的影響，投資標的價格對投資人的影響有什麼不同？有沒有什麼有趣的可討論。

姿尹：我看到課本上的信用評等資料，過去的信用評等都是以公司的財報為主，

我覺得可以在往下追蹤不動產信託的信評可否在往下深入到四大因素(穩定收益、信用增強、資產及證券品質、財務指標)，能否產生新的標準，就像剛剛所提到信用評比較好，但對於股價並沒成正比。之間的相互關係是怎樣？

老師：這也是一個有趣的議題，信評是從國外引進來，但國外的信評機制之在國內實際上不 work，這之間的原因為何？信評高並不是指報酬高，信評不是在報酬的評估而是在風險的評估。價格方面要討論報酬，因此報酬的影響因素有哪些，在不同的狀況下到底如何？也許這是過去大家一直在討論。

佑儒：我覺得今天討論的方向有點大，我認為在台灣部分因為限制很多研究比較少，應該是資料上的問題。我原本也是覺得能不能進行跨國的 portfolio 但是目前法規上不可行。

老師：陳明吉那篇有討論到，不是嗎？假設台灣能夠放上國際 portfolio 的舞台上，這就會不一樣，現在兩岸關係開放，與台灣與大陸之間確時可能進行 portfolio 的。亞洲跟歐洲之間的 portfolio 有什麼差別。可能有可以貢獻的地方。

柏翔：我比較好奇的，老師當初做的問卷調查，對象是誰？

老師：問的對象很多，從證券商下的投資人散戶，所有的法人機構以及建商。

柏翔：但 REITs 當時尚未推出，會不會因為投資人不了解。而使得...

老師：答案會不太好，這是當然，但投資人會不會投資了解與否，每個時間點都會不同，我們的作的是動態的調查，PANNEL 資料每個時間不同的變化，這在國外有很多對投資人調查資料，是由政府機構每年進行的，這在台灣還有待加強。

老師：王旻你正在進行相關的論文，有什麼看法？

王旻：我的博士論文剛好是寫這方面，在找資料上的確面臨一些困難，因台灣多都是碩士論文，參考價值有限，大陸文獻多都是論述在創新研究上較不足，研究法治面上比較多博士論文。目前看起來，越秀房產投資信託基金(越秀 REIT 物業在廣州)，表現的不如預期。另外，大陸要實行 REITs 還需面對批租制問題，現在很多批租 30~40 年已經到期，看大陸要怎樣持續，目前是續租但政府還是可隨時徵收。現大陸各地方政府對房地產亦有不同聲音，上海市政府做的資料較完備，有每筆市民的房產交易資料，但是不公開，因此若想做研究就須自己勤跑很多房介公司找資料。我在做這方面研究時，希望能一併了解大陸的房子改建，就是所謂的舊地重建，不過越了解就越辛苦，因為法令多如牛毛，眼花撩亂。台灣無論是地政、證券等方面的立法其實對大陸很具有參考價值。我很難拿台灣的經驗實證因為資料很少，同樣的香港新加坡也是。目前我研究中想結合大陸的批租制

和 REITs 發行，如果能就有比較新的創新點。

王旻：在閱讀這些文獻的過程我有一個很深的感覺，美國 REITs 初期也是很少文章，筆路藍縷是到後期才能夠蓬勃發展起來。因此我的指導老師也希望我多借鏡國際的經驗，寫出來與大陸做一個比較借鑑，我在大陸上做研究時，發現很多證券市場規則是 base 台灣經驗之上學習台灣的制度，且比我們制度更全面，在 REITs 這部分，現因大陸房市沒有之前火熱，因此有人認為已不熱門，還因美國次貸因素與大陸政府持續調控房地產價格，變成 REITs 沒有誘因，所以研究方面，也會包括美國次貸對大陸的影響發展。

老師：第一個大家在做研究的時候，要想想有沒有 data，引用資料或是自己創造例如問卷。若再沒有資料，可以做 case study 案件研究，透過不同制度的比較與模擬可以發現一些東西。

信智：最近世界糧食的問題很大，農地是否可以證券化

老師：只要有收益就可以證券化，農地工業用地都有人做過，標的不是問題，問題是整個制度設計與如何做好報酬管理與分散風險。

信智：台灣 REITs 怎樣才會脫離起步階段，邁入成熟？

老師：那就沒人知道啦，我們的制度與消費者成熟到什麼程度，這中間大家很多令人不滿意的地方，如果沒有人炒作或是且資訊不透明程度低，可能邁向成熟，這要事後才知道，在事中或是事前是難以知道的。

桂霖：我是想到退休基金的法案，還有投資的組合，是不是可以知道，可否了解法人機構對 REITs 的投資組合？

老師：這是關鍵，如果你知道資料在哪裡就可以做很好的研究，所以桂霖講的沒錯如果我們可以知道法人的投資組合，對於 REITs 的投資如何？可以做很多東西。像是商學院為什麼做這麼多股市的研究。因為這是每天的价格等資料都公開的，台灣不動產的研究這麼少，因為資訊不透明而且資料不好阿!!

王旻：為什麼不能透明化？每次的交易買賣應該是要透明的。

老師：越不透明越有人可以獲利，這部分是政府應該要做的。

第二部分【Real Estate Investment Trusts 導讀】

◎**主題**「第八章—REITs 的股利與債務政策 (Dividends and Debt Policies of REITs) — They pay out more than is required but borrow less than is allowed」，由楊博翔導讀，內容詳見 PPT。

老師：我希望以後大家以後報告可以留下討論的時間，討論過會比較有心得。公司的股利政策，舉債政策在股票市場是很重要的。美國法律為什麼要規

定 90%以上的股利要發放，為了保障小額投資大眾，達到免稅的標準。在國內也是採取高股利政策一樣是 90%，但是舉債程度只能有 35%。這樣國內外的經驗有什麼差別？大家沒有什麼意見。增資這個部份應該是要討論的，這樣才能使市場更活絡，但是證管會管太多，為了保障投資大眾；舉債越高當然風險越高但是政府的管制與介入更多，反而使得市場受限，結果真正投資的人是法人最多。如果大家有什麼意見大家就回去寫一寫。由於時間的關係，今天上到這邊。