

不動產證券化專題研究第七次上課記錄

主題：台灣不動產證券化相關法規探討

時間：2010/04/19(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：陳靜宜

出席：張金鶚老師、袁淑湄、林佩萱、彭竹君、羅于婷、羅雅怡、楊雅婷、王俊鈞、林逸杰、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、沈俞君、陳靜宜、張方瑩、蕭琬玲

【課程主題】

「台灣不動產證券化實施案例與表現」由沈俞君報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch6：The Impact of Institutional Investors—Does It Matter Who Owns the Stocks？由張方瑩導讀。

【報告與討論】

◎報告內容詳見「台灣不動產證券化實施案例與表現」ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：好！大家有沒有什麼 command？當然首先我比較關心 before 和 after，before 就金融海嘯之前，這是很重要得時間切點。因為次貸風暴對於國外的衝擊影響很大，台灣衝擊則相對還好，可是我們也受此風氣的影響，對於 REITs 恐慌性認知的情形出現。

俞君：我是覺得人心比較難受控制，就像事件爆發後，只要是關於房地產的產品，投資人就會在其心理打上負號的記號。但其實對於台灣影響，其實沒有很大。

老師：因為過去大家的認知 REITs，其實從過去到先在其實沒有太大的變化，而且近幾年來，在金融海嘯後也沒有發行新的檔次，這所造成沉寂的效果，故在事件發生後也未造成太大變化的影響。我比較想要了解 before 和 after 不同的變化，特別 after 之後會不會因此大家開始恢復信心也有點期待，還是說依然如固，我想這是第一個應該要去試著釐清的情況。

老師：第二個比較關心的是說，特別是在事後，是前各檔的 performance 和事後各檔的 performance 到底差別在哪裡？為什麼有這樣的差別？是一樣還是不同？剛剛在看完俞君的報告，發現最近事後一年來，原本表現不好的反而變好，本來好的現在反而變不好，這是怎樣的問題，是有沒有計算錯誤，還是哪裡出了問題，如果計算沒錯，那其背後的意涵為何？這情形只是短暫還是財務趨勢？其背後有沒有什麼邏輯可以說服這情形的產生！當然在各檔差異的底下，當然在每天日線或月線的圖也好，原本以為各檔的 pattern 會完全一樣，但實際並非如此，why？這是怎樣的意涵，這跟大家的認知有怎樣的

差別？但有一個前提是大家都要清楚，這幾檔都很微量的變化。如果以較大的衡量間隔來看，這似乎比較不能發現各檔變化的差異；但如果將其衡量間隔給細分，我們則可發現各檔還是有些許變化的差異。為什麼各檔變化情形是一樣還是不同，其背後報酬風險差異如何？在這之前，我們先要釐清最近的 performance 和過去 performance 的差別，才來回答俞君提出下面的問題。

報告後問題與討論

1. 依據夏普指數的結果顯示，投資 REITs 報酬率反而不如銀行利率，如此還有投資 REITs 的必要性嗎？
2. 計算績效常使用系統風險，但非系統風險的部份就無從考量到，台灣的管理機構是否有其能力為投資者預防非系統風險所帶來的危機？
3. 老師常說：「要吸引投資者投資，產品要好！」如何讓產品變好？或是有其他方法能增加投資買氣？

老師：第一個是說之前之後，之前之後為什麼會有所 different？我覺得之前大家對於證券化的商品是有所期待，但實際似乎有所出入，其因為交易量很少，原因在於大都是法人持有，加上本來規模就很少，其短期交易反而造成交易成本，故短期內買進賣出無利可圖，故法人買了後視其為 portfolio 的一環，當作資產配置的一種。所以在這基礎下，國內這八檔 REITs 之前跟之後到底有何衝擊。經過金融海嘯事件後，我們到底學到什麼？讓我們重新思考 REITs 這項產品。本來國外是有相當衝擊，在事件發生後，可以看到 REITs 有明顯的下滑趨勢，但也有漸漸恢復現象，但國外的發展時間很長規模也夠，所以這變化可以清楚的看到。相較於台灣 REITs 就較不明顯，其本來市場規模就較小，波動性也不大，微觀看來其變化是很小的，所以感受不到它事前事後變化的情形。然而，現在 REITs 的市場熱度不足反而是個問題！

俞君：我之前看過一篇文章，上面說到國人對於 REITs 的了解程度普遍不足，有 30% 以上的人對於商品都不太了解，那在都不了解的基礎上，怎麼會去做這方面的投資，我想這是造成市場不活絡的一個原因。

老師：我想如果只是因為不了解商品，我倒是覺得還好！這可以透過教育讓他們了解這件事情，這是個方法。可是若是其本質就不 attractive!! Attractive 的背後有兩個因素，一個是產品的獲利條件要夠好或是夠穩定，穩定性我想沒有疑問因為有穩定的租金，至於獲利要夠好這點...我們知道目前租金的行情不像其他，租金的投報率不怎麼高。當然現在我們的利率很低，影響還好，如果到時利率上漲，反而會死得更慘！fundamental 的本質不夠 attractive，就是租金的投報率不夠。過去投資股票報酬率不高是因為本來就 dividend 不高，那是靠 volatility，那是靠股票的波動來 attractive。然而，我們說的波動性在 REITs 交易上是沒有的，因為根本沒有交易量，當然就沒有交易價。總歸一

句，我是要如何讓我們的商品可以更活絡，這是我們最終的目的，否則就像一灘死水。市場規模能否擴大，或是增加檔次以解決問題。但是問題還是在說因為它是以租金收益為主，分享 90% 的收益，加上多是法人所持有，故其相當的穩定，沒有波動起伏的癥結所在。所以之前之後這問題，其在於結構性的問題，若本質還是像現在這樣(一樣的規模，檔次也一樣)，即便在外在事件衝擊下，其變動影響還是不大的。所以如果可以檔次增加，使規模變大(這可能是最 fundamental 的 issue)外，看看還有沒有什麼可以使結構性改變的可能？

俞君:我是覺得目前各檔 REITs 的投資標的，類型、區位似乎都很相似，變化也都不大。另外，標的也都幾乎座落於同一區位(台北地區)，假設如果我是在投資標的區外的投資人，對當地也不熟悉，那我要如果作投資？

老師:當然那可能是個因素之一，但並非是最大的癥結點。當然你說產品，現在這幾棟商辦大樓，的確最近租金也都不是太理想，本來也一向如此，我也不預期未來會有什麼太大變化。即使再把好一點 building 拿出來的話，租金也是如此，我想報酬率也不會什麼太大的 difference。那關鍵是什麼？還是那結構性的問題！例如說我們剛剛講的，一個是檔次，一種是說規模是不一樣的。例如說開發型 REITs，可能有更多的 volatility，或許有很多的想像空間可以被產生出來，現在就是缺乏想像空間。然而目前很有趣的是，台灣房地產這塊的 volatility 很大，當然我們很清楚知道房地產這塊，大家的預期是來自於資本利得的獲取，然而 REITs 則是從租金。理論上來講，如果是可以期待未來資本利得這塊的話，大家還是會有很多期待的才對。

俞君:所以 REITs 問題就在於未來沒有被期待囉！

老師:對！未來沒有期待，沒有被反應，讓大家有所感覺。否則理論上講，現在大家對於不動產的期待來講，雖然這裡有趣的是，它是以商辦為主，住宅的不是。現在台灣很有趣，商辦是 undervalue，住宅則是 overvalue。因為商辦的租金在跌(商辦沒有漲太多)，住宅則是一直往上漲，這是一個很奇怪的現象。理論上其實大家期待說兩岸未來的關係，住宅是沒有影響的，影響應該在於商辦大樓(商業合作)，這可以讓以商辦為主的 REITs 可以有更多想像的空間。但現在房地產很弔詭的現象，反而是住宅變好，商辦變差。當然，回到 REITs 這一塊，就以產品的形態下，短期要去改變它，除非是有結構性上的改變，否則是有點麻煩！至少從 before 跟 after 這兩件事情，從台灣看起來，應該是有點差別。差別是在說，after 是金融海嘯過後，REITs 慢慢的相對性的提高，是有往上的空間，只是往上漲也漲不了太多。就跟買股票沒有 volatility，一灘死水也沒有太大的用處。另外，再講一點，即便想要買，你也買不到。

俞君:因為沒有人要賣。沒有人要賣，是因為法人持有。

老師:對！法人持有。法人買到就想我為什麼要賣！另外，沒有股價波動我幹麻要賣！但我覺得現在相對來講，應該是相對低點，是有預期持有的想像，是有買

進的空間的存在!

俞君:台灣投資人好像很喜歡風險大的投資。

老師:是沒錯，當然我可同意股票風險很大，但是經營者的產品是很穩定的。你是可以炒股票的，股票本來就是個投資產品，如果其背後的商品是很穩定的，其是值得被肯定的。產品只要能被有效利用，it's ok!

老師:針對今天討論的問題，最主要剖析造成台灣這八檔事前事後不一樣的原因，是因為名稱(國泰、富邦、三鼎...)的不同?還是說產品的不一樣?或是管理機構的不同?或是哪裡地方不一樣造成變動的差異?當然最重要的是租金好不好，什麼是好產品?這都是值得我們好好想一下的問題!好先下課休息一下~

老師:在經過俞君報告後，我們了解 REITs 在這一兩在經過金融海嘯年的變化，有一點點改變，但改變不大，看得到怎樣的結論，有沒有什麼可能?還有各檔次的改變到底有沒有不同?針對俞君報告的結論，三鼎、駿馬最好，反而是過去不好的變好，過去好的反而變差，這結論我有點驚訝也存有質疑!就我接收到的訊息，國泰審查報告顯示還是認為本身是目前 8 檔中表現較佳的，富邦也是認為自己是目前最好的，大家普遍的認知也是一樣，過去績效排名好與不好的認知並沒有太大的改變(好的還是那幾支)。所以針對報告內容，其反向的結論如果真是如此，這就有趣了!

俞君:針對這問題，我在想是不是我使用的 data 不夠多，我只用了三個月，是不是這原因所造成?

老師:當然時間選取太少也是個問題，但是我覺得時間少也不應該有差才對，因為基本上是說，表現如何跟時間截取點(採用哪段時間)有關，這是可以理解的。可是我也不覺的結論會到整個反過來，當然可能或許有什麼特殊事件造成這樣的結果，但是就選取資料只有三個月看來，我想這解釋也是不夠穩定的根據大數法則。

老師:關於投資 REITs 報酬率真的會不如銀行利率嗎?目前如果銀行利率 1%，但是 REITs 光是股利就有 4% 了，如果還加上資本利得(預期增值，只是還沒實現)，所以就 REITs 報酬率不如銀行利率，我想這第一個問題不具正當性。

老師:我們來看第二的問題!

俞君:老師就像之前我們提到基泰之星，他自己成立管理公司把所有樓地板面積都包租下來，如果老師沒有講，其實我們也都不知道。如果這樣的話，若有一天他真正發生問題了，我們是沒有辦法去預測，那我們有什麼辦法去預防這樣的非系統風險?怎麼讓這非系統風險是成為可預期的!

老師:這看來是管理機構的問題，怕內部掏空的情況發生，但不動產是較不易被掏空的。我要問的答案是，REITs 是相對風險是高的還是低的(跟其他產品比較起來)?我們一般所認知到，它是一個風險相對較低的，因為它的經營

性。相較於房地產買賣這反而是風險較高的(波動性大)。REITs 以租金收益當作它的 fundamental 的話，它基本上是比较被信任的，也比较可被控制的(就相對比較看來)。但背後真的問題還是在於 REITs 這產品值不值得被推廣，還是應該怎麼去看待，是從公司經營策略來看，還是從投資者策略來看，它應該怎樣持有或執行的意思。看起來在經過金融海嘯後，台灣似乎受影響不大。原以為金融海嘯來，租金會因此減少或是投資人跑掉，但這似乎也沒有發生。REITs 跟次貸(較差的貸款)那種包裝的產品是有所差異的，大家可能會有所混淆。但是我主要是要問說，REITs 相較於其他產品，它所以擔心的地方在哪？它跟其他投資工具比較起來有沒有更 worry?還是相較起來它反而是更好的。

老師:第三個問題是在說，「要吸引投資者投資，產品要夠好」，這點我同意。怎樣的產品夠好?第一個應該是說，我怎樣拿出一個好產品出來?或者我根本沒有一個好產品，這個當然就很麻煩!還有如果我真有好產品，我幹麻要拿出來跟大家一起 share?如果大家存有這觀念，這似乎有點檸檬市場的味道，這樣是不是 REITs 拿出來的標的都是次級品，所以才會拿到市場而優等品不會拿出來的邏輯，這是一個 argument。如果真存在這問題，我們要怎樣改變這問題?第二個講法是說原本產品不是太理想的話，我們怎樣把它給變好?我們把標的賣給管理機構，然後從不同的包裝出來，然而可以變更好(垃圾變黃金)的邏輯，像是房地產被 remodel 出來獲得更好的可能性，透過怎樣的程序?像是剛剛說過的，可以透過合併、改建等等讓它可以變好一點，有沒有這樣的可能?

俞君:原本 REITs 的構想，是從都市規劃的角度為出發，但可是好像沒有看到這樣的東西出現。實際上並沒有看到為了要讓這都市更好而發行的 REITs 出現。我想應該要從有利都市發展這角度為出發點，否則這跟投資一般股票或商品並沒有太大的差異。

老師:理論上來講，REITs 它最主要的產品是不動產，而不動產的營運收益有兩塊，一個是穩定收益的，另一是開發型。我們一直對開發型有所期待，可是現在一直沒有成立出來，這顯然是一塊還有很大的成長空間。然而開發型這是有都市發展潛力的，只是它風險高，時間拉很長，就像我們講的都市更新的一些商品。當然怎樣創造想像空間這一塊，這牽扯到產品設計的問題，怎樣產品設計?產品如何包裝?就是我一直強調原本無限期的改為有限期，能有到期期限可以處分之，讓中長期持有的投資者有想像空間的期待。

俞君:但是投資者都比較喜歡短線操作，不喜歡長期持有。

老師:現在根本是無期限，無限期跟中長期還是有不太一樣的意思。如果假設現在有個 REITs 其 10 年後可以作處分的話(美國大概是 7 年的樣子)。過去我們發現關於地上權產品，時間越長價值越往下跌;反觀 REITs 時間越長反而增值愈快。因為知道未來可以實現那個增值利得的期待。那現在討論

說，如果 10 年後產品是不好的，是一定要強迫處理嗎？還是可以 extend，我可以有處理的空間，當然這還是要經過管理機構以及信託機構的同意。就怎麼創造更多有趣的空間出來，當然我們也不希望這演變成炒作，這當然也是很重要的。在制度設計上本來就是要有一個很好的規劃，當然所有的不動產在於 closing 時都會產生不穩定的情況，要如何避免這情況的想像。我已經說過，很清楚地國外的一些作法，是有 closing 的問題，甚至有合併不同的情況，當然這當中就會有增值利得的出現。主要是在說，台灣最大的不同是在於增值利得這塊現在是視而不見，這大概是這個部分還沒有被開發出來吧！

淑媚:感覺這似乎沒有什麼增值利益。

老師:怎麼會沒有增值利得!只是多少的問題。當然可能會有利損或利得。假設如此，如果你買到好的資產，你當然就會有增值利得的出現。就現在每年的估價，現在都在增值，只是沒有實現而已。你看國泰那幾檔，審查報告都說那個房子不動產已經增值多少錢了，只是你沒有賣沒有實現而已。

相甫:如果 10 年後增值捨不得賣，也不能再延長!

老師:我想這是投資計畫書原來的講法，你跟投資人說在 10 年後可以賣，然而賣的時機，我想還是要透過管理機構、股東大會大家的同意，如果大家決定都要賣，那就可以結束這一檔。當然也是可以說，我可以賣，但我不完全結束，我賣掉一棟再去買另外一棟也可以呀!這現在就可以做，這沒有問題。只是現在都還很保守的處理，大家都沒有策略性去創造更多的想像的期待。

老師:我們回到剛剛俞君討論的是，怎樣讓現在的 REITs 可以更活潑? 從目前看來，顯然是一個不太有趣的狀態。這樣惡性循環，市場上也就不會有人想拿出來買也不會有人想拿出來賣，當然市場上也就不會有 REITs 這產品。我們原來的目的是要讓小額投資者有更多的投資機會，現在也沒有了。另外，我們本來想透過 REITs，根據法規第一條環境的改善，讓更多的人去經營它，現在也沒有了。怎可以讓更多的 REITs 出現?這當然是我們對外投資 issue 最主要的 fundamental issue。在制度設計上怎樣讓它有一些可能性，在不影響且不違反我們的原始目的(有效利用，小額投資，有效經營管理的意念，投資經營分離，資產充分利用，環境品質變好)，如果這些都沒有違反的話，我想這是可以給予正面肯定的作法。

相甫:我曾經看過一篇報導關於 REITs，因為 REITs 有穩定收益，投資人買了這產品，因為它的風險也較低，它可以作為投資組合的一塊，因為它很穩定，可能它獲利沒有像股票這麼大，他建議投資者買了 REITs 後就可以放著，可以忘記它的存在。

老師:現在目前就是如此，它就是穩定收益 4% 這也不壞呀!就像你買一個很好的定存，也比現好呀!擔心的是利率上升，就越來越沒競爭力，反而會死得更慘。我們重點怎樣可以讓市場更活潑，創造想像的期待(資本利的這塊)，

另外就是開發型這塊。

老師:台灣的房地產的困境何在? what's wrong? 怎麼樣去突破? 有什麼樣的策略? 這裡面是有幾個點, 一個是制度性的, 一個是各股之間的。期待大家注意討論各股之間的差異, 而各股之間有何改進的空間。制度性是有些比較結構性的問題, 就像我剛講的, 可以想像到如果有一個長期, 有處分期限的 REITs 這想法會如何? 我想這是會有很大的 different, 如果真像這樣子, 就想我剛講的, 你反而是持有越久價值就越高, 越接近處分期間價值就越高 (如果是資本利得價值就越高, 如果是資本利損就越低)。基本上我要創造它的 volatility, 大家對市場的預期才會出現。好! 休息一下~

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch6: The Impact of Institutional Investors—Does It Matter Who Owns the Stocks?

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

老師:好! 那有什麼心得? 看起來有法人投資比較好囉!

方瑩:看起來與 REITs 原本要小額投資人參與的目的有所出入。

老師:小額投資跟法人投資這兩件事有什麼關係? 本來希望小額投資人多參與, 台灣似乎法人投資占比較多, 這樣是不是說台灣就比較好嗎? 這似乎.... 台灣市場太小! 這是兩個不同的 story。

回歸主題, 這是很清楚也很簡單。的確, 實證也是如此, 這比較沒有爭議。台灣過去在股市上也是如此, 早期也是散戶投資, 後來四大法人來, 大家就跟著四大法人跑, 當然這又牽扯到外資或是本地, 哪個比較有表現? 在股票市場常會分析這些情況下。好像人家說外商比較厲害, 但理論上還是本地人比較厲害, 因為本地人比較知道 local market, REITs 跟一般股票也許不太一樣。這當然是一個有趣的議題, 值得討論。然而從這討論當中, 有沒有什麼值得台灣經驗, 我們學到什麼? 我們的 T-REITs 學到什麼? 這我們可以想一想, 這實證結果很清楚, 法人持股比較理性一點, 所以不會一下急買急賣, 其會經過仔細的分析, 當然法人機構參與越多對這市場是好事。當然我們講到台灣 T-REITs 法人持股越來越多對我們好不好? 造成一般散戶買不到的問題, 市場不活潑, 這裡面還有一些不一樣的 story, 大家還有沒有其它的 command 或是感想?

老師:我們期待本來是說, 上市上櫃最大的好處是透明化, 這也是我一直在強調為什麼要讓不動產證券化, 證券化最大的核心就是資訊的透明, 而且有一些專業的分析師可以進場, 所以就比較好一點, 當然台灣股市也有很多分析師, 但素質參差不齊, 反而造成消息面投機炒作的情形。不過相對於散戶與法人機構, 我們當然希望法人機構扮演更多的角色, 這點好像很清楚。對於台灣的啟發來講, 可能有一些不是那麼的適度, 不過這是一個滿有趣

的討論，大家覺得有沒有什麼 command?

老師: 宗炘有沒有什麼問題?

宗炘: 沒有~但關於上一節課的問題，基泰跟三鼎 2009 年的報酬，我是覺得是不是因為之前跌比較多，所以稍微有點反彈，就造成比較好的績效。

老師: 當然這是一種講法，就跟景氣復甦的道理一樣。

方瑩: 課本 92 頁說到，REITs 在 IPO 階段，投資法人機構會跟發行 REITs 的公司進行合作(原本亦藉由信譽效果的加持，以利發行)，但是這樣會不會有一些弊端?像是利益結合，過度品牌謬思，反而適得其反?

老師: 這現象在台灣 REITs 可以清楚看到，就是那三大財團股價表現比較好，但其它就比較差嗎?標的商品其實是賣掉的，跟財團本身是沒有關係的，這純粹就是 brand effect 的邏輯。

老師: 就像關係企業的道理也是一樣，消費者在選購房市標的之習慣，總是存在品牌的導向。然而，目前市面上，有很多建商品牌，其實是有子母企業的關係。嚴格來說，一個建商旗下是否有分設其他子品牌或建設公司，和他們的營建品質或信譽，並沒有任何直接關聯；設置子公司主要目的，還是在於分攤經營風險及避稅。不過畢竟旗下太多子品牌時，多少還是會讓消費者混淆，消費者在購屋前還是要多注意，先確認母企業，讓購屋交易能更多一層保障才不會使其權益受損。

老師: 最近行政命令就禁止使用國泰、信義、富邦發起人當作基金的名稱，這就抑止了品牌謬思的效果出現，用假的造成社會大眾錯誤的印象，以為那個還是國泰、信義、富邦，這當然是一種解法，這最主要還是在於保障小額投資大眾，不要讓大家有錯誤的 information 發生。好!大家針對這問題再好好想想，下課!!