

## 不動產證券化專題研究第九次上課記錄

主題：台灣不動產證券化相關法規探討

時間：2010/04/26(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：林逸杰

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】

「國外不動產證券化文獻回顧」由林佩萱報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch7：Diversification Versus Focus — Do You Really Want All Eggs in One Basket?由陳靜宜導讀。

### 【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見林佩萱「國外不動產證券化文獻回顧」ppt 檔案。

—簡報結束—

**老師：** 國外的文獻很多，但回顧問題的用意為何？回顧文獻的背後目的應有一個主題(subject)、議題(issue)及研究的課題。我們這次的主題純粹是文獻回顧，文獻的內容大多是以美國為準，歐洲的文獻不在簡報裡面，因為美國的 REITs 發展較久，所以基本上文獻是美國為主。

文獻回顧的目的，在這裡是要釐清美國有多少文獻，及討論著什麼樣的課題，從中了解、啟發有什麼樣的學術議題可以研究或對話，簡單來說就是「他山之石，可否攻錯」。

首先，文獻回顧除了舊有的文獻，希望看到最近幾年的文獻，即 2008-2010 年的文獻，瞭解現在的學術發展情況為何。

其次，另一個早期文獻回顧的背後意涵，是在於對台灣現在的發展，有什麼樣的對話關係，目前有投資決策、財務融資與報酬風險，三大項主題。論文如果在研究上，只換了不同的 data 再做一次的方式，會沒有創新力的感覺，當作練習題可以這樣做，但是希望在 data 做出來與國外的比較背後，有什麼樣的結果，美國 REITs 與台灣的 T-REITs，在議題上與時間上背後有什麼樣的不同，在文獻的互相呼應與對話之間，有什麼樣的結果產生。

再來，討論文獻前後的相互 argument，1. 後面的文獻對前面的文獻不買單，提出原因，為推翻文獻的做法，該類在 REITs 的文獻出現很多，特別在報酬風險這一塊，第 1 個 argument 在指背後的時間點的取得不同，

因此背後的結果是不一樣的，或者整個政經環境的不同，當然有一部分是屬於研究方法的不同，所以得到的結果不太一樣，在這一塊有許多反覆的論辯，例如規模大還是規模小好、通膨、報酬率高低等問題，有部分有結論，有部分沒結論，這樣的啟發對我們有什麼樣的影響，以做為研究者來看，怎樣把研究問題的精確性加強，使之更嚴謹一點。另外一個問題是，許多文獻不是自己看的結果，例如相關期刊有「Journal of Real Estate Literature」，回顧了100-200多篇的文獻，讓你瞭解發展過程，並在自我學習過程中，應很快的看出問題來，並不斷反覆閱讀文獻，意思在強調同學比較沒有常看一手資料(Original Paper)，常用二手資料去衍生，就會很難去完全理解原文的意涵，因此提醒大家在做文獻回顧時，要小心謹慎去瞭解原文內容，減少中文翻譯文獻與原文文獻的落差。

最後，總觀來說，應了解現在的文獻進展到怎樣程度，看完文獻後得到什麼樣的感想，佩萱最後提了結論與建議，還有什麼特別的心得，特別是對簡報中2009年的文獻(簡報檔P.23)有何心得？最近文獻少了很多，90年代初期的文獻相對很多，2000年之後就少了一點，並可以從本課堂的原文參考書，從中衍生更多的文獻，可以從網路或圖書館用REITs關鍵字搜尋文獻，並把文獻的光譜擺出來，文獻的好與壞可以找「REITs」「Finance Economic」期刊，也許可以從中得到一些想法。最近的文獻應該會有次貸風暴對於REITs的衝擊影響，paper可能會在2010年後陸續出來。

**佩萱:**次貸風暴的文章目前只有看到林佐裕老師所寫的。

**老師:**有些人可能想要寫REITs相關的議題，怎樣找文獻或文獻上有何困擾，先休息一下，待會再討論。

### 報告後問題與討論

- 1、文獻中，對於市場訊息對REITs價格的結果不一。以台灣的情形而言，究竟消息好壞對價格的影響為何？
- 2、過去不動產被視為對抗通膨的有利投資工具之一，那REITs投資是否為對抗通貨膨脹的避險工具？
- 3、住宅型REITs對貨幣政策的反應該如何解釋？商辦型或混合型的反應是否相同呢？

**佩萱:**很好奇REITs在台灣的情形。

**老師:**這也是有關「他山之石，可否攻錯」的問題，例如剛剛有討論到報酬風險，台灣發展時間過短還看不出來。寫一篇paper，要能問出好的問題出來，才有可能會有好的paper產生的可能性，看了這麼多，問了哪些好問題，哪些是值得台灣借鏡。

**老師:**先看問題1，究竟消息好壞對價格的影響為何？在商學院的股票市場討論也有類似的問題，只是把股票替換成REITs，兩者的資料很類似，但REITs與房地產相關，所以答案會不太一樣。但若是以股票市場來說，他只是次

領域的討論好壞消息的影響，台灣也有討論相關議題在與房地產相關的問題，但討論的不太清楚，之間的關聯性 link 搞不太清楚，可是股票市場的價量關係很清楚，對於事件 event 影響討論就很多，另一個 paper 就把股票市場的討論與 REITs 相比較，但始終令人覺得 paper 不太有趣，不太有創新，只有學習模仿，沒有太大的 contribution。

另外，美國與台灣有什麼不同，特別談到資訊不透明這一塊，例如喜來登酒店失火，結果國泰 1 號佔 70-80% 的權利卻沒有什麼影響，令人驚訝，可能是大家不知道喜來登是屬於國泰 1 號，或認為不影響而放在那，這個故事有點意思。所以當你提出問題時，要認為這是正當的好問題，有研究價值的問題，否則只淪為台灣如何的抱怨而已。

**佩萱:** REITs 的價格會受到房市、大環境的影響，他有落後的指標，也有股票的性質，到底落後期數的多寡?還有資訊的問題，好消息沒影響；而壞消息影響的期數有多少。

**老師:** 消息面在我們景氣研究報告當中，都把有關房地產的 4 份報紙，如中國時報、蘋果日報、聯合報與自由時報的新聞消息定期統計一次，並判斷何為好消息與壞消息，甚至是假消息(業者放的消息)，例如央行彭總裁對鄉林建設士林官邸建案每坪開價 300 萬元有意見的消息，立委傳達消息，被誤解為央行在打房，第 2 天營建股跌下來，鄉林建設股票跌停再漲回來。實務的背後有何經濟意涵，學術要去 argue。

例如有一位博士班學生寫了有關房地產事件與房價影響的論文，但覺得沒有太大有趣的地方，因為消息的衡量如何質化，例如給個哭臉或笑臉，每季加起來統計，這也是一種衡量 measure、質化、量化的方法，但消息有不同權重，如何去衡量，結論是壞消息比較有影響，好消息比較沒影響。

**老師:** 台灣的實證不夠，但拿國外的文獻來推測台灣的情形，也可以講國外的文獻不能用在台灣，背後意味著要講一個有說服力的故事，訊息的問題的確是一個討論，尤其是資訊問題，對於 REITs 的影響如何，可以再想想看。

第 2 個問題問的是通膨與 REITs 的關係，結論是什麼?

**佩萱:** 沒有統一的結論。

**老師:** 正反兩方各有立場，股票市場與 inflation 的關係為何，通常實質資產對 inflation 有影響，討論此類的文章有很少，

**俞君:** 是因為性質是股票或是基金的一種，通膨與投資股票好像沒有太大的相關點。

**靜宜:** 通膨應與政府的政策有關，如果政府調高利率來抗通膨，股票就會跌，因為資金會轉向存款，資金會被領走。

**老師:** 所以他剛好是反向，而非正向，另一個講法就是影響不太大，文獻的結論是沒有影響。

**靜宜:** 與標的資產有關係，有文章提到 REITs 為何沒有跟上台灣的房價漲高，因為房價高漲在住宅部分；而 REITs 標的則在商辦較多，所有沒有直接關係。

**老師:**如果 REITs 標的真的是在住宅，妳覺得他會漲嗎，這也是一個好問題，可以想一想。台灣 REITs 檔次少，再來租金跌，REITs 也會跌，因為股價是跟著租金收益。

**靜宜:**REITs 的好壞到底是用收益率還是報酬率來衡量?兩種又差異在哪裡，在這裡收益率代表租金 dividends，報酬率代表股價的波動，(老師補充:股利股息加上買賣股價的波動)但是我們的沒有在波動，那到底是波動好還是波動不好?

**老師:**從投資者的角度波動較好，才能賺取價差與利差，才可以進場，而非一灘死水，可以吸引投資人。

**靜宜:**俞君上次簡報有提到報酬率好的變不好的問題，回去發現不好的幾檔反而報酬率好，例如駿馬(在心得作業有提及)，2008 年，用標準差來除以系統風險，上面的分子是用報酬率，老師上次發的資料是用收益率來看，股利較沒波動。

**老師:**假設 REITs 股價低於 7、8 塊，undervalue，結論是越差的檔次波動越強嗎?

**靜宜:**不確定，但發現前面幾檔的報酬都是負的，反而是基泰等是正報酬。

**俞君:**有人把那 3 個指標就是收益率與報酬率分開來比較，發現後面幾檔的收益率很低但是報酬率很高，真得很奇怪。

**老師:**這倒是 surprises，問題關鍵在於那個東西是有多少的交易量，結論是什麼?原本我們在 argue inflation 的問題，租金本來就是跟著 inflation 在調整。靜宜剛才在說看起來收益率與報酬率看起來相反，法人來說，長期經營獲得 dividends 才是重點，股價波動的獲利與股利收益哪個高，可以來做討論與調整。在台灣房價最主要的波動在於房價買賣的部分，這一塊完全沒辦法回應，因此 inflation 背後的邏輯在於房地產與股價的波動，兩者是否相關，有待討論。回到投資的角度，進出可以獲利才是目的，所以本人才一直主張，房地產不是一個好的投資工具，但這個邏輯還沒有辦法被 recognize，如果大家一直相信房價只漲不跌，還是會成為一個投資工具，但不要賺了利差，賠了價差。

**俞君:**REITs 某棟大樓被處分後，價值會分給證券持有者，實質上不就是不動產的一種，所以就不知道有沒有抗通膨的避險工具。

**老師:**如果究台灣來看，尚未發生處分 REITs 的案例，租金收益為最主要的來源，買賣股價的波動交易量較少，從租金角度看通膨是合理的。

**俞君:**投資抗通膨，像是遠期契約或期貨，但 REITs 應該部屬於這種性質。

**老師:**REITs 抗通膨的 argument 主要是接近實質資產的問題。有趣的是回到台灣到底是怎樣的情形，第 1 個貨幣政策，住宅與商辦有關係嗎?貨幣政策就是資金行情(現在資金過多)，投資者應買商用不動產，結果大家都買到住宅去，住宅已成為買進賣出的商品概念，剛才討論到台灣的不動產型態是什麼。

**佩萱:**台灣的不動產都是混合型的。

**老師:**新光有商用住宅，雖是住宅，但是商用的邏輯。最近新聞有日租型的住宅，影響到住戶，例如最大的日租型就是高雄的 85 大樓，有 20 多個房東在那，台灣真得很厲害，創造出日租型的住宅。又例如有一位公行系 3 年級的學生，在信義計畫區租房子做 2 房東，創造出日租型民宿，結果賺了不少錢，地政系學生應該可以考慮取得公寓，創造出日租型套房，是有賣點，但沒想到會讓住戶抗議，衍生出另一個嚴重的問題。

回到貨幣對整個影響，理論上對商用影響較大，可是反而住宅影響大，這些反向的結果，尚沒有答案。住宅與商辦的差異在於，住宅的租金是穩定的，商辦則是視景氣而浮動，以租約的角度來看是這樣的，例如 DCR 在美國住宅約是 1.2-1.3；商辦則是 1.5 左右或更高的係數概念，因此理論上商辦應該高於住宅的利潤，但是現在來看並不清楚，比較有趣的是 ECFA 辯論後對房地產的影響。

**淑湄:**昨天民進黨主席蔡英文說對房市有影響。

**老師:**台灣資金可能會過去大陸比較多，結果是如何還不知道。

**淑湄:**為何 REITs 都不會動，如果從佩萱的簡報中，市場訊息對住宅價格有影響，ECFA 也應該有影響，可是我們的 REITs 都很穩。

**老師:**第 1 個，我們規模小，法人持有比例較多，放在那是屬於資產的一小部分，只是分散投資組合，沒有炒作的誘因，量小就沒有動能。

**淑湄:**所以法人是影響的關鍵，應該 follow 法人，監測動作。

**老師:**這就類似股票市場的研究，關係在於法人規模持有與拋售買回的問題；但是 REITs 就相對無聊，量少、鎖住、變化又小。

**淑湄:**國外文獻沒有討論到法人對於股價波動的影響狀況。

**老師:**上星期好像有討論到，到底要不要跟著法人走，因為法人機構佔的比例較大，比較不會大起大落，相對較穩。過去股市的一些電視分析師，影響了不少散戶，造成市場波動；如果是法人，相對資訊要透明化，有依據，相對的比較不投機，合理的話，可預測性就高，波動就不會不理性。

因此讓 REITs 活起來的最大誘因就是 1.增加檔次，2.產品多樣化，例如合併、開發型不動產的創造，否則現在看起來食之無味棄之可惜。台灣發展 5 年多，相對的研究文獻應更多，但是目前沒有，尤其是分析性的 paper。

**宗忻:**CEO 在 SPC 投資下才會有動機？CEO 又算是經紀人？

**老師:**理論上是信託公司，內部管理與外部管理的意思，CEO 為 1.管理公司 2.信託業，每 1 檔都有基金管理人，又有代理問題與股東利益的關係，所以很多 CEO 想要將規模擴大，為了誰的利益？還是只是展現波動時的力量，證明 CEO 的能力以穩定地位。代理問題有 2 層次，又有雙重代理問題，例如物業管理公司，各自有不同立場。

**淑湄:**台灣不存在？

**老師:**台灣經營的 CEO 好像沒有什麼 power，現在土地銀行只是 SPT，本身只收服務費，兩個 structure 不太一樣的邏輯。

**俊鈞:**通膨對股市是負向的，政府為了抵制通膨會將利率提高，對股市與房市都會有負向的結果，利率高對房市也不是很好，因為貸款高。

**老師:**通膨升高時大家會買房，情願花更多錢在買房子上，以房子保值，通膨是 5% inflation 才會起來。有機會再多一點討論，答案本來就不清楚，經過不同的實證來更清楚，加上回顧文獻使大家有更多的感想，休息一下!

## 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch7: Diversification Versus Focus — Do You Really Want All Eggs in One Basket?

由陳靜宜導讀

—簡報開始—

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

**老師:**駿馬一號的商辦與辦公類型解釋成分散型應該是有所爭議的，如果是住宅與工商業還可以說得過去，因為商辦與廠辦都屬於辦公室類型，其中廠辦指的是工業區的辦公大樓，所以台灣八檔 REITs 大多屬於集中類型(請參考該簡報檔第 32 頁)，其中以新光 1 號的分散是最顯著的，而靜宜所分類 8 檔 REITs 當中基泰與駿馬應將分散類型改為集中類型，因此結論會有所差別，但是這表格是很好的分析。

—簡報結束—

**老師:**很好的報告，該章是很有意思的，我們在「管理學報」有討論不良資產的投資組合的事情，有區位與類型怎樣組合，結論是在不良資產將來如果做證券化有幾種不同的組合，何者是報酬率高的，是很特別的研究，且正準備投稿到國外的期刊當中，有興趣可以參考。

股票市場也有投資組合的講法，以股票風險(Y 軸)；股票張數(X 軸)的圖來看通常張數大概 5-7 張的表現程度最好，越多不代表越好，代表著組合越多越好及分散風險的概念。

因此第 1 個概念，台灣 REITs 2-3 個不動產，數量太少，國外都是 10 幾檔才來講分散概念；第 2 個概念，房地產是集中投資的概念，所以才要做 REITs 來分散風險，是基金管人做分散還是投資人做分散投資，REITs 就是小額投資，由投資人做分散風險的操作或偏好的投資想法；以基金管理人的角度來看，要做到最大的投資效益，也就是專業的經營，在此有兩個重點，分別是類型與區位，這兩個誰比較重要。1. 類型，例如經營商辦或他的營運支出、收益管理完全不一樣，那你要聘兩種人去管理這規模不大的情況下，因此房地產都希望專業經理人來管理，因此太多多角化的經營不見得是好，本業才是最重要的，因此產品的類型非常重要。2. 另外一個是產品的區位 location，有地區的供需關係，與地理位置相關，但對於經營效率來講，例如經營商辦或百貨，在台北縣或臺北市的經營成本都差不多，但會

與經營的 performance 差不多，差異在這裡，所以區位可以集中的，當然在說明房地產與股票的差別。

當然台灣的 REITs 只有 8 檔，每檔的組合只有 2-3 個不動產，要說是集中類型或分散風險，還有待討論，同學還有什麼其他 comment。

**淑湄:** 為什麼簡報檔第 26 頁，發現 REITs 增加特定不動產類型或地理區位的集中可提高股票的價值。然而有趣的是，採集中投資策略的 REITs 其股票價格提高，並非導因於採分散投資策略的 REITs 有不良的管理決策或現金流量的減損，而是因為增加不動產的流動性？

**靜宜:** 文章說增加不動產的流動性，是處理變現性的滿意與否。

**老師:** 例如賣辦公室與住宅的變現性差異，如果是以 cash flow 來看，區位越集中越好變現，如過度分散，變現的處理成本就越大，主要是從基金管理的角度來看。

**淑湄:** 但是例如在內湖有兩個廠辦，一個售出一個持有…

**老師:** 有些案例是 case by case，但這些結論是美國經過大量的實證結果，且討論一般性的問題，如果說個案，那就沒有答案，放在一起討論是會有爭議的，對其是不公平的，因為特殊的個案。

**老師:** 區位與類型都是不動產上應了解重點，舉例來說，有些基金管理人對於基金金融熟悉，但卻不熟不動產；又有些基金管理人對於不動產有深入的了解但卻不懂金融，應該是要把兩種 knowhow 的人結合在一起，這樣的基金管理人才好，台灣基金管理都傾向物業管理，對於基金的功能很少提及，台灣很保守有成長的空間，都是 young baby，應該還有許多成長的空間及表現，在實務上與理論上都應該得到更多的報酬，政府的角色在讓 REITs 如何的活絡起來！大家回去多讀一讀，產生一些想法，怎樣讓房市與股市更有趣！dismiss。