

不動產證券化專題研究第十次上課記錄

主題：台灣不動產證券化相關法規探討

時間：2010/05/03(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：彭竹君

出席：張金鶚老師、袁淑湄、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

【課程主題】

「國內不動產證券化文獻回顧」由羅雅怡報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch8：Dividends and Debt Policies of REITs—They Pay Out More Than Is Required but Borrow Less Than Is Allowed. 由沈俞君導讀。

【報告與討論】

老師：上課之前，同學們有沒有什麼問題？大家想想看，怎麼樣可以讓 REITs 更活絡？

相甫：有沒有可能由政府來示範一檔 REITs？

老師：政府的效率相對不高，效果可能也不大。記得有同學在作業上提到彰化白海豚例子的想法……

于婷：彰化一塊濕地是白海豚會游來覓食的廊道。不過，卻要拿來賣給石化公司，以一平方公尺 100 元出售。環保團體決定自己發起公益信託，呼籲全民來認股，一股花 119 元，先把 200 公頃土地買下來好好保護。我建議如果採用開發型 REITs 的想法，可以做成觀光生態的樂園，收益可以發回股利，一方面可以保育生態，也可以做一些經營。

老師：就是彰化那邊，政府要把地賣給石化公司，環保團體建議捐錢把地買下來讓海豚能夠回游。我覺得有意思的是不是只是買下來而已，可以再發展觀光或是生態保育的典範，大家出錢看有沒有回收。另外一種說法是環保人士純粹為了保育買地，不求回饋。如果有回饋，買的人更多，因為有誘因，股票會上漲，就是開發型，只是開發成不開發的地。比起純粹信託是避免募款的人賴皮，資產不會被移轉，這是對抗石化公司的邏輯。不過，面額 119 元是不是多太多了一點，大家覺得如何？這樣有沒有回應相甫的問題？或是你覺得 NGO 第三部門來做如何？

相甫：由 NGO 來做，會站在比較保護社會的角度，好像比較無利可圖。

老師：這是另外一種模式，幫助 NGO 想想未必無利可圖，說不定可以有一點利。這比靠純粹道德良知來呼籲大眾，好像更容易達成一點。至少擁有那個信

託憑證某個程度或許可能可以抵稅，或是當成傳家之寶，以後也許會很值錢也不一定。這是個不錯的想法，其實生態濕地的處理之前也有提過，像投資課也有提到荒野地的估價，那是另外一個做法。不過這好像已經開始在做了，只是不知道募集的成不成？好像需要蠻多錢的，每個人購買也有設限。

于婷：每個人最多購買 1000 股，也就是 11 萬 9 千元。

老師：所以只能小股持有，不能有大戶。

于婷：其實大家都會覺得環保好像無利可圖，但是像司馬庫斯的經驗，也是偏向環保但也發展觀光，限制每日入山人數，也是有收入的。

老師：主要是依靠收門票。

靜宜：老師，信託也有管理機制，難道沒有辦法付出股利嗎？

老師：信託是大家把錢匯到信託基金，讓信託基金去買，權利登記在信託基金名下而已，並沒有產生收益。

靜宜：想要發展熱絡，但是收益又都要發還給投資人，要怎麼辦到？

老師：妳是說要再投資的意思嗎？他只是募集資金做利用，如果有收益的話再每年發還一些。

靜宜：證券化可以抵扣稅收，收益要發還給投資人，政府是不是會喪失利益？

老師：可以從土地稅，像是地價稅、房屋稅收回來。妳說的應該是營利稅收的部分，但那應該也不是全部抵扣。基本上只是想要變成投資行為的利益分享、風險分擔的狀態，這個例子是提醒大家好像可以不完全是公益事業，透過某程度的營利，讓公益人士可以獲得一些收入。

逸杰：這例子是一些公益人士捐錢來保護環境，但是這個工作應該是政府來做，應該盡快透過國土計畫法告訴大家什麼地方可以開發、什麼地方不應該開發，現行發展好像常面臨開發跟保育衝突。

老師：衝突是社會價值觀的問題，坦白說衝突是存在的。到底應該發展經濟好，還是要保護環境，這可以算一算保護幾隻海豚是多少錢，值不值得？還有沒有替代方案也是一種想法。

但是價值觀是一種深沉的觀念，大家如果覺得環保比開發重要，當然政府可以做，如果不是這樣覺得，那就是少部分的人去募集有意願者的錢來做，政府來做的話是代表行使全民利益。

核心在於如何說這個價值觀是對的，當然也可以公投什麼的，但就複雜了，最簡單是用價格機制，也就是國外環保基金的意思。這也是回到市場機制，力量如果夠大就可以發生這樣的行為，怎樣讓它更大呢？若憑公益可能力量不大，但若還有點收益，可能力量較大，可以達到目的：保護環境。更大的誘因能讓更多人參與，得到一點美名又得到一點利益。透過小額募集資金方式，也許產生一些想像空間，是有它的價值存在的。我們先進行今天課程，有時間再繼續討論。

◎報告內容詳見「國內不動產證券化文獻回顧」ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：想問大家的是，為什麼做國內文獻回顧？回顧的意思是看看國內文獻發展到什麼程度，因為台灣發展比較晚，所以跟國外的比較，還有什麼議題可以做？利用文獻找出質疑點，有沒有什麼問題是需要被回答的？

繼續往下走，大家看的文獻是不是好的？坦白說，台灣 REITs 相關的文獻，其實刊在好的期刊上的不多，碩論比較多。參考文獻如果不好，表示可能無法判斷文章好壞，或是引用的不好或是可能引用錯了，會讓人覺得這篇也沒那麼好，特別是引用碩論，碩論沒有發表，只是學習中的產品。除非是不得已、有特別的理由，引註當成背景的討論，說明事件的發生，增強公信力，這樣是可以的。文獻回顧的目的是在於找出你的文章跟文獻的缺口。

國內文獻回顧長什麼樣子呢？REIT 碩論最多，博論也有一點，法制化相關的最多，特別是條例制訂前後。我記得白金安的碩論應該是最早討論證券化的，之後陸陸續續有一些。法制化的比較偏向討論法律上他山之石、可否攻錯的角度，對於制度經濟面的分析較少，更不用說是實證分析。這八檔發行前沒有實證資料，多採用模擬或是問卷的方法，不過現在檔次不多、變化不大，還是缺乏變證討論。重要是有沒有新的議題，可能是討論式或是分析式的文章，這是我們比較關心的。

另外，過去到現在這兩年來，是不是有新的，彌補了什麼缺口？跟國際比較起來當然有落差，但我們得到了什麼？

雅怡：制度面文章很多，比較新的議題是財務投資組合。

老師：有沒有一些例子，就是人名括弧年代。

雅怡：像是陳明吉等（2009）¹討論台灣與國外投資組合的結果。REITs 另外還有估價面的議題。

老師：估價有成長的空間，但是還沒有很好。IPO 有先畫靶心在畫靶柄的意味，有博士生發現各檔的三家估價結果都過於相近，方法不同結果怎麼還是接近。現在規定每季都要重估，是什麼意義？不然不準是不是就算了，有沒有更好的方法？第一檔 REITs 富邦一號用比較法估，但是證券化不是買賣，應該用收益法，所以第二檔之後要求收益法權重 50% 以上，但是也大家知道收益法會拉低價值，股票買賣的時候在意的是價格，這之間是有一點落差，方法也有所調整，所以權重應該要怎麼決定變成游適銘博士論文的議題。

證券化另外一塊的文獻是跟洪式韻、王健安寫投資組合的議題，想知道組合幾個標的最適合。台灣 REITs 實證研究的難題在於資料不夠好、不夠

¹ 陳明吉、蔡怡純、杜采萍，2009，「台灣 REITs 價位合理嗎？」，『台灣金融財務季刊』，10(3)：59-86。

多，我們使用不良資產的資料，結果是兩三檔差不多了，另外也有討論區位跟類型誰比較重要，試圖討論投資組合。現在資料應該比較多了，有這幾年的交盤價，當然可以照著股票市場的方法試試看，但是如果只是借用別人，缺乏原創性，比較不會上好期刊。

靜宜：還是要面臨資料的問題。

老師：資料現在已經不算少了，這幾年來八檔的資料。

靜宜：雖然資料上存在了，可是沒有人關注。

老師：可以想想經濟意涵，對市場有沒有影響，第二個是學術意涵。過去不做市場影響，背後的意涵是什麼？像是我們之前討論的開發型，可不可以設計有期限的情況，當然這沒有實施，可能討論的還是有限。

另外一種方式是用問卷做模擬，再不然就是導理論，討論數學，那也是一種想法，找出最佳理論解。跟國外比較有沒有什麼不同？

特別博班同學可能需要投稿國外期刊，國外雖然可能不關注台灣情況，比較關注大陸情況，最近也有學界朋友想從事相關研究，那是個賣點。做兩者比較，也是個賣點。當然，大陸也有資料的問題。

宗焯：我之前有看過評價方面的文獻，就是陳明吉（2009）那篇。有老師說那篇使用收益法有重複計入的問題，我不太懂，想請問靜宜學姐？

靜宜：我不是很清楚你的問題，會不會是跟自由現金流量有關？

這篇有說三種方法，理論價都大於市價，林老師有提到說後兩者（自由現金流量、實質選擇權法）因為加入實質價值跟選擇權，所以導致價值便很高，可能是問題存在。

老師：這篇是想討論更好的估價方法，國外有沒有更好的方法？討論的是價值跟價格的問題，估價在財務這邊應該是熱門議題，也有一些方法了，我目前不太看出這邊的缺口。

淑湄：能不能再多說一點跟王建安合寫的內容？

老師：收到銀行拍賣資料，當初想法是銀行拿到 NPL 再轉包賣掉，另外一種想法是投資組合後證券化，不良資產也是可以有證券化。NPL 會估市場價跟急售價，可能用急售買，但是用市價賣，背後產生利潤。不太容易的是難得有同一物體同一估價師估出兩個價格，雖然也不是真正的價格，但是試圖排列組合算出報酬率，畫出分布圖，結果有轉折點。背後隱含台北、台中或是住宅跟辦公的組合，可以看出類型跟區位的重要性

淑湄：風險是怎麼算出來的？

老師：應該用的是報酬變異，建議可以回去再看看 paper。

主要是想要說房地產異質性比較強，不用太多檔就可以對沖，另外，區位比較類型組合重要，試圖用風險報酬角度，回應台灣兩三個標的就可以有不錯的表現。投稿時遇到的質疑是，不能以此說明證券化的投資組合，只能說明 NPL 投資組合的效果，所以也就沒有多討論證券化的衝擊或是政策效果。那篇主要是實質不動產投資組合的研究很少，大部分是股票的投

資組合討論比較多，這是還算有趣的地方。

老師：來問問一年級好了，應該比較有動機去看 REITs 的文獻，有沒有什麼疑問？

庭萱：想要問 P.11 姜堯民(2002)²的文章標建議的資產不宜分散，是指區位還是類型分散？

靜宜：可能是跟上周的概念，跟變現性有關。

老師：標的分散不容易變現，但要流動性就沒有辦法分散風險，各有利弊。

庭萱：所以是指不宜做區位上的分散。另外一個問題是修法後有開發型 REITs，但是因為都還沒有真的實施，未來有沒有可能有相關的文獻？

靜宜：開發型 REITs 怎麼做？

老師：我曾經跟翁偉翔做過問卷，在證券化未發行前，詢問券商跟投資者願不願意買、會想買哪一檔？收集兩三百份問卷，用羅吉特模型分析。但是問卷是問未來的行為，未必會發生。

我說過，問卷有分顯示性偏好跟敘述性偏好，一種是問他還沒有發生的行為，一種是問他已經發生的行為，就跟需求案的調查一樣，問買屋的跟想買屋的人未來房價是否上漲，答案未必一樣。

發行三年後，又再做一次，想看看大家結果又如何？早期偏向顯示性偏好，未來如何，三年後是敘述性偏好，但這裡面仍有兩種，一個是真正買的，一個是還沒買的，答案還是會不一樣。

開發型也是一樣的道理，雖然還沒發生，但是一種訊息的參考。跑模型的結果是希望可以多了解一點，而不是只是敘述統計的參考，希望可以有一些政策意涵。就像要發行股票，基金經理人也應做一些研究，不過這種比較偏向實務界 paper。

其實我一直很好奇有期限的 REITs，國外比較少討論，因為國外比較追求穩定，但台灣國情與他們不同，也許有興趣的議題不一樣，像預售制度的 paper 也是台灣先開始做的，之後大陸香港才開始做。

靜宜：台灣地區這麼小，真的可以引起大家的興趣嗎？

老師：當然可以啊！關鍵不是台灣這個議題，而是議題背後的意涵，台灣只是實證的一個背景，當然台灣市場可能不被那麼在意，所以要更在意動機與貢獻。雖然不是那麼容易，但是講故事背後的引伸意涵是重要的，說明這是過去沒有被討論的，這個才是有趣的。香港比台灣更小，可是也很多 paper，其實也不是在討論香港地區，去找尋經濟意涵才是更重要的。我們休息一下。

【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Dividends and Debt Policies of REITs—They Pay Out More Than Is Required but Borrow Less Than Is Allowed.

² 姜堯民，2002，「Taiwan-REITs 成功的關鍵在流動性」，『台灣金融財務季刊』，3(2)：23-35。

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報開始—

老師：有沒有什麼心得？

俞君：老師我覺得這章一執著重於高舉債、高股利會怎樣，但是沒有人去探討舉債之後要幹嘛？特別是如果你買的標的是不好的，怎麼能說舉債是不好的。

老師：所以你的意思是說好標的更重要。

俞君：對！

老師：所有前提都是假設標的買的是差不多！當然有說法是認為股價表現好不好跟標的好不好有關，當然也可以質疑是經營者的問題，如果標的好，經營者不好還是會表現不好，另外也可以說標的還好，但是經營者很好的邏輯，這些都會有影響的。

現在是假設其他條件不變的情況下，問說舉債好不好？標題也提到 REITs 高股利、少舉債，好像也隱含舉債不好，當然也是凸顯 REITs 的特質，跟一般股票不同。股票是少股利、多舉債、成長型、在意價格波動。不過也因為不同，才會成為一種不同的避險工具。當然，要不要舉債還是可以有討論的空間。

股利有法令強制性，不能因為要成長而只發 75% 股利，這樣是不能成為免稅團體的。高股利是 REITs 的特色，但是舉債相對沒有限制，可是他為什麼還是不舉債？

俞君：老師，台灣是不是沒有股利的限制？

老師：台灣也是 90% 要發的規定，就是股利平均有 4% 的道理。高股利是沒有疑問的事情，但是為什麼不舉債，可以再討論，事實上這篇也沒有講得很清楚。

其實台灣 REITs 關於舉債的行政命令有 35% 上限，這算是很低的，但是也只有富邦一號有舉債買中崙站。

靜宜：新光好像也有。

老師：新光可能是後來才有，好像是為了合併的樣子。舉債之後股利股價都提高，也就是風險報酬都提高，對於他是正面的。那為什麼其他檔不舉債呢？這裡頭風險報酬對誰有利，值得思考。另外，經營者有道德風險，這樣對經營者到底有什麼利？台灣跟國外可能不一樣，槓桿這部分我沒有再進一步研究。

理論上我們鼓勵槓桿，但是背後是高風險，而前一篇也在質疑基金經理人的道德風險，基金經理人可能想辦法一直擴大，可以獲得佣金，反正不是賠我的錢，但是舉債我是可以從中賺錢的。不動產的 LTV 是高的，因為有抵押品，大約 80%，但若是股票舉債 80%，誰敢投資？這個邏輯上是通的。

但是為什麼沒有更多舉債？邏輯上應該鼓勵舉債，當然要看基金經理人的政策，還有政府的策略，像是限制 35% 上限也被挑戰過，這裡面其實都是行政命令，但台灣金管會比較保守，認為舉債慢慢來，目的是為了保障投資大眾，因為舉債太高會有高風險，所以會鼓勵或不鼓勵舉債。如果有誘因，當然基金經理人就會舉債。

回到剛剛說舉債幹嘛，是要有標的物可以買啊！不過可能也沒有太多可以買的，而且好像也標不過壽險業者，可能用處也不大。我覺得以台灣不動產的資產價值，應該有舉債空間才對，換句話說，就是如何活潑？也就是股票市場說的題材。經管會初期因為對市場也不瞭解，所以策略傾向保守，不要出事最好。但是是不是要一直這麼保守，還可以再討論。如果可以舉債，市場規模擴大，就會變得有趣，有想像空間，股價會波動，當然也就有風險。

俊鈞有沒有什麼想法？

俊鈞：我覺得這太保守了。他又不肯去借錢，報酬又全給他人。

老師：保守是好還是不好？

俊鈞：對保守的投資人是好的，跟股票相比，有另外一種避險的功能。

老師：那你覺得比不動產更保守嗎？

俊鈞：我覺得是耶~

老師：的確，我們一般買不動產 LTV 都很高，約八成。但是買 REITs 是用自有資金，沒有借款，而且要還掉，等還掉之後才可賣，買也只能整個買下來，放在那裏，為什麼不借錢拿去用？事實上是不行的。租金收益也是保守的，雖然也有一些 10% 成長，但也不多，買的東西也很少，可能買一些跟不動產有關的 MBS。

基本上想要創造另外一種不同報酬風險產品的邏輯，這也就是它的價值所在，創造一樣的也沒什麼好討論。另外，不同的 REITs 是不是有差異，還是可以有選擇。

另外一個問題也沒有回答到，就是靜宜上周問的，報酬是什麼意思？理論上報酬分股利股價跟增值三塊，增值的未實現，但是事實上存在，只是不知道是哪一天。一般人買股票不是因為股利而是因為股價波動，當然，預期增值也可以折現回來，股利是唯一實現的，股價波動也要賣掉才會有實現。

俞君：現實上有折現嗎？

老師：沒有。不過其實有期限是比較有利的，獲利比較高。

俞君：大家會有一個目標。

老師：沒錯！所以我說台灣為什麼不做有期限的？對投資人來說，可能獲利更高，因為大家在意的不是租金，而是股價波動。

回到投資策略，分基金經理人跟投資人兩塊，要如何吸引他們讓市場活潑，這就是我們的目標：讓更多人參與。從這角度看，我覺得台灣還有很

多改進空間，當然從研究角度來看，危機轉機，可以有一些學術討論；而從市場的角度可能先佔先贏，或是買到如何處理。台灣在大家還不清楚的情況下，比較保守，那麼台灣故事如何與國外的故事產生對話？

我當初也算是這個制度的催生者，但這孩子長不大，也會想說是不是要給他吃一點歐羅肥比較有效？這週可以了解台灣情況、美國情況和股市情況，希望了解之後，可以有能力操控市場。我們今天上到這裡！