

## 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）<sup>1</sup>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

---

<sup>1</sup> 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)<sup>2</sup>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.

<sup>2</sup> 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！