

## 不動產證券化專題研究第十一次上課記錄

主題：不動產證券化評價面討論

時間：2010/05/10(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：蕭琬玲

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】

「不動產證券化評價-以台灣 REITs 探討之」由陳靜宜報告，以及 Real Estate Investment Trusts Ch9：REIT Security Offerings — Are They Different from Other Securities?由羅于婷導讀。

### 【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見陳靜宜「不動產證券化評價-以台灣 REITs 探討之」ppt 檔案。

—簡報結束—

**老師：**

靜宜算出來的結果，現在都為 under value，這其中有很多有趣的地方，靜宜的評價認為是 under value，第一個疑問是準嗎？是否有信心？她的評價認為可能是這樣，我想或許有可以證明的地方，但這樣的原因為何？評價背後的關鍵點在何處？我們地政系的應該也算的出來，我們學的是估價，她學的是證券評價，我們學不動產的評價，現在已不完全是證券化的評價了。到底 REITs 值多少錢？現在的票面價值下與實際價格到底差多少？這兩個一開始有不同，你在算的時候真的有不同嗎？收益還原法是關鍵。

**靜宜：**

我只是將 98 年的資產處分掉。

**老師：**

也就是說與 98 年假設差不多，有折舊或增值，2010 年處分的價值。當然，現在的價值對不對，帳面上寫的、或書名上寫的，背後可能的意義為何？結論在於可買或不可買？理論價值與實際價值的落差如何？你們學估價的與金融所有何差別？有學生有算過類似的。

**靜宜:**

有算出理論價格，我高一點，因為我的無風險利率不同，我估的比較小一點，所以折現回來比較高。

**老師:**

所以折現率的差異，造成結果的不同。

**靜宜:**

其他文章，針對未來成長率應該要多少。未來是真的往上成長等因素，都會影響結果計算。那如果都可以自己去調的話，我其實也可以把這調低啊?這樣理論價格就不理論了?!

**老師:**

所有講估價機率分配，對未來機率價格的分配，理論價格本來機率分配的問題，存在有風險，機率發生的狀況如何?風險非為絕對。真正只有收益嗎?背後有幾個很大的爭議問題是甚麼?!如果有問題，應該要怎樣來處理這問題?!

**靜宜:**

若 REITs 沒有到期，那我偏向收益還原法，直接用折現的方式，不是應該用直接還原法比較適合嗎?我這樣估起來不是更高嗎?

**淑湄:**

你好像只用第一年淨現金流量下去估，就會想知道說你的收入和成本的部分;這個收入是穩定的嗎?譬如說建物過幾年需要大翻修一次，這些大的成本妳沒有考慮進去，妳就假設了?

**靜宜:**

我去看公開說明書，有關這一期它會發放出來的訊息，目前 REITs 可以發放出來的股利的收入，如果都看好的話，是都會成長。

**老師:**

你有無看他過去的變動?

**靜宜:**

我去看現在的通膨。

**老師:**

強調十年也算是合理，至少不可能到無限期，那當然唯一的期貨價格。

**靜宜:**

是放資產或以未來收益，這一筆到底是要放資產處分掉，或是如何?

**老師:**

這樣看設計的不同，來結束這基金，理論上講應該是處分掉，再發還。大家有無看法?有何盲點?

**老師:**

所以基本上他有將每一期的提列費用講出，妳看他前面的假設。他實際每年在發還的時候，都已說要先提列出來。

每年的資產價值，當然主要看變動的情況如何?當然也有用收益其他的方法進行，還是有預期收益多少，目前沒有相關案例，我們目前都在說經營的收益，原來的價格與開發後的價值，開發前的價格和開發後的價格會不會有落差，和經營後的利得多少，未來在經營中的利得。我們這裡有估價師嗎?逸杰有何看法?

**逸杰:**

處分價格的問題，好像會差很多，因為感覺來看是否會更低估?用以前房地產的波動去計算，是否會有差距很大問題?

**老師:**

到底是怎回事?未來利率會到甚麼程度?是不是會太高?是折現率太低的問題嗎?我們先休息一下，再想要不要好好買?不買待何時?等會兒討論。

### 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch9：REIT Security Offerings — Are They Different from Other Securities?

由羅于婷導讀

—簡報開始—

◎報告內容詳見羅于婷 ppt 檔案。

—簡報結束—

**老師:**

討論一下與剛才的報告有何連結關係?

**于婷:**

可能可以討論到有關將處分價值加入進來的問題，但因為有期限，所以可能會有高估的問題。像美國這樣的方式，以有期限的思考模式，讓大家對其預期可能會比較高，但真的放到市場卻有落差。

**老師:**

針對美國的經驗與臺灣經驗相比。如果是有期限的，因為有預期的關係，所以就比較偏向溢價發行。價格就會變高，如果以美國經驗的話，比較沒有溢價發行的問題，價格就比較合理或平穩一點，因為沒有預期的界限。這一點邏輯放到台灣來說，我覺得都差不多，在臺灣的經驗，沒有這樣的實證，我不知道會不會有這樣的問題出現。我們之前討論過幾檔的 REITs，可能市場就會有趣多了。當然於其價格也會高一點，溢價發行的機率也會變的高一點，

**靜宜:**

通常 IPO 是低估的，投資人才會進場，因為這樣投資人才有利可圖，才會選擇進場。

**老師:**

所以意思是說，無限期的話，變成更多人買進，有期限的反而少人買進。通常來說，無期限的算出來可能會更高，而有期限的最後到底會如何也無法真實的確定。有期限與無期限到底誰的價值會比較高，這一點沒有理論上的解答，目前實證結果皆未有進一步的討論。無期限比較沒有溢價，有期限比較有溢價問題的邏輯，當然這樣的意思，與剛剛討論的意思到底差別在哪裡？隱含著一個故事在說，一開始的價格就已經溢價了，所以在這溢價的結果下，我們的價值都是過高的估計，價值比現在更高，就造成過高的估計造成現在的結論。若一開始的實際價格比較高，爭論在於這八檔，可能在一開始的時候都過高估計，一開始不值得這麼多錢，都賣的太高的價錢，所以太高的情況下，每個檔都變成議價發行的狀況，與這樣的計算方式，因為一開始的估算是準的，所造成偏誤的來源，這樣的情況下的爭議自然會產生。所以想要回答說剛剛討論的，是不是大家都買進會越好，若當時的估價是有問題的，這會造成爭議。

**淑媚:**

原本估價師估算的如何？以她的數據估出來是這個價格，但如果公開的數據是公開的話，這樣是有錯誤的餘地嗎？

**老師:**

按照收益還原法，現在基本上是以出租收益發還，所以儲存這麼多錢下來，當然一開始收益率是可以被挑戰的地方。不過剛剛所說原來的資產價值，將來這一棟賣掉的話，可能一開始就估的過高了，但賣到的價格可能不是這麼高的，資產籌備價值沒有這麼高，就是指最後 ending 的價格不是這麼高；那當然一開始的話，他要發這麼多股票給人家，一股 10 塊錢，而剛開始的價格可能只有 8 塊，所以他是溢價發行，多兩塊錢，溢價發行的結果底下，我是指一開始 IPO 的情形，我的想法是想要把這兩個結合在一起思考，這一點有趣。通常溢價的話，大家就不會買，折價才會買，所以現在不買的意思，就是因為溢價所以才不買，是否有資訊不對稱的問題，有需要討論的空間，蠻有趣的。

**靜宜:**

這樣聽下來若跟國外比較，其實是相反的。因為國外一開始發行 REITs 的話，就都已溢價方式發行。大家都要買的時候，就是溢價，

**老師:**

IPO 是溢價，有期限的是溢價，沒有期限的就都差不多，沒有溢價或折價。那第

一個交易日如何...?

**于婷:**

可以看 180 頁的表，就是它無期限的部分，與有期限的不同，顯示出有期限的在第一個交易日就已下來了。

**老師:**

反過來講，有期限的在臺灣有經驗，無期限的為 1.94，表示它第一天就賺了 1.94，表示它是折價發行，它可以賺到 1.94 的報酬；所以通常發行是有一點折價的方式，我們在臺灣的經驗，臺灣的第一天沒有算，臺灣的 IPO 基本上是有一點折價，剛開始是有一點蜜月期的，相差一點點但差不了太多，當然前面的有，後面的也並沒有太多。這故事講的另外一個 REITs 的重點在於，0.21 的百分比，而 NON-RREITs 是 18%，一般來講折價來說是 18%。其實富邦一號第一天也是吵很多，前面幾檔而已，後來就比較沒有了，所以基本上從另外一個角度來看，也是折價的一種想法，我剛剛的爭議在於，基本上是折價，可是市場上的收益也好，或本身的估價，到底準不準的問題，因為左手賣右手，從股利收益換算下來的情況之下，我們想要問題在於，台灣現在的 REITs 其實都是 under value，大家可以去買。

**淑媚:**

有升級的壓力，第二次貸款等，會讓原價值看起來沒這麼高，所以算出來會比較高的價值。若以老師說的升息，去考慮未來升息率，可能就沒這麼樂觀。

**老師:**

這是我一開始在挑戰的還原率的想法。只有借款的好像只有富邦一號有過，借款後好像沒有再發行。有許多有趣的經驗，在臺灣沒有碰到，在美國經驗用到臺灣的時候，到底是不是適合可以用的，是剛好相反，或完全不能適用，在臺灣的想法，可能還是跟國外有不一樣的地方。剛開始發行的結果，我們討論到的差別，有趣的在於說，美國與台灣的經驗中，他山之石不可攻錯，這樣的邏輯，可以攻錯或不可攻錯的部分為何，都是必須考慮的部分；譬如說在臺灣，現在看起來可能不普遍、不流行了，若真的大於實際價格的話，它就不會去買它。

**雅怡:**

假設投資人對於買進賣出，雖然 REITs 它在市場上的價格比較高，買進賣出會有價差，投資人一定會選擇報酬率相對價格較高的部分。若我為投資人，一定選擇對我相對較高的利益去買，就不會去買 REITs。

**靜宜:**

那相較於 REITs 它本身是以收益再持有，國外的波動性也是像臺灣這樣的情形。

**老師:**

外國波動相對而言較小，不過當然也在說，他們的檔次多，我們的檔次也相對較少，所以國外經驗與臺灣是否有關係，你的問題在於？

**靜宜：**

就是美國和臺灣同樣都是 REITs，感覺像定存，臺灣也是如此，國外的波動卻相對較低。

**老師：**

國外的波動一定比我們大很多，因為它規格大，它本身的價格還是有波動的。股價波動顯然還是比我們大的情況，我們法人目前是以持有的狀況，買了就不賣，若規模又小的話，就沒有生氣；有買賣，市場上才會買進賣出，價值的存在，股利每半年試發一次，只要是試發可能現在是 1%、2% 的定存，但當利率往上走，你還會買嗎？這矛盾與問題在甚麼地方？！

**淑媚：**

那理論價格會實現嗎？

**老師：**

理論價格不會實現，或許也有它的盲點。

**雅怡：**

像台北市的房價，在大安區可能會變成很有錢的資產，若它們不賣的話，這些就好像是紙上價格。

**老師：**

我也覺得應該有這樣的價值，價格實現是很重要的。沒有實現的話，價格就比較難被比較。

**于婷：**

臺灣交易比較不足，若管理者很委屈的認為我的價格被低估了，所以當她覺得委屈的時候，就可能選擇清算的動作，會做第二次的發行，所指的清算是指賣掉或結算。

**老師：**

結算的好處在於可以賺進，若大家覺得說我的價值被低估了，今天若有一千人持有這不動產，大家決定賣或持分，如果大家都覺得低估了，就會這樣想了，未來大家都同意，就賣了。公司僅為經營者，經營獲利與其無關，只有持有受益憑證的人。

**老師：**

台灣的 REITs 到底是怎麼回事？是理論上或實務上的錯？實務上價格真的是偏低的，一般投資人沒有了解，沒有認識到這麼好而可賺東西，另外一個講法是有但是買不到，真的有心要買，每天就去買它，除非它有交易，交易不多是真的。

**淑媚:**

感覺上這樣的東西，制度是不透明的，內部在玩甚麼都不知道。

**老師:**

相對比不透明的透明的多，也不見得不透明，因為每天都有買賣交易資訊。

**淑媚:**

沒有高報酬，卻有高風險啊!

**老師:**

沒有估價的高報酬，但是股利是有的，穩定的股利是有的。下來也無所謂，趁機買入，認為是否為好的投資工具或好的一檔。是我們看走眼了，或是看錯了?! 靜宜算的理論價格，算對了，我們就買，甚麼時候實現?其實沒有實現的一天。

**靜宜:**

買了成本，回收的是股利(利息)，沒有到期日。

**老師:**

有點像在壽險基金。每年發一點壽險股利，與壽險的感覺有點類似。以美國經驗，講 IPO 與 SEO，IPO 當天的獲利，台灣的 IPO 收盤價找得到。我們有算過蜜月期的情形，台灣沒有特別的顯著，在我過去的幾檔我們有算過這樣的東西。今天所說的 IPO、SEO 也有估價的問題，平常中間的評價，應由估價師去估價一次，估價結果都會有節錄，增值加上股利加上價格的波動，看起來會還不錯，只是資產價值的情形，是不知道怎麼實現，但有一天會實現。

**淑媚:**

短期內不會實現，所以不會有吸引力。

**老師:**

股利回本(4%)，還很早。股價的波動會如何，若本來很低，所以得到的報酬，可能會有其可能性。另外提到的問題是，金融海嘯後的差別，是否有影響此評價? 金融海嘯，除非他有借貸，換句話說，價格的波動或預期心理，應該不會影響太多。金融海嘯買的時候是最好的。現在金融海嘯過了一年多，卻未回到之前的水準。

**靜宜:**

有錢的話才會買。

**俞君:**

波動性太小，所以我不會買，或者說既然都要做投資，就不會考慮到此投資方法。若等到快要處分的時候在去買，(會公布嗎?)。這應該會公告吧?若為法人機構持有很多，法人會不會考慮收益這麼低的問題?

**老師:**

因為若要重估的話，每一季還是有價格影響它的因素(以實際價格估)，等於帳面上還是損失，有上限規定，若整個規模都很小的狀況來看。若多發幾檔，且有期限的，或許 SEO，則這市場就會活絡很多。

**老師:**

制度面看起來是有困境在，但真正的問題是檔次太少、規模的問題。要看各種情境的模擬。這也是我最大的感受，剛日本發行不久的 REITs，他們有其他的資產，但都不能算，上市的才能用，我記得三十幾檔，日本就有比較活絡一點，兩三檔沒有出現，經委會要檢討。我們之前有在審估價報告書，現在都沒有審查了，這其中有很多矛盾與待討論的地方，理論界與實務界的差距還是很大的。當然我覺得現在發行，尤其房價在漲，有它的可能性，多半都為保險業者去買去的。壽險者的基金就很龐大，因為這樣所以沒有檔次或發行，可能需要討論。

**淑媚:**

公司擁有大樓然後證券化，是否會有問題?

**老師:**

可以優先買回，事先資產信託，由專任融資，這兩個可做比較。BOT 為權利金的問題，OT 的例子，營運的話拿到權利金，但資產還是你的。若是 REITs 就是賣掉囉，賣掉好價格以得到獲利，有售後租回的味道。資本利得與經營中的利得，是否要分給大家，為經營物業管理的問題。

**淑媚:**

證券化對公司而言，就是取得資本的管道?

**靜宜:**

我跟銀行借錢，若我透過 REITs，是跟大眾借錢，信用風險自己會比較高，但轉到 REITs，風險成本就會比較低。

**老師:**

基本上為 REITs 的信託方式，包裝成本與個案融資的費用做比較，資產信託他所付給你，你所拿到的代價，憑公司的信譽去進行，但要視情況而定。大家看起來還是成本有點過高，因為無利可圖所以不流行。

**靜宜:**

原本想要探討這個，變得有點灰心。

**老師:**

今天討論關於是理論上錯或是實務上的錯，兩者可能都會錯，是今天討論的有趣課題。時間點的選擇對於買賣房子是重要的，買到相對高點，跌到怎樣不知道。現在不是最高，可能於半年後，下半年可能是房價最高點，之後可能就是往下走，至少兩年以後，房價往下走，我們再去買進，市場有一天會回來的。我們學理論

的，都知道理論模型是對的，但可能於實務上賺不到錢，我想時間點可能是一個關鍵點。REITs 應該是相對低，雖然也許算錯了，但沒有太離譜，但或許可以接受，也是可以多少買一點；反之，房價過高，可以賣掉一點，若兩戶賣一戶，另外一戶出租。大家若都不理信，一直哄抬或綁價制度行銷的話，使外生變數無法控制，可能會有問題，利率往上走，可能會改觀。一些市場的因素或人為因素，市場的變化有趣就在這，市場過多外生干擾。

**淑媚:**

老師是否相信政府的決心?

**老師:**

一方面看理論，一方面看實務，台灣與美國的對話。有些反向、有些同向，台灣很小規模，又有很多沒有經驗，或經驗出來到底為何，投資客的想法為何，這又很弔詭，只在乎股價不在乎股利。現在一般的股利為多少?有 4%嗎?沒有這麼多。基金有可能多一點，基金因為比這好，所以真正拼不過基金的。外幣基金小型很危險，可以買國外的 REITs 基金。

**靜宜:**

一般基金可能為期限限制的。

**淑媚:**

不動產證券化為穩賺不賠的嗎?股價降了就賠了，心中無股價，就賠了。

**老師:**

買 REITs 的人通常是保守的。

逸杰:改變 REITs 股利的結構，目前只有 4%，每年從事資產價格，這些增值的部份，賭景氣上升或下降，資產處分的價值，每一年都重價格去重估，差價都不實現.....。