

## 不動產證券化專題研究第十五次上課記錄

主題：不動產證券化之報酬與風險

時間：2010/06/07(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：羅于婷

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

### ◎期末報告：

1. 內容包含每周心得、總心得、三中三英、Term paper
2. 裝訂成冊繳交

老師：靜宜的心得提到最近財政部提出推動國有地證券化的構想，要選擇國有土地從事類似 BOT 這樣的開發經營方式，發行一個證券化商品。國有土地怎麼利用？賣或者租？由於目前是賣而不是募集資金，問題是誰買？國有土地如果只租不售，那是地上權的問題，租金誰付？怎麼付？目前的邏輯不是證券化的邏輯。

靜宜：說法是說證券化，但是內容其實不是。

老師：可見大家對不動產證券化還不夠瞭解。公有土地怎麼利用，開發型證券化也還沒有講清楚，未來如果可以做起碼可以增加檔次、類型也都是有可能性的，讓整個發展、經濟等等都更加活絡，我們政府的困境在炒高房價，另一方面又被說資源沒有有效利用，政府可能會說賣給民間，讓民間利用更有效，但賣了又會被質疑炒房價，因此證券化似乎會是一個很好的途徑，這個都可以進一步討論。

### 【課程主題】

「不動產證券化之報酬與風險」由王俊鈞報告。

### 【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見王俊鈞「不動產證券化之報酬與風險」ppt 檔案。

—簡報結束—

老師：大家覺得剛剛俊鈞講的報酬、風險如何？先說一下 REITs 的報酬來源有哪些？俊鈞說一下。

俊鈞：主要是每年股利與股價變動。

老師：股利與股價變動通常證券報酬都是這樣，但 REITs 可能還有處分資產的增

值利益，雖然可能拿不到，不然每季、每年重估要幹嘛，但說不定有一天可以實現。因為國內現在都是無期限，在國外有期限的部分，增值利益最後給誰？

靜宜：投資大眾都可以分配到。

老師：房地產波動的價格最後還是投資大眾的，只是什麼時候實現的問題。但那一塊沒被實現怎麼可以折現回來？或折現到什麼程度？從會計來講是不存在的，但從預期角度存在。剛剛聽到的都是美國經驗，這不等於台灣或世界其他國家經驗，為什麼等或不等、差異多少、為什麼？當然可能是美國的市場較大、發展較成熟、資訊比較透明，可以想像未來如果我們發展地比較成熟也許也不錯，對其他國家還是有一定的參考價值。其實報酬比較高通常風險也比較高，這樣的內容其實是比較無趣的。

俊鈞：我覺得有趣的是權益型的

老師：equity REITs 和 mortgage REITs，後者比較少後來就不見了，其實這是市場機制的法則，為什麼權益型的比較好？到底有什麼理論或正當性，因為貸款 REITs 應該是很穩定，就像銀行放款二胎、三胎，當然可能有風險而報酬比較少造成這樣的結果，但可以把利率往上調，相對的借的人就少，因此在市場上就沒有誘因，反正台灣沒有 mortgage REITs。我曾經建議銀行局建議發行，但他們認為放貸只有銀行可以做，這樣不動產證券化成為銀行的角色在台灣法令上不可行。

看到美國經驗與其他國家經驗有相當的落差，即使在美國也可以看到不同時間點的報酬風險是不同的，所以每個文獻講的不一樣，最後答案是什麼不知道，當然時間越長結構就越穩定，但對投資者有用嗎？投資者會買這種長期的標的嗎？持有多少時間也是無解的，大家知道時間是有循環的，以什麼時間點切下去結果會不一樣，終究沒有一定的結論。所以看起來 REITs 的 paper 很多，只是到底有沒有提供有趣的、先驗的贏的策略，經過這麼多研究能否告訴我誰是贏家。雖然可以說 hold 平均五年是比較好的時間，但要是景氣下來時持有，仍然無法有效的獲利，這也是在挑戰學術界能不能提供一個有效的投資策略與觀點。

房地產投資的三大要訣就是時機、區位、類型，時機剛剛說過了很難掌握，唯一一個就是大家知道的逢低買進、逢高賣出，但就是找不到那個低點與高點。那空間與類型哪一個比較顯著？

俊鈞：空間的分散比較無效，類型的分散效果比較好。零售、旅館型的報酬比較不好。

老師：空間的分散效果在美國經驗效果不大，那台灣這麼小可能空間分散的效果也不好，但台灣的南北落差很大，這方面沒有太多實證，背後隱含資產流動與資訊效果。反而他說類型分散效果比較好，以美國經驗來看買商場或是辦公報酬是不同的，因此類型會是投資人需要注意的，或者用類型來做投資組合。如果不能做組合只能選一個，文獻說選旅館或工廠，選商辦

可能好點，而台灣目前來看是住宅比較好，辦公類型比較差，但未來不知道。這都是在問一個美國經驗對台灣的適用性或正面、負面的訊息。另外一個問題是 REITs 與大盤的表現如何？REITs 的表現有沒有優於大盤？

俊鈞：權益型比較好，其他表現相對差。

老師：這個有點怪怪的，通常美國經驗是 REITs 的表現比大盤好一點，因為 REITs 是小型股，我想應該還是有些預測能力。美國經驗中，REITs 是介在股票與不動產間，比較偏股票；台灣的 REITs 在不動產與債券之間，比較偏債券，與美國有這樣的差異很有趣，為什麼會這樣？可能是因為我們量不夠大、資訊不透明等等，背後到底是什麼的原因或經濟意涵的討論可以再發展下去。報酬的衡量剛剛說到有三大部分，也許增值部分在台灣會很有潛力，沒有被充份討論，當然這樣的炒作指的是公司實質資產的運用，而不是壟斷式的炒作；報酬其實應該是四塊，第四個部分是什麼？這個在美國是存在的，大家想想。

雅怡：租稅的部分。

老師：REITs 本來就是因為免稅才產生出來的，稅的減免、成為免稅團體很重要，特別對法人機構來講，過去吳淑珍的例子就是這樣。

俊鈞：少的支出就是多的報酬嗎？

老師：這是年終可以做抵扣，不然要繳一些資本利得稅，只是沒有去算清楚。

淑湄：這樣是不是台灣稅的利益不夠大，所以發展得比較不佳。

老師：台灣買 REITs 還是有一些稅的利益，美國在稅的設定上有很大的吸引力。但很多東西可能沒有被台灣投資者體認到，所以可能就沒有發展。

淑湄：是沒有體認到，或者其實已經體認到了才發展成這樣。

老師：也許，但很多人其實搞不懂這有什麼好處。回到風險，REITs 有哪些風險？從報酬的角度講 REITs 有許多報酬的可能性，過去說 REITs 的報酬來自股票的股價波動與不動產兩塊，像營建股會受大盤與不動產這塊，但營建股受到大盤的影響比較大，受到房地產影響有限，因為房地產價格波動不清楚，反而消息面影響大盤與營建股比較多。理論上風險也來自兩方，但若去風險的討論還是不清楚，像營建股的 behavior 也是不清楚的，營建股雖然受大盤影響，但個股表現也很重要，常看到整個營建股優於大盤或劣於大盤，每一家也會受到推案的時間、區位、或是入帳時間、房地產高度異質、市場資訊不透明等等因素影響，與其他股票不同。從營建股推展到 REITs 一樣可以看到很多事情、風險來源是不清楚的。

俊鈞：房地產價格

老師：應該說是房地產價格的波動，美國經驗 REITs 風險在哪裡？這波次貸風暴對 REITs 的影響很大，看起來我們對報酬掌握能力稍微高一點，但對 REITs 風險來源的掌握能力比較差。從這幾年來的討論台灣 REITs 的風險波動較小、變化不大，雖然也是會隨大環境波動，但沒有劇烈波動，也可能與偏向債券性質、規模小、法人持有有多有點關係，與持有者行為也有關—被誰

持有，被多少人持有，買進賣出動作會影響到價格，就像分析股票也會講國內外基金、法人與散戶的關係如何，這就是在探討背後持有者的情形。另外一個因為 REITs 是長期持有，理論上很重要是管理機構、基金管理人、信託業者但沒有被突顯，照理說管理機構、基金管理人、信託業者的能力很重要，只是在台灣左手右手的情況，這些都變得不大重要。

淑湄：在台灣基金管理人與管理機構都不重要，但國外這些角色很重要？

老師：因為基金管理人要做決策、決定委託誰管理也重要，在台灣就是 hold 住財產就好，沒什麼決策好做，不能合併、處分，當然看出問題要怎麼改善也是一種想法。

淑湄：這樣不好嗎？如果不要那麼積極這樣不好嗎？

老師：當然不好，沒什麼管理或激勵的效果，只有消極的管理者對投資人沒有什麼好處，對市場也沒有活絡的作用。現在台灣文獻有限，所以借鏡美國的經驗，我們要怎麼看台灣的報酬風險，怎麼改進這都是有趣的。另外，美國經驗發現小的 REITs 比大的好，但是俊鈞說台灣都是小的，但我也曾經說過如果把一號、二號合併起來是不是有比較好。

靜宜：從剛剛報告來說小的 REITs 好像比較好，台灣各檔的表現好像也如此。

老師：但報告中算的是股價的報酬，有些可能因為基礎小所以波動很大，國泰、富邦股價大概在 11 塊波動，其他可能就比較低價，而股價波動相對大。我試圖在想基金管理人是不是做合併的動作讓規模變大，會不會對投資人比較有吸引力，但美國是短小精幹比較好一點。

如果回到本質，看各 REITs 的大樓管理得好不好，哪棟空置率低、租金高、投入與產出的 NOI 表現等等，一些比較高價的標的，看起來管理者的經驗豐富，表現比較穩健，但訊息的反應如何還不清楚，這一塊也是可檢討的。回到真正的 REITs 或股票來講，可以發現有一種不好的現象：公司經營好不好不是重點，懂得怎麼炒作反而比較重要，有些公司炒股票比經營本業利潤還多，這是很大的傷害，你無法否認短期炒作是存在的，股票不是反應出實質資產價值。大家有什麼想法？

俊鈞：現在看起來股利比較有關，股價的變動不見了。

老師：照理來說應該是管理得好，股利多，股利表現得好股價應該要漲，這是怎麼回事。

俊鈞：會不會是投資人買了一個不動產證券化標的，但裡面包的內容他們都不清楚。

老師：我相信大家還是會有一定的瞭解，相信法人機構不會如此，小散戶可能有，但應該還是對投資標的有一定的掌握。

淑湄：但美國經驗把所有可能性都做完了，結論也不一。

老師：但台灣的制度、市場以及法人、投資者的行為與想法都會不一樣，我相信會有差異，只是還沒有被找出來。

逸杰：感覺管得好不好很難被量化，例如內湖比較差的商辦，可能無論如何都是

空置率高。

老師：物業管理還是能做一定程度的量化，芳妮的論文就在做如何將管理維護的結果做量化。而且我們可以看租金水準與空置率這兩個核心的狀況，這個是聯立解，市場跟管理者還是有關的，白話一點就是賺錢不是只憑運氣，還是要有一定能力來獲取報酬，與這樣的原則差距大多是不太合理的。其他人有沒有什麼想法？

俞君：景氣好像對 REITs 的影響不大，像金融風暴雖然對 REITs 造成一定影響，但 REITs 好像沒有像其他產業被波及地這麼慘。

老師：金融風暴對股價有影響，對 REITs 也是有影響的，一方面是股利的分配可能半年、一年一次，又由於 REITs 的租約都是長期，要到換租或一定時間後才反應出來，所以有各種訊息等干擾項，也有 time lag 的問題，所以是消息面與資產面的結果，研究者就是要把這些關係分離出來，掌握得更好。你看現在經濟好像起來了，但是經濟似乎是不穩定的，二次衰退的可能性是在的，像美國現在不動產業也是還沒有復甦的跡象，法拍屋還在增加，去年在美國 LA 開會，與會的學者也認為房地產復甦還早，經濟其實也還沒有復甦，台灣雖然一直說經濟起來了，但我還是持保留態度。

老師：到目前為止我覺得算是有一些輪廓，美國經驗如何，對照台灣如何，都還可以再討論，哪些能對台灣有所改進的，雖然資料並不太好，但我相信是有一個 picture 的。俊鈞提出的幾個問題答案如何？股票報酬率台灣真的居於亞洲之冠嗎？

俊鈞：這是 2009 年的表現。

老師：時間點怎麼切也是一個，2009 年這樣切我們的股票報酬率是最好的。

俊鈞：但是 REITs 表現是最差的，而且差距很大。

俞君：為什麼新加坡的 REITs 表現優於其他亞洲國家？

老師：新加坡有幾檔 REITs 規模很大，國際化程度高，管理也好，這樣外商、外資比較會投資，整個環境不錯。第二個應該要考量利率，利率如何沒有提到，不能只單看股票與 REITs 的表現，利率是很重要的因素，應該要納進來討論。當然為什麼台灣 2009 年股市表現這麼好但 REITs 表現比較差？第一個可能是別人比我們有效率、經營績效比較好，另外也可能是因為規模太小或檔次不多？

俊鈞：看起來台灣的規模不算太小，當然相對於日本、新加坡、香港差，但高於韓國 4 個、泰國與馬來西亞，但他們 REITs 的表現還是比較好。

老師：確實台灣 REITs 的表現不好，我們比較不活絡、沒有交易，我們該怎麼面對？這也是一個危機轉機，逢低買進是對的，雖然什麼時候漲起來不知道…。第二個問題他山之石可否攻錯，你覺得如何？

俊鈞：國外是眾說紛云，沒有一定結論，應該還是要看自己的結果。

老師：確實政經環境與制度不同，所以他山之石也許不可攻錯，每一個地方都有

其獨特性。但是背後的理論與經濟行為可能是相同的，只是有沒有萃取出來做一個瞭解，市場沒有效率、資訊不透明、制度管制太嚴可能有些影響，這一塊如果能清楚也許可以提供一定的參考。

俊鈞：從台灣 2009 年 8 檔 REITs 的表現來看，股價較低的 REITs 報酬比較高，股價高的報酬低，到底投資人應該選擇股價高的或是報酬率高但股價低的，也許要看投資人的偏好？

老師：這樣沒有答案，其他人有想法嗎？

俞君：股價低、報酬高應該是人人想要的產品，但報酬高、風險也是比較高的。

老師：如果先不討論 REITs，你要不要賭垃圾債券？營建股你要買那種穩健的牛皮股，還是買那種波動大、投機型的？很多人買股票想要有波動的，比較不在意股利的分配。但 REITs 你又要買哪一種？如果是 REITs 我會選擇比較穩健型的，因為 REITs 是長期持有的概念，股利股息比價格波動比較重要，且市場上的交易量不多，所以買了是要放著看他股利的成長性，所以我個人會買股價相對高的，但股利股息分配是很穩健的，這與短期買進賣出，賺短期波動差價的有落差。當然這與投資策略性與對產品的認知程度的差別有關，大家可以想一想，沒有一定的答案，看持有是要短期、長期、持有人是法人、個人與市場交易狀況而定。

俞君：發行或開發一個新的 REITs 對市場的意義如何？我認為「新」比「多」來得重要，另外老師上次提到發行國際化的 REITs 會如何？

老師：發行新的當然整個規模變大，檔次變多，注入活水也是有幫助。新加坡金融市場是很大的，我們的金融市場不怎麼樣，香港也是國際上很大、很自由的金融市場。且台灣要與國際連結，人家要不要跟你連結，你租稅或者資訊透不透明等等，中間都有 gap。

俞君：我只是想一個可能性，例如台灣在中國有很多台商設的工廠，是不是可以把這些拿來發行？

老師：台灣與中國在不動產證券化的連結是有未來性的，也是重要的賣點。中國現在沒有 REITs，台灣現在就可以想要怎麼把大陸的東西包進來，或把其他國家的一起放進來，包括類型、區位怎麼分配，規模也能變大，大家都在說現在台灣的資金無去處，要求投資公共建設，但沒有人要做，所以沒有適當的地方可以走，大家就放在住宅市場，但是投到住宅對於生產力沒有幫助，我們都不是決策者，所以經建會可以多包幾個 REITs 出來，怎麼來做這個也許能夠引導資金到正確的路上，會是一個救經濟的正途，而不是炒作。還有一個問題是台灣的環境、制度、管理人都都不成熟，這樣要包也有點害怕，現在是連賣價也不成熟、不夠透明，是不是也讓社會大眾不放心，國外又怎麼可能進來，所以要改善這個部分，靜宜說到國產局想來做一個，這也會是一條路，想像空間是存在的。

琬玲是台大城鄉所的，對這個有什麼看法？REITs 是不動產與金融產品的連結，如果從都市發展的角度來看有沒有什麼空間？過去有容積移轉，現

在有沒有什麼新產品的可能性，目前開發型的還沒出來；靜宜提到的國產局是一個可能，或是都市更新，但都更的問題不在資金不足，而是談判沒有一個可信任的平台。因此 REITs 怎麼找到資金(散戶)，找到有能力的經營管理者，使資源最有效利用。在這樣的制度下，出錢的人不夠也搞不清楚，現在有力的經營者也不見了，造成台灣的 REITs 很不成熟。我認為金管會或是業者、信託業者應該也要負責，REITs 公會應該出來，但現在沒有一個公會，基金管理人應該要積極，推廣或教育不見了，現在連過去做的半官方網站也空掉，沒有更新維護的工作；目前對未來開發型估價有一些案子，但公會還是沒有，出來一個不動產證券化條例，很可惜沒有好好的利用，官方可以拿來拚經濟、信託業者沒有好好利用這都是很可惜的，對學界來講本來是有一個火花，但到現在卻沒有發展，不只是寫 paper 而已。

靜宜：學界到底可以做些什麼，想寫 paper 也沒有資料。

老師：台灣這八檔還是有累積一些資料，未來的討論可以用模擬；或者也可以討論台灣與國外的經濟、理論、行為有什麼不同，做一些與對話與比較，或者是很流行的跨國比較，與美國或亞洲各國，甚至以洲為單位做亞洲、歐洲等等的比較，還是有很多想像空間，我相信還是可以做些東西，例如你看到台灣現在 REITs 發展得不成功，也可以討論背後的原因。

靜宜：會不會做一做 REITs 直接不見了。

老師：也不是不可能，如何不見也是有趣啊，那也討論為什麼不見了，是合併還是其他的原因？

靜宜：那種下市、下櫃的怎麼辦？

老師：也可能啊，股票買到下市、下櫃的怎麼辦，那也只能認賠，買到貼壁紙的股票，但是也有垃圾股慢慢成長，現在發展得還不錯的，所以是看你怎麼經營、怎麼想像。像台開在花蓮做了一些投資，開心農場、台開心農場，本來一些不毛之地也慢慢有發展，不是找了一些話題性的花邊新聞來做一些宣傳嗎？也許這些東西包成證券化也是個賣點，比如說買了股票可以一年花個七天去開心農場開心一下。我曾經提過美國有連鎖的旅館業包裝成 REITs，投資人除了做投資，到旅館也有折扣，這樣當然投資誘因會增加，像我說很好的禮物是住宿券、民宿券，強迫你去就會有回憶……。

套回到投資的話題，買農場、飯店的 REITs，不只是股價的賺賠而已，投資者還有其他的誘因，去度假享受一些優惠，這樣怎麼會沒有賣點。這些在投資者行為、報酬、風險等等的討論都會是有趣的，我覺得 REITs 還是有很多想像空間，怎麼包裝，例如白海豚濕地保護的包裝、國產局公有土地的包裝、住宅也可以包裝成 REITs，像台開這個農場是需要財務規劃的，所以 REITs 在台灣還是可以有很多新發展！各位也自己想想期末 term paper 要做些什麼。