

時間：2011/01/03(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：李展豪

出席：張金鶚老師、丁嘉言、邱逸芬、郭哲瑋、彭佩瑩、戴國正、黎佳貞、蘇曉瑞、黃國榮、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、楊雅婷、林逸杰、楊之寧、吳孟臻、李展豪、梁劭仔、邱煜婷

壹、教科書—第六章 不動產證券化

一、報告者：陳相甫

(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：REITs 要信託嗎?像不動產交付信託需要嗎?台灣的 REITs 需要，但 REITs 的定義不用信託，這只是一種方式。當然問題的開始是不動產的缺點，所以要證券化，或者說房地產不是好的投資工具，在這個裡面得到一些討論，因為房地產要很專業，一般人不了解，投資門檻很高。而投資組合是關鍵，房地產不能或不容易做投資組合，因為價格太貴或是資訊不流通。今天房地產課堂上強調，你覺得房地產不是好的投資工具，反過來像 REITs 是好的投資工具。可是現實台灣，房地產是好的投資工具，但 REITs 是不好的投資工具，這很弔詭。從理論上講，房地產不是好的投資工具，從消費上來說是好的，可是從純投資來講不好；反過來 REITs 補強了房地產缺點。但實務上並非如此，你的看法如何?到最後講到說營建股不是 REITs，營建股為什麼不是不動證券化，營建股這幾檔的收益高。到底房地產好呢還是營建股或是 REITs?看是來是房地產，再來是營建股最後才是 REITs，跟我們的邏輯又不太一樣。即使投資 REITs 你要投資哪一檔? REITs 真的不好嗎?你買三鼎和基泰好像是最好的，雖然收益最高，不過是因為成本低，股利不高，但他原來的價格票面價格低。三鼎跟基泰好，是因為他賣掉後的增值利得。所以說所有的 REITs，有他有未實現利得，何謂已實現利得、未實現利得?已實現利得就是股利股息，另外一個就是買進賣出票面價值的波動，預期增值這塊沒有實現的。事實上台灣房價漲得很高，特別像是商用不動產，預期漲得很高，但是他的租金收益很低，所以賣掉就垮下來了。所以買 REITs 好不好?清算受到很大的質疑，可是金管會講了半天還是清算，可是還沒完全清算，賣掉不知道賣得好不好也還不知道，如果真的賣大家預期也不差，因為現在辦公大樓都在漲，簡單意思就是在

說大家覺得台灣 REITs 可不可以買?很多問題在這裡面大家了解嗎?有沒有甚麼意見，相甫你能試試先回答嗎?

相甫:其實如果說要投資 REITs，投資 REITs 還算可以，因為 REITs 不像股票，清算後只剩六檔，從過去經驗中不去預期他未來賣掉的資本利得，可是至少每一年的現金股利還是比定存高的，不需做甚麼股票分析或是其他投資，只需要買 REITs 每一年的報酬率至少現金股利有 3% 以上，不需要做太多功課，所以我覺得可以買。

老師:第一個 REITs 是小額投資，不用太多錢就可以買，特別對於你們這些學生族群，沒有多少錢可以買房子，買 REITs 過過乾癮。

老師:補充一下 SPC 與 SPT，差異在哪裡?一個公司型，一個契約型，隱含一個積極型，一個消極型。SPT 比較消極，契約上不動產投資信託主體的信托業者發行，他主要的經理機關沒有誘因，消極地在經營這個東西拿服務費。不像國外的 SPC，積極的變現、處理、合併或是擴大，背後隱含受益人大會，這兩者有一點差別。國外特別是美國是 SPC，日本是 SPC、SPT 都有，後來轉到 SPC 比較多，目前我們這塊因為我們的 SPT 很單板很悶，或是說很不積極，如何活絡 REITs 市場，背後隱含了改變結構，這個大概是核心關鍵。

老師:當然台灣的 REIT 與另一個講不多的 REAT 資產信託的差異在哪裡?資產信託其實是比較屬於信託為主的，有資產才信託比較像是融資，與 REIT 投資這兩個是不太一樣的對比，這部分就不多說了。相甫覺得要投資 REITs，同學覺得呢?一開始熱門後來就不熱絡了，未來會不會熱起來?從八檔變六檔你們覺得這是好事嗎?當然這幾檔好壞剛剛講，也提了一些選擇 REITs 背後關鍵，股利股息當然是一個，將來買進賣出的價差，現在還沒有浮現，不過現在基泰和三鼎之後，大家引起了想像空間，背後有不同的思考邏輯。

嘉言:如過要活絡的話必須要有投機份子加入，因為波動實在是太小，對法人大戶人家或是壽險公司來說是比較好的投資標的，因為他比較長期穩定，那一般投資客沒有賺頭不會買，要買當然要買波動大的，電子股資金集中在那當然要買他。

老師:第一個要講也沒錯，當然法人機構公司因為 REITs 投資組合有效，所以很多都是法人機構持有，當然他不會賣，主要因為穩定收益，相對於其他投資組合有對沖的功能，背後隱含個人比較不需要，但可是你也是可以穩定持有。

嘉言:個人多買債券型基金

老師:那債券與 REITs 也是另一種討論，債券也是穩定的，可是兩者穩定差不多，但 REITs 這個有想像空間，長期持有後清算的想像空間。選擇甚麼時候清算是最後，現在顯然是不錯的，就三鼎與基泰來講，現在還有在交易嗎?他已經要清算了，還可以交易這很奇怪。

相甫:他有訂一個期限。

老師:可能是期限未到,可能現在調得很高,預期清算後的價格可能會很高,三鼎很高,他原本是很差的,現在買划不來,但很難講未來更高的話賣得更好,分紅就會更多了,看你敢不敢賭了,有沒有甚麼意見?

宗炘:台灣 REITs 的特色,穩定一年報酬率多五%左右,如果清算的話票面價格很高,12 多塊漲一倍多;我是指平均而言,剛剛有一表說明富邦國泰他們殖利率,雖然普普但還是比定存好,一張一萬多學生買得起,但我自己還是沒買。上次上課有提到,澳洲好像 REITs 報酬率最高可以到 15%,因為國內多限制投資,甚至只限台北縣市標的,看看可不可以是國外的。

老師:當然未來改進可以有很多討論,目前三鼎引起很多的想像空間,雖然從原始發行 REITs 角度為不應該,但有投資炒作空間未嘗不好,刺激大家增加投資炒作。寧願讓 REITs 炒作而不讓房地產炒作,因為 REITs 本來就是投資工具,因為本身的產品還在經營,針對票面價值炒作是沒問題,REITs 應該是好投資工具,相對房地產不是好的投資工具,可是大家不這麼想,多反向操作,理論與實務上有很大差別,背後一些有趣的觀點,看待台灣的房地產。對一些保守投資者 REITs 相對是好的。當然這樣的話我們的相對於美國兩百多檔,日本也將近五六十檔的情況之下,大家有沒有想到房地產反然這麼熱絡,房地產熱的理由當然我們可以說很多,差異房價還蠻多的。

逸杰:可能是因為房地產資本利得可以比較,持有人可以自己決定,但像三鼎基泰他有規定一個時間才可以清算,台灣 REITs 多是稅務規劃,可能是左手進右手出,蓋好後資金先拿到手。清算是誰清算?

老師:受益人大會。產生共識不容易,要大家都有共識,像都市更新大家都要大多數通過。當然法人去買,開始有人說等於收購股權的道理是一樣,大家投票過了大家就清算,清算後大家就分,至於哪一天賣,標的現在還沒有賣掉,之後信托公司按照股利分給大家。

逸杰:會不會做假交易?

老師:假交易會被抓到,假交易不能說沒有,但他也不大,因為還是要交增值稅。

相甫:新聞說標售後,一張大家還可以分到兩塊之類的。

逸芬:台灣跟美國在產品的結構上有差異,像美國的背景可能有住宅,像台灣多集中在商辦與百貨業,所以可能也不會引起大家的興趣,因為覺得與我比較沒關係。

老師:這個只是一小部份,我不覺得產品會引起大家的差別,當然真有差別比較是 SPT 與 SPC 的差別,就是經營者的積極跟消極,現在信託業者的在經營只是收服務費而已,經營者如果分到更多的股利股息,或者更好的收益,可能有點差別,對經營者的動機將產生差別,至於產品本身差異好像不是這麼大。當然更重要是說,台灣的房地產是因為稅很低,讓大家有動機去投資,很多炒作的情况也產生出來,也有人說台灣有錢人很多,投資房地產也是要大筆資金,一般百姓投資不了;中國人比較好賭,把房地產當作

賭博工作之一也是一種講法。我們過去房地產認為是不好的投資工具，但在台灣相反，這是怎麼回事？要怎麼解釋這個？未來台灣的 REITs 何去何從，我們希望 REITs 壯大讓我們有更多的投資管道，讓我們有發揮空間，如果 REITs 越來越縮小，對我們來講不是一種正面訊息，如何讓他更蓬勃發展，是未來課題。這堂課的想法是說大家學房地產要先了解 REITs，台灣 REITs 很特別，左手賣給右手，價格賣到很好的價格，當然每個國家都有它的本土性，台灣的 REITs 的結構，學房地產要了解，坦白講未來不只是買這個產品，經營這個產品也很有可能，未來會不會更擴大，對學房地產的人應該有更多誘因才是。

相甫：有文章指出富邦國泰新光是笨蛋，把好標的包裝 REITs 後賣掉，現在想花一樣的錢也買不回來，這樣就沒有誘因使更多人推出 REITs。

老師：當然當初他們賣掉的價錢都很好，沒有討價還價的餘地，他拿出來的產品也不是頂級，真的好的蘋果他不會拿出來，剛開始的確是好一點，但後來的並不太理想。現在賣掉後拿資本利得之後，他的收益還是在穩定的收益，他的服務費他該要的都有，跟他以前早期擁有這個資產他不賣不會較差。都選擇最好的賣點，大家永遠都不會賣，事後英雄不是英雄，所以選擇賣點是很重要的，所有人長期持有是不可能的，所以大家預期很高等到到時候大家跌了再買，有一種售後租回的意味在，這些大公司一樣有收益經營權也沒有轉變，這也是台灣 REITs 很重要的特色。

貳、思潮論文集——CH17 自用住宅使用價格：1973~1989

一、報告人：蘇曉瑞

（詳見投影片）

二、課堂討論

老師：希望從國外 paper 的討論來看國內的反省跟檢討。目前房地產具多個面向，目前討論是公共政策這塊，這部分也反映出房地產對公共政策的一種討論與對話有多少空間，或是大家當作獲益了結的一種想法，期待大家有更多的討論空間。當然從國外的角度來看，這篇特別討論使用價格，房地產多講交換價格或交易價格，這樣比較清楚使用價格是甚麼，為什麼要討論使用價格，我覺得很有意思的是一開始房地產到底是消費財還是投資財？投資財當然就是交換價格，買進賣出，可以看出台灣現在房地產視為一個投資財的工具程度大於消費財，反應公共政策上的一種思考。從消費的角度來看，使用多少錢、每天要花多少錢花在房子上，花多少錢想清楚了沒，使用成本每天花的錢跟支出包含房貸，利率的問題，而利率的變動，每季若調整半碼你看要多花多少錢。而明顯的在支出之前的頭期款到後來的每月支出，理論是使用成本支出之外，每一年還有稅負。

老師:在美國買房子可以抵稅,租房子則沒有,背後爭論美國是不是某種程度在歧視租屋者,而對買屋者較好,這樣鼓勵自有住宅的背後,也不過造成自有住宅率約 65%,台灣沒有鼓勵反而較高。而對租房子有沒有優惠的討論,當然稅跟抵扣這兩個互相差異,所以每個月可以檢視你的支出。房子還有甚麼樣的成本在背後呢?支出的費用,如水電瓦斯,通貨膨脹對此影響很大,這樣想法背後有什麼含意,潛藏的自有資金的機會成本,也隱含你買房子在做屋奴,雖知道房價很高,有人逼得不得不買房,房價很高的結果造成機會成本高,每一天都在付這個,其實有沒有想過是買貴了,還有犧牲住的品質。

老師:租買選擇國外很多討論,所以租的使用價格跟買屋的使用價格到底誰高誰低,這兩者比較可以看出誰划得來,因為房價很高所以你的機會成本很高,你花一千萬或幾千萬去買房子以至於不能做其他投資,你覺得要不要做這樣的動作,這當然是很大的負擔,即使住老舊房子也是漲價了。賣掉在租回來你覺得如何?這就是你的使用價格的一些差異,機會成本到底哪個好。

老師:弔詭的是最後講資本利得,當有預期資本利得時,你現在機會成本高那你賣得很高也可以賺回來,當然那些東西是沒有實現的,機會成本是現在已經付出了,未來資本利得是還沒實現的或可能實現的,你沒有賣掉不知道賺多少,賣掉後還要扣掉增值稅等,這樣能剩下多少。使用價值的估算很有意義,與交易價格間的差別的討論我覺得是蠻好的,隱含你不同的人背後的使用價格不同,如果算出每年或每季的使用價格跟交換價格之間的差別,若兩個不相等背後隱含著甚麼含意,可以說有泡沫、不合理的投資組合。

老師:有錢沒錢人、不同的家庭,因為不同的稅賦、各種關係所造成的差異也有進行討論。台灣沒有這樣計算與想法,房地產到底是投資財或是消費財,這是給大家一個想法。假設用在台灣的話,你預期台灣的使用價格是多少,大家可能認為使用價值很低,交易價格很高,差別很大。稅也很低、成本都很低,這樣的話背後在講投資與消費比例,我們相對美國來講的話,是台灣房地產的特色,也不能說健康或不健康,我們應去因應這樣的發展。不曉得同學有甚麼看法?

曉瑞:我覺得老師提到的部分很有意思,有關於泡沫的部分,如果使用價格明顯低於交易價格可以當成泡沫來看,或者可以代表除了使用消費以外還有其他的東西不在消費裡,所以消費價格看不出來。據我了解泡沫的計算,是用市場租金反推真實價格,但租金是收益價格與市場成交價格的差距就是泡沫的成因,市場上的租金是否反映使用成本也有可能不一樣。

老師:當然傳統的有一篇 paper,在住宅學報發表的台北泡沫分析,泡沫從 2008 的三成多到 2010 的四成多,估算有兩種方法,一種從租金,一種是從所得,估算的方法比較複雜,放在空間狀態模型分析租金,基本上是使用價

格的涵義，隱含從租金中還原回來價格；另一種所得做考量，是從另一種不同的角度，從所得是由負擔能力的角度。兩者概念不同一個是從還原的概念，一種是所得負擔能力的概念，算出來的結果還蠻類似的。

老師：這篇單純是由使用價格的角度來看，他用很多包括稅等等的計算，事實上泡沫沒有從這個角度去算出台灣自有住宅的使用價格，與其很低的原因。每一個人房子每天有使用價格，若已經還了貸款，貸款利率變動便與我無關，還清與未還清貸款，剩下貸款成數的多跟少會影響不同的使用者，使用價值會有不同，這樣進一步去分析每一個人使用價格是有意義且有趣的，看出台灣人有些人很沉重負房貸，與老一輩房貸已經付完的比較，其中想法又是如何。

老師：我們的稅是很低的，其他的稅負成本相對都是不多的情況下，已經造成住宅的使用價格相對便宜。有些人很高，因為新買的人機會成本是很高的，與我們當初買的人機會成本是很低的不同，因為房價的差距很大，以前台北房價七百萬了不起，現在是一兩千萬正常了，這到底差距多少？

老師：每一季、每一年的價格背後隱含變異很大的，每一個人的使用價格是不同的，大約看出已婚與未婚因婚姻關係造成差別其中的變異是有的，但台灣最大的差異是房價的機會成本所造成的，背後涵意是有趣的真實經驗。的確是還有很多更多的議題還未討論出來，同一時間點每一個人的使用成本自有住宅的使用價格不一樣的，變異很大的情況下有什麼樣的意涵。

老師：當然我們現在看到房價高漲所得分離，有錢人沒錢人，或者被剝奪感，有屋無屋，現在不是有殼蝸年的問題，而是一殼蝸年跟兩殼蝸牛以上的問題，這背後的經濟意涵，大家在看過一些文章後，如何檢討反省台灣目前現況，還需有更多討論。

逸杰：使用價格應該是市場價格的某個比例，固定價格後就可以算出使用價格。決定在我們的房屋總價。

老師：除了住之外的食衣住行育樂叫做生活品質，住叫做住宅品質嗎？因為我們房價太高以致扭曲了其他五種的消費，房價高漲背後的衝擊，台灣人越來越沒有氣質，越來越沒有辦法使自己的生活品質提升，因為都把錢花在房子上，不敢去聽一場音樂會或者不去吃大餐等等的意思，因為房子把你壓得很慘；或者說另一種扭曲是，因為房子太貴想都不敢想，我連儲蓄買房子的錢都不要存，寧願去吃大餐大玩特玩，買房子的事情完全不去想，這兩種兩極的事都可能發生。一旦成為屋奴後就會知道其他五種的生活就必須犧牲；或是犧牲房屋，把錢都放在這五種生活上，這樣 trade off 你覺得怎麼樣？當然這是在使用價值背後隱含房價交易價格所延伸的問題，我們真的無法讓房價回頭嗎？這樣一去不回的想法是怎麼樣的價值觀？老一輩的都已經有資產了，我們的使用價值比你們低很多，你們現在開始除非現在就是說靠著爸媽不離巢。你們現在都會買 iPhone，你們就是敢花錢，老一輩的都不敢花錢是一樣的道理。

展豪：使用價格的部分，每個人對生活品質定義的不同，每個人就會有不同的使用價格存在，即使是同一個使用族群來看，根據他過去的居住的經驗跟歷史亦有不同。

老師：這當然也是一個，不過現在就必須花費你的房子的支出，你現在住在甚麼房子是你的必須花費，我覺得台灣的人居住品質不應該差距太大，當然有豪宅很有錢的，每個人該有的應該都有，如果差異很大，背後隱含老一輩年輕人差異大，消費不公平或是價值觀不同，與被迫消費的多跟少。可能消費的更多，但住的更差，我們討論都不夠深入的探討房價所引起的社會結構的變化。身為研究生應該有更多的思考能力去看待社會的變化。

參、個案分析——東森山莊

一、報告人：黎佳貞

(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：我們又開始了另一個地方，楊梅別墅個案，你覺得好嗎?在地的人來推銷這個案，此案廣告打得蠻大的，是否為好產品、好價格到底吸引誰?如果他吸引在地人，在地人不會去買，有錢人會去買嗎?

佳貞：很多都是家族去看，感覺像是要買別墅，但我覺得不適合老人家。

老師：產品定價的角度，再看她的現值與增值，價格說是不貴，但上千萬的產品，這個環境好嗎?其實還蠻擁擠，跟二期重劃區有甚麼不同?看起來房子坐落可以從那家看到那家。

佳貞：我爸說那邊會有煞氣

老師：公設比大家小心，基本上是賣一戶多少錢，因為透天沒有什麼公設比的概念，唯一的是管理費要花的比較多，只是建蔽率的問題公設比較不去看。有一個特別的是與渡假村融合一起，很多人會說買東森可以去度假去消費可以有多的選擇，是美麗的選擇，不能說是錯誤的選擇，偶而度個假還可以買別墅去渡假村做 SPA，三溫暖都有，但渡假村消費跟住宅的關聯性是如何?

佳貞：這部分沒有深入

老師：這可以是一個賣點，很多人之所以買度假，這看起來是別墅，所以比較不是在地客，多是外來客，外來客的別墅大家覺得呢?

老師：最近看到一個廣告打最後一戶，會為了最後一戶打大廣告嗎?當然有些全部賣完了打廣告感謝大家，如果是一戶打廣告就有點質疑，同學對於這個案子有沒有什麼意見?

宗炘：因為我們這個年紀還會考量到交通工作，而且一坪十八萬，以中壢來講一坪多是十萬左右，十八萬可能有景觀價值，如果是我可能就不會買，五楊

高架甚麼時候會建好?不知道會幾年?

佳貞:可能要五年以後,不會很近。

宗炘:而且把35度拍的不陡很厲害

佳貞:其實可以從一些細節看出來,比較不適合老人居住。

老師:老人不適合,那度假呢?唯一的我覺得東森度假村算是一個賣點,如果做得好的話,以這個吸引為一個方式。那很多人去住度假村嗎?

佳貞:網路上有找到很多不錯的評價

老師:評價不錯是吧?假設是旅館型的度假村,甚麼都有的話,就像信義線上,跟他的旅館結合在一起,以join的方式賣會館跟他的關係。很多人看到不錯,可以搬過去度個假,這樣也是一種方式。還有一個很關鍵的問題,日常生活怎辦?老人最怕到時候一有個毛病來得及來不及?

佳貞:醫院很快,醫院大概在...天成醫院或是專拍偶像劇的怡仁醫院。

老師:醫院是一個,當然日常生活都要去度假村買,否則平常買東西每次出們都要開車。

國正:那管理費會不會太多?

老師:管理會在管門禁、花園清潔。

國正:管理費價格,還有每個月要清潔。

老師:每個月去度假村就好啦,一次去或許也才三千五。買度假村最大的頭痛寄售妳真的去當屋奴,周末去打掃打掃很累就回來了,一兩個禮拜沒去就會很髒,常常就會困擾,所以不要把她想得再好。

雅婷:生活機能不太方便。

佳貞:園區附近有地政事務所,大家公務員可以考慮,超近的。

老師:那要不要住比較便宜的市區呢?

雅婷:我是覺得電梯還不錯,如果有老人家的話還不錯。

佳貞:可是看樓梯的設計部分有多佔了一點空間。

哲偉:他有接駁車嗎?因為像汐止建案有。

佳貞:他沒有,他是主打有錢,有錢人都有車。

老師:可能銷售廣告期間有,但後來就沒有了。

佩瑩:這就讓我想到以前我有一個同事在翡翠灣那邊也買了一間房子,每個禮拜都去打掃房子,我贊成就是把房子的預算,用在假日找民宿與高級飯店,這個案子並不是針對非常有錢的人,他應該是針對像月收入十萬左右(想要有錢卻有錢不了的,偏高所得並不是富豪的那種。)

老師:真正有錢的人是不會住那個的。揚昇山莊是真的給有錢人的,因為有高爾夫球場。

老師:賣點在於度假村或者是有溫泉而產生賣點,唯一的賣點在於東森度假村這是一個影響。可能最早是個NPL的案子或是有另一個案子在附近,也就是倒掉後再換建商

嘉言:他如果鎖定銀髮族應該安排管理,比如說有管家或是其他管理措施。

家貞：那個地方太陡了不適合老人家居住，冬天溼氣重，晚上幾乎是看不到路的。

老師：企業主是不可能的，銀髮族我覺得台北人可能會因一字頭的房價吸引，或是科技族也許有一點點的可能。或者說台灣有天有地的習慣。

曉瑞：如果我在桃園工作也不會考慮，因為太貴了可能會考慮中古屋。這個去台北也不方便

佳珍：買在這的話生活圈只會在楊梅

老師：這樣應該是在地人買，可是如果在地人都不買不是很尷尬嗎？所以要搬去桃園的在地人或科學會區、工業區的人也許可能有一點機會，乾脆賣給員工做宿舍。

老師：要如何做產品定位？找到好對象？如果你是開發商你如何進行廣告，對象是誰？我覺得不錯，可以讓我們看到很多不同的差異，進行比較。哪一個產品是好產品、好價格，或者是你要如何型塑成好產品，使他有潛力成為好產品好價格，如果你是好的開發商你要如何讓他醜小鴨變天鵝，從軟體跟硬體一同考慮。下禮拜最後一堂我希望同學可以把握，多表示一點意見。