

風起雲湧的林地投資管理機構 —TIMOs簡介

文 ■ 陳麗琴 ■ 農委會林業試驗所林業經濟組助理研究員（通訊作者）

王培蓉 ■ 農委會林業試驗所林業經濟組助理研究員

一、緒言

世界上，私有林地常被認為只是林產品的製造工廠，但在美國華爾街人士眼中，卻是極佳的投資工具。由於林地不僅是木材生產工廠，同時也可當作林木倉儲；一般而言，林木生長隨時間愈久價值就愈高，當木材價格高時就賣出，價格不好時也可以置之持續生長，再伺機出售。因此林地一直是對抗通貨膨脹的優良投資工具，且林地和股市與債券市場的連動性不高，儼然是分散投資風險的絕佳工具。過去，林地大多歸屬於特殊產業及大地主所有；現在，各式各樣的投資組合，如退休基金、私募基金和不動產投資信託等大型機構，都紛紛加入投資林地的行列。

依據2007年華盛頓郵報報導，由美國森林資產顧問公司（U.S. Forest Capital）估計，全美國半數林地在過去10年內已經易手。交易內容包括木材及紙業公司的資材（設備）移轉、林地所有權與經營權轉換到非林業機構（non-timber institution）以及林地轉做其他用途。另外，根據美國林務署的研究預測超過4,400萬英畝的私有林地一即相當於緬因州面積大小的2倍，原所有權也將於25年內售出。

造成這股林地權屬轉移趨勢的主要因素，包括林主考量到擁有林地所有權的成本、製程設備的成本、木材市場供需引起的價格起落、合作或併購可降低的成本，以及林地有關的稅法等問題，均影響到原所有者持有林地的意願。

不動產投資機構看重了林地投資具有風險低與報酬率高的特質，因而紛紛投資這項產品。投資林地不代表一定要經營林地，目前僅將林地當成投資標的，而本身並不一定要參與或擁有林產品製造過程的非林業機構也不斷增加，除了林業公司，尚有退休與投資基金、保險公司及大學等都加入其中，並以不同所有權型式參與投資。主要的投資組織包括：林地投資管理機構（Timberland Investment Management Organizations，簡稱TIMOs）、不動產投資信託（Real Estate Investment Trusts，簡稱REITs）或稱不動產投資證券化基金、有限責任公司（Limited Liability Company，簡稱LLC）、有限合夥公司（Limited Partnership，簡稱LP）及擁有不動產部門的林業公司（timber companies with real estate divisions）。其中以TIMOs與Forest REITs



最為活躍。本文即針對日益興盛的林地投資管理機構（TIMOs）加以介紹，以下內文均以TIMOs稱之。

二、背景

林地專業性投資最早起源於1960~1970年代的英國，但將之發揚光大卻是在美國。當時美國國會通過一項法案，鼓勵專業性投資者分散他們的投資組合。1980年代，適逢美國股票市場大漲，銀行與保險公司開始僱用森林學家評估林地投資的可行性。研究結果認為買賣林地對當時資金充裕但需風險穩定的退休基金而言，是一項很好的投資產品，林地買賣不用課稅，閒置的林地又可以販售獲利。很快地，美國TIMOs這類服務性機構取得世界性的領導地位。在美國立法之前，林地資產投資主要以規模不等的林產工業為主。到1997年，約有100支基金投資林地。2002年，由耶魯大學所執行的私有林認證計畫結果顯示，近144億美元之林地已由TIMOs所管理。World Trade Executive公司（2002）亦指出，由1988年不動產投資信託國家委員會（National Council of Real Estate Investment Fiduciary，簡稱NCREIF）所建立之林地指標來計算，迄至2001年林地投資的長年期報酬率為15.6%，相對於同時期S&P 500之14.1%更高，也不比其他公司債、政府公債或商用不動產的投資報酬差，且價格波動又較小。此一特質相當符合投資人對投資標的的期望，也讓林地迅即成為炙手可熱的投資商品。

三、何謂TIMOs

所謂TIMOs是一種專業林地投資顧問機構，為林產工業與投資法人的橋樑。其主要任務為將投資法人的信託基金投資在林地經營與交易的項目上，並力求投資者取得最佳報酬。另一方面，林主的經營理念也從原本生產導向轉為投資或財務導向，利潤隨之大幅提高。TIMOs從林主手中買進林地所有權、立木、原木、製材到加工材之林產品交易，甚至包括採礦權、狩獵執照、釣魚執照、開發執照等，均屬交易項目。有些TIMOs會接手前林地所有者既有的垂直整合公司，即包括從林地所有權、造林及林產加工之一貫作業系統；有些TIMOs則只操作林地所有權買賣，各家TIMOs的經營項目相當分歧。TIMOs所收購的森林資產主要是賣給公司行號、政府機構與環保團體。

由於世界森林資源的稀有性與重要性日益增加，最近更使得投資法人益發看好林地投資這項產品，視其為特殊的不動產。他們投資林地的主要原因為：

（一）愈來愈多林地轉變為其他用途及保護區，可生產林地愈來愈少。

（二）以全球規模來看，林地是可再生及可永續經營的資源。

（三）具有長期報酬率的競爭潛力。

（四）具有生物生長特質，與其他不動產連動性低，在投資組合上風險可以降低。

（五）報酬來自於可預期的生長量。

（六）經營與市場均頗具彈性。

除此之外，全球的木材消費量仍在增加，

又受到近年來全球低風險債券市場表現不佳及投資不動產可能的泡沫化風險增加的影響，投資法人更願意抽出少部分資金轉向林地投資。接收來自四面八方的大量資金後，TIMOs及Forest REITs日趨壯大。

四、TIMOs如何選擇要投資的林地

投資法人如何選出有價值的林地，實屬不易。其所要考量的項目包括高生產量的林地購買、掌握該區市場動態、林木買賣時間點的選擇、現金流量的永續，以及各種相關風險如病蟲害、風災、火災與市場變化等等之管理，均非常重要。控管得宜才能確保林地達到較佳價值。TIMOs為分散風險，他們的投資組合也包括不同地區、樹種、樹齡、所有權及終端市場。TIMOs投資任何一個國家林地的評估項目，包括該國的政治與經濟穩定度、商業法律與倫理的架構、土地所有權保障程度、政府與地方對林產工業支持的狀況、林木市場競爭

是否容易被人為操縱、匯率以及世界競爭力等。由此可知，TIMOs所必須具備的專業知識，除了林業經營的學識外，尚需具備強而有力的經濟財務分析能力，方足以獲取低風險之長期穩定投資報酬率。

五、TIMOs對林產工業的影響

從TIMOs介入後，以其靈活的手段，使林產工業結構發生轉變，因而提高了林地資產的價值。這些轉變包括：

（一）林主思考不再僵化，現在他們也接受林地是一種資產，應加以活用。透過TIMOs很容易將閒置或沒效率之林地賣出，減輕負債壓力，所獲得資金可進一步購置能強化產業的核心設備或製程，以提高投資報酬。

（二）TIMOs很少以槓桿貸款方式操作投資，運作透明，因此財務壓力較低。所以在做林木收穫決策時，不用考慮現金流動或資金使用情形，只要跟著市場指標就可以切入適當的買賣時間點，以獲取較佳利潤。

（三）TIMOs提供了林地及各式林產品買賣開放市場，使得相關林產公司因可以確保獨立與持續賣出好價格而專注於它的經營強項，進而提高該公司在市場上的競爭力與深度。

（四）TIMOs的組織人員通常不會太多，但都包含林業專業人員，主要用來協助不同經營目標的林主，進行諸如森林保護、收穫計畫、計畫執行、市場分析與估價等各項

（圖片／高遠文化 攝影／林文集）



服務。這些服務使林主在經營上如虎添翼，將林地做更有效率地運用，提升林地資產價值。

同樣地，TIMOs的出現對林業專業人員亦有相當的衝擊，他們必須強化集約經營以符合本益比的需求，因而被迫要去注意經營的損益表、負債表、市場變化，以及將各部門均視為一個獨立事業來分別處理盈虧。TIMOs的影響還擴及林業經營更廣泛的層面，譬如學校課程就必須更為複雜，除了教授林業技術外，還要開設財務方面的課程。將來從學校訓練出來的學生在專業程度上，就能由資本市場的角度去思考經營的技術與能力，也才具有職場競爭力。

六、TIMOs的危機與挑戰

然而TIMOs的出現，也引發一些值得深思的重大問題。美國幾年前僅有五或六個TIMOs機構，到2003年已發展出20餘個。這些機構經由不斷地買賣林地，不僅可能會把林地價格變得不合理外，更因所有權人數增加而造成林地破碎化（forest fragmentation）。因林地破碎的現象不斷增加，使得民眾更感受到他們欠缺的是國家級規模之完整森林，要如何產生這種既沒有開發壓力，又可多目標永續經營，更兼能滿足林主各種期望與財政目標的林地，保育限權（conservation easement, 亦有譯為保育地役權）的提出即為解決此種問題的方法之一。所謂保育限權是一種協定，是為林主與林地保護組織（land protect organization）或稱林地信託組織（land trust）之間為保護或保育林地目而設立，必須相互遵守的條款。這個條款

在某種程度上，限制林地進行不動產的開發、商業行為以及可能影響森林棲息地、美景、空間的活動，但相當程度仍允許林主或社區在社會及經濟需求下進行合理的森林作業，由此尋求保育與經濟雙贏的平衡點。

當民眾對林地破碎化的危機意識愈高，政府機構與環保團體就會愈有力量，藉由保育限權取得更多林地，以減少林地破碎發生。甚且當林地破碎化愈嚴重，保育限權的進行即愈活絡。TIMOs的出現讓環保人士更有機會購買林地，做為森林保護之用，同時也促使保育限權之約制條款更符合林地合理使用、合法及普及化，更趨向成為林地保護的絕佳工具。保育限權之重要性由此可知。

七、結論

本文所介紹之TIMOs為一種投資法人持有森林所有權的型態，由於林地投資的可獲利預期及低風險特質，使得這股林地投資的風潮迄今仍持續延燒。復為因應全球暖化與溫室氣體減量之共識，林木碳交易市場日益興勃，可預期的未來，森林將更具有投資的價值，森林價值的市場化及商品化又將成為森林經營的重要或主流思考模式。在面對TIMOs高效能的企業思維，帶動林地管理、林產工業、林業專業訓練及林業課程設計面向都有積極的改變。相對地，TIMOs的壯大也造成哄抬林地價格及所有權破碎化等問題，使森林在市場價值外的功能又被忽視。為了反映民眾對森林多樣性及多目標經營的期待，政府或環保團體可運用如TIMOs之所有權轉移

機制與保有限權的方式，使林主的行為受到合理的限制做較保守的經營，而達到雙贏的目的。

在台灣因大多林地為國有，此一將原本生產導向轉為投資或財務導向之森林經營與思考方式並不為人所關注，林業專業人員也甚少從森林亦為一種財務投資的角度視之，因而對林地及林木的投資評估及碳市場價格的理解，不免略顯不足。台灣地區二氧化碳排放量在世界排名第22位，減量乃是勢在必行；

但台灣可新植林地甚少，向世界購買林地或碳交易的可能性極高。就前者而言，TIMOs操作模式相當值得吾人借鏡。是以本文以簡短篇幅介紹TIMOs的內容、影響及隱憂，提供政府、林農與學校從不同經營思考方向研擬政策設計、經營管理、專業訓練及法案的參考。🌱

*謝誌：感謝洪富文博士於百忙中抽空審閱本文並提出指正，特此致謝。

（圖片／高遠文化 攝影／林文集）