

不動產證券化之管理維護與信用評等

不動產證券化專題研討第十四次上課紀錄

時間：民國九十四年五月二十七日（早上 9:00~12:00）

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

報告：李奕農、李昀叡、林秋瑾

記錄：李奕農、李昀叡

出席人員：林秋瑾、陳香妃、鄒欣樺、曾翊璋、曾瀝儀、楊依蓁、張乃文、
李奕農、李昀叡、田揚名、陳詩薇

【課前討論】

張老師：最近推行出富邦全球 REITs 與寶來全球 REITs，若就全球 REITs 與富邦一號，大家談談看會選擇哪一個進行投資？

昀叡：我會選擇全球的，因為就一般人來說會有「外國的月亮比較圓」的心態。

林老師：就市場成熟度來看會選擇國外，因為國內目前機制尚未建立完善。

奕農：我會選擇投資國內的，因為相較國外來說，國內資訊較容易取得，畢竟身在台灣要瞭解國內 REITs 只要看報紙、電視就可以確切知道資訊。

香妃：我會購買國外的，畢竟自己會有冒險犯難的精神。

林老師：選擇國外的也可以從多樣性的角度來看。

翊璋：我會選擇全球的，但會選在亞洲市場，因為台灣的 REITs 是跟隨著其他亞洲國家而成立的。

張老師：就風險報酬而言，其實沒有絕對的對錯，重要的是其後的績效觀察，但應注意全球 REITs 需面對匯率風險及資訊風險，同時基金經理人的過去表現亦是關鍵。

一、信用評等介紹

(一) 信用評等的意義—什麼是信用評等？

1. 信用評等(credit rating)乃指信用狀況或償債能力之評等，係運用統計的方法擬定評等或評分的標準，將受評等對象的各項信用屬性予以量化，再計算其評分與等級所得之評比，依評等等第判斷其信用品質之良窳，提供予發行人、投資人與相關對象之用。通常包括

- 發行體評等(Issuer Rating)：即對一個企業而言，其整體的償債能力，與國內其他債務人相比較的客觀評估。
- 債務發行評等(Issue Rating)：對特定債務而言，評估債務人依約準時還本付息的能力，以及此債務所提供的保障性。

2. 在談到信用評等時，有幾件事情必須注意：

(1) 信用評等並非表達債務倒帳的絕對風險。世界上最大的評等公司

穆迪就認為評等不能當作違約倒帳的預測工具，它只不過敘明債務違約機會的高低，是一種相對風險的衡量。

- (2) 評等不是對特定有價證券買、賣或持有的推薦。事實上，有價證券是否投資取決於風險與報酬的比較，這其中又牽涉到投資人是屬於風險的追求者或厭惡者，不同程度的喜好者對因風險而要求補償的程度亦不盡相同。而信用評等所揭露者僅為風險面，而且僅是一種風險的差異性，因此它是做為市場定價時風險升(貼)水的因素之一，而非告訴投資人買甚麼較好，買甚麼較不好。
- (3) 信用評等僅是對債務信用品質的意見，它並不是一種預防損失的保證。評等係以取得來自發行公司所提供的最新資料以及評等機構從他處獲取之高可信度的資訊為基礎。在評等的過程中，評等機構並不扮演查核的角色，並且其所做的評等有可能是未經稽核的財務資料所做的分析。
- (4) 信用評等不是證券分析或是績效評估。評等乃是一個長期性的考量，特別是強調對經濟波動中谷底的考量。換句話說，信用評等機構所關心的是在未來可能的波動週期中，受評對象是否有能力渡過最低潮，而非像一般證券分析師，可能較著重週期中最高獲利潛力的評估。為達到上述功能，信用評等特別重視定性分析，希望將影響未來的諸多非統計資訊納入，而非僅只於對過去財務報表的定量分析，以期表達正確的「前瞻性」。

(二) 信用評等的重要性及功能

1. 信用評等對發行人(借款人)、投資人及中介機構有下列重要性：

- 發行人(借款人)

- (1) 增加籌資彈性

由於評等廣為投資人使用，可說替發行者開拓廣闊的潛在買主。尤其在發行者知名度不足，或是投資人不熟悉發行者的語言、商業文化或會計規範時，評等有助於發行者擴大籌資的管道。

- (2) 降低借款成本

對信用風險較低的企業，信用評等往往大幅降低其在市場上付出的利率。另外，評等亦有保證(Guarantee)的替代功能，對於以擔保方式發行公司債或商業本票的借款人而言，有評等的公司可以免擔保，或者降低擔保成本，因此可以降低貸款成本。

- (3) 有效達成資本市場國際化

藉由信用評等，可使我國企業之信用能力、信用風險為國際上所週知，而使企業赴國外經營、籌資，或外國企業、投資人願意至國內進行投資，此皆有助於我國資本市場國際化目標之達成。

- 投資人

(1) 簡易的信用風險指標

任何單一投資人或投資機構都無法就不同國家、不同行業、不同性質的證券作全面的分析。評等可提供全球各主權及企業體的風險指標，投資人僅需透過檢閱某特定公司的評等結果，即可迅速地決定該公司的風險指標是否符合其所需。同時，當其投資組合信用品質發生變化時，評等亦提供良好的監控機制。

(2) 評等資訊降低不確定性。

雖然評等並不推薦買、賣的決策，但其風險評估降低了風險的不確定性。不確定感愈低表示的投資信心愈多，因而鼓勵資本市場成長及擴大市場效率、流動性。這種直接金融及市場的效率將使投資人及發行者雙方蒙利。

(3) 評等可用來當做信用風險限制的標準。

評等的等級可做為投資人投資組合選擇的標準。如規範退休基金經理人不得買入某一信用等級以下之債務證券；或涉及公益之機構不得買入未經評等之或低等級債券，或依據評等種類列出投資標的物清單以及限制何種標的佔投資組合的比例等，以維護公眾的利益。

● 中介機構

評等結可作為議價評估之依據。評級的高低常為信用風險貼水的因素，以作為決定證券投資價格之依據。換言之，評等被用來評估其證券投資預期信用損失的補貼參考。

(三) 信用評等公司與其評等等級

信用評等制度中最重要之角色乃評等機構。信用評等之所以有價值，在於其具有可信度，投資者相信並願意去接受其評估及判斷。如有足夠多的投資者願意去接受某一中立評等者的判斷，此評等者即成為被認可評等機構，在國外之制度中，評等並無政府支持，亦不需要有關單位授權。其發布之等級能廣為大眾接受，乃建立在投資大眾對其之信賴。下面將介紹國際間最著名的兩大評等公司標準普爾以及穆迪的評等等級，最後會再加上台灣唯一的評等公司-中華信評的評定等級：

1. Standard & Poor 's (S&P 's)

這裡主要介紹與課程相關的債券方面評定等級。以到期時間長短分類，多於三年者視為長期債券，等於或少於三年者為中期債券。在作成評等的結果前，相關人員所須考慮的因素主要包括：

- (1) 違約的可能性，指債務人在債務存在期間內支付利息與本金的能力與意願。
- (2) 債務的本質與相關規定。
- (3) 在發行人破產、重整或其他變動的情況下，此債務所提供保護的程度。

另外，在此定義兩個評等專有名詞是非常重要的：「投資等級」與「投機等級」。投資等級起初是政府機關用來指稱金融機構如銀行、保險公司與儲貸機構所能投資的債券。被評為最高等級之 AAA、AA、A、BBB 通常被視為投資等級之證券，而 BBB 以下之評等則被視為投機等級。然而評等機構不對上述兩個等級的債券推薦何者較值得投資，因為每一投資者的風險偏好不同，也許投資者反而較喜好投機而非投資等級之證券。

● 長期債券

安全性在最高位，幾乎沒有風險，發生任何情況變化，對本利的支付亦無問題。	AAA
安全性在高位，比最高位風險稍大，但沒有問題。	AA+ AA AA-
安全性在上位。支付本利雖無問題，但對於將來，具有較現在容易惡化的因素。	A+ A A-
安全性在中位。現狀下的安全性、收益性雖無問題，但經濟蕭條時則要注意。	BB+ BB BB-
有投機性因素。不能保證將來的安全性。時機有好壞的波動，不確定。	BB+ BB BB-
做為投資對象不合格。在維持支付本利的安全性及契約條件上不確定。	B+ B B-
安全性極低。對本利或利息，有無法支付的風險性。	CCC
極為投機性的。現處於違約中或有重大的缺陷。	CC
最低級的債券，無將來性。	C

● 中期債券

具非常強或強的支付本息的能力，若擁有特高的安全特點，可再予以標示+號。	SP-1
具令人滿意的支付本息的能力。	SP-2
支付本息的能力具投機性	SP-3

除了上表的等級劃分之外，另有其他字母代表其他意義：

- (1) NR：表示該債券沒有被要求評等，此情形有可能是沒有足夠的資訊予以評等，也有可能因為 S&P' s 基於政策的考量，並不評等某類特定的債券。在美國境外發行的債券與該發行的國家，其評等的方法與基礎和美國公司與地方政府債券是相同的，均為衡量債券發行者的信用程度，但並沒有將匯率或其餘相關的不確定因素考慮進去。
- (2) P：表示附條件性的評等，也就是該評等假設由公司舉債融資的專案計畫能順利完成，而債務的支付有無問題，端視專案計畫是否如期完成。然而該評等並不涉及計畫是否如期完成的評斷，投資人必須自行評估。

2. Moody ' s

● 長期債務評等等級

Moody' s 評等所用的 Aaa 至 C 的符號是用來評等長期債務，包括債券與其他固定收益債務，如抵押證券、中期債券及銀行長期存款。此同樣的評等架構亦用來評等保險公司財務強度、共同基金、衍生性金融商品交易對手風險，以及相關的金融契約。

評為 Aaa 級的債券表示其品質最佳，屬最小程度投資風險，一般稱為「鑲金」(gilt edged)。利息有充裕或非常穩定安全邊際保障，同時債券本金亦最安全。各種保護條件固然可能改變，但推測其變動不大，不可能損害此類債券基本優良地位。	Aaa
評為 Aa 級的債券表示：根據各種標準其品質優良。與 Aaa 級債券通稱為高品質債券。其被評為較最佳等級低，是因為保障邊際(margins of protection)不如 Aaa 級大，或保障因素的波動可能較大，或可能顯現其他因素，使長期風險較 Aaa 級債券稍高。	Aa
評為 A 級的債券，具有多項有利於投資的性質，被認定為中上水準的債券。有足夠的因素認為可保障本金與利息，但亦有因素顯示，在未來時間可能遭受損害。	A
評為 Baa 級的債券，被認為具有中等信用品質(未受良好的保障，但亦非不良)。在目前，顯示仍足以支付利息與保障本金，但是若干保護因素可能缺乏，或經過長時間以後，可能無法信賴。此類債券缺乏顯著的投資性，事實上，具有若干投機性質。	Baa
評為 Ba 級的債券，被認為具有投機要素，債券的未來不能令人放心。通常，對利息與本金的保障不大，因此，無論未來景氣好壞，均無法受到良好的保護。地位不確定是這一級債券的特徵。	Ba
評為 B 級的債券，一般缺乏有利的投資特質。就長期而言，利息與本金的清償或其他契約條件的履行，均甚難確保。	B

評為 Caa 級的債券，是屬較差的債券。可能處於違約的狀態，或顯現將危害本金與利息之因素。	Caa
評為 Ca 級的債券，具有高度的投機性，此種債券通常處於違約，或有其他重大的缺點。	Ca
評為 C 級的債券，是評等最差的債券，其未來可獲得任何實質投資價值的希望極為渺茫。	C

● 短期債務評等

Prime 1 至 3 是用來評等到期時間小於一年的證券，如商業本票、銀行短期存款或其他貨幣市場工具。若短期票券被評為 Prime，則表示 Moody's 認為發行者市場壓力情況下，有足夠的財務能力支撐其短期債務，1 至 3 的標示則表示程度大小，1 表示債務提供投資者的保障最強。Not Prime 則表示 Moody's 認為發行者市場壓力狀況下，無法獲取銀行的強力支持，或藉由其他管道以因應債務。

3. 中華信用評等公司

國內目前的環境，本土的信用評等公司僅有一家？中華信評，且為政府所介入設立。該公司採中美合資方式，其股權一半為 S&P 擁有，另 50% 則由證交所領銜的六個準官方機構或官方所默許的機構所組成。根據雙方的協定，其運作方式係由 S&P 全權控制整個評等流程，中方不得干涉。同時，中華信評僅能從事台灣境內的評等，所使用的評等等級係屬本土評等標準。境外的評等則歸屬 S&P，適用國際評等標準。由於上述的約定，中華信評所採用的評等方法論 (Rating Methodology) 與 S&P 所採用者完全一致，但評等標準並不包括國家的主權風險，因此信用等級之前置 tw 兩個英文字母，以代表臺灣，並表示所採行之評等標準係專用於臺灣金融市場。評定等級不宜與標準普爾公司的國際評等標準直接做比較。其評等分為長、短期信用評等。長期信用評等係針對債務發行人，在一年或以上的期限內，其債務之總體履行能力的意見。短期信用評等則適用於一年以內的期限。以下為其評定等級：

● 長期信用評等

中華信用評等公司對債務人所評定之最高評等等級為「twAAA」。表示該債務人，相較於其他本國債務人，有極強的履行財務承諾能力。	twAAA
受評為「twAA」的債務人，與最高評等等級的債務人僅在程度上有些微的不同。相較於其他本國債務人，該債務人有相當強的履行財務承諾能力。	twAA

受評為「twA」的債務人，係指其較評等等級較高之債務人，更易受環境及經濟條件變動之不利效果所影響。相較於其他本國債務人，該債務人仍有強的履行財務承諾能力。	twA
受評為「twBBB」的債務人，係指其相較於其他本國債務人，仍具有適當的保障性。但較可能因不利的經濟條件或環境變動，而減弱債務人對財務承諾的履行能力。	twBBB
受評為「twBB」的債務人，係指相較於其他本國債務人，其保障性較弱。由於存在著重要的長期性不確定因素，或暴露於不利的企業、財務、或經濟條件之下，該債務人對其財務承諾的履行能力稍嫌脆弱。	twBB
受評為「twB」的債務人，係指相較於其他本國債務人，其保障性薄弱。該債務人目前有履行其財務承諾之能力，但不利的企業、財務、或經濟條件，將可能損害其履行財務承諾的能力或意願。	twB
受評為「twCCC」之債務人，表示在良好的業務及財務狀況下，債務人目前無法履行財務承諾之可能性高。	twCCC
受評為「twCC」之債務人，表示目前履行其財務承諾之能力極度脆弱，有高度違約之可能性。	twCC
受評為「twR」的債務人，代表該債務人基於其財務狀況，正接受主管機關監管中。在監管期間，主管機關有權決定償債種類的順位或僅選擇償還部份債務。	twR
選擇性違約：「twSD」選擇性違約或 twD 違約皆代表該債務人無法如期履行一項或多項債務，選擇性違約則指債務人選擇性的針對某些特定的債務違約，但是仍將會如期履行其他債務。	twSD

由「twAA」到「twB」間之評等，可以增加一個加號(+)或減號(-)之方式修正，以代表在同等級間債信之強弱程度。

● 短期信用評等

中華信用評等公司對短期債務所評定之最高評等等級為「twA-1」。表示該債務人，相較於其他本國債務人，有強的履行財務承諾能力。	twA-1
受評為「twA-2」的短期信用評等，係指其相對於「twA-1」等級的債務人，較易受到環境及經濟條件變動之不利效果所影響。但相較於其他本國債務人，該債務人履行其財務承諾之能力仍令人十分滿意。	twA-2

短期債務評定為「twA-3」者，係指相較於其他本國之短期債務人，其仍具有適當的保障性。但是，相對於債務評等等級較高之債務人，則較易受到環境及經濟條件變動之不利效果所影響。	twA-3
短期債務評定為「twB」者，係指相較於其他本國之短期債務人，其如期履行財務承諾之能力，將顯著地受到不利的企業、金融或經濟條件所影響。	twB
短期債務評定為「twC」者，即表示其償債能力令人質疑。	twC
短期債務評定為「twD」者，即表示債務人無法履行債務。	twD

「twD」僅適用於債務信用評等等級，當公司已登記破產或無法清償債務時，無論債務人是否有接受評等，其債務人評等會被撤掉。

4. 信用觀察與評等展望

信用評等除了反應財務報表的靜態資訊，還需進一步作動態的更新，若未能及時反映發展的方向就失去了信用評等「預警」的功能。例如中華信用評等公司即以「信用觀察」名單及「評等展望」來表示評等等級可能之變動。當有事件發生或其發生指日可待，而新增之資訊有必要列入評等之考量時，該筆發行便會列入「信用觀察」名單中，例如購併事件、再資本化或法令變動，均可能使得某一筆發行被列入「信用觀察」名單。「評等展望」則是對全部的長期債務發行及其變動可能性進行評估。「評等展望」所關注之期限較「信用觀察」來得長，但其對於信用品質之趨勢或風險的解讀則較不肯定。

當「信用觀察」名單及「評等展望」標示為「正向」(positive)時，即表示該評等可能升級；如標示為「負向」(negative)時，則表示該評等可能降級。「發展中」(developing)乃表示事件尚在發展中，狀況未明，評等可能升級，亦可能降級。而「評等展望」中標示為「穩定」(stable)，則代表評等等級應不致於有所變動。

(四) 信用評等的方法

一般而言，評等機構在對公司債進行評等時，係根據下列的邏輯順序：

1. 對該發行公司所屬政府的評等。
2. 對該發行公司所屬產業的評等。
3. 對該發行公司本身的評等。

首先，對發行公司或發行機構所在國的政府風險，即國家風險進行評估，國家的評等也就是發行單位評等的上限。如該發行單位所屬政府的評等為AAA級，則該發行公單位的債券普遍要比

政府的等級低，這是因為政府被認為擁有廣泛的權限和資金來源，比該國內的任何債券發行單位都具有更高的信用度之故。

接著須對發行單位所屬的產業進行評估，調查、分析該產業的歷史、市場的成熟度、景氣週期、規模、發展性、競爭狀況、產業上有無限制等，進而判斷該產業的風險高低。經判斷產業風險為何，且相對比較在該產業之下的發行公司內容項目後，再進行決定等級次序的作業。

評等的進行主要是採質量並行之分析。量的分析主要是應用比率分析，研究發行公司的經營狀況及償債能力，如資產保障、財務資源、獲利能力等。質的分析則偏重發行公司本身的資料及與發行契約相關之內容，如公司的規範、過去的付息記錄、管理當局的能力、品德、市場占有率、在同業中的地位、受景氣影響的程度、該行業之遠景、抵押品之價值、償還方法等。

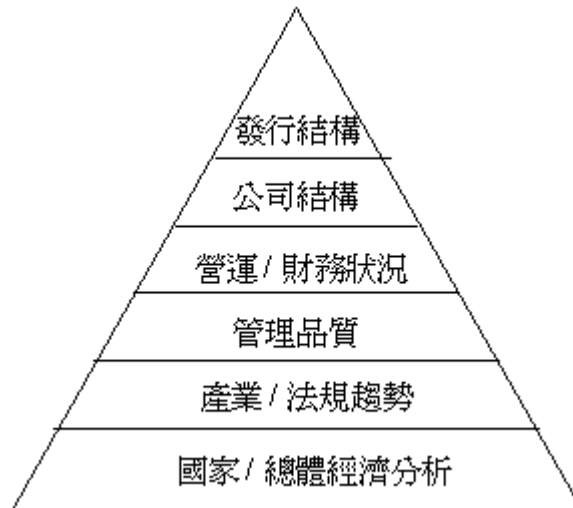
1. 量的分析

資產保障係衡量資產之價值對公司的保障程度。其衡量指標之一是有形資產淨額對長期負債比率。財務資源之評估係著眼於企業的流動資產，如現金及其他運用資金項目。財務資源的衡量指標包括應收帳款收現期間和存貨週轉率，這些指標係依同業標準來判斷。未來的獲利能力以及由營業產生現金的能力亦為評等之重要因素，因為未來盈餘的水準及品質影響企業支應債務能力甚鉅。一般而言，以獲利能力做為公司債之安全保障的指標比資產保障指標來的可靠。

2. 質的分析

質的分析偏重發行公司本身的資料及與債券發行契約相關之內容，如公司過去的付息紀錄、管理當局的能力與經驗。評等人員通常透過與管理當局面談、實地考察及其他分析了解管理當局見識的深度與廣度、公司營運的目標、規劃作業、研究發展、產品促銷、新產品規畫、購併策略。

綜上所述，一般而言，評等分析的過程與步驟可用下圖表示：



評等著重未來性及風險性，即評估發行人未來還本付息之可能性，評等機構一般訂有評等程序及評估重點，但並非一成不變，除因行業別不同的原因外，同一產業間的評等方法及評估重點亦有所不同，且因其考量之因素甚多，故各評等機構未將各項評等要素之比重予以固定化，這正是何以須設置評等委員會，以綜合考量尋求一致性之原因。

二、REIT 的評等要素以及與建設公司評等上的比較

REIT 中的不動產標的物之風險特性會依不同市場而有所不同。在日本，典型的REIT 不動產類型，依風險性低至高順序排列為：住宅、辦公大樓、零售商場型不動產、及旅館等。凡現金流量會隨不動產管理技巧好壞而劇烈波動的不動產，其風險性顯然較高。在美國，零售商場型不動產的風險性被認為較辦公大樓低，但在日本則相反，顯見各國零售業務的環境差異性。在香港的不動產中，大型購物商場的風險最低，其次為辦公大樓，風險最高者為住宅型資產，因其租約對業者的保障最低，從而顯示其租金收入有高度的波動性。除了不動產標的物之外，REIT 不動產組合中，任何類別之不動產的管理策略及地點亦十分重要。REIT 標的物之原有業主的信用品質，是否應列入 REIT 的評等考量因素，是常見的疑問。由於 REIT 在制度的設計上已排除與原有業主的關係，而使 REIT 的信用風險與原有業主的信用風險分離，因此兩者之間的信用風險並無相關。然而，如果 REIT 能夠得到原有業主的直接或間接的支持，例如人事、不動產管理、與租戶資訊等，則 REIT 的信用評等可能會因此而得到提昇。在此情況下，如果原有業主的業務或財務狀況惡化，則可能會影響到其對 REIT 的支持程度，從而必須評估其影響程度與對 REIT 的評等變化。以下為 REIT 的評等要素：

● 營運地位

(一) 市場地位：不動產的管理能力、品牌知名度。

(二) 不動產品質：地點、不動產年齡、不動產／租戶的分散程度、所有權結

構、物業管理、租戶的信用品質、租賃結構。

(三) 投資策略：外部／內部成長、成長速度、投資策略、管理模式。

● 財務狀況

(一) 獲利率：資產報酬率、股東權益報酬率等。

(二) 現金流量保障程度：本業現金流量對總借款比、EBITDA 利息保障倍數。

(三) 資本組成內容：借款對資本比。

(四) 財務彈性：銀行額度、資產的流動性、與財務限制條款。

建設公司與REIT基本上屬於同一產業，但實務中，建設公司一般所獲得的評等等級卻較REIT 評等等級為低。此一情況的出現，主要是建設公司與REIT 雖屬同一產業，但兩者在其它方面，諸如公司成立的法源依據、業務範圍、及資產特性等等，卻完全不同所致。

建設公司主要負責處理不動產的開發與銷售業務，因此承受了額外的營運風險。REIT 的營運則僅限於持有及管理資產，因此並不涉及開發風險。REIT 僅會持有能產生現金流量的資產，而此類資產的現金流量可預測性遠超過建設公司。另外，建設公司及REIT 在人員雇用及資本結構方面的差異亦頗大。因此，在進行風險分析時，兩者的評估方法並不相同。對建設公司進行信用評等時，必須根據其整體企業進行評估，而REIT 通常具備較明確且穩定的架構。

在對建設公司進行評估時，會針對每個部門的優勢及劣勢進行評估，檢視受評建設公司的市場地位、營運規模、各業務單位的風險管理技巧，以及整體的業務組合。另外，建設公司的資產包括各種類型的借款及資本，因此有必要對其個別資產內容的實際狀況進行檢視。在借款方面，信評機構會仔細檢視資產負債表外項目，如果未來有可能發生重大損失，則盡可能在初期階段便將其納入評等考量當中。

反之，REIT 的營運則僅限於持有及管理不動產，以及管理該不動產所產生之現金流量。因此，在對REIT 進行評等分析時，主要的考量因素為：產業地位、管理能力、品牌知名度、不動產組合、以及投資策略等。

三、我國不動產證券化有關信用評等之規範

(一) 受益證券信用評等應予揭示：

不動產證券化條例第四十四條：受託機構依規定發行或交付之受益證券，有經信用評等機構評定其等級者，應於公開說明書、投資說明書或主管機關規定之其他文件，說明其信用評等之結果。

1. 公開說明書：

- (1) 《受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則》第四條規定，應在公開說明書封裏刊印「受益證券信用評等機構之名稱、地址、網址及電話」
- (2) 《受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書

應行記載事項準則》第十五條規定，不動產投資信託或不動產資產信託受益證券公開說明書編製內容應記載之事項：

A. 信用評等機構對受益證券信用評等之評等報告。

B. 證券主管機關規定應記載之其他事項。

2. 投資說明書：

《受託機構私募不動產投資信託或資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則》第二條第九款及第三條第九款規定，受託機構對特定人進行不動產投資信託受益證券、不動產資產信託受益證券之私募，提供之投資說明書應記載之事項：

(1) 信用評等之機構。

(2) 信用評等之結果及其說明。

(二) 信用評等有虛偽不實或隱匿之懲罰：

如有違反不動產證券化條例第四十四條規定，而對信用評等虛偽不實或隱匿之情事，致生損害於公眾、他人或信託財產者，依該條例第五十九條第四款之規定，應處行為負責人六月以上五年以上之有期徒刑，得併科新台幣三百萬元以下罰金；行為人係法人之負責人、代理人、受僱人或其他職員，因執行業務而受處罰者，依該條例六十五條規定，對該法人亦科新台幣三百萬元以下罰金。

四、不動產證券化之信用評等—以現有案例說明

此處以 REAT 及 REIT 發行之第一檔證券—嘉興萬國及富邦一號說明之。

(一) REATs

嘉興萬國（資料來源：台北國際商業銀行受託經營嘉興國際萬國商業大樓資產信託公開說明書）

- 穆迪對台北國際商業銀行受託經營嘉新國際萬國商業大樓資產信託（「信託」）即將發行之A系列受益證券及B系列受益證券（二者合稱為「優先順位受益證券」）授予下列預期評等：
A系列受益證券之預期評等為(P)Aaa.tw
B系列受益證券之預期評等為(P)A3.tw
該預期評等代表優先順位受益證券投資人在2012年12月受益證券最終法定到期日前所可能承擔的預期損失。

優勢

- IBM大樓位處台北市中心區域，交通便利，有多線公車行經。
- 雖然優質辦公室大樓的空置率高，但IBM大樓自1999年起的平均年度（按年底計）空置率都在2%以下。穆迪認為這主要是因為建物管理人的專業能力，和創始機構與一些固定承租人之間穩定的關係。
- 嘉新國際股份有限公司（「嘉新國際」）是IBM大樓目前的所有人，並將擔任本案建物管理人及租賃管理人。嘉新國際在IBM大樓的管理及租賃契約的處理上有17年的經驗；香港尚世邦魏理仕有限公司台灣分公司（「世邦魏理仕」）將擔任本案備位建物管理人及備位租賃管理人的角色。這些交易相關人的經驗增加了本建物管理上的可信度和穩定性。
- 本案採用加快式本金攤銷結構（turbo amortization structure）。於每六個月一次之付款日，所收租金在支付完優先順位受益證券的利息和提列各項準備基金後，將用來預償最優先順位受益證券的本金，預定償還額不超過新台幣六千萬元，及以往不足六千萬元本金預償的部份。這種方式可降低在預期到期日時須一次償還本金所帶來的再融資風險。

弱勢和緩解方法

- 弱勢：自2001年電子業陷入不景氣以來，台灣商業不動產市場即面臨很大的下跌壓力。辦公室的供給過多，超乎需求，導致空置率高；而由於未來的供給將繼續增加，租金和空置率預期仍將面臨壓力。
緩解方法：在扣除有關支出及償還責任後，目前所收取的餘額租金為短期內租金可能下跌提供一個合理的保障。此外，在分配任何資金給次順位受益證券投資人之前，必須先付清所有未付的優先順位受益證券每一期以新台幣六千萬元為預償額之本金。
在不動產的評價方面，穆迪採用長期的看法，以正常化的資本化比率和平穩化的現金流量來估算IBM大樓的價值。此一方法避免了因為市場是在高檔或是低檔所可能產生的盲點。
- 弱勢：地震或火災等意外事件的保險覆蓋，是設在相當於IBM大樓重置成本的水準，該保額小於優先順位受益證券的發行金額。
緩解方法：IBM大樓所在土地之價值可視為其緩解方法，使優先順位受益證券可在法定到期日時或之前完全償付。
- 弱勢：租戶可以在支付提前解約之罰款後提前終止租約；此項罰款通常相當於三到六個月的租金，而之前預付租金的租戶在扣除其提前解約罰款之後，仍可取回其剩餘之未用租金。如這些租戶提前解約，將會對本案導致資金不足之問題。
緩解方法：租金溢付基金的設置有助確保信託不會過度分配其預付租金，並能確保有足夠的流動性資金來支付所需退還的租金。
- 弱勢：IBM大樓的租戶有集中風險，在2003年12月，最大固定租戶的有效月租金大約佔了全部月租金的四分之一。因此，如果該租戶提前終止其租約時，本案可能面臨資金不足之問題。
緩解方法：流動性準備基金的設置可以抵銷此一固定租戶所衍生的集中風險，因為該基金有足夠的資金可支付相當於最大租戶六個月的租金費用（扣除其提前解約罰款的全額）。

穆迪的分析

不動產證券化條例的法規要求及債權轉移都已執行

根據不動產證券化條例，受託機構應向財政部金融局申請該信託發行受益證券所需之相關單位核准；為了符合這些要求，受託機構已經進行這些申請程序，同時已取得相關單位的核准。

此外，根據不動產證券化條例之要求，受託機構也已在報紙上公告通知創始機構現有之債權人關於IBM大樓將信託予本信託的事項；而根據民法的要求，為了移轉租約給本信託，租戶也將簽訂新的租賃契約或同意租賃契約之轉移。

辦公室市場目前仍面臨壓力，未來市場展望在供給被消化前仍將維持負向

辦公室的需求與經濟狀況密切相關。若經濟表現良好，企業擴張，辦公室需求將因而增加；相反地，如果經濟狀況不好，則辦公室需求將減少。

台灣最近一次的經濟景氣是在2000年之前因資訊科技產業空前的成長而起，由於台灣是個人電腦所使用之記憶體DRAM的主要生產地，台灣經濟因此受益良多，許多新的電子公司成立，辦公室的空置率因而下降至極低的個位數水準。

電子產業及全球經濟在2000年的週期性景氣低迷傷害了台灣的經濟，從而影響了商業不動產市場的發展；而之前在科技景氣高點時所興建的大樓逐漸完工，其所造成的供給增加更進一步擴大了供給與需求的差距。

根據本案估價師的資料顯示，目前台灣辦公室市場的租金已經下跌到甚至比1994年前一波市場低潮時更低的水準；在此同時，供給仍然相當充沛，尤其是台北101大樓在2004年完工後所增加的空間，將會對未來租金及空置率實施進一步的壓力。穆迪相信未來市場展望在供給被消化前仍將維持負向。

(二) REITs—富邦一號

* 中華信評：

詳見附錄。以完整的信用評等報告書呈現。

* 穆迪信評：

1. 評等：

本地級發行人長期評等：(P)A2. tw

本地級發行人短期評等：(P)TW-2

評等展望：穩定

2. 評等意見：

富邦一號為台灣第一檔不動產投資信託基金。穆迪之預期評等是以信託於富邦一號之三棟標的不動產的建物品質及價值為基礎，並反映富邦建築經理公司作為不動產管理機構在建物管理方面的經驗。由於有很多承租戶都是富邦金融控股公司旗下的子公司，上述評等在一定程度上是與富邦金控之評等有關（全球級發行人評等為 **Baa2**）。

雖然富邦一號在交割日時並未完全借入在交易文件許可範圍內可借入的款項，但穆迪之預期評等已考量此一可能發生之財務安排。此外，穆迪亦考慮本案在法律層面的完備性，同時注意到不動產證券化條例中的各項要求都已完成，並已取得相關的主管機關核准。

3. 優勢

- 與高品質之承租戶簽訂長期租賃契約，為富邦一號提供穩定的收入來源。
- 富邦一號內三棟標的不動產所處區域均為優質商業區或高級住宅區，且完工於1993年至2003年間，屋齡年輕。
- 富邦建經於1995年成立。為擔任富邦一號的不動產管理機構，富邦建經成立了一新的部門，其高階主管大部份成員皆擁有超過二十年的房地產及租賃管理經驗。

4. 弱勢和緩解方法

- 自2001年網際網路及通訊產業陷入不景氣以來，台灣商業不動產市場即面臨很大的壓力。辦公室的供給過多，超乎需求，導致空置率高；尤其是台北101大樓在2004年年底完工後，可為市場提供大約六萬坪的辦公空間，因此預期未來租金和空置率仍將面臨壓力。 **緩解方法：** 富邦一號內三棟標的不動產均為優質建物；其中位於敦化南路之富邦人壽大樓的價值更佔整個不動產組合價值的76%。富邦人壽大樓於1999年完工，一直維持良好狀況。
- 本交易存在承租戶過於集中的風險，約有94%的收入來自前四大承租戶，單是來自富邦金控旗下各子公司之租金收入已佔總收入的65%。若富邦金控發生任何問題，將會對富邦一號的現金流帶來沉重負擔。 **緩解方法：** 在台灣所有金融控股公司當中，富邦金控是業務最多元化的公司之一，目前的全球級發行人評等為Baa2。其良好的信用品質有助於提昇本案租金收入的可靠性和穩定性。
- 除了35%的最高槓桿比率規定以外，富邦一號在債務性質，例如是以固定利率或浮動利率進行融資、以及借款年期等政策方面並沒有任何明確規定，亦沒有銀行提供備用流動資金的承諾。 **緩解方法：** 不動產貸款市場的資金流動性很高，而富邦一號設有一35%的槓桿比率上限，允許富邦一號在銀行貸款市場融資。此外，由於本案與富邦集團關係密切，如有需要，富邦金控旗下的子公司台北富邦銀行也能為交易提供流動資金支援。

5. 信用評等考量因素

- 富邦金控旗下各子公司的支持可緩解承租戶過度集中的風險。 本交易存在承租戶過度集中的風險，有94%的收入來自前四大承租戶：富邦金控旗下各子公司（64.77%）、全球人壽（11.54%）、台灣安萬特藥品股份有限公司（9.58%）及外國駐台機構（8.69%）。根據台灣一般慣例，租戶只須付相當於一至三個月租金的罰款，即可提前終止租約；因此，如此高的租戶集中風險將造成本交易的脆弱性。然而，富邦金控旗下各子公司均已簽訂較長的租賃年期、並承擔較高的提前終止租約罰款，顯示他們對富邦一號的支持和承諾。至於全球人壽及外國駐台機構，由於富邦中山大樓與全球人壽所簽訂的

租賃契約條款比較優厚，加上外國駐台機構對住宅大樓的要求有特定的條件，因此選擇有限，所以承租戶過度集中的風險能大大地緩解。

- 初始投資標的均擁有良好品質。富邦人壽大樓的價值是三棟大樓當中最高的，該大樓擁有良好品質，位於重要商業區內，且維護狀況良好。富邦中山大樓的屋齡很短，相對該區內之辦公大樓屋齡大都超過二十年，因此該大樓能夠在中山區的眾多大樓當中備受注目。天母富邦大樓亦是一棟受矚目的新大樓，為北投區的高級住宅。由於這三棟大樓的屋齡短，因此預期資本支出亦不多，穆迪認為此一組合能夠為富邦一號帶來穩定的現金流量。
- 不動產管理機構的高階管理層擁有豐富建物管理經驗。富邦建經將負責管理富邦一號的不動產。富邦建經成立於1999年，其業務範圍包括不良資產處置及不動產估價等服務。為了準備履行不動產管理機構的職責，富邦建經成立了一個新部門，新聘員工將會負責此基金之基金管理、房地產管理和租賃管理。儘管富邦建經並沒有擔任不動產管理機構的紀錄，但其高階管理人大部份皆擁有超過二十年的房地產及租賃管理經驗。此外，富邦建經可尋求富邦物業公司的支援；這家公司的股權有99%由富邦建設股份有限公司所持有，其本身是富邦集團的成員。富邦物業公司為富邦集團的不動產業務提供全面的不動產管理服務。
- 穩定的標的資產組合。富邦一號為一封閉型基金，根據目前的不動產證券化條例，不能發行新的受益證券。若富邦一號希望增加其資產組合，其主要的融資來源將會來自舉債。本交易設有一明確槓桿比率限制—35%，該比率係以總借款除以總資產的方式計算。只要法令改變、取得主管機關和受益證券持有人的核准，富邦一號仍有發行新受益證券的靈活性。穆迪預期，由於富邦一號的商業策略並非要在可預見的未來大幅度增加投資組合規模，因此富邦一號的標的不動產資產組合將維持穩定。
- 受益人不得向受託機構請求買回受益證券。富邦一號之證券受益人不得向受託機構請求買回受益證券。此規定將大大地降低富邦一號的流動資金壓力，特別是在不動產市場下跌時，受益人可能會試圖向受託機構請求買回受益證券。財務靈活性有限 根據不動產證券化條例，富邦一號必須向證券受益人分配所有淨現金流量。由於並無銀行承諾將提供備位流動資金，因此富邦一號其履行短期支付義務的能力將會受到影響，特別是在分配股息後的短期間內。其未來的支付將會由下列各項資金來源來支應：(a) 營運現金流量；(b) 承租戶所支付的押金；(c) 資本支出準備—在向證券受益人分配股息前，富邦一號每年將預留若干資金作為資本支出準備。良好的財

務計劃和靈活性，對於富邦一號是否能成功履行其長期償還義務極為重要。除了35%的槓桿比率上限規定之外，富邦一號在債務性質，例如需以固定利率或浮動利率進行融資、以及借款年期等政策方面並沒有任何明確規定。在債務到期日時，其償還的資金主要將來自銀行所提供的再融資貸款，並藉由非常活絡的銀行貸款市場來疏緩再融資風險，該市場可提供貸款成數高達七成的抵押貸款。此外，由於本案與富邦集團關係密切，如有需要，富邦金控旗下的子公司台北富邦銀行也有可能為交易提供流動資金支援。

- 本地級發行人評等在一定程度上與富邦金控之評等有關。由於有很多承租戶都是富邦金控旗下的子公司，富邦一號的本地級發行人評等在一定程度上與富邦金控之評等有關（全球級發行人評等Baa2）。穆迪參考了富邦金控及其旗下各子公司的公開及非公開評等。穆迪認為，富邦一號的(P)A2.tw本地級發行人長期預期評等及(P)TW-2本地級發行人短期預期評等與富邦金控及其旗下各子公司的評等具有一致性。

此外，全球人壽之母公司 — Aegon, N.V. 及台灣安萬特藥品股份有限公司的母公司 — Aventis S.A.，均擁有A2之全球級發行人評等。

基於上述之信用評等考量，穆迪認為富邦一號之發行人評等展望穩定。

五、不動產證券化標的之管理維護

（陳奉瑤（1997），李鴻毅主編，「不動產管理」，不動產經營與管理，1997年4月初版）

（一）不動產管理計畫概述：

1. 不動產管理的主要目的，乃不動產管理人如何使不動產做最高、最有效的利用，為委託人追求為大利潤。當不動產所有人在尋求適當的管理者委託重任時，將以不動產管理計畫作為評選的主要參考；而入選者亦將以擬定之不動產管理計畫作為執行的依據。
2. 其中的不動產管理計畫，基本上是以不動產目前的物理、財務、營運狀況，配合委託人目的加以分析。

（二）辦公大樓之管理：

1. 概述：辦公大樓之管理，首先對不動產本身所具備之條件及特殊功能進行視察。由於辦公大樓需提供承租人極大彈性使用，因此對建築物面積與設備要充分瞭解，並對使用中建物需蒐集完整資料，詳細瞭解其物理功能，如此才能對承租者詳細解說，使管理達到最大經濟效益，並在物理功能上達到最佳狀態。

2. 管理內容：

（1）租金訂定：

欲訂定租金方案，應先衡量出租空間大小，即整棟租售或分層

(戶)租賃。

(2) 辦公室空間之推銷：

管理者首先需建立該空間代表著高價值信心，尋找可能的空間使用者，規劃其所期望的空間並加以遊說。進行推銷時，首先尋找可能的承租人，並確定此辦公空間適合做那種用途，聚集經濟作用可做為參考。

其次係引發承租人興趣，租金優惠、效率的增加與聲望的提高，較能吸引承租人的注意與關心，特別是經濟不景氣或通貨膨脹期間，較低廉的出租空間，將較容易出租。

最後為視察空間設施，對於素昧平生的盛租人必須準備平面圖或提供樣品屋供客戶參考，而後實地參觀建物與可使用空間並從旁解說，儘量配合客戶所需並描述重點，使客戶更能深入觀察死瞭解其欲承租之空間，以加深印象。

(3) 空間規劃：

辦公大樓的內部設計，係以創造一個機能且令人舒適之空間為目標；若辦公室出租必須配合以空間規劃，則此部份可交由具專門技術的人員來做。如此，公司組織容易吸引及留住員工，並且在租金上漲時會更留下空間該如何做更有效率之利用。

(4) 維護：

- A. 電梯運作：辦公大樓中由於電梯使用頻率較住宅高，其提供了一項重要的服務，對大樓等級有所影響，因此需要定期維護。
- B. 一般清理：辦公大樓較其他型式建物清理困難，因此大多由清潔公司負責。其次，其清理不能妨礙到日常工作，因此白天的清理工作主要為大廳樓地板、電梯、步道及入口處的清潔；而主要的維護清理活動，如大樓公共區域及出租空間，大都在晚上進行。

(7) 安全維護系統：

- A. 安全問題：對人員往來頻繁的地區如出入口，須特別注意；至於較不受重視的地方如樓梯間、盥洗室，除人員巡邏外，監視系統的使用是不可或缺的。
- B. 緊急狀況：對於火災、地震、高樓逃生等狀況的發生，管理者必須常與當地警察局及消防隊維持良好聯繫，並應預擬撤退計畫，以備不時之需。

【課後討論】

張老師：信評應相當重視於管理維護的好壞。管理維護良好的話，便會增加收益穩定度與資產價值，對於其信用評等也會給予好的分數。

翊瑋：之前我也看過某些案例的評等報告書，似乎看起來不錯，但在深入瞭解不動產證券化之後，才發現其實也有盲點，因為這些報告書都是自己人寫的，當然會將評等等級訂定較高，例如承租戶集中其實是不好的，但評等者認為承租戶是良好的，所以承租戶集中是好的。

張老師：集中的好壞各有論斷。集中會缺乏多樣性、增加風險，但也會產生其經濟規模，而這其中的標準有賴個人制訂準則，例如說風險標準化，而這其中有賴量化或質化的技術。信評最主要的價值是要瞭解：是什麼資產才能夠證券化。

香妃：怡高物業在2000年作了一份亞洲地區辦公室管理維護報告，其中台北是最差的。隨著國際化的趨勢，辦公室的管理維護，而這其中最重要的是保值效果的建立，或是加值—即能使資訊流通。管理維護與信用評等的關係，除其實體的管理維護，更進一步的是其未來的空間規劃，以及其財務狀況的預測及管理，使其使用及利潤極大化。

張老師：日後將在不動產證券化條例中加入關於管理維護更詳細的規定。所謂的管理維護不僅是其保全，那只是消極的管理維護，而積極的即是尋找到好的租戶，並且促使其價值提升、營運收入穩定（即使NOI極大），並降低其風險。

林老師：管理機構者法令有何規定？

張老師：目前不動產證券化條例有規定，但其實質上並非真正的管理機構，因此日後修法將會訂定其定義更明確。此外，目前並未對管理者建立證照制度，使其專業性無法展現，例如不同的不動產，其管理方式也不完全相同，在日後也會建議修法。

依蓁：目前國內信評機制不發達，其所制定的信用評等與國際接軌上是否會有落差或是不穩定的情形？

張老師：這個是有可能的，因為台灣政治情況相較於國際上是不穩定的，因此信用評等有可能會變動。

詩薇：REITs與REITs目前案例的信用評等，其內容與評等方式大同小異，是否有違原先創造二者的意思？

張老師：由於國內資料有限，並且大多是二手資料，所以才會產生這種情況，而這其中的調整是必須的。

奕農：目前外商對不動產證券的評等，是公司派人來停留幾天看看資料，然後就決定了，這可能會有問題出現。

張老師：這個是當然的，因為機制問題使國外並不瞭解國內情形

奕農：日前恩龍案在財務危機爆發前，信評等級是很高的，但在危機之後，Moody

立刻給予將等級降低，因此信評有「棒打落水狗」的感覺。

張老師：資訊不對稱的情況是一直存在的。

欣樺：國外將REITs及不動產視為一種產業，但國內僅將REITs與不動產視為一種商品，引進信評感覺有國情不合的感覺。

張老師：REITs與建設公司的信評這點是很有意思的，日後引進開發型REITs後這點將會受到重視。

香妃：由於國情的不同，使得各國不動產類型與風險的對稱性也不相同，這點是很有趣的。

揚名：管理維護若被視為一種產業，那麼其信評方式將又會別立一風格；另外，國內信評不發達，因此必須委外辦理，因此有委外信評可能會取代國內信評的感覺。

張老師：國內信評仍位於初期階段，因此這種疑慮是難免的，目前已朝向本土化的步調在進行。

第11章 REIT 股票市場的預測能力(The Predictability of the REIT 如果我知道如何戰勝市場, Stock Market)If I Knew How to Beat 我會告訴您嗎? the Market, Would I Tell You?

- 一、前言
- 二、REIT 股票市場無效率之可能理由
- 三、REIT 報酬預測能力之證據
- 四、建立預測能力之交易策略
- 五、建立股票價格反向操作之交易策略
- 六、REIT 動能之交易策略
- 七、我們學到了什麼?
- 八、結論

一、前言

一個理想的證券價格應含有一致性、可預測能力之規律，此規律將引導一個可獲利的股市交易策略。自證券化第一次交易以來，而這也是吸引投資者的誘因，投資者藉由簡單地公開資訊的使用及自己設計賺錢的交易策略，假如其可以持續穩定地賺取高於平均的利潤，其會變得快速致富地。確實，開發一個可獲利的交易策略，是每個投資者的夢想，當然 REIT 的投資者也不例外。

然而，這個夢想會實現嗎？如果 REIT 的股票已經是一個可以反應市場上所有投資者有用資訊的價格了，亦即任何交易策略是建立在相同的基礎上，我們稱市場是有效率的，在有效率的市場，藉由使用任何交易策略，沒有高於平均的利潤，可以被持續的賺取。如果你相信 REIT 市場是有效率的，明顯的意涵 REIT 的投資者是比較喜愛『購買-然後持有』的策略勝過於積極交易的策略。

在財務金融的文獻中，市場效率的觀念是值得討論的。這可能是個課題，我們從未獲共識，因為沒有人可以真正的嘗試所有的可能性去驗證它【註 1】。然而，因為類群股票間在資訊取得的差異性，比較真實的是，認為市場效率是一種程度而不是一般股市一成不變的特徵。假如在市場上獲得關於股票的資訊較少或假如少數獲知資訊的投資者在正常狀況下交易，明顯地，股票投資者可能賺取高於平均的利潤。

由上述可知，當投資 REIT 之投資者必需要了解以下問題的答案，首先，有任何理由相信 REIT 股票市場可能是無效率嗎？第二，有理由相信 REIT 市場比

一般股市較沒效率，而投資者由無效率市場裡獲利可能存在嗎？我們將在以下章節討論這些問題。

二、REIT 股票市場無效率之可能理由

(Possible Reasons for REIT Stock Market Inefficiency)

我們可以界定兩個理由來說明 REIT 股票市場可能是比一般股市要沒有效率的。首先第一個理由，財務金融的文獻告訴我們(small stocks)小額股票的價格行為是異於其它市場上的股票的。如同一般的姆指法則，小型資本額股票的特色在於市場資本小於(美金)5 億，中型資本額股票市場資本大概在 5 億 30 億(美金)之間，而大型資本額股票市場資本在 30 億(美金)以上。假如有人比較 REIT 市場上這些分界的話，很明顯的 REITs 在過去的歷史上是屬於小型資本額股票的。舉例來說 REITs 在 1962 年的平均市場資本額只有二千一百萬(美金)，這個價值在 1991 上升到九千三百萬(美金)並且在 1998 達到六億三千一百萬的最大值，在 1997 年中期之後 REIT 的平均市場資本額上升超過了小型資本額 5 億的極限。

自從法人投資者對小型資本額股票興趣不大之後，證券分析者就很少去持續追蹤報導它們了。沒有財務金融分析者提供資訊，且法人投資者也不願去承受並交易這些資訊，股票市場將會發現要決定 REIT 股票的真實價格是很困難的。直到最近為止，因為 REIT 資訊的缺乏，使得只有少數的投資者為 REIT 股票的交易。因此，假如他們願意比其它市場上的投資者更小心的去學習了解市場，對投資者而言藉由交易 REIT 股票，有很多潛在的機會去賺取高於平均的利潤。

第二個理由，REIT 所擁有不動產價值的資訊是很難去取得的。我們知道在平衡表中不動產的價值是由不動產評價的方法或是由折舊去調整而決定的，這兩種方法都無法完全反應出不動產的真實價值。當 REIT 持有多樣化的投資組合，REIT 的評價就顯得更困難。由於不動產市場被區隔為區域性小市場，資訊取得更不容易，較無法大眾化。財務金融分析師不願意去做以上的工作，即使有個人投資者有興趣研究分析 REIT，其也不願意資訊分享。

Roulac(1988)發現去評價價權益型 REIT 之不動產是很困難且很昂貴的，因此，評價其股票亦同。Scott(1990)指出 REIT 的股票價格並非總是可以反應其資產的真實價值，這個個案即使我們認為 REIT 可能會在其淨資產價值折價時交易，在評價的困難的情況下，在 REIT 的市場上投資者誰能對真實不動產價值有較佳的了解，便可能會有較其它投資者更好的績效。

三、REIT 報酬預測能力之證據

(Evidence of REIT-Return Predictability)

為了所有投資者藉由獨特的交易策略來獲利，REIT 股票價格的變動是稍微

可以預測的。假如 REIT 市場是有效率的，它的價格應該會跟隨一個合理的隨機規律，這代表今天股價不會和過去股價或過去經濟變數有重大的相關。換句話說，假如某些投資者可以使用今天的資訊(REIT 股價及相關的經濟變數)去預測明天的價格，他就可以發展一個藉由 REIT 報酬的預測能力之可獲利交易策略。

REIT 報酬預測能力的證據在哪？最初 Liu and Mei(1992)說明了權益型 REIT 的超額利潤比市場上其它股票是更可預測的，他們定義 3 個變數是可以用來預測權益型 REIT 報酬的：元月效應、國庫券利率、房地產資本化率(對權益型 REIT 的報酬中房地產市場影響力之衡量)。因為 REIT 投資者需要多樣化的風險溢酬，他們建議使用進場時機策略，進行 REIT 股票的交易對投資者而言是有利的。Mei and Liu(1994)延伸其論點，包括抵押權型 REIT 和權益型 REIT 及其它房地產股票，得一樣的結果。Liao and Mei(1998)支持這個論點，與不動產有關之證券報酬比其他小型資本額股票更有預測能力，並且認為進場時機對 REIT 投資者是有用的。

Cooper Downs and Patterson(2000)與 Nelling and Gyourko(1998)顯示，建立在過去的報酬上，權益型 REIT 報酬是可預測的。更有趣的是，Nelling and Gyourko 發現以市場資本額來看，大型資本額 REIT 股票其報酬的預測能力基本上是不存在。舉例而言，檢驗中型股的報酬預測能力，並無顯著之證據顯示過去股票報酬之預測能力。大型股的報酬預測能力的消失，部分是因為比起小型資本額的股票，其較大的流動性，與較積極的交易，導致於較有效率的訂價狀況。因此 REIT 市場的無效率，更可能由於和小型資本額的 REIT 較有關係，而非大型股所致。

然而，Li and Wang(1995)發現 REIT 的報酬預測能力是不超過其它股票的。Karolyi and Sanders(1998)也發現 REIT 報酬是可預測的，但大部分的預測能力是因為投資者對 REIT 股票所需求的風險溢酬，在修正風險溢酬後，REIT 股票報酬預測能力即沒有勝過其它市場上的股票。REIT 報酬的預測能力證據眾說紛紜已經被混合了，此時，我們不能確實的掌握 REIT 報酬的預測能力，我們需要下一個章節來解說。

四、建立預測能力之交易策略

(Trading Strategies Based on Predictability)

對投資者而言，REIT 的報酬是否能預測並不是那麼重要。對其重要的問題是他們能否藉由報酬的預測能力去呈現一個交易策略以獲取超額利潤。許多文獻的研究在檢測，基於 REIT 報酬預測能力的特殊交易策略其潛在的可獲利性，由所收集的資料中，你會發現基於積極交易 REIT 股票能否獲得超額利潤是不確定的，以下將討論這些問題及相關研究。

Bharati and Gupta(1992)比較兩種不同的交易投資組合的績效：包含了不同的組合如資本額大型股票、積極交易的 REIT、(有些案例含)國庫券利率與相對於相同資產不同組合之消極型的投資組合而言。他們發現即使考慮高額的交易成本下，在季的投資期間，積極的交易策略仍然比消極型的交易策略有較好的績效，

他們支持積極型的交易策略。

Mei and Liu(1994)提供相似的證據，發現投資者賺取超額利潤，假如他們購買 REIT，當超額利潤在房地產市場上是被預期會上升，並且出售當預期市場超額利潤將減少時，他們發現一個適合的證據，積極的策略投資在房地產股票，包括權益型及抵押權型 REIT，賺取較高的超額利潤，相對於由『購買-然後持有』的策略，此策略為結合同性質的股票、債券及 S&P500 股票指數的投資組合。

投資者利用經濟政策的資訊，藉由 REIT 股票的交易來賺取不正常的利潤是有可能的嗎？Darrat and Glascock(1989,1993)試驗這個議題，藉由分析經濟政策變數在 REIT 股票報酬裡的角色。他們發現基於股市報酬的變動之貨幣政策會影響不動產股票的報酬大約領先一至二個月。他們認為因為搜尋關於財政的訊息在房地產市場所造成的影響而產生的交易成本，大於投資者所能賺取的收入，因此投資者不太可能運用經濟政策變數去賺取超額利潤。

對於市場效率的較重要的研究首推 Ling Naranjo and Ryngaert(2000)，他們試驗五個在 REIT 不同組合的積極交易策略的超額報酬績效。不如同過去研究認為 REIT 市場為無效率市場。Ling Naranjo and Ryngaert 發現在 1980~1996 年積極『購買-然後出售』REIT 股票，沒有比『購買-然後持有』策略來的有成效，這是很重要的，因為他們的研究範圍涵蓋了 1990 年代，並且引用了許多在 90 年代 REIT 市場所發生重要的變動。

雖然建立在預測 REIT 報酬的積極交易策略，可能對投資者獲取超額利潤有幫助，但有關於這些策略(至少在這幾年)可能沒有超額的收益性，這些理由可能會使深信利用獨特交易策略來積極交易 REIT 以獲取超額利潤的投資者感到灰心。我們相信這個實證的議題不會到此結束，某些個別的投資者設計一個交易策略認為不久將來可能可行的，則這個議題又將會再度被提起。

五、建立股票價格反向操作之交易策略

(Trading Strategies Based on Stock Price Reversals)

Mei and Gao(1995) Graff and Young(1977) and Nelling and Gyourko(1998)認為 REIT 股票明顯的價格反向操作。Cooper Downs and Patterson(1999)認為其價格行為的型態可能是因為投資者過度反應的影響，和 DeBondt and Thaler(1985)在一般股市所描述的相似，這樣的價格行為有趣在哪裡呢？它允許 REIT 投資者去跟隨一個反向操作(作法與一般大眾相反的投資人 例如買冷門股票)策略去選擇建立在過去價格行為的獨特 REIT 股票，即投資者會去買過去績效不好的 REIT 股票並且出售(或是短期出售)過去績效好的 REIT 股票。這種不正常的訂價行為，使投資者確認個別的股票可以獲取超額利潤。

由資產的角度來分析 REIT 的市場是否效率，Mei and Gao(1995)指出對短期持有的投資者而言，較長期持有的投資者較無效率的這個假設是合理的。因為短期持有的投資者只有較少的時間去吸收新的資訊以建立他們的投資決策，最後，

無效率市場是比較容易從短期持有的投資者去觀察的，因為他們可獲得的資訊較少且較少時間去評價，只能由 REIT 股票所獲得的資訊去採取行動。

Mei and Gao(1995)欲了解使用短期價格反向操作及短期持有交易是否存在可獲利的策略，他們發現不考慮各種不同期間之投資組合形成的交易成本下，顯著的獲利報酬，並且隨著投資長度期間大概一年以上而增加報酬。換句話說，他們也發現了在近 30 年(1962~90)這個獲利性策略的報酬降低了尤其最低點的獲利報酬在 1980 年代，更重要的，他們也發現現即使考慮適當的交易成本並且隨著長度期間大概一年以上之投資，他們的交易策略並未帶來可獲利的報酬。

然而，最近的令人鼓舞的證據顯示，關於建立在價格反向操作的積極交易 REIT 股票的收益性，Cooper Downs and Patterson(1999)試驗藉由使用過濾規則及購買輸家的投資組合、短期出售贏家的投資組合，這樣的反向操作的方法來積極交易 REIT 股票是否可能獲取超額利潤。過濾規則可以被視為是一個簡單的規則，即告訴投資者當基於過去價格變動買進或賣出股票時機，舉例而言，假如它的價格已經上升 10%，賣出股票；且假如它的價格已經跌了 5%，買進股票。

在不考慮交易成本之下，作者發現他們的積極過濾策略產生比『購買-然後持有』投資組合還要高的報酬，即使在考慮合理的交易成本後，他們採取適中到極端的過濾策略顯現是有可獲利的報酬。而這可獲利的報酬是建立在來回的交易成本及線上股票的交易上，作者提供的第一個可能的解釋，認為現金流量，相對於其它股票，對於決定房地產報酬是很重要的。假如現金流量很難在短投資期間被預測，相較於其它股票而言，REIT 股票價格對投資者過度反應可能會很敏感且易受動搖。這個實證結果是引人注目的，特別是這個實證經由 1995 年且其經歷許多過去 1990 後期 REIT 市場的變化。

綜合來看，雖然基於 REIT 股票價格反向操作獲利性的證據被混淆了，它仍認為 REIT 股票市場在考慮交易成本及風險之後仍是有效的。另外一方面，關於進場時機使用反向操作交易策略(建立在短期交易期間)及採取適中到極端的過濾規則等證據，明確的指出獲取超額利潤是可能的。

然而，當研究者公開提出具獲利性的交易策略時，最常被問的問題即是，為何不使用交易規則在 REIT 股票市場賺錢，以代替只是發表這個策略？當然，假如交易規則是有效運行的，研究者可以藉由交易 REIT 股票賺大錢。但是即使它被廣泛的報導及每個人開始使用它，我們確信其不再有效運行。Cooper Downs and Patterson 在 1999 年的研究告訴我們，採用一個 REIT 股票的交易規則及使用它去獲利是有可能的。換句話說，投資者發展積極交易策略，可以在 REIT 股票市場裡尋找到機會。表 11.1 綜合在這章目前討論重要的研究結果。

六、REIT 之動能之交易策略 (Momentum Trading in REITs)

和反向操作交易策略相反的就是動能(momentum)之交易策略。動能影響存

在於美國股票市場如同在國際股市一樣，財務金融的文獻中同樣也發現可靠的證據即短期持有者（通常六個月）過去贏者恆贏（或輸者恆輸）是比較有可能是贏家（或輸家）。由此觀點，投資者相信動能投資策略，其會購買過去是贏家的股票並且出售過去輸家的股票。

Chui and Wei(2001)檢測在 REIT 股票市場裡，動能策略是否有其功能。他們發現這個策略在 1982~1997 間，每個月由 REIT 股票產生 0.76% 的獲利，在同一時期在其它普通股票的獲利是 0.61%。他們將如此明顯的動能策略影響歸因於 REIT 相較於其它普通股票的不易流動性及小規模股票。

更有趣地，作者也發現在近 1990 時期前動能策略對 REIT 的影響是很弱的，然而由動能策略交易所獲得的利益在 1990 之後變的強壯。他們相信使用動能策略所獲得的報酬的差異可能是因為與 REITs 評價的不確定性增加而引起的。確實，當相較於 1990 時期前，對 REIT 評價有較大的不確定性，1990 之後因為重大的變動形成於 REIT 的組織架構、權屬結構及企業策略上。由於對 REIT 的評價已經變的越來越複雜了，根據這些證據顯示，動能交易似乎是持續可行的策略【註 2】。

七、我們學到了什麼？

(What Have We Learned)

這一章問投資者，假如 REIT 股票市場是無效率的，其是否會採取積極交易『買進-然後賣出』REIT 股票的策略？這個問題的答案被清楚的回答在以下的觀點：

1. 假如 REIT 股票報酬是可預測的，即使考慮交易成本及風險後，投資者可能可以穩定持續的賺取超額利潤。
2. 雖然很清楚 REIT 的報酬是稍微的可預測的，但並不清楚它們是否比其它股票要來的更容易預測。
3. 沒有證據指出 REIT 投資者在扣除交易成本後，基於經濟變數上的交易策略，可以獲取超額利潤。
4. 有限的證據顯示，過去的投資者可以使用反向操作策略買進（或賣出）REIT 股票以賺取獨特的利潤。然而，並不清楚是否這個策略可以未來持續被運用。
5. 雖然動能交易策略在 1990 以前沒有成效，但在 1990 之後也有證據顯示，運用動能交易策略也能賺取超額利潤。
6. 直覺地，使用交易規則不能產生任何超額報酬。因為其它投資者可能去發現它並且競爭任何利潤。然而，我們不能排除這些交易規則存在於 REIT 投資者之間的可能性。

八、結論

(Conclusions)

過去描述 REIT 股票市場效率經驗的研究結果，和一般股票市場效率或多或少是一致的。雖然 REIT 市場較一般股票市場不有效的，REIT 投資者藉由確實可靠的交易策略，並不一定能賺取超額利潤。很明顯地，如果建立在公開資訊上，合理地、簡單及具獲利性的交易策略存在，其它投資者是有可能去發現它們並且使用這些資訊，在過程中，這些競爭是可能將任何超額利潤給消除掉的。

即使這些建立在歷史資料上的具獲利性的交易策略被證實，REIT 投資者在運用這些規則仍是必須要小心，並沒有保證這些過去起作用的交易規則就可以運用到未來。最後，我們建議 REIT 投資者，不用太去注意已發表的交易規則，假如這些規則是有作用的，研究者採用它們去賺錢更甚於去發表它們【註 3】。

附註 (NOTES)

【註 1】贊成與反對市場效率的實證文獻參考 Fama(1991) 與 Haugen(1995,1999)

【註 2】Buttimer & Hyland & Sanders (2001) 認為 REIT 報酬為 IPO REIT (首次公開發行 REIT) 報酬的函數，由於考慮 IPO REIT 報酬之控制下，REIT 報酬對動能交易策略的效力較不敏感。

【註 3】Jianping Mei 教授評論這篇文章，其預警性的指出一個可能性，研究者可能沒有必需之資本或風險容忍度得到資本化之機會，雖然我們不認為學術界的給付不好，但我們學術界也無法控制其可能性。

表 11.1 所選研究案例中支持 REIT 股票可獲利的交易策略存在性之綜合摘要

作者	樣本期間	應用獲利性交易策略之課題	應用 REIT 股票交易策略性之結果與其解釋
Ling, Naranjo, and Ryngaert (2000)	Jan, 1980- Dec. 1996	利用可預測性 REIT 報酬來比較積極型策略與消極型 REIT 投資組合，5 個積極型交易策略投資組合的混合型 REITs 與國庫債券(T-bills)，S & P500 股票、小額股票報酬執行績效之比較課題。	在 1988-1989 年期間交易成本與風險調整後，積極型交易策略之 REIT 與 T-bills 有相似性之執行績效。在整個樣本期間(1980-1996)，與在 1990 年代期間，積極型策略(買進賣出)之執行績效低於買進--持有之 REITs 投資組合。
Cooper, Downs, and Patterson (1999)	Jan, 1973- Dec. 1995	由於投資者對於不同持有期間有關 REITs 新聞之過度反應形成之極端價格動能效果，與利用過慮規則之 REITs 其執行績效之課題。	透過可能會產生偏誤結果之控制之下考慮交易成本以反向投資策略之檢測形成顯著性之不正常利潤。
Nelling and Gyourko (1998)	Jan. 1975- Dec. 1998	可預測性之權益型 REITs 報酬與設計與月負相關之 REITs 反向操作策略執行績效課題。	在權益型 REITs 月報酬，尤其是 1975-1984 與 1993-1995 之期間是可預測性。月平均報酬在買進執行績效不好之股票與賣出執行績效較好之股票策略下其報酬無法大到可含蓋交易成本而形成可獲利之策略。
Mei and Gao (1995)	July 2, 1962- Dec. 31, 1990	利用報酬之可預測性於可交換交易之 REITs，與其他不動產股票在套到交易策略之設計下利用不動產股票價格反向操作獲利之課題。	雖然伴隨者顯著性之價格反向操作之交易策略之利潤性，但考慮中等水準之交易成本，則此利潤就沒有了！REIT 股票市場可能為經濟上的效率性市場，此結果是來自於長期不動產證券基金之管理，與對於交易規則之使用。
Mei and Liu (1994)	Jan. 1971- April 1989	可預測性 REITs 與其他不動產證券之報酬之積極型交易策略之市場時機之執行績效課題	可預測性不動產證券利用市場時機之積極型策略優於經風險調整或未調整之消極型策略。尤其在貸款性 REITs、權益性 REITs 同時其他不動產證券與政府公債與股票有關之投資組合下也是有以上的結果。

名詞解釋 (1)

效率市場假說 (efficient market hypothesis, EMH) 認為人是理性的，因此價格會反應所有的相關資訊，即使價格偏離基本價值，也是因為資訊的不對稱或資訊的解讀短時間內的差異所致，不論如何，隨著時間的經過，投資人對資訊的取得越來越完全（公開訊息），且投資人也會藉由學習而正確的解讀相關資訊，因此價格必定會回歸基本價值，所以價格的偏離是短期的現象。

效率市場假說建立在三個理論假設下：

- (一) 投資者是理性的，因此能理性的評價價格。
- (二) 即使有些投資者是不理性的，但由於他們的交易是隨機的，所以能消除彼此對價格的影響。
- (三) 若部分投資者有相同的不理性行為，市場仍可利用『套利』機制使價格回復理性價格。

依據上述 3 個條件的滿足程度，可將證券市場的效率分為：

1. 弱式效率市場：股票價格已充分反映了過去股票價格的各種訊息，投資人無法藉由技術分析分析過去的訊息獲得超額利潤。
2. 半強式效率市場：股票價格充分地反映了過去及現在所有已公開的訊息，投資人作再多的基本分析研究公司基本面也無法獲得超額報酬。
3. 強式效率市場：由於股票價格最充分地反映了已公開和未公開的所有的情報，股價已調整到與其價值完全一致，投資人即使擁有內幕消息，也無法取得較好的投資報酬。

您認為台灣股市是否符合以上三個條件？投資者都具有理性？訊息都能及時公開？市場充分公開競爭，任何投資人都無法操縱股價的變動？如果答案是否定的，那麼投資人仍必須多作研究及分析，尋找股市律動的規律，發掘價格被低估的投資機會。

效率市場假說成為很多學者心中神聖不可侵犯的真理，直到 80 年代後期，學者發現一些實證的結果並不支持資本資產訂價模型 (CAPM) 和效率市場假說，傳統財務學的學者將這部分的發現統稱為市場的異常現象 (anomalies)，隨著越來越多的異常現象被發現，學者開始對傳統的財務學在價格的決定上存疑，轉而尋求其他領域的解釋，這時以心理學對投資人決策過程的研究成果為基礎，重新檢視整體市場價格行為的行為財務學便獲得重視。

展望理論 (prospect theory) 用來作為人們在面對不確定性下從事決策的模型，以解釋傳統預期效用理論與實證結果的分歧，傳統預期效用理論不能解釋為什麼個人在某些情況是風險愛好者，在某些情況又是風險趨避者。另外個人在做決策時，並不是如傳統財務理論假設理性的個人，會對所有的可能情境及可能性做詳盡的分析，而是常常不能充份瞭解到自己所面對狀況，會有認知的偏誤 (cognitive bias)，常以經驗法則或直覺作為決策的依據，反應在投資行為上，則有過度反應或反應不足的現象。或是個人在做選擇的時候，常常會受到問題描述方式的影響而有不同的選擇，這些與傳統預期效用理論所假設的理性行為相抵觸的現象，在展望理論中都可以獲得解答。

行為財務學以展望理論為基礎，加上其他心理學與行為學對於投資人行為模式的發現，對效率市場假說的三個假設提出質疑：

- (一) 以正常行為 (normal) 取代理性行為

(二) 投資人的非理性行為並非隨機發生的

(三) 套利會受一些條件上的限制，使其不能發揮預期中的力量

展望理論(prospect theory)

Kahneman and Tversky (1979, 以下簡稱為 KT) 指出傳統預期效用理論無法完全描述個人在不確定情況下的決策行為。他們以大學教授和學生為基礎進行問卷調查,發現大部份受訪者的回答顯示許多偏好違反傳統預期效用理論的現象,並據此提出另一種經濟行為的模型,稱為展望理論。

有許多從展望理論延伸出來的相關理論如下：

一、心理帳戶

例如,投資者在買賣股票時,可能會同時買進或賣出多種不同的股票。據此, Kahneman and Tversky (1981)認為個人對於多個不同賭局的反應,必須視為一種心理帳戶(mental account)之表達。所謂心理帳戶,即是指每個人皆根據其自身的參考點,訂出一個決策的方案。例如:不同的股票,在買進時便有不同的參考點,而投資人面對此一現象,便會根據其自身之心理帳戶作出最適的決策。

二、機會成本和原賦效果

傳統經濟學將所有的成本都視為機會成本,包括外顯成本(實際支付的費用)和隱含成本(應賺而未賺的利得)。個人對外顯成本和隱含成本的態度應該相同。Thaler (1980)認為,若將實際支付的費用視為損失,將隱含成本定義為應賺而未賺的利得,則個人對隱含成本常常會有低估的情況。另外,個人有無原賦(endowment)對決策行為也會有上述的效果。例如,一種情況是個人有原賦,然後從原賦中拿掉某一數量的財貨,另一個情況是個人原來沒有原賦,但加入某一數量的相同財貨(和前一種情況拿掉的數量相同),則前者有原賦的財貨會有較大的評價,這是因為前者被視為損失,後者被視為利得。Thaler (1980,1985)將這種情況稱為原賦效果,也就是個人一旦擁有某項物品,則對該項物品的評價比未擁有前大幅增加。

三、沉沒成本(sunk cost)效果

個人在做決策時通常不會只考慮一期,前一期的利得或損失如何影響下一期的決策行為便是一個值得討論的問題。傳統的經濟理論在探討決策行為時,歷史和沉沒成本不會影響決策,增量(incremental)現金流量才是值得納入考慮的部份,但是實際上,卻不一定是如此。Arkes and Blumer (1985)、Staw (1981)、Laughunn and Payne (1984)都認為,個人在作決策時會受到歷史和沉沒成本的影響。

Thaler (1980)將沉沒成本效果定義為:為了獲得使用一項商品或勞務的權利所支付的成本,會增加該商品或勞務的使用率。舉例來說,假定某甲為了要參加某網球俱樂部,支付 300 元的入會年費。在兩個星期的練習之後,某甲不小心得到了網球肘。但是他還是忍痛持續打網球,因為他不想浪費 300 元。就上例而言,若某甲加入該網球俱樂部是免費的,那麼他可能就不會在得到了網球肘之後,還忍痛持續打網球了。因此,300 元的入會年費雖然是一項沉沒成本,而且假設個人為理性的傳統經濟理論也告訴我們:「沉沒成本不會影響個人的決策。」但是,就上例來說,個人在做決策時,是很可能受到沉沒成本的影響。

四、搜尋成本

在傳統經濟理論中，消費者搜尋行為是根據 Stigler (1970)所提出的原則進行：「為了極大化預期效用，買方的搜尋成本會等於預期節省的成本。」然而 Thaler (1980)提出了兩個問題，顯示消費者的搜尋行為可能有另一種解釋。第一個問題是，你到一個你認為是最便宜的商店去買一個收音機。當你到達該店，發現收音機的價格是 25 元。有一個好朋友告訴你相同的收音機在另一家商店是賣 20 元，但是要花 10 分鐘才能到達該店。你會去那一家商店嗎？第二個問題是，現在假設不是收音機而是電視機。原來是 500 元，另一家店是 495 元。相同的問題，你會如何選擇？同樣是節省 5 元，對於一個 25 元的收音機來說這是相對較大的節省，所以購買收音機的個人會比較有動機為了節省 5 元去另一家更便宜的店。

五、處份效果(disposition effect)

Shefrin and Statman (1985)認為投資人為了避免後悔，會傾向繼續持有資本損失的股票，而去實現具有資本利得的股票之狀況。Barber and Odean (1999)利用展望理論來說明處份效果，他們認為投資人會以買價當做參考點，來決定是否要繼續持有或賣出股票。譬如，假設一個投資人購買股票，他認為該股票的預期報酬高到足以讓他承擔風險。他會利用買價當做參考點，如果股價上漲，會有利得產生，此時價值函數是凹函數，假如投資人認為該股票的預期報酬會下降，他將會傾向賣該股票。假如股價下跌，則會產生損失，此時價值函數為凸函數，在這種情況，即使投資人認為該股票的預期報酬將低到無法承擔原來的風險，他還是會傾向繼續持有該股票。Barber and Odean (1999)將處份效果運用到投資人同時持有兩種股票的情況，假設這兩種股票目前一漲一跌。投資人此時若面臨到流動性的需求，而且這兩種股票也沒有新的資訊的影響，則他比較有可能賣出上漲的股票。

名詞解釋 (2)

在實際的金融市場中，似乎很難以經濟的理性假設來加以解釋，由於每個投資人對於相同的訊息都將做出不同的反應，並產生**動能效果(momentum effect)**和**回歸常態(back to normal)**，造成市場價格呈現波動。投資人行為是否具有理性？有學者開始脫離個人理性假設，轉而從經濟個體內在的心理層次建立研究取向，進一步發展成行為財務學(Behavior Financial)。

行為財務學主要革命對象乃是鼎鼎大名的「效率市場」理論，這個理論將所有金融資產價格的變動，都歸因於當前或反映未來預期的基本面訊息。即使「理性」的投資人一時不察，終將因為套利機會的發生與被充份利用，而讓價格充份且正確地反映出該資產背後所隱含的獲利能力。

行為財務學認為非理性的行為來自於每個人心理認知的差異，不管這種差異是來自於先天特質或是後天的發展，都將造成投資人對訊息的解釋與反應產生認知失調，並交錯著反應不足與過渡反應兩極現象，造成股價有超漲或超跌的現象。對於此一情況，行為財務學將其定義為動能效果，以下即針對主要原因加以分析。

反向操作策略(reversal strategy)

投資人藉由買入輸家同時賣出(空)同金額贏家來建構一零投入的套利投資組合。由於輸家與贏家表現的反轉，此一投資組合將會有正的利潤產生。

動能策略 (momentum strategy)

市場出現反應不足的表現，因此強者恆強.弱者恆弱情況，而採取與反向操作相反的策略，買入贏家而賣空輸家，藉此獲利。

反應不足(under-reaction)

對消息過度小心求證，使得股價未能一次充份反應訊息，須待好消息(或壞消息)接連出現後，股價才逐步反應，最後，反而呈現續漲(或續跌)的現象。

過度自信(over-confidence)

反應不足的原因一方面來自為投資人太有主見，而高估確認其心中想法的資訊價值，並低估相反資訊的價值。實證上發現，大多數成功的人，都有過度自信傾向，不輕易認錯與不習慣後悔，因此，對事實不願勇於面對和承認錯誤。

過度交易(over-trading)

當股價持續上漲時，投資人獲利容易，因此，自信心提高，出手次數也隨之提高，也使得交易量增加，對於股價產生助漲和助跌的效果。

正向回饋 (positive feedback)

大多數投資者是雜訊交易者(noise trader)，存在貪心與害怕的心理陷阱，使得投資人傾向過度反應。因此，投資人在股價上漲時，傾向於買越多種股票，增加融資買進金額，且共同基金淨買入金額增加，零股交易趨於頻繁，皆支持投資人在多頭時，有過度自信傾向。

類股動能(sector momentum)

投資人傾向追逐具想像空間的類股，而不太區別類股下個股的差異性，而使得只要屬於概念股的一員，其股價皆會與整個群組一起聯動。

盈餘動能(momentum)

投資者對於盈餘的反應不足，而使得股價有動能的效果，例如：當股票由價值股轉為成長股時，由於價值股往往是被忽略的股票，因此，股市對其未預期卓越盈餘宣告，更傾向會反應不足，而使得股價上漲的動能力道特別強；相反地，大型成長股，普遍由機構法人持有並嚴密追蹤，使得資訊不對稱現象不明顯，投資人對訊息反應較迅速，而股價動能力道相對較弱。

若以心理分析方式來進出股票市場，首要條件就是必須克服自我的心理障礙。一個人面對投資行為時，往往會有反常的行為出現，兩種不同的力量會相互牽引：慾望是催促我們行動的力量，而恐懼卻阻止我們做出決定。這兩股力量是互相關聯且通常會同時發生，並一起對於投資人造成影響，因此，行為財務學不僅有助於股市行為的預測，也可以做為投資決策的依據，另外，更可以進一步運用到各個金融市場，或是政府政策和企業營運，畢竟政府和企業都是由人所組成的，心理層面的貪婪和恐懼也都是交錯著。

元月效應 (January Effect)

既然世界上還無法出現完美的強勢效率市場，因此，許多投資專家便觀察到雖然股市每天每月漲漲跌跌，但在幾個特殊的交易日或交易月份股價總是會出現較特殊的表現，包括：週一效應、週末效應、元月效應，其中最著名的就屬「元月效應」。元月效應是指全球資金會在每年年初密集流入國際股市，導致元月份的股市比較容易出現多頭行情，那為何資金會在元月份競相投入股市？一般認為可能的原因包括：基金經理人的重新規劃投資組合並進場卡位、年終獎金發放、許多退休基金在此時換股操作並加重持股比率等。特別是在美國股市，由於投資股票損失可以扣抵所得稅費用，因此，大部份投資人會在年底前大量賣出有資本損失的股票來避稅，使年底時股市通常出現較大的跌勢，而在隔年的元月份再買回去年

底賣出的股票，使得每年元月份的投資報酬率有長期高於其他月份的現象。

在台灣元月效應存在嗎？以過去 10 年的歷史資料來看，從前一年度的封關指數到元月底的收盤指數作比較，10 年中有 5 年元月份指數呈現上揚，也就是說元月份加權指數上漲的機率有五成，由此可見，台股的元月效應卻並不明顯。

【課後討論】

張老師：這預測還蠻有意思的！當然，研究結果是一回事，是否賺錢又是另一回事！學者似乎沒有賺錢的！

張老師：這篇文章主要討論REITs是不是有效率這件事。其實我們學不動產的應該很有機會才是。不動產具異質性，我們的估價對這相當瞭解，另外它又是小型股，我們應該有賺錢的機會。給大家鼓勵一下！

揚名：營建股應該是沒有什麼元月效應，跟剛剛林老師所說的一樣，因為元月對房地產市場來講，並不是一個熱鬧的檔期，反而是像329比較有可能出現效應。

奕農：剛剛林老師在課程中提到的反向操作和動能策略想要搞清楚一下：所謂的反向操作是不是逆勢操作？動能策略就是順勢操作？

林老師：是有這個意思，另外反向操作還有與大眾的投資策略相反的意思，例如去買冷門股票。反向操作就是買輸家的股票，動能策略就是買贏家的股票。

翊瑋：看到這個動能策略我就想到之前仲仁學長有一篇文章叫「大笨蛋理論」，我們要相信永遠絕對會有人比我們笨，即使是追漲也不會買到最高點，一定會有人追在你後面買。

翊瑋：看到這篇還有想到另一個東西，就是去年12月新光的資產信託，結果有大筆現金進入，過一陣子股價就漲蠻多的。所以這次我就注意富邦一號上市，富邦金控會不會有這樣的情形，買幾張賺個一筆！結果沒想到那個禮拜卻一直跌，上個月跌了2塊多。我很好奇，這58億應該會有相當多的資本利得，怎麼沒有反映在股價上？我後來才知道，這三棟大樓所有權是屬於富邦建設，是未上市公司，跟富邦金控沒關。幸好沒買，不然就偷雞不著蝕把米了！

大家：笑~~~：)