

不動產證券化專題研討第十六次上課紀錄

時間：民國九十四年六月十日(早上 9:00~12:00)

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

報告：曾瀝儀、林秋瑾、鄒欣樺、曾翊瑋

紀錄：陳香妃、曾翊瑋

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

主題：不動證券化之報酬及風險討論

報告人：

曾瀝儀 不動產證券投資報酬

林秋瑾 不動產證券投資風險

鄒欣樺 不動產證券投資避險

曾翊瑋 不動產證券投資報酬、風險—國內案例

不動產證券投資報酬

I. 報酬之計算

(一) 不動產報酬之計算：

(二) 證券報酬之計算方法

II. 不動產證券投資報酬相關文獻：

◆ 不動產投資信託:財務經濟之文獻回顧---報酬

Corgel, John b., Mcintosh, Willard, Ott, Steven H. (1995), "Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature," Journal of Real Estate Literature, Vol.3, PP.13~43

◆ 不動產投資信託之風險與報酬的特性:1993-1997---報酬

Chen, Jun., Peiser, Richard (1999), "The Risk and Return Characteristics of REITs - 1993~1997," Real Estate Finance, Vol.16, No.1 PP.61~68

◆ 不動產投資信託環境與績效---報酬

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S (2003), "The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts," Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp.127-165

◆ 不動產投資信託---報酬

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press."

小結：

I. 報酬之計算

(一) 不動產報酬之計算：

1、價格變動法

一般人皆認為投資不動產最大的獲利來源為資本利得，因此傳統計算報酬率的方法其理念很簡單，即直接以價差來計算投資報酬率，如廖咸興(1988)在其研究中指出不動產投資報酬率計算方式有兩種：

$$(1) t \text{ 期月報酬率} = \frac{t \text{ 期月平均價格} - (t - 1) \text{ 期月平均價格}}{(t - 1) \text{ 期月平均價格}}$$

$$(2) t \text{ 期累積報酬率} = \frac{t \text{ 期月平均價格} - \text{第 1 期月平均價格}}{\text{第 1 期月平均價格}}$$

2、淨收益報酬率法

以整個住宅投資過程而言，其報酬來源除了資本利得外，亦可從經營中獲利、享受稅負抵免以及貸款獲利，因此在計算住宅投資報酬率時，應考量整個投資淨收益。以淨收益來源區分各影響投資報酬率的變數，可分析住宅投資報酬受買賣、經營及貸款等因素影響之比例。以淨收益報酬率法計算住宅投資報酬率之公式如下所示：

$$\text{住宅投資報酬率} = (\text{買賣淨收益} + \text{經營中淨收入} + \text{貸款淨收益}) / \text{自有資金投入}$$

3、內部報酬率法

淨收益報酬率法將各期淨收益的發生視為同一時期來計算，這樣的計算是有缺失的，因此進一步以介紹考慮現金流量時間性的內部報酬率法。財務界進行投資決策分析時常用的兩個評估方法為內部報酬率法與淨現值法。由於關心的是房地產投資報酬率的計算，且為便於與其它投資工具之報酬率做比較，因此以內部報酬率法為主。

4、三種計算方式優劣之比較

價格變動法符合一般人之直覺計算方式，但考慮因素欠缺周全；淨收益報酬率法未能掌握各年現金流量之折現性為其最大缺失；內部報酬率法考慮現金流量的時間性，在模式上最為適用，國外亦多採用此法計算不動產投資報酬。雖然忽略再投資時報酬率之差異性，但可經由修正內部報酬率法 (MIRR) 改進。

(二) 證券報酬之計算方法¹：

可分為實質報酬率與預期報酬率兩者，實質報酬率則指投資人投入某資產或投資工具後，實際獲得之報酬率，是屬於事後 (Ex Post) 的報酬率，可採期間報酬率之概念與以計算之；預期報酬率則指投資人愈投入某資產或投資工具之前，預估未來可以獲得之報酬率水準，屬於事前 (Ex Ante) 的報酬率。

1、實質報酬率

$$(1) \text{算數平均報酬率} = \frac{\sum_{t=1}^n \text{HPR}_t}{n} \quad \text{HPR}_t : t \text{ 期期間報酬率}$$

$$(2) \text{幾何投資報酬率} = \sqrt[n]{\prod_{t=1}^n (1 + \text{HPR}_t)} - 1$$

(3) 內部報酬率法：用以計算出投資人過去一段期間的平均報酬率水準。

2、預期報酬率

$$(1) \text{期望值} : E(R) = \sum_{i=1}^n R_i * \text{Pr ob}_i$$

$E(R)$ ：報酬率期望值； R_i ： i 期間可能報酬率； Pr ob_i ： i 期間發生機率

$$(2) \text{資產資本定價模型 (CAPM)} : E(R_i) = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

R_f ：無風險報酬； R_m ：市場預期報酬率； β_i ：系統風險指標

$$(3) \text{套利定價理論 (APT)} : E(R_i) = R_f + b_1 \times (R_1 - R_f) + b_2 \times (R_2 - R_f) + \dots + b_n \times (R_n - R_f)$$

b_n ：該證券對特定因子 n 的敏感度； $(R_n - R_f)$ ：因子 n 的風險溢酬

¹ 謝劍平 (2003)，現代投資學分析與管理。

實質報酬率雖可幫助投資人做比較，但未來的表現必須依賴於未來的情況，故在進行投資時應以投資工具之預期報酬率作為重要的決策變數。

II. 不動產證券投資報酬相關文獻：

不動產投資信託：財務經濟之文獻回顧---報酬

Corgel, John b., Mcintosh, Willard, Ott, Steven H. (1995), "Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature," Journal of Real Estate Literature, Vol. 3, PP. 13-43

本文從過去 1995 年前的研究---財務運作績效：報酬-探討 REITs 的財務運作績效，以及 REITs 的財務運作績效和其他資產(例如股票、債券、未證券化的不動產等)績效之間的關係。

*** 詳如 2005-2 不動產證券化專題研討第十次上課紀錄

不動產投資信託之風險與報酬的特性：1993-1997---報酬

Chen, Jun., Peiser, Richard (1999), "The Risk and Return Characteristics of REITs - 1993-1997," Real Estate Finance, Vol. 16, No. 1 PP. 61-68

本文研究了 1993 年~1997 年 REITs 的一些"變化"，包括了三個議題。1. 新發行 REITs (1993/8 後發行) 的表現和舊 REITs 的表現。2. 不同 REITs 的風險和報酬。3. 有哪些特徵影響到 REITs 的表現(例如規模、投資組合分散程度...)。利用 REITs 和 S&P 500、S&P Mid-Cap 400 指數，比較 REITs 和大盤指數的變化。其重點如下：

1. REITs 和大盤的報酬率相比，有一些極端值存在，且 REITs 沒有元月效應存在。
2. 新發行 REITs 的報酬率比舊的 REITs 高，雖然新 REITs 的資料較少，但是整體走勢(風險、報酬)，和舊的 REITs 是類似的。
3. 在 REITs 的資產配置方面，商用和工業用兩者的平均報酬率較高，但標準差也較大，也顯示出有較多種類的風險。
4. 所有 REITs 的 β 都很低(都 <1)，顯示和大盤(S&P Mid-Cap 指數)相關性是很低的，投資分散的 REITs 和市場的相關度越大(β 較高)。
5. 資產多樣化的 REITs 相對報酬率較低，標準差也大，規模較小的 REITs 比規模大的 REITs 有較高的報酬，但標準差也較大。
6. 投資標地集中的 REITs (同一個州以內)，報酬率較投資分散各州的 REITs 高，但是標準差也較大。投資分散的 REITs 報酬低於大盤，但標準差較大。

不動產投資信託環境與績效---報酬

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S (2003), "The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts," Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp. 127-165

本文從過去十年 (1995-2002) 的研究，關於美國 REIT 間報酬之比較與 REITs 財務上的績效。一些主要的發現如下：

- 1、最普遍衡量收入與報酬的基準是營運現金流量(FFO)、每股盈餘(FFOPS)、股利收益及現時/淨資產價值。其它影響收入及報酬重要的特徵包括經營團隊、地理的多樣化、租賃者的多樣性及租約期屆滿。
- 2、一些研究是有關於衡量 REIT 的報酬。研究顯示，在 1990 年代，雖然 REIT 企業沒有顯著的集中；自 1992 年開始，REITs 的月報酬(特別是 EREITs)是可以預測的。REITs 在過去十年的績效比 S&P500、S&Pmid-cap400 差。再過去十年，靠旅館經營的租金收入的旅館業 REITs，其績效不好。靠銷售商品獲利

的零售業與購物中心REITs的報酬，其績效也不好。零售REITs在溢價時交易，而倉儲業與工業REITs在按平均打折時交易。新的REITs優於舊的REITs；證據顯示在大型的REITs之中，投資者進入或退出對報酬有負面的相關性。

- 3、不動產開發增加了具有高額市場資本化力EREITs的生命。不動產開發也使REITs績效勝過NAREITs指數。公寓之EREIT有溢酬的需求性，且投資在美國西部及投資在健康養生的資產，在解釋REITs報酬上都是很重要的。
- 4、一些研究觀察REIT的報酬與股票、債券及市場指數有關。不動產相關的證券的風險貼水隨時間過去而多樣化。EREITs的風險貼水與股票市場的投資組合之間具有相關性。EREITs的報酬顯現出與股票有重大的相關。然而，在1990年代的樣本裡，EREITs的報酬與其它資產的相關性就不是可預測的。REITs的超額報酬相較於加權加值型股票與債券的報酬而言，是比較可預測的。REIT的報酬對債券及股票(小額或大額資本)顯現出很大的敏感度，隨著時間過去，對大規模資本的股票報酬的敏感度會減少。
- 5、出價型REITs主要是決定於報酬的變異數與股份的價格，而不是市場的資本化力，測試一些資產定價的模型，得到結論是REITs平均而言都不是正確的定價。
- 6、由於出售課稅之損失而產生的一月季節效應，會形成於所有規模的REITs間。
- 7、研究顯示，愈高的每股盈餘可能由不動產開發及權利取得形成，且此方法相較於經由合併的手段而言，是比較安全的。可以更確定公開交易與私下交易不動產的執行績效及行為間是不同的。

*** 31 篇文獻整理翻譯如表I

不動產投資信託---報酬

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press.”

- 1、Chan, Erickson & Wang (2003) 許多研究亦顯示，權益型 REITs 的市場風險較抵押型 REITs 或混合型 REITs 低，即使它們的報酬相對較高。另外，有些研究也指出 REITs 的總風險會隨著時間降低，其中一個原因可能是隨著法人機構投資者的增加，使得權益型 REITs 的相關分析變多，而投資者能獲得更多的市場資訊。
- 2、Mueller & Pauley (1995) 發現在不同的利率環境中，REITs 的股價表現也會不同：在利率上升期間，REITs 的價格通常會下跌；而在利率下降的時候，它們的價格會增加，而且利率下降對於 REITs 價格的變動影響較大。
- 3、Myer & Webb (1994) 發現零售業的公司股票與零售業的 REITs 具有同時間的關係，而零售不動產的表現與零售業的 REITs 之間，卻沒有證據可以看出它們有明確的關聯。
- 4、Standers (1998) 發現在 1978 年 1 月至 1986 年 12 月之間，權益型 REITs 的表現優於一般股票的大盤指數；但是在 1987 年 1 月至 1990 年 10 月之間的表現卻比大盤指數差。在 1990 年 11 月至 1996 年 6 月之間，REITs 的表現則是優於 S&P 500 指數、劣於 Wilshire 指數，這部分是因為 S&P 500 指數並不涵蓋小型股（而 Wilshire 指數有涵蓋小型股），但是大部分的 REITs 屬於小型股，通常小型股的表現比大型股來得好，因此 NAREIT 指數的表現優於 S&P 500 指數。
- 5、Clayton & MacKinnon (2000) 認為權益型 REITs 的報酬不但受到不動產市場的影響，也受到股票市場的影響，他們的研究結果顯示 REITs 市場與一般股票市場並非完全一致。

小結

1、REIT 背後資產類型之不同：

可發現旅館 REIT 與零售中心 REIT 其表現績效並不好；公寓 REIT 則產生溢酬；並且可用美西投資與健康養生中心的資產去顯著解釋 REIT 報酬；高樓辦公室 REIT 在美國被過度的評價；公開交易與私下交易不動產的報酬具有顯著差異。

2、規模程度之不同：

合併後的 REIT 報酬較不如分散型 REIT 的報酬來得好，甚至於小型股的報酬會較巨大型 REIT 報酬來得好；研究指出經由不動產開發或資產取得所獲得的每股盈餘比起合併手段所獲得的會是較好的。

3、REIT 種類之不同

權益型 REIT 相較於其他市場上投資的報酬而言是較佳的；開發型 REIT 報酬優於 NAREIT 大盤；權益型 REIT 甚至比抵押型 REIT 有 6.8% 的較好表現；權益型 REIT 比起抵押型與混合型 REIT 風險也較低。

4、與股票市場相比：

REIT 在美國過去的報酬表現與股票大盤相比，權益型 REIT 表現優於大盤，但整體 REIT 之表現比起 S & P 等大盤而言表現卻是較差的，且通常小型股的表現會優於大型股；零售業公司股票與零售業 REIT 具有相關性；REIT 超額報酬的預測比起股票債券而言是較好預測的。

5、與不動產市場相比：

1990 年代 REIT 報酬與不動產報酬呈正相關，在 1992 年後產生結構型改變而有所不同。

李昀叡：第三頁美國 REITs 間報酬之比較與 REITs 財務上的績效第 2 點提到「按平均打折時交易」係指？

曾瀝儀：是折價發行的意思。

李昀叡：第 3 點提到的「市場資本化力」其涵義是？

林老師：這裡的市場資本化力是指受市場影響程度。

李亦農：REITs 在某些時間的表現與大盤不同，相關的文獻是否有說明原因，例如可能受到房地產景氣的影響？

曾瀝儀：這篇文獻主要是整理各期間關於 REITs 表現之研究，並未討論市場結構性改變或其他重要影響因素。至於 REITs 的表現會優於大盤，可能是因為 REITs 屬於小型股，波動較大、表現較優。

張老師：主要是因為稅制的改變，造成 REITs 在不同期間有不同的表現，稅致的改革會影響到 REITs 在市場上的進出，不同時段有不同的 REITs 存在市場上，因此每個時段的表現都不一樣。這也是為什麼上次會討論 REITs 的預測能力，因為大家很關心 REITs 的表現是否有一個平均的或一般的表現，但大多還是只能從分期間、分區或分類型去討論，對於整體的表現無法得到清晰的結論。不過，從整體的長期趨勢來看，REITs 的表現是不錯的，另一方面也顯示投資者對於這個產品的瞭解越來越多。

表 31 篇文獻整理翻譯

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
1	Capozza and Lee (1995)	75 筆公開交易商業資產 REITs	1985-1992	二因子變異數分析	發現零售業 REIT 以及大型 REIT 較平均 REIT 具有溢酬；工業型 REIT 則為折價。
2	Redman and Manakyn (1995)	EREIT and MREIT	1986-1990	多變量分析	發現在美國西部的健康照護機構不動產的投資以及 GNMA&FNMA 貸款的抵押型投資，可以顯著正面的解釋 REIT 報酬；一般股的特徵以及 REIT 的規模並不顯著。
3	Liang Chatrath and Webb (1996)	NAREIT EREIT 指數	1976-1994	迴歸	展現出兩個用來修正 REIT 指數，以追蹤不動產表現的模型，應用這兩個模型在 NAREIT 中的權益型 REIT 指數，計算出避價格險&避全險（含利率、匯率等）的權益 REIT 報酬指數。
4	Bhasin Cole & Kiely(1997)	Tax-Qualified REIT & market cap rates	1990-1994	多變量迴歸	這篇研究使用的日交易的資料去分析競價跟詢問價之間的所組成的 REIT 的流動性，發現 REIT 的變化百分比是明顯的比較小，主要的原因是因為有比較高的股價而不是因為幣值的變化比較小。也發現到這兩段期間最主要的決定因素是由於報酬的變化率跟持股價格而非受到市場資本化率（市場力量）的影響
5	Chen Hsieh and Jordan (1997)	每月 EREIT 報酬	1974-1991	最大概似因素分析；橫斷面加權迴歸分析；時間序列	發現出在 1980 到 1985 年間，權益型 REIT 相對於在市場上其他投資而言，有較好的財務表現，也發現到總體經濟變數模型在三個期間當中的兩個期間是可以解釋權益型報酬。
6	Friday and Peterson (1997)	中位數 NAR 以及 REIT 報酬的中間價格	1974-1993	敘述統計與迴歸	發現所有的規模以及多樣化的 REIT 大部分因為出售後的稅後損失所引起的季節性元月效應。
7	Graff and Young (1997)	權益型 REIT	1987-1996	持續性檢定	發現每月以及每年的 REIT 報酬，展現出顯著的持續性：季報酬則沒有。線性多因素模型並沒有反應 REIT 的投資途徑，以及投資者的進出大型 REIT 會對 REIT 報酬產生負面影響。
8	Okunev and Wilson (1997)	REIT、混合型 REIT、EREIT & MREIT	1993-1997	非線性共積	發現不動產和股票市場是分離的，然而非線性模型支持所謂市場有部分的融合(不動產與股票)，也發現到在股票及不動產市場之間有一個非線性的關係，但是不動產市場的活動相對於股票市場而言是較慢的，並且兩個市場之間將逐漸趨向分歧。

9	Peterson and Hsieh (1997)	ERIT & MREIT	1976-1992	N/A	在權益型 REIT 與一般股投資組合的報酬上發現一個風險溢酬的相關性；也發現到權益型 REIT 的報酬是顯著的與三個股票市場因素間有相關性；抵押型 REIT 的報酬則顯著的與三個股票市場以及兩個債券市場因素具相關性，以及抵押型 REIT 每年比起權益型 REIT 有平均 6.8%的較差表現。
10	Koch (1998)	REIT 股	N/A	描述性文章	討論到一般的 REIT 結構以及 REIT 市場組成的特徵，發現大多數的普通收益以及報酬衡量的標準，是營運現金流量(FFO)，每股盈餘(FFOPS)，price to FFO 倍數，股利收益償還率以及淨資產價值所組成，評價的議題則包括了資本的使用，權益資本化&市場分配，其他重要的特徵包括：管理團隊、地理區域多樣化以及租戶多樣化。

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
11	Lizieri Statchell Worzala & Dacco (1998)	美國與英國公 開交易不動產	1972-1995	門檻自 我迴歸 分析模 型	檢驗美國和英國公司 REIT 的價格移動,發現 TAR 模型提供一個較好的預測能力,發現 TAR 模型比起傳統線性自我迴歸模型而言,有較好的預測能力,且發展中交易規則的利用會顯示系統性的獨特行為,這樣的獨特行為是由實質利率的結構轉變所產生。
12	Martin (1998)	高樓層辦公室 建物	1992、95、 97	財務計 算	檢驗出高樓層辦公室建物的表現以及其他資產型態間的關係,推論出辦公室建物的前景比起一般性的投資大眾所期望的穩定收益,是較不令人期待。總之,辦公室 REIT 股票是被過度的評價。
13	Maxwell & Saint-Pierre (1998)	NCREIF 指數	N/A	基本分 析	作者討論了基準型不動產投資表現以及退休基金的不動產投資文獻之後指出,在 1980 年代及 1990 年代退休基金有較差的表現。
14	Mueller (1998)	各規模 REIT	1993-1997	迴歸	高品質小規模、中規模以及大規模的 REIT 比起藉由合併以及公開取得資金的巨大規模 REIT,也許是較佳的,因為其會產生較高的每股盈餘成長以及不動產開發報酬;發現投資者也許是買五億至二十億的開發型及所有權取得的 REIT 可以有較多的盈餘。
15	Liao and Mei (1998)	EREIT & MREIT	1980-1989	迴歸	發現不動產相關證券的預期超額報酬,比起股票和債券預期超額報酬而言是較好預測的,當結果顯示不動產相關證券的風險溢酬隨著時間顯著的不同,市場的時機對投資者而言是重要的,不動產市場的狀況也顯著的影響債券以及 MBS, MBS 比起抵押型 REIT 而言和債券較有關;抵押型 REIT 的報酬和股票以及債券相似,以及不動產股票對於股票市場的投資組合而言,有一個非常高的敏感程度,顯示不動產股票並不能夠分散股票市場的風險。
16	Nelling & Gyourko (1998)	權益型 REIT	1975-1995	時間序 列迴歸	研究比較小規模以及中規模公司的權益型 REIT 的月報酬預測,發現權益型 REIT 的月報酬基於過去的表現是可預測的,雖然不能夠抵銷交易成本。當與新的權益型 REIT 合併後,可發現到自從 1992 年以後可以發現最好的預測能力。
17	Chandrashekar & Young (1999)	REIT 的市場資 本化與其他產 業的選擇	1990-1998	集中度 衡量	REIT 產業的集中程度,在 1990 年後儘管採取合併仍然沒有顯著的增加,REIT 的集中程度遠低於其他資本集中產業。
18	Grupe & DiRocco (1999)	NAREIT 指數	1972-1998	報酬比 較	檢驗了 213 筆 REIT 報酬的資訊
19	Hardin & Wolverton	公寓 EREIT	1993-1995	敘述統	發現權益型 REIT 在特定市場及狀況下的公寓取得會支付溢酬。採用協商理論以及隱含的代

	(1999)			計與半對數迴歸	理成本，發現在亞特蘭大以及鳳凰城具有溢酬，在西雅圖則沒有。
20	Seiler Webb & Myer (1999)	EREIT 指數以及 NCREIF 指數	1986-1996	最適投資組合配置法	在公開交易以及私下交易 (or 公募或私募) ² 的不動產分類的行為和執行績效具有明顯的差異，發現其不動產報酬都沒有常態分配。

² 原文為 Public and private real estate。

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
21	Chen & Peiser (1999)	S&P500& Mid-cap400 for market returns , NAREIT	1993-1997	相關性統計分析	發現 REIT 的股票比起 S&P500&S & P Mid-cap400 有較差的表現，新的 REIT 表現比舊的 REIT 來的好，REIT 的投資組合平均報酬在 beta 上展現出沒有正相關，以及變數例如：波動性、地理分散以及不動產型態特徵，展現出有個正面的效應。
22	Ambrose Ehrlich Hughes & Kanters (2000)	41REIT	1994-1997	建設性影子投資組合 (Constructs shadow portfolio)	檢驗 41 筆 REIT，發現並沒證據去證實規模經濟，指出只是規模成長或地區集中並不會創造一個合適的市場。
23	Brounen Eichholtz & Kanters (2000)	權益型 REIT	1993-1999	風險調整模型	不動產開發是受到大眾所喜愛的，並且增加了權益型 REIT 的壽命，這些開發型的 REIT 已經有一個高的平均市場資本化，並且大部分涉及了經銷商以及區域購物中心，在未調整風險的基礎下，開發型的 REIT 的表現優於 NAREIT 的指數；在風險調整的基礎之下，REIT 幾乎沒有較佳的報酬和系統性風險，指出不動產開發及投資並沒有一個增值的效果存在。
24	Howton, Howton and Friday (2000)	REIT 股票銷售	1990-1996	Loughran & Ritter(1995)以及 Spiess & Graves (1995)比較長期報酬方法	發現 REIT 的報酬展現出在長期報酬有一個相同的情況，也發現到超過 61%REIT 樣本的表現是劣於在第一年沒有發行權益股的 REIT 指數，並且超過 72%公司表現是劣於發行後三年的指數。
25	Kallberg, Liu and Trzcinka (2000)	REIT 共同基金	1987-2000	迴歸	分析 REIT 的共同基金，研究顯示正的平均以及中位數的 α^3 以及正的時變 (timing-vary) α 會形成於實質資產市場表現差的時候。檢驗一般 α 跟時變 α 間的交互關係，主要是受到資產的增加與週轉率的增加所影響。
26	Downs (2000)	NAREIT Handbook , 股票以及債券市場資料	1972-1992	一般性資產評價架構以及波動性界限法	檢驗數個資產評價模型，並且對應於所有可能的折現因子調查樣本的動差，結果展現出在第一個動差 (平均數) 是可信的，在第二動差 (變異數) 則是在可接受的範圍內變化，拒絕了這些資產的定價在此模型是正確的假說。
27	Ling, Naranjo and Ryngaert (2000)	NAREIT , S&P500 指數 , IBBOTSON	1980-1996	迴歸分析	超額報酬是難以去預測樣本外資料，尤其在 1990 年代。

³ 此 α 指 Jensen's Alpha，即平均市場績效。

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
28	Myer and Webb (2000)	不動產型態指數、NAREIT 權益指數、S&P500 指數、九個不動產共同基金、十個組織的 REIT 管理者	1994-1996	Sharpe 模型 ⁴	從報酬資料計算出來的不動產型態分配，在解釋 REIT 基金的表現是有用的。
29	Clayton and MacKinnon (2001)	股票及債券指數	1978-1998	多因素模型	發現 REIT 的報酬比起債券以及股票有很明顯的敏感性，REIT 報酬的敏感性在大型股報酬會下降；在 1990 年代，不動產以及 REIT 報酬具有顯著正相關，在 1992 年之後 REIT 報酬產生了結構性的變遷，並且在 REIT 以及股票市場循環的舞台中，係數的估計具有差異。
30	Ling, Naranjo and Nimalendran (2000)	商業不動產報酬季資料	1978-1997	潛在變數統計法	使用前期資料、引用最適模型，發現權益型 REIT 相較於其他的資產其報酬的樣本外預測能力劣於樣本內者，尤其在 1990 年代。在某段期間，也發現到零交易成本的主動型交易策略，其樣本外的預測能力稍微優於買 - 賣策略型的 REIT。
31	Mueller and Anikeef (2001)	旅館、零售店、辦公室、公寓、工廠、健康機構。	1990-1999	迴歸	發現旅館的 REIT 中不動產的租金連結到不動產營運上有表現較差的情況，零售店以及行銷中心的 REIT 報酬中，租金和銷售是打平的，而有一個較低的風險調整後報酬；以及在這些 REIT 當中，健康照護中心與不動產的主體較無關係。

⁴ Sharpe (1966) 所指承擔每一單位總風險所能獲得的平均超額報酬的指標，如： $SR_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i}$ 。

不動產證券投資風險

I. 風險？投資風險？不動產投資風險？不動產證券投資風險？

II. 不動產證券投資風險相關文獻：

◆ 不動產投資信託：財務經濟之文獻回顧---風險與多樣化性

Corgel, John b., McIntosh, Willard, Ott, Steven H. (1995), "Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature," Journal of Real Estate Literature, Vol.3, PP.13~43

◆ 不動產投資信託之風險與報酬的特性：1993-1997---報酬

Chen, Jun., Peiser, Richard (1999), "The Risk and Return Characteristics of REITs - 1993~1997," Real Estate Finance, Vol.16, No.1 PP.61~68

◆ 城市內地理區多樣性之不動產投資組合：香港之實證---多樣性分散風險

Brown, Roger J; Li, Ling Hin; Lusht, Kenneth (2000), "A note on intra-city geographic diversification of real estate portfolios: evidence from Hong Kong," Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 6 Apr-Jun 2000, P131~140

◆ 不動產投資信託環境與績效---風險與多樣化性

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S (2003), "The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts," Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp.127-165

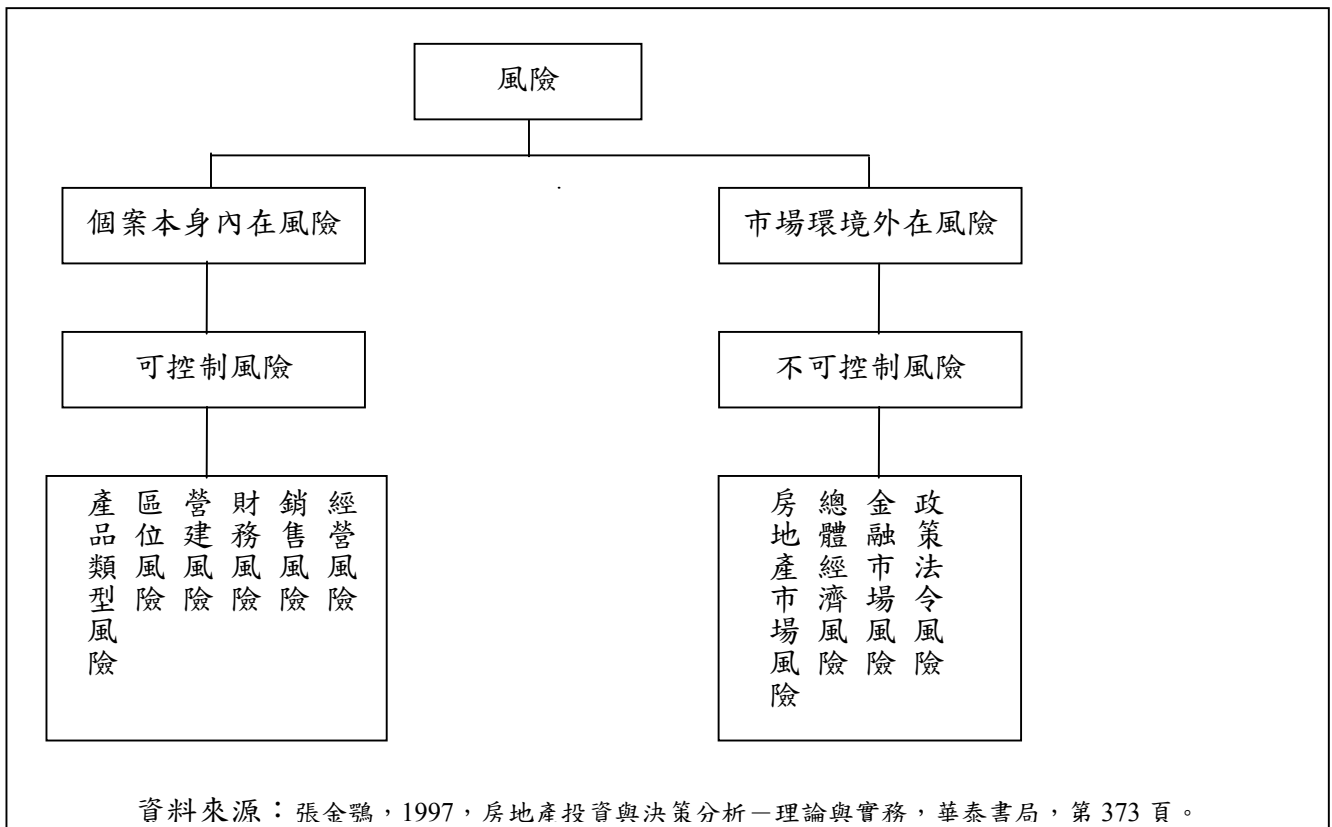
◆ 不動產投資信託---風險與多樣化性

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press."

· 小結：

I. 風險？投資風險？不動產投資風險？不動產證券投資風險？

● 房地產投資內外風險類型

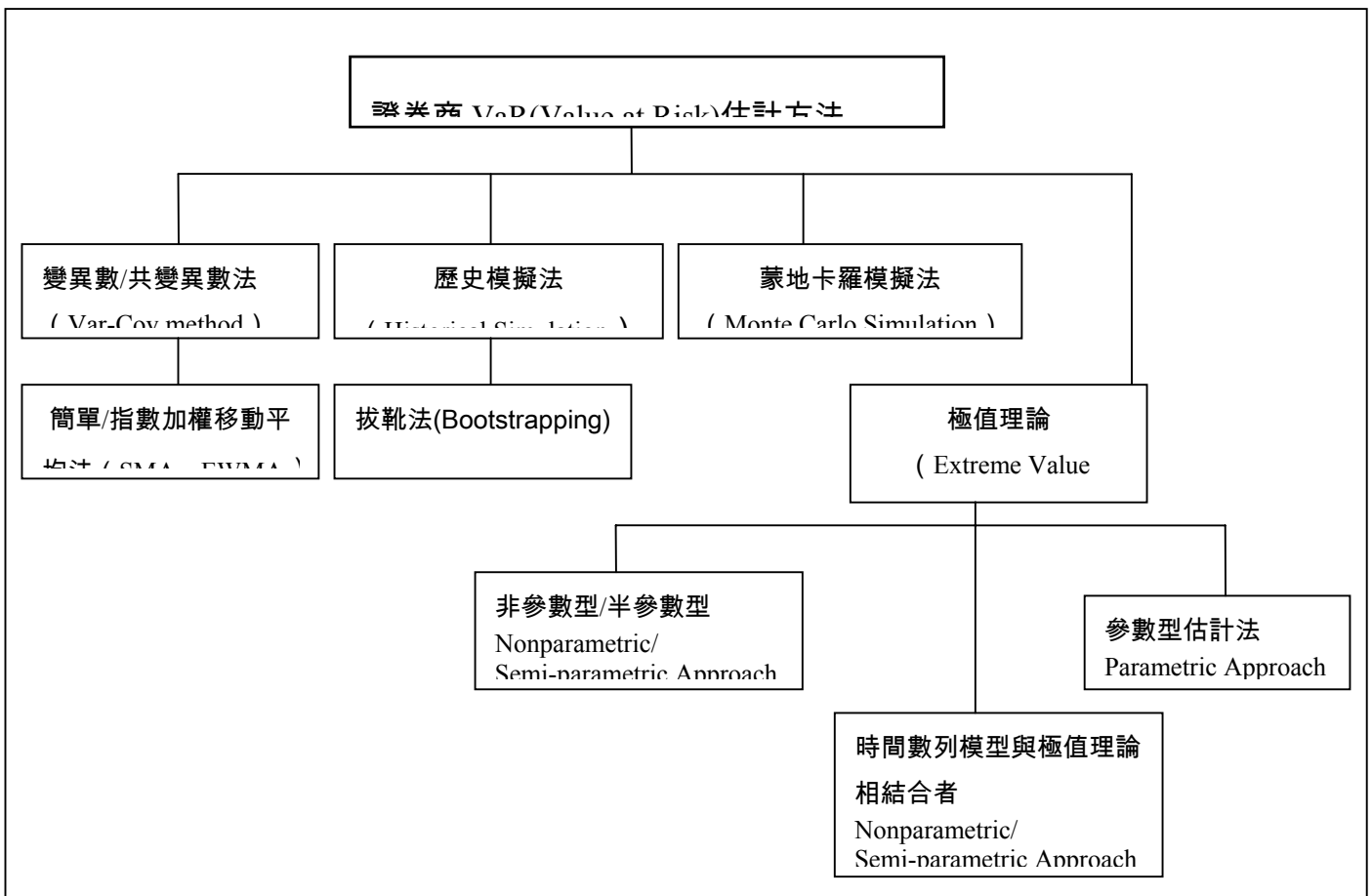


- 傳統風險分析方法有基本財務風險分析、現金流量最可能風險分析、內部報酬率分離法與風險吸收指數、敏感度分析及蒙地卡羅風險模擬等五種

- 一般計算風險以標準差來表示，而風險值則是一個損失點的概念

風險計算→市場價值→所得→風險和風險值

- 標準差之風險計算與標準差的信賴區間之風險計算：Wheaton 等學者 (2001)
- 風險值之計算 (如圖一)：第一類是基於區域評價 (Local Valuation) →Delta 常態法中估計報酬率的標準差的方法有三種，分別為樣本變異數 (Sample Variance)、指數加權移動平均 (Exponentially Weighted Moving Average) 及一般自我迴歸條件異質變異 (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity; GRACH) 第二類是基於全方位評價 (Full Valuation) →歷史模擬法、蒙地卡羅模擬法 (Monte Carlo Simulation; SMC)、拔靴法 (Classical Bootstrap)、GARCH—拔靴法、選擇權法



圖一：證券商 VaR(Value at Risk)估計方法

不動產證券投資風險相關文獻：

國外不動產證券 (REITs) 投資風險文獻，由風險及多樣化(Risk and diversification) 來分類，可分為自 1970 年代起，產生 REITs 報酬的標準差與相關係數(correlation coefficients)的估計式風險，此方面代表文獻有 Ross 及 Zisler(1987a,1987b,1991)，Mengden 及 Hartzell(1986)，Ennis 及 Burik(1991)，Gyourko 及 Keim(1991)，同時地，REITs 報酬指標的標準差以及股票報酬指標的標準差在上述研究中被發現幾乎是完全相同的，然而 REITs 報酬指標的標準差實質上是比那些未證券化的不動產報酬指標的標準差更高。另一分類為 REITs 報酬的波動性(volatility)與對於包含 REITs 的投資組合的多樣化效果進行定量的研究。Bond&Karolyi&Sanders(2003)在全球化之國際不動產投資中指出影響因素為全球化市場風險因子、國家特殊市場風險因子、額外市場風險 (如 value, size)、幣值風險、通貨膨脹風險、時間之風險貼水、價格與帳面價

之因子。

不動產投資信託:財務經濟之文獻回顧---風險

Corgel, John b., Mcintosh, Willard , Ott, Steven H.(1995), "Real Estate Investment Trusts : A Review of the Financial Economics Literature," *Journal of Real Estate Literature*, Vol.3, PP.13~43

風險及多樣化：關於包含 REITs 的混合資產投資組合多樣化利得的文獻。

((((詳如 2005-2 不動產證券化專題研討第十次上課紀錄

不動產投資信託之風險與報酬的特性:1993-1997---風險

Chen, Jun., Peiser, Richard(1999), "The Risk and Return Characteristics of REITs – 1993~1997," *Real Estate Finance*, Vol.16, No.1 PP.61~68

這篇文章研究了 93 年~97 年 REITs 的一些"變化"，包括了三個議題。1.新發行 REITs(1993/8 後發行)的表現和舊 REITs 的表現。2.不同 REITs 的風險和報酬。3.有哪些特徵影響到 REITs 的表現(例如規模、投資組合分散程度...)。利用 REITs 和 S&P 500、S&P Mid-Cap 400 指數，比較 REITs 和大盤指數的變化。

其重點如下:

1. REITs 和大盤的報酬率相比，有一些極端值存在，且 REITs 沒有元月效應存在。
2. 新發行 REITs 的報酬率比舊的 REITs 高，雖然新 REITs 的資料較少，但是整體走勢(風險、報酬)，和舊的 REITs 是類似的。
3. 在 REITs 的資產配置方面，商用和工業用兩者的平均報酬率較高，但標準差也較大，也顯示出有較多種類的風險。
4. 所有 REITs 的 β 都很低(都 <1)，顯示和大盤(S&P Mid-Cap 指數)相關性是很低的，投資分散的 REITs 和市場的相關度越大(β 較高)。
5. 資產多樣化的 REITs 相對報酬率較低，標準差也大，規模較小的 REITs 比規模大的 REITs 有較高的報酬，但標準差也較大。
6. 投資標地集中的 REITs(同一個州以內)，報酬率較投資分散各州的 REITs 高，但是標準差也較大。投資分散的 REITs 報酬低於大盤，但標準差較大。

城市內地理區多樣性之不動產投資組合：香港之實證---多樣性分散風險報酬

Brown, Roger J; Li, Ling Hin; Lusht, Kenneth (2000), "A note on intra-city geographic diversification of real estate portfolios: evidence from Hong Kong," *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 6 Apr-Jun2000, P131~140

本文作者認為傳統投資組合，劃分次市場的方法都是依習慣且抽象，這是令人失望的。作者利用香港住宅資料(區分成 A~E 五個等級)、辦公室資料(依行政區區分)、住宅資料依行政區區分)、分別畫出單獨的效率前緣線。比較各等級住宅的投資組合和依照地理分區的住宅投資組合，發現依類型畫出的效率前緣線長很多，這代表了效率組合較多，投資人有更多選擇來搭配其投資組合商品，且類型的分散就能夠達到區位分散的效果。如果把三個效率前緣線堆疊再一起，更可以發現住

宅區位分散的效率前緣線幾乎被類型分散的效率前緣線取代。

不動產投資信託環境與績效---風險與多樣化性

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S (2003),” The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts,” Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp.127-165

本文從過去十年 (1995-2002) 的研究，檢測關於美國REIT間風險與多樣化性利益。一些主要的發現如下：

- 1、高支付之營運基金之公司具有低系統風險。多樣化性之難度率(Hurdle Rate)可提供不動產內之投資組合配置之彈性，並建立投資決策中，風險與報酬抵換 (Tradeoff) 之關係。
- 2、以風險而言，REIT 之大小影響其 EREIT 定價中之風險貼水，與 EREITs (權益型 REITs) 之系統風險，其變化來自不同類型之基本不動產。REIT 之 Betas 值如同小額股票，不對稱之規律隨者市場之波動 (增長與衰退) ，並隨時間之不同 REIT 證券之風險成分趨穩定，然而有一研究發現 REIT 之 Beta 與報酬沒有明顯之關係存在。
- 3、REITs 與大小股票間之轉換，能改善風險與報酬，且投資者可多樣化性投資於商用不動產與國際性之權益。
- 4、以正面報酬來看，不論是 REITs 之高風險與低風險報酬，都高於國庫券利率。然而，股票市場中不同類型之不動產或區域不同導致多樣化之 REITs 無法顯示正面之報酬；而其多樣化於不同不動產類型時會影響價值；同時，通貨膨脹與 EREITs 報酬之間沒有一致性之相關性。
- 5、REIT 之報酬與股票市場報酬具高度相關，但高度相關不適用於不動產指數與股票市場之間。大多數可預測性的 REITs 報酬與經濟變數有關，此 REITs 報酬顯示經濟風險貼水，而此風險貼水於一般傳統之定價模式中並未形成。(((22 篇文獻整理翻譯如表

不動產投資信託---風險與多樣化性

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press.”

*** 詳如 2005-2 不動產證券化專題研討第 ?-?? 次上課紀錄

- 不動產證券化有三個成功的要件--風險管理與信用增強
- 營建股與不動產證券之不同 (股東 vs 不動產收益證券) 營建股的風險較大，因為需承擔開發過程中的許多不確定性；不動產證券風險小，因為標的已有固定的租金收益，僅需負擔空屋所造成的風險。
- 在資產組合中，加入 REIT 的配置，可以使風險最前緣線向左上角移動；而從歷史經驗以及過去的數據資料來看，均顯示 REITs 有收益穩定、具對抗通貨膨脹的功用，且納入投資組合時，可明顯的提高利潤、降低風險，因此 REIT 在美國是一件值得投資的標的。
- 先由全年 (1960 年代-1990 年代) 的報酬與風險來看，REIT 的平均報酬表現自 1960 年代下跌後，表現較為平穩，但是從風險面而言，可以看出在 REIT 不景氣的 1970 年代，投資 REIT 風險較高外，經過歷次的稅法改革與調整，風險有較推出時下降而平穩的情形；
- 而從分類型後的 REIT 來審視表現情況，權益型 REIT 自上市以來報酬與風險與大盤相似，而與其他兩種 REIT 相比，報酬高且風險相對低，可以發現此種低財務槓桿的投資工具在今日受歡迎之因，

- 而抵押權型 REIT 相較之下，平均報酬最低，但風險卻是最大，相當符合作者在文中所提，由於抵押權型 REIT 為一高槓桿投資工具，相對風險大，容易隨景氣變動而受影響，
- 混合型 REIT 表現則是居間，不過報酬和風險和景氣狀況也有很大的關聯性，
- 而在稅法改革的時間點上，1976 年與 1986 年的稅法改革，讓 REIT 在 80 年代在報酬與風險上都有亮眼的表現。
- 道德風險問題: REIT 經營管理是否需要委外管理，不委外管理的論點為自己的經營自身最為瞭解，並且可以提升服務提升收益的方式，將賺得的利益分給股東，但有**道德風險**問題存在，無代理問題的產生(避免利益衝突產生)，而委外管理則是需要小心代理問題的發生，而以國內富邦一號的推行來看，較為人詬病之處在於從信託到內部營運等環節，幾乎由富邦集團所操控，唯一的「外人」為土地銀行，但土地銀行的中立角色不夠明確，所以需注意道德風險問題。
- 日本實施不動產證券化的目之一：不動產風險的移轉：透過證券化，將原本集中於企業的不動產風險轉給投資第三者。
- 日本不動產證券化實施之基本要件：風險管理與信用增強：雖然投資必定有一定的風險，但應該確保投資者所受之損失在一定的程度以下。一般都是利用不動證券報酬來設計不同的優先償還順序。
- Q：台北市政府將 101 大樓與新光三越的地上權以 REIT 或以 MBS 方式處理，有什麼差別？A：採用 MBS 方式是以抵押權為對象，屬於低風險低報酬；採用 REIT 方式則是以地上權為對象，風險與報酬皆較高。從開發的消極面與積極面來看，MBS 屬於消極的方式，而 REIT 屬於積極的方式，兩者亦有層次上的不同。
- 富邦一號 **經營管理集中風險**、**撤資風險**，**區位仍不夠分散**，**投資人結構**的部分---當初規劃法人 40%、自然人 60%，是希望市場活潑，也希望能創造 REITs 的訴求，但是現在富邦自己持有的約 24%，其他法人機構約 18%，個人投資人則占了 58%，與當初規劃的不太一樣。
- 不動產投資信託著重在風險的分散，而實證研究也顯示不動產投資組合類型的分散重要性大於區位的分散，所謂類型的分散應當包括不同類型的不動產做組合
- 而究竟多大規模的 REITs 可以獲得規模經濟，分散經營好或集中投資好，目前國外研究也沒有定論
- 目前台灣對於 REITs 風險和報酬的文章非常少，以至於大家指能隱約的說出 REITs 的風險和報酬介於股債之間，目前也沒有一個嚴謹的方法來界定 REITs 應該有的報酬，例如無風險利率要加碼多少才會等於該 REITs 合理的報酬？而加減碼的理論何在？就像很多的債券利率也是在雙方吵鬧中取平衡點決定利率，並沒有一個嚴謹的計算過程，就像富邦一號的合理利潤及風險的推估也缺少一個嚴謹且能說服大眾的方法。我們覺得台灣再多推出幾檔 REITs 之後，有較多的資料，這些相關研究才會慢慢的發展。
 - 傳統上 REIT 經營的智慧作法是分散投資組合以降低風險。
 - 然而，財務的理論告訴我們 REIT 不需要分散投資，因為投資者可以自行做到。
 - 假如分散投資策略導致了成本，那麼他們應該採取集中化投資。
 - 相反的，若 REIT 有較高的破產危機如高財務槓桿以及較難評價的資產，那麼應該採取分散投資策略。
 - 採取分散化投資會導致較高的管理費用，但會被增加的利潤所抵銷，因此無論採取何種策略，利潤都是相同的。
 - REIT 公司的股票表現與其投資的不動產市場的表現有關係。
 - 證據顯示投資人獲借款銀行必需負擔收集資訊的成本，因此會比較偏好持有集中化投資策略 REIT 的股票。
 - 結論：將投資分散在數種類型或數個地理區位的不動產並不是一個明智的作法。因此，我們強烈建議只要有幾種類型進行組合即可。
- REITs 的市場風險已有明顯下降的趨勢，其原因之一是相關資訊的流通增加了 REITs 在市場上的資本額，另一個原因則是持有 REITs 的法人機構增加了。
- REITs 在法規的調整下已愈來愈像成長型公司，我們可以預期 REITs 的報酬將與市場上一般股票有更多的相關性，

換句話說，未來 REITs 的市場風險可能會增加，而非減少。

- 主要以文獻回顧的方式來討論 REITs 在市場上的表現，不但比較不同型態的 REITs，也比較 REITs 與一般股票、REITs 與其他證券形式不動產的表現，結果是 REITs 的報酬並不特別優於一般股票或其他投資工具，但是它仍然可以放入投資組合裡面，達到分散風險的作用。
- 不少相關研究皆證實 REITs 能夠提供多樣化的利益，在長期之下，當 REITs 被納入一個資產混合的投資組合（例如股票與債券的混合）時，能夠改善投資組合的風險及報酬條件。

小結：

風險降低 → 分散風險 → 降低非系統風險 → → → 投資組合

→ 減低風險 → 降低系統風險 → → → 保險

→ → → 避險（通膨、期貨、選擇權、交換）

張老師：能否把系統風險與非系統風險、投資國內與投資國外風險之差別再仔細說明一下？

林老師：橫軸是指投資組合的個數或比例，當投資組合愈多時，愈能降低非系統風險。

張老師：系統風險包括什麼？

林老師：系統風險的內容是總體因素，其對於許多資產皆有影響，其屬於不能控制的風險，有點像是外在的風險。

張老師：那麼非系統風險則是指個體因素，進行投資組合可以降低非系統風險，達到分散風險的作用。投資國內與國外的差別是？

林老師：二者的風險不一樣，投資國外的風險可能較投資國內的風險高或低，這個圖是在說明，如果納入國外的投資則風險會改變。

在整理過去紀錄時有個疑問，在第十二頁下面：「然而，財務理論告訴我們 REIT 不需要分散投資，因為投資者可以自行做到。」這句話的意思是？

張老師：這句話的意思是 REIT 本身可以不用作組合，由投資者自己作組合即可。

表 22 篇文獻整理翻譯

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
1	Bond and Webb (1995)	REITs/ 股票 / 債券	1972-1991	迴歸	不動產與大型小型股間以 P*策略方式交換組合改進 REITs 之風險與報酬。P*策略由聯邦準備委員會發展量之潛在通膨之方法。
2	Liang, McIntosh and Webb (1995)	符課稅之 REITs	1973-1989	迴歸、使用 CUSUM 及 Quandt's 對數概似比檢定	顯著的稅制(法)改變導致 REITs 隨時間之改變,發現證據顯示 REIT 證券之風險因子(成分)隨時間之穩定性。 (CUSUM 及 Quandt's 為結構性, 穩定性檢定之方法)
3	Gyourko and Nelling (1996)	符課稅之公開交易的 REITs	1988-1992	迴歸, S 等級相關	引用市場為基礎之股票去檢視權益型公開交易之 EREIT, 其系統風險與多樣性之特性。發現 EREITs 系統風險, 隨所投資之不同類型不動產而顯示不同。也發現股票市場資料沒有證據顯示與 REITs 多樣化, 或廣泛地區區域之影響。但實際上, 其在標準化之市場基礎之衡量下得到廣泛地理區域之多樣性之結果。
4	Liang and Webb (1996)	(US)美國普通股票, 債券, 商業不動產與國際性	1976-1994	羅素指數	投資者應選擇商業不動產與國際性之權益為多樣化之組合。
5	Chandrashekar (1999)	建設性之 REIT 指數	1975-1996	迴歸	發現當 REIT 指標往上漲時, 其與其他資產群之變異數與共變數是減少, 反之當指標往下移動時其為增加的。並發現 REIT 之股票扮演重要之動態資產配置之策略。
6	Chen, Hsieh, Vines, and Chiou (1998)	權益型 REITs	1978-1994	迴歸分析→時間+橫斷	發現 REITs 之規模產生 EREITs 計價之風險貼水無一致性之相關性, 觀察於 EREIT 報酬與通膨之間。且由於市場之 Beta 不顯著, 作者拒絕 CAPM 應用於 EREITs 之中。
7	Karolyi and Sanders (1998)	股票與債券報酬	1983-1995	複 Beta 資產訂價模型	不同程度之預測能力存在於股票債券與 REITs 間, 大多數報酬之預測能力與經濟變數有關, 重要性的經濟風險貼水存在於 REITs 但未見於傳統性之資產計價模型中。
8	Paladino and Mayo (1998)	NCREIF and NAREIT 指數	1979-1996	標準差, 相關係數	多樣性並未作用於 REIT 與股票市場, 其間具高的相關性。但並非相同之相關性存在於不動產變數之報酬與股票市場之間。
9	Capozza and Seguin (1999)	REITs	1985-1992	基本股利折價關係	發現不動產間之多樣化帶來價值之影響而不會影響執行績效。專案層面之現金流量上較高或對較不集中之公司較高。集中度之效力對資訊不對稱之價值導致多樣性公司的權益(資產)更少流動性。
10	Hopkins and Acton (1999)	各種的基金與指標	1994-1998	M&M: 在一個不用課稅, 沒有交易成本每一個人	延伸 M2 技術對投資組合風險調整後報酬之執行績效之說明。因此投資組合經理人可以部分基金之報酬為較好選擇且選擇部分為市場風險相譜之投資組合。

				能輕易取得市場資訊,同時 企業的投資政策,固定不變 之下,企業之財務政策(包 括風險管理)對企業價值是 沒有影響力的,避險與創造 企業價值是無關的。	
--	--	--	--	---	--

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
11	Liang and McIntosh (1999)	假設型投資組合	N/A	N/A	公式計算與分解之呈現—當特殊加入不動產資產投資組合時，全面性之多樣化與報酬利益存在。
12	Litt, Mei and Paine Webber (1999)	月價格，股利、殖利率，季資料，145 檔之 REIT	1993-1997	風險調整模型	發現高及低風險之 REITs 其平均報酬高於國庫券，且發現平均來說大約有 34% 的 REIT 超額報酬來自系統風險，發現公司之大小顯著的與特殊公司之風險為負相關且支付高額的 FFO(營運現金流量者)的公司其系統風險較低。
13	Viezer (1999)	假設型投資組合	N/A	現代投資組合理論，夏普比率	使用多樣化性之難度率(Hurdle Rate) 之門檻值(報酬率之基本盤，其會使投資組合時之風險調整後報酬增加)可提供不動產內之投資組合配置之彈性，並建立投資決策中，風險與報酬抵換 (Tradeoff) 之關係。
14	Chatrath, Liang and Mcintosh (2000)	REITs 及股票市場	1972-1998	迴歸分析	不對稱性 REITs 之 Beta，在市場中交互者增漲與減少 REITs 與其他小額股之有相似 Beta，小型股之不對稱性之 Beta，升起是由報酬變化性而來的 REITs Beta 之不對稱性與其他小型股類似，但無法更進一步解釋其原因。REITs Beta 之不對稱性是由一組較好之樣本分散性之 REITs 來分析的。
15	Conover, Friday and Howton (2000)	權益型 REITs	1978-1994	時間與橫斷面迴歸分析	*沒有顯著之關係存在於 REIT 報酬與常數項之 Beta 間。 *當 Beta 在看漲之市場間變化時，Beta 可用來解釋橫斷面之報酬。
16	Corgel and Djoganpoulos (2000)	REITs Beta	1979-1998	估計報酬水準超額報酬水準型式	財務服務公司並未對 REIT 有特殊供應，而其不同估計 Beta 之程序一般形成統計上之不同結果，有時差別到 25%，為了測試股利之處理，以小型股對廣義市場之指數及特殊程序影響 REIT 資金成本。
17	Craft(2001)	退休計劃，不動產配置	N/A	資產信賴度模型	*說明資產/負債模型用以為投資組合之配置不使決定於資產報酬及其變異數而且決定於退休計劃之負債變化的相關性。
18	Seiler, Webb and Myer (2001)	權益型 REITs, 建造指數	N/A	效率前緣假設於最適投資組合	以公開市場之不動產(EREIT)權益型投票取代私人交易之不動產，以再度為了損益平衡之投資並未形成組合，發現公開市場交易之不動產其再損益平衡於個人交易不動產市場，以長部位與短部位為投資組合，其論點也令人懷疑著。
19	Stevenson (2001)	NCREIF 及 NAREIT 指數	1976-1998	最適投資組合之檢驗	檢視是否間接投資不動產之證券是否改進了直接投資之執行績效。結論是混淆的，當分析基於最適投資組合加入了 REITs 及國際性不動產，並未顯示附加利益。*最適直接市場之投資組合估計為角解(coner solution)，特殊區域之有限投資(特殊限制主要機構市場如東西

					岸之辦公室)。混淆之結論於國內與國際間改進之結果。
20	Yang (2001)	權益型 REITs (EREIT)	1997	雙對數簡單二次, 半對數二次	簡單二次或與半對數模型是盛行的。發現一般使用(translog)雙對數模型優於其他二者模型
21	Swanson, Theis, and Casey (2002)	電腦統計軟體, C Plus, CRSP 財務與股票報酬資料及聯邦準備銀行之利率	1989-1998	迴歸分析	利息影響 REIT 之報酬。且發現股票報酬愈來愈敏感於到期率(maturity rate)其分散介於短、長期之國庫券, 且信用費率分散介於商業性債券與國庫券之間。*證實在 1990 年代結構模型之改變(變化)導致 REIT 更敏感於信用風險, 可能會引起 REIT 信用價值之減少。

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
22	Young and Annis (2002)	三種不動產之投資組合	1996-2000	屬性分析	檢測 3 種類型之 REIT 投資組合： (1) 大型之投資組合—公開交易(公募) (2) REITs 由單一經理人但多本會計帳者單一客戶多本會計帳 (3) 多重客戶私募型 REIT。發現沒有任何之差異性存在於任何三種類型之投資組合，並於股票之選擇與資產之配置中。並且發現在公開交易之 REIT 投資組合，不論是大量資產組，月報酬形成於股票之選擇，相對於資產之配置上沒有顯著之數列持續性。

不動產證券投資避險

I. 避險(Hedging)之定義：

II. 不動產證券投資避險相關文獻：

◆ 不動產投資信託:財務經濟之文獻回顧---避險

Corgel, John b., Mcintosh, Willard, Ott, Steven H. (1995), "Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature," Journal of Real Estate Literature, Vol.3, PP.13~43

◆ 不動產投資信託環境與績效---避險

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S. (2003), "The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts," Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp.127-165

◆ 不動產投資信託---避險

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press."

III. 不動產證券投資避險的討論主題

◆ 通貨膨脹

◆ 股票關係：反向變動與否

◆ 利率：對於短期與長期利率變動是否有靈敏度的議題

IV 小結：

I. 避險(Hedging)之定義

定義：企業因承擔營運風險而獲利，投資人亦因願意承擔風險而獲得合理的投資報酬，但是在某些情況下，企業或個人能夠採取某些行動，不但不會因此而減少利得，而且還可以降低自己的風險，這種行為叫做避險，是為保護利得所採取的行動。

II. 不動產證券投資避險相關文獻：

由避險(Hedging)角度分析 此部份回顧的文獻所關心的是 REITs 報酬及總體經濟活動間的關係，特別是預期的及非預期的通貨膨脹....

不動產投資信託:財務經濟之文獻回顧---避險

Corgel, John b., Mcintosh, Willard, Ott, Steven H. (1995), "Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature," Journal of Real Estate Literature, Vol.3, PP.13~43

由避險(Hedging)角度分析 此部份回顧的文獻所關心的是 REITs 報酬及總體經濟活動間的關係，特別是預期的及非預期的通貨膨脹。此文獻的目的是去決定 REITs 的通貨膨脹規避能力。試圖瞭解 REITs 是否擁有通常與不動產相關的通貨膨脹規避特性或 REIT 報酬是否與通貨膨脹有負向的關聯，以及是否為大部分金融資產的報酬。 ****** 詳如 2005-2 不動產證券化專題研討第十次上課紀錄**

不動產投資信託環境與績效---避險

Zietz, E.N. & Sirmans, G.S. & Friday H.S. (2003), "The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts," Journal of Real Estate Portfolio Management Vol. 9 No. 2, pp.127-165

本文從過去十年 (1995-2002) 的研究，關於美國 REITs 的避險能力。一些主要的發現如下：

- 1、投資 REITs 有收入穩定性與規避通貨膨脹風險的好處，證據顯示 REITs 能規避長期通貨膨脹風險，而國庫券期貨與 S&P 500 指數期貨可以減少 REITs 投資組合的報酬變異。REITs 的投資報酬與短暫型、長久型的通貨膨脹之間並不為正相關。然而，在許多國家不動產股票提供較佳的避險能力勝過股票，在任何情形下，投資 REITs 必須小心遵從揭發避險交易時機與配合法則。

- 2、在股票上漲時與下跌時，REITs 報酬有不同的屬性，REITs 並沒有對稱避險的特性。權益型 REITs 在市場下跌時與股票有高度相關，抵押權型 REITs 在利率下跌時比權益型 REITs 較有避險能力。
- 3、在規避 REITs 風險時，在一些文獻中並沒有最好的答案，一些研究顯示 REITs 類型的期貨商品可以規避 REITs 的風險，而在現存的期貨與 REITs 之間沒有有效的交叉避險。

*** 11 篇文獻整理翻譯如表 III

不動產投資信託---避險

Chen, Erickson, and Wang (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press.”

REIT指數與消費者物價指數：REITs股票上下波動的走勢與CPI指數（消費者物價指數）走勢相似，亦即在某種程度上係跟隨幣值波動（即通貨膨脹）而變動，表示REITs股票與其他股票相比相對保值，且大部分時間優於物價指數。而從歷史經驗以及過去的數據資料來看，均顯示REITs有收益穩定、具對抗通貨膨脹的功用，且納入投資組合時，可明顯的提高利潤、降低風險，因此REIT在美國是一件值得投資的標的。

- 對抗通貨膨脹的潛力：一般認為投資不動產能夠對抗通貨膨脹，因為房價會隨著物價水準的提升而上漲，實證研究結果亦證明了這個看法，而且還有一些研究發現，並非所有的不動產皆能對抗通貨膨脹，某些類型（例如住宅）之不動產其對抗通貨膨脹的能力較好。不過，我們更想知道的是，REITs是否也能對抗通貨膨脹？相關研究結果顯示，在短期間內 REITs 並不是一個好的抗通膨工具，有時候甚至是一個背離對抗通膨的工具（perverse inflation hedges），特別是在非預期的通貨膨脹情況下，因為它們的報酬與通貨膨脹呈現負相關。而在長期持有之下，REITs 也不一定能對抗通貨膨脹，因為通貨膨脹與 REITs 報酬之間的關係並不明確，即使有些研究 REITs 能夠對抗可預期的通貨膨脹。

不動產證券投資避險的討論主題

REITs 關於避險的討論主要有通貨膨脹、股票關係、利率等三種，經整理分析如下：

通貨膨脹：

又分為預期性通貨膨脹與非預期性通貨膨脹、暫時與長期性通貨膨脹的討論

名詞解釋：預期性的通貨膨脹是指大眾可以預估到的通貨膨脹，非預期的通貨膨脹是指實際通貨膨脹率與預期性的通貨膨脹之間的差異。

REITs 常被認為是介於股票與不動產之間的产品，早期的學者如 Fama and Schwert(1977)檢驗國債、政府債券、不動產、債券和股票等對於非預期的通貨膨脹，發現住宅不動產可以規避預期及非預期性的通貨膨脹風險。

而股票方面，早期研究認為股票價格會隨著通貨膨脹而調整，但是經過 Bodie(1976)，Jaffe and Mandelker，Nelson(1976)等的研究，認為在名目以及真實持有期間的股票報酬與通貨膨脹利率間為顯著的負向關係，即股票價格並不會隨著通貨膨脹而調整。

最後，在 REITs 的討論上，較為早期的研究中，Gyourko and Schwert(1988)則利用家庭購買要素修正的 CPI 證明 REITs 有部分規避通貨膨脹的能力，然而這些作者發現 REITs 在規避非預期風險上並不合理。亦有其他學者，Chen and Tzang 發現 REITs 在預期的通貨膨脹下有某種規避能力。

在短期與長期通貨膨脹的討論上，Cartath and Liang(1998)發現在 1972 年至 1995 年，REITs 報酬與暫時性、永久性的通貨膨脹不為正相關，但在一些情況下，對於長期通貨膨脹提供避險的能力。根據王珂書中所舉之例，認為在短期間內 REITs 並不是一個良好的抗通膨工具，有時候甚至是一個背離抗通膨的工

具(perverse inflation hedges)，而在長期持有下，REITs 也不一定能對抗通貨膨脹，因為通貨膨脹與 REITs 報酬之間的關係並不明確。

在相反意見上，Park, Mullineaux, Chew(1990) 他們所做的類似研究中，使用幾乎相同時期的 NAREIT 指標以及兩個預期通貨膨脹的替代值(proxies)，-T-bills 及一個根據調查的測定數。此研究提供了更進一步的證據，關於 REITs 與股票有類似的表現而使他們不論如測度通貨膨脹的預期，仍然無法規避預期的或非預期的通貨膨脹。

Titman 及 Warga(1986)若 REITs 是混合的證券(hybrid)，則他們的規避潛能是有限的。若純不動產是 REIT 報酬的主要構成要素，則 REITs 的投資可能可以規避通貨膨脹。但由於會造成 REIT 價值增加的預期通貨膨脹減少，所導致的負向利率移動可能會產生較高的 REIT 負債(liabilities)，因此會使權益價值不變。Giliberto(1993) 創造一個避險的指標(a hedged REIT)後，發現一個最佳的分派是 19%的不動產。

股票關係：反向變動與否：

Goldstein and Nelling(1999)調查 REITs 的貝他係數，發現在股票市場下跌時，REITs 並沒有對稱避險的特性。但若以 REITs 類型來看，Horng and Wei (1999)發現抵押權型與權益型 REITs 避險能力的差異，在市場下跌時，抵押權型 REITs 避險能力增加，是因為權益型 REITs 在市場下跌時，與股票有高度相關性，也突顯出市場上漲與下跌時，REITs 具有不同的屬性。

利率：對於短期與長期利率變動是否有靈敏度的議題：

Chen 及 Tzang(1998)在他們的相關研究中，包括從 1973 年至 1985 年間交易的權益型及抵押權型 REITs。他們研究結果顯示權益型及抵押權型 REITs 皆對於 1973 年至 1979 年間長期利率的變動具有敏感性。自 1980 年至 1985 年，權益型 REITs 及抵押權型 REITs 皆對於短期和長期利率有敏感性。

Mengden(1988)主張抵押權型 REITs 可能與利率的變遷較有直接關係，因為抵押權型的 REITs 相對於權益型的 REITs 有較久的有效存續期間，並指出基本的租賃期限依據權益型 REITs 持有資產的市場條件重新調整。提供了抵押權型 REITs 相較於權益型 REITs 對於短期利率的變動更具敏感度的相關證據。

Llang、Webb(1993)更進一步確定抵押權型 REITs 的市場風險大部分是衍生自利率的不確定性。他們發現利率風險在均衡點被定價，指出使用二因子市場模型(a two-factor market model)以評估抵押權型 REITs 的運作表現(亦即利率風險無法被分散)。

IV 小結

1. 早期文獻的共識為如果 REITs 為混合型的證券，那麼避險的潛力是有限的，如果 REITs 的表現偏向於不動產，那麼 REITs 可以提供通貨膨脹的避險，然而，利率的降低造成預期通貨膨脹降低，則會在權益價值上導致較高的 REITs 不利益與抹煞。
2. 自從 1995 年後，對於 REITs 避險能力有多樣化的討論，除證券的區位比較(尤其是國際化的不動產)，還有抵押權型與權益型 REITs 避險能力的比較。
3. 抵押權型 REITs 可能與利率的變遷較有直接關係，但基本上，權益型 REITs 及抵押權型 REITs 皆對於短期和長期利率有敏感性。
4. 抵押權型與權益型 REITs 避險能力的差異，在市場下跌時，抵押權型 REITs 避險能力增加，是因為權

益型 REITs 在市場下跌時，與股票有高度相關性。

REITs 對於長期性的通貨膨脹具有避險能力獲得研究的共識，但是不同的國家中，不見得有相同的結果。

林老師：在談避險時為什麼提到 REITs 與股票的關係？它是分散風險還是避險？

張老師：如果是講避險，主要是討論通貨膨脹、利率，是否還有其他因素？

林老師：匯率。

李奕農：REITs 要如何避險？是像股票一樣用交叉避險的方法來鎖住風險嗎？

張老師：除了 REITs 股票外，還可以投資其他投資工具。

李奕農：這樣應該是投資組合的概念，屬於分散風險，與避險有什麼不同？

張老師：整體來看，我們討論的是風險管理，如果要分開來看，則有分散風險、保險、避險三個部分，分別在於降低系統與非系統風險。

李奕農：那麼避險是指？

林老師：應該是規避風險，例如要對抗通貨膨脹，投資者可能要選擇買黃金或買不動產。

張老師：投資工具之間是組合的概念，屬於分散風險。避險則是討論個別投資工具對於風險的規避。到底 REITs 能否對抗通貨膨脹與利率變動？

林老師：文獻中是提到權益型 REITs 與抵押型 REITs 的避險能力，結果顯示權益型的報酬高、風險低，抵押型則是報酬低、風險高，這和我們常說的高風險高報酬似乎不太一樣。

張老師：其實權益型 REITs 屬於積極型的 REITs，風險與報酬相對於抵押型應該較高。而抵押型 REITs 對於利率的變動較敏感，因為 mortgage 本身與利率有很大的關係。

REITs 最重要的關鍵在於它的表現（報酬與風險），除了目前的表現外，預測能力也受到重視，今天不但討論到報酬與風險，也討論到了避險與國內案例。過去我們有做過問卷調查，看投資者比較願意投資 REAT 或 REIT，結果是投資者較願意買 REAT，但實際上情況如何？大家可以加以觀察。從不同時間、不同地區來看，每個國家都會發展出不同的不動產證券化市場。

表 III 11 篇文獻整理翻譯

No.	相關 paper	資料	資料時間	方法	結論
1	Lasen and McQueen(1995)	黃金市場	1972-1992	Fama and Schwerts (1977)extension to 費雪方程式	比較黃金與黃金股票對於通貨膨脹的避險能力，可以發現黃金對於通貨膨脹避險能力較佳。但是注意不可以引用此結論在不動產與 EREIT 在通貨膨脹的關係上。
2	Oppenheimer(1996)	REITs 在 NYSE 的交易記錄	1993	避險策略	Treasury future 和 S&P 500 指數期貨契約可用以抽離出前後的避險，此避險可減少混合的 REIT 投資組合在報酬上的變異。
3	Brandon(1997)	沒有實證資料	N/A	N/A	檢視 IRS 避險規則(關於報導避險交易時機與配合)是如何影響 REITs，和 REUTs 應如何報導避險交易。
4	Liu,Hartzell and Hoesli(1997)	五個國家的不動產每單位信託月報酬與資本市場指數	1980-1991	最小平方迴歸	相對於一般股票，在某些國家，不動產證券提供較壞的避險能力，在某些國家，則兩者避險能力相當
5	Chartrath and Liang(1998)	所有類型的 REITs(權益型、抵押權型、混合型)	1972-1995	迴歸	發現 REITs 報酬對短暫或長久的通貨膨脹並不是正向相關，也發現 REITs 在長期的通貨膨脹下，提供良好的避險能力。
6	Geltner and Kluger(1998)	不動產類型的投資組合	1987-1996	線性方程式;蒙地卡羅分析	發現單純的投資組合建構可以有效的避險，並計算資本預算其他值和發展歷史績效指數
7	Liang,Seiler and Chartrath(1998)	REITs 和期貨	1982-1994	Rolling 迴歸;平均數和標準差	目前期貨不會有效率的對 REIT 報酬有避險功能，只有特別為 REITs 設計的期貨可能對 REIT 報酬有避險功能。
8	Chartrath ,Liang and McIntosh (1999)	四個 REITs 指數和 2 個股票指數期貨	1982-1998	迴歸	不論是 naive 或 rolling 策略提供了對 REIT 報酬有避險功能，也發現 REIT 和期貨間無交叉避險作用。
9	Goldstein and Nelling(1999)	權益型和抵押權型 REITs	1972-1998	迴歸	發現在股票市場下跌時，REITs 並沒有對稱避險的特性。但若以 REITs 類型來看，Hornig and Wei (1999)發現抵押權型與權益型 REITs 避險能力的差異，在市場下跌時，抵押權型 REITs 避險能力增加，是因為權益型 REITs 在市場下跌時，與股票有高度相關性。
10	Hornig and Wei(1999)	包含在 COMPUSAT 的 REITs	1996	邏輯特迴歸方法;最大概似估計法	當利率下跌時，押權型 REITs 避險能力增加，權益型 REITs 則是減少。
11	Mueller(2000)	NAREIT 中的權益型	1981-1999	報酬和 FFO 計算	REITs 投資的利益來自於收入和通貨膨脹避險能力，檢視 REITs 的基

REITs,SNL 資料庫和
Legg Mason

本性質，例如：報酬和 FFO/報酬成長。也發現投資者需要被教導關於 REITs 股息的品質和安全性。

不動產證券投資報酬、風險—國內案例

．報酬部份：

- ◆ 一般報酬率計算方式/富邦一號報酬率計算方法
- ◆ 資本資產定價模型(CAPM)/富邦一號報酬率計算方法
- ◆ 各國 REITs 收益率概況
- ◆ 富邦一號 3/10~5/24 股價/成交量/成交比數表現

風險部分

- ◆ 以富邦一號(REIT)為例
 - 外部風險(市場風險)
 - 內部風險-資產配置風險/財務風險-考慮基金之償債能力及資本結構/不動產營運管理風險-考量基金管理團隊之能力
- ◆ 新光中山大樓(REIT)為例

．附錄

- ◆ 不動產投資信託風險係數相關新聞
- ◆ 中華信評公司對於一般建設公司及 REIT 的風險比較分析

I. 報酬部份：

一般報酬率計算方式/富邦一號報酬率計算方法

一、一般報酬率計算方式：

1. Phyhr 等人(1989)提出評估個案中債務與自有資金報酬率關係，對於總資產報酬率提出了以下的公式：

總資產報酬率(ROR) = 營運淨收入 / 總資產投資

其中，營運淨收入 = 總收入 - 總支出(空屋損失+營運支出)

2. Sirota(1978)提出有關出租公寓之投資報酬率(ROR)計算公式如下：

$$ROR = (G + P + T + I - O - F - D) / V$$

G：每年總收入(租金、洗衣機、停車收入等) P：第一年償還增加之借款本金

T：租稅底扣 I：財產收入 O：營運支出

3. 富邦一號報酬率計算方法：

$ROR = \text{營運淨收入} / \text{總資產投資}$

其中營業收入及營業費用細項下表所示。總資產價格為兩家估價師事務所出函的估價報告，三棟投資標的市價為 58.3 億，求得未來三年的預期報酬率分別為 3.8408%、3.8567%、4.2071%。

依據「台灣土地銀行發行富邦一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書」投資計畫概況乙章之財務預測及預期收益乙節，富邦一號基金未來三年之預期收益率如下表 1：募集金額 58.3 億，於未來三年不借入任何款項

表 1 富邦一號基金未來三年之預期收益率

營業收入	九十四年	九十五年	九十六年
房屋租金收入	249,927,698	250,580,269	260,614,439
管理費收入	16,211,772	16,211,772	16,211,772
其他租金收入	35,848,524	35,849,714	35,863,464
營業收入合計	301,987,994	302,641,755	312,689,675
營業費用	九十四年	九十五年	九十六年
不動產營運支出	53,662,311	53,544,854	53,428,572
勞務費用	17,800,750	17,800,750	17,800,750
其他費用	850,000	650,000	650,000

保固維修準備	5,759,125	5,798,315	6,030,344
營業費用合計	78,072,186	77,973,919	77,909,666
營業損益	223,915,808	224,847,836	234,780,009
每單位受益權預期收益率	3.8408%	3.8567%	4.2071%

資本資產定價模型(CAPM) / 富邦一號報酬率計算方法

1. 在完美的市場中，當市場達到均衡時，所有資產的報酬對於風險比率必定相等，下列條件將成立。

$$[E(R_A) - R_f] / \beta_A = [E(R_B) - R_f] / \beta_B$$

因此所有的證券之報酬率對風險的比率應該相等，且所有的風險性資產之預期報酬和系統風險都可以用一條直線來描述，導出了著名的 CAPM 模型如下：

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta_i$$

$E(R_i)$ ：市場中資產 i 的期望報酬 R_f ：無風險利率 $E(R_M) - R_f$ ：市場風險溢酬

β_i ：系統風險(資產 i 相對於市場投資組合，所呈現的風險係數)

2. 富邦一號報酬率計算方法⁵

依下表 1 可知各國以辦公室不動產為主的 REITs 和 10 年政府公債利差多集中在 1%~2.5% 左右，參考各國經驗假設以辦公室為主的 REITs 合理預期收益率為 10 年政府公債加碼 1.5%~2.0%⁶，與各國辦公室為主的 REITs 相比較報酬率實屬允當。

各國 REITs 收益率概況

各國 REITs 收益率概況如表 2。從負債比率推估報酬率，亞洲各國 REITs 負債比率約在 25%~50% 之間，美國 REITs 多在 50% 以上(如表 3)，各國之 REITs 收益率均為運用適度的槓桿操作所創造之投資報酬，如採用公開說明書中「基礎三(募集 58.3 億，舉債 20 億)」，預估負債比率約為 25%，第一年將能創造 2.456 億元的淨收益，收益率約為 4.21%，和目前 10 年政府公債利差約為 1.91%，和各國以辦公室不動產為主的 REITs 與 10 年政府公債利差多集中在 1%~2.5% 相比較，報酬率仍屬允當。

表 2：各國 REITs 收益率概況表

	股利率	10 年公債殖利率	與 10 年公債殖利率差
美國			
EOP US	6.82%	4.32%	2.50%
BXP US	4.08%	4.32%	-0.24%
CLI US	5.37%	4.32%	1.05%
日本			
8951 JT	3.75%	1.43%	2.32%
8952 JT	3.56%	1.43%	2.13%
8953 JT	3.18%	1.43%	1.75%

⁵ 本段落整理自：宏大不動產估價師聯合事務所-「富邦一號不動產投資信託意見書」價格允當性之專家意見書補充說明。

⁶ 黃守良(2004)，美國 1990 至 2000 年 REIT 上市公司股利與十年期公債利率利差平均為 1.14%。

澳洲			
SGP AU	6.44%	5.34%	1.10%
GPT AU	5.88%	5.34%	0.54%
GNP AU	6.26%	5.34%	0.92%
新加坡			
CCT SP*	5.40%	2.63%	2.77%
CT SP	6.18%	2.63%	3.55%
AREIT SP	6.08%	2.63%	3.45%
台灣			
富邦一號	3.85%~4.45%	2.30%	1.55%~2.15%

資料來源：Bloomberg，2004/12/29，富邦證券提供

表 3：負債比率推估報酬率表

地區	參考標的	負債比例
美國	Morgan Stanley REIT Index 前五大權值股	47.49%~73.14%
澳洲	S&P ASX200 Property Trust Index 前五大權值股	30.92%~55.95%
新加坡	前三支掛牌 REITs	21.72%~31.42%
日本	前六支掛牌 REITs	39.69%~48.76%

資料來源：Bloomberg，2004/12/29，富邦證券提供

富邦一號 3/10~5/24 股價/成交量/成交比數表現

圖 1 及圖 2 為富邦一號發行至今表現，圖 1 可看出股價除了發行後一個星期有較大的漲跌之外，兩個月來不無太大的波動，這也可以看出以發放穩定租金收益給投資人的富邦一號，在資本市場的表現還算平穩，而從成交量及成交筆數來看，雖有較大的波動，但也可以看出有漸漸穩定的趨勢。

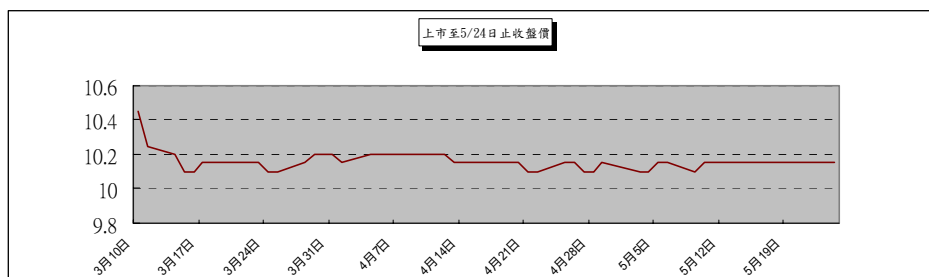


圖 1：富邦一號 3/10~5/24 股價表現圖

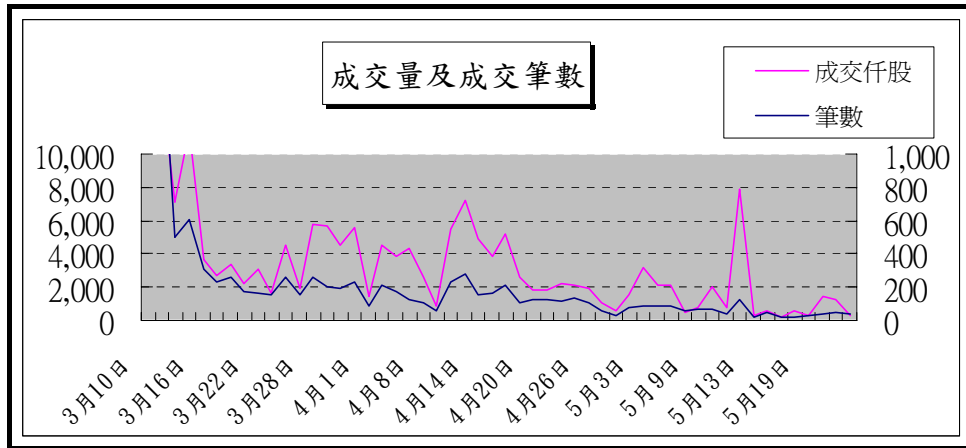


圖 2： 富邦一號 3/10~5/24 成交量及成交比數表現圖

II 風險部分

以富邦一號(REIT)為例

外部風險(市場風險)// 內部風險-資產配置風險/財務風險：考慮基金之償債能力及資本結構/不動產營運管理風險：考量基金管理團隊之能力

證券產品風險性質：

1. 外部風險(市場風險)：

主要為總體經濟環境的景氣對投資組合收益的影響，特別對於基金持有之不動產的出租率與租金價格，以及如果證券於公開市場上市交易，會受到證券市場多空變化，而產生價格的波動。目前經建會發布的景氣指標從 93 年 10 月至今分數持續下探，94 年 4 月及 5 月已經連兩個月為黃藍燈，2004，且領先指標表現也不亮麗，這是國內持續推動不動產證券化必須持續注意市場消息。

由圖 3 北市 A/B 級辦公室開價/底價租金圖可知，在 92 年之後市場上不論 A 辦或 B 辦的租金已漸漸回穩，長期看來是持平的狀態。這對於以辦公室為投資組合的 REITs 來說是正面的消息，以富邦一號不動產投資信託基金來說，該基金的收益 100%來自於三棟辦公大樓的租金收益(一棟是商務住宅)，市場租金的變動對於整個投資組合的現金流量會有巨大的影響，從下表 3 可發現，除了民國 90 年一波商用不動產的不景氣外，長期看來租金水準均相當穩定，辦公室市場風險的降低，該基金相對也承擔較低的外部風險。而北市辦公室除了近年 101 大樓新增供給之外，並無太大的供給出現，近年需求也呈現穩定的成長(如圖 4)，且目前國內不論是 REIT 或是 REAT 的大樓幾乎都是滿租的情況、但是仍然要注意這兩年 101 大樓將一口氣釋放 6 萬坪的辦公空間，不論是價或者是量對於市場都會有很大的衝擊。根據中華信評公司表示⁷台北市辦公大樓租賃市場在過去十年的景氣波動性相當高，1993 年時的空置率高達 25%，但在 2000 年時則低至 2.8%。預計台北市辦公大樓在 2004 年的空置率將提高至 13.5%，因為預期新增的供給量將高達 9 萬坪，其中包括全球第一高樓(台北 101 大樓)。因此，預期台北市整體的辦公室租金可能在 2004 年時下降。然而，由於 2005 年及 2006 年台北市辦公大樓的新供給量有限，故應有助於對中期內的租金形成支持。中華信評因此預期富邦一號 REIT 的辦公大樓不動產應能維持相當強勁的承租率。

⁷ 中華信評新聞-富邦一號不動產投資信託獲「twA-」評等，2005/3/10。

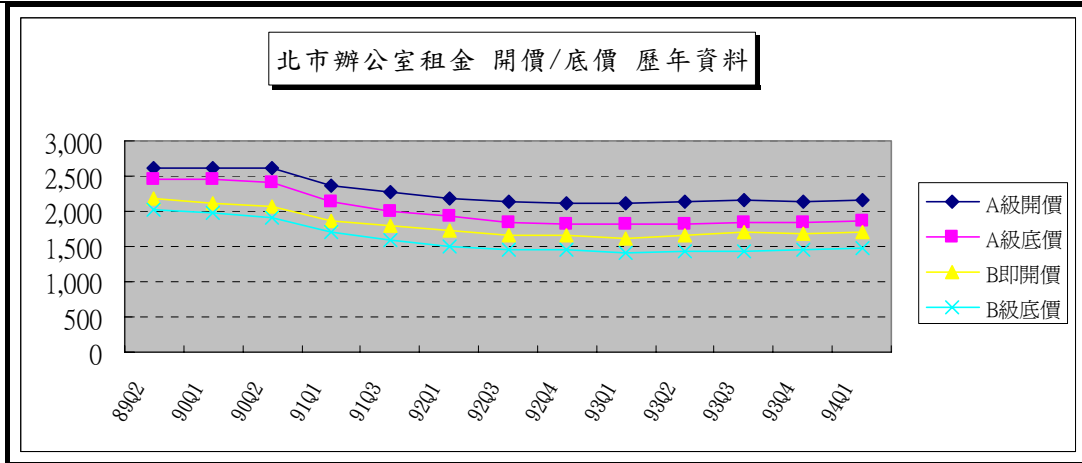


圖 3：北市辦公室租金 開價/底價 歷年資料

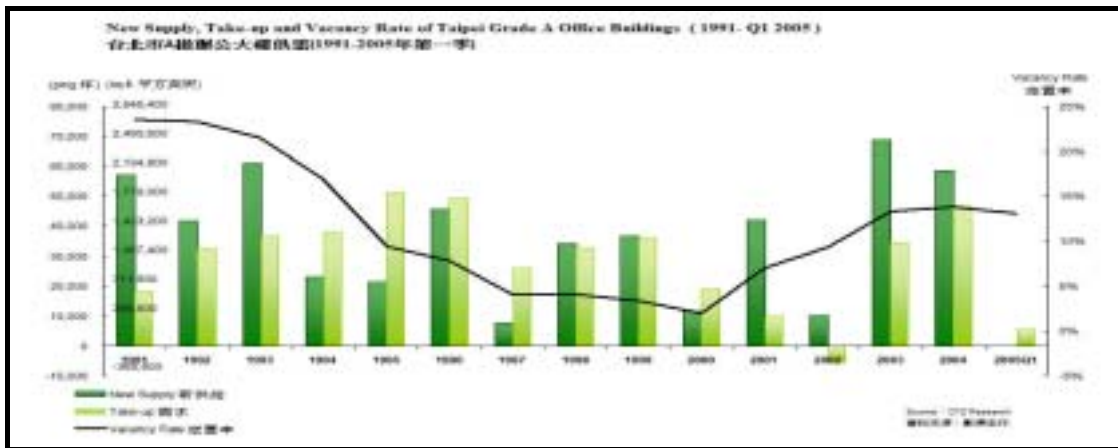


圖 4：北市 A 級辦公大樓供需圖

2. 內部風險：

A. 資產配置風險：考慮投資組合資產之資產品質與集中風險，根據廖咸興評估意見書中表示，雖然富邦一號投資組合具有地理與類型的集中，但地理集中性不代表區域或風險的集中。依不動產投資理論，不動產所在區域的產業分散(或經濟活動分散)，較地理分散更重要，而富邦一號投資標的皆位於台北市，台北市的經濟活動遠較台灣其他縣市更為活絡，產生衰退的情形必然落後台灣各區。而李明龍(1998)台灣地區不動產投資以經濟區域分散風險的策略，也顯示濟區域分散風險較地理區域分散風險更有效率的方法。錢伯元、白金安(2005)，由實證結果發現，台灣地區投資不動產採分散化策略的風險分散效果未必優於集中化策略。整理結果如表 4。

B. 財務風險：考慮基金之償債能力及資本結構。

不動產投資資產品質分析⁸包括：市場分析，區位分析，營建品質，空置率，承租人分析與信譽，租賃到期時間表與續約可能性。而富邦一號依據中華信評表示租戶品質良好，且續約可能性極高⁹，因此以富邦一號來說資產品質應屬優良。

C. 不動產營運管理風險：考量基金管理團隊之能力。

不動產管理營運團隊之財務管理能力、過去投資與開發的表現、過去合作經驗、專長不動產的類型、是否具有經營管理不同不動產之專長等。

而富邦建築經理公司屬於富邦金控旗下公司，結合了金融、保險、營建、物業管理...等，且富邦建經

⁸有關資產品質介紹及分析，請參見第六次上課紀錄-台灣不動產證券化實施案例探討。

⁹有關中華信評詳細報告書，請參照第 14 次上課紀錄-不動產證券化管理維護與信用評等。

人員多有不動產相關背景，從廖咸興之專家意見書中表示，此資產管理團隊就資料所呈現之過去表現與團隊合作之經驗，應該足以符合不動產投資信託管理機構應有之專業性。

新光中山大樓(REAT)為例

台灣目前已有多檔的資產信託，在公開說明書中有投資風險揭露的訊息，目前的資產信託除了私募的全坤敦峰一案，其餘的資產信託皆以一棟辦公大樓為主，並沒有考慮到投資組合以分散風險的問題，但單一不動產實施證券化仍有其風險在，本組以新光中山大樓(REAT)為例，其投資風險列舉如下¹⁰：

1. 受益證券市場流動性不足風險
2. 不動產市場流動性不足風險
3. 信託財產預期收益變動風險
4. 信託財產過度集中風險
5. 利率變動風險
6. 受益證券信用評等
7. 再投資風險
8. 受益證券於預定到期日或到期日償還本金來源之風險
9. 信託財產價值變動之風險
10. 保險安排無法完全清償損害風險
11. 委託人之債權人訴請撤銷信託行為之風險
12. 法令變更風險、稅務法令變更之風險
13. 違約風險
14. 受託機構違反借入款項限制之風險
15. 中山大樓未設立管理委員會或管理負責人之風險
16. 有限追索權之風險及訴追禁止之風險

¹⁰ 摘錄自台灣土地銀行經管新光人壽持有中山大樓之不動產資產信託公開說明書 P122~125。

表 4：台北市區域特性與證券化大樓關係分析

1. 敦北民生	<p>區域特性: 該區鄰敦化南、北路，整體都市環境十分優良，加上捷運通車之故，因此吸引許多的外商及著名企業進駐該區之辦公大樓。因此該區之辦公大樓十分熱門，去化十分迅速。此由民生-敦北區之空置率經常處於低檔。由於外商及大企業紛紛進駐於此，使得此區有尊貴感，當然租金也相對的高。</p> <p>證券化大樓: 宏泰世紀(REAT)、時代金融(REAT)</p>
2. 敦化南路	<p>區域特性: 敦南區之租金水準於台北市各辦公大樓分區中，僅次於民生-敦北區。此區與民生-敦北區相同，由於整體辦公環境甚佳，此區之辦公大樓市場亦十分熱絡，近來有許多大樓新建完成，為此區帶來一片新氣象，成為外商、著名企業雲集之辦公商圈。</p> <p>證券化大樓: 富邦人壽大樓(REIT)、全坤敦峰(REAT)、IBM 大樓(REAT)、新光敦南(REIT 送審中)</p>
3. 南京松江	<p>區域特性: 此區為台北市早期發展之商圈，故多傳統產業據居於此，雖多為年份較久之辦公大樓，但由於位處台北市發展的中心地帶，因此租金仍維持一定之水準。</p> <p>證券化大樓: 新光中山大樓(REAT)</p>
4. 南京復興	<p>區域特性: 此區亦為台北市早期發展之商圈辦公大樓之平均年份亦久，且多 B 級及 C 級大樓，但由於木柵捷運線通車，相較於其他分區而言，租金水準十分的經濟實惠，且有看漲之勢。本區多中小企業及一些知名外商進駐於此。</p> <p>證券化大樓: 中崙 City-link(REIT 送審中)、特力忠孝大樓(REAT)</p>
5. 信義計畫區	<p>區域特性: 由於信義區目前為行政中心，及世貿展覽中心，各項機能均十分充足，加上該區捷運、大眾運輸均便利，預計在台北國際金融中心完工後，租金有很大上漲空間，發展潛力十足。目前成為新興商業中心，金融業、科技業及外商企業總部均設立於此</p> <p>證券化大樓: 目前無</p>
6. 站前西區	<p>區域特性: 本區為早期商圈，目前在實施都市更新計劃中，辦公大樓多老舊，週邊環境較差，除新大樓外，商業活動多屬於零售型態及補習班。另外國家行政中心也位於此區，是政府極力更新的區域。本區位於台北市交通樞紐之地位，預計在各項交通改善計劃完成後，加上該區充足的商業機能，及新興辦公大樓的完成後，將會有很大之發展潛力。</p> <p>證券化大樓: 大都市國際(REAT)、國泰西門大樓(REIT 送審中)</p>
7. 南京四五段	<p>區域特性: 本區發展為沿續南京東路二、三段，舊有台北華爾街之稱，但因為區位較接近市中心區，捷運轉乘及公車系統發達，交通便利，且租金為市中心各區相較最低者，故此區深受各行各業喜愛。</p> <p>證券化大樓: 目前無</p>
8. 北市其他地區	<p>天母：富邦天母商務中心(REIT)</p> <p>建國南路、和平東路口：書田醫院(國泰 REAT 審議中)</p>

資料來源：瑞普國際物業 www.repro.com.tw，本組整理。

III. 附錄

不動產投資信託風險係數相關新聞

附錄一(不動產投資信託風險係數相關新聞):

金管會評定不動產投資信託風險係數高達 60% 券商：資產證券化商機受挫工商時報，林上祚(2005-02-24)

金管會昨(二十三)日公佈「證券商計算自有資本適足比率¹¹風險係數」修正案，其中較令人矚目的是，新台幣計價債券風險係數，公司債金融債券的風險係數一.五%到九%之間，被歸類在其他債券的資產證券化受益證券，風險係數則為三%到一六%，不動產投資信託風險係數更高達六0%，大華證券認為，資產證券化風險係數訂定過高，將影響券商承銷證券化商品意願。

昨日金管會公佈的「證券商計算自有資本適足比率風險係數」，主要是為了因應新巴塞爾協議，將券商資產依據其風險訂定出不同的資本計提標準，昨日的修正案，除了將股票投資，分成一般投資、類交叉持股態樣、類參與經營態樣三種型態之外，另外也新增了資產證券化受益證券，與不動產投資信託風險係數。

根據修的修正版本，企業貸款債權商用不動產證券化與房貸證券化等資產基礎受益證券，被歸類在其他債券，依據其存續期間長短，一年以下受益證券風險係數為三%，一到五年為六.五%，五到十年為一0.五%，十年以上則為一六%，風險係數是存續期間相當公司債與金融債券的二倍以上，另外，與國內外證券投資信託一樣，被歸類在受託憑證類的不動產投資信託(REITs)，風險係數更高達六0%，不但高於境外基金的三0%，也比上櫃股票型基金的二0%高。

對於新的風險係數規定，台灣工銀信託部協理張華平(見圖)表示，資產證券化受益證券由於作到資產分散，證券化機制也有信用增強機制保護，又有信評機構評等，照理說風險應該比一般公司債高，至於不動產投資信託，性質上則是介於股債的中間型商品，對於證券化商品風險係數高於同類型商品，他感到有些不解。

中華信評公司對於一般建設公司及 REIT 的風險比較分析

附錄二(中華信評公司對於一般建設公司及 REIT 的風險比較分析)：

中華信評產業分析 - 建設公司與 REIT 之比較分析 分析師：蕭黎明 協理，蔡東松 資深協理 2005/03/24

建設公司與 REIT (Real Estate Investment Trust；不動產投資信託)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。建設公司及 REIT 相關風險比較如表 5。

表 5：建設公司及 REIT 相關風險比較

建設公司及 REIT 相關風險比較		
	建設公司	REIT
公司成立法源	公司法	不動產證券化條例
營業範圍	由公司法條款訂定	主要持有不動產，所有其它營運均由外部管理
開發風險	有	無
資產	不限於不動產	主要持有供投資管理之不動產

¹¹ 資本適足比率 = (自有資本總額 / 風險資本總額) × 100%

員工	有	無
資訊揭露程度	允當，但視個別公司而有差別	較高
籌資管道	股票、公司債、銀行借款等	公司債、銀行借款

分析方法

在進行風險分析時，對建設公司及 REIT 所使用的方法有相當大差異。本質上，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，中華信評會針對每個業務單位（例如租賃、開發與銷售、或經紀等部門）的優勢及劣勢進行評估。分析師會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，在檢視每個業務單位時的分析考量重點可能也不相同。分析師在對一家建設公司進行財務分析時，會針對該公司的財務槓桿使用率、合併與收購、以及會計政策等各方面加以評估，但不同公司的資產評價標準可能存在相當大的差異。尤其是在會計政策方面，如果未來有可能發生重大損失，則中華信評會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。

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，中華信評會仔細檢視資產負債表外項目，例如或有負債(背書保證)。

REIT 的資產分析則著重於其不動產組合的品質評估，且中華信評在對 REIT 所屬的不動產進行評估時，亦會對鄰近租賃市場進行分析。

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。

建設公司的評等要素

營運地位

- 業務組合：對整體業務組合進行評估，包括租賃、開發與銷售、及經紀等業務單位的市占率及風險管理。
- 租賃：大樓資產組合的規模、品質、及成長，以及開發計畫的風險分析。
- 開發與銷售：行銷網絡、品牌認同度、及投資績效。
- 管理：開發及投資情況、管理能力、歷史紀錄、與公司治理。

財務狀況

- 財務政策：財務槓桿使用率、合併與收購、股利分派 / 庫藏股買回等原則。
- 會計原則：資產評估標準等。
- 獲利 / 現金流量：水準及穩定性。

- 資本結構：對實際資本基礎進行評估，並將資產品質納入考量。
- 負債結構及流動性。
- 財務彈性：與金融機構的關係，向資本市場取得融資的管道、與資產流動性。

REIT 的評等要素

營運地位

- 市場地位：不動產的管理能力、品牌知名度。
- 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。
- 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

- 獲利率：資產報酬率、股東權益報酬率等。
- 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。
- 資本組成內容：借款對資本比。
- 財務彈性：銀行額度、資產的流動性、與財務限制條款。

風險貼水 (Risk premium) :

所謂風險貼水，係指投資者對於投資風險所要求的較高報酬率，以彌補投資者對於高風險的承受，這種額外增加的報酬率，稱為風險貼水。在投資學裡有所謂的「無風險利率」，通常為政府公債或國庫券利率。因為這些投資標的的風險幾近於零，因此除了這些標的以外的投資，報酬都必須高於無風險利率，否則投資者將不願無條件地接受較高風險。而高於無風險利率的額外報酬，就是所謂的風險貼水。→ 報酬率 = 無風險報酬率 + 風險貼水，其中風險貼水與投資風險成正比。

林老師：有關 REITs 的風險係數，為什麼國內業者會覺得 60% 太高？老師的書上有提到國外的 REITs 其風險係數大約在 50~60%，也是滿高的。

李奕農：為什麼風險係數與資本總額有關？

曾翊璋：這有點類似銀行提撥準備金的觀念，當風險係數愈大時，表示需要提列更多的風險資本，這會影響到公司的資本適足率。

李奕農：資本適足率是在會計報表內，可是資產信託的資產是在表外，為什麼會有關聯？

林老師：這主要是跟新巴塞爾協定有關，我再查清楚把它補上去¹²。

張老師：在一學期的課程後，大家對於 REITs 已有很多的認識與瞭解，大家對於 REITs 的報酬與風險有什麼看法？台灣的股票市場與不動產市場有什麼不同？如果擷取不同時段的資料來分析台灣的股票市場與不動產市場，會有什麼發現？值得我們好好去思考。

以富邦一號的例子來看，現在大家很少去討論到那三棟大樓的資本利得，這與報酬、風險有什麼關係？我們已經知道 REITs 與其他投資工具比較下是低風險低報酬，但由於目前是低利率水準之投資環境，如果利率上漲，REITs 是否還能順利發展？

REITs 本身可以不用分散風險，為什麼？因為本身產品的異質性很強，所以 Wang Ko 那本書的結論才會說到 REITs 本身不用去作分散風險的動作，由投資者自己去作投資組合即可。

另外，規模大小對於 REITs 的表現會有什麼影響？與美國的 REITs 比較，台灣的 REITs 規模較小，但表現也不錯，顯示出台灣不動產證券化在本土化之下，形成自己的特色。

¹² 以銀行自有資本淨額除以其風險性資產總額而得的比率。我國銀行法規定，銀行的資本適足比率必須達到 8%，目的在規範金融機構操作過多的風險性資產，以確保銀行經營的安全性及財務健全性；若以 REIT 而言是指對證券商所採之措施。

美國的 REITs 在近幾年的表現都不錯，反觀台灣的 REITs 表現如何？REIT 與 REIT 的表現各如何？如果真的要將全部的辦公大樓組合起來發行 REITs，應該會有很大的成長空間，但是以日本 J-REITs 的發展經驗來看，他們現在只有 13 支 REIT 股票，台灣未來會有多少檔 REITs 在市場上？

台灣的 REITs 目前多由集團內的不動產組合起來發行，集團之間的合作較少。而以國泰人壽的例子來看，如果企業本身不缺乏資金，那麼對於發行 REITs 的意願將不大。如果利率反轉，對於市場上供需雙方會有什麼影響？目前台灣有很多 REITs 正要推出，大家覺得 REITs 的願景如何？這些問題亦值得大家好好去思考。

第12章 REIT 的未來(The Future of REITs)

—REIT 現在存在， REITs Are Here to Stay,
因為它未來還會持續發展 Because They Will Continue to Evolve

- 一、前言
- 二、為什麼 REITs 將一直和我們同在
- 三、營運的公司 Vs. 共同基金
- 四、非不動產產品
- 五、領先的改變
- 六、朝向私募、增加貸款的使用
- 七、REITs 概念的全球化
- 八、最適合生存的 REIT
- 九、結論

一、前言

在 1960 年代初期 REITs 被投資大眾注意到，且在過去 40 年有了很明顯的改變。經過這段時間的發展 REITs 的經理人變得經驗豐富且 REITs 也變得更有組織，證券分析師和退休基金的經理人也更注意到將 REITs 納入他們的資產中，而且 REITs 的交易量也一直成長。這些改變讓華爾街了解到 REITs 是一個越來越重要的資產。

如果 REITs 作為未來長期投資工具仍然具有吸引力，投資者對於 REITs 以後的成長和繁榮一定會有信心。過去存在於私下和公開市場中擁有不動產所有權形式的投資。Mueller 和 Anikeeff(2001) 指出在 1960 年代、1970 年代、1980 年代、1990 年代最受歡迎的投資工具是抵押權型的 REITs、不動產有限合夥(RELPs)、不動產營運公司(REOCs)、權益型 REITs。很明顯的在過去 40 年，不動產開發者和投資者，一直嘗試不同的組合作為他們尋找最佳持有或投資不動產方法。我們怎麼能確定 REITs 將不會在近期喪失大家對他的喜愛？

一個簡單的統計指出一個事實-不動產資產債券的增加是有很大的潛力。今日美國 REITs 只占全部法人投資者投資不動產的 10% 左右，這個比例很小。這也表示了 REITs 產業的在未來的成長是很有潛力的，但是現行的 RITEs 能作為未來成長的工具嗎？如果是的話，我們預期未來 REITs 會有哪些改變呢？

這章我們預期 REITs 能夠繼續下去，我們相信儘管現行 REITs 的形式在未來可能改變，但是它被用來當做持有不動產的重要投資工具是不會變的。我們接著討論一些可能會影響到 REITs 產業成長的改變。這些改變不僅僅是預測變化的程度，而是已經在進行中的。

二、為什麼 REITs 將一直和我們同在 (WHY REITs Will Always Stay With Us)

根據我們過去 40 年來對 REITs 市場的觀察，我們相信 REIT 是會成長茁壯的。我們不能說過去 40 年來 REITs 在市場的表現是優於其他股票市場，但是我們有把握說 REIT 股票對投資者有一定的

需求，只要 REITs 股票有需求，REITs 就會一直存在。

REITs 的高配息率和公司所得零稅率支撐了需求市場，當股票市場熱絡時 REITs 股票和其他公司的股票都有需求，但是當股票市場清淡或波動時，因為投資人在尋找避險和穩定的現金流量，REITs 的高配息效果將更被投資人喜愛。更進一步說，當股票市場冷淡時(股票價格跌落)，一些投資者可能不願意出售他們的股票，在這個情況下 REITs 是能夠提供他們穩定投資收益的工具。

因為上述的原因，REITs 能產收穩定的收入是很明顯的。典型的權益型 REIT 收益來自於資產的租金收入。既然租金收入通常來自長期的租約，REITs 的現金流量至少在短期不會受股票市場的情況所影響。如果強調抵押貸款是固定利率的工具，則抵押權型 REITs 抵押貸款中借款的支付應該是固定的。根據這個情況，不論股票市場的波動如何，抵押權型 REITs 預定的收入仍然是穩定的。既然 REITs 將發放大部分他們課稅的所得，這種高配息的支付伴隨著穩定的收入對投資人來說在波動的市場中將是一種安定的力量。因為這些原因，REITs 股票將會一直有需求。

可能可以這麼說，投資者現在對 REITs 感興趣有一部分因為科技股和網際股。在 2000 年 Kilroy 不動產每年的股東會議中，經理人注意到 KIroy 公司的股票從 2000 年 3 月 14 日到 3 月底暴漲，從 \$19.75 漲到 \$22.94。同時那斯達克指數重創了 32%。這個例子顯示當大部分的股票市場下跌，REITs 股票更能吸引投資人。

另外當利率較低時，REITs 也能受到投資人喜愛。當投資人了解市場利率可能只有 5%，而 REITs 能提供比方說 8~10% 的配息，投資人將從有很大的動機從固定利率的債券轉手到 REITs。

假設如此，投資者將發現當利率偏低，或是當股票市場的表現不佳且波動大時，REITs 股票是很有吸引力的。如果股票市場的表現很好時又會如何呢？我們相信當股票市場成長 REITs 也是有需求的。從多樣化的討論中，投資人會有一個簡單的管道投資不動產，既然個別的商用不動產價格這麼高，小投資者直接投資他們所需要的財源是很困難的。此外個別投資人可能沒有專業知識來選擇投資的資產，而這些搜尋的成本可能非常高。

我們知道投資者必須建立一個多樣化的投資組合，一個正確分散性投資組合必須包括不動產。以此為前提這對投資者來說很方便能持有不動產。從稅賦利益看 REITs 的組織形式在競爭市場中是有競爭優勢的。我們相信只要國會不剝奪 REITs 的賦稅利益，REITs 是會一直成長的。

不論如何，儘管我們同意 REITs 將會一直是投資工具，但環境的改變將會迫使 REITs 一直發展。此外既然一個主要投資 REITs 的原因是稅賦利益，我們簡短的討論 REITs 未來幾年最有可能的改變，很可能 REITs 大部分的改變伴隨著稅法一起。

三、營運的公司 Vs. 共同基金 (Operating Company versus Mutual Funds)

各種行業的公司股票在市場上交易，然而只有不動產業用類似基金的 REITs，換句話說所有在股票市場上的公司都是營運的公司，反而傳統的 REITs 表現比較像是消極(passive)的投資工具。然而可能會有爭論說在股票市場交易的封閉型的基金也是消極(passive)的投資工具，我們必須注意到共同基金根本的資產是一般營運公司的股票。不同於傳統的 REITs，股票共同基金沒有雇用顧問來經營管理他們擁有的公司。因此股票型共同基金擁有的資產仍然是由一般營運的公司管理，**然而傳統的 REITs 是純粹消極的投資工具，而且他們的資產不是內部的經營管理。**

為什麼傳統的 REITs 用類似基金的組織來持有他們的資產？這個答案非常簡單，這是根據法令的要求和想要成為一個 REITs 公司必須付出的代價。如果 REITs 被給予選擇變成營運的公司而不影響他們獲得稅賦利益的資格，非常有可能很多 REITs 都會變成營運的公司。一但管理 REITs 的稅法

限制較少，我們會看到這些事情發生。更進一步假設我們的觀察，我們相信 REITs 的下一個世代，將會比現在還要像營運的公司。

如果國會創立 REITs 的目的是為了鼓勵個人投資不動產，然而他們不必要限制 REITs 成為營運的公司，發放高比率的股利確保了 REITs 是個被動投資工具的功能。1997 年不動產投資信託簡化法¹³(REIT Simplification Act, REITSA)和 1999 年的不動產投資信託現代法¹⁴(REIT Modernization Act, RMA)的過程證明了這種轉變，REITs 未來可能的方向，漸漸地從類似基金的結構轉變為一個營運的公司。

1986 年的稅務改革之前，REITs 要提供他們的租戶習慣上的服務只能由簽訂合約的獨立第三者提供，REIT 也能提供他們的承租人投資於第三者子公司(third-party subsidiaries, TPSs)優先股(non-voting stock)的服務。無論如何由於 REITs 不能控制 TPSs，所以 REIT 會有有利益減少的潛在衝突。

不動產投資信託簡化法(REITSA)讓 REIT 提供少量服務成為可能，只要從那些服務得到的收入不超過資產總收入的 1%就不按慣例的(not customary)。這減少了習慣上 REITs 透過提供一些不合法的服務而保留盈餘被稅務局所取消的機會，不過 REITs 仍然缺乏彈性來追求提供較無關服務之收入，而不使用到 TPS(taxable REIT subsidiaries)。

不動產投資信託現代法(RMA)明顯改進了這種情況，不動產投資信託現代法准許 REITs 在應納稅的 REIT 子公司(TRS)的股票中擁有可支配的股權，只要這些所有權不超過 REITs 資產的 20%，但是 RMA 給予 REIT 透過 TES 支配附屬的商業活動仍然有其成本，就是 REIT 透過 TRS 賺得的收入仍必須繳稅。首先這似乎是個障礙，因為我們必須了解利用一個 TRS 僅僅是一個選擇(simply an option)。當 REIT 相信他們能在新的投資機會中獲利他們會利用 TRS，否則他們仍然可選擇用傳統的方法持續稅的免除。

REIT 未來會更像是營運的公司這個趨勢是很清楚的，股票市場也會抓住這個概念。在 2001 年 10 月標準普爾宣布將 7 檔 REITs 納入 S&P500, MidCap400, S&P SmallCap600 指數中，根據這些情況來看 REIT 已經變成了營運的公司，未來 REIT 將會積極的經營管理他們的資產，且會根據他們自己的策略更專注於不動產本行，像持有的資產類型、從事新商業活動的稅賦情形。那一種的商業活動會是 REITs 未來最適合繼續從事的呢？下一個章節將會討論到這個問題。

四、不動產本身以外的產品 (Non-Real Estate Products)

明確地說權益型的 REITs 傳統上有門路去取得有關他們租戶需求的重要資訊，這些資訊連結他們和現在承租人間的關係，REIT 能提供一些比由第三者供應還要低成本的商品和服務。這些服務的範圍從洗衣店、有線電視服務到信用卡、長途電話、電腦服務、實用的服務、抵押貸款仲介服務、權利保險、和其它基本網路服務的這些可能性。列舉一些例子，BRE 公司(BRE properties)一直投資於高速網路的提供給承租人。Summit Properties, Inc.，一直投資在讓買賣雙方獲得直接供應的網路自動交易。CarrAmerica 最先對他們的承租人提供長途電話的服務。CenterPoint Properties 一直和其他公司合作來鞏固他們的承租人購買長途電話的服務 CenterPoint 也打算提

¹³ 不動產投資信託簡化法: 在 12 個條款中取消許多諸如不符合資格租賃收入服務項目，以及事後配發保留資本利得必須納稅等規定。

¹⁴ 不動產投資信託現代法: 將 1960 年「不動產投資信託法」所規範的 95%配息規定，修正為 90%，並自 2001 年 1 月生效。

供他們的租戶線上付租、維修、會計服務。

REITs 也形成了安排購買電力給他們的承租人來減少成本的這種服務，有些 REITs 利用垂直整合(vertical portals)，藉以和一些提供者簽訂合約以獲得辦公產品、辦公家具、電腦和網路服務。其他的 REITs 提供更多特殊的服務例如門房和旅遊服務。這些行為不僅僅提供 REITs 租戶們需要的產品，還提供了一種更方便的流行而且成本不高，這些服務讓 REITs 有能力留住它們的承租人，且同時地提高了 REITs 的收益。

此外如果 REITs 涉入房地產開發和商業銀行業務也不用太驚訝。任何的情況下 REITs 都將是開發商出售資產時的買主，或者是已開發土地貸款的買主。沒有理由 REITs 不能藉由成為股東或是提供開發計畫需要的貸款和開發者分享一些開發利益。換句話說開發公司應當很樂意和 REIT 合夥做這些事情，他們能放心開發計畫將賣的掉，而且有合理的利潤和較少的風險。

知道他們租戶特殊需求的 REITs 將最適合接受這種開發策略，既然他們知道承租戶的需要，他們就能夠發現出租戶的需求，然後透過和開發者合作給予最好的產品來滿足他們的需求，REITs 在開發過程中的投資似乎是個雙贏的局面。一些 REITs 似乎也轉變到這個方針。舉例來說，我們注意到在 2000 年，Spieker Properties 有大約 5 億美元在架構開發計畫，Kilroy 有大約 6 億美元的開發案在他們的投資組合中。

然而儘管有很多「非不動產本身」(non-real-estate)的投資行為把利益帶給 REITs，但還有一個我們要關心的事，這些行為將讓 REITs 迷失了當初操作不動產的傳統，在他們有些微的專門知識及技術時會發現依靠的是來自於市場上的收入，而非不動產本身。

如果 REITs 迷失了當初設立的目的，這不僅是把自己暴露在新的競爭壓力下，還可能引發他們現在獲得稅賦利益的問題。例如，麥當勞可能把他們大量的資產交 REITs 持有，來獲得新的稅賦的調整。(Kiplinger' s Personal Finance Magazine, August 2001, 31)。像這樣的事情馬上會被美國稅務局注意到，只要 REITs 提供他們的承租人必要的服務和商品，而不是完全新的商業活動，REITs 和他們的競爭者相比仍然會有競爭優勢。這樣 REITs 也不會受到稅務局的”關注”，他們仍然可以享受特殊的稅務地位。這表示未來 REITs 不應該脫離不動產投資的本行太遠，應該利用 TRS 來提升他們的競爭優勢增加獲利。

五、領先的改變 (The Changes Ahead)

很明顯未來 REITs 不會只有對他們自己的資產做投資決策和經營管理，而將會從事提供服務和商品給承租人的商業活動，就像供給者和消費者的關係，然而我們可能會問：讓 REITs 從事新的商業活動什麼樣的方法是最好的。這可能需要有一些想像力的思考。

一、利用結盟和合夥 (Use of Alliances and Joint Ventures)

事實上一個 REIT 藉由新設立一個公司來經營這些額外服務的業務，將會涉入一個不熟悉的領域。如果這些新的業務是有利可圖的這可能會 REIT 讓 REIT 設立子公司，我們應該要牢記投資人選擇 REITs 是因為 REITs 持有不動產和稅賦上的利益，並不是因為那些不相關的子公司的商業活動。

更重要的是，我們懷疑 REITs 和其他產業的專家競爭對抗的智慧，但我們相信 REITs 絕對能夠獲得利益因為 REITs 和他們的租戶有一種商業間的關係，REITs 了解他們的租戶而且知道他們需要什麼。這種因為和租戶間特殊的關係而有的大量生意能否撐起一個獨立的公司？如果不能，這個新

設立的公司將必須和其他公司競爭來存活。

REITs 應該要提供他們的承租人一些服務嗎？當然，只要這是有利的他們必須要提供，但是他們必須利用策略同盟或是約定利益共享。換句話說一個 REIT 應該要利用自己和承租人和供應商之間的商業關係、資訊優勢，但應該要留下一些不是核心事務的細節部分給一些特殊領域的專家。為什麼呢？因為要建立一個策略同盟。換句話說 REITs 能夠拿一部分的股本給一個他們想要合作的大公司。REITs 提供他們和承租人的資訊和商業關係(business relationships)給合作夥伴，他們的合作公司就能夠照顧到所有的面向。

Chan et al. (1997)，驗證了策略同盟給公司創造了價值。經驗上的證據顯示股票市場似乎喜歡這種類型且喜歡公司發佈策略聯盟。我們知道，在一個同盟和合夥約定之下，雙方將能夠貢獻彼此的專業技術而且不須負擔一些不必要的風險。此外，當初的計畫有好的成果，低廉的成本將可能較容易解散合夥關係。我們相信對於 REITs 來說一個明智的方法來開拓不是不動產本身核心的商業投資機會，會是避免設立自己的子公司。反而 REITs 應該利用策略夥伴來把風險降至最低最大化潛在獲利。

二、增加利用科技技術(Increase Use of Technology)

大體上美國前十年商業活動的明顯增加是因為適應了電腦和新的長途電信科技。當然這也適用於 REITs。然而和其他產業相比，REITs 一開始有點晚採用這些新科技，顯然地一旦 REITs 變的更像一般營運公司，這些趨勢會很明顯的改變，特別在會計，簽租約、資產經營管理的領域上。另外這些科技也將會被用來確認顧客的需要及提供他們各種能增加收益的服務。

愈來愈多的 REITs 採用網際網路來加強他們生活用品的購買和維持維修的服務，這對於降低這些服務的成本來說是有利的，有些 REITs 直接投資在軟體的技術上來增加交易和增加額外的收入。其他 REITs 為了能夠提供他們的承租人這些產品，為了掌控這些產品的供應，更進一步直接投資科技公司。

REITs 對應用科技這個領域是很積極的，對於出售和出租他們的資產都列在網路上，藉由網站提供他們的租戶一些服務和增進投資人之間的關係。這些改變對於促進客戶間的關係和再教育現在的承租人，尋找新客戶，增進設備的經營管理，減少對租戶提供服務的成本，傳遞資訊給投資人都是很重要的。

雖然有點慢但是 REITs 正開始應用新的技術，一旦 REITs 更像是營運公司，為了市場上競爭，他們將更利用新技術。因為 REITs 現在已經發現如果他們應用新技術就能獲得這些利益，所以這些改變正在進行中，我們期待在未來能看到更多的改變。事實上我們不會訝異看到 REIT 產業在市場上更進步的利用新技術。

六、朝向私募、增加貸款的使用 (going private and increasing debt usage)

我們應該記得 REIT 能夠選擇成為私募型的公司(沒有公開交易)，而且仍享有現在的稅賦利益，清楚地稅賦利益並不是為什麼 REIT 要公開發行的動機。增加流動性資產和獲得政府基金(availability of public funds)是兩個主要的原因，儘管這些和成本有關。此外既然 REIT 資產的價格在資本市場上被投資人決定，這個價格可能不會反應 REIT 資產的根本價格，而一個私募的

的 REITs 比較不用擔心這個問題。

我們預期一旦營運的環境變的更複雜，REITs 本質上會更像營運型，一些 REITs 會選擇變成私募。資本市場上的投資人將會判斷 REIT 的價值不僅是看他持有的資產，還會看他的組織結構，經營管理的型態及成長策略。一些持有好的資產但是缺乏有一個有戰鬥力策略的 REITs 將會發現他們的股票價格在市場上是不利的。這些 REITs 可能會停留在不公開來確保他們資產的真實價值。

此外私有不動產市場上習慣會借貸低於 70~80% 的借貸比率，因為資本市場的公司的財務分析習慣上分析一個公司少於 50% 的借貸比率，而且不建議 REITs 負擔超過這個基準。因為這個原因，如果市場上有很多和 REITs 競爭的公開權益型基金(public equity funds)，有些 REITs 有可能變成私募的會比較好。一旦 REIT 變成私募，傳統上房地產市場上私人的資本(借款和股票)可能是可以利用的。我們可以理解這些資本可能比公開資本市場上買的到的資本貴。特別是那種傳統上類似基金的 REITs，在未來做決定時有有效性跟資金成本間的互換可能是 REIT 必須審慎考量的。

七、REITs 概念的全球化 (Globalization of the REIT Concept)

過去幾年我們觀察到一些國內的 REITs 開始操作國外的不動產市場。這種趨勢會持續下去嗎？我們答案很明確是肯定的，既然沒有法令禁止 REIT 投資國外的房地產，我們將會看到投資國外會增加一些困難度和風險(例如匯率變動的風險)，但我們也相信這些投資在正確的環境情況下可能是非常好的，當然如果其他產業的公司發現投資國外是有利潤的，為什麼 REITs 不能照做呢？

另外一個問題是國內的 REITs 將會面對國外 REITs 的競爭。這種論點可能會在不遠的未來越來越受到重視，因為越來越多的國家會創造自己的 REIT 產業。我們知道美國市場以外也有很多個大的不動產市場，而且很多也提供了吸引人的不動產投資報酬率，很快地那些地方會吸引美國的投資人來注意到國外的不動產市場。過去因為不方便，美國的投資者很難進入，但是現在較低的成本導致了這種投資，然而一旦國外的國家開始建立他們自己的 REITs，我們預期這種趨勢會改變。

一、國內的 REITs 投資國外(Domestic REITs Investing Abroad)

國內的 REITs 投資海外的不動產市場可能有潛在的利益。第一，在適當的情況下和國內外適當專家結合，REITs 有可能買到比在美國買的到明顯便宜的資產。因為海外市場的房地產循環不必然跟隨著美國一前一後變動，所以這是有可能發生的。因此當美國房地產價格高時，國外的投資機會可能明顯較有吸引力，特別是當匯率對於美國的投資有利時。

第二，投資國外將能夠建立 REITs 在新市場的名聲和經驗，將會擴產他們的品牌。當移動一部分他們的投資組合到海外的房地產時，REITs 將能夠拓展他們投資的廣度且能夠獲得國外市場的經驗。這些專業知識能夠在未來讓投資獲得更好的成果。此外投資國外也能夠讓 REIT 有機會拓展他們的服務，且其 REITs 的客戶對於國外的市場也有興趣，當然也讓 REITs 拓展客戶名單的機會增加。對於投資者來說也希望持有真正多樣化的投資組合，REITs 持有國際性的資產將更能吸引投資人的目光。

第三，這些年來 REITs 在美國獲得的不動產經驗，對於缺乏這些專業知識的其它國家而言可能是非常有價值的，和國外的房地產公司合作，透過引進操作效率，可能會讓 REITs 得到顯著的規模經濟且能夠減少風險。雖然國外的投資相較於美國的 REITs 比較缺乏吸引力，但隨著搜尋新投資機會，未來這種情況可能會改變。

不過 REITs 尋找國外的投資機會確實有障礙，此外匯率的風險及國外市場資訊的風險也占很重要的程度。國外市場的透明度通常低於國內的不動產市場。在比較小的市場，風險能夠藉由和有專業知識的不動產公司合作而降低。

確實一個很重要的手則：大部分的投資於國外的 REITs 會找尋了解當地風俗習慣和不動產經營管理的專業公司合夥。當然這些夥伴應該有一些經驗來完成一些有利的交易。美國和歐洲文化和法律上的相似，使的大部分 REITs 投資國外時把焦點放在投資歐洲。

特別是一些社會不穩定的國家儘管雇用了當地的公司仍然會有政治上的風險，且投資國外資產的收入也不太可能免除稅賦。REITs 仍然要付出一部分的稅金給所在國家的政府，

儘管這些潛在的障礙是很清楚的，雖然說 REITs 國外操作的收入會被課稅，這些遷移會被限制，我們仍期待美國最少仍有一部分 REITs 會做遷移。當資本市場變的全球化，國外市場的規定能夠更自由，美國的 REITs 將能夠在海外市場發現投資機會和利益。

二、 國外採用 REITs 的概念(Adoption of the REIT Concept Abroad)

令一個能夠增加 REITs 全球佈局的方法是透過國外政府對美國 REITs 的正式核准。顯然潛在的利益和不動產的安全是有關係的，像是增加的流動性資產，和不動產資產的更有效配置，對於國外的投資人和美國的投資者來說都是一樣的。國外對於美國 REITs 的正式核准什麼時候會發生將有幾個原因，主要看該國政策的決策者視 REITs 能夠提振他們不動產市場的程度。

現在有很多資產信託股票登記上市的國家，然而這些市場在他們個規模和流動性上是多樣化的。不像美國的 REIT，很多現存的國外信託是對法人階層課稅(也有一些國家和美國的 REITs 一樣有稅賦優惠的利益，例如澳洲、比利時、南非、土耳其、紐西蘭)。這種情況未來會改變嗎？我們覺得不會。因為有很多房地產所有人(property owners)認為 REITs 的公開市場必須要發展。

可能會有人提出爭論，他們認為要外國和美國一樣提供所得稅減免額度(tax breaks)的稅賦的優惠是很困難的，這些國家可能很難發展 REIT 市場起來，然而這個論點有其價值。我們知道英國有很好的房地產公司負擔的稅賦和其他的公司一樣(31%)，如果投資人僅僅看稅賦的利益，英國市場會被那些提供更多所得稅減免額的公司所支配。所以很明顯英國的房地產公司不是靠低稅率存活，檢視英國的經驗，如果這個趨勢繼續下去，我們預期儘管沒有和美國 REITs 一樣的稅賦利益，可能 REIT 的概念將在不遠的未來散佈到全世界。

給予非美系國家企業者有國外不動產投資的環境，特別是亞洲，投資和盈餘的保留如果和美國的 REIT 一樣受到限制，可能不會吸引到國外的不動產公司。因為如此我們預期國外 REIT 的概念適用於國外，很難從美國 REITs 概念引申過去，不僅是對於稅賦的討論，還包括經營管理的風格。我們也期待國外不同國家 REIT 的概念都不相同。

歐洲是美國之外發展最的證券化不動產市場(REITs 和資產信託)。Newell, Ling, Hwa(2001)提出在 1997 年有 12 個 REITs 或資產信託在荷蘭。Maurer, Sevastian(2002)摘錄了歐洲各國發展不動產證券化的歷史和現在的情況、法國 20 間公司，德國 38 間公司，瑞士 11 間公司，英國 39 間公司在 1980~98 年的這段時間，他們揭露不動產證券平均的越報酬率分別為 0.78%，0.93%，0.62%，1.14%。Sahi, Lee(2000)發現在 1986~95 年有 48 間英國的資產公司(property company)股票首次公開發行。

根據上述三個研究顯示，美國以外的證券化不動產市場，雖然此時他們在規模上無法和美國 REITs 市場相比，但再很多歐洲國家近幾年很明顯一直成長。此外澳洲和非洲也很有吸引力。

Newell, Ling, Hwa(2001)發現在澳洲有 50 檔資產信託，紐西蘭有 12 檔，南非則有 17 檔。

我們預測下一個爆炸性成長的 REITs 市場會在亞洲，近幾年一些亞洲國家在探索利用 REITs 來繁榮他們不動產市場的可能性，馬來西亞可能是亞洲第一個有資產信託(property trust)的國家，根據 Newell, Ling, Hwa(2001)馬來西亞第一個資產信託創始於 1989 年，到 1997 年成長到四檔。相較之下新加坡在 MBS 的發展較為進步。Ong, Ooi, Sing(2000)發現在 1986 年~1998 年有 19 檔 MBS 在新加坡發行。新加坡財政官方(Monetary Authority of Singapore)在 1999 年五月 14 日發布管理設立資產信託的方針，這能夠替未來建立 REITs 市場來鋪路。

澳洲的土地租賃公司在 2000 年 10 月宣布，他們計畫未來幾年在新加坡去設立一個 REIT(Business Time Singapore, October 19, 2000, P2)。這個集團計畫投入市場最初的投資組合可能是新加坡第一檔 REIT，價值約 10 億新加坡幣，目標放在購物中心(Business Time Singapore, May28, 2001, P2)。根據 Andrew Pridham, UBS Warburg 的全球不動產高層表示，新加坡有潛力發展成為 REITs 的區域中心，且最少有 130 億新加坡幣的商業不動產能被投入 REITs(Business Times Singapore, May24, 2001, P30)。

雖然最後 CapitalLand 公司取消了可能是新加坡第一個 REITs 的首次公開發行，因為只有 80% 的股票被認購(Straits Times Singapore, November 13, 2001, P13)，但是很多該區域的公司仍然對於 REIT 首次公開發行很感興趣。例如 Kepple Land 和 Centrepont Properties 計畫發行他們自己的 REIT(AFX-Asia, November 26, 2001)。Meanwhile Ascendas 公司宣佈他們將和澳洲的 Macquarie Goodman 公司合夥來考慮建立 REITs 的可能性(Straits Times Singapore, December 1, 2001, P. S19)。最近一個荷蘭的房地產基金(Dutch property fund Rodamco Asia)考慮參與新加坡 REITs 的可性(Business Times Singapore, April 16, 2002, Money section)。

馬來西亞最近的發展為資產信託再度受到關注。產業分析師相信藉由學習美國 REITs 的經驗和借用美國 REITs 組織的概念，馬來西亞的資產信託能夠有突破性的改變。在 2002 年三月估價業者和房地產顧問(Association of Valuers & Property Consultants)安排了一個兩天的專題研討會，討論馬來西亞建立 REITs 的可能性。這也顯示了馬來西亞也對於新興的 REITs 感興趣。

台灣已經探索 REITs 很多年了，最初的概念是集合資金(gather funds)來發展公共建設。一開始這個概念並不成功，很可能是法律規範的信託是死的，然而最近一些法案的通過，台灣 REITs 的成長可能會有一股衝力。特別對於一些大型的資產公司給予一個合法的管道，他們會發現可能必須從公開的股票市場找資金而不是從私下的市場。

日本也朝向創設 REITs 股票市場來刺激不景氣的不動產市場，在 1999 年 11 月當日本證交所(TSE)宣布推動而日經指數爆升 2%。在 1999 年 11 月底日本放鬆一些新法律的細節，廢除了一些 REITs 的限制，且為 REITs 在東京證交所(TSC)掛牌鋪路(Reuters, November 22, 2000)，在 2001 年 5 月一個政府的研究團隊計畫用這個措施來喚醒日本不景氣的房地產市場(Jiji Press Ticker Service, May 9, 2001)，這個報告也指出日本 REIT 市場的規模在 2002 年 3 月達到 4 兆日圓。日本政府的土地、建設、運輸部門都表示他們會打破限制 REITs 的一些規章，來促進這種新的投資工具。

日本 REITs 市場的發展計畫吸引了美國大型投資銀行的注意。在 2001 年三月標準普爾發布一個報告描述評價日本的 REITs(PR Newswire, May 9, 2001)。UBS, Nomura, Morgan Stanley 這些投資銀行期待投資日本的 REIT 市場，例如摩根史坦利表示未來三年他們計畫投資超過 45 億美金在日本房地產市場，預料和 REIT 有關的房地產價格會上漲。

對於公司來說創設 REITs 他們是很感興趣的。例如不動產巨人 Mitsui Fudosan Co.(還有一些

日本的不動產公司和金融機構)也和國外的金融機構一樣透露出要著手 REIT 的生意 (AFX-Asia, April 17, 2001)。日本一間很大的不動產公司-Mitsubishi Estate 希望成為日本第一個投入 REIT 的公司，計畫以 1000 億日圓的投資組合包括他們自己的資產和一些保險公司的資產 (Financial Times London, May 8, 2001)。日本的鐵路經營業者 Tokyu Corp、Tokyu Land Corp 指出他們同意和澳洲的 Lend Lease Corp 公司合作在 2002 年發行一檔 REIT，最初的投資組合規模在 1000~2000 億日圓 (Jiji Press Ticker Service, June 28, 2001)。最近 Nihon Keizai 報紙也報導了 Orix Corp 公司計畫在 2001 年底發行一檔 REIT (AFX News Limited July 2, 2001)。

在眾多有潛力的候選人中，最後在 2001 年由 Japan Real Estate Investment Corp 公司和 Office Building of Japan Inc. 公司成為第一個在東京證交所掛牌交易的 REITs，兩者在第一個交易日都獲得比較高或者是相等於當初發行的價格 (Jiji Press Ticker Service, September 10, 2001)。而下一個在市場上出現的 REITs-Japan Retail Fund Investment Corp 也是由 Mitsubishi Corp 公司和 UBS Realty of Switzerland 公司所設立 (Global New Wire, February 26, 2002)。儘管這三檔受益憑證掛牌之後的交易量很少，但對於 REITs 的興趣並沒有減少。Brian Bremmer 報導另外包括了高盛計畫在 2002 年首次公開發行 75.7 億的六檔或七檔 REITs (Business Week International Editions, April 22, 2002, p. 53)。

如果考慮到金融機構現今持有資產/房地產的規模，且按照當初計畫創設，日本 REIT 市場的規模可能會非常巨大。一些官方企業相信日本的 REITs 比起美國或歐洲而言有很大的潛力，因為在日本銀行存款利率和不動產投資報酬率的差距是很大的，這對於投資人投資這種投資工具來說是很吸引人的。很多的分析也預測日本 REITs 市場的規模可能在未來五年成長到 3 兆日圓 (Reuters, November 22, 2000)。

另一個觀察 REIT 市場的亞洲國家為南韓，在 2000 年初成功的建立 MBS 市場後，現在建立 REITs 市場的時機是很好的。南韓在 2001 年 4 月 7 日制定了不動產投資信託法案 (Real Estate Investment Trusts Act)，接著在 2001 年在 5 月 24 日修訂 (Global News Wire, July 25, 2001)，這個法案核准設立 REITs 和公司重組的 REITs (Corporate Restructuring REITs, CR REITs)，後者在稅賦上比 REITs 有更多的優惠。

Kyobo Life Insurance 公司和 Meritz Securities Co. 公司聯合發行第一檔 CR REIT，Kyobo-Meritz First (Business Kora, October 23, 2001)。這檔 CR REIT 在 2002 年 1 月 30 日在韓國證券交易所掛牌交易。同時 APAC REIT 和 Korea REITs 也獲得建設部和交通部的核准成立一個 REIT 公司，然而最初的資產規模達到 1330 億元 (1.0144 億美元)，Kocref CR REIT 預料將變成韓國證券化市場最大的 CR REIT (Global News Wire, March 11, 2002)。韓國 REITs 市場的潛力並不小，三星經濟研究學會 (Samsung Economic Research Institute) 預測如果 REITs 是成功的，他們未來五、六年可能達到 30 兆的規模。

我們也不該忘了香港，中國大陸和印尼。香港最近創設了一個抵押貸款公司 (mortgage corporation) 來發展他們的 MBS 市場。香港恆生指數大概有 30%~35 的公司是資產/房地產開發公司組成，香港終究必須發展 REITs 市場。Lai and Wang (1999) 指出香港大型的開發公司仍然明顯持有土地和房地產。雖然香港現在沒有 REITs 市場，這些房地產公司能夠因為他們持有資產的這種附加效果，很快就建立一個市場。他們過去沒有如此做的原因是過去他們財源充沛，利用 REIT 形式作為籌資的工具對他們來說並不需要。當現在的時機點正確，香港可能有能力很快創設 REIT 市場，因為他們已經有了必備的基礎建設和法令環境。

要推測中國大陸可能還太早，因為他們房地產市場的歷史不到 20 年。然而從中國的歷史來看，

所有的財富都是來自土地的所有權。根據中國的房地產市場規模，快速的 GDP 成長率，還有他們抓住了資本主義的概念，我們相信 20 年後中國將有亞洲最大的 REIT 市場。根據 Asia Pulse 的報導，在 2000 年 1 月 12 日印尼也開始探討允許 REIT 在他們的國家營運來刺激他們缺乏經驗的不動產市場。印尼的共同基金協會(The Association of Mutual Fund of India)現在正從新探討這個議案。

美國的 REIT 經理人和投資者應該會察覺到這種改變準備接受挑戰。此刻不只美國的 REITs 仍然提供吸引人多樣化的產品，雖然他們和美國的基金相比仍缺乏競爭力，儘管如此我們也不該低估國外競爭者造成的潛在衝擊。現在我們能了解未來五年或十年可能發生什麼事情，檢視美國和國外競爭的經驗，紡織、電子、汽車工業，如果美國 REITs 低估國外 REITs 所造成的潛在衝擊是會是可笑的，必須要準備好面對全球各個地方的競爭。

八、最適合生存的 REIT (The Fittest survive)

我們確信 REIT 的概念會持續成長，然而 REITs 面臨的營運環境將會影響他們面對未來的策略。REIT 如過沒有學習過去的經驗，仍然用傳統的經營模式將會面臨國內外殘酷的挑戰，而且將會失去市場。

當市場情況恰當時發展 REIT 是沒有障礙的，新 REITs 會和 1990 年代一樣很明顯有爆炸性成長如同洪水般湧近市場。在不動產是場中仍有很多沒有被證券化的不動產是可以利用的，只要有好的經營管理策略他們能吸引到 REITs 投資者的目光，且更可能發展為 REITs 來和現存的信託競爭。

REITs 學習自己過去的經驗後將會修改他們未來的經營管理策略來面對資本市場和 REITs 投資人的挑戰。只有有效率的經營管理才會在股票市場上有好的表現。我們推測有兩種類型的 REITs 可能會適合這樣。

第一種類型為對於某地區的某種類型不動產有專門的了解。自從不動產有了新的變化，但總體來說仍然為地區性的商業活動，這些 REITs 熟悉一個城市發展的環境，且因為有專門的了解，他們知道能從某種不動產供給和需求的情況來獲得別的 REITs 無法得到的利潤。此外因為 REITs 和他們的承租人有好的商業關係，能夠了解他們的客戶有什麼特殊的需求，這將能發現一些成長的機會，且提供一些不動產以外的服務給承租人，然而我們並不預期這將會成為大型的 REIT (mega-REIT)，相對的有可能成為比較小規模，而專精於經營和專業資訊的 REIT。

第二種類型為專精於一種不動產類型的大型 REIT，且持有包含國內外的投資組合。大規模操作和集中的資產類型會有規模經濟的存在，能夠讓這些 REIT 減少的經營費用。他們大量持有不動產對於服務國內外的客戶會有特別的優勢。因為不動產所有權的集中資訊會更有效率，將能提供這些 REIT 更好的機會從不動產的整個過程中獲得利潤，且能夠發現一些被低估的資產。

未來哪一種類型的 REIT 會是主導呢？我們並不知道。然而很清楚地要多樣化投資組合卻不把焦點放在 REIT 上，將發現很難和其他 REIT 競爭。小型的 REIT 聘用外部的顧問而不建立起自己的利基將很快的被淘汰。REITs 樂意學習過去的經驗，很樂意發根據他們的長處發現一些經營策略，這能讓 REITs 存活下去，而其他的 REITs 將會被淘汰。

九、結論

如果 REITs 過去的成功是未來成功的前兆，我們相信 REIT 的概念在對於不動產公司和他們的投資者來說充滿新的機會。儘管 REITs 主要的概念會繼續存在，未來 REITs 的成功將依賴經理人能否適應資本市場的改變，且能夠發現新的方式從直接和間接的不動產投資來增加收益。

我們期待越來越多的 REIT 追求由不動產資信託簡化法和不動產投資信託現代法讓最近稅賦變低的利益。這些改變可能會導致在 REITs 的股票價格上收益率增加還會減少對不動產市場循環的衝擊。增加利用科技也是一種減少成本的方法，也能促進 REIT 顧客關係。REITs 必須準備好在國際上競爭，因為他們可能必須投資國外或是面對國外 REITs 的競爭。

傳統的 REITs 可能會發現停留在公開資本市場對他們來說並不是最大利益。他們學習過去的經驗將發現前進私有市資本場是有價值的，且會發現一些私下的資本市場供應者，這些供應者更能接受這種類似基金的 REITs 的投資策略。在公開的資本市場，只有有強而有力經營管理能力風格的 REITs 才會得到財務分析師和投資人的注意和關心。

上課討論：

張老師：日本和台灣都是 REAT 先出現，一開始看起來很受歡迎，後來 REITs 出來之後焦點變成在 REITs 上，REAT 變的沒什麼人在討論，對市場的影響和衝擊看起來也不大，這代表的是什麼？

林老師：國外 REITs 朝向私募的方向前進，為什麼？

張老師：從這個角度來想，如果有錢可以賺為什麼要讓大家賺，自己人賺較好了啊。還有一個也是大家爭論的地方，如果公募和私募一樣都有稅賦上的優惠，那當然是要選擇私募，而私募對於不動產流通性又沒有幫助？這對於台灣未來 REITs 的發展會有什麼影響，也是要觀察的。

眾多同學：看了國外的情況，發現就算美國 REITs 發展這麼久了，他們還是很小心面對未來其他國家 REITs 可能的競爭，台灣現在市場規模還小，目前只把焦點放在國內市場，還沒有想到投資國外或是讓國外投資這麼多的問題，這未來可能也是很有趣的議題。

張老師：首先國內的才剛起步，富邦一號 58 億投資三棟不動產都是國內的，而現在要投資國外似乎只有全球化基金，而國外要投資國內，可能規模太小也看不上富邦一號。事實上 REITs 的全球化很重要的是要資訊透明，這樣國外的投資人才會來買，這個部分台灣還要在努力，才能和國際接軌。

眾多同學：如果未來利率看漲，從需求者的角度來看，對於 REITs 的發展可能會有負面的影響？

張老師：未來利率看漲，從供給從供給者來看，他們更有誘因藉由 REITs 來募集資金，市場總會找到均衡。

