

## 不動產證券化專題研討第六次上課紀錄

時間：民國九十四年三月二十四日(晚上 6:00~9:00)

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

紀錄：陳詩薇、曾翊瑋、張乃文

出席人員：陳香妃、鄒欣樺、曾翊瑋、楊依蓁、張乃文、李奕農、李昀歡、陳詩薇、李芳怡

## 第一部份報告：國內不動產證券化案例介紹

報告人：曾翊瑋、陳詩薇

### 一、國內不動產證券化案例基本介紹

國內自民國九十二年七月立法通過不動產證券化條例後，於短短不到一年的時間，便發行了第一檔的不動產證券化商品（即萬國商業大樓，俗稱的 I B M 大樓），此後，更陸續核准六檔的不動產證券化發行，其中有六檔為不動產資產信託、一檔為不動產投資信託。然，其中除了證券種類有異外，其標的類型、募集方式皆有所不同，故以下先就各證券化商品加以介紹，再就其間之差異進行比較分析，檢視已經發行的不動產資產信託商品-萬國商業大樓、大都市國際中心、宏泰世紀大樓、新光中山大樓、特力時代廣場、敦峰大樓。其中大都市國際中心、特力時代廣場、敦峰大樓是採取私募的型態，新光中山大樓公募私募皆有，由於國內私募的不動產證券化商品資料大多不公開，難以取得相關資料，故以下比較不針對特力時代廣場及敦峰大樓兩案。討論剩下的四檔資產信託及最後推出的富邦一號投資信託。最後討論國內目前的證券化商品有何趨勢。

表一：國內已發行不動產證券化商品簡表

商品名稱	證券化標的/投資標的		證券種類	發行日期	募集方式
嘉新水泥	萬國商業大樓	辦公室	REIT	2004/5/25	公募
特力集團	特力時代廣場	辦公室	REIT		私募
遠雄人壽	大都市國際中心	辦公室	REIT		私募
宏泰集團	宏泰世紀大樓	辦公室	REIT	2004/12/28	公、私募
全坤興業	全坤敦峰大樓	辦公室	REIT		私募
新光人壽	新光中山大樓	辦公室	REIT	2005/1/10	公募
富邦一號	富邦人壽大樓	辦公室	REITs	2005/3/10	公募
	富邦中山大樓	辦公室			
	富邦天母大樓	住宅大樓			

參考資料：錢雜誌、財團法人不動產證券化資訊平台

(一) 嘉新萬國

表二：嘉新萬國證券商品介紹

〈一〉基本資料						
標的名稱	萬國商業大樓	座落位置	台北市松山區敦化南路一段2號			
所在商圈	敦北民生辦公商圈	總樓層數	16F/B4	結構	RC. SRC	
證券化範圍	部分；除一樓東區、二樓至五樓外之全部大樓			總樓地板面積	10,867.9 坪	
〈二〉使用現況 (2004/11)						
使用狀況	使用類別	辦公室	停車空間	儲藏室	空置及自用	-
	比例(%)	74.7%	20.2%	1.2%	3.9%	
	每月有效總租金	NT. 18,725,791	NT. 1,222,535	NT. 1,60,129		
主要租戶	產業別	金融保險業	零售業	化學、塑膠及橡膠	貨櫃船務	電子
	占可租賃面積%	38%	17%	8%	6%	9%
租約到期期限	時間	面積(坪)		估可出租面積百分比(%)	月租金	
	2003	403		5%	NT. 885,500	
	2004	492		7%	NT. 1,563,817	
	2005	3,331		41%	NT. 7,489,394	
	2006	2,907		35%	NT. 6,418,781	
	2007 以後	971		11%	NT. 2,294,028	
〈三〉營運紀錄與估價價值						
紀錄/價值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值	價格日期	
	2003	NT. 248,271,142	98.4%	NT. 4,419,000,000(仲量聯行) NT. 4,402,363,861(中華徵信所)	2003/10/31	
	2002	NT. 281,065,114	93.3%			
	2001	NT. 269,708,980	100%			

證券設計內容							
受益證券	證券掛牌情形	上櫃		最小投資額	100 萬		
	實際發行總額	4,410,000,000		公開發行總額	2,130,000,000		
	分券	證券代號	票面利率	發行金額	發行日期	法定到期日	信用評等
	嘉新萬國 A	01001P	2.30%	1,630,000,000	2004/6/10	2012/6/10	Aaa. tw
	嘉新萬國 B	01002P	2.60%	500,000,000	2004/6/10	2012/6/10	A3. tw
	次順位受益證券			2,280,000,000	2004/6/10	2012/6/10	無

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

(二)宏泰世紀

表三：宏泰世紀證券化商品介紹

〈一〉基本資料						
標的名稱	宏泰世紀大樓	座落位置	台北市松山區民生東路三段 156 號			
所在商圈	敦北民生辦公商圈	總樓層數	19F/B5	結構	SRC	
證券化範圍	部分；地上 10 樓至 19 樓層、地下 2 樓、92 個停車位。				總樓地板面積	9836.54 坪
〈二〉使用現況 (2004/11)						
使用狀況	使用類別	辦公室	停車空間			
	比例(%)	82.2%	17.8%			
	每月有效總租金					
主要租戶	產業別	勤業眾信	海基會	安訊(NCR)	葛蘭素史克	英美菸草
	占可租賃面積%	47.7%	14.5%	10.4%	6.3%	4.8%
租約到期期限	時間	面積(坪)		佔可出租面積百分比(%)		月租金
	2005	NA		41.2%		NA
	2006	NA		7.1%		NA
	2007	NA		51.7%		NA
〈三〉營運紀錄與估價價值						
紀錄/價值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值		價格日期
	2003	NT. 221,165 (千元)	94.9%	NT. 4,503,950,000 (戴德梁行)		2004/11/16
				NT. 4,378,000,000 (仲量聯行)		2004/11/17
	2002	NT. 237,425 (千元)	97.9%			-
2001	NT. 238,754 (千元)	95.8%			-	

證券設計內容							
受益證券	證券掛牌情形	上櫃		最小投資額		500 萬	
	實際發行總額			公開發行總額			
	分券	證券代號	票面利率	發行金額	發行日期	法定到期日	信用評等
	宏泰世紀 A	01003P	2.80%	17,650,000,000	2004/12/18	2012/6/28	A3. tw
	宏泰世紀 B	01004P	3.00%	355,000,000	2004/6/10	2012/5/28	A. tw
	次順位受益證券 C		4.00%	250,000,000			無
次順位受益證券 D			2,070,000,000				

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

## (三)新光中山

表四：新光中山證券化商品介紹

〈一〉基本資料							
標的名稱	新光中山大樓	座落位置	台北市中山區中山北路二段 44 號				
所在商圈	中山北路辦公商圈	總樓層數	17F/B4	結構	SRC		
證券化範圍	部分；地上四樓至地上十七樓及地下二層至地下四層			總樓地板面積	8,186.1 坪		
〈二〉使用現況 (2004/11)							
使用狀況	使用類別	辦公室	停車空間				
	比例(%)	75.30%	24.40%				
	每月有效總租金	NT. 13,325,093	NT. 925,900				
主要租戶	產業別	電子業	金融機構	紡織品及皮革用品	廣播及娛樂	礦業、鋼鐵及非貴金屬	
	占可租賃面積%	38.9%	23.2%	8.9%	7.5%	6.40%	
租約到期期限	時間	面積(坪)		估可出租面積百分比(%)		月租金	
	2004	1,332		22%		NT. 3,147,229	
	2005	1,584		26.0%		NT. 3,520,901	
	2006	1,596		26.0%		NT. 3,493,204	
	2007	704		12.0%		NT. 1,457,168	
	2008	653		11.0%		NT. 1,436,864	
	2009	186		3.0%		NT. 372,760	
〈三〉營運紀錄與估價價值							
紀錄 / 價值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值		價格日期	
	2004	NA	95.0%	NT. 2,860,750,000 (戴德梁行) NT. 2,737,000,000 (仲量聯行)		2004/7/1	
	2003	NT. 115,276,348	82.0%				
	2002	NT. 131,027,463	82.9%			-	
	2001	NT. 161,169,326	90.9%			-	
證券設計內容							
受益證券	證券掛牌情形	上櫃		最小投資額		10 萬	
	實際發行總額			公開發行總額			
	分券	證券代號	票面利率	發行金額	發行日期	法定到期日	信用評等
	新光中山 A	01005P	2.70%	8,700,000,000	2005/1/10	2011/6/10	Aaa. tw
	新光中山 B	01006P	2.85%	223,000,000	2005/1/10	2011/6/10	A2. tw
	析光中山 C	01007P	3.00%	124,000,000	2005/1/10	2011/6/10	Baa3. tw
	次順位受益證券		無	1,580,000,000			無

(四)富邦1號

表五：富邦一號證券內容

證券設計內容							
受益證券	證券掛牌情形	上市		掛牌地點		中華民國	
	實際發行總額	5,830,000,000 元		公開發行總額		5,830,000,000 元	
	分券	證券代號	票面利率	發行金額	發行日期	法定到期日	信用評等
	富邦R1	01001T	無票面利率	5,830,000,000	2005/3/10	無定存續期間	A. tw
	次順位受益證券						

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

1. 富邦人壽大樓

表六：富邦一號投資標的介紹-富邦人壽大樓

〈一〉基本資料							
標的名稱	富邦人壽大樓	座落位置	台北市松山區敦化南路一段108號				
所在商圈	復興南京辦公商圈	總樓層數	15F/B5	結構	SRC		
證券化範圍	全棟；地下五層、地上十五層			總樓地板面積	9089.91 坪		
〈二〉使用現況 (2004/11)							
使用狀況	使用類別	金融保險業、一般事務所、餐飲業		停車空間	國際會議廳		
	比例(%)	53.8%		31.6%	10.1%		
	每月有效總租金	NT. 16,514,752		NT. 1,362,988	NT. 1,279,407		
主要租戶	產業別	金融保險業	醫藥生化類	餐飲業			
	占可租賃面積%	82.64%	12.64%	4.72%			
租約到期期限	時間	面積(坪)		估可出租面積百分比(%)		月租金	
	--	NA		NA		2400~2500	
〈三〉營運紀錄與估價價值							
紀錄/價值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值		價格日期	
	2004/1~6	NT. 104,696,402	100.00%	NT. 4,516,000,000 (戴德梁行) NT. 4,402,000,000 (仲量聯行)		2004/11/3	
	2003	199,216,307	93.90%			-	
	2000	NT. 202,850,262	95%			-	

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

## 2. 富邦中山大樓

表七：富邦一號投資標的介紹-富邦中山大樓

〈一〉基本資料						
標的名稱	富邦中山大樓	座落位置	台北市中山區中山北路二段 66、68 號			
所在商圈	中山北路辦公商圈	總樓層數	11F/B4	結構	SS	
證券化範圍	全棟；地下四層、地上十一層			總樓地板面積	1,889.66 坪	
〈二〉使用現況 (2004/11)						
使用狀況	使用類別	一般事務所、金融保險業		停車空間		
	比例(%)	74.80%		23.90%		
	每月有效總租金	NT. 2,676,180		NT. 276,190		
主要租戶	產業別	金融保險業				
	占可租賃面積%	100.00%				
租約到期期限	時間	面積(坪)		估可出租面積百分比(%)	月租金	
	--	NA		NA	1400~1500	
〈三〉營運紀錄與估價價值						
紀錄/價值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值	價格日期	
	2004/1~6	NT. 14,633,244	100.00%	NT. 834,000,000 (戴德梁行) NT. 810,000,000 (仲量聯行)	2004/11/3	
	2003/6~12	NA	100%		-	
	2002/8~2003/5	NA	0%		-	

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

## 3. 富邦天母大樓

表八：富邦一號投資標的介紹-富邦天母大樓

〈一〉基本資料						
標的名稱	富邦天母大樓	座落位置	台北市北投天母西路 136、136-1 號			
所在商圈	天母商圈	總樓層數	12F/B1	結構	SRC	
證券化範圍	全棟；地下一層、地上十二層			總樓地板面積	1,117.35 坪	
〈二〉使用現況 (2004/11)						
使用狀況	使用類別	集合住宅		停車空間		
	比例(%)	71.1%		26.1%		
	每月有效總租金	NT. 1,746,800				
主要租戶	產業別	外國駐台機構				
	占可租賃面積%	100.00%				

租約到期 期限	時間	面積(坪)	估可出租面積百分(%)	月租金
	--	NA	NA	15.88 萬/層(戶)，每坪約 1450

〈三〉營運紀錄與估價價值

紀錄 / 價 值	時間	淨營業收入	出租率	估價之價值	價格日期
	2004/1~6	NT. 3,162,558	100.00%	NT. 594,000,000 (戴德梁行) NT. 516,000,000NT. 516,000,000 (仲量聯行)	2004/11/3
	2003/9~12	NA	100%		--
	2003/8	NA	90.90%		--

參考資料：財團法人不動產證券化資訊平台

## 二、現有不動產證券化商品比較分析

國內不動產證券化的發行背景和日本相似，包括不動產市場長期的不景氣、建築業者和企業體募集資金較為困難、大型企業眾多資金積壓在不動產上等，因而萌發不動產證券化的念頭，此外，又加上政府在稅賦上的鼓勵，因此不證券化的商品近一年突然間蓬勃發展；和日本相同的是，台灣一開始推出的產品即是不動產的資產信託(REIT)，於民國 93 年 6 月由嘉新國際將其擁有的 IBM 萬國商業大樓的大部分樓層發行受益憑證，其後遠雄集團也將大都市國際中心第 21 及 22 樓證券化，又宏泰集團與新光集團同樣各自將其宏泰世紀大樓、新光中山大樓各自作為其資產證券化的標的。然，很多的專家學者認為資產證券化不能說是完整的不動產證券化，直到 94 年 3 月富邦集團募集了 58.3 億的封閉型基金，投資旗下三棟大樓，不動產投資信託產品的出現，讓不動產證券化邁向了新的里程碑。

又由於不動產資產信託與不動產投資信託其發行之目的、用途各異，故無法將其證券化標的／投資標的一併而論，因此以下將現有不動產證券化商品大別為二大類，並就各類群間之異同比較分析之：

### (一) 資產信託

目前發行的六檔不動產資產證券化商品，我們可以發現大多是單一標的不動產的資產信託，且並非整棟大樓皆為信託部分，這和大家認為整棟大樓進行證券化的包裝是很不一樣的，我們從標的不動產本身及受益證券表現兩點討論，發現這些個案有以下幾點特徵。

#### 1. 依不動產標的本身

##### (1) 皆為外觀新穎的商用不動產

四棟辦公大樓皆屬指標地區指標建築物，外觀都是新穎的玻璃圍幕大樓，且在眾多顧問公司的分類中皆屬於北市 A 級的純辦，純辦代表相對有較完善的管理和單存性，雖然不是新完工的大樓，但經由管理維護，這四棟大樓在北市的辦公大樓中皆屬於優質的產品。

	萬國商業大樓	大都市國際中心	宏泰世紀大樓	新光中山大樓
大樓外觀				
完工時間	1987 年	1996 年	1981 年	1991 年 9 月
管理單位	嘉新國際	僑信事業	富泰建設	嘉新國際股份有限公司

## (2) 皆位於交通及區位良好的地區

傳統上認為影響不動產價格最重要的因素是區位，不動產證券化其中一個吸引投資人的誘因就是能提供穩定的收益，故不動產的坐落相當重要。尤其資產信託的受益憑證類型較類似債券，當有固定發放利息的壓力時，不動產穩定的收益更顯重要。目前資產信託的四棟大樓皆位於台北市中心，萬國商業大樓在敦化南路八德路口屬於環亞百貨商圈，而鄰近的南京東路一直是台北市商業活動最頻繁且成熟的地區之一，而大都市國際中心在捷運古亭站出口，交通非常方便，是古亭區位置最佳的辦公大樓。宏泰世紀大樓位於敦化北路、民生東路口，民生敦北區域一直是台北市金融重鎮，很多知名外商已經在這個區域很長一段時間，包括了美商英特爾、花旗銀行、美國銀行、巴黎銀行、玉山金控總部、聯邦銀行總部…等，附近大公司林立也讓這個區域不動產不論是租或是買都一直維持相當高的水準。新光中山大樓位於中山北路，附近多為之名飯店、精品店，雖然不屬於優質辦公商圈，但一般商業活動非常熱絡。



	萬國商業大樓	大都市國際中心	宏泰世紀大樓	新光中山大樓
地址	松山區敦化南路一段2號	中正區羅斯福路二段100、102號	松山區敦化北路168170號	中山區中山北路2段44號
週邊設施	南京東路商圈、假日環亞飯店、環亞百貨、台北小巨蛋、為該地區指標性大樓	古亭商圈、師大，為該地區指標性大樓	民生敦北金融圈、西華飯店、美國銀行、巴黎銀行、玉山金控總部、渣打銀行總部、為該地區指標性大樓	中山北路商圈、國賓飯店、老爺酒店、京華酒店、北銀總部、彰銀總部、LV、GUCCI...等精品店、為該地區指標性大樓
交通狀況	八德路、敦化北路口，公車發達，步行捷運站10分鐘	和平東路、羅斯福路口。公車發達，大樓林捷運古亭出口	民生東路，敦化北路口，公車發達，步行捷運中山國中站8分鐘	中山北路、長春路口，公車發達，近南京東路平時車潮擁擠，步行捷運中山站及雙連站約10分鐘

### (3)建築基地面積大、各樓層使用面積大

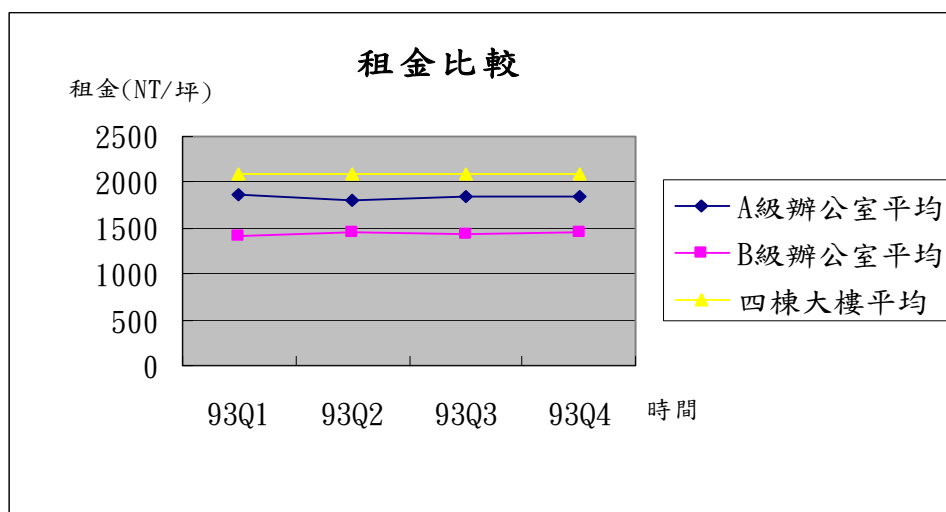
從這四棟辦公大樓我們可以發現，土地使用分區都是商業區，代表高密度的使用，而在北市寸土寸金下，從基地面積來看，最小的新光中山大樓也有881坪。宏泰世紀大樓的基地面積更高達2073坪，乘上建蔽率和容積率可以發現這些辦公大樓都屬於「大型」不動產。而單看每層樓面積也非常龐大，對於以融資為目的的資產信託而言，大型不動產相對而言有較龐大的現金流量，這或許也是這些大型商辦能夠搶先證券化的原因之一。

	萬國商業大樓	大都市國際中心	宏泰世紀大樓	新光中山大樓
使用分區	敦化南北路特定專用區(A區)(依都市計畫說明書圖規定辦理)(原屬第貳種商業區)。	商3(原商2依都市計畫說明書圖規定辦理，始得作第參種商業區使用)	敦化南北路特定專用區(A區)(依都市計畫說明書圖規定辦理)(原屬第參種住宅區及第參之貳種住宅區)。	商3及住4
基地面積	4033.21平方公尺，約1200坪	3459.98平方公尺，建築面積2027.39平方公尺	6855.13平方公尺，約2073坪	2912.4平方公尺，約881坪
標準層	約650坪(每層約3單位)	約560坪，信託部份1層1戶，其餘樓層1層1~4戶	約840坪(每層6單位)	約430坪(每層2~4單位)

#### (4) 目前租金水準高於北市 A 級辦公室租金水準

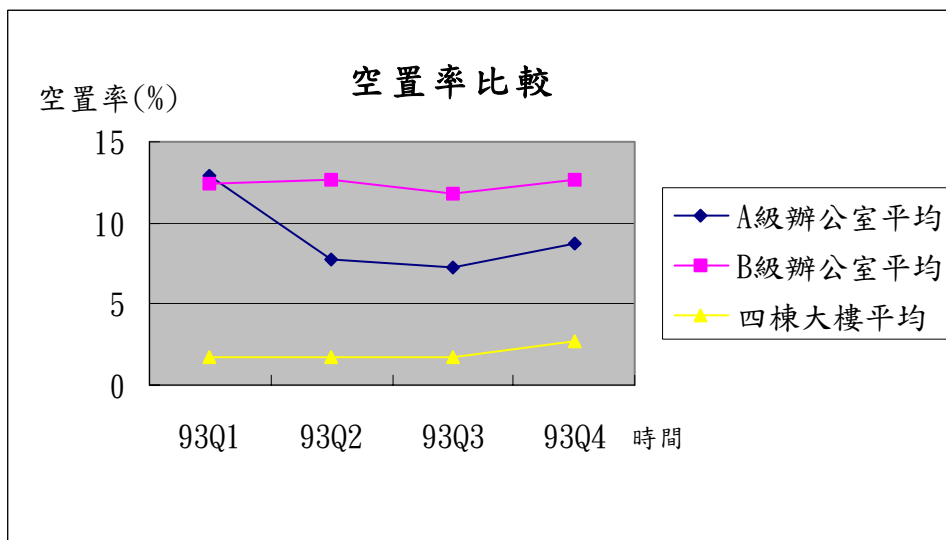
根據國泰房地產指數的研究，北市 A 級辦公室的 93 平均租金約為 1850 元/坪，而空置率從 93 年第一季的 12.85% 下降到第三季為 7.2%，在第四季又回升到 8.7%，但證券化的這幾棟大樓平均租金約為 2100 元/坪，空置率每季的平均也低於 5%。兩相比較可以發現，這四棟大樓相對於北市的 A 級辦公室，有較高的租金和較低的可置率，如果和 B 級辦公室比較，更可以發現其中的差距。這可以證明目前的不動產資產信託的商品，擁有較佳且穩定的收益。

圖 1：現有證券化標的與北市辦公室平均租金比較



資料來源：國泰辦公室租金資料，本組製表

圖 2：現有證券化標的與北市辦公室平均空置率比較



資料來源：國泰辦公室租金資料，本組製表

#### (5) 產權單純、承租戶單純

我們發現這四個案子的房東除了萬國商業大樓外都是單一所有權人，萬國商業大樓大部分為嘉新水泥股份有限公司持有，而大都市國際中心為遠雄集團投

資興建，雖然已經分層出售給不同所有權人，但是證券化的樓層(21F、22F)為遠雄集團所有，至於宏泰世紀大樓，全億建設、富泰建設各持分二分之一，且皆為宏泰關係企業，故可視為單一所有權人，而新光中山大樓整棟為新光人壽自有。目前不動產證券化中資產信託的案例皆由所有權人扮演委託人的角色，我們推測產權單一在初始決定是否推行「證券化」可以節省很多協商成本，造成目前的資產信託為單一委託人、標的不動產為單一所有權人所有的型態。我們也推測在台北市擁有大面積(整棟、整層)A級商用不動產的多為財團或大型公司法人，而財團或大型公司法人對於融資的需求較大，且對於不動產證券化的資訊和法令了解也比一般「小房東」熟悉，在不景氣資金需求殷切時，自然會利用資產信託這種方法解套，也較有能力在市場上推出這種商品。

從標的不動產承租人租賃面積及租戶結構來看，我們也可以發現一個有趣的現象，這四棟大樓的租戶結構「異常的單存」，萬國商業大樓前五大層租戶占了全部面積的67.6%且皆為外商公司；大都市國際中心兩個樓層證券化，每個樓層也只會有一間公司，其中承租人之一的中華信評可以算是外資公司，另外一個承租人寶萊證券外資持有35%的股份；宏泰世紀大樓五大租戶甚至占了信託面積的83.7%，除了海基會之外全部是外商公司或是外商授權的公司，而新光中山大樓更是明顯，前五大承租戶占租賃面積44.7%，前十大承租戶占了67.7%，其中除了最大的承租人台新金控(占租賃面積11.2%)之外，剩餘的九大承租人全部是外商公司。為何這四個資產信託的案子在租戶結構方面會有這麼大的雷同？我們初步推測，外商公司的租金承受能力較高(但不代表願付租金高)基於是外商公司，在台灣一定要有「派頭」，所以承租了較頂級的辦公室，如果從產業的結構來看，很明顯的都是服務業、金融業、電子業占了很大一部分，我們認為真的是一個粉有趣的議題，希望後續的研究能有成果。

	萬國商業大樓	大都市國際中心	宏泰世紀大樓	新光中山大樓
主要房東	嘉新水泥股份有限公司 98.05%	產權分散,但證券化樓全層為遠雄所有	全億建設、富泰建設 (宏泰關係企業)	新光人壽自有
主要租戶	IBM、大通銀行、荷蘭銀行、荷蘭航空、西北航空、美孚石油及NIKE公司等	台灣期貨交易所股份有限公司、台灣雅芳股份有限公司、中華信用評等股份有限公司、飛碟電台股份有限公司、寶來證券股份有限公司、	勤業眾信會計、海基會、葛蘭素史克 GSK、英美菸草 (五大租戶約占信託面積 83.7%)	台新金控、美商美聯銀行、港商瑋倫國際貿易(股)、先(股)、日商日立、香奈兒..等(五大承租戶占租賃面積 44.7%，十大承租戶占 67.7%)
承租戶狀況	外商公司多，租戶結構穩定	大樓租戶結構較為複雜，但證券化樓層租戶單存(一層一戶)	承租戶多為外商，承租面積大	承租戶金融及電子業較多，各公司面積 100~200 坪左右。

## 2. 依資產信託受益證券表現


無論是股票、債券或是不動產證券的投資人，其所在意的無非是其投資商品的獲利率，然，各種商品除了獲利率各異外，其所注重的地方也不同，如公司股即須看重該公司的商譽、產業別及未來潛力，而不動產證券之受益憑證則須看該證券化不動產標之之狀況及市場供需，故以下列舉資產信託中可能影響其受益證券表現的因素，並比較現有已發行之不動產證券。現有 A 級受益憑證的利率種類皆採用固定利率，且以每年單利之方式計息，大多採到期還本，而傳統投資人投資不動產多重視資本利得，所以從投資之目的來看較不為市場所喜。而推測此原因也和其發行面額大有關，因為發行資產信託證券無非是將金額龐大且流動性差的商用不動產細小化、流動化，所以投資面額和流動性有很大的關係。這和目前小金額(最小投資金額 1 萬)即可參與的投資信託有很大不同，故其透過發行面額較大的證券，間接過濾以轉手獲利之投資人；另，又可自平均每月成交之筆數得到資產信託證券之次級市場並不活躍，推測可能也和發行面額較大及私募者投資目的不同有關，我們覺得也和國內市場對不動產證券化較不熟悉，造成資訊不夠透明、公開且交易管道難尋，使得民間投資人意願不高有關。

表九：A 級受益憑證之相同處

	嘉新萬國 A	宏泰世紀 A	新光中山 A
利率種類	固定利率	固定利率	固定利率
計息方式	每年單利	每年單利	每年單利
信託監察人	無	無	無
信用加強機構	無	無	無

資料來源：財團法人不動產證券化資訊平台；本組製表

表十：A 級受益憑證之相異處

	嘉新萬國 A	宏泰世紀 A	新光中山 A
票面利率	2.30%	2.80% 	2.70%
信用評等	Aaa. tw	AAA. tw 	Aaa. tw
受託機構	台北國際商業銀行 (tw+)	台北國際商業銀行 (tw+)	土地銀行(A2) 
發行面額	NT\$1,000,000 	NT\$5,000,000	NT\$5,000,000
不動產管理機構	嘉新國際股份有限公司	富泰建設 	嘉新國際股份有限公司
平均月成交筆數	3.3 	1	0.33

資料來源：財團法人不動產證券化資訊平台；本組製表

### (二) 投資信託

目前國內僅有一檔不動產投資信託的案例-「富邦一號」，預計發行受益全單位數最高為 5 億八千三百萬單位，最低為四億五千萬單位。公開申購後，申購的

人數非常踴躍，順利募集了五十八億三千萬，並依不動證券化條例第四條成立富邦R1不動產投資信託基金，該基金為封閉型基金<sup>1</sup>，94年3/10日發行之後，不定存續期間。該投資的目的為已有穩定收益之不動產，及不動產相關權利，故標的物為已知，且坐落於大台北地區為原則。富邦一號的不動產組合規模高達58.3億元，其中最大的一筆投資為富邦人壽大樓，約占信託資產的76%，其次為富邦中山大樓(14%)，及富邦天母大樓(10%)。

富邦一號發行架構圖



富邦一號價格的推定

	DTZ 鑑價	JLL 鑑價	平均價格	購買價格
人壽大樓	45.16億元	44.02億元	44.59億元	44.60億元
中山大樓	8.34億元	8.10億元	8.22億元	8.20億元
天母大樓	5.94億元	5.16億元	5.55億元	5.50億元
購買總價	59.44億元	57.28億元	58.36億元	58.30億元

<sup>1</sup>封閉型基金乃持份固定不增減的共同基金，有固定規模，募集是向基金公司或銀行購買，募集後只能透過券商買進，而賣出也只能透過券商在公開市場賣出，無法像基金公司贖回。買賣這種基金須透過公開交易市場，所以價格和淨值常會不一致，而出現折價或溢價的情形。

富邦一號強調長期且穩定的投資收益，目前計畫持有初始投資標的的三棟大樓滿三年之後，將會參考專業估價者的意見，並視整體不動產的行情尋訪買賣的機會。為了創造最大的資本利得，富邦一號做了三種不同的財務預測及預期收益率。

富邦一號三種不同的財務預測

情境	年度	收益率
一、募集58.3億，未舉債	94	3.8459%
	95	3.8585%
	96	4.0288%
二、募集45億，借入13.3億	94	4.0873%
	95	4.1036%
	96	4.3243%
三、募集58.3億，舉債20億購入新大樓	94	4.1973%
	95	4.2103%
	96	4.4298%

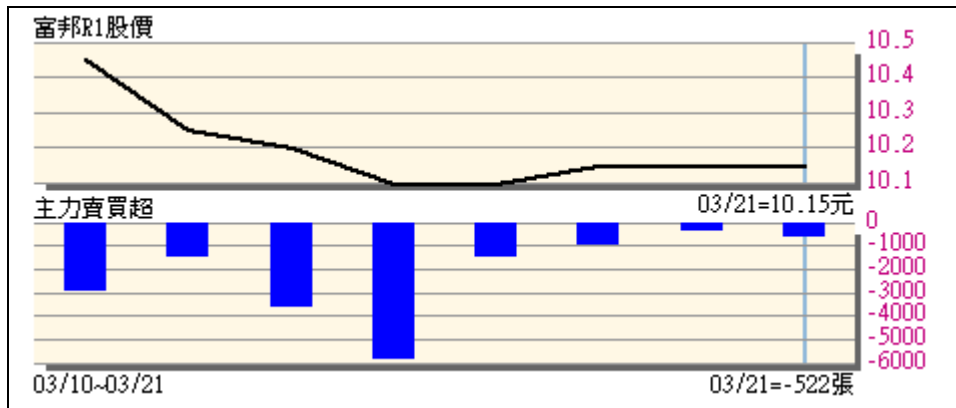
註1. 假設借款成本年息3%

2. 假設購置新大樓總價約20億，淨租金收益為4.5%

### 1. 富邦一號受益憑證交易近況

很明顯富邦一號的推出的確照成一股熱潮，但是後續的表顯才是我們應當要注意的地方，以下針對富邦一號3月10日公開上市後，至3月21日，8個交易日的股價變動及主要交易狀況。很明顯看出富邦一號掛牌之後除了第一天股價衝高至10.45收盤之後，一路下滑，三個交易日之後股價只在10.1至10.2之間徘徊，而檢視成交量，除了第一天爆大量成交了7萬張，股價一度漲幅高達7%。此後交易量萎縮至今不過每天數千張。從富邦一號上市至今，每天的交易量前15大券商都平均起來都是賣超。如果單看第一天的7萬多張交易量，可以發現很多人大多趁蜜月期提早獲利了結，這對於重視長期收益的REITs來說不是一個好消息。

富邦一號上市起 8 個交易日表現



## 2. 對富邦一號的看法

因為富邦一號是第一檔投資信託，多方專家從各方面評估大多認為是不錯的產品。不論是標的不動產品質、租金收益、證券包裝、廣告行銷…等。換個角度來看，如果第一檔的產品能夠禁得起市場考驗，這對於整個證券化商品未來的發展能夠成為一個指標。不動產投資信託對於投資人或是委託人的「好處」已經有很多的文章討論，在公開說明書中的專家意見書，也給予不錯的評價。如果一個商品我們從「挑毛病」的角度來挑戰它，相信對未來不同商品間的比較會更有意思。

富邦一號公開說明書接近兩百頁，本組提出以下幾個問題。

### (2) 管理機構

在公開說明書中有提到：「管理機構自行接洽承租人承租時，不論承租人是是否為管理機構之關係企業，也不論承租人是否為原承租人續租，受託機構同意管理機構得按一般市場行情之百分之 90%，收取仲介報酬。承租人如為管理機構之關係企業，其租金不得低於受託機構核定之租金標準。」

管理機構依其經營管理之努力或是招租之技巧，讓原本的承租戶在租約到期之後續租，本來就有收取服務費的正當性。但是富邦一號的三棟標的物，有很大一部分都是富邦關係企業，甚至連管理機構也是富邦關係企業，從這個角度來看每個關係企業未來續租後，服務費的支出似乎必然會發生，這也會影響到未來的淨收益。況且，現在市場上對於續租部分都只是採取承租人和屋主換約(或另訂租約)，也就是說再續租的部分是不收取仲介服務費，這和公開說明說的承資人續租時富邦建經可收取市場行情 90%的服務費，這對投資人來說似乎為不必要的成本支出。

### (3) 風險管理

公開說明書及專家意見書都提到，該基金未來穩定的收益來自於租戶的單純、承租面積大、租約長。例如富邦中大樓只有一個承租戶-荷商全球人壽，全球人壽層租面積高達 2890 坪，租金占總租金的 11.54%，租約為六年。而高報酬伴隨的是高風險，如果租約到期全球人壽不續租，整棟大樓的空置率頓時成為 100%，這對經營管理來說並不符合風險分散的原則，再者如果全球人壽中途解約，管理機構雖然可以收到一筆違約金，但對於整個基金現金流量絕對是很大的影響。再者承租人為外商公司，風險應當更大(有較難預測的撤資風險)。

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，如果拿來看富邦一號的三棟標的物，而公開說明書中解釋，北市商業活動頻繁，雖然標的物都位於台北市區(沒有區位的分散)，但是經濟活動來看台北市遠較台灣其他地區多樣化且豐富，這很值得我們討論。且三棟標的物有兩棟是辦公大樓，一棟是商務住宅，承租人部分除了富邦人壽大樓外，富邦中山是單一承租人，天母富邦為美國在台協會宿舍，也可視為是單一的承租人，這樣算把雞蛋放在同一個籃子裡嗎？能說服投資人產業活動的分散嗎？這個論點也很值得我們討論。

### (4) 價格的判定

DTZ 的估價報告，最後價格判定權重最大的部分是採用市場比較法，如果我們從比較標的來看，發現比較標的有法拍標的、有整棟出售的標的、比較案例交易時間過久…等等，我們覺得這種估價方法，如何能準確辦定標的物價格，能讓大眾接受？

因為老師給過我富邦一號審核時的簡報，內容有估價方法和價格的推定，所以我知道位什麼價格是 58.3 億，但投資大眾知道嗎？160 頁的公開說明書中，估價報告書只有 4 頁，投資價格(58.3 億)和報酬率是負相關，就金融的角度看富邦一號 3.83% 是不錯的，但前提是鑑價公司提供的估價報告是正確能為市場所接受的。換句話說，如果富邦一號三棟大樓的市場價值只有 50 億，但卻因為估價而發行了 58 億，差了 16%，這和年報酬率 3.8%~4% 相比，這可是差了好幾年的租金，如果在第一步的鑑價就出了問題，我們認為 REITs 不可以投資的。當然估價報告書絕不是「機密文件」，完整版的估價報告書揭露應當是委託人的責任，但是目前我們並沒有看到完整的估價報告書被揭露。

此外無論是介紹美國、日本及國內的不動產投資信託(REITs)，學術研究及報章雜誌皆大力鼓吹其享有之稅賦優惠，故以下先僅就 REITs 享有之稅賦優惠加



以介紹，再比較其與其他商品間之差異：

- (1)免徵證券交易稅。
- (2) 信託利益不計入受託事業營利所得額,無雙重課稅，受益人可享 6%之分離課稅。

不動產投資信託與其他商品比較						
		定存	公司債	公債	債券型基金	REITs
稅前收益		1.5%	2.5%	2.8%	1.8%	3.5%~4.5%
證交稅		無	0.3%	0.3%	0.3%	免交
利息稅賦	法人	25%	25%	25%	基金不配息 就不課稅，	6%分離課 稅
	個人	併入綜所 稅	併入綜所 稅	併入綜所 稅	資本利得免 稅	

由上表可看出，債券型基金較不動產投資信託享有更多之利息稅賦，惟其稅前收益遠低於 REITs，因此不動產證券確實較他商品享有更多的優惠，不過相較於國外，國內並無給於法人較高之稅率或稅級，因此對於法人更多了一項避稅之管道，同時也是外資大量購買之因。

### 三、國內未來不動產證券化趨勢

從日前新聞媒體上吵得沸沸揚揚的「藝人證券化」話題中便可發現，市場上似乎已經開始為證券化找尋不同的標的，就如同上周 3 月 17 日(四)財團法人不動產證券化資訊平台開台中，中央大學史綱教授所說：「市場上的 A 級辦公室總會有用完的一天」，因此，若只死守一塊商用不動產市場(何況現在只侷限在北市 A 級辦公室)，那麼市場將越做越小、且證券化的標的也會越來越差。故除了大家關心的藝人證券化議題外，也已經有多家公司開始研擬投入證券化的市場，其中可以發現雖然標的已從純辦大樓，增加了其他如工業廠辦、商場、和公共設施在內，受益憑證的規模也放寬不少，但是證券化類型仍大多為資產信託，不過，從日本證券化的經驗中發現，其剛開始也都是資產信託的商品，日後待市場較為成熟後，再增加其證券化標的屬型，之後才發展成投資信託，所以，日本人才說其真正開始不動產證券化應該是在西元 2000 年以後。而不動產證券化如果要創造利潤最大化，風險最小化，勢必牽涉到投資組合，目前因為案例較少，相信未來會透過不動產的投資組合，推出更多樣化的證券化商品。

表十一：擬發行不動產證券化商品

公司	擬證券化標的 /投資標的	屬性	受益憑證規 模	證券化類型	
新光人壽	天母傑仕堡大樓	住宅大樓	58.8 億	REITs	
	台證金融大樓	A 級純辦			
	新光敦南大樓	A 級純辦			
	新光金融大樓	A 級純辦			
厚生橡膠	南炭物流園區大樓	工業廠辦	24 億	REITs，私募	
台北市政府	Taipei 101	辦公大樓	11.4-22.8 億	MBS	
		群樓購物中心			商場
		設定地上權租金			不動產權利
	新光三 越信義 三館	設定地上權租金			不動產權利
東展興業	台南府城天下	A 級純辦	1.15 億	REAT	
朋記建設	仁愛遠見大樓	A 級純辦	2.55 億	REAT	
潤泰國際創新	City Link	A 級純辦			
大都市建設	內湖時代廣場	A 級純辦	300 億	REAT	
	遠雄國際大樓	A 級純辦			
基泰建設	大湖商旅	A 級純辦	200 億	REAT	
	台北商旅	A 級純辦			
冠德建設	冠德企業總部大樓	A 級純辦	27 億	REAT	
	環球購物中心	商場			
高雄岡山鋼鐵	環球綜合影城	商場	50-60 億	REAT	
捷和建設	欣福新店垃圾掩埋場		150 億	REAT	
永豐棧麗緻酒店	永豐棧麗緻酒店大樓	旅館	2 億	REAT	
福益	奈米生化科技園區	工業廠辦		REAT	
國有財產局	台中工業區科學大樓	工業廠辦		都市更新證券化	
台灣工銀	Sopping Mall 高速公路		37 億	REAT	

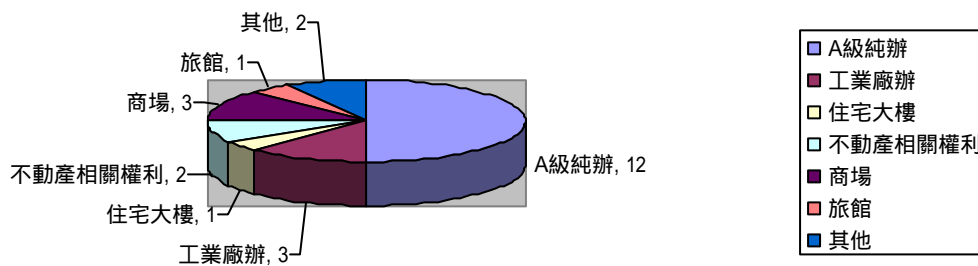
參考資料：錢雜誌(2005/3)、台北市政府；本組彙總製表

### (一)證券化標的屬性

已如上所述，國內的不動產證券化發展至今，其無論是作為證券化的商品或是作為投資標的，除了富邦天母大樓之外，其餘皆清一色為辦公大樓，雖然辦公大樓的投資報酬率與零售店面、套房產品分居所有不動產的前三名，但以金融的角度而言，不免有失風險分散之虞，尤其不動產的價格除了深受該產品本身的優

劣條件之外，更受區域環境、市場供需及整體經濟影響，且證券化商品好壞首重其不動產之租金收益或其未來處分後的資本利得，故分散標的或組合不同屬性的投資產品以財務的觀念是非常重要的。目前前證券化的大樓總計 9 棟，從我們以上的分析來看皆屬於「好的不動產」，好的不動產我們認為包括了標地物本身品質優良及好的承租人兩部分。從以發行的經驗來看，我們覺得「好的不動產」會先成為證券化的標的。

自國內未來擬發行不動產證券化商品的標的看來，市場已逐漸減少辦公大樓的比重，且除了住宅大樓外，更增添了商場、旅館、不動產相關權利等，其中以公共設施最引人爭議，就如同老師上節課所說，若將公共設施證券化則將牽涉兩個問題：一、是否又回到開發型不動產是否為證券化標的的問題；二、其與 BOT 之間是否會產生競合的問題。但，姑且不論這些計畫是否都將一一實行，我們已可自此得到一個結論，即證券化的標的的屬性已漸趨多元。

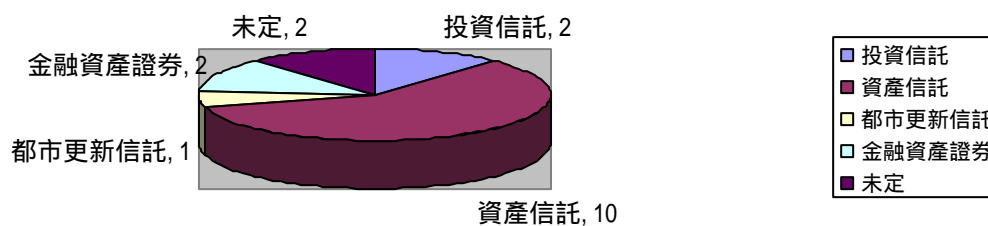


## (二) 證券化類型

國內的不動產證券化仍在剛起步的階段，目前為止發行的七檔證券化商品中，屬資產信託者便佔了六檔，就如同日本早期發展不動產證券化一樣，其發行的類型也絕大數為不動產資產信託，然自國內未來擬證券化的商品中發現，預計以資產信託方式發行的商品仍有三分之二強，推測是國內不動產證券化仍算早期發展，其無論是市場、法令等，都仍在不斷地摸索，且美國自 1960 年代開始不動產證券化以來，REITs 也是直到 1986 年後才漸受市場青睞，而鄰近之日本亦是，故預測國內短期內證券化類型應當仍以資產信託為主流，待市場、法令、投資人漸趨成熟後才會有所改變。

從受益憑證的票面利率來看，資產信託皆在 2.3%~2.8% 之間，而富邦一號投資信託預估現金股利為 3.8%~4% 之間，而目前各銀行定存利率約為 1.2%~1.5%

之，如果加上每年 1.5%~2%左右的通貨膨脹率，雖然不動產證券化的報酬率較高，事實上仍屬於低利率的產品，3%的報酬率算是非常低，低利高通貨膨脹時代來臨，資產信託的產品或許有多少有保本的作用，但其類似債券的特性，如果市場利率調升，債券價值和利率的變動會成反向變動。如果台灣未來幾年經濟景氣，證券化的產品的挑戰才真正開始。



#### 四、國內不動產證券化案例課堂討論

紀錄：陳詩薇、曾翊璋

陳詩薇：

國內有關 5-50 的限制，在富邦一號的公開說明書中，有除外之規定，內容明定若為專業投資機構，則其投資總額不計入，可加以排除，但是如此將會影響 5-50 計算之分母，較易超過該門檻，則是否代表國內有關不動產證券化之立法較國外嚴苛？又國外是否同樣也有類似之除外規定？

張金鶚老師：

國內的立法本來就較國外嚴苛，且國內目前市場上發行的規模亦不大，故在國內其實是很容易就超過的，但是在國內法人與個人投資者分散的情況下，其實到現在這種情形都還好、還沒有發生，只不過市場上有一些反彈的聲音，因此這同樣也將是我們下次修法的目標之一。

張金鶚老師：

從剛剛的資料來看，資產信託的報酬率較低，但是很多法人買這個產品不是因為他的報酬率，是因為最租稅的優惠，這個目的是不一樣的。從國外的案例中皆可以看到，租稅誘因對法人機構而言是非常重要的，但是利率還會一直升高，所以也相對地對不動產證券化而言是較不利的；可是雖然我們在先前同學的報告中提到 REITs 是不保本、也不保息的，但是相對於股票，最起碼不動產證券化是有實質資產在那，是看得到、摸得到的，利率調高對未來會有什麼影響？這個值得我們去觀察看看。

李奕農：

在第 15 頁的地方有說到富邦一號的交易近況文字部分和圖表部分對不起來，且在文字部分有提到外資在第一天大量賣超提早獲利了解，這是錯的，外資第一天是買超。

曾翊璋：

這個部分寫錯了，我們會修改。

張乃文：

在同學報告中，第十四頁有富邦一號發行前所做的三個情境，其計算之結果顯示，若整個投資信託基金舉債越多，則其相對的風險也越高，因此給予投資人的收益率也越高，但是在富邦一號尚未發行前，如何去計算其風險與報酬？

張金鶚老師：

當然，在未發行前，富邦連是否能夠募集到所需資金(58.3 億)都還不確定，因此才分別設定三種不同的情境，以給投資人交代。不過，從目前的情況看來，富邦一號是採用了第一種情境。但是，其實國內的不動產證券化和國外仍然還有一些落差，因為國外信託基金所投資的不動產標的不是自己買、自己賣的，但是若先募集資金再去投資不動產，則誰要賣你，而且談判買賣是需要時間的，所以風險是很重要的。

張金鶚老師：

不動產證券化中，同樣也重視不動產標的本身是否區位分散，在富邦一號所投資的三個標的中，全數坐落在大台北地區，且兩棟為辦公大樓，就連唯一的住宅大樓也是屬於商務住宅，又雖其位於不同的行政區內，但仍受大台北其他的變數影響，如台北 101 大樓若其租金再降個幾百元，若其他同為 A 級的辦公大樓租戶有所異動，難道都不會影響到其租戶或租金的收益嗎？所以，其實富邦一號的區位仍不夠分散。

張金鶚老師：

其實，還有兩個重要的議題值得大家去討論：

1. 58.3 億的投資信託基金到底算不算多？(要求前兩組同學換算美國和日本的 REITs 規模，來看看國內的規模如何)
2. 信用評等是否發生影響？老師認為信用評等應當有作用，理論上若信用評等好、則代表風險較小、因此報酬率也相對較低，但是，從同學中的報告中(P. 12，A 級受益憑證相異之處中的宏泰世紀大樓)看到的似乎不盡然如此，所以信用評等到底在不動產證券化的過程中扮演何種腳色，是同學可以去討論看看的。

林秋瑾老師：

剛剛有講到這些大樓的承租人都是大公司，那大公司還有這些不一樣的行業對於未來租金的收益會不會有影響？

張金鶚老師：

從剛剛資料看，產權單純是一定的，產權單純委託人比較容易推行。如果從租戶不同來看，可以推出不同的產品且特色也不同，就像富邦中山大樓只有一個承租人，如果搬走空置率馬上變成 100%，高報酬伴隨的是高風險。未來從租戶的結構來看也是有趣的。

張金鶚老師：

每種不動產證券究竟是公募、亦或私募，需再確認，而國外的部分也不確定，要再找資料看看。

曾翊璋：

新光中山大樓

名稱	發行金額	票面利率	最小投資金額	型態
A 系列受益證券	8.73 億	2.7%	500 萬	公募
B 系列受益證券	2.23 億	2.85%	10 萬	公募
C 系列受益證券	1.24 億	3%	10 萬	公募
次順位受益證券	15.8 億	無	1000 萬	

宏泰世紀大樓

名稱	發行金額	票面利率	最小投資金額	型態
A 系列受益證券	17.65 億	2.8%	500 萬	公募
B 系列受益證券	3.55 億	3.0%	500 萬	公募
次順位 C 券	2.5 億	4.0%	500 萬	私募
次順位 D 券	20.7 億	無	12.42 億、8.28 億	委託人持有

林秋瑾老師：

DCF、收益還原法與比較法間仍有差異，則還原率如何決定、及如何決定一個價格？

張金鶚老師：

這就是關鍵所在，如果單看用收益還原法的價格一定偏低，因為還有市場上的的期望價值沒有加進去，從富邦一號的審核報告看來，估價還有很多值得挑戰的空間，如果單從還原利率來看，可以比較眾多的商品利率，但最後如何用” 權重” 決定價格，理論何在？這個很值得挑戰。

## 第二部分-第五章：REITS 之規模經濟

紀錄：張乃文

### 經濟規模是否為主要之影響因素？

對於全球股票發展曾經研究過的人都會同意規模大小對於獲利是有影響的，在數以千計的跨國公司成立後，我們發現有一合併之趨勢。這顯示合併會使得其成為各自產業領域中之佼佼者。在這個趨勢之下，我們或許會想得知規模大小對於 REITS 之獲利及生存是否同樣具有影響。

這個問題特別與 REITs 此產業有關，在 1990 年中期 REITs 市場中有明顯增加的合併活動，並在 1993~1996 這段期間中 REITs 之 IPO 有爆炸性成長。這似乎顯示在 REITs 這個行業中的參與者相信大規模的 REITs 比小規模的更有優勢。然而這是否為真？此問題之答案對於投資者選擇標的及小規模經營者之管理策略是很重要的。

然而我們並不適合拿國際性產業作為研究之對象。我們可以從 1970~1980 間銀行業間之合併得到一些訊息。在這些年間，大部分的人相信因為降低營運成本及增加經濟規模會影響獲利，會使得未來只剩下少數大銀行。然而規模經濟之論點是否真的有理？且那些預期之少數大銀行似乎也從未出現。這些疑問也同樣存在在對 REITs 規模經濟探討中。

本章將回顧 3 個重要問題：1. REITs 之規模經濟是否應該是決定獲利的重要因素？2. 我們將回顧是否 REITs 的規模影響到獲利 3. 如果未來 REITs 平均規模應該朝向大規模發展，那合併及增加取得是否為達到此一目標之工具？這些在此揭露之消息有助於投資者選擇 REITs 之標的並讓管理者獲得能夠使 REITs 成長之策略。

#### 一. 對大規模 REITS 之爭論

對於 REITs 最適規模之討論始於 Linneman 在 1997 年對於 REITs 規模之有名的假設，他相信大規模 REITs 在收入、支出及資本化等方面優於小規模之 REITs，因為有這些優點，因此未來 REITs 市場中大規模之 REITs 將位於主導的地位。

在 Linneman 1997 所描述的情況中，大規模的 REITs 將會變得更大，而總 REITs 數量將會減少。這個假設也具有有一些證據支持。例如 Campbell, Ghosh, Sirman 在 2000 年指出在 1994~1998 年間 REITs 中有 85 件合併交易，具有大筆 M&A 之活動。

Linneman 之論點是有趣的，我們可以回想大規模 REITs 計畫其實尚未發生，如果大規模 REITs 在收入、成本及資本具有規模經濟，則大規模 REITs 應該已經在市場中具有主導之地位。因此，很重要的是我們必須問：大規模之 REITs 是否真正享有規模經濟之優點效應。另外一個有趣的是，若主要之獲益來自於規模經濟，是否有其他利益可以從大規模 REITs 中獲得？



## (一) 規模經濟

預期大規模 REITs 擁有較低的營運成本是有理的。因為他們可以將成本分散到許多計畫中。大規模 REITs 有較高收益率也是可能的，因為其可以做一些當初為小規模時無法做的計畫。最後，大規模 REITs 之財務是較為穩固的，因為銀行會增加其保障和商業機會。有這些可能的好處，因此有理由相信規模經濟是存在於大規模 REITs 且比小規模具有更多的優點。

Ambrose and Linneman 在 2001 對規模經濟提出證據。在一個廣泛的研究中，提出大規模之 REITs 有更大的獲利空間，更高租金收益率，更低資本化率。他們也發現大規模比小規模有明顯較低的資金成本。換句話說他們的實證結果是支持規模經濟的論點。

Bers and Springer 在 1998 年也呈現對大規模 REITs 之規模經濟實證結果及其始源頭。他們調查數種成本來源：一般成本和行政成本。管理費用、營運費用及利息費用。在使用 1992~1996 之 REITs 資料他們發現，大體而言，除了利息費用外，規模經濟有利於減少各類成本。毫無意外的，他們以一般及行政費用管理費用證明在規模經濟下，營運成本只佔有限之影響。Capozza and Segin 在 1998 年將 REITs 一般及行政成本分為「結構」、「型態」兩種之不同時也發現規模經濟之益處。他們的結論指出一個 REITs 可以依靠降低組織結構組成之成本來維持價值。

Bers and Springer 也發現不同型態 REITs 之經濟規模都不同。他們發現外部管理、低槓桿、多樣性 REITs 或許會享有較高之經濟規模。抵押型 TRIT 比權益型 REITs 有較高之規模經濟。而專注於特定類型之 REITs 比其他權益型 REITs 更能從規模經濟中獲利。

然而規模經濟之議題也有一些挑戰。Vogel 在 1997 年指出一些會限制 REITs 未來規模之因素。他指出當廠商成長到一定規模後規模經濟會減緩。雖然單位成本會隨著 REITs 規模增加而減少，但當 REITs 規模過大其單位成本反而會上升。換句話說 REITs 之成本方程式非直線型。實際上是再度重視廠商規模

Yang 在 2001 驗證 REITs 產業之成本方程式之有向性及規模經濟之存在性，他們使用 1992~1998 之會計資料並發現一個曲線（凹）二次方程式比其他形式之方程式為佳，另外也指出確實存在一個 REITs 之規模經濟可以節省成本。換句話說當 REITs 規模超出最適點會產生規模不經濟。Ambrose 在 2001 更進一步提出更直接實證結果來對抗規模經濟之說法。他使用從 41 個 multifamily REITs 中 property-level 資料，他們發現並沒有證據支持規模經濟之說法，他們指出只是規模成長並不會創造一個合適的市場，這些研究對於那些在 Green Street Advisors 工作之顧問無疑是一個打擊

總結而言，支持規模經濟之證據是混雜的，雖然一般都認為當 REITs 規模成長到一定水準時會節省成本，但卻無證據驅使我們去建立一個大型的 REITs。

## (二) 其他大規模之利益

Rosenthal 在 1996 年指出大規模之 REITs 可以獲得兩種額外之利益。1. 他相信大規模者可以索取到較大且較多財產，他也相信 REITSS 可以買下整個有利潤的財產時，能夠以折現的方式估計價格，而或許單一財產就不行。

這個議題在直覺上雖然是吸引人的，但確有其與生俱來的弱點。我們曉得銀行可以形成聯合組織去得到貸款，投資者可以形成夥伴關係去投資不動產，高科技產商可以形成合夥關係去投資一個有利潤財產或是他們想要的大規模財產。因此我們懷疑去取得較大計劃是 REITs 成長為更大之有力理由。

Rosenthal 在 1996 年也指出，依照成為更大規模之優點，REITs 或許可以發現能夠更容易去參與一個確定且較佳的投資機會。因為他們有足夠的資源去確定一個新市場的部分(有一個論點假設 REITs 會花費一個明顯的資源比例去研究地理市場和財產市場)，因此，大規模 REITs 會享有資訊優勢使他們再對的時間進入對的市場且最後可以獲得額外的利益。

這論點是如此吸引人，但 REITs 需要有法律規定去雇用外部顧問處理他們資產以獲得真正之保障。當 REITs 未好好取得及管理，規模經濟對於他們的收入及支出之影響就很小。即使到了後期 REITSS 被允許雇用內部顧問，這個論點仍然有其弱點：1. 沒有實證結果顯示 REITSS 會花費一個相當比例的資源去研究不同財產市場。2. 如果這種市場研究可以增加投資收益，則小規模 REITSS 及財產顧問也可以這樣做，因此會聯合其資源。所以我們相信 REITSS 不應該只為了得到訊息利益就擴大規模。

最後，Rosenthal 在 1996 年提出大規模 REITs 吸引更多有關他們股票之證券分析，因此增加監督且減少 REITs 的潛在代理成本。我們相信這是當 REITs 市場完全被投資機構和財務分析棄置時將會是一個令人信服的論點(財務分析一般歸隨著投資機構有興趣之標的)，近年來我們發現有更多投資機構參與 REITs 市場，在這環境下，若只是為了吸引投資機構的注意並不是讓 REITs 變大的理由。

## 二. 反對大規模 REITSS 之觀點

反對大規模 REITs 的觀點是基於決策者與生俱來的溝通困難和因此減少的營運效率。如果一個人在一小型公司工作，也許可以直接跟決策者溝通新的想法且能快速決策，然而若一個人是在大公司上班，那決策過程在未做最後決定前就需通過許多階層，在這過程中，有些訊息會遺漏因為個人想法也許沒有辦法跟做最後決策者溝通之機會。

我們用表 5.1 闡述這個概念。假設在一個部門中有四個 REITs：公寓大廈、套房、辦公室、零售商場(案例 A)。每一部門主管對其財產有特殊知識且可以跟管理財產者一起做決策。

假設我們使 REITs 以兩兩結合的方式擴大，如案例 B。我們必須在決策等級

制度中創造一個層級。因此我們在此制度中會有 3 個階層：1. 一個經理 2. 兩個管理者 3. 前端人群（顧客）。在此新結構下，有些決策需要經過三個步驟。很清楚的，當與案例 A 之結構比較時，我們已經可以看到一些額外成本和結構之無效率。

讓我們試著使 REITs 規模更加擴大，現在將四個 REITs 結合起來，如同案例 C 所示。在這等級中會有 4 個層級 1. 一個經理 2. 兩個部門主管 3. 四個管理者 4. 前端工作者。雖然會因為 REITs 的結合使得有些成本能夠節省，但需多增加某些職位，除此之外，有些重要決定地需在經過經理層級決定。也就是說，由前端工作者提供之重要訊息要傳達到經理必須經過 3 個階段。更進一步而言，在案例 A，經理只需擁有對其負責部門擁有評斷他或他工作表現的知識。

在案例 C，經理則需要瞭解各種型態之知識以做成一個重要的決定（你可以猜測這樣的一個可能性）。總結而言，很清楚的我們可以知道有些成本會加諸於大規模 REITs，在這種結構下，一般情況時，大規模 REITs 並無法如同小型 RITES 快速的做決定。另外，若外在情況迅速改變，大型 REITs 也許無法如同小型 REITs 快速的適應外在環境。

薪資是另外一個考慮的因素，且當廠商規模超過一固定點後規模經濟觀點會被推翻。Hardin 在 1998 指出當執行 REITs 報酬時大規模是一個決定因素，換句話說，當規模擴大時，單位薪資成本並不會降低，因為薪資水準會考量其規模大小。在這樣情況下，大規模 REITs 也許並無法在薪資上有明顯的節省。

成為大規模最主要的好處大概是能夠以較低成本購買一個可獲利的資產。然而，這會導致某些專注於投資特殊類型和特殊地區的 REITs 產生一些問題。因為這些 REITs 成長機會是有限的，而成長規模則取決於獲利能力。有一些有趣的證據支持這樣的觀點。例如 Fitch 在 1999 年指出有些優良 REITs 只專注於他們的財產並將其管理良好而不追求增加其他類型。對於那些相信不動產仍然只是一個地區且特殊壟斷的生意，故只須當地市場知識的投資者而言，則大型 REITs 很清楚的是一個不好的選擇。

Mueller 在 1998 年指出，為了維持某一水準之成長獲利，一個 REITs 需要找出更多類似現有能夠產生獲利的財貨。當一個只是小型的 REITs 不必擁有太多財產並可以在其中挑選。在這種情況下，似乎說明小型 REITs 可以選擇具有高報酬的財產。然而當一個 REITs 變得過大且無法找到好的投資標的時，只好屈就於那些獲利就少的類型。Mueller 提到那些分享 REITs 每一成長利益的分享比例會隨 REITs 規模增加而減緩（若增加則似乎表示 REITs 都會變的很大），他也發現當 1988 前半年大型 REITs 可變規模價格（sizeable price）的衰退。他的證據可清楚釐清越大越好的哲學是否適當。

### 三. 證據顯示的真正結果

事實上有關於規模之議題兩方面都呈現出有說服力的說法，因此顯示唯有透過實證才能鑑定辨別哪一個論點具有正當性。因此我們將回顧兩種文獻，第一，

我們將實證 REITs 規模是否影響收入。第二，在 REITs 這個產業中，我們將實證大型和小型 REITs 在財務表現上之不同。

### (一) 規模和證券報酬

有足夠的財務文獻說明小工廠一般比大工廠有較高的報酬率。因此，似乎 REITs 沒有理由去尋找能夠在股票市場獲得較高報酬率的成長機會。為了驗證這些論點，我們將需要回答兩個問題。第一個，在市場上 REITs 與其他股票相比是否真的規模較小？若不是，我們就不需再考慮這個議題。第二，小型的券商主要影響一般股票市場，是否同樣也會影響 REITs 證券市場？

為了檢視 REITs 可否被視為小型股票，我們計算 REITs 證券的年平均規模，且和 NYSE (紐約證券交易所)、Amex (美國證券交易所)、Nasdaq 在 1962 和 2000 年期間交易的非 REITs 相比。為了方便比較，我們也計算研究中每年市場 REITs 和非 REITs 的規模百分比。

結果呈現在表 5.1 且繪圖 5.2。可以清楚得知 REITs 證券和一般股票在市場上相比的確實是小規模。我們在 1993 年後發現 REITs 資本徒然增加，在 NYSE、Nasdaq 的平均交易規模仍然支配 REITs 之規模。其差異是很大的。舉例而言，在樣本期間，REITs 證券平均規模約佔 1962~2000 年非 REITs 股票交易量的 20%。在 2000 年，REITs 證券規模大約平均只佔 NYSE 市場中非 REITs 16%。一般而言，在 NYSE 市場交易的都是大型股票，因此我們可說 REITs 證券只是一小型股票。

既然 REITs 是小型股票，小型券商影響財務報表去改變股票表現的事情就可能發生。因此，我們需要決定 REITs 大小對其表現之不同。我們可以用兩種方式去做：1. 驗證 REITs 證券之表現 2 驗證 REITs 證券價值和其淨資產價值的關係。

### (二) REITs 規模及其股價表現

Colwell and Park 是第一位去明白驗證 REITs 證券規模大小對報酬影響的人。他們的發現是有趣的。1 月和其他某些月份對規模的反應是不同的。也就是說大型 REITs 會比小型 REITs 在一年中某些月份得到較高的報酬。然而 Mcintosh, Liang 和 Tompkins 提供一個有關此議題之相反證據。他們使用比 Colwell and Park 更多 REITs 樣本且發現小型 REITs 確實影響報酬。也就是說，小型 REITs 有較佳報酬。

在上述研究之後，許多其他研究也使用規模當作影響價格的因素。然而，在這些研究中雖然都客觀且都有其方法，他們的結果仍欠缺一致。我們將引用 Chen 在 1998 最近之研究，其使用特定廠商變數（如規模、book-to-market ratio、總體經濟變數及不同資產定價模型）分析 REITs 證券。他們的研究發現，不論使用什麼模型，規模總是 REITs 證券報酬定價之重要因素。換句話說，他們仍認為

小型 REITs 會反常的得到較高報酬。

我們從這些研究中學到什麼？就是還未有一個明確的證明。然而，即使我們似乎尚未完全確定小型 REITs 是否可比大型 REITs 得到較高報酬，但大型 REITs 卻沒有明顯的比小型 REITs 得到較高報酬。因此，REITs 增加其規模似乎沒有特別好處。至少不是從市場投資者角度而言。

### （三）REITs 的規模和淨資產

Capozza 和 Lee 在 1995 驗證 REITs 規模和淨資產間之關係。使用 1985 到 1992 間 REITs 權益的資料。他們發現小型 REITs 較明顯的折現他們淨資產價值來做交易，而大型 REITs 則用超過他們商業財產價值來交易。他們也指出大型 REITs 財務槓桿較高，且小型 REITs 常具有地區性。

他們的證據指出證券市場的價格常高於 REITs 實際資產價格。尤其是大型 REITs。這個為規模經濟的爭議題出有力的證據。這個證據基本上告訴讀者投資者會去評估較多大型 REITs 且大型 REITs 較容易借到錢。

### （四）我們可以做什麼樣的結論

從目前已有的證據顯示我們不能有一個明確答案。然而，若一定要回答，我們會說規模大小不是重點，且股票市場較喜愛小型規模 REITs。

## 四. 未來大合併

根據 Linneman 在 1997 年指出 REITs 正在開始經歷革命性結構合併且最後會由少數大型 REITs 主導。Goodman，一個受人尊重的專家，同樣相信會有足夠空間會給大型 REITs 變更大。這兩位預言會成真嗎？一些 REITs 真的會透過合併變大嗎？

為了對規模這個議題有更好的瞭解，我們驗證 REITs 合併活動。我們知道一個 REITs 可以用合併或併購其他 REITs 來變大。證券市場會如何回應這些合併活動？如果證券市場不評價 REITs 合併價值，就與 Linneman 之預測有高度不同。

處理他們預測的公平方法是去評估市場對於 REITs 合併公告的反應。換句話說，若投資者認為股票市場間 REITs 合併是一個好的主意，他們會想去買那些合併的 REITs 證券且讓價格上漲。同樣，若投資者不相信合併是好的主意，則那些證券價格會減少。

### （一）REITs 合併的實證

Allen 和 Sirmans 是第一個去驗證合併活動是否增加 REITs 證券價值。他們認為 REITs 合併的益處有下列數個：

1. 稅賦利益：若合併一個 REITS 的淨營運損失可由另一個共同承擔。
2. 管理效率：一個合併能取代沒有效率的管理或更佳利用其資產。

Allen 和 Sirmans 發現當一個 REITs 得到其他 REITs，當宣布時會使其財富增加（即股價上漲）。他們也發現上漲幅度決定於合併是否在相似型態的資產。也就是投資者發現 REITs 合併會有助於協力經營。近年來，LI, Elayan 同樣研究出證券市場對 REITs 宣布合併抱持正面且明顯的態度。然而，他們相信，這樣正向反映只是因為合併可以減少投資者稅的負擔。

McIntosh, Officer, Born 當他們驗證特定 REITs 對合併交易宣布時股價反應提出同樣證據。Elayan 和 Young 試驗不動產併購時全體或部分之市場反應，他們發現當 REITs 宣布合併決定時特定廠商會得到正收益。總結來說，這些證據似乎支持投資者在證券市場中會去評估合併活動。

然而 Cambell, Ghosh 和 Sirman 使用更大更多近年 REITs 合併例子時，卻提出不同看法。他們的結果指出市場對於一家公司合併的反應是負面的。依照這個發現，最近應該指望形成一個看法；或許 REITs 合併活動並無法有太多收穫。

## （二）用合併來擴大規模？

近年來有人認為到 REITs 正用合併方法增加規模是如何？這個現象在未來還會持續嗎？Campell, GHosh, Sirman 對這個問題提出個簡明的答案。他們指出 REITs 合併趨勢並沒有辦法發生除非符合三個必要條件：

1. 察覺經濟規模的確會降低成本和資本成本的降低確實存在。
2. 經濟規模效益地檢不會很早發生。
3. 即使經濟規模存在，REITs 必須能處理因為合併而產生的組織問題。

很清楚的需要依個別 REITs 對這 3 個條件的反應來看。然而，我們可以做一個結論那就是若是 REITs 合併沒有辦法獲得主要利益，則要發生 REITs 合併的大趨勢是不可能的。

給予 REITs 管理者特別保護避免被不友善的併購之法律確實存在。在 REITs 許可中之預備慣例，又稱 excess share provision，如果管理者不喜歡合併計畫或面對惡意合併，允許管理者終止投票和分割一些投資者的權利，這是一個有效的措施。

我們知道很少有企業喜歡看到自己的公司被其他公司購併，因為他們也許最後會失去工作、活力和權利。在沒有惡意購併之威脅下，對公司管理者而言要去嚴肅的談判是很困難的。這指出 REITs 合併有額外障礙需要克服 Campell, GHosh, Sirman 指出最有趣的現象就是在他們研究的樣本期間中並沒有惡意購併成功的例子。雖然惡意購併在非 REITs 市場中常發生，但在 REITs 市場中卻沒有這樣的行為，這也指出法律之保護是相當有效的。

這些說明投資者對合併方案之價值評估是很低之證據告訴我們在未來將會很少有合併活動產生除非規定變更。因此我們相信 REITs 平均規模若不變大，則

其成長將會是因為其內在成長而非透過合併。

## 五. 我們學到什麼？

若你是投資者，妳會喜歡大型 REITs 嗎？若你是 REITs 的管理者，妳應該用合併的方式讓 REITs 成長嗎？我們將這些問題的答案重點列出如下：

1. REITs 成長至規模經濟的話可能會帶來某些好處。
2. 然而，REITs 若太大，則規模經濟的好處會消失。
3. REITs 太大的話會使決策者間溝通困難。
4. 有證據顯示不動產是地區性的交易，這與 REITs 越大越好的哲學相違背。
5. 當 REITs 與股票市場的一般標的相比，規模是很小的。
6. 沒有確定證據顯示小型的 REITs 成長會優於大型 REITs。
7. 然而確有證據顯示投資人會為了大型 REITs 所擁有的資產而願意付更多的資金。
8. REITs 合併在 1990 中期是很好的主意。
9. 然而，投資人對 REITs 合併的評價並不高。
10. 因此，我們或許不會看到有人推薦 REITs，因此少數 REITs 主宰 REITs 市場的情況在近來不會發生。

## 六. 未來 REITs 的規模會如何？

本章所討論的很清楚的指出沒有人對 REITs 最適規模有答案。而精準的分析則需瞭解有何選擇。更進一步說，REITs 最適規模會依照每個 REITs 目標、資產型態、投資策略和管理哲學而不同。

對我們而言要一個特殊或限定地區不動產之證券化要能從規模經濟中得到效益是很困難的。然而，舉例而言，對一棟 A 級辦公大樓的證券化我們可以清楚看到規模經濟的好處。

本章呈現的證據告訴 REITs 管理者在 REITs 規模上並沒有固定的法則。管理者應該基於 REITs 標的、機會及限制決定規模。然而我們有一件事是如同一些專家所說的，在未來將不會有很多 REITs 存在。

雖然財務文獻指出規模會影響股票報酬，但對小型券商對 REITs 證券之影響卻尚未確定。當選擇 REITs 標的時，我們建議投資人應將注意力放在 REITs 的基礎而非其規模。