

不動證券化專題研究第八次上課記錄

時間：2003/11/28 (五) 16：10 到 19：00

授課：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

出席：張金鶚、林秋瑾、廖仲仁、章定火、曾偉豪、江穎慧、陳祥銘、陳憶茹、
林育聖、詹任偉、朱芳妮、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴、李泓見

記錄：陳祥銘

I. 「不動產證券化」條例---評價面整理

【不動產證券化估價與資訊發展現況與需求】

不動產證券價值認定：應重視不動產在經營、管理所產生的效益

不動產證券價值判斷：應取決於能夠創造多少收益與長期資產利得

「不動產證券化」條例及子法關於資產評價與資訊需求相關條文	
第二章 不動產投資信託	
第一節 投資信託基金之募集及私募	
第八條 投資信託計畫	一、信託財產預期收益之評價方法、評價基礎與專家意見。 二、投資計畫：包括購買、管理或處分之不動產的運用及控管程式、成本回收、財務預測及預估收益率等事項。
第十條 投資信託契約	一、不動產信託基金淨資產價值之計算方法(含不動產估價、評估基礎、進行估價期間、淨資產價值之計算)。 二、受益權單位淨資產價值之計算及公告。
第二節 不動產投資信託基金之運用	
第二十一條 資訊揭露	受益證券之行銷、訂約、資訊揭露、風險管理與內部稽核及內部控制等，由信託商業同業公會擬定報主管機關核定。
第二十二條 估價報告書	受託機構運用一定金額以上之不動產，先洽專業估價者出具估價報告書。 不動產估價主管機關或不動產估價師公會應就前項之估價報告書，訂定估價報告數範本，同時符合下列規定： 一、交易金額達三億元以上者，應由兩位以上之專業估價者進行估價。若估價者達百分之二十以上差異，受託機構應一不動產估價師法第四十一條規定辦理。 二、其他不動產估價主管機關規定之事項。
第二十五條 基金投資規定	一、投資公司短期票券之總金額，不得超過當日該不動產基金淨資產價值百分之十。 二、存款、投資債券、或短期票券金額，合計不得超過當日基金淨資產價值百分之二十及該金融機構淨值百分之十。 三、投資其他受託機構或特殊目的公司所發行之受益證券及資產基礎證券總額，不得超過當日該不動產基金淨資產價值百分之十。
第三節 投資信託基金之會計	
第二十六條 信託財產之淨資產價值計算	一、受託機構一信託業法第二十一條規定設置信託財產評審委員會，至少每三月評審信託基金之財產一次。 二、評審委員會得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為參考。 三、信託公會應對信託財產評審及淨資產價值之計算，擬定評審原則及計算標準。 四、受託單位對投資信託基金之淨資產價值，應按主管機關依前項核

	定之淨資產價值計算標準有關法令及一般公認會計原則計算之。 五、受託單位應於每一營業日計算，並公告前一營業日投資信託機構每受益權之淨資產淨值，若無重大變更，得依信託契約之約定，以附註揭露方式替代該資產價值重新計算。
第三章 不動產資產信託	
第二十九條申請資產信託	信託財產之估價報告書
第三十一條資產信託計畫	一、信託財產之內容及經專業估價者估價之財產價值。 二、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見。
第三十三條資產信託契約	一、信託財產之種類內容及依其第三十四條所為估價之價額。 二、信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配方法。
第三十四條	受託機構申報主管機關核准前，應先洽專業估價者出具估價報告
第三十六條	第二十一條 資訊揭露 第二十二條 估價報告書 第二十五條 資金投資規定 第二十六條 信託財產之淨資產價值計算以上條文皆於不動產資產信託準用之
不動產證券化相關子法(行政規則)	
訂定發布不動產投資信託基金投資於有價證券之比率及金額上限	一、依據不動產證券化條例第十七條第三項規定訂定之。 二、不動產投資信託基金投資於證券交易法第六條之有價證券，不得超過其募集發行額度之百分之四十及新臺幣六億元。 但投資於不動產證券化條例第十七條第一項第三款標的者，不在此限。
明定不動產證券化受託機構對於交易金額達一億元者應先出具估價報告書	受託機構運用不動產投資信託基金進行同一宗交易之不動產或不動產相關權利總金額達新臺幣一億元以上者，受託機構於交易前應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書
訂定發布不動產投資信託基金運用於現金等之最低比率	一、依據不動產證券化條例第十七條第二項規定訂定之。 二、茲規定不動產投資信託基金投資或運用於現金、政府債券及不動產證券化條例第十七條第一項第一款至第三款投資標的金額，合計不得低於該基金淨資產價值之百分之七十五，前揭運用於現金之範圍，包括銀行存款。

資料來源：不動產資訊中心及本團隊研究整理

II. 不動產證券化估價基礎→ 美國不動產定價之準則

1. 誰是租戶？租期長短？

租戶 收益預期、風險值、資本還原利率

租期 租期越長風險越**小**

2. 商圈的規模

收益預期

3. 需求面的預測

對於不動產市場的需求，根據不同的產品運用不相同的需求指標

4. 供給面的預測

台灣唯一判斷供給量的方式就是透過營建署每月編製的建照與使照的統計，建照的數量提供兩至三年後可能進入市場的開發量，使照的面積則代表目前進入不動產市場的量。

5.市場佔有率與胃納量

產品生命週期理論：新興產品由於市場投入者少，容易獲得高報酬利潤逐漸邁向成熟與衰退，市場上的需求飽和度及同質產品排他性等問題，獲得的邊際利潤(marginal profit)遞減。

6.財務可行性

借用銀行授信所依據的 5 P 原則，評估投資標的物財務可行性：

委託人與管理單位	PEOPLE	評估其標的物的建造工程品質與專案管理能力，其創造穩定收益的能力。
投資用途	PURPOSE	辦公室、零售、飯店、工廠或出租公寓等等
還款計畫	PAYMENT	投資報酬率及利潤率有多少？
債權保障	PROTECTION	是否經過信用保證與加強？
風險評估	PERSPECTIVE	系統風險(總體)—通貨膨脹、利率 非系統風險(個別)—可以因分散投資而減低

【蒐集資料是估價作業最重要也是最困難的一環】

美國上市公司 IPO 不動產的價值判斷準則（資產價值的評價原則）：

- (1) 可量化指標：.收益的穩定性及成長性、資產淨值的計算準則
- (2) 不能量化指標：建物的品質、建材、折舊及管理機構的經營能力

III. 不動產證券化估價基礎→日本上市公司資產評價方式

- 1. 公司信譽
- 2. 經營能力
- 3. 獨立性(是否為子公司或關係企業)
- 4. 守法性
- 5. 負債比例
- 6. 獲利率
- 7. 資產組合情形
- 8. 地區分散性。

IV. 不動產證券化估價基礎→不動產估價需考量之部份

- 1. 經營者的型態與品質
- 2. 個別產品的供給與需求預測
- 3. 區域市場的供需變動與量價關係
- 4. 總體經濟發展情勢等等通盤考量

* 信託財產評審及淨資產價值之計算，仰賴有公信力的不動產資料庫：

不動產估價所需調查的資料，必須由政府資料的整合與民間的市場行情統計與歷史性的交易與出租資料來佐證，且證券化後之不動產市場也必須提供透明與完整的資訊給予投資大眾。這項工作須有政府力量介入，由有公信力的第三團體辦理。建議仿照財政部證期會成立的「公開資訊觀測站」，來成立「不動產與金融資產公開資訊觀測站」，建立可供主管機關與相關估價業者參考的各種計算假設與評價指標。包括基金淨資產價值、不動產估價、評估基礎等等資訊揭露事項與風險評估。

不動產資料庫建立之方式：

- 1. 協調民間業者（包括銀行、仲介業、顧問公司等單位），建立不動產估價資料庫
- 2. 協調整合政府部門關於總體經濟與區域經濟的各項指標
- 3. 建立各地區各類型市場的供給與需求
- 4. 依不動產證券化資產即時評價所需訂定各項參考指標與參數，並定期發佈各區域各類型的租金成長率(Rental Growth Rate)、淨收入成長率(Net Income Growth)、收入報酬(Income Return)、投資報酬率(Total Return)、資本成長率(Capital Value Growth)、初始資本還原率(Initial Yield)、平均資本還原率(Equivalent Yield)與年終資產價值(End Year Capital Value)等。

討論部分：

佳鈴：由於 REITs 盈餘的 90% 必須分配給證券持有人，所以在評價上除了對不動產的估價外，經營（管理）者是否有足夠能力賺取穩定的不動產收益在證

券化評價來說相當重要。

張老師：然而，我們該如何評估經營狀況？國外可能有一些相關的評等標準（rating）可供參考，但在國內來說由於經驗的缺乏，尚須一段時間之建立。

仲仁學長：除此之外，如同大綱第 8 頁所說當兩個市場價值出現不一致的情形時，REITs 會採取買或賣資產的策略使兩者達到一致，當 property 市場高於股票市場價值時，表示 REITs 由正 NPV 計畫賺取到利潤，此時公司將採取出售資產將利益分配給股東。這表示在 REITs 的評價中不可忽視基金管理者的操盤能力。

張老師：國內有基金經理人的相關 rating 評等資料，但他們均無管理 REITs 的相關經驗，使得 rating 的評價並不能完全反應經理人管理 REITs 的能力。

林老師：在證券化評價上，不同類型的 REITs 其管理方式有所差異，故在評價上亦可能需要不同的評價方法。

V. 總體層面評價 II REITs

資料來源：Commerical Real Estate analysis and investments Geltner, Dawid & Miller Norman G. (2001)

Ch24 總體層面評價 II REITs

24.1 股票市場中的 REIT 評價

24.1.1 Gordon Model 高登模式

24.1.2 基本成長機會

24.1.3 REITs 是成長股或收益股

24.1.4 獨特的環境：雙軌資產市場。

24.2 REIT 分析，專有名詞與問題

24.2.1 稅與規定之限制

24.2.2 REITs 盈收之衡量

24.2.3 代理成本：利益衝突

24.3 REIT 管理策略之要點

24.4 REIT 之基本特質與價值：二個模型

24.5 章點摘要：REITs 投資者之動機（要點）。

學習目的：

- (1) 投資實體之總體層面之評價之基本過程，如同於股票市場之 REIT 之評價之例示。
- (2) 成長與所得股票之差異性、獨特會計帳專有名詞與習慣用法之 REIT 股票之分析
- (3) REIT 管理策略之主要動機與目的
- (4) 兩個主要模型：(a) REITs 基本特質之描述 (b) 二個 REIT 評價模型之應用

V. 總體層面評價 II REITs 24.1 報告大綱

重點：以股票市場的基本公司評價方式運用於 REIT 評價

24.1 股票市場中的 REIT 評價

24.1.1 Gordon Model 高登模式

24.1.2 基本成長機會

24.1.3 REITs 是成長股或是收益股

24.1.4 獨特的環境：雙軌資產市場

● Macrolevel Valuation 總體層面評價

對 REIT 而言總體層面投資分析相對於個別不動產投資，是相當重要的，這是因為 REITs 是擁有資產的投資組合，且其投資組合並非是靜態，而是動態性、時常改變的，不僅是當 REIT 買賣個別資產時會發生變動，而且 REIT 進行開發建築等活動也會造成變動。

在 REITs 發展初期，其被賦予的是被動資產的投資組合 (passive portfolios of properties) 角色，自 1990 年之後，REITs 開始主動參與，今日主要 REITs 都是主動型運作公司 (active operating firms)。

21 世紀典型大型 REITs 都是提供垂直整合商用不動產服務，垂直連接對單一公司而言是指由素地取得延伸到開發、投資組合管理 (就是所謂的資產管理 asset management)，一直到經營階段的資產管理 (operational-level property management)。

主要 REITs 在公開股票市場交易，就 Wall Street 分析師而言，其視之為運作型公司 (operationl firms)，也就是主動型管理公司 (換言之，非被動型資產投資組合)。因此，REITs 的評價模式基本上與公開市場交易公司的相同，以折現現金流量分析，而現金流量包含所有來自於不動產持有與處理，包括來自於資產未來現金流量的預期。不過，雖然 REITs 在股票市場上的的評價基本與其他公司相類似，但 REITs 畢竟是 **不動產** 公司，其主要活動還是被限制在不動產業相關活動，如此才能維持 REITs 的免稅身份。因此，視 REITs 為總體不動產投資實體 (macrolevel real estate investment entities) 是合宜的。

24.1 高登模式

股利評價模式

由經濟原理我們知道，一種資產的經濟價值是等於其未來所能產生淨資金 (NetCashFlows) 的現值。股票本身可被視為一種資產，它提供持有者 (或股東) 一系列的未來股利與出售時的價格收入。所以，股票的經濟價值 (或合理價值) 可由其未來的股利與售價的現值所決定。也可由其未來所有股利的現值決定。我們證明如下。假設某投資者持有某種股票一年，該股票的現值 (即經濟價值) 為

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots$$

此公式代表股價經濟價值的一般公式。在應用時因股利的成長呈現不同的模式故此公式可改變轉換成不同的模型。

D_t : 預期 REITs 年度可分配股利

K : 股票市場需要的長期預期報酬率

以下以高登模型為例：

高登模型 (Gordon Model)

高登模型是股利折現模型的一種特殊模型。高登模型本身隱含下列假設：

1. 股利成長率 (g) 是固定，且永不變。
2. 市場資本成本 (k) 固定不變，且必須大於股利成長率 (k > g)
3. 評估的股票付股利。
4. 股利的支付為盈餘的一固定比率。我們稱此比率為股利支付比率 (Paid-out Ratio)。

假設 1.及 4.，未必與實務吻合。它可修改成包括不同股利成長的模型與不同的股利支付比率。此外，資本成本(k)固定的假設，代表公司的資本結構完全由股東盈餘支持。也就是說新資本的來源完全來自股東盈餘，而非來自新股發行或對外舉債(發行公司債券)。這資本成本固定的假設，在股利折現模型下，較難加以修改符合實務。

GGM (Gordon growth model) 高登成長模型

根據第一假設，若股利以一固定的成長率(g)成長，則第 t 年的(期望)股利成為

$D_t = D_0(1+g)^t$, D_0 為本年已發行股份 D，。公式的股利折現模型成為:

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}, D_1 = D_0(1+g)$$

由高登模型得知，股票的現值(即經濟價值)取決於三種因素:未來股利的大小(Dt)，公司的市場資本化比率(k)與股利的成長率(g)。這三因素對股票現值的影響分析如下:

- (1) 股利分配愈大(Dt)，股票的現值(P)愈大。
- (2) 股利的成長率愈高，股票的現值愈大。
- (3) 資本成本(k)愈大的股票,其現值愈小。資本成本(k)(在此可稱為 Cost of Equity).較高的股票，代表其系統風險也較高，故其經濟價值較低。

以上的股利折現模式是根據一家公司未來的收益與獲利，以現金流量的型態，依適當的折現率計算股票的理論價值。除此之外，尚有其他評估股票價值的方法，例如市場比較法，即在尋找與評估公司性質相近的公司，作為公司價值比較的對象，最後再根據兩者的差異，調整公司的評價(溢價或折價)。另外還有以公司資產負債表上的淨值作為評價基本依據的成本法。

在 GGM 模型中，Dt 是來自於由 REITs 持有或處分資產所產生的淨資產現金流量。因此，股票分析者必須瞭解公司目前持有的資產及運作經營的實際情況與其負債，因為這些是主要決定公司短期可支付股利的根源。

g 是長期平均預期股利成長率，主要是由兩個考量因素所反映，最基本的考量是指依據現有資產現金流量成長率估計 (existing property cash flow growth, or same-store growth (REITs 專精於零售業)); 是指依據稅前現金流量 (equity-before-tax cash flow, EBTCF) 估計，反映公司基礎資產 (靜態投資組合 static portfolio) 淨營運現金 (PBTCF) 的成長情形。第二個考量是指 REITs 公司的成長機會 (growth opportunities), 專案計畫帶來公司的成長機會 (正 NPV)。

k 平均資金成本，資金成本 (K_s) 的算法至少有三種：

- (1) 用 CAPM(資本資產訂價模式)推估出來： $K_s = K_f + \beta \times (K_m - K_f)$
- (2) 用債券殖利率+主觀判斷的風險貼水，例如一個公司的債券殖利率是 11%，主觀的風險貼水是 5%，則資金成本為 16%。
 $K = K_f + RP$, K = 無風險利率 + 風險貼水
- (3) 現金流量折現法，即如股利評價模式 $K = D / P_0 + g$ 。
 $K =$ 股利收益率 + 股利成長率

風險與成長的預期會受到公司融資策略 (financing policy) 的影響，不同的融資槓桿程度對於風險的影響即有所不同。在均衡時普通股必要報酬率=普通股

預期報酬率=預期股利收益率+預期股利成長率，上述估算普通股必要報酬率(亦即保留盈餘成本)的方法，稱為折算現金流量法。預期股利收益率的決定比較容易，但要找出一個適當的預測股利成長率可就難多了。如果公司過去的盈餘與股利皆能維持穩定的成長，而且投資人也預期過去的成長趨勢會維持到未來，則我們可以根據過去的成長率來決定 g 值。但是如果由於公司本身特殊情況或經濟景氣等緣故，使得公司過去的成長率起伏不定，則投資人就無法根據公司過去成長率來預測其未來成長率。處於上述情況下，我們只好應用其他方法來估算 g 值。在美國，證券分析師通常根據預估銷售額、稅後淨利和公司競爭力等因素，來進行盈餘與股利成長率的預測。因此投資人或公司的管理當局只要獲得證券分析師的預測結果，再配合自行算出的預期股利收益成長率，就能估算出公司的保留盈餘成本，亦即保留盈餘成本=預期股利收益率+證券分析師對公司成長率的預測。實務上，由於折算現金流量法所需的各項投入因素通常最容易獲得，所以證券分析師在估計保留盈餘成本時，遂相當依賴這種方法。

24.1.2 基本成長機會

投資者時常會問所投資的股票是成長股或是收益投資？

由前述的討論，可發現從某些層面而言，公司可藉由股利政策來控制是成長或是收益，也就是利用再投資比率(plowback ratio)來保留公司盈餘或分配股利。不過，儘管再投資比率高低會影響股利收益率，重要的是不能投資在負 NPV 的專案計畫，因為，如果投資人發覺公司保留盈餘去投資負 NPV 的計畫時，投資人將很快會出售股票，造成股價下滑。基於此原因，長期成長型股票的特色必須是真實且持續的成長機會，特別是限制在正 NPV 的投資機會。

收益股 income stocks	成長股 growth stock
是指企業穩定配息的個股，且其配股的報酬率優於普遍一般公司。此類型股票較容易吸引年長者或已退休的投資人。就美國而言，大部份公開發行的股票都屬收益股。	是指企業營收獲利情況愈來愈好，且優於一般產業成長速度的個股。就目前而言，與科技相關企業產業成長力道普遍都較傳統產業佳，例如，主機板、筆記型電腦、半導體相關、網際網路、通訊、光電、生化科技等產業都被視為成長股。

範例分析：

BOB and Sioux 兩種不同類型 REITs 比較

BOB REITs：屬於收益型，以經營收益型商用不動產為投資組合的被動式擁有者。

基於 GGM model，BOB 公司價值假設為：

每年預期收益 \$ 100，預期股票市場需要報酬率為 0.10，無負債

$$E_{BOB} = \frac{\$100}{0.10 - 0.0} = \frac{\$100}{0.10} = \$1000$$

Sioux REITs：

$$\begin{aligned} E_{BOB} &= PV(Existing) + PV(Growth) \\ &= \frac{\$50}{0.10 - 0.0} + \frac{\$600}{1 + 0.20} = (\$500 + \$500) = \$1000 \end{aligned}$$

相同市場價值，但是價值來源不同，所以 P/Earn →

$$\frac{P}{\text{Earn}_{\text{BOB}}} = \frac{\$1000}{\$100} = 10 \qquad \frac{P}{\text{Earn}_{\text{SIoux}}} = \frac{\$1000}{\$50} = 20$$

24.1.3 REITS 是成長股或是收益股

在瞭解成長股與收益股的差異之後，我們可以發現大多數的 REITs 是收益股而非成長股，這是基於以下兩個原因：(1) REITs 為維持免稅身份，規定 90% 盈餘必須分配。(2) most REITs 所投資的資產是收益導向資產 (income-oriented assets)

雖然長期而言，REITs 傾向收益股勝於成長股，然而 REITs 還是有成長股的潛力。A paraphrase of Abraham Lincoln:

*Most REITs are not growth stocks most of the time,
But some REITs are growth stocks most of the time,
And most REITs are growth stocks some of the time.*

24.1.4 獨特的環境：雙軌資產市場

private V.S. public Property V.S. Stock

- 雙資本市場情境 (dual asset market situation)
- private property market 價值並不穩定
- 依據歷史經驗，長期而言兩個市場價值會達成某種均衡，但短期可能會出現兩個市場不一致的情形。
- 當兩個市場價值出現不一致的情形時，REITs 會採取買或賣資產的策略使兩者達到一致。
- 當 property 市場高於股票市場價值時，表示 REITs 由正 NPV 計畫賺取到利潤，此時公司將採取出售資產將利益分配給股東。而此時期的 REITs 會成為 "shrinking stocks"。
- 由於 REITs 的價值會受到這兩個市場相關資產價值的影響，REITs 投資者必須瞭解到這樣變化的真實面。對投資者而言，要預測 REIT 價值轉折點相當困難。

收益型與成長型 REITs 分類之釐清：(與 p.8 表格搭配閱讀)

收益型：具有穩定租金收益 (在美國大部分的 REITs 均為此類型)

成長型：類似開發型證券化，其價值來自於未來較確定之開發計畫價值折現

討論部分：

張老師：所以由美國的經驗來看，對於 REITs 的評價還是以傳統的公司評價方式為主，但其中需將不動產因素納入考量。

仲仁學長：美國大部分的 REITs 均為收益型的原因是因為法令規定 90% 的盈餘必須被分配，所導致 REITs 的發展傾向為收益型，而成長型因開發作業需要較高的保留盈餘，對投資人而言可能會認為開發型的 REITs 無法提供穩定固定之配息，所以大多數 REITs 所投資的資產為收益型資產。

定火宣學長：這也有可能是表示在美國開發型 REITs 的獲利不如收益型 REITs，亦即股票市場競爭下的結果。

V. 總體層面評價 II REITs 24.2 報告大綱

* 稅負及規定之限制

REITs 最顯著的特徵為免徵公司法人所得稅，因為其稅負上優惠，REIT 被賦予了一些特有營運上的限制，其限制如下：

1. 不可有 50 % 以上的 REITs 股份為 5 人 or 5 人以下持有，且須有 100 個不同的證券持有人（5 人 or 5 人以下規則）。
2. 至少有 75 % 的資產價值投資於不動產、抵押權放款、現金或政府債券，及 75 % 以上的 REITs 收益是直接或間接由不動產（含抵押、合夥或其他的 REIT）而來。
3. REITs 應課稅所得（盈餘）的 90 %，必須分配給證券持有人，作為每年的股息分配。
4. REITs 主要的收入是要來自於消極的資產（如租金及貸款利息），其不同於短期交易及出售不動產。對於法人之非不動產收入的應課稅部分不可使用稅盾。
5. REITs 之不動產需持有超過 4 年以上才可出售，且出售部分不可超過總資產的 10 %。

* REITs 盈收之衡量---FFO 與 FAD

FFO (funds from operations) : 營運收入(Working Income)

REIT 淨所得(依會計方式計算)

- + 不動產減價損失（不動產折舊加回計算）
- + （特別股）股息分配
- 出售不動產或其他部分之利得（非藉由不動產資產營運所得）

FFO

【註】特別股：沒有投票權的股東（如 UPREITs 中的合夥人或特定公司內部人員），但須發放股利給這些股東。

FAD (funds available for distribution) : 發放給股東之基金

FFO

- 不動產維護費用（CI）（為維持資產原來狀態，以保有持有不動產之收益所必需支付的費用）
- 每期本金償還額（AMORT）
- +or- 直線租金調整(可能因契約規定而讓個案租金支付方式有所差異（如約定先收一定年期之租金），故需做此調整)

FAD

* 代理成本：利益衝突

許多大公司需要多樣化的利益團體或股票持有人，如股東債券持有人其他貸方管理人員工及顧客，而這些團體一起分享公司的利益，必然會產生利益衝突。利益衝突會造成公司價值減少，且利益衝突會多為代理成本所造成的。如委外經

營管理時，即造成投資大眾分配利益與管理人之代理成本間產生衝突。而於 REIT 中所產生之利益衝突種類如下：

1. 以 UPREIT 為交易之方式

UPREIT 為 REITs 機關不直接擁有不動產所有權而經營不動產，其與不動產所有人間為合夥關係，而這樣的結構使得 REIT 機關由所有人延遲變賣資產而獲得資產，但這樣的結構非常複雜，且產生潛在的利益衝突。最明顯的事實是 REIT 藉分享利益給合夥人來控制其出售資產的時間。而於出售資產時，這些合夥人通常有較大的資本利得的稅負，相對於 REITs 證券持有人，因此於出售資產時，稅基的利益衝突便產生在 REITs 證券持有人與合夥人之間。

2. REITs 以外的不動產利益

一般 REITs 藉由個人或成功的私人不動產承包商及管理人之團體來發行及保留有效支配，而管理人並不會將不動產所有的利潤放在 REITs 裡，如一些資產可能仍保留在 REITs 之外，或管理 REITs 以外的資產，或出租 REITs 以外之事業，因此 Sagalyn 認為這樣造成資源分配及競合的潛在利益衝突，前者為 REITs 管理者除 REITs 之外，仍有其他時間及利潤需求，且為了供應 REITs 以外之利益，可能因此忽略了一些於 REITs 上之責任。後者的利益衝突為管理者於管理 REITs 資產時可能有外部利益，如 REITs 管理人於管理 REITs 資產時，可能擁有資產或經營出租業務時獲得利益。

3. 管理人先行處理潛在問題

管理人或發行股東之其他的外部利益為自行先行處理，其指的是 REITs 於處理相關實體時，視為少於權利長度之交易，如 REITs 可能雇用參加管理或發行股東的公司，來提供資產管理或出租服務，如果這些約定包含所謂的內線交易，來提供較一般約定好的外部權益，因此就會傷害到 REITs 其他證券持有人。

V. 總體層面評價 II REITs 24.3 報告大綱

REIT 管理策略之主要動機與目的

不動產之傳統名言：區位、區位、區位 現代 REIT 傳統名言：管理、管理、管理

- * 融資策略(財務策略)
 - REITs 90% 盈收分配之需求會使得 REITs 額外融資之壓力。分配之需求意味著 REITs 必需更頻繁需求外部資金。
 - 酬謝成長公司以高的價格與盈放比之乘數於其股價中，提高這些公司之股份持有者之利益。
 - 資金一般來自於不是負債之形式，就是權益(發新股)之形成。(亦即資金來自於內部或外部融資)
 - 預期 REIT 更傾向喜好權益，更甚於負債之融資(財務)。
 - 財務桿槓之特色給予負債融資可考慮之訴求於 REITs 上，大多數公司仍選擇負債財務(融資)
 - 股票市場有名於一旦被咬，再次膽怯。
 - 大部分而言 REITs 欲保持負債不超過 40% 之總資產價值
 - 相對於保守負債之定位，結合成長之壓力，更易使 REITs 企圖以低利息之負債策略去極大化正槓桿之程度。典型上嘗試備用以短期或浮動或可調整之利率負債。
 - REIT 財務策略為平衡角色

- * 管理特殊化策略
 - 1990 年代 REITs 管理策略之重要特性，為特殊化之 REITs 或聚焦於不動產之類型，如有時候二個相近有關之類型如產業與辦公室不動產管理。
 - REITs 可多樣化於其擁有購買不同 REITs 之股票，且較複雜之 1990 年代之機構投資者，較喜好多樣化之決策由自己決定。
 - REITs 90 年代試著特殊化之領域含有公寓、購物中心、小的零售中心，旅館、辦公室及產業不動產(或混合其中二者)，更小、更獨特活動範圍被開發如同自我倉儲者、工廠住宅、高爾夫球場地及其他。
 - 特殊化之主要之價值，並非加諸於公司營運可獲利性，而是加於公司之股票價值。

- * 商標價值策略
 - REITs 之價值加於對建築物之品牌、最後顧客間之商譽與空間之使用者之認知
 - 零售業與餐廳(大飯店)很成功的應用了此項策略
 - 最有名之建築物品牌為 Simon 為購物中心之 REIT
 - 若 Simon 中心一致性之提供足夠品質與服務，顧客會加價值於其品牌，相較於其他更方便之中心而言，及選擇 Simon 中心為其下次旅遊(移動)之處。
 - 然而品牌認知可增加地理範圍之效用，與對於商標價值之建立
 - 例如租賃者於 P 公寓，計劃前往另一個城市，而後違其租約，相較之下租賃違約金之處罰，不動產管理者允許租賃者違約，但提供

其相同 P 公司之公寓於新城市中，高品質服務及適宜性之一致性，可幫助 REITs 留住更長期之租賃者且經驗到低且平均化之空置率分佈於其各投資組合之不動產之中。

- 建築物之商標價值之策略雖仍未被 REIT 之產業所證明，但有在一些邏輯支持商標價值之建立且與經濟規模與地理範圍組合之觀念。

★ 垂直整合策略

- 新建築物之生產過程之整合 (1) 向上游之垂直整合 → 生產，開發土地基地之權利獲取與未來之建造。(1) 向下游之垂直整合 → 生產與運作過程含不動產管理，租約相關服務。
- 垂直整合允許 REITs 當 NAV 淨資產價值大於股票市場評價時，出售不動獲利，同時保有營運規模與地理範圍，並藉此控制其出售之不動產之營運之管理。
- 大多數之現代 REIT 展示至少一些程度之垂直整合，此為現代 REIT 管理策略之重要指標。

★ 經濟規模策略

- 平均生產成本下降，生產增加
- 在 U.S. 大多數資本密集之產業展現經濟規模，至少到現在(1994)較大 REITs 經歷較低之成本。
- 藉由合併購買組合其他之 REITs，購私人不動產市場之不動產建造新的不動產，直達到經濟規模。
- 不動產研究機構由 REIT 發現經濟規模於 REIT 之行政與管理支出上。
- 最大部分為資金成本，REIT 公司層面之平均資金成本與公司大小明顯形成反比。
- 財務基礎之經濟規模，公司不必一定須擁有不動產，也可達到不動產管理之規模經濟之利益。
- 短期而言，在 1990 年代規模經濟在 REIT 之產業中是有其功用的。

★ 空間市場之權力(市場力⇒影響租金之能力)

- 大的 REITs 有能力求得市場力量之策略(影響租金之能力)。
- 市場力量(影響租金之能力)來自地理特殊化與地區專案之集中。

V. 總體層面評價 II REITs 24.4 報告大綱

REIT 基本特質與價值

* 股票市場及不動產市場評價之不同

REIT 有兩個資產市場的涵義，即為權益分享的股票市場及物質上財產交易的不動產市場，且這兩個市場之評價方式是不一致的。就理性的投資者而言，較喜好財務經濟及資金市場，其重要的原因為不動產投資及 REIT 投資的投資風險及報酬特性。所以接下來要談論股票市場及不動產市場評價之不同。

之前多以個體觀點來主張股票及不動產市場之評價的不同，從這樣的觀點我們可以去議論其兩個市場於長期價值上是否會趨於一致，我們主張這樣的議題可能會反映出兩者較大不同處為資訊效率的不同。由於股票市場的評價為透明化，所以 REIT 之股份價格在時間上市領先個人不動產市場價值之評價結果。此落後領先之分析是個未定論，但一般大約為 1-3 年之期間。

* 總體的觀點上的兩種模式：封閉型共同基金及營業法人之 REIT

當個體的觀點不懷疑兩個市場間評價之不同時，總體的觀點上則產生了非常不同之模式，一個認為 REIT 為被動的投資工具，如封閉型基金；一個認為 REIT 為營業法人，其為積極投資，且以收益型不動產及房客與使用者之服務為目的。特別的部份，為封閉型基金主張 REIT 分配傾向於交易價值低於 NAV，而營業法人趨向於交易價值高於 NAV，其為模式不同之原因。

* 共同基金 REIT (封閉型基金的 REIT，被動經營)

首先考量封閉型基金的 REIT 模式，這些模式的 REIT 會增加一大筆轉付證券及技巧，來使得小型投資者去投資多樣化的收益不動產之投資組合，當為了保留流動性及避開積極管理，所以試著以透過積極投資組合管理、財產交易來增加價值，但不動產市場有較高的搜尋成本及交易成本，再加上稅賦之優惠，而被限制於不可積極交易，而在這些限制下同意 REIT 以共同基金方式來積極交易增加價值。

共同基金型的 REIT 有附加成本及資訊風險，而抵銷了上述之附加價值。其中一種附加成本為簡單的經營管理之附加階層及資產成本或投資組合管理成本，這些成本將會大於 REIT 更積極管理。若投資者直接投資於不動產上，就需要自行吸收這些額外的階層成本。又其中一個較為重要的成本為代理成本。(於 24.2.3 提過) 在總體上另一項增加的成本，為對於股票市場的了解較少，由於股票市場之資訊在某方面是有效率。但不動產的評價有其專業領域，其為傳統的股票市場的投資者或分析師可能會了解不足，而不如傳統的不動產市場的投資人或評價人。當投資者不了解剛開始之風險及折現之相對價值時，諷刺的是，共同基金型的 REIT 也會因缺乏透明化及了解能力而損失一些價值。

其應該承認封閉式之共同基金會趨向於 NAV 折現之交易，即使當他們的投資組合中含有公開交易的證券，其理由為管理及控制的附帶階層，使得投資者及資產增加階層風險。即使是藉由基金方式去持有資產，也很容易了解這樣的投資者。共同基金管理可能會衝擊短期市場，但當他們資產管理水準決定增加階層風險，而在均衡時，投資者為了承受額外的階層風險時，會受到補償，在高出較多的報酬時，其為唯一方式去獲得較高的平均報酬，因為封閉型基金於交易價值低於 NAV 時分配。

* 營運法人之 REIT (非被動經營)

另一種 REIT 模型為營運法人，在這種 REIT 模型並非為被動的轉付工具，他是財貨及服務的企業提供者，於資金集中的產業中，需具有至少一些同意的規模經濟，即使在不動產市場中缺乏同意的資產評價。一些 REIT 可能有實在的成長機會，不是在個體市場就是在總體市場的基礎上，成功的 REIT 會發展及培育增加創造性價值的能力，為了去發現及取得成長機會的利益，這樣的 REIT 通常不會是高飛行的成長股票，如傳統的技术或快速拓展的貿易。但他們能持久追蹤適度成長的紀錄並放在一起，並於進行之收益為穩定的供應，這樣的公司最後將會拓展。而無有效及無能力管理之 REIT 將不會成長，且可能會趨向於縮小或被成功的 REIT 取代，其是根據股票市場不變的法則，即生存競爭法則(叢林法則)，隨時間經過，資金市場的競爭會趨向淘汰無效率及無企業化之 REIT，僅留下最有能力營運之法人，這種模型看出 REIT 非常像傳統產業及服務法人，在這種模型之 REIT 部門，最後將可能會被相對較少或相對較大的公司所支配，大部份於股票市場成功之公司，其交易的市場價值為超過其書面價值，在 REIT 關係上可能會轉為於交易價格高於 NAV 之服務公司。

* REIT 存活之要件：有效率及企業化經營

而這兩種模型何者可以持久存活呢？當其他人生產相反之產品時，趨向 NAV 折現價值之交易的 REIT 會存活，但也有可能兩者都存在，其涵義為 REIT 是由不同成分所形成的。共同基金模型可能較適合一些 REIT，而經營法人模型可能較適合其他的 REIT，但也有可能傾向於股票市場將其固定分為市場分類或市場型式，股票市場將 REIT 描寫為共同基金型及營運法人型，這些型類在股票市場上是用於描寫 REIT，其可能會隨時間而改變，這些改變可能使一部分傳統的 REIT 真正的改變了，且 REIT 會於這樣的環境下營運著。此部份為個體與總體間於股票市場及不動產市場間評價不同的重要影響。企業化的 REIT 要去發現成長的機會，於不動產市場之資產價值相當高時，是非常困難的，即使有足夠的能力。在這樣的時間內，全部或大部分的 REIT 很少會變成相對消極，在這樣的情況下對 REIT 而言，於共同基金模型中有不同的行為涵義是相對困難的，而對股票市場而言，去描寫共同基金的 REIT 是相對容易的，當資產價值於不動產市場上有反常地下降時，這是有可能的。REIT 去發現成長的機會是簡單，且對股票市場去取代營運型亦是簡單的，即為不變之定律。假如股票市場察覺共同基金型的 REIT，即折現價值低於 NAV 時。其會使得 REIT 的行動要像企業、成長法人一樣，是相對的困難的，因為大部分資金成長及發行股票及公債於公開資金市場的特徵是相對困難及昂貴的。

在 1970 年代至 1980 年代形成大量之共同基金的 REIT 且其趨向於 NAV 折現的交易。而在大部分的 1990 年代營運法人的 REIT 大量形成，這些不同不僅是認知上而已，事實上，大量的改變在產業上，其開始於 1986 年之稅賦革新，幫助了 REIT 的管理，使 REIT 經由股票市場有大量的資金收入，於 1990 年代有大量的金融公司成立營運法人模型，在以產業為首的 21 世紀早期要去預測是困難的，但可打賭的是營運法人模型為主，並或於不同時期會與共同基金模型混合。

討論部分：

REITs 分類整理：

依經營主體分	依管理方式分	依收益方式分 (p.8)
營運法人	主動(自行經營管理)型	收益型(租金收益)
	被動(委外管理)型	成長型(未來開發收益)
封閉型基金或股票	---	

張老師：所以台灣很多資產信託應會採取委外管理，而建築業者應會採自行管理方式。而文中最後也提到未來發行主體將會以營運法人模型為主，並或於不同時期會與共同基金模型混合，值得注意。

VI. 權益 REIT 評價

Valuation and Equity Real Estate Investment Trust Richard J. Behrens, CPA
The Appraisal Journal, 62, 1 pp 150-152, Jan. 1994

Accounting And The Appraiser (記帳與評價人)

在華爾街之文獻中那是平常的事，經常看到 REITs 為最流動性型式之權益 REITs，對於許多投資者，尤其包含技術性管理良好機構，權益不動產證券(EREITs) 用來作為直接投資不動產之替代品，並用於投資組合之中。並且 REITs 如同間接不動產投資並加上流動性之吸引力。其吸引力不但是由於其為不動產或不動產之替代品投資中投資組合多樣性外，其一般性之減少風險及獲得較高利潤亦為吸引力之處。

多樣性之獲利藉由混合不動產於投資組合中，並非僅將其不同之資產之自有權組合之特色而達分散之特性，其另由於不動產之報酬與風險為與一般股票及債券市場負之相關所致，由過去來看，當股票或債券市場下跌時，不動產市場為上漲的！因此形成投資組合之報酬多樣性之混合資產之投資組合，給予不動產、股票與債券相互之補償，且被華爾街及學術出版品引用者。

REITs 為間接不動產之替代品，能改變投資組合中多樣性之潛在能力為許多投資者所尋求的！不論 EREIT 為不動產或是任何一種產品在評價之決策中其是被考慮的，原因在很多之研究中其與直接不動產、股票、債券之比較，結果 REITs 總報酬高的相關性形成。其總報酬 r (所得+資本利得)與股票市場總報酬衡量 R^2 大約 69%~75%，僅弱的或負相關存在於不動產與 REITs 之間 R^2 大約 29%~10%。REITs 與股票與 REITs 與不動產報酬與替代性之關係異於不同之資料庫、時間期之研究中使用。但研究中獲得一致之結果在 1978~1992 年間，REITs 之總報酬與股票市場之關聯性高於與不動產之關係。

不動產投資(證券)信託之評價 REIT Valuation

有限的關係存在於 REIT 與直接不動產報酬之間，其關係為評價內容所關心的，原因為信託(證券)只簡單為一合法之工具，形成不動產投資組合之權益之利益，REIT 代表著選稅與融資之決策，因此，REIT 之價值或著說每股份之價值(股價)現階段的反應是多於不動產的。評價是須對於一般 REIT 之替代性與經濟結構調查的。合法資產之結構可代表為負債或權益，REIT 可由權益資產、負債

資產或二者之組合資產所形成。其分別定義權益 REIT、貸款 REIT 及混合型 REIT。

一般不同程度之結構之 REIT 會影響其評價之問題其結構如下：

- (1) REITs 證券化其不動產資產之所有權。
- (2) EREITs 投資既存之所得性不動產與開發性專案；房貸性 REIT 投資於房貸或房貸之匯總；混合性 REIT 投資於二者房貸與權益之定位。
- (3) REITs 如同為合法之實體或信託並非所得稅之對象，僅遵守美國國稅局之規定其不會有重複課公司稅之情形。
- (4) REITs 如同經濟或合作之實體，提供不同專案之服務於投資組合為投資機會之中。
- (5) 最主要之特色為 REIT 由其投資之所得之盈收中 95% 總支付股利。

這此 REIT 之特點提供評價參考要點。首先並非所有之 REITs 可以為直接不動產投資替代品之考慮，最好的僅權益性 REIT 存在此替代性之潛力。其次所(自)有權之結構形成企業或合夥(信託)關係形成現況之尾隨之價值。REIT 之事實，如同現況之要點存在有四個基本功能，與投資組合管理或分析相關聯者其功能分析如下：

- (1) 資產累積功能：其牽涉到確認、協商、與最後權利之取得，亦即已存在商用不動產與開發專案之新產品為對象。資產之累積尾隨所有事業之活動，含有已存在資產之購買及新產品之生產。
- (2) 資產管理功能：其依不動產之特性，可能延伸數年或數十年資產管理，含所有企業活動於經營維修、監督、及不動產或企業之市場性。
- (3) 資產配置(處分)功能：對於固定資產配置策略之發展，必須了解市場之時間性、交換期與配套產品之問題。
- (4) 融資功能：其關於負債與權益結構與資金選擇定位、發展之需求。

考慮了這些功能 REIT 含有不動產與企業之價值，其包含管理、融資(財務)與經紀代理之技術。企業之服務可為市場之定價之一部分或全部之代表。現有之要點為複雜的，但仍必須考慮於股份價格之變化及其底線中。底線為第三者評價之要點。由營運中之現金分配大大地決定 REIT 的價值潛力與每股股票之出價。不動產之現金流量在 EREIT's 中直接影響現金之分配，此非房貸 REIT 或混合 REIT 之案例。若 REIT 之股份價值是基於可分配之現金，且其現金分配為不動產所得或之盈收之 95% 所組成的。則與 REIT 有關之基本面之不動產報酬應高於大多數研究所提的。

REIT 價值與不動產可由過去軌跡來看，在 1970 年代 REIT 被指為製錢機器，且名稱為反(低)稀釋性，描述者首先股份持有者之成功之意函，於開始營運之期間由投資形成之現金報酬形成高股利之分配。因此允許新之股份售高於票面價值，此反稀釋之行為使初持有者獲得增加的票面價值。由不好之不動產執行績效與超額負債導致不動產所得之減少會形成可分配之現金下降。然而，需求減少將導致股份價值之下降。經驗顯示時間性與現金流量之型式，若非總報酬，其關係者 REIT 現金流量價值與不動產現金流量之價值之形成。總報酬區分為所得成分與資本成分可助於 REIT 評價之要點。

區分報酬 Segmented Returns

當總報酬被區分為所得成分與資本成分(增值或在估價中之 Ellwood delta) 之下 REIT 與不動產之關係也部分被澄清畫分。由營運中之可分配現金流量之重

要性也與不動產聯結者研究顯示高相關存在之於較少營運支出不動產之收益與股利報酬 REIT 之間。

由 Mengden and Hartzell for S. B. 之研究顯示 93.7% 相關性, 後來由 Giliberto 先前之研究顯示 REITs 與債券之相關性高於股票之相關性, 股票之相關性變化由 60%~70% 下降至 40%~50% 間, 同時債券與 REIT 相關性增加由 20% 至 60%, Giliberto 同時提到: REIT 所得流量是大部分由契約期所主導, 其支配之支付類似於折價券之支付。

接受高相關於不動產所得與 REIT 股利間之關係是不困難的, 此由於法律規定由 REITs 獲取之 95% 盈收之需求而來。總報酬之資本成分於不動產與 REITs 間是無關的, 然而此區分之資本報酬成分隱含有其他資產, 企業功能與資本股票市場定價之利益, 因此基本上與不動產資本成分無法配合的。

除此外, 由 REIT 形成之現況價值(going concern value)有一個有利的定價特色, 為 REIT 提供之流動性。此為直接不動產所沒有的。流動性獲取於日股份之提供與移轉, 此為間接不動產投資與風險管理所須之貼水之承受。證券化抵銷, 此承受貼水或直接由傳統不動產市場機構缺少者中修正。

資產流動性與企業價值為一個活動性(主動性)管理之反應, 其有益於現況價值潛力且其價值大於僅有不動產成分。給予已形成之價值, 然而自有數之結構如合夥、公司或信託, 於營運層面中必需具評價過程之證券化。價值分析必須考慮 REITs 為開收型信託基金(主動性購與賣不動產)或封閉型 REIT, 其特色為特定不動產投資與有限經濟生命。封閉型基金始於特定不動產且有很好特定營運期間應與直接不動產投資間有高度之關係。同時, 開放型基金考慮有較高之價值於合夥與管理之結構中。適當之考慮存在或不存在, 這此價值成分, 其專案企業評價, 現況價值與企業營運知識是必須的。

結論 Conclusion

先前的研究與市場之觀察顯示 EREIT 之投資組合之價值更甚於不動產之資產。雖然高度相關性必須存在於不動產與 REIT 所得衡量之間, 股票市場之交易可能為定價於流動性貼水, 管理服務貼水, (若不是執行費用那就是考慮下列之功能, 資產累積、資產管理、配置與融資財務之功能)與現況價值。當不動產是增加性證券化, 實質評價之技巧與知識一定是必須的。

債券、股票、不動產與 REITs 的相關性

定火宣 學長: REITs 多為收益型, 故與債券的相關性高, 而不動產與 REITs 在價格水準上的相關性也相當高。

林老師: 這篇文章認為不動產間接投資相較於直接投資有許多好處。

定火宣 學長: 雖然不動產的間接投資的確提升了資金的流動性與對不動產的經營管理, 但也仍有一定的風險存在。

總結:

張老師: 此次討論可發現對於 REITs 的評價必須從從不動產管理與基金本身的管理兩方面來著手, 未來地政系能夠介入的地方仍在於不動產估價的部分, 且應要繼續加強對於公司理財與財務分析的知識, 而當前台灣沒有基金經理人有操作 REITs 的經驗, 對於未來台灣發行 REITs 是否有所影響值得觀察。