

---

# 不動產證券化之管理維護與信用評等

---

碩一 郭益銘 楊珮欣 張維升

# 管理維護

## 物業管理(Property Management)介紹

資料來源：物業管理服務業－產業結構暨支援資訊服務系統之研發委託專業服務案期末報告，中華民國物業管理經理人協會

# 定義與特性

- 經建會：「物業管理服務業係結合科技與管理技術，考量延長建築物生命週期及使用者需求，對建築物與環境提供專業之使用管理維護、生活、商業支援及資產管理等服務之產業。」
- 業主與物業管理者具雙重身份—業主兼具聘(監督)者與被管理(被約束)者雙重身份，業者為被聘(被監督)者與管理(約束)者雙重身份。

# 服務項目

- 可分為三類：

1. 建築物與環境的使用管理與維護：

提供建築物與環境管理維護、清潔、保全、公共安全檢查、消防安全設備及附屬設施設備檢修等服務。

2. 生活與商業支援服務：

提供物業代辦及諮詢行業、事務管理、物業生活服務（社區網路、照顧服務、保母、宅配物流）、生活產品（食衣住行育樂）及商業支援等服務。

3. 資產管理：

提供不動產經營顧問、開發租賃及投資管理等服務。

# 產業關係

- 「物業管理產業」為「不動產產業」中的第三級產業，亦即在不動產結構中：
  1. 第一級：建設公司或開發公司
  2. 第二級：房屋公司或廣告公司
  3. 第三級：物業管理公司
- 相對而言，物業管理業之投資風險較低，但須仰賴高度的專業與管理技術所支持。
- 趨勢上，物業管理產業是不動產業（建物管理）、金融產業（資產管理）及服務產業（生活及商業支援）等不同產業的融合結果。

---

## 產業關係(續)

- 由以上可簡單歸納出物業管理產業與不動產證券化之產業關係在於：
    1. 資產品質(建築物與環境的使用管理與維護)
    2. 成長計畫(資產管理)
-

# 現況

- 以「物業管理」名義設立的公司計150家(2006年6月)。
- 業務範疇實質上無定性的內涵，導致部分物業管理公司經營與不動產不相關的業務。
- 相關法令的限制(如保全業法及公寓大廈管理條例等許可業務)導致主要的物業管理業務反而無法登記成為物業管理公司的營業項目。

# 立法現況

- 公寓大廈管理條例可說是目前台灣物業管理制度的基本法，但相關各項法律在立法時僅針對個別產業進行規範（如保全業法），以及目的事業主管機關的立場互異，故產生許多的競合和限制。
- 缺乏整體性的政策輔導，產業體系仍待整合。
- 法規政令的修改速度已跟不上建築物使用型態及社會需求。



# 小結

- 國內應先由法制面著手，建構整合更完善的物業管理法制，以促進產業發展。
- 就不動產證券化投資人而言，其收益在於不動產經營管理計畫之實現；就證券化業者而言，良好的資產品質為其事業成功之基石，故物業管理的產業發展之良窳與不動產證券化的成敗實有密不可分的依存關係。
- 單就產業發展觀之，REITs內外部管理的問題在國內物業產業尚未成熟的情況下，似乎還是由各種機制整合較完善且熟悉資產的發行人管理較為適當。

# 管理維護

法制面介紹 — 受託機構選任不動產管理機構  
應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點

# 立法目的

- 在不動產證券化的過程中，不論是不動產投資信託或不動產資產信託業務中，藉由專業開發或管理、處分，提高不動產之價值進而產生收益，再將經營管理所生之利益及孳息分配予投資人，不動產管理機構，在此扮演舉足輕重的角色。
- 為保障投資人權益，提高不動產證券化成功之機會，政府必須明確規範不動產管理機構之服務資格與權責義務，並嚴格把關使其符合一定水準與條件。

# 管理範疇

- 參酌國外經驗，不動產管理機構之管理範疇可劃分為四大部分：
  1. 市場分析
  2. 資產處分
  3. 租務處理
  4. 事務性處理

## 管理範疇(續)

- 依據不動產證券化條例規定，信託財產主要分為不動產及金錢。
- 第六條第一項第八款及第二十九條第一項第八款均允許受託機構可委任不動產管理機構進行財產之管理及處分。

## 管理範疇(續)

- 由於資產信託與投資信託之運作與經營方式並不相同，對於委外不動產管理機構的條件需求及職權也有所差異。
- 不動產投資信託：管理範疇涉及基金管理與不動產管理。
- 不動產資產信託：管理範疇僅侷限於不動產管理而不牽涉基金管理。

# 法源

- 不動產證券化條例施行細則第五條規定：「受託機構應選任符合一定條件之不動產管理機構，並於委任契約書記載該不動產管理機構之職權、義務、責任及應遵行事項」〔第一項〕
- 「前項一定條件及委任契約書之應記載事項，由信託業商業同業公會洽商相關不動產管理機構之商業同業公會訂定之」〔第二項〕

# 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件 及其委任契約應記載事項作業要點

- 第二條

受託機構辦理不動產投資信託業務，如將不動產投資信託基金管理與運用業務委由不動產管理機構執行時，其選任之不動產管理機構於選任時應符合下列各款規定：

- 一. 加入相關同業公會。
- 二. 最低實收資本額應達新台幣五千萬元。
- 三. 於國內外從事不動產相關之投資或資產管理業務達三年以上，且績效卓著者；或雖設立未滿三年，惟持有該不動產管理機構超過百分之五十以上股份之法人股東，於國內外從事不動產相關之投資或資產管理業務達三年以上，且績效卓著者。
- 四. 其他法令另有規定者，依其規定。

前項第三款之績效卓著指最近三年未曾連續虧損且最近一年經會計師查核簽證每股淨值高於票面金額者。



## 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件 及其委任契約應記載事項作業要點(續)

### ● 第三條

受託機構選任辦理不動產投資信託業務之不動產管理機構，應至少配置符合下列各款規定之專職基金資產管理人員與專職不動產管理人員各一名以上人力：

- 一. 經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具有同等學歷。
- 二. 專職基金資產管理人員應具備下列之一所規定之相關工作經驗：
  - (一)於國內外不動產管理機構或金融機構從事不動產相關之投資或資產管理工作經驗達三年以上者。
  - (二)於國內外不動產管理機構或金融機構從事與不動產證券化條例第十七條相關之投資或資產管理工作經驗達三年以上者。
  - (三)具備國內外信託資金集合管理業務或全權委託投資業務之經驗達三年以上，或具有信託業務經驗達五年以上者。
  - (四)曾擔任國內外基金經理人工作經驗達三年以上者。

## 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件 及其委任契約應記載事項作業要點(續)

- 三. 專職不動產管理人員應具備下列之一所規定之相關工作經驗：
- (一)於國內外不動產管理機構或金融機構從事不動產相關之資產管理工作經驗達三年以上者。
  - (二)建築師、土木技師、結構技師或不動產估價師工作經驗達三年以上者。
  - (三)不動產經紀人或地政士工作經驗達五年以上者。
- 四. 其他法令規定應符合之資格。

# 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點(續)

## ■ 第四條

受託機構辦理不動產資產信託業務，如將不動產資產管理業務委由不動產管理機構執行時，其選任之不動產管理機構於選任時應符合下列各款規定：

- 一. 加入相關同業公會。
- 二. 最低實收資本額應達新台幣三千萬元。
- 三. 於國內外從事不動產管理業務達三年以上，且績效卓著者；或雖設立未滿三年，惟持有該不動產管理機構超過百分之五十以上股份之法人股東，於國內外從事不動產相關之投資或資產管理業務達三年以上，且績效卓著者。
- 四. 其他法令另有規定者，依其規定。

前項第三款之績效卓著指最近三年未曾連續虧損且最近一年經會計師查核簽證每股淨值高於票面金額者。

# 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件 及其委任契約應記載事項作業要點(續)

- 第五條

受託機構選任辦理不動產資產信託業務之不動產管理機構，應至少配置符合下列各款規定之專職不動產管理人員一名以上人力：

- 一. 經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具有同等學歷。
- 二. 應具備下列之一所規定之相關工作經驗：
  - (一)於國內外不動產管理機構或金融機構從事不動產相關之資產管理工作經驗達三年以上者。
  - (二)建築師、土木技師、結構技師或不動產估價師工作經驗達三年以上者。
  - (三)不動產經紀人或地政士工作經驗達五年以上者。
- 三. 其他法令規定應符合之資格。

## 受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件 及其委任契約應記載事項作業要點(續)

- 第六條：規定受託機構選任之不動產管理機構之負責人不得有之各款情事。
- 第七條：受託機構委任不動產管理機構辦理不動產投資信託或資產信託業務，應訂定書面委任契約，載明雙方權利義務，該契約至少應記載之事項。

## 小結

- 法規限制了管理機構應具備的基本條件，但僅能達到消極的目的，因為具備了這些條件的管理機構或管理人員未必是稱職的，那麼投資人應如何判斷證券化商品的良窳？信用評等是否能客觀地反映管理維護的價值亦值得深思。

---

# 不動產投資信託之管理維護

---

以國泰一號九十四年之年報為例

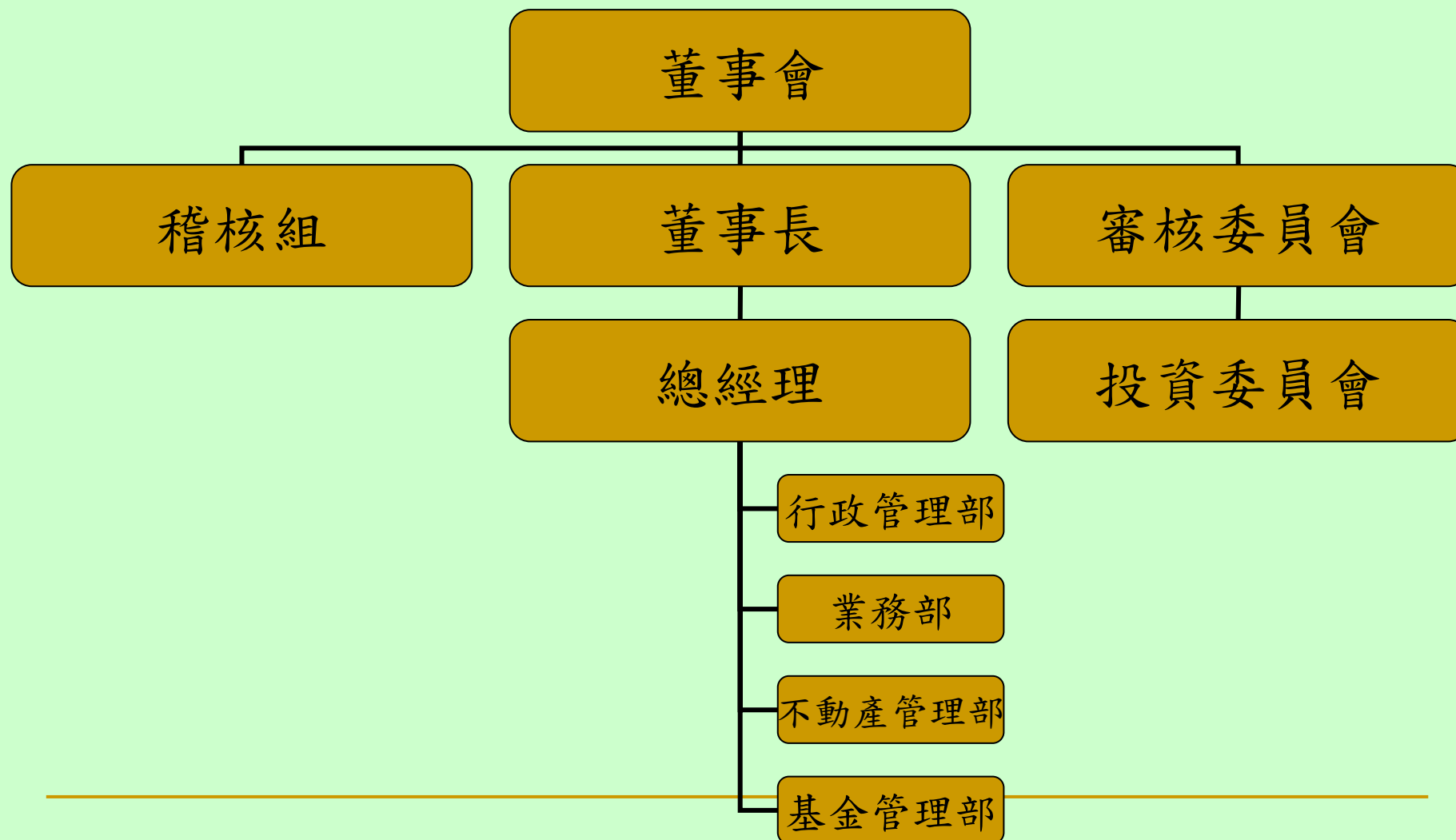
# 年報內容

- 不動產管理機構公司治理運作狀況。
- 資產管理報告。
- 不動產管理報告。
- 資金財務報告。
- 九十四年度維修費用準備金運作情況。



# 不動產管理機構公司治理運作狀況

## --公司組織架構



# 不動產管理機構公司治理運作狀況（續）

## --其他公司治理重點

### ■ 資訊揭露。

重大訊息配合並透過受託機構揭露於重大資訊觀測站

### ■ 內部控制暨內部稽核制度。

公司組織架構中設有稽核組，並訂有內部。稽核制度、內部稽核實施細則等

### ■ 會計師及律師。

除國泰一號本身有由受託機構簽約之會計師、律師外，建經公司本身亦委由會計師做財務報表查核簽證等工作

# 資產管理報告

## ■ 不動產之相關指數綜合變動率

收益相關綜合變動率

增值相關指數變動率

證券市場指數綜合變動率

# 資產管理報告（續）

## ■ 基金資產管理

國泰一號不動產投資信託基金於94年9月23日募集成立，即依計劃向國泰人壽購買喜來登飯店、台北西門大樓、台北中華大樓三棟大樓，總價款139.9億元。

截至94年12月31日資產合計新台幣14,161,940,181元，每單位受益權證淨值為10.12元。

# 不動產管理報告

- 三棟大樓之租賃狀況。  
94年度出租率100%
- 租金收取業務報告。  
含各月租金及保證金利息收入
- 大樓管理業務報告。
- 大樓修繕業務報告。  
修繕及設備維護依契約規定

# 大樓管理業務報告

- 94.10.14研擬台北中華大樓地下室停車場租金定價及對外招租計畫。
- 94.10.19制定禽流感防患計畫。
- 喜來登飯店停車場登記證之到期續租。
- 美華泰擬轉租部分面積予7-11事宜，以及因經營虧損欲退租三樓樓層進行協商瞭解。
- 自行查核台北中華大樓委外管理維護情況。

# 資金財務報告

- 會計師查核報告書。
- 資產負債表。
- 損益表。
- 收益分配表。
- 投資明細表。

# 九十四年度維修費用準備金運作情況

- 投資計畫。
- 租賃管理計畫執行。
  - 承租戶概況。
  - 租賃市場分析、產品定位及出租定價。
  - 業務推展計畫執行及租金收益目標。
- 不動產管理計畫執行。
  - 含管理維護、重置更新計畫、增購或處分相關動產
- 年度財務預估。



# 其他

- 大樓年度維修費用準備金運用情形。  
94年度依租金提列1%為大樓年度維修費用準備，金額計1,938,849元。
- 不動產價格意見書。  
中華徵信所及戴德梁行皆表示價格無明顯之變動。

# 小結

- 不動產管理維護涵蓋範圍甚廣，自實體之維修維護、財務上的經營收租，甚至決策上的策略運用都必須納入此一範疇，是以為一融合多種專業之行業，和不動產證券化之表現亦應有不小之關係。

# 國外規定

以香港「房地產投資信託基金守則」為例

# 香港「房地產投資信託基金守則」

- 本首則屬於房地產投資信託基金的集體投資計畫的認可訂立指引。
- 並無法律效力，但在根據「證券及期貨條例」任何法院進行的程序中，本守則都可以被接納為證據。
- 第五章為管理公司、核數師及上市代理人。

# 內容

- 每個要獲得認可的計畫，必須委任證監會所接納的管理公司。
- 管理公司之一般責任：
  - 純粹以持有人的利益管理該計畫。
  - 確保該計畫的資產在財政及經濟方面都按持有人的利益獲得專業管理。
  - 確保持有人對於該計畫的任何重大變化有足夠的事先通知。
  - 確保任何人在提出要求並支付合理費用後，可取得資訊之副本。

# 內容

- 獲接納為管理公司的條件

  - 必須獲證監會根據「證券及期貨條例」第V部發牌及獲其核准管理該計畫

- 管理公司必須

  - 具備足夠的人力、組織及技術資源。

  - 不能過度借出款項。

  - 必須遵守「證券及期貨規則」

# 內容

- 管理公司的退任
  1. 受託人辭退：管理公司破產；代表最少75%已發行單位價值之持有人，向受託人提出請求時。
  2. 必須退任：證監會撤回對該公司的批准。

# 內容

- 委任核數師
  1. 必須具有國際名聲及聲譽，亦需符合「專業會計師條例」內有關被委任為公司核數師之資格，並且獨立於管理公司、受託人及其他有關各方。
  2. 核數師一職不得懸空。



## 小結

- 本條文較類同於一宣示性之規定，僅有輪廓以及概要，細目部分多援引自他法或未有進一步說明，不過把管理維護另立一章之編列方式亦可看出對於管理維護這一塊之重視，值得去思考背後之意涵。

## 小結

- 台灣不動產證券化之物業管理存在著所謂「偽外部管理問題」，也就是名目上看來是外部管理的狀況，實際情況卻仍然是內部管理；不過在管理上內部本為較熟悉的，刻意排除反而有疑慮；但若是在專業不夠的情況，就需要專業分工之介入，如前面所提到，管理維護是結合了多種專業之行業，是以此一問題仍然值得注意。

# 小結

一般來說，REIT管理團隊可透過以下三種手法，創造並提升REIT的收益率：（一）持有不動產，且以租賃形式經營不動產為主要收益來源（二）收購或處置不動產（三）開發或改造不動產。

- 第一項是REIT收益內部成長的來源，是指管理團隊透過提高服務品質、建立並維護良好的客戶關係，來降低經營成本。
- 第二、三項則是REIT外部成長的動力來源。專業能力及經驗充足的管理團隊，知道如何運用融資及財務槓桿的運用，提升收益率。例如富邦一號REIT即融資增購「潤泰中崙大樓商場」，使基金規模由原先的五八億元擴大至八十億元，明年度之基金淨收益率預計可提升〇·七八個百分點，由三·八五%提升至四·六三%，而且由於承租戶結構更為多元化、投資風險更顯分散。

# 信用評等

# 信用評等之法令規範

不動產證券化條例44條、59條

- 受託機構依本條例規定發行或交付之受益證券，有經信用評等機構評定其等級或增強其信用之情形者，應於公開說明書、投資說明書或主管機關規定之其他文件，說明其信用評等之結果及信用增強之方式，不得有虛偽不實或隱匿之情事。
- 有虛偽不實或隱匿之情事致生損害於公眾、他人或信託財產者，其行為負責人處六月以上五年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。

# 何謂信評？

- 對一個發債機構能否於債券等發行債務工具到期日前按時償還的能力和意願作出的意見 (Moody' s)
- 評等不是違約倒帳的預測工具，只是敘明債務違約機會的高低，是一種相對風險的衡量。
- 評等不是對特定有價證券買、賣或持有推薦。
- 評等是一個長期性的考量，特別是經濟波動中谷底的考量，而非績效評估。
- 評等是針對REIT債信償還能力所做的評等，而非基金收益率所做之評等。(惠譽：國泰二號評等報告)

## 目前已發行七檔REIT之信用評等

信託名稱		信評公司	信用評等等級		信評公司	信用評等等級	
			長期	短期		長期	短期
1	國泰二號	英商惠譽國際信評	A (twn)	F1(twn)			
2	基泰之星	中華信評	twBBB+	twA-3			
3	三鼎	中華信評	twA-	twA-2			
4	富邦二號	中華信評	twA+	twA-1			
5	新光一號	中華信評	twAA	twA-1	穆迪信評	Aa2.tw	TW-1
6	國泰一號	中華信評	twA-	twA-2			
7	富邦一號	中華信評	twA+	twA-1	穆迪信評	A2.tw	TW-2

---

## ■ 本國評等與國際評等

本國評等：

一國家內部信用可靠程度（包括相關外部支援）的相對等級，  
衡量既定國家內部的相對信用風險

國際評等：履行外國貨幣或本國貨幣財務承諾的能力

## ■ 長期評等與短期評等

短期評等：

對某一國家發行人相對其他國內發行人償付原到期日不超過一年債務的能力的意見（Moody's）

## ■ 評等展望

評等展望代表一個評等等級在一至兩年內的可能變動方向

---



## ■ 評等標準 (MOODY' S)

管理素質

市場地位和多樣化

財務靈活性

透明度

管制環境

發行人在正常本地商業周期中應付財務債務的能力

國際評等考慮準時全數償付債務承擔的所有信用風險，包括與國家主權相關的風險，如政治發展的相對波動性、國家貨幣和財政政策及少數情況下出現的外幣可兌換性和轉移風險。

## ■ 評等標準 (S&P)

### ※ 準則：

**破產隔離準則：**發行受評證券化有價證券的公司必須是以SPV的方式設立。SPV必須具破產隔離之特性，如此才不致於發生支付投資人本息之現金流中斷之情形

**所有權準則：**證券化資產的讓與或銷售，以及該證券化資產為SPV生的現金流必須具法律效力

**支持評等：**證券化交易的進行可能須要依賴第三方所提供的貨幣支持

### ※ 要項：

擔保品的品質與充分性

現金流量架構

法律與稅務考量

## ■ 評等標準 (惠譽)

優勢

風險

緩和因素

資產品質

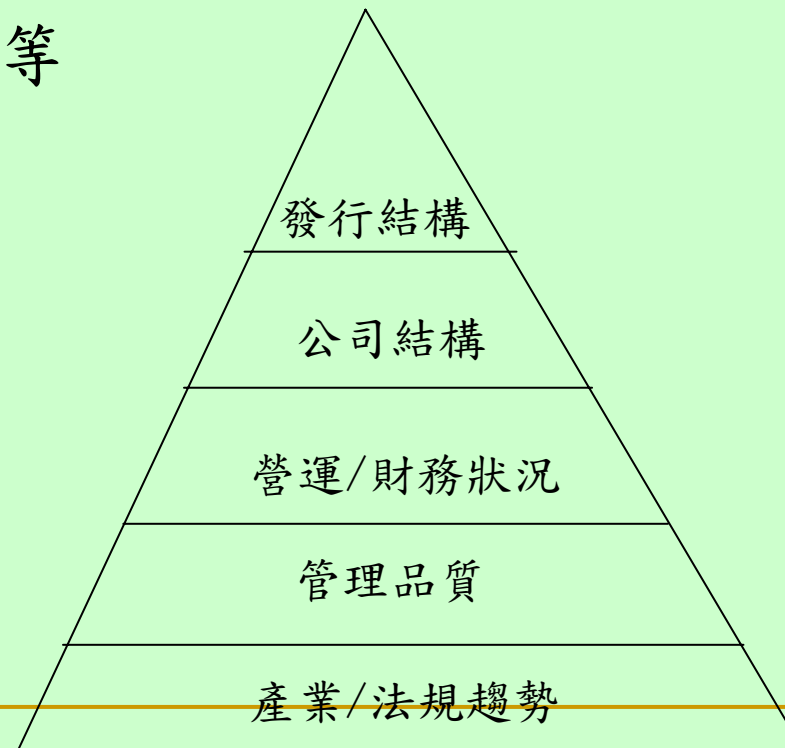
投資策略

管理機構

財務分析

## ■ 評等方法

- 1 對該發行公司所屬政府之評等
- 2 對該發行公司所屬產業之評等
- 3 對該發行公司本身之評等



AAA(twn)	<p>‘AAA’ 國內信用評等代表惠譽在此國國內等級範圍授予之最高評等等級。惠譽僅會對該國國內擁有“最佳”信用風險之發行人或發行債務授予本評等等級，且通常所有由該主權國家發行或保證之財務承諾會被授予本評等。</p>
AA(twn)	<p>‘AA’ 國內信用評等代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務的信用風險極強。這類財務承諾隱含的信用風險僅與該國國內獲得授予最高評等等級之發行人或發行債務有些微差距。</p>
A(twn)	<p>‘A’ 國內信用評等代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務的信用風險強。相較與國內評等等級較高之受評者，環境或經濟狀況變動可能會影響這類財務承諾的支付能力。</p>

## 國內短期信用評等

F1(twn)	代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務擁有最強的如期履行財務承諾能力。在國內評等等級下，惠譽僅會對該國國內擁有“最佳”信用風險之發行人或發行債務授予本評等，且通常會對所有由該主權國家發行或保證之財務承諾授予本評等
F2(twn)	代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務擁有令人滿意的如期履行財務承諾能力。但其安全度不如評等等級較高之受評個體。
F3(twn)	代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務擁有允當的如期履行財務承諾能力。但此能力可能較評等等級較高之財務承諾更容易受到短期內負面變動的影響。
B(twn)	代表和其它國內發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務並不確定具備如期履行財務承諾的能力。此能力極易因為短期內的財務及經濟狀況發生負面變動而受到影響。
C(twn)	代表和該國國內其它發行人或發行債務相較之下，受評發行人或發行債務極不確定是否具備如期履行財務承諾的能力。履行財務承諾的能力完全須視營運及經濟環境是否穩定、良好而定。
D(twn)	代表已實質或即將違約。

# 穆迪信評

## 國內長期信用評等

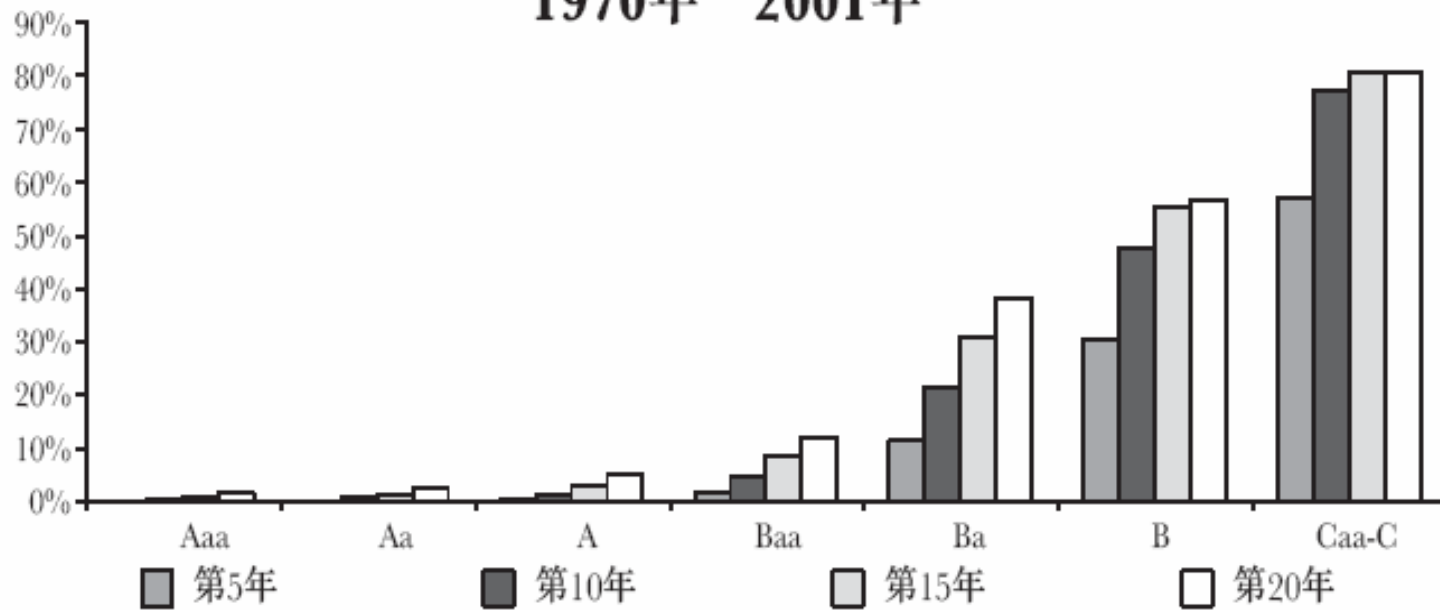
投資等級	優質	Aaa	發行人或證券相對其他國內發行人信用可靠程度最強
	高級	Aa	發行人或證券相對其他國內發行人信用可靠程度非常強
		Aa1	該機構在所屬同類評等類別中排位較高
		Aa2	排位在中間（ <b>新光一號</b> ）
		Aa3	排位較低
	中高	A	發行人或證券相對其他國內發行人信用可靠程度高於平均
		A1	該機構在所屬同類評等類別中排位較高
		A2	排位在中間（ <b>富邦一號</b> ）
		A3	排位較低
	中級	Baa	發行人或證券相對其他國內發行人信用可靠程度為平均

根據穆迪表示，Aaa級證券的歷史違約率只有0.67%，遠低於1%。

而當評等下降到投機等級部份時，違約率會急劇上昇。

B級證券的十年違約率是44.57%。

## 按評等類別劃分累計違約率 1970年－2001年



資料來源：2002.5穆迪評等政策報告

## 國內短期信用評等

TW-1	發行人相對其他國內發行人償付短期優先順位無抵押債務的能力最強（新光一號）
TW-2	發行人相對其他國內發行人償付短期優先順位無抵押債務的能力高於平均（富邦一號）
TW-3	發行人相對其他國內發行人償付短期優先順位無抵押債務的能力為平均水平
TW-4	發行人相對其他國內發行人償付短期優先順位無抵押債務的能力低於平均



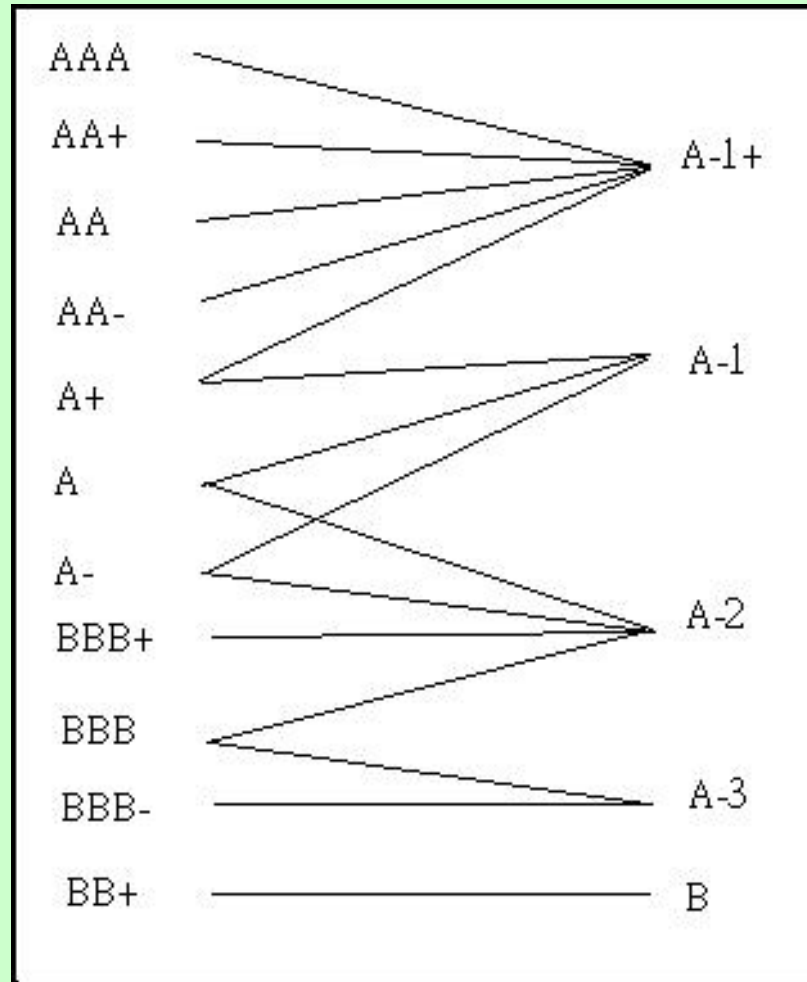
## S&P長短期信用評等相關性

AAA：該債務人相較於其他本國債務人，有極強的履行財務承諾能力

AA：該債務人相較於其他本國債務人，有相當強的履行財務承諾能力

A：較評等等極高之債務人，更易受環境及經濟變動之不利效果所影響。

BBB：仍有適當保障性，但較可能因為不利之環境及經濟變動而減弱債務人對財務承諾的履行能力。



債務到期時間在12個月或以下者的短期信用評等等級範圍，則介於「A-1」至「D」之間

評等等級在「BBB-」或「A-3」及其以上者，屬於投資級的評等

# 評等案例—國泰二號（惠譽）

## ■ 優勢

- 1、國泰二號初始投資標的皆座落於台北市主要辦公商圈
- 2、國泰建金經理人擁有豐富不動產租賃、開發、管理維護之經驗
- 3、國泰二號初始投資標的承租戶分散

## ■ 潛在風險

- 1、平均屋齡21年
- 2、未來投資計畫包括百貨公司及飯店，這兩項與目前投資辦公大樓有異
- 3、承租戶租約多為2~3年，約在2007至2008年到期
- 4、基金盈餘全數發給證券持有者，若發生未預期之短期鉅額費用支出，可能發生資金周轉困難之現象。

## ■ 緩和因素

- 1、基金成立時提撥五千萬元準備金
- 2、資深經理人應可緩和資產配置多角化之風險
- 3、短期租賃為台灣市場特有現象，承租戶中已有67%有一次以上續約現象

# 評等案例—國泰二號（惠譽）

4、配息為本年度6月分配上一年度6~12月之股息

## ■ 初始投資標的組合

不動產	資產類型	地點	竣工日	可出租面積 (坪) <sup>1,2</sup>	出租率 (2006年3月13日)	租金收入貢獻率 (2006年3月13日)
民生大樓	辦公大樓	台北市	1986年4月	8,199.58	94.76%	50%
世界大樓	辦公大樓	台北市	1980年6月	6,099.28	97.08% <sup>3</sup>	29%
安和大樓	辦公大樓	台北市	1990年2月	3,596.63	90.24% <sup>3</sup>	21%

1. 不含停車位

2. 1坪 = 3.31 平方公尺 = 35.6 平方英尺

3. 國泰二號成立後，世界大樓及安和大樓出租率預估為 100%

資料來源：公開說明書、戴德梁行估價報告及中華徵信不動產估價報告

## ■ 管理能力分析

- 1、受託機構與資產管理機構
- 2、不動產管理機構
- 3、未來投資策略
- 4、惠譽財務分析

# 評等制度問題討論

- 評等的可信度？

本土評等與國際評等不對等的問題

國家	阿根廷		墨西哥	
	全球評等	本土評等	全球評等	本土評等
評級分類				
高評級	0%	47%	0%	30%
中評級	31%	39%	30%	51%
低評級	59%	14%	70%	19%

資料來源：Standard & Poor's, CreditWeek-5/15/97

## ■ 評等是否扮演資訊揭露之角色？

評等公司發佈評等結果：

中華：付費內容（年費5000元）

惠譽：加入會員（免費）

穆迪：無資訊

公開說明書：預定信用評等報告

## ■ 評等與REIT表現之關係？

國內六檔REIT評等名次

(中華信評)

表現名次 (95/12/20)

評等名次	信託名稱		評等等級
1	新光一號		twAA
2	富邦一號	富邦二號	twA+
3	國泰一號	三鼎	twA-
4	基泰之星		twBBB+

表現名次	股票代號	成交淨值
1	富邦R2	<b>12.62</b>
2	富邦R1	<b>12</b>
3	新光R1	<b>11.92</b>
4	國泰R2	<b>11.6</b>
5	國泰R1	<b>10.9</b>
6	基泰之星	<b>10.19</b>
7	三鼎	<b>10.13</b>

資料來源：奇摩股市95/12/20基金淨值查詢

# 小結

- 從評等報告書中我們可以發現，評等講求穩健，越穩健風險越低的REIT，評等越高，因此，評等代表的不是報酬的預測，而是風險的衡量。
- 假設REIT的理性投資人會參考評等結果，那麼評等與REIT表現就不見得完全不相關，雖然評等高不代表收益率高，但是評等高相對會給投資人較多的信心。
- 評等的影響應會隨著投資人對REIT商品的瞭解而減弱。