

# 不動產證券化之 管理維護與信用評等

佑儒&佳甫

## 報告主軸

- 你有哪些選擇？
- 如果從信用評等角度，哪個比較好？
- 如果從管理機構角度，哪個比較好？
- 結論

# 你有哪些選擇？

號	證卷名稱	受託機構	管理機構	標的	評等資料	審核估價事務所
1	富邦R1 94/03/01	土地銀行	富邦建築經理股份有限公司	4	中華信用評等公司：長期twA+ 短期twA-1 穆迪信用評等公司：長期A2.tw 短期TW-2	戴德梁行&仲量行 &中華徵信所
2	國泰R1 94/09/23	土地銀行	國泰建築經理股份有限公司	3	中華信用評等公司：長期twA- 短期twA-2	戴德梁行& 中華徵信所
3	新光一號 94/12/19	兆豐商銀	新昕國際股份有限公司	4	穆迪:發行人長期評等Aa2.tw,發行人短期評等TW-1; 中華信評等:發行人長期評等twAA,發行人短期評等twA-1	戴德梁行&宏大
4	富邦R2 95/04/06	土地銀行	富邦建築經理股份有限公司	3	中華信用評等公司：長期twA+，短期twA-1	戴德梁行& 中華徵信所
5	三鼎 95/06/20	台新銀行	誠品股份有限公司	3	中華信用評等股份有限公司：長短期信用評等分別為「twA-」及「twA-2」，評等展望為「穩定」	戴德梁行& 中華徵信所
6	基泰之星 95/08/07	土地銀行	宜陸開發股份有限公司	2	中華信用評等公司：長期信用評等twBBB+，短期twA-3	中華徵信所& 宏大
7	國泰R2 95/10/02	兆豐商銀	國泰建築經理股份有限公司	3	英商惠譽:發行體長期信用評等為A(twn),發行體短期信用評等為F1(twn)。	戴德梁行& 中華徵信所
8	駿馬R1 96/05/15	兆豐商銀	台嘉國際	3	中華信用評等公司：本基金長期信用評等tw A，本基金短期信用評等tw A-2	中華徵信所& 宏大

從信用評等角度...

## 信用評等的意義

- 信用評等機構評定其等級或增加其信用。主要是讓投資者可以知道所投資公司**信用狀況**。
- 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**按時償還的能力與意願**所做出的意見。
- 信評是敘明預測**違約倒帳機會高低**，**風險衡量**。
- REIT來說是針對**償信償還能力**，非收益率評等。

## 評等結果來看...(長期/短期)

- 中華信評：信評6家

富邦R1(twA- /twA-2)、國泰R1(twA- /twA-2)、

新光1號(twAA/twA-1)、三鼎(twA-/twA-2)、  
基泰(twBBB+)、駿馬R1(twA/twA-2)

- 穆迪信評：信評2家

富邦R1(A2.tw/ TW-2)、新光1號(Aa2.tw/TW-1)

這些看得出信用狀況？

- 惠譽國際信評：信評1家

國泰R2(A(twn)/F1(twn))

## 中華信評介紹

- 與標準普爾公司做合作。
- 標準普爾在全球各地進行資產證券化評等時所採用的準則與方法雖然是一致的，但仍會因國家、個案、以及抵押品之不同而有所差異。
- 評等結果是對受評證券化交易依發行條件及時或在到期前支付本息的能力評估。

## 中華信評評等內容

主要考量：

信用品質 / 法律議題 / 結構風險

標準普爾會針對預定進行的證券化交易結構與內容條款，根據以下三個證券化評等要項考量：

第一個評等要項：擔保品的品質，因此評等著重的是該擔保品在其所處市場的情況。

第二個評等要項：證券化交易的現金流量結構。

第三個評等要項：有關法律與稅務方面的考量。

## 穆迪信評評等內容

■ 主要考量：

與違約相關的因素。財務行為模式(管理素質)、財務模式(槓桿作用、盈利與本益比、流動性等等)、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

■ 目標：

促進發行人與投資人之間的資訊流動。用簡單的符號來表達。

# 惠譽國際信評

- 主要考量：

優勢、風險、緩和因素、資產品質、投資策略、管理機構、財務分析

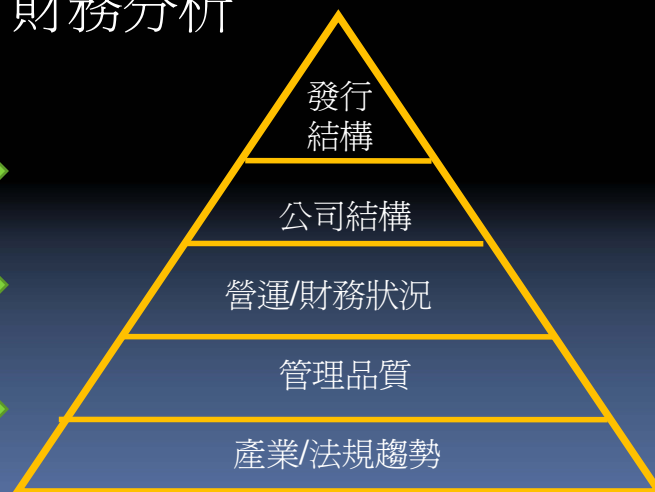
3. 對於該發行公司本身評比



2. 對於該發行公司所屬產業評比



1. 對於該發行公司所屬政府評比



## 如何評等？（以惠譽評等國泰二號為例）

- **優勢**：標的物LOCATION、管理者資歷、承租戶結構
- **潛在風險**：屋齡、未來投資策略、租約到期情況、分配盈餘風險
- **緩和因素**：提存準備金、經理人經驗、續租情況
- 分析投資組合情況、管理情況
- 財務分析：借款率、現金流量分析
- 保險及評等監控

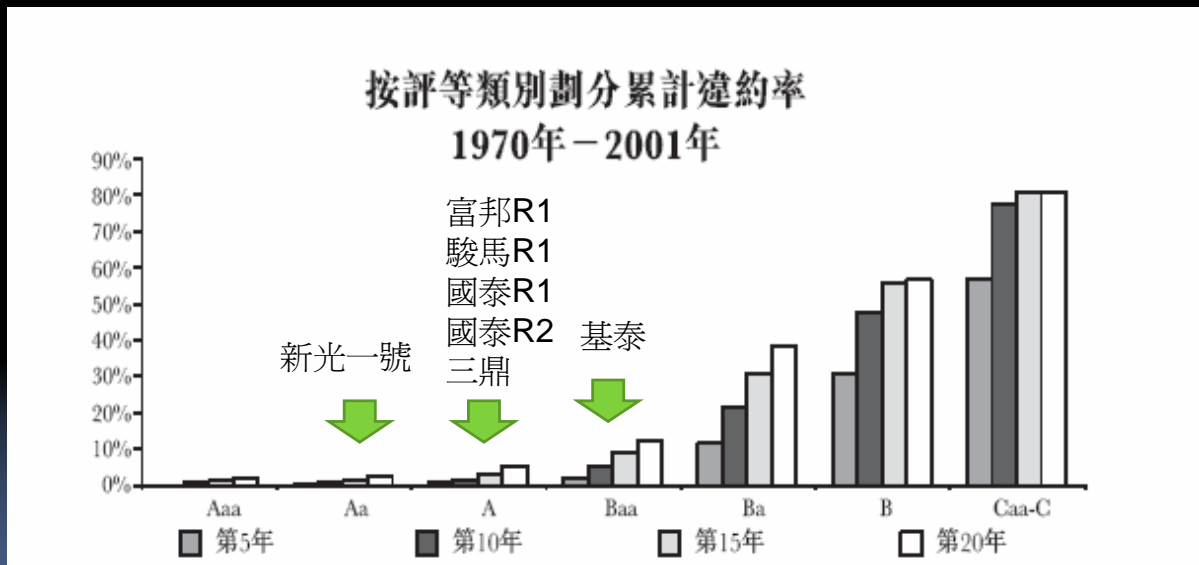
# 長期評比比較表

中華等級	說明：對履約能力	穆迪等級	說明：信用可靠度	惠譽等級	說明：信用風險
twAAA	極強	Aaa	優質，最強信用	AAA	最高，國家保證居多
twAA	相當強	Aa Aa1 Aa2 Aa3	高級，相對其他強	AA	極強
twA	強但稍受環境影響	A A1 A2 A3	中高級，信用高於平均	A	較高，稍受環境影響
twBBB	適當較可能受環境影響	Baa1 Baa2 Baa3	中級，信用位於平均值	B	算強
twBB	較脆弱，開始風險較高	Ba1 Ba2 Ba3	投機因素		
twB	薄弱，可能有損害情況	B1 B2 B3	缺少理想投資的特徵		
twCCC	脆弱，受環境影響極大	Caa1 Caa2 Caa3	高度投機性	C	適當
twCC	極脆弱，高度違約可能性	C	最低評等，投資地位極低		
twR	受主管機關監管中			D	弱
SD	選擇性違約，無法履行			E	非常弱
D	完全違約，無法履行				

# 各檔REIT長期評等結果表

中華等級	說明：對履約能力	穆迪等級	說明：信用可靠度	惠譽等級	說明：信用風險
twAAA		Aaa		AAA	
twAA	新光一號	Aa Aa1 Aa2 Aa3	Aa2新光一號	AA	
twA	A+(富邦R1)、 A(駿馬R1)、 A-(國泰R1、三鼎)	A A1 A2 A3	A2 富邦R1	A	國泰R2
twBBB	基泰	Baa1 Baa2 Baa3		B	
twBB		Ba1 Ba2 Ba3			
twB		B1 B2 B3			

# 穆迪報告中長期累計違約率



# 短期評比比較表

中華等級	說明：	穆迪等級	說明：	惠譽等級	說明：
twA-1	非常強	Prime-1	到期一年內債務 優等(最高等級)	F1	履行能力(twn) 最佳， 國家保證居多
twA-2	滿意	Prime-2	優等	F2	滿意
twA-3	適當， 但受環境影響	Prime-3	優等	F3	允當， 受短期負面影響
twB	脆弱	Not Prime	非優等(投機級)	B	不確定具備， 受負面影響
twC	令人質疑			C	極不確定
twR	受主管機關監管			D	實質或已經違約
SD	選擇性違約，無法履行				
D	完全違約，無法履行				



# 各檔REIT短期評等結果表

中華等級	說明： 短期償還能力	穆迪等級	說明： 到期一年內債務	惠譽等級	說明： 履約能力(twn)
twA-1	富邦R1 新光一號	Prime-1	新光一號	F1	國泰
twA-2	國泰R1 三鼎 駿馬R1	Prime-2	富邦R1	F2	
twA-3	基泰	Prime-3		F3	
twB		Not Prime		B	

## 小結

- 信用評等主要是針對風險的衡量，而非報酬率的衡量，提供大家對於這幾股風險情況的資訊。
- 可以發現不論長短期信用評等，風險最小應該是新光一號，風險較大應該是基泰。但是大都是介於A級(履約能力相當強，但可能稍受到環境因素影響)。
- 這些資訊可提供投資者對於風險面的考量，但可能對於報酬部分比較需要自行衡量。

## 從管理維護角度...

### 內容

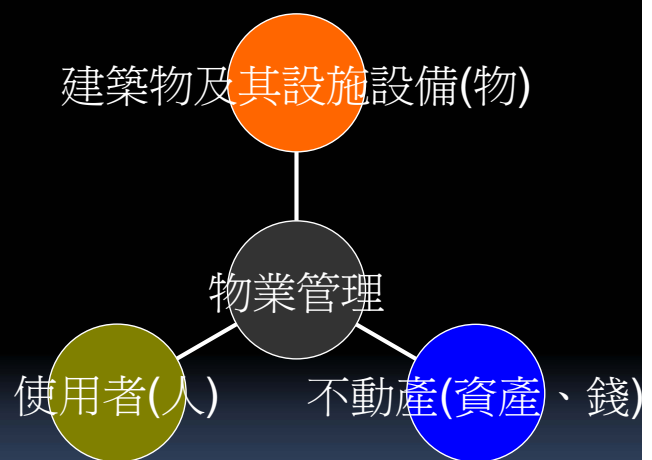
- WHAT.物業管理是什麼? (法規、理論、實務)
- WHO.誰正在管理REIT? (REIT管理機構介紹)
- DUE.管理REIT的雙核心 (租戶、建物)
- INTER.國外管理情形 (新加坡)

# WHAT . 物業管理是什麼？

法規、理論、實務

# WHAT . 物業管理是什麼？

- 定義：經建會1994.旗艦計畫：「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」

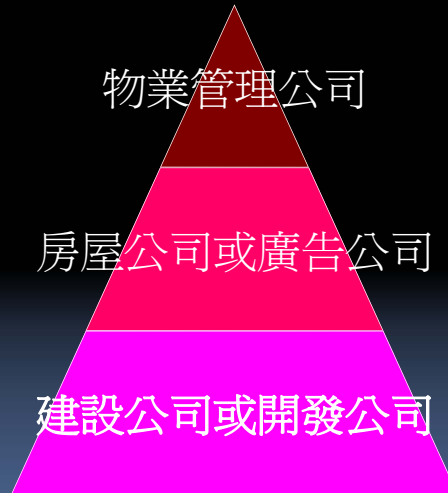


「物業」一詞來源於英文「Real Estate」或「Property」的翻譯，最早使用出現在香港，其基本含義是指單元性地產。

政府制定的相關法令包括《公寓大廈管理條例》《公寓大廈管理服務人管理辦法》《保全業法》

# WHAT . 物業管理是什麼？

「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的TOP



# WHAT . 物業管理是什麼？

- 第一類：建築物與環境的使用維護
  - 清潔、保全、消防安全設備檢修、公共安全檢查、水電設施。
- 第二類：生活與商業支援服務
  - 宅配、housekeeping、洗衣、費用代收繳、買菜。
- 第三類：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。



## WHAT . 物業管理是什麼？

### - 亞洲各國發展狀況

- 大陸：1994年建設部頒布《城市新建住宅小區管理辦法》、2003國務院頒布並實施《物業管理條例》。
- 香港：1972年，香港政府推動十年建屋計劃、公屋的管理工作包含租物管理、物業管理及社區建設。1980年代，推動民間參與刺激管理機構產生。
- 日本：1962年公佈《建築物區分所有等之法律》1983年修訂《關於建築物的產權所有等的法律》。

## WHO . 誰正在管理REIT？

**SORRY** 物業管理公司請領號碼牌

# WHO. 誰管理REIT?

不動產證券化條例、草案

- 不動產管理機構：指受受託機構委任管理或處分信託財產之不動產投資業、營造業、建築經理業、不動產買賣租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。
- 民國95年3月30金管銀(四)字第09585007120號函備查信託公會所報「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」。

## 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

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。

# 現行REIT經營管理公司

- 國泰一號、二號：國泰建經
- 富邦一號、二號：富邦建經
- 新光一號：新昕國際
- 三鼎：誠品企業
- 基泰之星：宜陸開發
- 駿馬一號：台嘉國際

## WHO.誰管理REIT? 基本資料

公司名稱	設立日期	資本額 NT\$	營業項目
國泰建經94/9/23	94/03/17	五千萬元	不動產買賣
富邦建經94/3/10	84/11/01	一億五千萬元	不動產仲介 不動產代銷
新昕國際94/12/19	94/07/12	五千萬元	不動產租賃其他 投資顧問管理顧 問停車場管理
台嘉國際95/5/15	95/10/16	五千萬元	不動產租賃
宜陸開發95/8/7	87/07/16	三億元	展示場管理
誠品企業95/6/10	78/01/15 95成立不動產 部	十億元	零售式量販店不 動產投資興建及 租售文具零售不 動產租賃

## 公司背景

### 建經雙雄

- 國泰建經
  - **股權**：國泰建設股份有限公司100%投資設立
  - **經驗**：國泰建設公司具有40年的不動產規劃投資與經營經驗
  - **資源**：國壽龐大資產的投資管理專業經營團隊、霖園管理維護公司現有維護管理二百餘棟大樓
- 富邦建經
  - **股權**：富邦建設公司持股50%、台北富邦銀行持股30%
  - **經驗**：富邦建經並沒有擔任不動產管理機構的紀錄，但其高階主管成員大部分擁有超過20年以上的房地產及租賃管理經驗
  - **資源**：富邦物業公司的支援.富邦物業為富邦集團不動產事業群旗下，提供全面的不動產管理服務之機構

## 公司背景

### 國際牌

- 新昕國際
  - **股權**：由新光人壽、新壽樓管、新光保全及新光建設共同投資設立
  - **經驗**：新壽管理維護公司自1988年起開始為新光集團管理不動產，具備堅強的不動產管理專業
  - **資源**：新光人壽、新壽樓管、新光保全及新光建設
- 台嘉國際
  - **股權**：嘉新國際股份有限公司（嘉新國際）與台灣工銀科技顧問股份有限公司分別出資51%與49%成立
  - **經驗**：嘉新國際為嘉新水泥集團旗下成員之一，且自1986年起負責管理該集團旗下的不動產
  - **資源**：兼具台灣工銀不動產證券化與嘉泥集團三十餘年不動產管理之豐富經驗



# 公司背景

## 新手

- 宜陸開發
  - **股權**：宜陸開發為震旦行股份有限公司（震旦行）之子公司，震旦行持有其股權之46.67%
  - **經驗**：中華信評認為宜陸開發具有不動產管理之經驗，但缺乏不動產投資信託之營運紀錄。
  - **資源**：無
- 誠品企業（不動產部）
  - **股權**：誠品2006年延展誠品核心能力，不動產事業部成立，為不動產投資信託(REITs)之專業管理機構。
  - **經驗**：中華信評認為誠品在零售設點方面具有一定經驗；不過管理機構缺乏不動產投資信託的營運紀錄。
  - **資源**：無

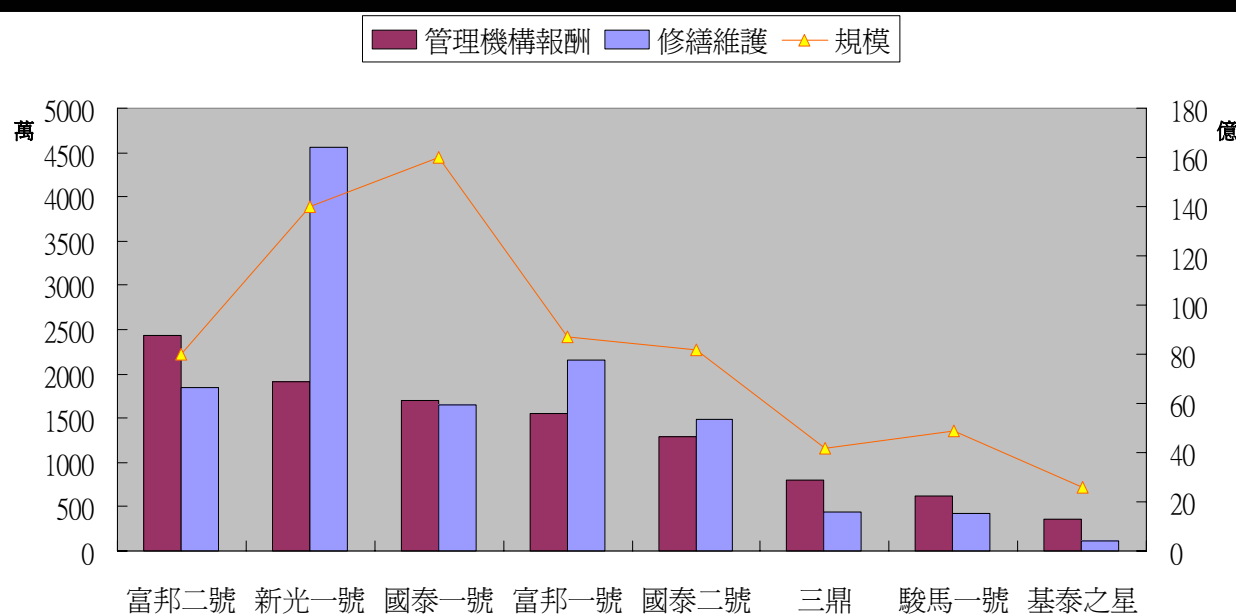
## WHO. 誰管理REIT? 管理費用

REIT名稱	基金總資產	管理機構報酬	管理報酬契約內容
國泰一號	160億	1699萬7172	(基金總資產60億內0.2%'60億以上0.05%)
國泰二號	82億	1287萬7561	(同上)
富邦一號	87億	1552萬8984	(基金總資產0.2%)
富邦二號	80億	2434萬1751	(基金總資產0.3%)
新光一號	140億	1908萬2233	(基金總資產0.15%)
三鼎	42億	801萬2657	(基金總資產0.2%)
基泰之星	26億	353萬7400	(基金總資產0.15%)
駿馬一號	49億	614萬2351	(基金總資產0.25%)

# WHO. 誰管理REIT? 建物屋齡與修繕費用

REIT名稱	辦公大樓平均屋齡(年)	管理維護費(NT\$)	大樓修繕準備金提存
國泰一號	32	1647萬5267	無資料
國泰二號	22	1493萬8387	每大樓每月租金3.5%
富邦一號	7	2151萬5365	每月租金2%
富邦二號	12	1838萬9454	基金總資產0.34%
新光一號	18	4560萬7085	每月租金4%
三鼎	6	4,452,522	1
基泰之星	4	物業管理維護費 45,607,085 維修費 37,571,882	7
駿馬一號	22	120萬2018	6
			基金總資產0.06%
			每月租金3.5% 至10%上限

## 管理機構營運報酬、大樓修繕、管理規模比較圖



## DUE . 管理的雙核心

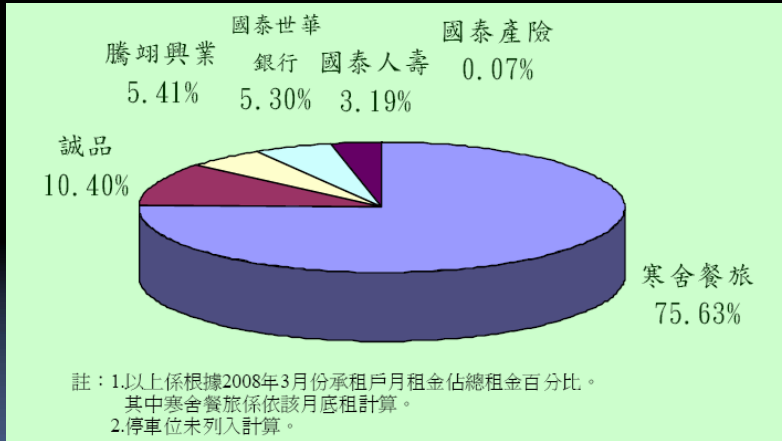
租戶、建物

## PAPPER . 相關研究

租戶結構對辦公大樓租金收益穩定性之影響-兼論辦公大樓投資組合分析(張金鶚、曾翊璋)

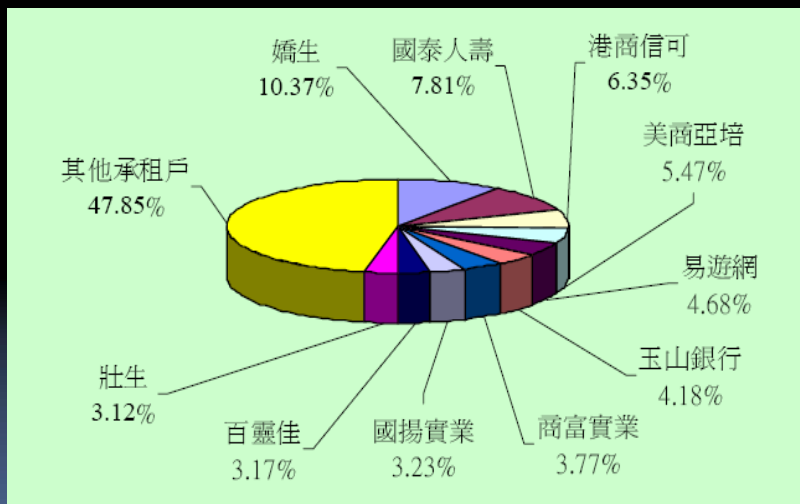
- 除了**建物特徵屬性**顯著影響大樓租金水準，**租戶的結構**更為影響大樓空置率和租金收入的關鍵因素。
  - 空置率每增加1%，每坪每月租金將減少13.09元，屋齡增加一年，每坪每月租金將減少18.39元
- 租戶為**[金融保險、不動產及租賃、專業科學集技術服務業]**會使辦公大樓的空置率顯著降低，穩定投資人收益

# 國泰R1 主要承租戶(租金)



寒舍餐旅	75%
誠品	10%
國泰集團	10%
2008Q1平均空置率	0%

# 國泰R2 主要承租戶(租金)

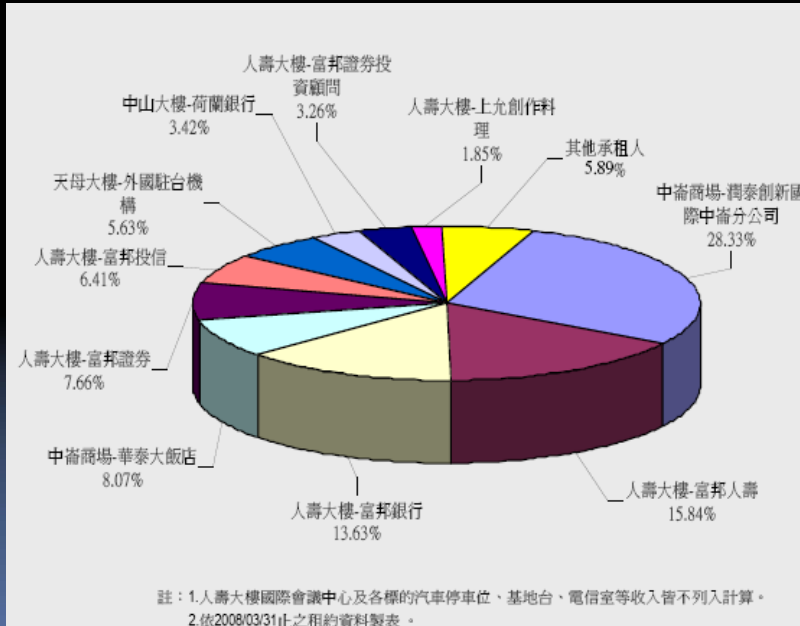


其他	47%
嬌生	10%
國壽	8%
2008Q1平均空置率	9.47%



# 富邦R1

## 主要承租戶(租金)

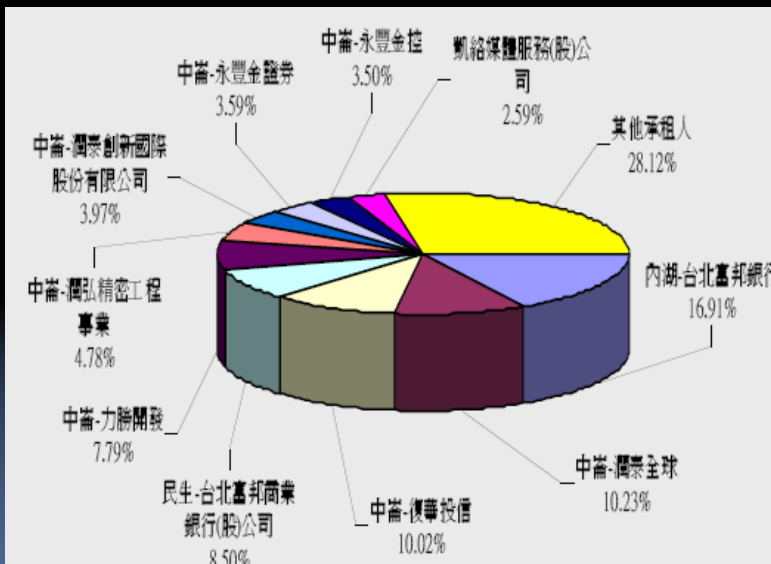


潤泰集團	28%
富邦人壽	16%
富邦銀行	14%
2008Q1平均空置率	7.1%



# 富邦R2

## 主要承租戶(租金)

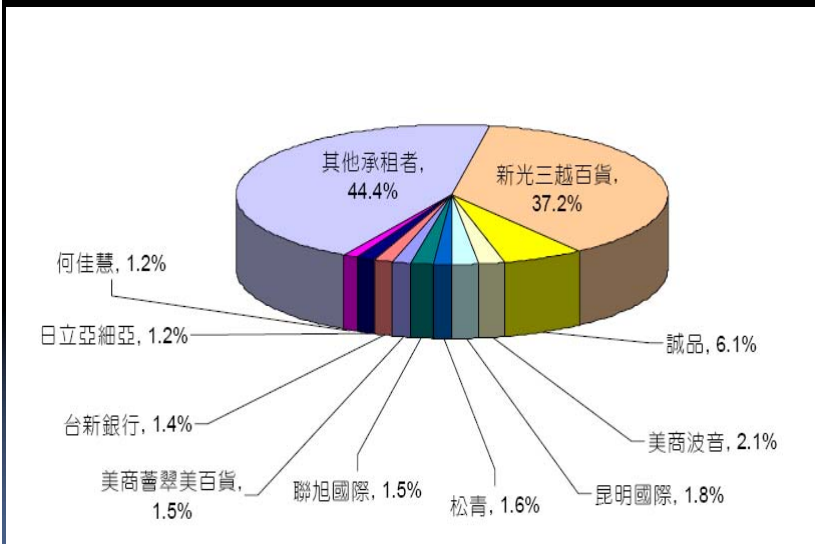


富邦銀行	17%
潤泰集團	10%
復華投信	10%
2008Q1平均空置率	0.54%



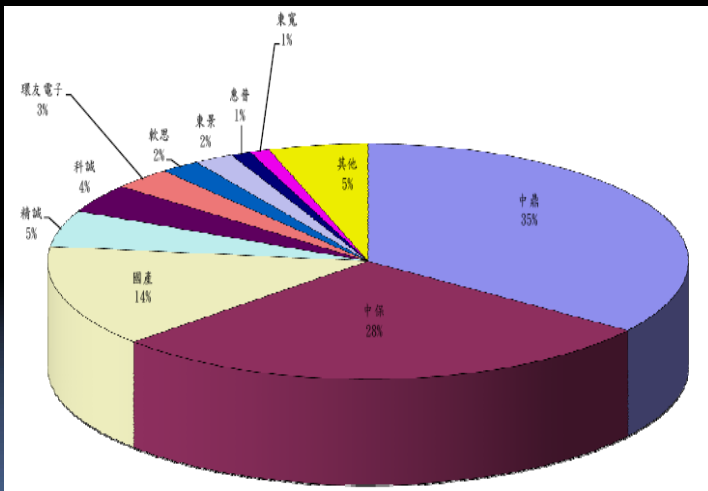


# 新光R1 主要承租戶(租金)



其他	44%
新光三越	37%
誠品	6%
2008Q1空置率	6%
辦公部分空置率	16.5%

# 駿馬R1 主要承租戶(租金)

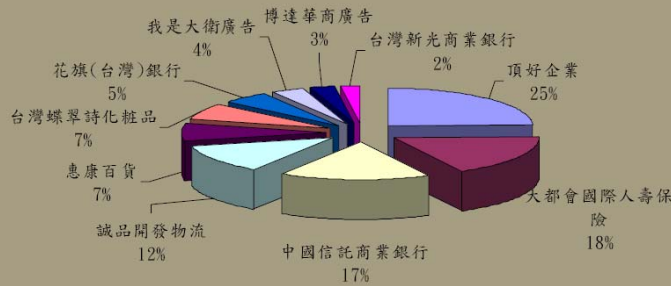


中鼎工程	35%
中興保全	28%
國產實業	14%
2008Q1平均空置率	0%

# 三鼎 主要承租戶 (租金)



二、前十大承租戶租金組合



誠品股份有限公司 The eslite Corporation

頂好企業	25%
大都會人壽	18%
中國信託	17%
2008Q1平均 空置率	6.1%

## 三鼎不動產投資信託基金

# 主力租戶與結構

公司名稱	主力租戶	次要租戶	空置率	結構
國泰一號	寒舍75%	誠品10%	0%	高度集中在主力租戶
國泰二號	其他47%	嬌生10%	9.47%	無主力
富邦一號	潤泰28%	富邦16%	7.1%	商場為主要租金來源
富邦二號	富邦17%	潤泰10%	0.54%	中崙潤泰集團共占了40%
新光一號	其他44%	三越37%	6.9%	無主力
三鼎	頂好25%	大都會 18%	6.1%	商場為主要租金來源
基泰之星	麗湖飯店	基泰集團	8%	基泰為次要承租戶
駿馬一號	中鼎35%	中興28%	0%	三家主要公司租戶占71%

## 小結

- 國泰一號高度集中在主力租戶，具有集中性風險。
- 國泰二號、新光一號無主力承租戶，風險分散但租金穩定度相對較低。
- 富邦一號、三鼎主力租戶為商場結構為主，租金收益高，但商場不穩定程度較高。
- 富邦二號主要投資潤泰中崙大樓，但該大樓沒有土地所有權。
- 基泰、駿馬主力承租戶為本身相關集團，以及關係企業，租金穩定但有低估的風險。

## INTER. 國外管理情形

- 新加坡委外程度低，仍以內部管理為主。
- 美國實證結果(課本第四張)
  - 使用內部顧問可以減少（非消除）REIT市場普遍存在的代理成本問題。
  - 外部顧問正努力改善他們的效率，使外部顧問與內部顧問間之績效並無差異。
  - 成立子公司來管理不動產，在本質上是屬於外部還是內部？ 應該是內部
  - 公司經營階層是否應持有股份，所有權與經營權分離。 台灣管理公司的相關企業持有股份



編號	證券名稱	受託機構	管理機構	標的數	附註
1	CapitaMall Trust 2002/07/17	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	CapitaMall Trust Management Limited	10	
2	Ascendas Real Estate Investment Trust 2002/11/19	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	Ascendas-MGM Funds Management Limited (AMGM)	66	
3	Fortune Real Estate Investment Trust 2003/08/12	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	ARA Asset Management (Singapore) Limited	11	跨國REITs (亞洲第一)
4	CapitaCommercial Trust 2004/05/11	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	CapitaCommercial Trust Management Limited (CCTML)	10	跨國REITs
5	Suntec Real Estate Investment Trust 2004/12/09	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	ARA Trust Management (Suntec) Limited	3	
6	Mapletree Logistics Trust 2005/07/28	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	Mapletree Logistics Trust Management Ltd	56	跨國REITs
7	Macquarie MEAG Prime REIT 2005/09/20	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	Macquarie Pacific Star Prime REIT Management Limited	2	
8	Allco Commercial REIT 2006/03/30	British and Malayan Trustees Limited	Allco (Singapore) Limited	3	跨國REITs
9	Ascott Residence Trust 2006/03/31	DBS Trustee Ltd	Ascott Residence Trust Management Limited	14	跨國REITs
10	K-REIT Asia 2006/04/28	RBC Dexia Trust Services Singapore Ltd	K-REIT Asia Management Ltd	3	
11	Frasers Centrepoint Trusts 2006/07/05	HSBC Institutional Trust Services (Singapore) Limited	Frasers Centrepoint Asset Management Ltd (FCAM)	3	
12	CDL Hospitality Trusts 2006/07/19	DBS Trustee Limited	M&C REIT Management Limited/M&C Business Trust Management Limited	5	
13	Cambridge Industrial Trusts 2006/07/25	RBC Dexia Trust Services Singapore Ltd	Cambridge Industrial Trust Management Limited (CITM)	27	

## 你要選擇什麼?相信什麼...

- 傳統證卷
  - 單純的只看投資報酬率
  - 誰的股價高就買誰
- 不動產證券
  - 國內為主的信評報告
  - 還是選擇經營物業管理公司。
  - 還是REIT的本質建物本身
  - 還是租戶結構