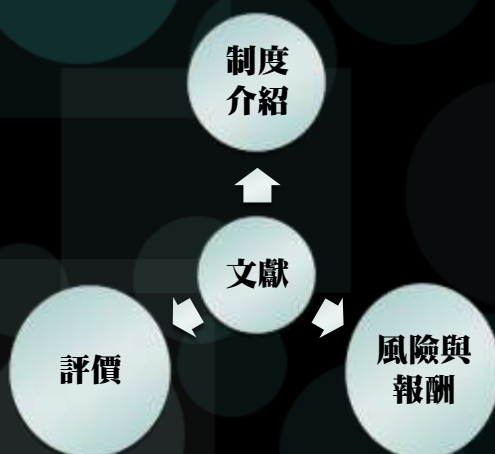


國內不動產證券化文獻回顧

報告人:羅雅怡

大綱



I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討

● 制度建立

- 謝哲勝 (1997) 「不動產證券化之研究」台大法學論叢，27：1，265-322。
- 謝哲勝與李福榮 (2002) 「台灣推動不動產證券化的相關配套措施」台灣金融財務季刊，3：2，177-212。

不動產證券化應具備的條件

- 流通性
- 經營權集中
- 信託財產獨立性及公示性
- 信託移轉與信託財產免稅
- 主管機關監督
- 放寬投資或經營不動產的限制

配套措施

- 人才訓練
- 不動產交易資訊公開
- 不動產估價制度
- 信用評等
- 政府宣傳

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

● 制度建立

■ 投資多元標的之可能

- 張耀懋、葉羽琴與楊弘仁 (2009) 「醫療機構不動產證券化初探」醫管期刊，10：1，14-22。
 - 目的
 - 醫療投資高漲與國內醫療環境面臨資金不斷短缺，如何籌措更多資金，使人民享有更高品質的醫療資源。
 - 方法
 - 結合醫療法規與不動產證券化條例，為醫療市場資金短缺問題尋找出口。

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

- 結果 → 部分醫療法條文與不動產證券化條例互有衝突。

↑
醫療法第36條：醫療法人財產之使用，應受中央主管機關之監督，並應以法人名義登記或儲存；非經中央主管機關核准，不得對其不動產為處分、出租、出借、設定負擔、變更改用途或對其設備為設定負擔。

↓
不動產證券化條例第4條、第6款：不動產資產信託：指依不動產證券化條例之規定，委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人 私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。

5

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

- 解決方法 → 修法

- 衛生主管機關大力推動醫療社團法人的同時，還可以賦予醫療機構對外集資的能力。
- 私人醫療機構實施不動產資產信託投資的可行性評估及修法。
- 鼓勵不動產投資信託資金挹注在醫療市場中。

6

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

● 制度建立

■ 投資多元標的之可能

- 王凱立與林文郁 (2008) 「運動場館證券化之模式探討：以風顯控制為觀點」育達學院學報，17，193-206。

■ 目的

- 證券化是場館開發經營時，以直接金融管道籌資的新趨勢。

■ 方法

- 透過專業經營者之訓練與認證以降低營運風險。
- 透過保險或政府擔保之外部法，或以契約重新安排現金流量，創造不同風險報酬組合證券商品之內部法，降低現金流量風險。
- 透過財務專家以專業訂價降低市場風險。

7

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

● 美國制度介紹

- 張金鶚、徐驊彬、廖仲仁與江穎慧 (2003) 「他山之石，可否攻錯？他山之石，可否攻錯？—從美國不動產證券化經驗探討國內相關課題」不動產證券化學術研討會。

受益分散規定

- 衡量國內市場情況，是否應降低門檻標準。
- 「投資信託」與「資產信託」兩類，將不同類型規範在相同標準之下，是否合宜。

8

代理課題

- 積極引進專業人才
- 建立具公信力的各類不動產資訊與指數
- 受託機構應審慎評估由內部成立專業不動產管理單位或委外管理之利弊得失
- 注意道德風險

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

資訊管理之探討

- 儘速建立「不動產證券化公開資訊觀測站」，提供具公信力之不動產證券化相關訊息

不動產證券化評價課題之探討

- 對於本土化資料，包括資金成本估計、報酬率、折現率等建立專門評估制度與資料庫。
- 建立相關評價規範及會計制度。

9

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討

• 日本制度介紹

- 游千慧與姜堯民 (2003) 「日本經驗對台灣發展不動產證券化市場的啟示」住宅學報，12：1，57-68。

建議事項

- 「不動產投資信託」與「不動產資產信託」應分別立法。(王文宇 (2003) 「不動產證券化條例之評析與前瞻」月旦法學，101，69)
- 應納入「特殊目的公司」制度。
- 信託門檻應斟酌調降。
- 初期宜以「封閉型基金」為主，但開放型的設立則應依市場需求，不應做太多限制。
- 證券設計應允許發行不同種類之受益證券。
- 強制規定每年必須將盈餘之一定比例分配予受益人。

10

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

• 檢討1：流動性

- 姜堯民 (2002) 「Taiwan-REITs成功的關鍵在流動性」台灣金融財務季刊，3：2，23-35。
 - 流動性提升才能促成不動產投資信託在台灣成功。

增加
流動
性的
方法

- ㊦ 降低門檻
- ㊦ 擴大參與
- ㊦ 發行金額不宜太小。
- ㊦ 宜在集中市場上市買賣。
- ㊦ 標的資產不宜分散。
- ㊦ 強制資訊揭露

11

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

• 檢討2

- 吳明哲、游志清與鄭詩華 (2004) 「台灣不動產證券化之現況問題與未來發展之研究」農業經濟半年刊，76，57-68。

建
議
事
項

- ㊦ 不動產證券化認知度應提升。
- ㊦ 不動產證券化商品接受度應加強
- ㊦ 投資門檻應降低。
- ㊦ 保護機制之強化。
- ㊦ 不動產證券化商品設計應多元化
- ㊦ 資訊充分揭露的重要性。
- ㊦ 專業人才培育之迫切性。
- ㊦ 信用評等之必要性。

12

2010/5/10

I. 國外制度的介紹、制度建立與檢討 (續)

● 檢討3：管理機構規範的妥適性

- 李雅萍 (2007) 「對台灣REITs管理模式的建議——兼論管理機構的規範重點」財產法暨經濟法，10，177-212。
 - 台灣目前「不動產證券化條例」受託機構是整部條例的重心，所有的規範大多以其為中心，相形之下，與不動產管理機構有關的規範顯的困乏。
 - 不動產證券化條例第四條第一項第10款規定不動產管理機構的業別：建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。
- 具備條件？權利義務？付之闕如。
- 特許的不動產建築相關業者，是否具備經營管理能力，令人質疑。參李宜豐 (2004) 「從美國經驗探討台灣不動產證券化機制」台灣金融財務季刊，5：1，頁55。

13

2010/5/10

II. 風險與報酬

□ 投資組合：不良資產

- 張金鶚、王建安、洪式韻 (2007) 「直接投資實體不動產之組合分析：來自不良資產之實證」管理學報，24：3，331-353。
 - 資料來源：
 - 資產管理公司所提供不良資產844筆不動產抵押品的橫斷面資料，以及投資組合模擬。
 - 方法：logistic迴歸模型
 - 結果：
 - 資組合的效果較個別不動產投資的效率性佳，但任3個不動產組合的效果，並不顯著優於任2個不動產的投資組合。
 - 組合金額規模愈大或愈小，都可形成效率的投資組合。
 - 「區位」多角化之組合效率，優於不動產「類型」之多角化組合效益。

14

2010/5/10

II. 風險與報酬 (續)

□ 投資組合：國內外REITs

- 陳明吉、蔡怡純、李曉盈 (2009) 「不動產投資信託基金在投資組合中之角色與貢獻度分析」亞太經濟管理評論，13:1，73-92。
 - 不動產投資信託是否可以增加投資人分散投資的效益？
 - 假說一：REITs可達分散風險的效益。
 - 美國、澳洲、新加坡與日本地區的REITs能有效擴大投資人之投資機會 (黃宜靖，2006)
 - 台灣REITs與其他國家之相關性較低，與台灣大盤指數、營建類股票均無共整合均衡關係存在 (陳明吉與鄭傑榮，2006、鄭佩宜與張金鶚，2006)。

15

2010/5/10

II. 風險與報酬 (續)

- 假說二：REITs投資人投資時點與投資期間的長短會影響REITs納入投資組合成效。
 - REITs能提升投資人的投資組合之績效，不過效果須視實證資料的期間而定 (Lee與Stevenson，2003) 因此資產間的關係係數非固定值，投資人有必要隨相關係數的變動而調整資產配置。
- 假說三：投資人原本持有之基礎投資組合會影響REITs納入投資組合的成效。
 - REITs特性較接近債券，因此投資人的投資組合以持有債券投資時，REITs的加入對投資組合績效之貢獻度較少 (Liang與Mcintosh，1998)。

16

2010/5/10

II. 風險與報酬 (續)

• 研究方法

- Markowitz (1952) 提出「平均數—變異數模型」建構效率前緣以求最適資產配置，奠定現在投資組合理論基礎。
- 採用Huberman與Kandel (1987) 及Kan與Zhou (2008) 提出平均數—變異數擴張檢定方法 (mean-variance spanning test) 進行實證研究。
 - 平均數—變異數擴張檢定是針對某一資產加入投資組合是否有效。

17

2010/5/10

I. 風險與報酬 (續)

• 研究結果



假說一：

REITs可達分散風險的效益

- 除澳洲REITs以外，美國、日本、新加坡與台灣的投資人可藉由投資REITs改善投資績效。
- REITs對投資人而言，較具分散投資之降低風險效益，對於投資組合報酬率的提升效果不大。
- 如以台灣股票投資為基礎資產，加入美國、日本、新加坡的REITs投資，會比僅加入台灣REITs為投資人帶來更多效益。

假說二：

REITs投資人投資時點與投資期間的長短會影響REITs 納入投資組合成效

- 除了澳洲REITs以外，各國REITs對於投資組合報酬與風險的影響並不會隨投資時間長短或投資時點不同而有差異。

2010/5/10

II. 風險與報酬 (續)

• 研究結果



假說三：投資人原本持有之基礎投資組合會影響REITs納入投資組合的成效。

- 均以台灣REITs為新增資產。
- 顯示無論基礎資產組合如何變動，加入台灣REITs均能改善效率前緣線。
- 建議台灣地區投資人可同時持有股票、債券與REITs，可達分散投資之最大效益。

19

2010/5/10

III. 評價

陳明吉、蔡怡純、杜采萍 (2009) 「台灣REITs價位合理嗎？」台灣金融財務季刊，10：3，59-86。

- 不論是股票或是債券等任何一種金融商品，對於投資者而言，最迫切想瞭解的就是一項金融商品之真實價值為何？現在的市值是否正確反應其應有的隱含價值？
- 不動產實體資產由於資產特性原處於不效率市場，經過證券化以後，理論在市場效率提高、資訊透明度提高、流動性變快，但投資人是否因此能夠合理評價其價值及市場是否能有效率的讓市值與價值不脫勾？

20

2010/5/10

I. 評價 (續)

	富邦一號	國泰一號	新光一號
基金成立日	94.3.1	94.9.23	94.12.19
上市日期	94.3.10	94.10.3	94.12.26
發行總額	最高為新台幣58億元 最低為新台幣45億元	最高為新台幣139億3千萬元·最低為新台幣111億5,000萬元	最高為新台幣113億元·最低為新台幣85億元
單位面額	10	10	10
存續期間	自成立日起存續	自成立日起存續	自成立日起存續
基金型態	封閉型	封閉型	封閉型
受託機構	台灣土地銀行股份有限公司	台灣土地銀行股份有限公司	兆豐國際商業銀行股份有限公司
不動產管理機構	富邦建築經理股份有限公司	國泰建築經理股份有限公司	新昕國際股份有限公司
原始投資標的	富邦人壽大樓、富邦中山大樓、天母富邦大樓	喜來登飯店、臺北西門大樓、臺北中華大樓	新光天母傑仕保大樓、新光國際商業大樓、台証金融大樓、台南新光三越百貨大樓

III. 評價 (續)

● 評價方法

- 以現金流量折現法 (收益還原法) 為基礎，進一步採用自由現金流量法、及Cox,Ross和Rubinstein(1997)提出的二項選擇權評價模型這 (Binomial Option Pricing Model) 三種方法評估台灣REITs之價值。

III. 評價 (續)

- 各檔REITs實際股價和理論價格之整理

	富邦一號	國泰一號	新光一號
歷史價格(開始迄2008.2)			
最高價	\$14.26	\$11.06	\$12.3
最低價	\$10.05	\$9.8	\$9.18
平均股價	\$11.20	\$10.36	\$10.52
理論價格			
現值法	\$11.78	\$11.19	\$10.64
自由現金流量	\$18.21	\$16.22	\$13.70
實質選擇權法	\$23.61	\$23.45	\$18.95

23

2010/5/10

III. 評價 (續)

- 考慮未來基金發展機會的實質選擇權法所得到的理論價格遠 > 保守估計基金現今流量的傳統評價模式所得的價格
- 因為傳統評價方法，僅能捕捉確定資金流入的評價，可能低估不動產投資信託基金未來的收益變化價值。
- 歷史價值較接近傳統評價模式所得到的價格，和用實質選擇權法得到的理論價格有相當大的差距，可以推論，國內市場上的投資人較接受不動產投資信託類似固定收益證券的評價模式，而非關注基金未來發展機會。

24

2010/5/10

III. 評價 (續)

• 市價低於理論價值的原因

投資人的 定錨現象

- 三檔基金的歷史價格都很接近基本面額\$10，可能因為投資人往往把注意力放在某基準點上，而不會考慮各檔REITs投資標的不同或舉債程度不同。

投資人不 理性行為

- 傳統財務學最可能無法捕捉的市場現象就是交易者的不理性行為。
- 觀察與資產基本面無關的資訊發生時，價格因此大幅波動，可能提供一個市場是否效率、投資人是否理性的觀察。→ 三檔基金對2007年美國次級房貸風暴的反應

25

2010/5/10

III. 評價 (續)

□ 次貸風暴發生當日至後30個交易日

➢ 國泰一號累積異常報酬



➢ 富邦一號累積異常報酬



26

III. 評價 (續)

➤ 新光一號累積異常報酬



推論市場中可能有投資人不理性行爲

27

2010/5/10

IV. 結論與心得

- 雖然國內不動產證券化發展較晚，但截至現在已有6年，累積一些時間和財務資料，故已有部分文獻討論管理面問題及財務分析。
- 資訊不透明永遠是個問題發生的核心，政府這幾年做了什麼？而我們又該努力什麼？

28

2010/5/10

IV.結論與心得 (續)

- 台灣REITs似乎是好物?! 物美價廉又可分散風險。

國家	檔數	資產市值	市佔率
日本	40	13657	61%
新加坡	15	4887	22%
香港	5	2243	10%
台灣	7	593	3%
南韓	13	419	2%
馬來西亞	11	266	1%
泰國	7	186	1%

資料來源：台灣工業銀行 (2007) 「不動產投資信託2006年市場回顧」

29

2010/5/10

簡報結束，感謝聆聽!!



30

2010/5/10