

## 不動產證券化專題研究第十四次上課記錄

主題：不動產證券化之管理維護與信用評等

時間：2010/05/31(一) 14:10~17:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：沈俞君

出席：張金鶚老師、袁淑湄、彭竹君、羅于婷、羅雅怡、楊雅婷、王俊鈞、林逸杰、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、沈俞君、陳靜宜、張方瑩、蕭琬玲

### 【課程主題】

「不動產證券化之管理維護與信用評等」由羅于婷報告與課堂討論，以及 Real Estate Investment Trusts Ch12: The Performance of REIT Stocks — Are REIT Stock Really Different from Other Stocks in the Market?

由楊雅婷導讀。

### 【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見廖庭萱「不動產證券化之管理維護與信用評等」ppt 檔案。

—簡報結束—

老師：信評一開始早期很重要，而且是很重要的依據，本來是想透過信評用來做一些控管，一些市場機制。傳統的邏輯也是如此，信評是民間的審查單位，他把資訊透明公開給社會大眾，理論上政府不需要介入。信評公司經過一些審查，消費者決定買或不買。第一個釐清楚：信評是風險為主，它不代表報酬。不過理論上風險低、報酬低；風險高、報酬高。是否有風險高報酬低，這就不得而知，不過不管怎樣，它只管風險不管報酬。信評的背後每年或者每段時間他會持續地去評等，看看被評的公司是否提升或降等，資訊透明這點信評是扮演一個第三者的角色。信評近來被提到一個爭議就是「次貸風暴」。次貸風暴大家都感受到信評的危機。但信評評人家，誰來評信評？信評會不會有道德風險？可以看到在次貸風暴中顯然它是，信評的確不太受信賴。信評只有那幾家，當這幾家被壟斷情況又會是如何？再說信評他真的懂嗎？特別是對 REITs 這一塊又有多少的了解，這之中有很多專業跟知識道德。估價師理論上也如此。不過從估價師的經驗，跟業主收費，業主說寫什麼你就得寫什麼，所以信評會不會也是如此？會計師會不會也是如此？如果被抓到，會計師當然就會被吊牌，估價師理論上也如此，只是會計師會計準則比較清楚，估價師第一號公報是專業職業道德，可是那不清楚。那信評有沒有？理論上應該也有。一般說我收你錢就賴皮的講法，不要讓別人抓到這樣的情形。但信評是第一塊，信評比較不重要，

基本有多少人看信評？理論上信評法人機構會看，但一般散戶看不看？有多少人會看？信評的結果跟你的表現有無關係？如果他有關係就看，只是當初那個發行的需求，當初台灣 REITs 第一檔要發行的時候，信評公司很緊張，發起人也都在摸索之中。信評要去訪談那些發起人，非常複雜的一個程序。信評費用又蠻高的，大部分都國外的，中華雖是國內的，但是跟 S&P 合作，信評一般來說還是要看投資人敢不敢買單？現在八檔誰的信評最好？富邦一號？新光最好，因為他分散風險最大。當然每一家也很難比，因為不同公司的標準不一樣，或者符號不一樣，背後隱含意思不一樣，同公司可以比、不同公司不能比，不過一般來說新光信評最好，或許風險最低，但不見得報酬最高，但他們的表現會比較值得信賴一點。其他的，坦白講，我們都覺得像後面幾檔，表現也都普通，所以信評似乎無法集中市場的關注度。那這樣就值得讓我們想一想信評有沒有效果？但信評在所有基金、上市公司扮演一個重要角色，他扮演一個非官方角色，對市場的一個主要監督的機制。但對次貸風暴一事，到底是對專業不夠了解，對市場不夠深入，還是職業道德至今仍在探討。但重點是這幾家，從第一次發行至今，每年信評的變化應該列出參考。或信評有無換過？理論上他可以換，換的原因是怎樣？是發生什麼重大事項？不過信評似乎沒有換過。不過信評的 Rating，很多指標需要量化。信評的對象是誰？為何這樣問？

于婷：就是如果以制度上面來講，原有業主的影響應該不大，而是要看資產本身還有管理機構就受託機構的狀況應該是比較重要的。可是台灣就是檯面下原有業主對不動產的重要性看起來還是存在。

老師：他存在是因為有管理機構。

于婷：對。

老師：他還在管理機構，信評是要評誰？是要評那檔基金嘛！包含信託業者應該要被評才對，包含建物的價值、建物的管理品，或建物的空置率…等，這都必要吧！但原有業主要不要？理論是要。不過品牌效果是有那麼一點點重要。那基金管理人要不要被評？基金管理人其實是很重要的。所以信評的對象是講那整個基金，那 REITs 的內涵是什麼？第一就是不動產；第二就是基金管理人，就是 SPT 那信託業者；第三就是他委外的管理機構。想想看那核心是什麼？信評公司一開始評的是誰？是發起人，後來才是基金管理人，因為他還沒發行這檔基金，所以信評是發起人要被受信評，而業主就是發起人的意思。同學有沒有其他意見？台灣似乎對信評不太了解。

雅怡：老師有信評公司的評比嗎？

老師：對啊，就剛剛講得誰評信評嘛！就像老師誰評嘛？老師是學生評。所以信評理論上講應該是消費端去評，或基金管理人去評它，但似乎這還是有盲點。但理論上信評仍需要被評，就像媒體它只是評人家它從不被評，所以現在不是有一個媒體評論單位—NGO 團體，評論那些媒體人，所以一定要有那個機制。不過目前這幾家，到底誰好誰壞？實在很難清楚。

于婷：就商譽比較有名的。

老師：就是三家啊！中華，也就是 S&P、惠譽、穆迪。而且惠譽好像比較慢進來，先是中華，再穆迪，後來才惠譽。

于婷：對。

老師：淑湄有何意見？

淑湄：它這個評出來會有一些很差的等級，那個也可以拿出來賣嗎？

老師：沒有，不見得。其實理論上很差就屬於垃圾債券，但金管會在許可時可能會看內部意見，但理論上還說只是把資訊揭露，並不代表它被許可的必要條件。

淑湄：看來沒有什麼效力。

老師：理論上信評就一個民間機構，由第三者去評估它有沒什麼問題啊、揭露訊息給大家看嘛！從些專業角度幫投資者做一些專業的訪談。信評現在很多，銀行啊…每家公司行號都有信評，評了之後投資客或法人機構才能買，他一定要有那個信評的結果，那只是一個必要的訊息。她剛剛也說了，如果沒有信評機構，國外法人也不能投資，如果沒有信評就不會投資。回到管理維護，這是一個關鍵問題。為什麼管理維護重要？

于婷：其實我在做報告的時候，我會有點難去定義管理維護，以及它在現在制度的重要性，因為它看起來就是維持一個使用啊…看起來是比較消極的。

老師：現在管理維護主要是做什麼？管理維護主要有三：一個是建物管理、一個是商業或生活管理、最後一個是資產管理。但其實它最主要是在做什麼？

于婷：主要是資產管理。

老師：資產管理在做什麼？資產管理什麼意思？所以簡單講是空置率啊！就像在做包租公、包租婆！但以內涵來說，那建物管理是必要的。只是，它主要在做怎麼樣找到好的房客？怎樣減少控制力？租金水準要提高或降低。空置率和租金兩個相乘就是它的收益啊！收益多了就不會有空置損失。所以 REITs 主要在做資產管理。生活或商業管理，其實未來在住宅…商業服務什麼？就是背後那個「增值」啦！再來，建物管理是必要的。什麼時候要油漆粉刷，什麼時候要整建維護，或是住宅的必要管理費如何？這些要如何來營運？這就是有效經營不動產的這件事情。可是那第二個，生活服務，例如：共「購」…一起集體購買，我覺得那商機很大，因為那具有規模經濟。那最主要它有通路，但 REITs 就不太可能。當然一棟大樓可以看到很多租戶，很多公司，提供怎麼樣的營運配合服務，如：影印。像日租型辦公室，不過現在挺麻煩，很多詐騙集團入侵收錢。其實 REITs 也應該可以仿效，因管理維護的要點是我們自己定的，主要有基金管理人和不動產管理人兩塊，其實那些要點還蠻寬鬆的。基本上原本就有一批管理人在做，等於說要適合它們自己的人的情況下所訂定出來的。但管理維護的核心在「空屋率」、「租金水準」這件事情。所以空置率背後怎麼找房客其實是值得關注的一點。怎樣的房客才租得起？租金要高還是低？房客類型要

混合還是不混合？要同質如上下游產業，還是異質比較多？要找外商還是本地好？租金水準的空置率與之關係如何？像租期要簽多長、租金要簽多高、是否續租…都是值得關心的問題。你看目前這幾檔都在講當初他們發行時，他們都有講清楚他們租戶是誰？租金多少？他們都是帶租金來的，但他們租金都不會長的。是否會續租變成關鍵，租金太高他們會跑掉，像金融風暴的時候就跑掉一些，所以找什麼樣的房客最好？租期多常？租金多高？所以像現在 DTZ 就在做這樣的工作。像之前我看那的國泰二號，那租約就不太好。也沒有滿租，百分之八十幾而已，因為金融海嘯跑掉幾個，那時就趕快找啊！這種情況一發生就對買 REITs 的人產生困擾，所以商業著重有沒有收益。建設公司不像我說過的租賃業者、營造業，我們這八檔管理公司是屬哪一個，其實背後大多都是為了這檔成立出來的。

淑湄：有規定嗎？

老師：沒有規定。台灣對委外委內沒有規定。所以土地銀行不是由土地銀行主導，富邦一號是富邦主導，所以富邦金才有意思嘛！所以到底誰主導也是蠻有意思去探討，其他的…那個新昕，是新光一號他們自己成立的物業公司，這是算委內還是委外大家都搞不懂。三鼎有三家公司，有一家就誠品，由三家組合出來…而誠品現在也要介入不動產這一塊。物業管理績效，理論上講，應該是空置率與租金水準這些東西一起來看。其實從過去我一直認為 REITs 應著重在物業管理這一塊，因為它管理收益百分之九十要還給投資大眾，所以要看那管理公司的績效。但現在大家好像變得不太關心 REITs 是否是物業管理核心的這項重點。

于婷：可能對於 REITs 的討論著重在物業管理或管理維護。

老師：怎麼穩定？一點都不穩定啊！金融風暴一來租戶隨時都會跑，尤其有一個租戶租了約百分之八十，結果它一走全部都空了，所以到底要怎樣才是比較好的租戶，過去也有規定承租比率，但現在有很多「自家的」租戶在承租，租約租金就自己在訂，所以基本上那些租戶不會跑。外商其實比較不會跑，公司地址換來換去比較不好，大家有沒有什麼意見在管理維護這一塊？

相甫：譬如說 A 級辦公室和 B 級辦公室，那他們分成 A 級、B 級，也是從管理維護區分嗎？

老師：A 級、B 級這似乎沒一個標準答案，不過一般市面上有這樣的講法，但基本上沒有所謂的國際標準。不過 A 級、B 級第一個建物是最重要的，如建材自動化程度、建物興建的水準。不過 A 級、B 級沒有共同標準。

淑湄：南軟是屬於哪一級？

老師：南軟蠻難講，如果是偏遠的地方就是 B 級。而廠辦又是另一塊。像之前遠雄的廠辦之父，原來是工廠，後來就改成廠辦，但它仍是工業區，工業區怎能算 A 級呢？但最後工業區最後越搞越大，南港工業區就越來越多很炫的建築物，不止是辦公大樓，裡面連游泳池、餐廳，所有各種的設備都很

好。

淑湄：南軟的餐廳其實很難經營，因為到晚上都沒有人。

老師：但他們廣告都打得不錯，很便宜、很好，其實那都是物業管理的一塊。

逸杰：物業管理的誘因到底是在哪裡？因為所有權人一定是他自己的所有權他去管理，所以很合理他有誘因，我財產管不好就沒有利潤；但物業管理是信託機構所委託的，那他到底是出租一件就抽成，還是他領死薪水。如果是後者，那他根本就不積極啊！租不出去關我什麼事？REITs 投資人關我什麼事？

老師：所有的物業管理他背後隱含的信託業者或事務業管理到底是委外還是委內，都有他誘因機制設計上的講法。物業管理好當然就報酬高、有績效，如果過去都管得很差，租戶就會抱怨，基金管理人自然就會被換掉。

淑湄：換掉不會撕破臉嗎？

老師：換當然很差啊！一開始原本強調一定要委外，但又認為，我原本經營就最熟悉，結果現在換個人，不就自找麻煩嗎？所以委外、換人，避免道德風險，但為何不讓自己經營最好呢？

逸杰：所以他管理的報酬是從他的利潤去抽成嗎？

老師：這無法清楚，這不一定，每個都有他自己的機制設計，但不可能績效跟報酬沒有關係。我們休息一下。

## 【英文文獻導讀】

Real Estate Investment Trusts

Ch12: The Performance of REIT Stocks — Are REIT Stock Really Different from Other Stocks in the Market?

由楊雅婷導讀

—簡報開始—

◎報告內容詳見 ppt 檔案。

—簡報結束—

老師：來，大家看一下這結論。第一個這看起來作者對 REITs 還是有信心，好像跟我們台灣是不太一樣。當初在推的時候，一開始也都還蠻樂觀的，但後來我也覺得不太好，因為有一些法令制度上的問題，後來就變死氣沉沉。台灣市場當然對世界影響不大，但大陸市場的影響就很大。所以最後的結論很好，選擇文化相近的，如果不管在大陸發行或經營 REITs，或者去投資大陸的 REITs，或許台灣經驗對他們都有些幫助。昨天剛好去廈門演講，她們剛好是廈門的不動產。光是個廈門這麼小的地方，個案開發沒有幾百戶，是上千戶，那地方已經改很多，蓋了很多大樓，到現在都還再蓋，是量非常大的不動產開發。當然可以顯見是…你看廈門是這麼小的地方，更別說

是深圳。我記得我 90 年代去過深圳，那時他們在講趕快去大陸投資，結果現在去深圳，才二十幾年，不得了…這深圳真的是嚇死人，全部高樓大廈，密度之高，而且路都很大條的，所以那整的的硬體建設都完全翻新，所以在這樣的情況下管理維護就可以進去經營，這時軟體才是我們的賣點，他們就是要我們的軟體。但我說台灣 REITs 很樂觀我不敢說，但基本上 REITs 這個產品試圖在有效利用不動產的人，跟投資人是分離的，所以台灣的作法一直都還是很傳統：買不動產投資自己經營。而不動產一定要有規模經濟，每個人都是一棟大樓公共設施要如何使它規模經濟，物業管理是很重要的一塊。所以雖然每個人是獨立投資，但有點太貴，如果物業管理進入，投資者、經營者分離，才能得到有效經營更好的效果。但我覺得台灣市場還是有潛力的，但至於如何使之發揮極致，學不動產或金融的人的確是需要下功夫。第二個，實施不動產證券與銀行報酬差很大，看看台灣的不動產投資報酬，投資似乎是直接投資不動產比較有利可圖，所以大家還是傾向直接投資。而 REITs 另一個不活絡的原因，你們有什麼結論？

雅婷：檔次太少。

老師：啊…這剛剛講啦！沒有檔怎麼活絡？你說來發行個十檔來看看，或發行不同類型，例如有期限之類的。目前好的產品還未拿出來，其實美國也是這樣子。要怎樣讓他們拿出來得到更好的…例如政府能夠帶頭做莊，標土地賣給財團，藉此做「開發型 REITs」。這裡面「創新」其實是很重要的元素，不動產的科技網路、創新的這件事情很重要，因為現在整個潮流都是創新。不過他講得是美國，台灣跟美國不太一樣。你覺得咧？

雅婷：就像剛剛講得左手賣右手，其實大家都是維持原本的經營管理方式，其實不會特意去改變，只求收益平穩成長就好。所以這塊其實可以被採用，指適合時採用可能是換租的時候。

老師：所以也就是說我們還沒有「轉折」的條件出現。大陸市場也是剛開始，還沒有 REITs。去年大陸來台學習，但 REITs 在台灣的形象似乎不太好，因為大家至今仍然不了解。台灣應該成立 REITs 的公會，像美國就有 NAREITs，他們訂了一個指數出來，或是做很多的指標、功課出來。所以台灣我就也弄了一個 T-REITs 的 Index，本來是用資訊中心來做為一個核心，由官方主導的，用它來做一個 REITs 的評比，但後來並沒有很成功。像土地銀行，扮演一個 REITs 工會的領頭嘛！由他來教育民眾，那網站大家上網可以購買就很很方便，不然投資者沒有資料怎麼買？REITs 在日本就很活絡，日本大概就有四十一檔的 REITs(2009)。大陸 REITs 正要開始，而大陸的房地產最近熱得火紅，如果再加上 REITs 的經驗，我覺得如果走對路來的話，那真的是無可限量。這本書也提到，REITs 之後的發展會在大陸、亞洲市場。那你們躬逢其盛，你們又是同文同種。德銀之前在大陸辦會議，那裡基金、不動產炒得火熱，所以大陸整體上 REITs 的發展的確有他的潛力。學術界和產業界結合如果能在那邊發展更好，其實也小有可為。

宗焯：我想問一下，荷蘭的檔次好像越來越少。

老師：歐洲投機的風氣沒有這麼強烈，不過這也見仁見智。歐洲整個 REITs 的發展也很短，每個國家差異很大。看起來好像法國檔次有多一些，但檔次多或少不是這麼重要，檔次規模才重要。台灣嚴格說來檔次不算少，韓國也才四檔，可是我們規模小。你看領匯是把所有國宅都綁在一起。新加坡一直都還很大，香港雖然發展晚，但他一開始出來規模很大。另一個問題：跨國之間的 REITs 怎麼 Link 在一起？這最後要如何標準化，讓財報都很清楚，創造「全球不動產共同市場」？靠 REITs？

逸杰：大陸土地國有，那 REITs 怎麼實行？

老師：土地國有是國有，但他仍有地上權，我十年、二十年到期就可以處分啦！

逸杰：地上權的處分？

老師：對啊！這不見得要所有權啊！

逸杰：但如果政府要求五十年地上權他要收回，那就是地上權一定要拆除？

老師：對！有期限也是一樣的啊！香港也是地上權。

淑湄：老師剛剛有講到那個美國朝向私募，那提到私募，那它基本價格 (Fundamental Value) 跟由市場決定價格是不一樣的東西嗎？

老師：私募其實就反應各種價格。公募就是市場做決定，你是說這句有問題嗎？市場就是大家買進賣出，到底 under value 是多少錢？要私募時就會看那資產價格多少錢，這是 under value 跟 over value，溢價跟折價的問題。這不是嗎？

淑湄：所以私募就是基本價格？

老師：私募就是看大家要開多少價格，比較屬於資產價格多少錢就是多少錢。

靜宜：所以就是淨值。

老師：對，淨值。

淑湄：但未來私募是主流？

老師：這個我也不知道他如何得到這樣的資訊。

淑湄：還想問一下第七個講到日本，為何這些投資工具與規章都跟運輸部門有關係？

雅婷：是不是那個廠站。

老師：喔喔，廠站跟證券化，可以啊，這是聯合開發。

淑湄：所以台灣可以這樣做啊！

老師：台灣有啊！京站就是！算類似！

淑湄：那好複雜。

老師：利益分享嘛，理論上是如此。那今天就在這裡結束啦！下課！