

# 台灣不動產證券化產品市場需求之初探

A Preliminary Analysis of Market Demand for  
Real Estate Securitization Product in Taiwan

翁偉翔\* 張金鶚\*\* 陳明吉\*\*\*

Wei-Xiang Weng, Chin-Oh Chang, Ming-Chi Chen

## 摘要

為解決傳統不動產投資困境，將不動產投資方式由固定的資產形式轉變為證券型態的概念，而有不動產證券化的產生。國內目前已通過不動產證券化條例，然而在付諸實施後，不動產證券化實際運作的可行性為何，市場上投資者的接受程度如何，將是不動產證券化成功與否的重要關鍵。本研究主要針對需求面角度切入，透過投資者問卷調查資料，運用 Logit 模型探討證券化可行性因素對於投資者購買不動產受益證券的影響。實證結果發現，一般投資者認為受益證券的市場流通性、分散風險的功能愈重要，預期報酬率愈高，另外對於未來股票市場情況，以及房地產市場情況愈樂觀，其購買受益證券的機率愈大。法人投資者則認為分散風險的功能愈重要，以及投資者屬性中主要投資工具的種類愈多，其購買受益證券的機率愈大。此一市場需求面實證分析結果，對於未來國內不動產證券化實際運作，可提供政府、業者及一般投資大眾作為決策參考。

關鍵字：不動產證券化、不動產投資、Logit 模型

## Abstract

In order to solve the predicament of traditional real estate investment, real estate securitization offers a new scheme by turning its investment nature from fixed asset into financial asset. However, after real estate securitization law has been implemented in Taiwan, what is the feasibility of this system and how is it embraced by the market will be the key to success for this system. Our study focuses on the demand side of the market and analyzes the factors that influences investor on purchasing the securities through questionnaire and logit model. Our results suggest that private investors believe the function for market liquidation and risk diversification of the securities are positively correlated with expected return. If the investors are optimistic to the future the stock and real estate market, the possibility to invest is higher. As for institutional investors, market liquidation and various choices for investment in the market will affect their possibility to invest. To the practical operation of real estate securitization, we hope our results would provide a reference of decision-making for government, industry and investor.

Keyword: Real Estate Securitization, Real Estate Investment, Logit Model

---

\* 國立政治大學地政學系碩士班研究生。

\*\* 國立政治大學地政學系教授。

\*\*\* 國立中山大學財務管理學系助理教授。

## 一、前言

由於不動產本身具有不可移動、異質性、價格昂貴的特性，與其他的投資工具相比，不動產投資需要大量的專業知識，投入大量的時間、金錢，且必須承擔龐大的投資風險，造成傳統的不動產投資面臨著極大的困境，於是有將傳統的不動產投資由固定的資產形式轉變為證券型態的概念，而有不動產證券化（Real Estate Securitization）的產生。Lowy（1999）認為不動產投資信託（REIT）（註1）相較於傳統方式投資不動產，其優勢主要在於：1.市場流通性高於傳統不動產投資方式；2.多樣化的產品選擇，提供小額不動產投資者作為投資組合工具，分散不動產投資風險；3.穩定並定期的收益分配，使得受益證券具有一定的資產價值；4.較大的節稅效果，因大部分的受益證券並不成為政府課稅的標的；5.獨立的專業經營與股東權益分離，能創造更大的利潤收益；6.有限的責任制度，REIT尤其相對於不動產有限合夥（Limited Partnership）而言，其有限責任更小。由此可知，不動產證券化與傳統不動產投資相比，確實存在著較大的產品優勢，並使得小額投資者能夠投資不動產市場。

國內過去對於不動產證券化可行性的研究，多是介紹國外運作制度，引進台灣地區實施的可行性（張金鵬、白金安，1992；邱昭賢，1996；謝哲勝、李福隆，2002；李昇鑫，2002），以及運用不動產證券化或投資信託方式來作為都市更新的手段（張金鵬、白金安，1992；陳怡芳，1997；莊孟翰，1999；陳明吉，2002），但我們可以發現過去的研究僅針對法令、制度面可行性進行探討，對於未來實際供需情況的可行性研究付之闕如，正因為缺乏市場實際情況的研究分析，造成此項制度在即將正式推動的同時，面臨著極大的不確定性。

國內過去也有許多類似不動產證券化的案例，且早在民國65年的芝麻酒店開發案就已經悄悄展開，但缺乏相關法制的配合，大都以失敗收場，由於當時法令制度的不完備，投資者的權益並無法獲得充分保障，使得類似證券化精神的開發案例淪為吸金工具，因此實有必要將不動產證券化制度予以法制化。但有鑒於過去都市更新的經驗，其相關法令雖然也有不動產證券化的條文規定，但不動產證券化的標的過為狹隘（只限於都市更新地區）導致風險過高，且缺乏較完整的相關法制配套措施，使得目前想要運用不動產證券化方式來推行都市更新，實際運作上並不可行。

國內於民國九十一年六月通過「金融資產證券化條例」，並於民國九十二年七月通過「不動產證券化條例」（以下簡稱該條例），正式為不動產證券化制度確立其法源依據，在該條例的架構制度下（註2），不動產證券化實際運作上是否具有可行性？從市場供需的角度觀察，除了供給面開發者對於證券化產品的規劃包裝之外，潛在投資者的投資意願及考量因素究竟為何？目前市場上開發者對於不動產證券化充滿期待，因此市場需求面的情況，將是決定該制度運作成功與否的重要關鍵，是以本研究將以需求面角度切入，探討不動產證券化的可行性問題。

本文共分成五大部分，除第一部份為前言外，第二部分是不動產證券化相關

研究，第三部份為理論背景與研究設計，第四部份為實證結果分析，最後則是結論與後續研究。

## 二、不動產證券化相關研究

### (一)不動產證券化可行性因素探討

國外推動不動產證券化制度歷史悠久，回顧國外文獻對於 REIT 的研究，大多從 REIT 的投資報酬、風險、流通性、投資組合、預測能力、規模大小等課題切入，近年來較重要的譬如 Chen, Hendershott and Sanders (1990) 探討權益型 REITs 風險及與報酬的關係，該研究利用 REITs 的實際報酬資料作實證分析，研究結果發現 REITs 的投資報酬高低受到不預期的通貨膨脹風險影響甚大，而不同 REITs 類型之間其避險程度也不同，但整體而言 REITs 的投資風險，相較於其他股票投資則顯得較低，而 REITs 的投資報酬與風險，對於投資者而言是最基本的考量因素。

Giliberto (1990) 探討權益型 REITs 與實質不動產投資報酬之間的關係，利用 1978~1990 年的報酬資料進行分析；實證結果發現，在去除債券市場與股票市場的影響效果之後，發現 REITs 的投資報酬與實質不動產的投資報酬之間有相當密切的關聯性，背後顯示眾多的市場因素同時影響 REITs 與不動產兩個市場。

Bhasin, Cole and Kiely (1997) 探討 REITs 的流通性問題，該研究以 1990~1994 年美國 REITs 市場的資料做為分析資料，結果發現該期間 REITs 的價格差異顯著縮小，背後隱含著投資者較低的交易成本，因此產生了較大的市場流通性，而且這個趨勢會隨著 REITs 市場的慢慢成熟而不斷擴大。因此，REITs 市場在發展初期，市場流通性的大小，將會視 REITs 股價差距及投資者的投資決策來決定。

Mull (1997) 則探討 REITs 產品於不同國家內作為投資組合工具的比重，研究結果發現，以美國地區為例，在 1985~1990 年之間，REITs 股票對於投資者而言，並不是一個重要的投資組合工具，且投資報酬也較低；但到了 1990~1994 年，投資者的投資組合當中，REITs 的投資比例有明顯增加的趨勢，顯示其分散風險的功能逐漸受到重視，而其重要性受到投資者的肯定之後，表現在數據上的便是投資者對於 REITs 投資額的增加。

Li and Wang (1995) 從 REITs 投資報酬率的預測能力著手，以過去的研究報告資料分析，發現 REITs 的投資報酬率較其他資產的投資報酬預測能力較佳，且文中更進一步指出，REITs 市場必須仰賴股票市場的能力才能正確的評定出不動產的價值，顯示證券市場與 REITs 市場間存在密切的關係，而投資報酬預測能力好壞以及股票市場的未來狀況，對於投資者的投資決策也將有所影響。

Rogers and Owers (1985) 認為國外投資者投資 REITs，相較於直接投資不動產，其投資報酬率較低，其中主要的投資誘因在於稅賦減免的優勢；另外一項影響因素在於「資訊不對稱」的情況，證券化方式相較於直接投資不動產，其資訊的發佈較公開透明，尤其是直接投資不動產的廠商，容易過分重視其資產價值

而產生投資決策的錯誤。

另一方面在國內由於證券化尚未推行，過去多制度與設計面之分析，欠缺不動產證券化的相關實證研究，但卻有不少文獻以台灣地區證券市場及共同基金市場為對象，針對投資者的投資行為及考量因素作實證分析研究，可作為本研究之參考，譬如劉春性（1994）以台北市股票市場為範圍，針對一般投資者投資行為及人口特徵作實證分析，發現股市投資人不同集群之間，確實存在性別、年齡、教育程度的顯著特徵差異。

鮑聖玟（1997）則是以國內投資信託公司所推出之共同基金對象，針對一般投資者投資共同基金作實證研究，發現不同風險偏好的投資者，其考量因素與投資行為也有所差異，研究結果發現，風險規避型的投資者並不以投資報酬為最主要考量因素，但風險愛好者認為股票報酬性高，且不喜歡作投資風險分散；顯示出不同類型的投資者，其對於股市或共同基金的投資行為及考量因素，可能受到某些人口特徵屬性的影響。

楊秀鳳（2000）認為投資者在投資類似不動產證券化商品時，除了商品本身的獲利能力，相關所得稅的負擔，將是影響投資者決策的重要因素。研究方法以當時（2000年）國內的租稅環境為基準，模擬投資者的稅負負擔，結果顯示投資信託基金的稅負最低。

國外文獻對於 REITs 產品投資影響因素的研究相當廣泛，但反觀國內不動產證券化制度尚未正式實施，因此受益證券新產品的推出，在國內目前的市場環境及草案架構之下，對於國內投資者而言，其投資考量因素是否與國外投資者相同，而這些考量因素將影響未來不動產證券化實際運作的可行性。

## (二)國內過去類似證券化案例可行性分析

國內過去有許多類似不動產證券化的案例(註 3)，由於過去不動產證券化缺乏法制化的規範，因此開發者只能在當時的法令制度下模仿證券化的精神進行產品包裝，但缺乏法令規範及市場供需運作的結果，使得最後許多案例皆以失敗收場，為何國外的不動產證券化市場蓬勃發展，但國內的類似證券化案例卻窒礙難行，以下將以市場供需面的角度深入分析。

以供給面角度切入，發現過去許多案例的開發者，是以產權持份出售的方式來達成不動產資產小額化、單位化的目的，由開發者發給投資者一張投資權益憑證，實際執行上並不困難，但表面上投資權益憑證似乎可以隨意轉讓，但缺乏次級交易市場的流通運作，使得此項優點無法發揮其功能，且以產權持有而非證券形式的投資方式，持有者對於其不動產產權擁有絕對的處分權利，對於整體不動產長期經營存在極大的不確定影響。此外，開發者為吸引投資者投資，對於投資權益憑證報酬率常有誇大不實的情況，許多開發者在其他投資副業經營不佳，影響到該開發案本身的財務狀況，主要也是因為開發者的財務運作並不對外公開，投資權益更缺乏信用機構的保證背書，加上開發者本身的經營策略，無法提供穩定的營運收益支撐整個開發案，因此雖然表面運作上可行，但背後所隱含的後續

經營問題，都是影響過去類似證券化案例可行性不佳的重要關鍵。

從需求面投資者的角度觀察，當時投資者購買這些投資權益並不困難，但缺乏次級交易市場，且以產權持分方式的流通性不足，影響投資權益的變現能力，且大多數投資者無法得知相關市場資訊，對於開發者的財務運作並不清楚，又缺乏監督單位及信用保證機制之下，投資權益的安全性保障其實並不充分。從過去的案例觀察，顯示出投資者除了考量證券化產品的包裝規劃，以及自身的投資報酬與風險之外，投資者其實更重視的是受益證券次級市場的流通性問題，以及自身的投資權益是否能獲得妥善保障，而這些因素都密切影響著未來不動產證券化制度法制化後，實際運作時的可行性與否。

### 三、理論背景與研究設計

為探討不動產證券化產品之市場需求可行性，本研究從投資基本理論中說明影響不動產證券化可行性因素，並將其歸納整理，繼而以問卷方式調查驗證投資者之考量重點為何，以敘述統計與交叉分析法做最基本的檢視，而後再以二項 Logit 方法建立投資者購買證券機率預測模型。茲分述如下：

#### (一)理論背景

理性的投資者在面對各種可投資的證券時，必會在投資之前作一系列的分析，以決定其投資決策。在制訂投資決策時，投資者必須先決定其投資政策，也就是投資目標與可投資金額，而投資所得之報酬與風險是具抵換的關係，所以必須同時考慮兩者的能同時滿足。投資者在確立其投資政策後，為選擇合適的投資對象，必須進行證券分析，也就是檢驗該證券的價值是否有高估或低估之情況，其工作主要在於瞭解證券的特性及其影響這些證券價值之因素，然而一個投資決策並非完全取決於證券報酬，另外還有其他財務性因素的影響。所以整個投資決策過程從個人偏好而制訂的投資政策外，尚需考量證券報酬，或甚至所處之經濟環境，因此造成一個證券能否在市場上可行是受到很多因素的影響。

由於不動產本身的特性，不動產證券除了具備有一般證券的特性外，尚有其他特殊之處，再加上這是國內將開始對不動產證券化，實際運作時的可行性，除了相關配套措施及法令制度的配合，最大的關鍵因素在於市場上供需情況的配合；以過去都市更新的經驗，雖然經過妥善的立法制度配合，但忽略市場供需情況的結果，導致實際運作時效果不彰。由於國內不動產受益證券是一個新的產品，過去並無相關報酬率及投資者的實際投資資料，因此本研究透過問卷調查瞭解潛在投資者的投資意願，從需求面角度切入，透過潛在投資者的實證分析，探討影響不動產證券化可行性中，投資者對於不動產證券化產品的投資意願及考量因素，以及不同投資者、不同受益證券類型間考量因素的差異。

綜合過去不動產證券化相關研究，本研究提出影響不動產證券化可行性因素歸納為三個主要部分，第一部分為證券化產品因素，當中有六個面向，包含市場資訊、報酬性、分散風險性、流通性、優惠性、安全性；第二部分為外在的總體

因素，包含總體經濟、證券市場及房地產市場的整體情況；第三部份為投資者屬性，又可分為一般投資者屬性及法人投資者屬性；一般投資者的屬性包含投資者的性別、年齡、教育程度、投資工具種類、投資不動產經驗，投資證券市場經驗、證券投資金額、及風險利潤偏好。法人投資者屬性則為該公司的主要投資工具種類、投資不動產經驗、成立時間、及可用投資金額。茲將各選取之變數內容加以分析說明如下：

## 1.證券化產品因素

### (1).市場資訊

不動產證券化制度運作過程繁雜，牽涉不動產、證券、金融許多相關專業知識，以交易成本（Transaction Costs）的概念而言，投資者若必須花費大量成本來了解該項制度及產品相關資訊，隱含其投資該產品的可能性將愈低；雖然國內不動產證券化制度尚未實際運作，但預期投資者若是對於目前市場上不動產證券化相關資訊的了解愈充分，所必須花費的資訊搜尋成本將愈低，預期未來購買不動產受益證券的機率也將愈高。

### (2).預期報酬率

對於理性的投資者而言，報酬性是投資學重要的考量因素，依照平均變異數法則（MVC），在效率前緣線右側的投資均屬於無效率的投資點，因此若在相同風險之下，投資者會選擇報酬率較高的投資點；不動產受益證券對於不同投資者而言，其預期報酬率也不盡相同，但理論上若是投資者對於該產品的預期報酬率愈高，表示此項商品對於該投資者而言，將愈有可能落在效率前緣線左側，使得投資者投資不動產受益證券的機率也會愈高。

### (3).分散風險性

分散風險是投資學中重要概念，依照投資組合理論（Portfolio Theorem），最佳的投資策略是選擇不同投資工具，或者同種類但是不同類型的投資工具，才能符合個人的期望利潤及風險。不動產受益證券能否成為投資者眼中分散風險的投資工具，成為分散風險的投資組合，將視該投資者認為受益證券分散風險的功能高低有所差異，預期投資者對分散風險重要性程度愈高者，其購買不動產受益證券的機率將愈高。

### (4).流通性

流通性主要是針對受益證券的次級交易市場而言，不動產證券化的一個重要目的在於將原本變現不易的固定資產，透過證券型式使其流通性更強，資金運用更加靈活；過去類似案例的投資權益市場，因為市場流通性不佳造成失敗，因此證券化實施初期的市場流通性將是重要關鍵，預期投資者對流通性重要性程度愈高者，其購買不動產受益證券的機率將愈高。

### (5).優惠性

Rogers and Owers (1985) 認為國外投資者投資 REITs，其投資報酬率相較於直接投資不動產較低，其中主要的投資誘因在於節稅的功能；因此，該條例對於投資者優惠性項目也有所規定，主要為受益證券交易稅的減免，以及受益證券收益併入所得稅中計算；對於投資者而言，認為該條例的優惠性項目愈充分，受益證券愈能充分發揮節稅功能，預期其購買不動產受益證券的機率將愈高。

#### (6).安全性

不動產受益證券的安全性，即是信用評等機構對於受益證券等級的評定，有義務於公開說明書、投資說明書中詳細說明信用評等結果及信用增強方式，以保障投資者的權益；由於過去類似案例對於投資者的保障並不充分，因此投資者若是對於該條例中信用評等的規定認為愈充分，表示受益證券的安全性愈高，愈能夠完善保障投資者的投資權益，預期其購買不動產受益證券的機率將愈高。

### 2.總體因素

#### (1).總體經濟情況

Chen, Hendershott and Sanders (1990) 認為 REITs 的投資報酬高低受到不預期的通貨膨脹風險影響甚大，而通貨膨脹因素跟總體經濟情況息息相關；此外，大環境的經濟景氣也會影響投資者的投資意願，預期投資者對於總體經濟情況愈樂觀，其購買不動產受益證券的機率將愈高。

#### (2).證券市場情況

不動產受益證券本身即是一種證券型式，當然也會隨著證券市場情況好壞而起伏變化，並連帶影響到投資者的投資意願。Li and Wang (1995) 的研究更指出證券市場與 REITs 市場間存在著密切關係，更可顯示投資者的投資行為受到證券市場的影響，預期投資者對於證券市場情況愈樂觀，其購買不動產受益證券的機率將愈高。

#### (3).房地產市場情況

房地產市場情況的好壞，將影響投資者進入房地產市場的投資意願，而以投資為主要目的的需求者因強調成本與獲利，更是受房地產景氣波動的影響較大（花敬群、張金鶚，1997）。不動產受益證券在本質上即是投資不動產，將同樣受到房地產市場景氣波動影響，因此預期投資者對於未來房地產市場情況愈樂觀，其購買不動產受益證券的機率將愈高。

### 3.投資者屬性

#### (1).一般投資者屬性

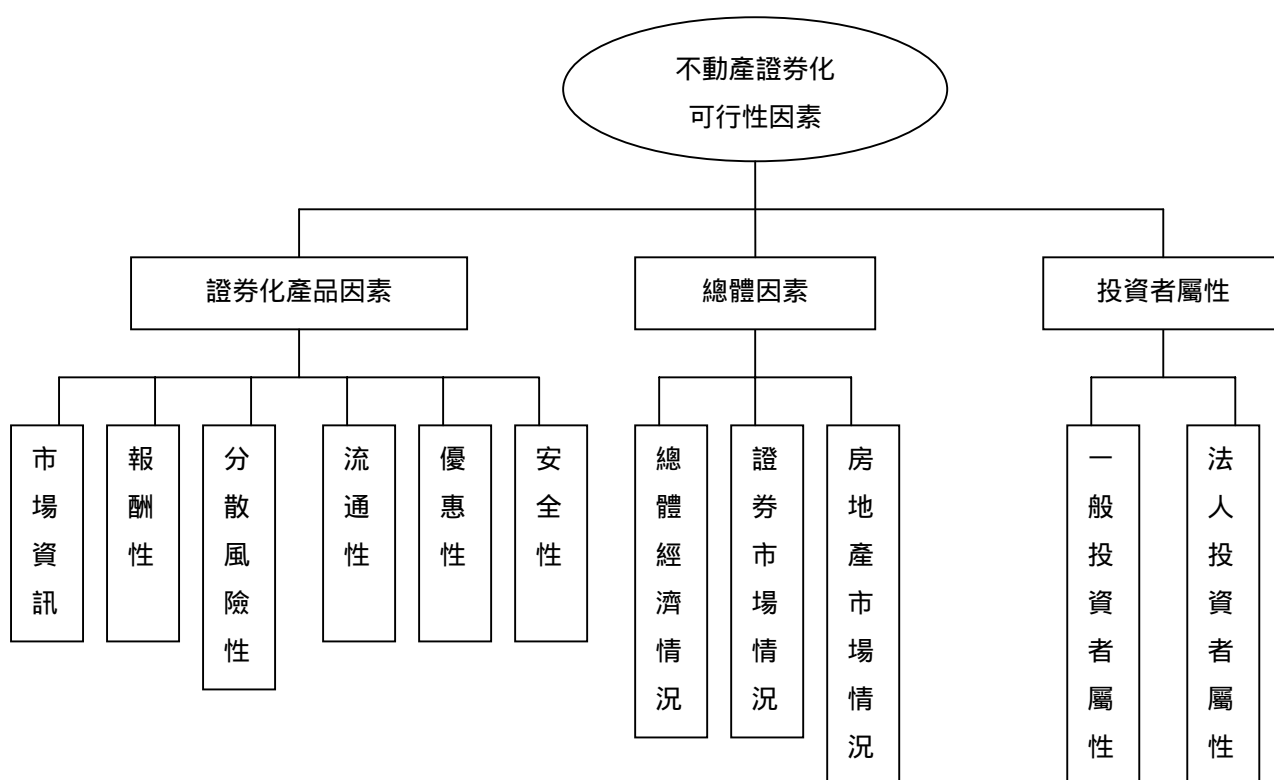
投資者的考量因素除了證券化產品因素，以及外在的總體因素外，投資者個人的屬性特徵及偏好，也密切關係著其是否購買受益證券。劉春性（1994）鮑聖玟（1997）曾針對一般投資者投資行為作實證分析研究，發現不同類型投資者間，確實存在年齡、教育程度、投資金額以及不同風險偏好的特徵差異。因此，

本研究針對不動產受益證券產品特性，選取八項影響證券化可行性因素之投資者屬性，包括投資者的性別、年齡、教育程度、投資工具種類、投資不動產經驗，投資證券市場年期、證券投資金額、以及風險利潤偏好，作為投資者購買受益證券與否的影響變數。

## (2).法人投資者屬性

法人投資者相較於一般投資者，其擁有較專業的市場分析判斷，較豐富的投資經驗，以及較大的投資金額，投資策略較一般投資者理性，且國外相關研究也指出，法人機構的投資者，將是不動產受益證券市場的重要參與者，因此本研究選取投資工具種類、投資不動產經驗、成立時間、及可用投資金額作為法人投資者屬性的影響變數。

綜合上述證券化產品因素、總體因素，以及投資者屬性的說明，本文架構出不動產證券化需求面可行性因素架構圖如下（見圖一）。



圖一 不動產證券化需求面可行性因素架構圖

## (二)研究設計

本研究根據先前所提出的理論背景架構，採用問卷調查方式實際瞭解證券化可行性因素對於投資者購買不動產受益證券的影響，影響程度的檢定是以 Logit 模型來驗證。茲分述本研究之問卷調查方式與實證模型如下：

### 1.問卷調查

本研究的實證分析資料是以問卷型式詢問潛在投資者而得，問卷內容則以不動產證券化可行性因素為主軸，分為證券化產品因素、總體因素、投資者屬性三



個部分作為主要調查項目，前兩部分九個題目之問項以各影響因素的程度高低區分為五個等級，第三部份為投資者屬性，投資者就自身認知及條件針對各項因素的程度高低進行作答，並調查其對不動產受益證券及型態的潛在購買意願，以及對於不動產標的「最優先」的考量因素，最後則是調查潛在投資者所願意購買的各項不動產產品類型。

本研究問卷對象為受益證券的潛在投資者，又可分為一般投資大眾與法人投資者，其中一般投資大眾的調查係透過國票聯合證券公司全省 17 家分公司(註 4)，針對一般證券投資散戶發出 2000 份問卷，透過證券營業員的訪問調查，經過一星期的時間，回收份數為 1129 份，其中有效問卷為 950 份，有效回收率為 47.5%。

法人投資者則以四種類型的公司行號為主要問卷對象，包括金融機構、證券商、建設公司、人壽保險公司，作為法人可能購買證券化產品的潛在投資者，以郵寄方式詢問其投資意願，總共郵寄份數為 465 份，其中金融機構 54 份，人壽保險公司 56 份，證券商 105 份，建設公司 250 份，回收份數為 76 份，其中有效問卷為 71 份，有效回收率為 15.3%。

## 2.實證模型

投資者在面臨多個投資選擇時，會使用決策分析方法以決定最佳的投資策略，在本研究的設計中，投資者所面臨的問題，是投資或不投資，而投資者的預期報酬率，乃是  $d_i \cdot \text{Porb}_i$ ，其中  $i$  代表方案，在本研究中為購買與不購買兩種選擇，而  $\text{Porb}_i$  為兩種選擇發生的機率，對投資者而言，當然希望投資報酬能最大。投資者在面對購買與否是一個二元的選擇方案，而如何選擇則受到前述影響因素之影響，雖然本研究問卷資料並非投資者實際所做出來的選擇行為，但透過潛在需求的問卷調查，仍可看出投資者未來可能的選擇行為及其考量因素。

由於本研究之實證模型是以是否購買為因變數，因為屬於間斷變數，在迴歸分析中是採用 Logit 模式進行實證，而自變數為其影響投資決策之因素，如此我們可以分析投資者是否購買不動產受益證券以及對受益證券型態的選擇。模型並分為兩組，即一般或法人，兩組迴歸式之因變數分別為是否購買不動產證券，與選擇投資信託型或資產信託型證券，因變數是 Logistic 分配的累積機率函數，以預測是否購買不動產受益證券以及選擇受益證券型態之機率，而自變數為前面所分析之投資影響因素，資料來自於問卷調查，除部分屬性資料，多數自變數為類別變數型態。

Logit 主要模式如下：

$$Y_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} + \varepsilon_i$$

$X_{ij}$ ：解釋變數

$\beta_j$ ：迴歸係數

$\varepsilon_i$ ：干擾項

$i$ ：1,2,3,.....n

$$E(Y_i) = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} = X_{ij} \beta'$$

$$X_{ij} = (1, X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{ik})$$

$$\beta' = (\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)$$

令事件發生的機率為  $P_i$ ，則

$$P_i(Y_i=1) = F(Z_i) = \frac{1}{1 + \exp(-Z)}$$

可改寫成

$$P_i(Y_i=1) = F(E(Y_i)) = F(-X_i \beta') = \frac{1}{1 + \exp(-X_i \beta')}$$

可轉換成下式

$$\log \frac{P_i(Y_i=1)}{1 - P_i(Y_i=1)} = X_i \beta' \quad \Rightarrow \quad \frac{\partial P_i}{\partial X_{ij}} = \beta_j P_i(1 - P_i)$$

其中  $P_i(Y_i=1) / 1 - P_i(Y_i=1)$  為賭倍比，代表解釋變數的改變對於機率的影響

本研究以證券化產品因素、總體因素，投資者屬性為解釋變數，變數定義說明詳見表一。

表一 實證模式變數說明

	變數項目	變數說明
證券化產品因素	市場資訊充分程度 (市場資訊性)	非常充分=5, 充分=4, 不充分=3, 非常不充分=2, 不清楚=1。
	預期報酬率區間 (報酬性)	21%以上=5, 16%~20%=4, 11%~15%=3, 6%~10%=2, 5%以內=1。
	分散風險重要程度 (分散風險性)	非常重要=5, 重要=4, 不重要=3, 非常不重要=2, 不影響=1。
	市場流通重要程度 (流通性)	非常重要=5, 重要=4, 不重要=3, 非常不重要=2, 不影響=1。
	稅負優惠足夠程度 (優惠性)	非常足夠=5, 足夠=4, 不足夠=3, 非常不足夠=2, 不清楚=1。
	信用評等充分程度 (安全性)	非常充分=5, 充分=4, 不充分=3, 非常不充分=2, 不清楚=1。
總體因素	總體經濟情況	非常樂觀=5, 樂觀=4, 不變=3, 悲觀=2, 非常悲觀=1。
	證券市場情況	非常樂觀=5, 樂觀=4, 不變=3, 悲觀=2, 非常悲觀=1。
	房地產市場情況	非常樂觀=5, 樂觀=4, 不變=3, 悲觀=2, 非常悲觀=1。
投資者屬性	性別	男性=1, 女性=0。
	年齡	21~30 歲=1, 31~40 歲=2, 41~50 歲=3, 51~60 歲=4, 60 歲以上=5。
	教育程度	國小及國小以下=1, 國中=2, 高中職=3, 大學(專)=4, 研究所以上=5。
	投資工具種類	以 1 至 7 代表過去投資工具(種)。
	投資不動產經驗	曾經投資不動產=1, 其他則為 0。
	投資證券市場經驗	一年以下=1, 一至三年=2, 三至五年=3, 五年以上=4。
	投資金額	100 萬以下=1, 101~300 萬=2, 301~500 萬=3, 501 萬以上=4。
	風險利潤偏好	高風險利潤偏好=3, 平均風險一般利潤=2, 低風險利潤偏好=1。

#### 四、實證結果與分析

##### (一)問卷調查結果

##### 1.不同區域一般投資者投資因素分析

初步先以北、中、南三個區域來區分不同地區的投資者，觀察是否因為地區性的不同，而有特殊的投資考量及投資偏好（見表二）。

表二 不同區域一般投資者投資因素分析

	北部地區		中部地區		南部地區		全國地區		
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比	
證券化產品因素	市場非常充分	2	0.51	4	1.79	1	0.30	7	0.74
	市場充分	36	9.21	27	12.05	65	19.40	128	13.47
	市場不充分	156	39.90	111	49.55	128	38.21	395	41.58
	資訊非常不充分	100	25.58	45	20.09	54	16.12	199	20.95
	不清楚	97	24.81	37	16.52	87	25.97	221	23.26
	報酬5%以內	78	19.95	65	29.02	128	38.21	271	28.53
	報酬6%~10%	122	31.20	76	33.93	113	33.73	311	32.74
	報酬11%~15%	111	28.39	44	19.64	59	17.61	214	22.53
	報酬16%~20%	52	13.30	23	10.27	20	5.97	95	10.00
	報酬20%以上	28	7.16	16	7.14	15	4.48	59	6.21
	分散性非常重要	47	12.02	39	17.41	39	11.64	125	13.16
	分散性重要	176	45.01	85	37.95	142	42.39	403	42.42
	分散性不重要	42	10.74	26	11.61	55	16.42	123	12.95
	分散性非常不重要	13	3.32	13	5.80	8	2.39	34	3.58
	分散性不影響	113	28.90	61	27.23	91	27.16	265	27.89
	流通性非常重要	93	23.79	38	16.96	38	11.34	169	17.79
	流通性重要	188	48.08	110	49.11	161	48.06	459	48.32
	流通性不重要	31	7.93	31	13.84	52	15.52	114	12.00
	流通性非常不重要	15	3.84	10	4.46	9	2.69	34	3.58
	流通性不影響	64	16.37	35	15.63	75	22.39	174	18.32
優惠性非常足夠	16	4.09	6	2.68	3	0.90	25	2.63	
優惠性足夠	62	15.86	40	17.86	72	21.49	174	18.32	
優惠性不足夠	115	29.41	98	43.75	116	34.63	329	34.63	
優惠性非常不足夠	98	25.06	35	15.63	37	11.04	170	17.89	
不清楚	100	25.58	45	20.09	107	31.94	252	26.53	
安全性非常充分	9	2.03	3	1.34	3	0.90	15	1.58	
安全性充分	65	16.62	43	19.20	98	29.25	206	21.68	
安全性不充分	156	39.90	108	48.21	92	27.46	356	37.47	
安全性非常不充分	71	18.16	27	12.05	25	7.46	123	12.95	
不清楚	90	23.02	43	19.20	117	34.93	250	26.32	
總體經濟非常樂觀	4	1.02	9	4.02	0	0.00	13	1.37	
總體經濟樂觀	109	27.88	61	27.23	71	21.19	241	25.37	
總體經濟不變	139	35.55	57	25.45	107	31.94	303	31.89	
總體經濟不樂觀	106	27.11	85	37.95	141	42.09	332	34.95	
總體經濟非常不樂觀	33	8.44	12	5.36	16	4.78	61	6.42	
總體市場非常樂觀	7	1.79	2	0.89	1	0.30	10	1.05	
總體市場樂觀	137	35.04	61	27.23	73	21.79	121	28.53	
總體市場不變	107	27.37	75	33.48	118	35.22	300	31.58	
總體市場不樂觀	114	29.16	72	32.14	132	39.40	318	33.47	
總體市場非常不樂觀	26	6.65	14	6.25	11	3.28	51	5.37	
房地產非常樂觀	3	0.77	1	0.45	1	0.30	5	0.53	
房地產樂觀	73	18.67	39	17.41	59	17.61	171	18.00	
房地產不變	154	39.39	74	33.04	128	38.21	356	37.47	
房地產不樂觀	124	31.71	96	42.86	126	37.61	346	36.42	
房地產非常不樂觀	37	9.46	14	6.25	21	6.27	72	7.58	

資料來源：本研究調查。

首先就證券化產品因素觀察，北、中、南地區的分布情況，在報酬性因素部分，可以發現北部地區相較於中、南部地區，預期報酬率在 10% 以上的比率略高；各地區投資者對於證券化產品因素，投資者對於優惠性及安全性因素普遍認為不足夠，以及市場資訊普遍認為不充分，這也是證券化尚未實施初期，投資者對於該項制度並不熟悉可以預期的情況；至於在流通性及分散風險性部份，投資者普遍肯定這兩項因素的重要性，顯示受益證券產品的推出，次級交易市場的建立有其必要性，且投資者普遍肯定受益證券分散投資風險的功能。

總體因素部分，以總體經濟情況而言，中、南部地區認為悲觀的比率略高，北部地區則是不變的比率略高，證券市場情況則是北部地區相較於中南部地區認為樂觀的比率略高，房地產市場情況則是中部地區認為悲觀的比率略高於其他地區；整體觀察，發現北部地區的投資者較南部地區投資者對於各項總體因素情況較為樂觀；至於在投資者屬性方面，各地區之間並沒有明顯的差異性。

購買意願部分，可以發現北、中、南及全國地區的一般投資者，願意購買受益證券的比率皆在三成左右；至於受益證券型態部分，可以發現北部地區投資者並無特別偏好，而中、南部地區的投資者則較為偏好資產信託型，顯示中、南部地區對於有不動產作為擔保的資產信託型較為信賴，也可能是因為大多數投資者對於資產信託型與投資信託型的實際意義及區別並不清楚，所以才會各地區呈現不同的情況。

## 2. 購買意願與證券化可行性因素交叉分析

首先就購買意願與證券化產品因素觀察（見表三），六個項目中，流通性及分散風險性因素，願意購買的投資者中，認為非常重要、重要的比例明顯高於不願意購買者。相反的，認為不重要、非常不重要、不影響的則是不願意購買的比例高於願意購買者，顯示願意購買受益證券的投資者，普遍重視受益證券市場流通性，及其分散風險的功能。至於優惠性因素，願意購買的投資者認為非常足夠、足夠的比例明顯高於不願意購買者，而認為不足夠、非常不足夠、不清楚則是呈現相反的情況，顯示不動產證券化條例中的優惠性項目，也就是證交稅減免、受益證券收益併入所得稅計算，投資者認為該規定的足夠程度高低，其投資意願也將有所差異。由此可見，三項因素正面的程度愈高，投資者願意購買受益證券的比例也將愈高。

安全性因素部分，認為非常充分、充分的比例，願意購買的投資者明顯高於不願意購買者，但願意購買的投資者中認為安全性不充分的比例卻略高於不願意購買者者，可見願意購買的投資者，仍有相當比例認為目前不動產證券化條例對於安全性的規定仍不充分；至於市場資訊部分，購買受益證券的投資者中，認為非常充分、充分的比例，明顯高於不願意購買者，但可以發現有趣的是，願意購買的投資者中，認為不充分、非常不充分的比例也高於不願意購買者，顯示市場上對於受益證券的潛在需求中，仍有相當比例的投資者，對於目前市場上不動產證券化的市場資訊來源卻認為不夠充分，或者對於不動產證券化制度所牽涉的相關專業領域不夠清楚，因此提供更詳細的產品介紹，以及證券化相關知識的再教

育，將是有效刺激潛在需求的方法。

報酬性部份，願意購買的投資者預期報酬率在 5% 以內的比例，明顯低於不願意購買者，至於預期報酬率在 5% 以上則呈現相反狀況，顯示投資者對於受益證券的預期報酬率期待愈高，其購買受益證券的比例及可能性也將愈大。

**表三 購買意願與證券化產品因素交叉分析**

		願意購買受益證券		不願意購買受益證券		總計	
		樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比
市場資訊	非常充分	2	0.62	5	0.80	7	0.74
	充分	69	21.30	59	9.42	128	13.47
	不充分	141	43.52	254	40.58	395	41.58
	非常不充分	72	22.22	127	20.29	199	20.95
	不清楚	40	12.35	181	28.91	221	23.26
報酬性	5%以內	48	14.81	223	35.62	271	28.53
	6%~10%	126	38.89	185	29.55	311	32.74
	11%~15%	84	25.93	130	20.77	214	22.53
	16%~20%	42	12.96	53	8.47	95	10.00
	20%以上	24	7.41	35	5.59	59	6.21
分散風險性	非常重要	60	18.52	65	10.38	125	13.16
	重要	181	55.86	222	35.46	403	42.42
	不重要	16	4.94	107	17.09	123	12.95
	非常不重要	2	0.62	32	5.11	34	3.58
	不影響	65	20.06	200	31.95	265	27.89
流通性	非常重要	82	25.31	87	13.90	169	17.79
	重要	182	56.17	277	44.25	459	48.32
	不重要	22	6.79	92	14.70	114	12.00
	非常不重要	1	0.31	33	5.27	34	3.58
	不影響	37	11.42	137	21.88	174	18.32
優惠性	非常足夠	18	5.56	7	1.12	25	2.63
	足夠	94	29.01	80	12.78	174	18.32
	不足夠	107	33.02	222	35.46	329	34.63
	非常不足夠	55	16.98	115	18.37	170	17.89
	不清楚	50	15.43	202	32.27	252	26.53
安全性	非常充分	13	4.01	2	0.32	15	1.58
	充分	104	32.10	102	16.29	206	21.68
	不充分	123	37.96	233	37.22	356	37.47
	非常不充分	41	12.65	82	13.10	123	12.95
	不清楚	43	13.27	207	33.07	250	26.32

資料來源：本研究調查

總體因素部分（見表四），不論以總體經濟情況、證券市場情況與房地產市

場情況而言，願意購買受益證券的投資者，認為樂觀的比例明顯高於不願意購買的投資者，至於認為不變、悲觀、非常悲觀的投資者不願意購買的比例，則高於願意購買的投資者，顯示外在總體因素對於投資者的影響相當明顯，總體經濟情況的好壞，證券市場未來的發展狀況，以及房地產市場的景氣走向，與未來 REIT 市場的發展息息相關，並影響投資者購買受益證券的意願。

**表四 購買意願與總體因素交叉分析**

	願意購買受益證券		不願意購買受益證券		總計	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比
總體經濟						
非常樂觀	4	1.23	9	1.44	13	1.37
樂觀	142	43.83	99	15.81	241	25.37
不變	93	28.70	210	33.55	303	31.89
不樂觀	74	22.84	258	41.21	332	34.95
非常不樂觀	11	3.40	50	7.99	61	6.42
證券市場						
非常樂觀	7	2.16	3	0.48	10	1.05
樂觀	148	45.68	123	19.65	271	28.53
不變	102	31.48	198	31.63	300	31.58
不樂觀	62	19.14	256	40.89	318	33.47
非常不樂觀	5	1.54	46	7.35	51	5.37
房地產市場						
非常樂觀	4	1.23	1	0.16	5	0.53
樂觀	122	37.65	49	7.83	171	18.00
不變	114	35.19	242	38.66	356	37.47
不樂觀	71	21.91	275	43.93	346	36.42
非常不樂觀	13	4.01	59	9.42	72	7.58

資料來源：本研究調查

一般投資者屬性部分（見附表一），願意購買與否男女比例差距不大，年齡則是分布在 31~40 歲居多，教育程度則以大學（專）居多，主要投資工具種類則以 2 種居多，大多數投資者不曾投資不動產，投資經驗則以五年以上居多，以及投資金額為 100 萬元以下居多，且大多數人的風險偏好是平均風險一般利潤。

從一般投資者的購買意願與證券化可行性因素的統計描述（見表五），以及 ANOVA 分析之結果（見表六），可以發現投資者購買與否，在六項證券化產品因素與三項總體因素中之分類級距具有顯著的差異性，至於投資者屬性方面，其各項分類級距也大多具有顯著的差異性，僅有證券投資金額一項並不顯著，顯示本研究之變數選取尚稱合適。

**表五 全體樣本各因素平均值與標準差**

證券化 產品因素	平均值 (標準差)	總體因素	平均值 (標準差)
市場資訊	2.47 (1.01)	總體經濟	2.80 (0.94)
報酬性	2.33 (1.17)	證券市場情況	2.86 (0.93)
分散風險性	3.09 (1.45)	房地產市場情況	2.67 (0.87)
流通性	3.44 (1.33)		
優惠性	2.53 (1.14)		
安全性	2.59 (1.14)		

資料來源：本研究調查

**表六 購買意願與證券化可行性因素 ANOVA 分析**

證券化 產品因素	F 值 (P Value)	總體因素	F 值 (P Value)	投資者屬性	F 值 (P Value)
市場資訊	77.85 (0.0001) ***	總體經濟	105.85 (0.0001) ***	性別	2.93 (0.0874) *
報酬性	83.17 (0.0001) ***	證券市場情況	111.11 (0.0001) ***	年齡	6.12 (0.0001) ***
分散風險性	67.18 (0.0001) ***	房地產市場情況	163.87 (0.0001) ***	教育程度	7.28 (0.0001) **
流通性	87.63 (0.0001) ***			投資工具種類	5.50 (0.0001) ***
優惠性	51.16 (0.0001) ***			投資不動產經驗	10.71 (0.0011) ***
安全性	53.80 (0.0001) ***			投資證券市場年期	2.10 (0.0982) *
				投資金額	1.54 (0.2039)
				風險利潤偏好	5.97 (0.0027) ***

註：\*\*\*、\*\*、\*分別代表在 1%、5% 與 10% 的顯著水準下，具有顯著差異性。而括弧內的數字為卡方檢定值 (Pr > F)

### 3. 購買意願與受益證券型態交叉分析

進一步分析願意購買者中其選擇受益證券型態之影響因素，並將購買意願與受益證券型態作交叉分析（見附表二），可以看出證券化產品因素中，分散風險性、流通性因素，不論是資產信託型、投資信託型或是兩者皆可的投資者，皆是認為重要的比例最高；至於在市場資訊與安全性因素部分，可以發現選擇資產信託型的投資者，認為市場資訊、安全性因素充分的比例最高，而投資信託型與兩者皆可的投資者則是認為不充分的比例最高；優惠性因素也是選擇資產信託型的



投資者認為足夠的比例最高，投資信託型與兩者皆可的投資者則是認為不足夠的比例最高；至於在報酬性因素部分，不論是資產信託型、投資信託型或是兩者皆可的投資者，預期報酬率在 6%~10% 的比例最高。

總體因素部分，選擇資產信託型的投資者，其對於總體經濟、證券市場情況與房地產市場情況較為看好，皆是認為樂觀的比例最高，選擇投資信託型的投資者，對於總體經濟、證券市場情況與房地產市場情況則是認為不變的比例最高；至於兩種型態皆可的投資者，則是總體經濟、證券市場認為樂觀的比例最高，房地產市場則是維持不變的比例最高，顯示出選擇資產信託型的投資者，其對於總體因素的情況較為看好。

#### 4. 購買意願與不動產最優先考量因素交叉分析

本研究進一步調查潛在投資者對於不動產的考量因素為何，針對不動產類型、開發規模、區位三項因素進行評估，選出投資者最優先的考量因素，了解何者為受益證券產品中不動產本身最重要的因素；將購買意願與不動產最優先的考量因素作交叉分析（見表七），可以發現願意購買受益證券的投資者中，一般投資者以不動產開發規模與不動產區位都將近有三成五的比例，其中不動產開發規模的比例略高，可見一般投資者對於開發規模較為重視，其背後原因可能是開發規模愈大，其潛在的投資獲利空間將愈大，對於一般投資者而言較具吸引力，當然開發規模愈大隱含投資風險也將愈大。

法人投資者的優先考量則以不動產區位的比例最高，表示法人投資者較為重視不動產區位，其原因可能是傳統法人投資不動產，區位的好壞決定了不動產大部分的價值，區位愈好其可利用性將愈高，更具市場價值；反而是不動產類型，對於願意購買受益證券的一般及法人投資者而言，其重要性不如開發規模與區位。至於不願意購買受益證券的投資者中，法人投資者最優先考量因素仍是以不動產區位的比率最高，一般投資者則是轉為不動產類型的比率最高。

表七 不動產最優先考量因素與購買意願交叉分析

	願意購買受益證券		不願意購買受益證券		總計	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比
一 不動產區位	108	33.33	205	32.75	313	32.95
般 不動產開發規模	112	34.57	175	27.96	287	30.21
投 不動產類型	80	24.69	230	36.74	310	32.63
資 其他	16	4.94	7	1.12	23	2.42
者 未作答	8	2.47	9	1.44	17	1.79
總計	324	100.00	626	100.00	950	100.00
法 不動產區位	13	44.83	30	71.43	43	60.56
人 不動產開發規模	7	24.14	3	7.14	10	14.08
投 不動產類型	6	20.69	7	16.67	13	18.31
資 其他	2	6.90	1	2.38	3	4.23
者 未作答	1	3.45	1	2.38	2	2.82
總計	29	100.00	42	100.00	71	100.00

資料來源：本研究調查

## 5.不動產類型與購買意願交叉分析

將購買意願與不動產類型作交叉分析（見表八），可以發現購買受益證券的投資者中，願意購買商辦大樓、購物中心、政府公共建設的不動產類型比率，分別為 43.83%、44.75%與 43.83%，明顯高於住宅不動產的 30.56%以及工業不動產的 11.11%；至於法人投資者願意購買購買的不動產類型，商辦大樓、政府公共建設的比率更高達 58.62%與 55.17%，購物中心也有 48.28%。由此可見，不論一般或是法人投資者，其對於受益證券的不動產類型，較為偏好商辦大樓、購物中心以及政府公共建設，而這些不動產產品的共同特點，就是收益性高，以及穩定的營運收益，背後也隱含投資者在選擇投資的不動產類型時，除了不動產的區位、開發規模外，更加重視收益的穩定性，以獲得較為充分的收益保障。

**表八 不動產類型與購買意願交叉分析**

	願意購買該產品類型		不願意購買該產品類型		總計		
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比	
一般投資者	商辦大樓	142	43.83	182	56.17	324	100.00
	購物中心	145	44.75	179	55.25	324	100.00
	住宅不動產	99	30.56	225	69.44	324	100.00
	工業不動產	36	11.11	288	88.89	324	100.00
	政府公共建設 (高速公路、高鐵)	142	43.83	182	56.17	324	100.00
	其他	2	0.62	322	99.38	324	100.00
	法人投資者	商辦大樓	17	58.62	12	41.38	29
購物中心		14	48.28	15	51.72	29	100
住宅不動產		9	31.03	20	68.97	29	100
工業不動產		5	17.24	24	82.76	29	100
政府公共建設 (高速公路、高鐵)		16	55.17	13	44.83	29	100
其他		1	3.45	28	96.55	29	100

資料來源：本研究調查

## (二)Logit 模型分析結果

### 1.購買受益證券與證券化可性因素關係

#### (1).影響一般投資者購買受益證券因素

本研究以回收的問卷作為實證分析資料，一般投資者的有效樣本數為 950 筆，法人投資者的有效樣本數為 71 筆，分別建立一般與法人投資者的投資選擇模型，一般與法人投資者選擇購買受益證券 Logit 模型的校估結果顯示（見表九），檢定機率模型適合度的概似比統計量（ $-2\log L$ ）皆達到顯著（ $p = 0.0001$ ）與（ $p = 0.0019$ ），代表機率模型與自變數間具有顯著性，而一般與法人投資者的選擇購買模型的預測成功率（Concordant）分別為 76.8%與 86.3%。實證結果顯示一般投資者中，發現流通性、分散風險性、報酬性、證券市場情況、房地產市場情況五個解釋變數顯著，以下分別就影響投資者的各項選擇購買受益證券因素

分析結果說明如下：

#### A.流通性

一般投資者認為受益證券流通性愈重要，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。實證結果顯示，一般投資者對於受益證券的流通性相當重視，背後隱含的是一般投資者對於過去案例投資權益流通性不佳的顧慮，可看出受益證券次級交易市場的建立確實有其必要性，而其認為流通性的重要程度，顯著影響一般投資者對於受益證券的購買意願。

#### B.分散風險性

一般投資者認為受益證券分散風險性愈重要的投資者，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。實證結果顯示，一般投資者對於受益證券分散風險功能的重要性相當重視，表示大多數投資者肯定受益證券分散風險的功能，且重要性程度的高低，顯著影響其對於受益證券的購買意願。

表九 選擇購買受益證券 Logit 模型校估結果

解釋變數	一般投資者		法人投資者	
	參數估計值	賭倍比	參數估計值	賭倍比
截距項	-5.9766 (0.0001) ***		-9.7620 (0.0058) ***	
市場資訊	0.00485 (0.9598)	1.005	0.3311 (0.4696)	1.393
報酬性	0.2249 (0.0012) ***	1.252	-0.2756 (0.4496)	0.759
分散風險性	1.1889 (0.0016) ***	1.208	0.8220 (0.0069) ***	2.275
流通性	0.2066 (0.0027) ***	1.229	-0.3669 (0.5236)	0.693
優惠性	0.0969 (0.3699)	1.102	0.5769 (0.1326)	1.781
安全性	0.1793 (0.1038)	1.169	0.1808 (0.6419)	1.198
總體經濟情況	0.0767 (0.5384)	1.080	-0.6716 (0.2521)	0.511
證券市場情況	0.2635 (0.0557) *	1.301	1.0873 (0.1253)	2.966
房地產市場情況	0.5659 (0.0001) * * *	1.761	0.2726 (0.6372)	1.313
性別	-0.1388 (0.3905)	0.870		
年齡	0.0124 (0.8916)	1.012		
教育程度	0.1663 (0.1617)	1.181		
投資工具種類	-0.1023 (0.1998)	0.903	0.7078 (0.0422) * *	2.030
投資不動產經驗	0.2933 (0.1803)	1.341	-1.0966 (0.2286)	0.334
年期	-0.0427 (0.6247)	0.958	0.4703 (0.1701)	1.600
投資金額	-0.0257 (0.7982)	0.975	-0.0425 (0.8684)	0.958
風險利潤偏好	0.0423 (0.7460)	1.043		
-2logL	213.009 (p=0.0001)		32.661 (p=0.0019)	
Concordant ( % )	76.8 %		86.3%	
Discordant ( % )	23.0 %		13.5%	
Gamma	0.538		0.730	
Observations	950		71	

註：\*\*\*、\*\*、\*分別代表在1%、5%與10%的顯著水準下，變數的係數顯著異於0。而括弧內的數字為卡方機率值 (Pr > Chi-Square)

### C. 報酬性

一般投資者認為受益證券預期報酬率愈高，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。實證結果顯示，一般投資者對於受益證券的預期報酬率有所期待，表示投資者對於新產品的推出，仍然相當重視其獲利能力，並顯著影

響其購買意願。

#### D.證券市場情況

一般投資者認為未來證券市場情況愈樂觀，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。實證結果顯示，一般投資者對於未來證券市場情況的樂觀程度，將明顯影響一般投資者的購買意願，並連帶影響未來受益證券市場的發展。

#### E.房地產市場情況

一般投資者認為未來房地產市場情況愈樂觀，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。實證結果顯示，一般投資者的購買意願，明顯受到房地產市場未來景氣好壞的影響，也可顯示不動產受益證券市場的發展與房地產市場的景氣息息相關。

優惠性、安全性及市場資訊因素部分，實證結果顯示其對於投資者購買受益證券並不顯著，其原因可能是目前不動產證券化尚未實施，造成相關市場資訊不足之外，一般投資者並未實際購買受益證券產品，因此對於不動產證券化條例中的優惠性規定，並無法實際感受其優惠程度的充足與否，以及關於保障投資者投資權益的安全性規定，投資者對於安全性保障程度足夠與否的感受不深。

一般投資者的個人特徵不論在性別、年齡、教育程度等在統計上並不顯著，而在個人投資屬性方面如投資工具種類、投資不動產經驗、投資證券市場年期、投資金額、風險利潤偏好同樣不顯著，代表投資者本身的屬性對於是否購買不動產受益證券並沒有顯著影響。

### (2).影響法人投資者購買受益證券因素

法人投資者中，僅有分散風險性及投資者屬性中的投資工具種類兩個解釋變數顯著，以下分別敘述如下：

#### A.分散風險性

法人投資者認為受益證券分散風險性愈重要的投資者，其選擇購買受益證券的機率顯著較高，與預期結果相符。法人機構對於不動產受益證券分散風險功能的要求相當重視，也可顯示法人肯定其分散風險的重要性，不動產受益證券在未來可望成為法人機構重要的投資工具之一，以降低其投資風險並達成所要求的期望利潤。

#### B.投資工具種類

法人投資者屬性中，其投資工具種類愈多，其選擇購買受益證券的機率顯著較高。投資工具種類的多少顯著影響法人投資者的購買意願，其原因可能是法人機構投資普遍存在多樣化的投資組合策略，因此需要投資於各種不同的投資工具來降低風險。

法人投資者的實證結果只有分散風險性，以及投資者屬性中的投資工具種類兩項解釋變數顯著，其他解釋變數並不顯著，顯示法人投資者對於投資策略中的

分散投資風險的考量更為重視，而使得其他影響因素相較之下，其重要性及充足程度與否，以及未來市場總體情況的好壞，反而不是法人投資者主要關心的考量因素。

### (3).一般投資者與法人投資者綜合比較

將一般投資者與法人投資者綜合比較，在考慮是否購買不動產受益證券時，一般投資者與法人投資者之分散風險性的重要性同時顯著，顯示投資者對於投資風險的分散有相當的認知，均視不動產受益證券為未來分散風險的一個重要投資管道。

優惠性及市場資訊變數不管在一般投資者或法人投資者，在統計分析上並不顯著，顯示優惠性與市場資訊的充分程度對於投資者的投資決策而言，並不是重要的考量因素；至於保障投資者的安全性部份，在一般投資者或法人投資者同樣並不顯著，但應注意是在一般投資者部分，其安全性解釋變數的顯著性，幾乎已達百分之十。

流動性對於一般投資者是顯著的，但法人投資者的模型則不顯著，其原因可能是過去國內的類似證券化案例，均是私下交易，有流動性不足之問題，因此顯著影響一般投資者之投資意願；法人投資者部分，可能是因為證券化之後，不動產受益證券相較於實質不動產，基本上已具有相當的流動性，所以對於法人投資者而言，並沒有顯著影響其投資意願。至於報酬性同樣對於一般投資者是顯著的，但法人投資者的模型則不顯著，顯示一般投資者對於受益證券投資報酬率的高低還是相當重視，並影響其投資意願，但法人投資者在報酬性因素則沒有顯著影響其投資意願。

在三項總體因素部分，一般投資者模型有兩項是顯著的，但法人投資者模型則無一顯著，似乎顯示一般投資者比法人投資者更受容易到總體經濟的影響，但實際上不管一般投資者或法人投資者都會受到這些總體因素的影響，然而法人投資者會較依據專業的判斷，一般投資者則容易受到市場訊息所主導而決定是否投資。

### (4).賭倍比分析

就一般投資者購買受益證券而言，其購買機率受到各項因素影響，認為流通性重要性愈高的投資者，相較於認為其重要性愈低的投資者，願意購買受益證券的機率將是其 1.229 倍；認為分散風險性重要性愈高的投資者，相較於認為重要性愈低的投資者，願意購買受益證券的機率將是其 1.208 倍。投資對於受益證券的預期報酬率愈高，預期報酬率每增加一個級距，願意購買的機率將增加 0.252 倍；至於總體因素方面，認為證券市場情況愈樂觀的投資者，樂觀程度每增加一個級距，願意購買受益證券的機率將增加 0.301 倍，而認為房地產市場情況愈樂觀的投資者，樂觀程度每增加一個級距，願意購買的機率將增加 0.761 倍。

法人投資者而言，認為分散風險性重要性愈高的投資者，相較於認為其重要性愈低的投資者，願意購買受益證券的機率將其 2.275 倍。投資者屬性中，法人

投資工具種類每增加一種，願意購買受益證券的機率將增加 1.03 倍。

## 2. 受益證券型態與證券化可行性因素關係

### (1). 影響一般投資者購買受益證券型態因素

本研究深入分析受益證券型態與證券化可行性因素關係，以不動產證券化條例中投資信託與資產信託型作為區分，探討願意購買受益證券的投資者中，不同證券型態投資者之間的考量因素是否有所差異，而影響其對於資產信託或投資信託型受益證券的選擇。將實證模型的 Y 設為一個二項變數，當 Y=1 時，表示該方案被接受，投資者選擇資產信託型的受益證券；當 Y=0 時，表示投資者選擇投資信託型的受益證券，其他各項的解釋變數則維持不變。一般投資者的有效樣本數為 193 筆，由於法人投資者的願意購買的樣本數不足，因此不作法人投資者的 Logit 模型分析。

一般投資者選擇受益證券型態 Logit 模型的校估結果顯示（見表十），檢定機率模型適合度的概似比統計量（ $-2\log L$ ）皆達到顯著（ $p = 0.0079$ ），代表該機率模型與自變數間具有顯著性，而一般投資者的選擇受益證券型態模型的預測成功率（Concordant）為 72.8%。實證結果顯示，證券化產品因素中，一般投資者似乎對於兩者的優惠性、安全性與分散風險性的看法並無差別，不會影響到對資產信託或投資信託證券的選擇。在此模型中只有流通性、報酬性、市場資訊三項解釋變數顯著，以下分別就影響一般投資者選擇受益證券型態的各項因素分析結果說明如下：

#### A. 流通性

實證結果其參數估計值為正，顯示願意購買的一般投資者中，認為受益證券流通性愈重要，其選擇購買資產信託型的機率顯著較高，這可能因為資產信託型為投資於特定資產者，較擔心購買後之流動性問題，可能與台灣不動產投資一窩蜂的現象有關，譬如過去靈骨塔的投資曾經相當熱門，當風潮過後要再轉手就成很大問題。

#### B. 報酬性

實證結果其參數估計值為負，顯示一般投資者預期報酬率愈高，其選擇購買投資信託型的機率顯著較高，可能因為投資者認為基金型式的投資信託型有較高的獲利期待，因此所預期的報酬率也相較於資產信託型高。

#### C. 市場資訊

實證結果其參數估計值為正，顯示一般投資者認為市場資訊愈充分，其選擇購買資產信託型的機率顯著較高，似乎建議投資於資產信託證券者，認為市場資訊充分與否影響其決策。

#### D. 年齡

實證結果其參數估計值為正，表示年齡愈大的投資者，選擇購買資產信託型

的機率顯著愈高，顯示年長者似乎較為偏好有土地擔保的資產信託型，可能與年長者對於有土斯有財的傳統想法有關。

表十 選擇受益證券型態 Logit 模型校估結果

解釋變數	參數估計值	賭倍比
截距項	-2.6481 ( 0.0079 )	
市場資訊	0.5027 ( 0.0200 ) **	1.653
報酬性	-0.2801 ( 0.0724 ) *	0.756
分散風險性	-0.1931 ( 0.1758 )	0.824
流通性	0.2937 ( 0.0732 ) *	1.341
優惠性	-0.1706 ( 0.4672 )	0.843
安全性	0.4032 ( 0.1414 )	1.497
總體經濟	0.4400 ( 0.1211 )	1.553
證券市場情況	-0.1426 ( 0.6769 )	0.867
房地產市場情況	-0.0349 ( 0.8984 )	0.966
性別	0.3100 ( 0.3995 )	1.363
年齡	0.3893 ( 0.0790 ) *	1.476
教育程度	-0.4185 ( 0.1456 )	0.658
投資工具種類	0.4329 ( 0.0288 ) **	1.542
投資不動產經驗	-0.3234 ( 0.4873 )	0.724
投資證券市場年期	-0.5258 ( 0.0136 ) **	0.591
投資金額	0.0958 ( 0.6652 )	1.100
風險利潤偏好	0.3181 ( 0.2992 )	1.374
-2logL	34.190 ( p=0.0079 )	
Concordant ( % )	72.8 %	
Discordant ( % )	26.9 %	
Gamma	0.461	
Observations	193	

註：\*\*\*、\*\*、\*分別代表在 1 %、5 % 與 10 % 的顯著水準下，變數的係數顯著異於 0。而括弧內的數字為卡方機率值 ( Pr > Chi-Square )



## E.投資工具種類

實證結果顯示投資工具種類的參數估計值為正，表示投資工具種類愈多的投資者，選擇購買資產信託型的機率顯著愈高；背後隱含可能因為資產信託是投資在特定資產上，風險集中度較高，因此有較多投資工具的投資者，必須藉由大量多樣化的投資標的來降低風險。

## F.投資證券市場年期

實證結果顯示其參數估計值為負，表示證券市場投資年期愈長的投資者，其選擇購買投資信託型的機率顯著愈高，顯示投資證券市場年期長的投資者，其可能因為追求長期而穩定的報酬，反而偏好交由專業基金經理人經營的投資信託型。

在證券化產品因素中，一般投資者似乎對於兩者的優惠性、安全性與分散風險性的看法並無差別，不會影響到其對於資產信託或投資信託證券的選擇；至於三項總體因素在模式中並不顯著，由於通常總體因素對投資的影響是全面的，因此對於資產信託或投資信託選擇之影響應無差別。

## (2).賭倍比分析

以證券型態而言，一般投資者選擇的證券型態同樣受到各項因素影響，認為流通性重要性愈高的投資者，相較於認為其重要性愈低的投資者，選擇資產信託型的機率將是選擇投資信託型的 1.341 倍；對於受益證券的預期報酬率愈高，每增加一個級距，選擇資產信託型的機率將減少 24.4% (1-0.756)；認為市場資訊愈充足的投資者，相較於資訊較不充足的投資者，選擇資產信託型的機率將是選擇投資信託型的 1.653 倍。至於投資者屬性方面，年齡每增加一個級距，選擇資產信託型的機率將增加 0.476 倍，投資工具種類每增加一種，選擇資產信託型的機率將增加 0.542 倍，反而是投資證券市場年期每增加一個級距，選擇資產信託型的機率將減少 40.9% (1-0.591)。

## 五、結論

由於調查當時不動產證券化制度尚未正式實施，因此本研究以問卷資料調查市場潛在需求者的投資願意及考量因素。實證結果發現，證券化產品因素對於投資者購買受益證券有顯著的影響，一般投資者認為受益證券的市場流通性、分散風險的重要性愈高，預期的報酬率愈高，另外對於未來股票市場情況愈樂觀，以及房地產市場情況愈樂觀，其購買受益證券的機率將愈大；法人投資者則是認為分散風險的重要性愈高，以及投資者屬性中主要投資工具的種類愈多，其購買受益證券的機率愈大。

本研究之研究結果反映出目前市場需求面投資者的想法，面對目前市場資訊並不充分的情況下，現階段需求面潛在投資者的投資意願與想法將是重要關鍵，透過本研究問卷資料的實證分析結果顯示，投資者對於受益證券的投資報酬率，受益證券的市場流通性，以及分散風險的功能性，將是未來推出受益證券產品時

所必須謹慎考量的關鍵因素，以避免供給者只為了解決本身財務上資金募集的困境而推出受益證券。此外，政府目前對於需求面潛在投資者的想法並不清楚，以個人投資者佔大多數的台灣證券市場環境，為了使不動產證券化更符合投資者的需求，政府應引導供給者針對不動產證券化提供更詳細的產品介紹，以及證券化相關知識的再教育，並參考本研究之結果，針對投資者的想法思考如何健全市場機制方面，以刺激證券化產品的潛在需求；例如透過法令修改，加強受益證券安全性的保障與優惠性的誘因，使不動產證券化市場的機制更加完善。

美國在推行不動產證券化初期，不動產市場因為不景氣，並不能吸引投資者的青睞，直到數年後由於證券市場的報酬率遠高於存款利率，而金融機構存款利率受到限制而來不及跟著提高，因而使得 REITs 的資產在 1968~1973 五年間年成長幾近 20 倍。反觀國內情況，不動產市場正值不景氣，而多方看法均認為不動產證券化是拯救不動產市場低迷的良藥，假如參考美國之經驗，我們則不能給予太多的期待，以日本之例也可同樣發現，日本不動產市場低迷，也未因其近十年來推動不動產證券化而有顯著之改善，雖然國內環境不盡與美日相同，但我們也必須審慎加以評估，不可過份樂觀。

過去國內不動產證券化的研究多在於制度推行的分析，而支持不動產證券化成功的另一個要素，則是需求面的問題，而本研究之目的因此在於去瞭解與分析投資者的需求，提供給業者參考，以避免供給者過於期待，而推出太多不良產品，導致失敗的命運。

最後本研究說明幾點分析結果的限制以為後續研究之空間：

- (一) 本研究乃是由問卷調查目前投資者的投資偏好，當然由於調查當時不動產市場景氣不佳，受訪者在直覺想法上可能會比較排斥不動產投資，因此目前的調查結果之受益證券需求較為保守；但未來證券化制度實施之後，實際運作的情況是否有所變化仍未知，因此本研究之結果比較能反映出調查當時潛在投資者的投資意願及市場狀況。
- (二) 由於不動產證券化種類、方式眾多且未正式推行，故可能非一般大眾都能清楚瞭解不動產證券化草案，或是對於投資資產信託型或投資信託型的意義，但本研究已在問卷中儘量加以說明，讓受訪者能瞭解本研究的問題。
- (三) 為簡化研究分析起見，本研究將可行性因素中的證券化產品因素歸納為市場資訊、報酬性...等六項，並各選擇一代表問題作為自變數，以了解投資者對於各項解釋變數的程度高低；但各項證券化產品因素中可能包含的項目相當廣泛，如不動產證券化條例的對於優惠性項目的規定可能不只一項，如此分析並不能非常週延，但礙於研究時間等之限制，將留待後續研究探討。

## 註 釋

- 註 1：REITs 為 Real Estate Investment Trust 的縮寫，為美國主要的不動產證券化形式。
- 註 2：不動產證券化條例中，主要的不動產證券化類型，是參考美國模式成立之「不動產投資信託」，與依日本模式成立之「不動產資產信託」，兩者最大的不同在於「不動產資產信託」是先有一委託人，將其不動產或不動產相關權利移轉給受託機構，再由受託機構針對該不動產或權利向不特定人或特定人發行受益證券；「不動產投資信託」則是先由受託機構向特定或不特定人發行受益證券，再將所募集的資金投資於不動產或不動產相關權利。因此，本文所探討之不動產證券化將以「不動產投資信託」與「不動產資產信託」為主要研究項目。
- 註 3：過去國內類似不動產證券化主要案例包括：芝麻酒店、財神酒店、太平洋鳳蝶計畫、台東世外桃源度假別墅、歐洲共同市場，以及其他小型開發個案，但大多皆以失敗收場。
- 註 4：17 家分公司當中，北部地區 6 家，中部地區 4 家，南部地區 7 家，調查時間為 91 年 8 月。

附表一 購買意願與投資者屬性交叉分析

	願意購買受益證券		不願意購買受益證券		總計	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比
性別						
男	189	58.33	295	47.12	484	50.95
女	135	41.67	331	52.88	466	49.05
年齡						
21~30 歲	47	14.51	112	17.89	159	16.74
31~40 歲	131	40.43	222	35.46	353	37.16
41~50 歲	96	29.63	176	28.12	272	28.63
51~60 歲	40	12.35	100	15.97	140	14.74
60 歲以上	10	3.09	16	2.56	26	2.74
教育程度						
國小及國小以下	1	0.31	18	2.88	19	2.00
國中	28	8.64	43	6.87	71	7.47
高中職	97	29.94	239	38.18	336	35.37
大學	184	56.79	314	50.16	498	52.42
研究所以上	14	4.32	12	1.92	26	2.74
投資工具種類						
1 種	65	20.06	131	20.93	196	20.63
2 種	95	29.32	203	32.43	298	31.37
3 種	84	25.93	168	26.84	252	26.53
4 種	52	16.05	75	11.98	127	13.37
5 種	20	6.17	26	4.15	46	4.84
6 種	8	2.47	23	3.67	31	3.26
不動產						
曾投資不動產	91	28.09	141	22.52	232	24.42
不曾投資不動產	233	71.91	485	77.48	718	75.58
投資經驗						
一年以下	41	12.65	75	11.98	116	12.21
一至三年	58	17.90	123	19.65	181	19.05
三至五年	86	26.54	165	26.36	251	26.42
五年以上	139	42.90	263	42.01	402	42.32
投資金額						
100 萬以下	130	40.12	350	55.91	480	50.53
101~300 萬	120	37.04	174	27.80	294	30.95
301~500 萬	51	15.74	76	12.14	127	13.37
500 萬以上	23	7.10	26	4.15	49	5.16
風險偏好						
高風險高利潤	70	21.60	123	19.65	193	20.32
平均風險一般利潤	202	62.35	366	58.47	568	59.79
低風險低利潤	52	16.05	137	21.88	189	19.89

資料來源：本研究調查。

附表二 受益證券型態與一般投資者投資因素分析

	資產信託型		投資信託型		兩者皆可		
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比	
市場資訊	非常充分	0	0.00	1	1.23	1	0.79
	充分	46	41.07	10	12.35	13	10.32
資產	不充分	41	36.61	40	49.38	56	44.44
	非常不充分	15	13.39	21	25.93	36	28.57
不清楚	不清楚	10	8.93	9	11.11	20	15.87
	5%以內	13	11.61	17	20.99	18	14.29
報酬性	6%~10%	56	50.00	25	30.86	43	34.13
	11%~15%	29	25.89	19	23.46	35	27.78
性	16%~20%	11	9.82	13	16.05	16	12.70
	20%以上	3	2.68	7	8.64	14	11.11
證券化產品因素	非常重要	16	14.29	12	14.81	32	25.40
	重要	68	60.71	46	56.79	64	50.79
風性	不重要	6	5.36	6	7.41	4	3.17
	非常不重要	1	0.89	0	0.00	1	0.79
性	不影響	21	18.75	17	20.99	25	19.84
	非常重要	22	19.64	19	23.46	40	31.75
流通性	重要	76	67.86	42	51.85	61	48.41
	不重要	2	1.79	10	12.35	10	7.94
性	非常不重要	0	0.00	0	0.00	1	0.79
	不影響	12	10.71	10	12.35	14	11.11
優惠性	非常足夠	5	4.46	7	8.64	4	3.17
	足夠	55	49.11	14	17.28	25	19.84
性	不足夠	29	25.89	36	44.44	41	32.54
	非常不足夠	11	9.82	11	13.58	33	26.19
不清楚	不清楚	12	10.71	13	16.05	23	18.25
	非常充分	4	3.57	4	4.94	5	3.97
安全	充分	54	48.21	20	24.69	30	23.81
	不充分	41	36.61	35	43.21	45	35.71
性	非常不充分	6	5.36	11	13.58	23	18.25
	不清楚	7	6.25	11	13.58	23	18.25
總體經濟	非常樂觀	1	0.89	3	3.70	0	0.00
	樂觀	67	59.82	25	30.86	49	38.89
濟	不變	17	15.18	32	39.51	43	34.13
	不樂觀	26	23.21	17	20.99	29	23.02
總體因素	非常不樂觀	1	0.89	4	4.94	5	3.97
	非常樂觀	2	1.79	5	6.17	0	0.00
場	樂觀	65	58.04	25	30.86	57	45.24
	不變	23	20.54	34	41.98	43	34.13
場	不樂觀	21	18.75	15	18.52	25	19.84
	非常不樂觀	1	0.89	2	2.47	1	0.79
房地產市場	非常樂觀	1	0.89	3	3.70	0	0.00
	樂觀	51	45.54	26	32.10	45	35.71
場	不變	37	33.04	28	34.57	47	37.30
	不樂觀	19	16.96	19	23.46	31	24.60
場	非常不樂觀	4	3.57	5	6.17	3	2.38

資料來源：本研究調查。

## 參考文獻

李昇鑫

2002 《我國實施不動產證券化探討》，碩士論文，國立台灣大學財務金融研究所。

花敬群、張金鶚

1997 住宅市場價量波動之研究，《住宅學報》，5，1-15。

邱昭賢

1996 《國內不動產證券化之研究》，碩士論文，東海大學管理研究所。

莊孟翰

2002 《不動產證券化與傳統銀行貸款之差異及其對不動產市場之影響》，不動產證券化研討會實錄。

張金鶚、白金安

1992 不動產證券化與市地開發之研究(上)(下)，《國立政治大學學報》，64 與 65。

陳怡芳

1997 《不動產證券化運用於都市更新之研究》，碩士論文，國立中興大學都市計畫研究所。

陳明吉

2002 都市更新投資信託可行性之研議及其對房地產參與角色之影響，《台灣金融財務季刊》，3(2)，37-60。

楊秀鳳

2000 《投資人於現有稅負下運用不同投資管道投資不動產證券化商品之最適策略研究》，碩士論文，逢甲大學土地管理研究所。

劉春性

1994 《股市投資者之人口統計變數和生活型態與其投資行為之研究》，碩士論文，東吳大學管理科學研究所。

謝哲勝、李福隆

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)，1-22。

鮑聖玟

1997 《股市投資人對共同基金之投資行為及市場區隔之研究》，碩士論文，東海大學管理研究所。

Bhasin, V., R. A. Cole and J. K. Kiely

1997 “Changes in REIT liquidity 1990-1994: Evidence from Intra-day Transactions”, Real Estate Economics. 25(4): 615-630.

Chen, K. C., P. Hendershott and A. B. Sanders

1990 “Risk and Return on Real Estate : Evidence from Equity REITs”,

AREUEA Journal.18(4): 431-452.

Giliberto, M. S.

1990 “Equity Real Estate Investment Trust and Real Estate Returns”, Journal of Real Estate Research. 5: 259-263.

Li, Y. and K. Wang

1995 “The Predictability of REIT Returns and Market Segmentation”, The Journal of Estate Research. 10(4): 471-481.

Lowy, J. M

1999 “Real Estate Investment Trusts”, Tax Management Real Estate Journal. 15(5): 115-158.

Mull, S. R.

1997 “REITs As an Asset Class in International Investment Portfolios”, Financial Analysts Journal. 53(2): 55-61.

Rogers, R. and J. Owers.

1985 “The Investment Performance of Public Real Estate Limited Partnerships”, AREUEA Journal. 13: 153-166.