

第六章 結論與建議

第一節 結論

投資辦公大樓首應考量大樓所能創造的每期營運淨收益(NOI)，在固定成本(稅務、管理維護、修繕攤提等成本)不變的情況下，空置率和投資人的營運淨收益及收益穩定性息息相關，若從辦公大樓投資或證券化角度探討租金收益穩定性，則穩定性之意涵為：「大樓內現有租戶不搬離，空置率不增加，而投資人租金收入不減少」。因此租戶結構對空置率的影響，以及大樓租金和空置率兩者交互調整的關係，是影響投資收益和收益穩定性的關鍵。而過去文獻僅探討區域間整體辦公室市場的租金或空置率，並未對個別辦公大樓個體的租金和空置率加以討論，亦未考量大樓租戶結構對自身空置率造成的衝擊，是以本文從建物特徵和租戶結構探討對大樓個體租金和空置率的影響，據以了解影響租金收益穩定性的因素及影響程度。

由於近年辦公大樓證券化發展，投資人除了分析個別大樓營運收益及受益穩定性外，應用投資組合方式，提高投資報酬或降低投資風險也相當重要，而過去關於不動產實體組合之討論也闕如，因此本文應用租金及空置率聯立模型之結果，模擬辦公大樓兩兩組合，並分析組合內容及效率情況，期作為投資人或證券化業者決策之參考。

一、租戶結構對空置率及租金收益穩定性之影響

過去學者認為影響辦公室租金的因素包括屋齡、規模、管理費用、大樓等級等建物物理屬性，空置率的影響因子因過去無辦公大樓租戶資料，並無以租戶結構對空置率及投資人租金收益穩定性影響的實證研究，因此本文之貢獻在於實地調查台北市 90 棟辦公大樓租戶結構資料納入實證。

透過實證分析，研究發現除了建物特徵屬性顯著影響大樓租金水準外，租戶結構更為影響大樓空置率和租金收益穩定性的關鍵因素，而租金水準對大樓空置率的影響明顯高於大樓空置率對租金水準的影響。其次，在控制品質且大樓租金和空置率調整達到均衡時，空置率上升 1% 會使每坪月租金減少 13.09 元，而每

坪月租金增加 100 元會使空置率上升 1.55%，而增加管理(費)和選擇 A 級辦公大樓，不但助於提升租金水準也能擁有較穩定的租金收益。租戶結構變數部分，平均每層租戶數目增加、大面積的承租人、外商公司為主要租戶、選擇利潤率高的企業進駐、租戶為「金融及保險、不動產及租賃、專業科學及技術服務業」等行業別，會使辦公大樓的空置率顯著降低，而空置率減少自然能提供投資人穩定的租金收益。

二、模擬辦公大樓組合之發現

本文使用 90 棟辦公大樓建物及租戶之橫段面資料，配合報酬及風險的縱段面資料，將聯立模型結果，應用在兩兩任意組合模擬，主要貢獻在於提出一種新的分析方式，試圖了解不同建物及租戶品質的大樓透過投資組合，是否能提高效率，以及各種效率情況下的組合內容為何。在有限的資料下初步發現如下：1. 相較於個別大樓，辦公大樓兩兩組合後平均報酬提高，平均風險降低。2. 從組合的類型而言，兩兩組合情況下，只要有一棟大樓為「好建物好租戶」，則效率組合比例高，只要有一棟大樓為「差建物差租戶」，不效率組合比例相對較高；而「好建物差租戶」的大樓出現高報酬高風險的比例較高，「差建物好租戶」的大樓出現低報酬低風險的比例較高。3. 建物品質明顯和投資報酬高低相關，租戶品質則明顯和投資風險高低相關，建物好的大樓能提高增加組合報酬，租戶好的大樓能夠降低組合風險，而為了達到投資組合的效率性，建物品質較租戶品質更為重要。

第二節 建議與後續研究

傳統不動產投資普遍重視資本利得，並不重視租金收益穩定性的分析，有關租戶部分的討論也闕如，但隨著近年來商用不動產證券化投資盛行，在面對不確定的空置風險之下，租戶結構對空置率造成的影響，將嚴重衝擊投資人未來收益的穩定性，因此必須在租戶結構上進行更細部的分析。而除了重視個別大樓的建物和租戶品質，透過投資組合方式，提高資產報酬及降低風險也為明智之方法，本文透過實證研究回答了上述兩個主要焦點，並對實務操作提出三點建議事項。

一、對於投資人及證券化業者之建議

商用不動產資訊封閉，一般投資人在資訊取得不易情況下，可藉由本文提出的租戶結構指標，從租戶類型、分佈情況、行業特徵等判斷何者為穩定租金收益的辦公大樓產品。對證券化業者而言，在不動產證券化條例對收益穩定性的嚴格規範下，管理機構除了對個別建物做完善管理外，更須在租戶結構上用心經營，慎選租戶與做出對投資人最有利的租客組合，才能創造穩定的營運收益。此外，管理機構透過辦公大樓間投資組合，也能適度提高投資報酬及分散風險，增進投資效率，而選擇「好建物」的大樓納入投資組合中能提高報酬，選擇「好租戶」的大樓納入組合中能降低風險。投資人對辦公大樓建物及租戶的多方面分析，將能使不動產投資更具保障。

二、對於證券化收益穩定性之分析將更具公信力及說服力

依不動產證券化條例規定，不動產投資信託基金在提送審查時，必須出具信託財產具有穩定收入之專家意見書，而檢視目前國內之專家意見書，多僅就投資標的的租戶現況、租約條件、契約租金和市場租金差異等三面向，做簡單的市場分析，並未用較嚴謹的量化方法估計投資標的的真實收益穩定性情況。本文之貢獻在於提出租戶結構量化指標，提供未來對於辦公大樓投資收益穩定性分析的基礎。相較於目前僅有簡單的市場分析，透過量化指標能更客觀且具說服力，對於辦公大樓證券化收益穩定性的真實情況也更容易掌握。

三、透過投資組合-次級辦公大樓也有春天

本文將建物屬性及租戶結構量化指標，應用於辦公大樓投資組合，初步應用投資組合理論結果顯示，較次級的大樓透過投資組合也能達到效率組合，即未必最頂級的大樓才具投資價值，過去建物或租戶品質較差之大樓，或許永遠無法吸引投資人的目光，但考量「好的辦公大樓」數量有限以及成本效益下，透過投資組合，較次級的大樓也能夠達到不錯的報酬以及風險分散效果，或許建物品質或租戶品質好壞不同的大樓透過組合，也值得進行投資決策。

四、後續研究方向

由於國內辦公室相關研究缺乏，也無對辦公大樓或承租人的持續性調查資料，因此本文僅以一個時間點的租戶結構資料探討和辦公大樓空置率之關係，未來有待連續性租戶調查，更能了解租戶結構和空置率間透過時間影響之變化，對於租金收益穩定性的分析也會更完善。而辦公大樓證券化可預見仍會是未來不動產證券化的焦點，本文應用聯立模型，藉由模擬兩兩大樓所有組合，提出初步的分析方法，受限於電腦資料處理限制，未來透過不同數目的大樓組合(三三組合、四四組合等)，其效率情況為何也有待釐清，而大樓類型分類受限於原始樣本較少，本文僅以建物及租戶品質區分為四類型(好建物、差建物、好租戶、差租戶)，關於各類型的分類方法及定義、投資報酬率及投資風險衡量等，也待更完整資料及精確的統計分析方法進行分析。