

## 不動產證券化專題研討第十二次上課紀錄

時間：民國九十四年五月六日(早上 9:00~12:00)

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚教授

報告：揚名、乃文                      紀錄：揚名、乃文、昀叡

出席人員：林秋瑾、陳香妃、鄒欣樺、曾翊瑋、曾瀝儀、田揚名、張乃文、楊依蓁、陳詩薇、李昀叡、李奕農

### 不動產證券化之信託與代理面討論

#### 一、何謂信託

信託制度為一種財產管理制度，信託管理人接受財產所有權人之財產移轉或設定，並為特定人之利益及特定目的而管理或處分該項財產。

信託之起源一般的說法是在歐洲中世紀時，英國百姓為避免所擁有的土地被任意強制徵收或逃避國王或領主禁止其對土地之管理及使用權，而將土地移轉給他人使用及管理。但因管理使用土地所產生的收益則歸屬於原來之所有人。

美國社會利用信託制度從事資金及財產管理已經有一個半世紀之久。但在初起時信託業務的主要經營人皆為壽險業者。其後歷經數十年努力爭取以及法院之判決，才逐漸允許銀行開辦信託業務。最初，信託部門僅提供給予本行有大量業務往來客戶之信託需求服務。但在歷經經濟大恐慌後，一般民眾經歷惡性通貨膨脹的夢魘，意識到財富增值的重要後，使得信託制度開始受到一般民眾所重視。因為其具有保本增值的功能。另一方面，美國信託法之發展與齊國內各項經濟活動中為規避某些法令限制的行為亦有很大之關係。如美國法律中規定禁止或限制取得其他公司股權之規定。但為了實際上之需要且又想避免公司轉手之繁複程序及各項規定，因此個企業乃利用信託制度達成企業合併之目的。使得信託制度成為企業購併壟斷之利器。因此美國在 1890 年後，持續通過公平交易法（反托拉斯法）來規範信託業務之購併行為。

在美國的法律中，信託業務的相關法規所使用之詞彙並非「信託業務」一詞，而是稱之為「信賴（Fiduciary）關係之業務」，所謂信賴關係者，意指受託人為他人（委託人）對第三人得行使之權能關係，在監護人與被監護人、代理人與本人、受託人與委託人、當事人與律師等之間成立。就字面而言，其所涵蓋的範圍比起單純之信託業務要大得多。美國之信託業務採用廣義的解釋，所經營之範圍大於單純信託業務的範疇。而其間的差異最主要為代理業務的有無。美國全國信

託業務的財產中，約有四分之三圍代理業務的財產。信託業務的財產約有四分之一。

信託方式最重要的一項動作為信託人將財產權移轉給受託人，此一行動若非當事人間有相當的信賴度，實非易事。於是美國之銀行遂針對這種需求大力推動代理業務。以致於兩種方式在美國大行其道。信託和代理在表面上十分相似，兩者皆基於當事人間之信賴關係，且皆可能牽涉到第三人之經營管理財產，但兩者仍有相當大的差異存在：

1. 權利之歸屬關係：受託人對於信託人之委託財產具有所有權，而代理人對於本人之財產不因代理而擁有所有權。
2. 對財產之運作方式：受託人對信託財產經營管理之權利相當大，信託人雖可能保有撤銷權，但食物上除非對受託人之操作績效相當不滿，諷則受託人很少受到信託人之監督，因而有相當大程度的控制權。而反觀代理制度，代理人必須在本人之監督下運作，所能控制的權利相當有限。因此，代理制度方能受到缺乏互信基礎之當事人所樂用。
3. 權限範圍：除了由信託人所訂定於信託契約及法律上所限制的項目外，受託人應有執行信託契約所必須及應有的之一切權限，故其權限較廣。而代理人僅能擁有本人特予之權線，其權限範圍較狹隘。
4. 義務範圍：除了信託契約中明訂之除外責任，受託人必須對其執行該信託之契約負責，若因執行該契約而造成侵權行為，亦須由受託人單獨向受害人負法律責任，信託人及受益人皆不對此契約負責。而代理人因無自主之權限，事事必須以本人之意志為依歸，故代理人以本人之名義和第三人之契約，須由本人負完全責任，代理人不必就契約之履行負責。
5. 有效期間：信託成立後，除非有特別約定，原則上信託人及受益人並無撤銷權，至多只能更換受託人，直到約定之終止條件到達時方能結束，信託人或受託人之死亡對信託之存續並無影響，受託人死亡由新的受託人繼任之。而代理業務為屬人關係，其存在完全由當事人之合意繼續，因此除了特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係，且代理關係可因本人或代理人之任何一方之死亡而消滅，亦即代理人之專屬性無法以取代方式而變更。

## 二、公司信託：

公司信託是指公司企業和信託機構簽訂信託契約，受託人依約從事該公司有關債券業務之處理工作。在美國大型企業公司籌措長期資金的管道除了股東股金和銀行貸款外，大多數以發行公司債來應付。連政府乙場以發行公債的方式挹注財源。不論是私人企業或政府機構，為了發行債券而設立相關單位及人員並不合乎成本像易，且公司債券持有人為數眾多，比比間溝通困難，實際上也不可能與每一貸款人訂立借款契約。因此美國發展出一套成熟的公司信託制度，以公司債權人為受益人，債券發行公司為信託人，由信託機構擔任廣大投資者的受託人，代表債券持有人與借款人的中間人，受託監督發行公司對債務之履行及業務的推

行，且常需以債券持有人之代表人身份，為一切保護債券持有權益之行為，以進一步保護投資大眾之權益及增加投資人的信心。因為債券之發行牽涉龐大的資金及眾多的民眾權益。所以美國訂立十分嚴格的法律以規範此類信託。

一般信託和公司信託之不同：

1. 就信託財產之移轉及佔有而言：在個人信託方面，信託財產通常須移轉與受託人，由受託人於信託關係存續其間以佔有及保管。反之在公司信託部分，除股票、債券及他債權外，財產仍由公司佔有。
2. 就受益人之人數而言：在個人信託部分，受益人通常僅有一人或只有特定之有限人數。然而，在公司信託部分，其受益人常擁有公司債之債權人，而且一般來說其人數通常十分龐大。
3. 公司信託中受託人與債權人及債券發行公司間均有信賴關係。這與一般信託中受託人僅對於受益人之權負責不同。

我國信託法第一條：稱信託者，謂委託人將財產移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。

### 三、信託制度之特色：

1. 隱匿性：信託乃委託人將信託財產所有權一分為二，名義上之所有權由受託人享有，實質上所有權由受益人享有，故受益人可免除坐擁龐大資產而眾所皆知的困擾。
2. 簡便性：一般而言，物權因具有對世的效力，故採「物權公示主義」。物權宜取得、移轉或設定等都必須經過法定程序。但債券之效力僅對於債權人、債務人間，債權人無須向外宣示其所擁有之債權。故除了隱匿性外，債權之取得設定等不必經過特定程序，簡便快速。信託即具備了債權之優點。
3. 免責性：於信託制度下受益人係純享受利益者，原則上不以期個人財產負任何責任。
4. 多樣性：信託關係具體內容係依信託契約之規定，契約內容因而可以千變萬化，不受物權法定主義約束。其彈性變化程度可謂僅受限於人類之想像。
5. 同一性：乃只因信託財產管理處分滅失毀損等事由取得之財產，皆自動成為信託財產。且「同一性」也同時創造了流動性。例如信託財產原本是現金，以現金購買貨物，信託財產即轉為貨物，將貨物出售換得支票，信託財產又變成應收票據。
6. 優先性：乃只受益人就信託財產可優於受託人之一般債權之主張權利，即使對於信託財產之受讓人，於符合一定條件下亦可主張優先權利。
7. 超越性：依信託法無論其本身或債權人均無法享有信託財產或為任何之主張，而受益人在信託存續期間，其僅得請求信託利益之給付，對

信託財產本身無權支配佔有。故債權人自亦無法對信託財產更為主張。

#### 四、土地信託以及不動產信託之差異

一般而言，土地信託係指委託人移轉土地或對土地為其他之處分，使受託人依一定之目的，從事於土地之處分或管理之行為。換言之，土地信託是指土地所有權人為了有效利用土地，以取得收益為目的，以信託契約的方式將土地委託專業機構(即受託人)，就有關土地開發進行全盤之規劃與執行，(包括開發規劃、資金籌措、建物興建、地產分售、租戶招租、維護管理等維護管理等)並將運用之結果，按期以收益分配金交付給土地之所有人或受益人，待信託期間終了，受託人再依約將信託財產返還予委託人。就上述土地信託之意義以及信託法之相關觀念，土地信託和不動產信託在概念上以及範圍上仍有所不同。

所謂不動產信託之信託財產為不動產，實務上作為不動產信託財產的財產種類很多包括：土地、土地上之定著物、地上權、租權等。相較於土地信託：僅以土地及其上之定著物之所有權為信託財產所成立之信託行為則有所不同。相較之後會發現：不動產信託的範圍顯然較大，土地信託僅為不動產信託的一種。就我國信託業法第16條規定：信託業經營之信託業項目與土地信託相關者包括：不動產信託、租權信託、地上權信託等。就此一法條觀之，我國將地上權信託和租賃信託，自不動產信託中獨立出來。

土地信託的成立要件如下：

1. 須具備委託人、受託人以及受益人等關係人。
2. 須有信託目的。
3. 須以土地或土地之相關權利為信託財產。
4. 委託人和受託人須有土地信託之意思一致：依照民法上之論點信託關係在委託人及受託人等信託關係人之意思一致下即可成立。是否具備書面亦無礙信託行為之成立。然依照我國信託法第2條：信託除法律另有規定外，應以契約或遺囑為之。故土地信託之相關人的意思表示，仍須以書面為宜。
5. 信託財產應經登記：依照我國信託法第4條之規定，以應登記或註冊之財產權為信託者，非經託登記，不得對抗第三人。是故，土地相關之權利仍應登記，方能使信託財產獲得充分的保障。

#### 五、美國之土地信託之類型

美國的土地信託與傳統的信託模式並不相同，除了將所有權之法律上的權能和衡平法上的權能，以及一些純粹管理上的義務移轉給受託人外，所有權的其餘權能幾乎都保留給受益人。美國法所稱之所有權，指人民對物理上之物，所固有之各項權能。除了法律上的權能和衡平法上的權能外，所有權上所具有的其他權能均可為受益人所享有。美國土地信託之典型操作模式有以下數種：

##### (一) 土地開發融資

開發業者購買一塊素地，租給一家由該開發業者所組成之公司，並將該土地之所有權信託移轉給一位受託人，依據信託契約受託人發行土地信託受益憑證，而由委託人(開發業者)負責銷售受益憑證，受益憑證代表對土地所有權之受益權，開發業者從銷售憑證所獲得之資金，用以開發、改良土地。而受託人收取租金，給付固定報酬給受益憑證持有人，並將剩餘租金用來買回受益憑證，使開發業者其實質所有權的負擔能夠解除。

#### (二) 公寓經營管理(cooperative apartment houses)

將公寓建築物之所有權移轉給受託人，受託人可能只是為了保護所有權人或承租人之利益而保有所有權，並遵照公寓管理人之指示，也可能積極賦予受託人經營管理之權限。

#### (三) 共同事業中間人

經營土地買賣業務的不動產業者，可將買賣標的移轉給受託人。中立之受託人用來保護共同事業之進行和參與者之利益，目的是在減低參與者將土地出售牟利或阻礙共同事業進行之可能性。

#### (四) 土地分割出售

在美國某些地區，土地分割信託(土地信託之一種)被都市或住宅開發業者用來達成購買和出售土地之目的。開發業者與計畫分割、改良土地之當事人成立買賣契約，約定將土地之所有權移轉給一個受託人，成立信託契約，土地之賣方享有未付部份的價金金額之受益權，而開發業者或其指定人享有其餘之受益權。開發業者給付買賣價金的一部分給土地的賣方，剩餘未付部份的價金，並非設定抵押權向銀行貸款以償付土地之賣方，而是讓賣方對現託財產(該筆土地)取得受益權。而受託人之義務則是將土地分割出售，將所得價金用來償還開發業者對土地賣方的負債。而土地買受人也是土地之開發業者和管理者，進行改良、廣告並出售分割後之土地，在符合信託契約所約定之條件下，受託人有義務將分割後之土地移轉給買主。

## 六、日本的土地信託制度

日本所謂的土地信託，為日本信託業法所規定『土地及其定著物』及『地上權及土地之租賃權』信託之一種，亦即土地信託是不動產信託之一種。其意義為土地權利人(委託人)將其土地上之權利信託移轉給信託業者(受託人)，信託業者則依照信託契約為受益人(可能是委託人本身或第三人)之利益，就土地為管理或處份信託財產之法律關係。日本的土地信託依照其信託契約內容之不同，可分為四種型態：租賃型、分售型、等價交換型、以及共同事業型。

日本的土地信託開發的方式具有以下特色：(從土地所有人之角度觀之)

1. 對土地所有人而言，實質上不必放棄土地所有權亦可有效利用所擁有之土地。
2. 土地所有人除就開發事業可利用受託人之專業知識外，亦可享受受託人處理該事業所產生的一切利益，因此土地所有人可藉由信託收益分配的方式而享有開發利益，需要資金時可將受益權轉讓以取得資金。

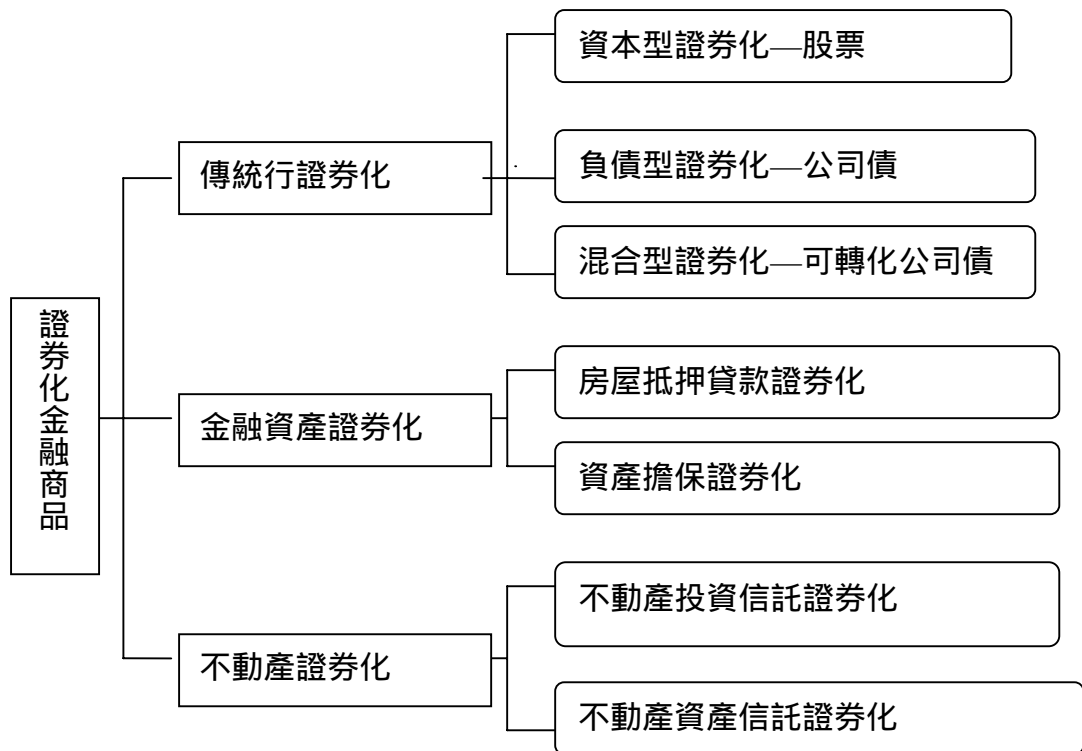
3. 貸款所支付的利息與建築物之折舊，在稅務上與自己辦理開發時一樣，能以費用計列。此外土地所有權人在受益權的繼承時，其中受益權的估價係以信託財產與予估價，並且能於扣除債務後，再來計算遺產稅。
4. 信託契約不受委託人(或受益人)之繼承或破產等等事件的影響，因此，可以保持開發營運本身之安定。

## 七、商業信託

商業信託 (Business Trusts)，亦稱麻州信託 (Massachusetts Trust)，因其起源在美國麻州 (Massachusetts)，在一九一〇年至一九二五年間，麻州由於土地之供給有限，當時議會唯恐公司或其他長期存在之組織，不斷取得土地所有權，遂禁止公司擁有不動產之所有權<sup>4</sup>，又因經營辦公大樓或土地等不動產開發計畫之場合，所需之資本遠超過任何個人所得提供者，亟需募集大眾資金以利計畫之實施，因此，為規避麻州政府禁止公司經營不動產業務的法律規定，以及便於募集資金之目的，運用信託原理於企業經營組織之商業信託即醞釀而生，商業信託乃採取由受託人將受益人(投資人)之權益均等分割在可讓與之證券上予以表彰，受益人交付資金取得受益憑證，一方面藉由占有受益憑證行使信託利益分配請求權，另一方面亦得免除從屬公司或土地上負擔，例如：所有權管理、處分所需花費之勞力、時間以及專業知識之欠缺等，而受託人將上述資金用於不動產之開發投資，亦即將土地所有權及相關權利歸屬於受託人，由其為受益人之利益，管理該土地之方法所成立有別於傳統民事信託之特種信託。以商業信託組織經營不動產者，就是不動產投資信託

在美國法令架構下，透過信託制度，使受益權有價證券化者，較常見的有證券投資信託、不動產投資信託以及將債權證券化的不動產抵押貸款債權證券化及消費性貸款證券化。美國不動產投資信託可分為**契約型及公司型**兩種。契約型是指投資人因投資而取得受益憑證，受託人依信託契約負責投資及經營決策，亦可委託專家擔任顧問，負責基金之管理與運作。公司型是指投資人取得股票而成為公司股東，選舉董事，依公司章程經營或監督信託財產。有關不動產投資信託基金之來源，除了依美國內地稅法規定之股份必須是可轉讓者外，尚可發行的有價證券包括信託受益憑證、普通股、優先股、認股權證、不可轉讓與可轉讓及擔保抵押證券。

## 八、證券化金融商品之種類：



## 九、我國不動產證券化法有關信託之規定：

### (一) 組織架構：

不動產證券化機制首重建構完善的破產隔離機制，以阻絕不動產所有人或不動產相關權利人對信託財產之追索權，進而使投資人得以確保其受益證券之權益。依美國、日本之現行架構允許採特殊目的公司 (Special Purpose Company, SPC) 或特殊目的信託 (Special Purpose Trust, SPT)，國內可能因為不動產證券化尚處發展初期及避免若實施公司型組織須配合大幅修改相關法令，因此不動產證券化條例只允許採特殊目的信託之架構。

### (二) 受託機構 (發行人) 資格：

資產分割及特殊目的機構 (SPV) 為不動產證券化的發展基礎，由於資產分割形成不動產投資信託之受益權與不動產資產信託之所有權得細小化、標準化及流動化；特殊目的機構 (SPV) 建構使得受益資產具有法律地位獨立性及產生隔離效果排除發行人之破產風險，有效保障投資人之權益。另從國內不動產證券化之發行架構，僅限於由信託業者擔任受託機構發行受益證券。所稱之受託機構，以信託業法所稱之信託業 (目前均為兼營信託業務之銀行) 或僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，並應分別具一定條件才具資格擔任受託機構。其資格規範如下：

1. 信託業法所稱之信託業：應設立滿三年以上且經符合主管機關認可之信用評等

機構評定之結果達一定信用等級以上者。其所稱一定信用等級，如下表：

評等公司	長期債務信用評等	短期債務信用評等
Standard & Poor' s corp	BBB-	A-3
Moody' s Investors service	Baa3. tw	TW-3
Fitch Ratings Ltd. 英商惠譽國際信用評等股份有限公司	BBB- (tw)	F3 (tw)
中華信用評等股份有限公司	twBBB-	twA-3

資料來源：財政部台財融(四)字第0914000821 號令

2. 專門辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託公司：

設立標準：

(1) 資本額之限制：

(a) 僅辦理不動產投資信託業務之信託公司，其最低實收資本額為新臺幣十億元。

(b) 僅辦理不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為新臺幣三億元。

(c) 僅辦理不動產投資信託及不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為新臺幣十億元。

(2) 公司組織型態：信託公司應為公開發行公司。

(三) 發行方式與募集對象：

依據不動產證券化條例，受託機構募集發行不動產投資信託基金或不動產資產信託，其募集方式可分為公開招募及私下募集兩種，其分述如下：

1. 公開招募：係指受託機構依不動產證券化條例之規定向不特定人公開募集不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券，其中不動產投資信託基金之募集，除經主管機關核准者，得募集附買回時間、數量或其他限制之開放型基金外，以封閉型為限。

2. 私下募集：係指受託機構依不動產證券化條例向特定人募集，交付不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券。其所謂特定人之募集對象為：

(1) 銀行業、票券業，信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。

(2) 符合主管機關所訂條件之自然人、法人或基金。其個別條件如下表，同時人數不得超過三十五人。



對象	條件
自然人	對該受益證券有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時符合下列情形之一者： 1)、本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元。 2)、最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元
法人或基金	最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元
信託財產	信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元。
全權委託資金	證券投資顧問事業或證券投資信託事業簽訂全權委託投資契約之資金超過新臺幣五千萬元者。
其他基金	證券投資信託事業募集之證券投資信託基金、信託業募集之共同信託基金、公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金及勞工保險基金。

資料來源：台財融(四)字第0914000834號令

**(四) 發行與投資標的：**

依不動產投資信託基金與不動產資產信託不同，分別說明：

1. 不動產投資信託基金：以投資或運用於下列標的為限：

(1) 已有穩定收入之不動產。

(2) 已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。

(3) 其他受託機構或特殊目的公司依不動產證券化條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券。

(4) 第十八條規定之運用範圍（即閒置資金之運用範圍）。

另所稱條例第十八條有關不動產投資信託基金閒置資金之運用，則以下列金融商品為限：

(1) 銀行存款。

(2) 購買政府債券或金融債券。

(3) 購買國庫券或銀行可轉讓定期存單。

(4) 購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據。

(5) 購買經主管機關核准之其他金融商品。

2. 不動產資產信託：所謂不動產資產信託之證券化標的並不是涵蓋所有不動產，依條例規定其不動產資產信託契約轉移之財產權，以「已有穩定收入之不動產」及「已有穩定收入之不動產相關權利」為限。

#### (五) 受益證券持有之限制

【93.06.07 修正「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」】

有關受益證券持有之限制，規定受託機構於募集或私募不動產投資信託契約及不動產資產信託契約載明事項：

1. 受益證券之持有人，於每一年度中至少有三百三十五日應達五十人以上。但私募受益證券之持有人，均非自然人且非不動產投資信託發起人或不動產資產信託委託人之利害關係人或公司法所稱之關係企業者，不在此限。且每一自然人、法人、基金及信託契約均視為一人。

2. 任五人持有不動產投資信託受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之一半以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限。

3. 任五人持有不動產資產信託第一受償順位受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之一半以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限。

4. 受託機構對於因其持有受益證券致不符合前三款規定之持有人，應通知該持有人於一個月內轉讓受益證券以符合規定。該持有人屆期未轉讓者，不得行使其受益權之表決權，且受託機構不得再分配信託利益予該持有人。

5. 發起人因讓與不動產或不動產相關權利而持有受益證券者，應將受益證券提交經證券主管機關核准設立之證券集中保管事業辦理集中保管，且自持有受益證券起一年內不得中途解除保管、轉讓或設質。

#### (六) 受益證券上市或上櫃之規範

受託機構發行募集之受益證券將於上市上櫃集中交易市場掛牌交易者，須另行向台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心申請核准。且依據受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法第十條第二項：受託機構募集封閉型不動產投資信託基金或不動產資產信託受益證券，應於主管機關核准前，取得台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心核發之上市或上櫃同意函。其上市或上櫃受益證券審查條件：

1. 不動產投資信託基金受益證券上市之條件：

不動產投資信託基金所募集發行之不動產投資信託受益證券，合於下列各款條件，得由募集之受託機構申請上市：

(1) 發行總額達新台幣三十億元以上者。

(2) 自上市買賣日起算，其契約存續期間須達一年以上。

(3) 持有該受益權單位價金總額未超過新台幣一百萬元之受益人不少於五百人，且其所持有之受益權單位價金總額不少於新台幣二億元者，並任五個受益人持有該受益權單位價金總額未超過該受益證券發行總金額百分之五十以上。

(4) 每一受益證券應表彰一千個受益權單位，且面額以新台幣一萬元為限。

(5) 該基金所投資不動產之所有人或不動產相關權利之權利人，依「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」第六條第一項五款規定，應將其因讓與不動產或不動產相關權利而持有之受益證券全數提交集中保管，且承諾自持有受益證券起一年內不予中途解除保管，所保管之受益證券及憑證不予轉讓或質押，於屆滿一年後始得全數領回。

#### 2. 不動產資產信託受益證券上市之條件：

依台灣證券交易所上市審查準則第23-1條：經核准公開發行之受益證券或資產基礎證券，須合於下列各款條件者，始得同意上市：

(1) 申請上市之受益證券或資產基礎證券發行總額達新台幣伍億元以上者。

(2) 自上市買賣日起算，其到期日須一年以上。

(3) 受益人或持有人人數達五人以上，且單一持有該受益證券或資產基礎證券之價金總額不得超過發行總額百分之二十。

(4) 面額以新台幣壹拾萬元為限。

3. 不動產資產信託受益證券上櫃買賣之條件：受託機構向證券櫃檯買賣中心申請其依「不動產證券化條例」所募集之封閉式不動產投資信託基金發行之受益證券為證券櫃檯買賣者，應符合下列各款條件：

(1) 發行總額在新台幣二十億元以上者。

(2) 自櫃檯買賣日起算，其契約存續期間須一年以上。

(3) 持有該受益權單位價金總額未超過新台幣一百萬元之受益人不少於三百人，且其所持有之受益權單位價金總額不少於新台幣二億元者，並任五個受益人持有該受益權單位價金總額未超過該受益證券發行總金額百分之五十以上。

(4) 該基金所投資不動產之所有人或不動產相關權利之權利人，依「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」第六條第一項五款規定，將其因讓與不動產或不動產相關權利而持有之該基金受益證券，全數委託台灣證券集中保管股份有限公司集中保管，並承諾自該基金成立之日起一年內不予出售，所取得之集中保管證券憑證不予轉讓或質押，且於一年期限屆滿後，集中保管之受益證券始得領回。

(5) 每一受益證券應表彰一千個受益權單位，且面額以新台幣一萬元為限。

#### 4. 不動產資產信託受益證券上櫃買賣之條件：

受託機構向櫃檯買賣中心申請其依「不動產證券化條例」所發行之不動產資產信託受益證券為櫃檯買賣者，應符合下列各款條件：

(1) 發行總金額在新台幣五億元以上者。

(2) 自櫃檯買賣日起算，其到期日須一年以上。

(3) 具有明確還本金額、存續期間、及孳息計付方式之定義與計算標準。

(4) 持有受益證券之每一受益人，其持有數量不得超過該次發行總金額之百分之二十，且任一受益人持有第一受償順位受益證券之價金總額不得超過該受益證券發行總額百分之五十。

(5) 該受益證券應經目的事業主管機關認可之信用評等機構進行評等。

#### (七) 信託與資訊透明：

資訊的不足或不正確，將使得投資人不願進入市場，以減少資訊不透明產生的誤判，資訊透明化得使投資人較具信心，且可提升受託機構經營效益。如何建立不動產證券化商品資訊透明化，在資訊揭露上於不動產證券化條例相關法規規範如下：

##### 1. 募集時：

(1) 公開募集：受託機構依不動產投資信託計畫募集受益證券時，受託機構應依證券交易法規定之方式，向應募人或購買人提供公開說明書。

(2) 私募：受託機構私募受益證券時，受託機構應向應募人或購買人提供投資說明書。

##### 2. 管理期間：

(1) 受託機構依信託業法第二十一條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之。

(2) 受託機構應於每一營業日計算，並於本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式公告前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，且對基金之淨資產價值無重大影響者，得依不動產投資信託契約之約定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。

(3) 信託業應每半年營業年度編製營業報告書及財務報告，向主管機關申報，並將資產負債表於其所在地之日報或依主管機關指定之方式公告

(4) 重大事件公告：信託業有下列情事之一者，應於事實發生之翌日起二個營業日內，向主管機關申報，並應於本公司所在地之日報或依主管機關指定之方式公告：

(a) 存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。

(b) 因訴訟、非訟、行政處分或行政爭訟事件，對公司財務或業務有重大影響者。

(c) 有公司法第一百八十五條第一項規定各款情事之一者。

(d) 董事長（理事主席）、總經理（局長）或三分之一以上董（理）事發生變動者。

(e) 簽訂重要契約或改變業務計畫之重要內容。

(f) 信託財產對信託事務處理之費用，有支付不能之情事者。

(g) 其他足以影響信託業營運或股東或受益人權益之重大情事者。

在此運作模式下，土地分割信託代替了開發業者之抵押貸款，也避了將土地權利證書放在第三人處保管之麻煩，同時能保障購買房屋建築基地之大眾於履行契約時取得完整之土地所有權。土地分割信託藉由信譽良好、肯負責之信託業介入買賣雙方，居中保證增加土地買受人對出售人履約之信心。藉著此一制度，將可使不誠實之開發業者無法不履行移轉土地所有權或移轉有瑕疵之情事發生。土地分割信託之權利、義務，係由信託契約和信託法所規範，然而美國各州州法也漸漸增加對於土地分割信託之管理，以控制業者利用此一制度促銷土地所造成之問題。

## 十、何謂代理：

代理定義：依據 Jensen and Meckling (1976) 認為主理人（一個人或一群人）與代理人之間以契約方式約定，主理人授權予代理人，要求代理人必須以主理人之最大利益為依歸來替主理人服務，但當主理人與代理人均為最大利益之追求者且其彼此間之利益互相衝突時，將會誘發代理人以其自身最大利益為考量而做出與主理人最大利益相違背之決策。當主理人依賴代理人為其利益採取某些行動時，即發生代理關係。現代企業將許多行銷功能（如市場調查、運輸、倉儲、批發及零售等）委託外界專家或專業組織代為執行，因此委託機構和行銷功能執行單位即形成代理關係。

將代理關係視為一種契約關係，契約內容主要為股東(本人)聘用經理人(代理人)代為行使其權利，並且將若干決策權交由經理人行使，因此，代理問題衍生出代理成本與為解決代理問題而生之監督成本。代理理論主要係分析各種代理問題的發生及管理機制，其中代理關係是以契約形式存在，源自於主理人將工作委任給代理人，並賦予代理人一定的執行權力後，進一步形成雙方的互動關係；而管理機制主要在緩和代理問題，但卻無法完全消除代理問題。

## 十一、代理問題：

而主要的代理問題的主要來源有三項  
首先：不完全市場將導致代理人管理上的困難，而無法展現代理人對於債務與資本的精確掌控特性，此即屬於「資訊不對稱」。第二：當股東接受高風險投資計畫而移轉其債券資產至持有股份時，他必須放棄新的投資利潤，相對亦將承擔無力償還債務的「破產風險」。第三：公司主理人或代理人對於股東所採取的「額外補貼策略」。對於上述代理問題，理論上僅能由複雜的合約訂定、多樣化的財務分析方法、複雜的資本結構等三項過程加以解決。代理問題，最常見到的是公司經營者為追求營業利潤，維護其自身於公司組織中之經營者地位，而在作成公司決策時，僅考量個人權益問題（例如：為賺取更多個人利潤），或是將其私人

利益優先於公司或股東利益，

此種由代理關係所生之公司經理人與股票、公司債持有人，以及董事之間之利害衝突代理問題之中，最常見的莫過於權益代理問題及負債代理問題。權益代理問題存在於公司股東與管理當局之間，負債代理問題則存在於債權人與股東之間。

而以代理關係建立的時間，將代理問題區分為兩類：一為「訂約前問題」，發生在主理人的搜尋行為以及尚未決定和代理人簽約前，分析代理人是否具備主理人所要求的特徵；另一為「訂約後問題」，發生在契約成立（代理關係建立）後的監督與管理問題，其重點在於主理人應如何評估並酬賞代理人的表現，使代理人能依主理人的意志而行事。所謂的訂約前問題又稱為隱藏資訊（hidden information），通常以本人與代理人之間所存在之知識或資訊不對稱所造成，此項問題有可能發生於選擇前，指代理人之特質與能力並不符合本人所期望；亦有可能發生於選擇後，例如公司經營者握有與公司未來前景或營利有關之資訊，此類資訊無法在市場上明確揭露，股東又無法在公司執行投資方案前得知該方案之真正價值，因而可能低估公司價值，此公司真實價值與被低估之價值間之差，即是因代理問題而產生。尤其不動產的異質性以及缺乏透明度是逆選擇問題的基本根源。解決逆向選擇問題的手段可分為以下 4 種：

1. 不動產公司詳細揭露相關資訊，逆向選擇問題的本質是投資品質的不確定性。
2. 由可信賴而獨立的第三人/團體(third party)提供專業。
3. 信用評等(rating)－信用評等可發生在兩個層面－在公司組織層面以及資產面，信用評等扮演著提供訊息的角色，傳達投資載體/ 工具的品質並揭露風險給潛在投資者。
4. 專業投資者關係－可以提供潛在投資者關於公司的策略導向及持有流動資產的詳細資訊；然而，提供訊息透明度
5. 經營管理過去業績－配置資金時會面對兩個因素，即資產的及經營管理的品質。

而訂約後問題隱藏行為（hidden action），或稱道德危機，因代理人行為上之不可預測性所造成，此項問題發生於選擇後，主要原因在於雙方行為皆為自利傾向的，經營決策與業務執行可能會因環境因素，例如市場經濟、競爭者之行為或是科技的改變等所影響，此際如果雙方目標衝突，風險評估相左，代理問題就會產生。

目前解決道德危機的手段可分為三方面：

1. 管理誘因，主要透過「股票選擇權」及「營運績效」兩方面去進行
2. 資訊透明化，機構投資者將要求公開出版的資料，訊息透明化是有效定價的關鍵，且與代理人的利益有關
3. 投資決策，分享公司的利益，必然會產生利益衝突，且利益衝突會多為代理成本所造成的。

而於 REIT 中所產生之利益衝突種類主要有下列三種：REITs 以外的不動產

利益，以 UPREIT 為交易之方式和管理人先行處理潛在問題。其控制方法主要是，透過管理激勵計畫例如透過股票購買選擇權或績效股等。以提高管理者的持股比率，使得其有更多的誘因以公司價值極大化作為其制訂營運決策之依據。其次，發動委託書爭奪戰（proxy fight 不滿管理當局的股東）提高公司董監事的持股比例強化董事會的監督功能，以解雇不適任之管理人員。最後透過借貸契約中加入許多限制條款如：擔保負債條款、限制股利發放條款或資產抵押條款，或是發行視情況而定的證券。

## 十二、代理成本：

新制度經濟學派學者認為大型公開公司產生代理成本的主要原因有三：代理關係之不相容性，資訊不對稱，股東吸收交易成本。代理成本(Agency costs)如同一般企業公司，隨 REITs 產生的代理成本導因於在經營事業的團隊以及提供資本的當事人(parties)之間的利益衝突。代理成本為防止或解決前述代理問題所衍生之負面效應，本人可透過適當的誘因或進行監督機制，以約束代理人之行為，因而產生代理成本。代理成本的緩和可經由誘因的結盟/合作訂約而達成，如根據經營的財務運作績效的補償金/報酬提供。其分類如下：

本人支出之監督成本：代理人於執行職務時，恐有偏差或投機性的行為而損及本人之利益，本人因此必須運用契約設計或制定制度，例如：設置代理人之獎勵制度、審計、預算制度，用以監督或激勵代理人職務上之正常運作，本人因此而產生之費用稱之。

代理人之自我約束成本：為使本人信任代理人將以本人之最大利益來行事，而花費成本以限制自己的某些行為，例如：透過正式之會計程序、管理制度或審計制度，證明自己將會遵守契約，不危及本人利益，此項代理人所支出而欲本人相信其將忠實履行契約而產生之成本稱之。

擔保債券成本 (guarantee bond costs)：公司為防止經營者關於業務執行有違法或不當之行為所可能導致之損失，會先行購買債券以作為損失擔保。

## 十三、美國經驗：

而相關學者報導的文獻也有許多整理如下：

Jankins(1980)所調查的 REITs 有超過二分之一使用某種形式的誘因補償金/報酬，而主張利益衝突會繼續存在，因為誘因費用/酬金(fees)使得財務槓桿及資產風險讓經理人及顧問較股東而言更有利於賺取此費用/酬金。

Solt 及 Miller(1985)其者要敘述透過誘因提供的重要檢定是全面的財務運作績效。使用 1972 至 1981 年 38 家 REITs 的資料，在可解釋標準會計率的迴歸式中發現在誘因酬金以及財務運作績效之間有正向關係→隨時間觀察的增加的酬金結構與股東的最佳利益相一致

Howe 及 Shilling(1990)研究在 REIT 財務運作績效上的顧問選擇的效果。在 1973 至 1987 年間所有公開交易 REITs 的顧問被分成以下六種類。有聯合企

業組織/包銷集團(syndicators)、不動產顧問、抵押貸款銀行業者、保險公司、個人及其他。

Hsieh 及 Sirmans(1991)一些 REITs，被認為是「財務受控制的附屬機構以及受控制的 REITs，與贊助者及顧問有業務關係的，因此建立了可能涉及較不受控制的 REITs 更高成本的代理關係。比較自 1968 至 1986 年間受控制的及不受控制的 REITs 的運作績效→受控制的 REITs 的運作績效較不受控制的 REITs 差，且對於受控制的 REITs 而言，具解釋財務運作績效代表性的變數是較不顯著的。比較結果說明在贊助者顧問及 REITs 間的密切業務關係與會影響財務運作績效的代理成本有關。

Golz(1993)在近期對 16 家大型 REITs 所做的調查中，發現全部皆以誘因補償金補償他們的總幹事(CEOs)。現金補償是所有補償中的主要組成。如果使用外部建議的 REITs 導致不必要的機構承辦費，期望這些機構承辦費將影響 REITs 現金收支和利潤，最終它的股票價格是合理的。比較內部建議和對外部建議的 REITs 在股票性能和運轉效率。

## -股票性質

在1987-92年裡42家公司的比較，內部委託案件勝過於外部委託案件

在1985-92年裡75家公司的比較，內部委託案件勝過於外部委託案件達百分之七以上

檢查金融並且說明的在更老之間的差別，外部建議的REITs和內部建議的REITs在20世紀90年代流行，他們的樣品在1990-1996年，紐約證券交易所及美國股市交易中的，由139家公平REITs貿易組成。他們研究可能是使用REITs發展前景的標準說明和金融措施機構體制差別的影響。而通常最廣泛的調查包括收入和花費口糧，盈利比率，資本成本估計。

管理投資和財產透過一個外部顧問已經造成在股東和顧問之間的幾種利益的衝突情勢，也造成 1970 年代初期證券化市場暴跌，這些問題使 reits 聲譽受到傷害，1986 年的稅法改革後，REITs 可以自行管理旗下的資產，即自我建議或管理型 REITs，後來從 1986 年至今，形成兩種模式共存。1986 年稅制改革限制有限合夥減稅優惠，並可挑選聘請和補償獨立的契約者；允許 REITs 直接經營資產，不需要委外管理；資產與所得規定也予以放寬。新計畫不動產信託可能是在 1988 年從外部顧問轉變成內部顧問的地位的第一個 REIT，雖然幾其他 REITs 也聲稱早在 1986 時他們正致力於轉變，當好處變得明顯時，這個轉換過程逐漸加快速度。然而 ambrose and linneman 指出在 1990-96 年期間平均規模的內部建議型的 reit 比外部建議型 reits 大的多。而委外管理 (advisor REITs) 的利益衝突源自 1986 年前，當時 REITs 被視為一個被動的投資載體。在此身分下，每日的業務營運必須交由外部實體來處理。結果 REITs 必須僱用財產管理者來管理有關租賃、管理、維護、營運等方面的事務，有時 REITs 也必須收購與處



分其財產，因此也必須請外部顧問選擇財產並執行投資策略。1986 年的稅法改革後，REITs 可以自行管理旗下的資產，即自我建議或管理型 REITs。

使用外部的顧問的問題，使用外部顧問對股價有負面影響，使用外部顧問的原因是因為不希望有管理者專斷，所以股東需要花費成本來監督公司稱為代理成本。若要減少此成本，則利用外部管理顧問，減少管理者專斷的機會。同時服務數家 REITs 的外部顧問有可能將發現較佳的投資機會給予最有利自己的 REITs。外部顧問可能同時也參與交易決策，其關係機構可能得到最佳的交易條件而傷害股東利益，通常同意外部顧問很少會工作使 REITs 股東的福利最大化改為那些顧問將有更多的獎勵使他們自己的福利最大化。

Cannon 及 Vogt (1994) 研究 1987-1992 年間美國之委外管理型與自我管理型 REIT 的投資績效，委外管理型的 REITs 其投資績效受到管理顧問與股東利益不一致的代理問題影響。Linneman (2001) 也有類似的研究結果。委外管理的缺點主要包括收益分配，同時服務數家 REITs 的外部顧問有可能將發現較佳的投資機會給予最有利自己的 REITs。其次是自我交易，外部顧問可能同時也參與交易決策。其關係機構可能得到最佳的交易條件而傷害股東利益。而剩餘損失，往往就是代理人於契約限制與監督下，以及組織之結構化影響，對於某些事項無法及時採取行動，使公司喪失獲利機會，或因代理人所作之決策並非最佳決策而致本人財產上遭受損失，此積極性的機會成本之損失與消極性的財產上之損害，稱為剩餘損失。而補貼性消費問題是由於專業經理人有運用公司資金之權利，因此極易將自身消費項目浮報於公司帳目上，增加公司經營成本。

內部管理績效較佳，外部管理借貸較多，且借款利息較高，因為顧問的表現依據其 REIT 規模大小，故他們會透過借款來增加資產大小。顧問酬勞有兩種給酬勞方式，一種是準則，一種是自由決定，前者是看投資一些指標跟數據，後者比較傾向像薪水一樣。給顧問的誘因機製能更進一步使顧問性質錯綜複雜化，REITs 能選擇在一種基於準則或者基於一種基於可自由支配的補償方法上給予顧問誘因報酬，一份典型基於準則的合約透過使用某些指標或數據，作為在準則公式方面的基礎，補償合法諮詢公司。多數情況下基於準則的 REITs，被外部建議可自由支配的合約是基於的薪水，並且顧問被看作一個機構內部的雇員，在可自由支配的合約下，REITs 的董事會也有自由給予紅利鼓勵性質。這些發現指出重要一點：在受高的機構承辦費之苦的一個產業裡，補償設計將在確定 reit 的性能方面極其重要，在補償之間的連接設計和機構承辦費，怎樣設計一次補償合約在 REITs 產業裡使代理問題減到最小，這也是未來研究所需注意的地方之一。

最後觀察結果就是說明內部管理雖然在實證上確實優於外部管理，但是由於外部管理公司改革結果，內部管理的優點在近年來已經消失。幾個結論可能被從關於為 REITs 使用顧問的文學得出。在他們中敬畏知道如下內容，有 REITs 工業的兩類顧問，包括內部的顧問經理和外部顧問-經理。通常同意外部顧問很少會工作使 REITs 股東的福利最大化，改為那些顧問將有更多的獎勵使他們自己的福利最大化。內部建議 REITs 也有他們自己的代理問題，雖然他們沒有外部建議的

REITs的嚴肅，經驗論據也表明股票的財務業績內部建議REITs是平均比外部建議的REITs的好。在外部建議的種類內比非被俘獲的REITs的壞，在外部建議的種類內有更顯著的顧問的REITs的財務業績比有不那麼顯著的顧問的那些的性能好內部建議的REITs的操作性能是通常稍微比外部REITs的好，但是近年一直在消失。

#### 十四、信託與代理之差異：

信託方式最重要的一項動作為信託人將財產權移轉給受託人，此一行動若非當事人間有相當的信賴度，實非易事。於是美國之銀行遂針對這種需求大力推動代理業務。以致於兩種方式在美國大行其道。信託和代理在表面上十分相似，兩者皆基於當事人間之信賴關係，且皆可能牽涉到第三人之經營管理財產，但兩者仍有相當大的差異存在：

1. 權利之歸屬關係：受託人對於信託人之委託財產具有所有權，而代理人對於本人之財產不因代理而擁有所有權。
2. 對財產之運作方式：受託人對信託財產經營管理之權利相當大，信託人雖可能保有撤銷權，但食物上除非對受託人之操作績效相當不滿，諷則受託人很少受到信託人之監督，因而有相當大程度的控制權。而反觀代理制度，代理人必須在本人之監督下運作，所能控制的權利相當有限。因此，代理制度方能受到缺乏互信基礎之當事人所樂用。
3. 權限範圍：除了由信託人所訂定於信託契約及法律上所限制的項目外，受託人應有執行信託契約所必須及應有的之一切權限，故其權限較廣。而代理人僅能擁有本人特予之權線，其權限範圍較狹隘。
4. 義務範圍：除了信託契約中明訂之除外責任，受託人必須對其執行該信託之契約負責，若因執行該契約而造成侵權行為，亦須由受託人單獨向受害人負法律責任，信託人及受益人皆不對此契約負責。而代理人因無自主之權限，事事必須以本人之意志為依歸，故代理人以本人之名義和第三人之契約，須由本人負完全責任，代理人不必就契約之履行負責。
5. 有效期間：信託成立後，除非有特別約定，原則上信託人及受益人並無撤銷權，至多只能更換受託人，直到約定之終止條件到達時方能結束，信託人或受託人之死亡對信託之存續並無影響，受託人死亡由新的受託人繼任之。而代理業務為屬人關係，其存在完全由當事人之合意繼續，因此除了特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係，且代理關係可因本人或代理人之任何一方之死亡而消滅，亦即代理人之專屬性無法以取代方式而變更。

## 參考文獻：

- 93.02.11，修正「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」。
- 93.02.19 修正「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」。
- 台財融(四)字第0934000453號令字，第0920004198號，受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法。
- 台財融(四)字第0914000834號令，受益證券資產基礎證券私募特定人範圍投資說明書內容及轉讓限制準則第二條第一項第一款所稱法人機構或基金釋義
- 93.10.30，證券投資信託基金管理辦法。
- 張金鵠、白金安合著，不動產證券化理論與實務，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會2005年出版。
- 高炳暉著，美國信託業之業務操作及其內部稽核制度之研究，中央存款保險局1997年編印。
- 信託法及信託業法立法通過後對證券市場之衝擊影響及因應之道，台灣證券交易所1996年出版。
- 陳文炯著，精挑你的信託商品，永然文化2002年出版。
- 謝文倩，2003，不動產證券化之研究，國立台灣大學財金研究所碩士班論文。
- 黃守良，2004，不動產證券化之研究—兼論不動產證券化交易市場法制與建置之探討。輔仁大學金融研究所碩士班論文。
- 吳小燕，2004，金融資產證券化—有關特殊目的之信託，中正大學法律研究所碩士班論文。
- 洪秀瑜，2002，擔保抵押資產信託與不動產證券化在國內之可行性研究，國立中山大學財務管理系碩士論文。
- 陳曉芸，民國89年，「從代理理論之觀點探討股權結構對保險經營之影響」，政治大學風險管理與保險所碩士論文。
- 王惠昕，民國89年，「代理問題對公司股權結構與財務決策之影響」，中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 曾斐金，民國85年，「代理問題之控制工具與經營績效之關係研究」政治大學企業管理所碩士論文。
- Barnea, Amir, Robert A. Haugen, and Lemma W. Senbet, 1985, *Agency Problems and Financial Contracting* (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall)
- Boose Mary Ann, 1990, Agency Theory and Alternative Predictions for Life Insurers: An Empirical Test, *Journal of Risk and Insurance*, 57
- Sudha Krishnaswami and Steven Pottier, 2001, Agency Theory and Participating Policy Usage Evidence From Stock Life Insurers, *Journal of*

-----課堂討論-----

奕農：問公司債可以算是證券一種嗎

張老師：可以算是

張老師：在美國之土地信託之類型中土地開發融資受益憑證是給回開發者嗎？

乃文：應該是將資金先移轉給開發公司，再由開發公司移轉部分給開發者，圖會再做修正

張老師：問不動產信託和土地信託之差別

乃文：應該是標範圍不同，內容應該就有所差距

林老師：應該是說有契約就有代理

欣樺：台灣目前的spt是否有代理問題

乃文：不動產信託中只有用SPT方式，而受託機構對於不動產之管理並不在行，所以需委託給不動產物業管理機關，因此不動產證券化中會產生複代理之問題

奕農：不動產信託是否也有代理問題？

揚名：應該有，但這個問題應該要釐清一下，不動產信託應該和代理是不太一樣的，當信託關係之受託人屬於信託業之情況者，依據信託業法第二十四條第一項之規定，信託業之經營與管理，應由具有專門學識或經驗之人員為之。其業務之職掌範圍，信託業法第二十五條及二十六條均有所規範，當然亦不得對委託人或受益人有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為（信託業法第二十三條）。基於專案負責人之經營管理動機，進一步衍生代理問題的由來，睽諸我國相

關法律規定，亦鮮少對代理人或專案負責人之管理行為加以規範。

乃文：不動產信託有的原因就是信託公司本身無法好好管理不動產，因此常委外管理，如此就會造成一種代理之問題。

詩薇：有關信託和複代理之間的問題是否能說明

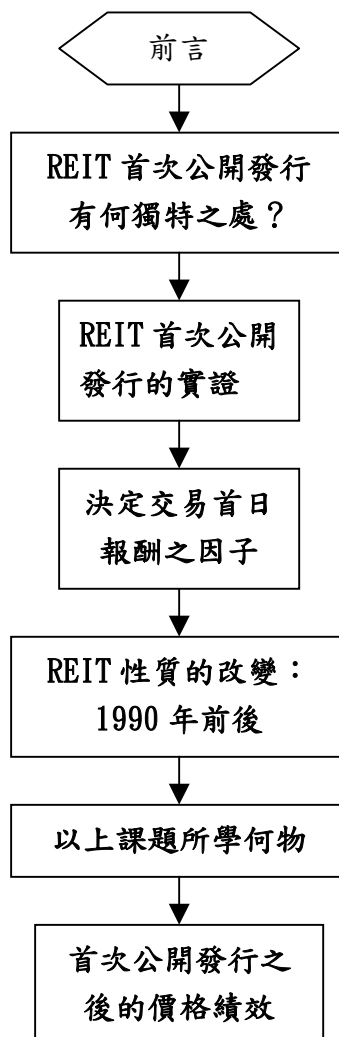
揚名：信託業賦予較為嚴謹的法律責任，但對於信託關係層面而言，卻另隱藏信託業者內部或專業委外之複代理問題。基於信託業對於不動產資產信託經營績效的不確定性，風險及專屬性投資的將會影響行為管理機制的運用，尤其在信託業與專案負責人之間，因資訊不對稱與市場不確定性影響下，而存在某種程度之利益衝突，導致為預防代理人之不可觀察行為降到最低，相關評估績效與酬賞機制的契約設計，將使代理人儘量依據主理人的意志而行事，以進一步降低利益衝突與代理問題發生。

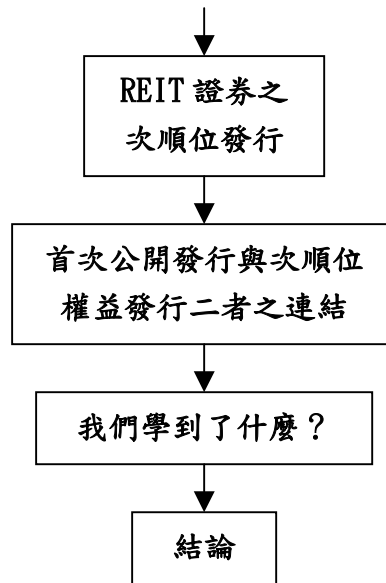
奕農：解決道德危機方面有關投資決策能否再說明

揚名：透過專業經理人或專業團隊提供更多專業資訊或依據信用評等，來提供資訊透明化，專業化的決策，避免追求個人利益而忽略股東權益。

## 第二部份—第九章 REIT 證券之發行—其與其他證券不同嗎？

### 【本章架構】





◆ 前言：

- (一) 投資人在美國普通股的首次公開發行，在 1970 至 2000 年之交易首日平均報酬率約 18%，而近來具有網絡之產業在交易首日有較高的價格—即 VA Linux 高達 697.5%。然而，若你是 REIT 首次公開發行市場的投資人，當你在收到 REIT 首次公開發行分配股利時，不要太興奮，因為在 1970 至 2000 年時交易首日股利分配的價格增加量只有 0.21%。
- (二) 財務文獻預先注意到，首次公開發行市場在交易首日的價格增加量很大但不穩定，其中不正常的高報酬佔很重要的比例，在首次公開發行之後，其可能損失超過 200 天的報酬水準。對企業的首次公開發行而言，如果檢驗出與較長持有期間有關者，交易首日的利得將會減少。不幸的是，REIT 在交易首日的並沒有享受到價格增加的利益，而當與市場中其他的股票比較時，其首次公開發行之績效是相當疲乏的。這表示說，若我們專注於長期持有期間時，REIT 首次公開發行市場中的投資人賺取的報酬較差。
- (三) 那麼為什麼 REIT 首次公開發行績效表現不佳並且與其他企業的首次公開發行不同？他們的績效表現是來自基金式的組織結構，或是根據不動產與貸款持有期間？REIT 首次公開發行的投資人與其他企業首次公開發行有可能不同嗎？換言之，本章欲探討的是 REIT 與非 REIT 的首次公開發行有何不同？
- (四) 除此之外，在第八章指出 REIT 於稅的減免方面，其應稅所得的 90% 應分配股利。由於這種高分配股利與資本密集特性，REITs 必須時常在市場

場募集更多的資金，<sup>1</sup>而他們可發行債券或權益證券。針對這個主題，第八章提的是債券，本章所提的是市場對次順位權益發行（SEO）產生的反應。

（五）依據上述，本章的架構如下：

1. 首先檢視部份 REIT 首次公開發行的特徵，相較於其他企業的首次公開發行，其可能使投資人的評價產生差異。
2. 接著，REIT 首次公開發行在交易首日與長期間的績效表現。
3. 最後，呈現出投資人對於 REIT 次順位權益發行證券的反應為何。

## 一、REIT 首次公開發行有何獨特之處？

Wang, Chan, and Gau (1992) 指出 REIT 與其他企業的首次公開發行有三點差異：第一，REITs 首次公開發行價格的不確定性高於其他企業；第二，相較一般股票市場，REIT 市場中許多投資人是資訊不足的；<sup>2</sup>第三，REITs 首次公開發行比較像共同基金型態而不像企業型態。

（一）不動產價格的不確定性：

1. Palmon and Seidler (1978)、Hite, Owers, and Rogers (1987) 認為不動產公司與其他企業均會低估自身真正價值，但前者情況較後者為多。他們也指出，由於他們相信股價並不會反映在資產上，因此一些不動產公司願意償還部分或所有的不動產價值。
2. Firstenberg, Ross, and Zisler (1988) 指出不動產市場中資訊流動複雜性，乃因拍賣市場對每個不動產提供了可分的股利。因為 REIT 投資標的價格不易求取，因此首次公開發行市場的投資人不易確定 REIT 的價格。
3. Titman and Warga (1986) 檢驗權益及抵押權型 REIT 之風險與績效，並歸結出：由於 REIT 具高度不穩定性，所以不易瞭解其績效衡量方式。
4. 從實證結果看出，平均而言 REIT 首次公開發行之價格不確定性高於其他企業。然而財務文獻卻指出，預測首次公開發行時須採取保守策略，即將價格訂低；也就是說，REIT 首次公開發行與其他企業相較，前者應賺取更高的利潤。很顯然的，財務文獻描述情況與市場上情況不同。事實上，有經驗的投資人瞭解這個奇異現象，因此會盡量避免

---

<sup>1</sup> 此指的是基金成長或是基金擴張。

<sup>2</sup> 其研究期間為 1971 至 1988 年。



在首次公開發行階段去買 REIT 股票。

## (二) REIT 首次公開發行的買方：

散戶通常被認為比法人機構更麻煩。若 REIT 首次公開發行市場為散戶所主宰，則 REIT 首次公開發行保險業者可能會向投資人出售的股份索取最高價，這樣的話將能解決積極的銷售策略。我們也可在共同基金市場發現這種策略，例如 Weiss (1989) 認為封閉型基金股份不是被投資者購買，反而這些股份是被出售給投資者的。

## (三) 類似基金的組織架構：

1. 共同基金不會過高或過低訂價，因此其首次公開發行之價格會與交易首日之股票價格相等。REITs 有類似基金的組織架構，而我們應認為其首次公開發行類似封閉型基金的股份嗎？欲回答這個問題，我們需要比較由 REIT 持有的資產類型與封閉型基金持有者。
2. REIT 較常投資於不常交易之不動產，並且其價格不確定性非常高，這是因為首次公開發行之不動產或資本市場，其價格資訊不充足。在此情況下，就沒有證據證實 REIT 首次公開發行訂價行為與共同基金股票相仿。
3. 然而，Chan, Stohs, and Wang (2001) 分析香港不動產公司及非不動產公司之首次公開發行，發現在交易首日二者皆訂低價，分別是 16% 及 19%。同樣地在英國，不動產公司訂低價程度與其他非不動產公司相仿。這兩個發現指出，REIT 首次公開發行訂價之差異與美國的公司相較，可歸因於組織結構與管理策略。

## 二、REIT 首次公開發行的實證

瞭解 REIT 與非 REIT 之首次公開發行的不同後，我們用學術角度來看 REIT 首次公開發行市場之特徵及其績效。同樣地，我們也是比較二者實證結果有何區別。

### (一) 資料蒐集：

1. 時間範圍：1970 至 2000 年。
2. 研究標的：權益型 REIT 之首次公開發行，共 261 個樣本。
3. 資料來源：NAREIT。

### (二) 首次公開發行的活動：

1. 表 9.1 比較 1970 至 2000 年間 REIT 與非 REIT 首次公開發行之數量、交易量與交易首日平均報酬。圖 9.1 與 9.2 比較每年的平均交易量與

首次公開發行之百分比。由二者可知：

- (1) REIT 變動量較非 REIT 的大。
  - (2) 1974 至 1978 年及 2000 至 2001 年，REIT 市場上沒有首次公開發行。
  - (3) REIT 首次公開發行較顯著的有四個階段，分別是 1971 至 1973 年、1985 至 1988 年、1993 至 1994 年，與 1997 至 1998 年。
2. 值得注意的是，1993 至 1994 年 REIT 首次公開發行增加如此多，財務評論指出自有資金相對減少，以及 1990 年代早期固定收益之投資增加了不動產證券之吸引力；1999 年後卻下跌劇烈，某種程度上乃因利率調漲，投資人害怕經濟不景氣，並且投資人開始轉向成長類股，如網路及科技類股。
3. (1) 實證結果指出，REIT 與其他在股票市場之公司而言，前者常使用首次公開發行。當 REIT 首次公開發行熱絡時將會增加資金。
- (2) 當 REIT 以首次公開發行增加自有資金時，發行的大小將扮演重要角色，這表示不動產是資本密集的產業。

(三) REIT 首次公開發行之訂價：

1. 訂低價並不完全適用於每個 REIT，如封閉型基金與主要有限合夥 (MLP)。(Muscarella, 1988; Michaely and Shaw, 1994)
2. 表 9.1 顯示出，REIT 與非 REIT 每年交易首日平均報酬，與 1970 至 2000 年期間的次期間，其指出 REIT 首次公開發行只在 1990 年前有輕微的過高訂價，且在 1990 年後有輕微的過低訂價。
3. 圖 9.3 顯示出 1970 至 2000 年 REIT 首次公開發行量與其交易首日平均報酬之關係。
4. 圖 9.4 比較 REIT 與非 REIT 首次公開發行交易首日平均報酬，然這二種並無明顯之型態。

### 三、決定交易首日報酬之因子

Wang, Chan, and Gau (1992) 發現 1971 至 1988 年，REIT 平均交易首日之報酬呈現負值，並且在各種 REIT 間首次公開發行的交易首日報酬有很大的差異。雖然作者發現 REIT 首次公開發行訂高價的結果對於發行價格及大小並無不同，然他們亦描述了分配方式、股票交換、保險業的聲譽、投資人多寡、資產種類與公司存續期間，以上這些是決定 REIT 首次公開發行價格的因素。

(一) 保險業者與上市之股票：

1. (1) Wang, Chan, and Gau (1992) 認為在 1971 至 1988 年間，有名的保險業者將與不常訂過高價格有關；換句話說，良好名聲的

保險業者對其保證之 REIT 首次公開發行將不會有訂過高價格之情形。

- (2) Ling and Ryngaert (1997) 認為若 REIT 首次公開發行為較無名聲之保險業者所保證者，則其交易首日報酬之變異較高。
2. (1) 以上的實證給予我們一個強烈的意涵，即某些 REIT 首次公開發行出現過高訂價，乃因市場效率不彰；換言之，若市場有效率，保險業者可能不用提供必要的監視機制來加以保障投資人瞭解其收益價格。
- (2) 然而，即使保險業者欲傾銷 REIT 首次公開發行之股票，某些人會在交易開始前就有意願去買，而誰是 REIT 首次公開發行之買者就是一個重要議題。

## (二) 法人機構投資者：

1. 表 9.2 比較法人機構投資者持有 REIT 與非 REIT 的首次公開發行之股份，而我們可以看到其明顯的增加是以 1990 年為分界。在 1990 年法人機構投資者其首次公開發行後第一季普通股約持有 7%，而首次公開發行後第二季末則約 9%。但在 1990 至 1999 年這段期間，法人機構再第一季平均持有約 39%，在第二季約 47%。
2. (1) Wang, Chan, and Gau (1992) 指出 REIT 的首次公開發行法人機構持有較多者較不會有過高訂價問題，並認為是因為法人機構投資不會超額支付報酬。Ling and Ryngaert (1997)
- (2) Ling and Ryngaert (1997) 更進一步指出 1991 至 1994 年間若 30% 首次公開發行股份由法人機構投資者持有，則有過低訂價情況出現。

## (三) 分配方式：

表 9.3 顯示 1970 至 2000 年 REIT 的首次公開發行最佳績效者約佔 14.5%，其亦指出首次公開發行表示最高的過高訂價者，意為交易首日首次公開發行最佳績效之報酬約 -10.84%，而其他公司的則為 1.81%。

## (四) 評價之不確定性：

1. 表 9.4 呈現 REIT 首次公開發行之交易首日報酬與法人機構平均持有股份，並以資產類型分類。在 1970 至 2000 年間，權益型 REIT 將價格調低 1.2%，抵押權型為將價格調高 -0.78%，混合型為 -6.72%。<sup>3</sup> 有趣的是，雖然法人機構在最近幾年在抵押權型之持有股份增加快速，

---

<sup>3</sup> 混合型因樣本數過少（8 個），因此後面將不會著重在此類型。

但其持有權益型仍較抵押權型的為多。

2. Wang, Chan, and Gau (1992) 檢試 REIT 首次公開發行之訂價，在 1971 至 1988 年間 70 個參與的首次公開發行中，僅 36 個將持有股份列入公開說明書中，而其發現未說明詳細的 REIT 首次公開發行，平均而言較有詳細說明的價格來的高；這項證明也指出 REIT 價格的不確定性可能會導致首次公開發行將價格調高。

#### (五) 基金存續期間：

1. 財務文獻告訴我們，封閉型共同基金的股票價格可能會比自有基金之股票價格低，這是因為當他們認為應該出賣共同基金股票，投資人憂慮他們不能自由出售。因此，對共同基金決策沒有控制力的投資人，將會低估基金價格。
2. 有存續期間的 REITs<sup>4</sup> 用來保障其股份最後將以接近資產價格之金額償付。若投資人憂慮類似基金架構的 REITs 可能會將成本加諸於股東時，則他們應不大會擔心有存續期間者，這是因為其將在特殊時間及地點出售全部的不動產。
3. 表 9.5 呈現的是在 1970 至 2000 年 41 個有存續期間 REITs，其交易首日報酬率為 -9.03%。這個實證似乎指出 REIT 首次公開發行之訂價行為不能以類似基金型態的架構來解釋。在這個表中，有許多法人機構參與 REITs，其中以永續經營的 REITs 為多；但在 REIT 股票市場主要參與者中卻缺少了注意，可能因為有存續期間 REIT 首次公開發行將價格調高佔極大多數之故。

## 四、REIT 性質的改變：1990 年前後

表 9.1 清楚表示，1992 年後 REIT 證券發行劇增，而這種爆炸性的成長可能與 1990 年後 REIT 組織與所有權架構的改變有關。這些因素使得 REIT 首次公開發行必須訂定較低價格，以保護散戶繼續參與 REIT 首次公開發行的投資。

#### (一) 組織結構的改變：

1. 早期大多數的 REITs 啟用顧問公司以決定其管理與投資決策；然而在 1990 年後，REITs 逐漸成為追求策略上及長期利益的營運公司，其中的 UPREIT，其結構即整合投資合夥與 REIT 所有權 Ling and Ryngaert (1997) 認為，與 1990 年 REITs 相較，此種結構性改變對不動產公司價格會產生事前的不確定性。
2. 因為 1990 年後 REIT 類似營運公司，因此其訂價策略應與其他非 REIT

---

<sup>4</sup> 其功能乃在未來某一時點用來償付股份者。

公司的相仿。

(二) REIT 股票之所有權：

1. REIT 股票之所有權會隨著時間經過而變化，如許多法人機構投資者於 1990 年後持有 REIT 股票多於 1990 年前。<sup>5</sup>在此可合理地推論：1990 年後訂低價的原因，乃因法人機構投資者的增加。
2. 然而，我們再度懷疑 REIT 首次公開發行市場法人機構的增加真的能解決市場問題。在 1990 年代，購買 REIT 首次公開發行股票之投資人較其他企業的為多；但在此階段，REIT 首次公開發行首日報酬為 2.36%，仍較其他企業的 (23.80%) 為低。因此，法人機構投資者的增加並非 REIT 與非 REIT 首次公開發行產生差異之原因。

### 五、以上課題所學何物

- (一) Wang, Chan, and Gau (1992) 認為 1970 至 1989 年 REIT 首次公開發行市場表現不佳，乃因市場效率不佳，以及其多出售給資訊不充分且不瞭解其股票價格的投資人。
- (二) REIT 首次公開發行市場在 1989 與 1990 年停滯，此時沒有任何的 REIT 首次公開發行出現。2 年的停滯期過後，開始出現新種類的 REIT，而其帶給 REIT 首次公開發行市場爆炸性的成長，並使法人機構投資者大量進駐。Martin (1997) 提到在這段期間許多退休金發起人也加入 REIT 股票成為其投資組合，而投資人支付 20% 至 40% 之 REIT 標的價格以參與之。
- (三) 當許多參與者相信新型 REIT 就能夠解決不動產公司面對的問題時，事實上並非如此，自 1999 年後 REIT 首次公開發行便又出現減緩現象。歸咎結果，乃因組織結構的改變及法人機構投資者之參與並不能解決問題。
- (四) 我們相信，隨著法人機構投資 REIT 者增加，取得資料會越來越容易，並可能協助減緩 REITs 與其投資人之間資訊不對稱關係。此外，若讀者在 REIT 首次公開發行不能夠獲得與其他企業一樣的報酬時，那麼你應該就去買在股票市場上有列名的 REIT 股票。

### 六、首次公開發行之後的價格表現

- (一) Wang, Chan, and Gau (1992) 認為 REIT 首次公開發行之股票表現，在第 2 至第 190 天時與非 REIT 公司相當，但 REIT 股票在第 190 天後表現開始下滑。然而 Ling and Ryngaert (1997) 卻發現，1991 至 1994 年

---

<sup>5</sup> 詳細內容請參閱第六章—法人機構投資者的影響。

REIT 首次公開發行在前 100 個交易日並沒有表現不佳。

- (二) 圖 9.5 描繪出 261 個 REIT 首次公開發行於前 200 天的報酬表現。由圖可看出 261 個 REIT 首次公開發行並沒有表現突出，其報酬率只有約 3%；然而，若投資人以相同金額投資於市場指數<sup>6</sup>，他們將能夠收到約 17% 的報酬率。由此可知，投資 REIT 首次公開發行並非是個好主意。
- (三) 然而 Shelor and Anderson (1998) 發現，當在首次公開發行後檢驗 REIT 營運績效的改變，REIT 首次公開發行則是個好投資工具，並認為 REIT 首次公開發行後，資產價格會增加。<sup>7</sup>

## 七、REIT 證券之普通股再次發行

本章前面說過，由於高股利分配與不動產資本密集特性，故 REIT 必須從事資本增加的活動。REIT 因公開化且其利益自資本市場取得，因此定期地必須支付額外的資本。承襲前章探討 REIT 發行其負債，以下將探討 REIT 的普通股再次發行。

### (一) 普通股再次發行之活動：

1. 表 9.6 與圖 9.6 顯示 1982 至 2000 年之普通股發行與 REIT 債務證券。與 REIT 首次公開發行一樣，普通股再次發行在 1990 年後激增，然而 REIT 首次公開發行在 1994 年劇減時，普通股發行卻是增加 REIT 基金；其於 1994 年的 99 個發行量，到 1998 年到達頂峰的 457 個。

昀叡：這邊內文有誤！發行量是 99 而非 97（可見旁邊的表）。

2. 由圖 9.6 可看出，REIT 負債發行量在 1995 至 1999 年巨幅增加，Donohue (1999) 描述 1995 至 1997 年間，有強烈績效的 REITs 取得良好信用評等並因此進入公債市場。
3. 在研究 REIT 財務方面，Hsieh, Poon, and Wei (2000) 時間鎖定於 1965 年至 2000 年，比較 REITs 與其他企業的財務型態，發現 REITs 欲增加資本時，常常會用短期負債與普通股，而非長期負債及可轉換負債。此外當與需繳稅之公司比較時，REITs 對資金需求較少使用負債融資；也就是說，他們發現 REITs 相較其他企業，常使用普通股進行融資。
4. 比較表 9.1 及 9.6，REITs 在 1994 年後較依賴普通股再次發行市場，以滿足其資本需求。另外，在 1999 年首次公開發行是寒冷的，但普通股再次發行卻是熱絡的。
5. 投資者在他們願意加入市場前，可能需要的是更多 REIT 首次公開發

<sup>6</sup> 其包括了 NYSE、Amex 及 Nasdaq 等所有進行交易的股票。

<sup>7</sup> 不同於其他學者，作者二人則是以 ROA 與財務績效的觀點來看。

行的資訊。

## (二) REIT 普通股再次發行之表現：

檢試 REITs 普通股再次發行之研究，認為投資人對其回應是負面的。然雖權益發行之公布似乎在市場有著負面的資訊，但 REITs 股價下跌量卻是比其他企業的要小，這可能是因為 REITs 必須常常為資金而接觸市場，因此使其證券發行量較其他企業的可預測。

## (三) 哪一種 REIT 適用普通股再次發行？

1. Ghosh et al. (1999) 發現當標的收益較大且被大規模或管理機制良好 REITs 所提出者，投資人會對 REITs 普通股再次發行有負面的反應。然而這種負面的反應，是為了普通股再次發行緩和和使用有聲譽保險業者的 REITs。其中，REITs 結構與其標的類型對普通股再次發行似乎沒有價格上的影響，Ghosh, Nag, and Sirmans (2000) 亦認為若 REITs 有高度法人機構所有者或為聲譽較低的保險業者所保證者，REITs 普通股再次發行將會訂定低價。
2. 此外，Hsieh, Poon, and Wei (2000) 提出，REITs 越高股價優先於普通股再次發行之公告時，投資者對該公告的反應將覺得越適合他們；可理解的是，投資人傾向推測經理人相信 REITs 股票是過高訂價，並且他們欲利用這個情況分配股票。Ghosh, Nag, and Sirmans (1997) 也分析普通股再次發行前後之 REITs 股票市場價格表現，其發現有收益的 REITs 表現勝過其他的 REITs；可理解的是，REITs 經理人可能會為其股票收益選擇時機，而這與 REITs 的良好表現及成長前景相一致。
3. 一旦投資人知道 REIT 管理產生新自有資金以進入熱絡的市場情況，<sup>8</sup> 則投資人將藉由減少股票價格以重新評估 REIT 現有價格。然而，這必須仰賴資訊流通機制建立，否則就得依據其他保險業者提供保障。

## 八、首次公開發行與普通股再次發行二者之連結

(一) 最近的研究如 Ghosh, Nag, and Sirmans (2000) 實證 1992 至 1996 年首次公開發行與普通股再次發行之關係，而發現以下幾點：

1. 訂價低於首次公開發行的 REITs，出售單季的權益較快。
2. 訂價低於首次公開發行的 REITs，由於首次公開發行與普通股再次發行的組合，而會造成資本的增加。
3. 訂價低於首次公開發行的 REITs，會與訂價低於普通股再次發行相

---

<sup>8</sup> 係指市場對 REIT 未來充滿高度期待之情況。

同。

4. 訂價低於首次公開發行並不會減少最初次順位權益發行價格的損失。

換句話說，實證結果指出訂價低於首次公開發行的 REITs，可能會立刻回歸市場面，將反映於市場之適當資訊進行估價。

- (二) 1. REITs 經理人對於權益證券之訂價策略可能會縝密地思考。除非投資人有其他理由，不然當發行新權益證券時，都會傾向降低 REIT 股票價格。
2. 在首次公開發行階段將 REIT 股票訂低價對投資人是好事，並對 REIT 股票會更有信心。若這個經驗能夠應用在 REIT 次順位權益發行，則 REIT 首次公開發行階段將會有更多投入，並減少普通股再次發行階段的損失。
3. 實證成果指出，應需同時考量二者，才能夠使發行證券利潤極大。

## 九、我們學到了什麼？

- 1990 年之前，若你投資 REIT 首次公開發行，你可能看到的是交易首日的價格滑落至 3.1%。
- 然而，1990 年之後的 REIT 首次公開發行與 1990 年之前的不同。我們看到的是在交易首日，價格小幅上漲了 2.4%。
- 若我們考慮 1970 至 2000 年間全部的 REIT 首次公開發行，交易首日之價格上漲只有 0.2%，然而在同樣的期間，其他產業的首次公開發行卻有 18.5%。
- 雖然在 1990 至 2000 年 REIT 首次公開發行之平均報酬率轉為正值，但交易首日的報酬，仍遠低於其他產業的首次公開發行。從這個觀點判斷，並非是 REIT 組織結構改變，也非更多的法人機構投資者存在於 REIT 市場等二者協助增加 REIT 首次公開發行之績效。
- 誰買賣 REIT 首次公開發行，對其績效是重要的。REIT 首次公開發行伴隨著更多的法人投資者，以及由高聲譽的投資銀行提供保障，較為其他 REIT 首次公開發行表現的好。
- 雖然在 1993 年之後只有少數的發行量，投資人仍應嘗試避免由有期限的 REIT 或表現最好契約的 REIT 首次公開發行。
- 經驗告訴我們，REIT 首次公開發行達到高峰，是在法律的改變影響了 REIT 組織結構時。在這個情況下，顯示出下一個 REIT 首次公開發行的高潮將可能是在 2001 年 REIT 現代化活動產生影響之後，而是在 2003 年左右。
- 投資人對於 REIT 普通股再次發行會做出不好的反應；實證指出，REIT 經理



人能夠發展出一套 REIT 首次公開發行之訂價策略，而這將與規劃中的普通股再次發行有關，以減少自有資金成本的增加。

## 十、結論

- (一) REIT 股票市場中法人機構投資者的增加並運用良好生產技術時，在 1990 年後產生出更多的資料，以及關於不動產業高品質的研究。這些改變<sup>9</sup>將有助減緩 REIT 價格的資訊不確定。
- (二) 此外，新型 REIT 越來越像營運的企業，因此類似基金的組織結構的舊式 REIT 將會式微。隨著這些改變，不久的將來我們相信 REIT 首次公開發行的投資，將與投資於「首次公開發行」這種產業劃上等號。然而在此出現之前，我們認為投資人會嘗試不在首次公開發行市場上購買 REIT 股票。
- (三) 1. 我們瞭解到香港不動產首次公開發行之價格績效，與非不動產業的首次公開發行相仿，而這有三個原因：
  - (1) 香港的輿論對於不動產業較非不動產業為注意。
  - (2) 香港投資人投資不動產業者為多數。
  - (3) 香港不動產業本質偏向公司型態。
- 2. 我們相信，一旦 REITs 開始呈現出與香港不動產業相同特徵時，REIT 與非 REIT 的首次公開發行在報酬上的差異將會消弭。

### 【討論】

叻叻：閱讀這一章的心得，我有 4 個想法：

1. **資訊揭露的建立**—其實這也是平常上課常討論到的議題。我國不動產交易行為偏差，乃因其交易平台建構不周。由於不動產證券化乃由不動產與有價證券所組成，因此雙方單邊的影響均會影響不動產證券；我國有價證券市場之交易上，有公開的市場（上市上櫃）供投資人觀察，因此在交易平台上公開透明之資訊；反觀不動產市場，交易仍多靠私下進行，雖然仲介制度已建立，並且其多有架設網站為交易平台，使交易標的資訊公開流通，但仲介公司仍然是各玩各的，每家仲介仍是掌握自己手中的資訊而沒有互通有無，使消費者欲瞭解交易資訊仍須比較蒐集各家仲介資訊。因此，欲使不動產交易流通，根本做法乃將各仲介資訊整合，建立不動產交易平台，並配合有價證券交易平台以整合之，如此資訊應能適當揭露。
2. **他山之石，可否攻錯**—我國不動產證券化條例雖然是參考美國與日本相

---

<sup>9</sup> 如投資人擁有更多資訊、更多市場資訊公開、更高流動性等。

關規定而成為我國的母法，但這是否能適合我們台灣環境呢？但問題尚未產生，所以還不知道是否適用。就如同老師書上所提台灣之前類似之案例，由於有先前產權糾紛經驗，才採用 SPT 架構；但現在的法令架構是否就不會有其他衍生性問題呢？由於目前才剛開始不久，靜觀其變吧！

3. REITs 欲成功之要件—這個是最近看商業周刊所配合得到的心得：我國採 SPT，但若能對該信託公司此相關機構採適宜的管理，即能達到 REITs 利益極大。由個體角度來看，欲使利潤極大，組織需要降低成本，產品則需提升品質以迎合消費者；再由較廣的角度來看，組織核心價值對於 REITs 之營運有著決定性之影響，其若能夠配合消費者需求，創造出符合市場上的產品。接著，符合消費者需求只是能夠賺取一般利潤，若要更擴大市場範圍者，則需進行差異化；由於不同投資商品皆有不同投資參與者，能夠創造出符合市場需求的差異化產品如老人住宅證券化等其他非屬現在的商業不動產之標的，便能夠創造出其競爭力，並提升其競爭優勢。

#### 4. 新估價方式之引進—

- (1) 理論價格與成交價格：現金流量的計算是否精準，影響到理論價格，而一般成交價格乃由市場上供需加以決定；因此這兩種理念上不盡相同的「價格」是否能夠相同，則必須仰賴估價師、會計師……等相關業者之努力。
- (2) 不動產使用型態變動與估價：在我國不動產估價技術規則後半部提的是估價各論，然而規定部份卻寫的不清不楚，真正在適用上頗有難處；況且在此日新月異的工商業社會，不動產使用類型各有差異，且不動產使用型態變化迅速，估價方法能否跟上時代潮流，使用更先進的估價方法，是值得注意的。

林老師：SEO 的意思？

張老師：IPO 是首次發行，SEO 則是再次發行，而 SEO 的涵義是類似增資。

奕農：內文中講到的其他產業報酬率有 18.5%，這似乎不合理，因為我國漲跌幅度才 7% 而已。

張老師：國外沒有漲跌幅度的限制，這篇是講國外的情況。

林老師：目前 REITs 可以提出 SEO 嗎？

張老師：目前規定為封閉型基金，所以不能採取增資擴大規模，我們在修訂法條時就在討論要不要把這一塊拿掉。

張老師：由於資訊揭露問題，IPO 相對重要；這是因為第一天投資人還在觀望的階段，有適當的時機才會進場投資。

林老師：訂價問題對有價證券是很重要的，尤其是溢價與折價的問題。

張老師：課文最後一天的報告者翊瑋，將富邦一號第一天到最後一天的表現做個作業 perform 給大家看。