

不動產證券化專題研討第九次上課紀錄

時間：民國九十四年四月十五日(早上 9:00~12:00)

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

報告人：林秋瑾、李芳怡

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

第一部分 1991-2004 國內文獻回顧

不動產證券化商品之於國外發展已有相當之時日，其中不動產投資信託基金（Real Estate Investment Trust, REITs）以美國之發展最為久遠及制度最為完善，其市場發展已具一定規模。國內於民國 80 年代初期因房地產市場價格崩落後，不動產證券化議題即為政府及市場參與者所期許，今國內有關資產證券化相關條例，如「金融資產證券化」及「不動產證券化條例」相繼公告實施，今此議題更成為金融市場及不動產業者所關注，相關研究論文亦多有發表，僅以專家學者，依政策、法律、金融、課稅及不動產投資開發等研究，所擬關於「不動產證券化」的有關國內相關文獻中，做部分介紹。

1. 2005 張金鶚、白金安，「不動產證券化—理論與實務」，證基會

本書首先介紹不動產證券化的基本理念，再分析美國、日本的發展狀況，由其制度面及產業面的實施經驗作為我國的參考借鏡。並探討國內過去類似案例以及國內最先施行之不動產證券化之模式—都市更新投資信託。接著針對不動產投資信託及資產信託的運作模式，就其組織型態、相關法令規定、運作架構等一一探討。最後則針對現有案例及未來發展展望加以剖析。

2. 2005 卓文穎，「不動產證券化集資可行性研究-以高雄輕軌燕巢大學城線 BOT 案為例」，高苑技術學院經營管理研究所碩士論文

本研究除針對「民間參與建設 BOT 開發模式」、「土地開發」及國內外之「不動產證券化制度」進行文獻探討及研究外，亦探討國內以「BOT-土地開發-不動產證券化」其結合方式之可行性研究。由於從事 BOT 公共建設財務規劃對 BOT 將來之營運具有深遠影響，因此本文針對燕巢線輕軌捷運 BOT 之財務可行性及附屬事業（土地）開發（本研究稱附屬事業乃指民間機構依促參法規定取得之土地，辦理公共建設本業以外之開發經營事業）與採行不動產證券化集資（發行受益證券）之可行性作為基礎，研究輕軌捷運系統或公共建設其投資及資金取得能否採行不動產證券化發行受益證券之方式獲取所需資金，進而提出具體的建議，以協助將來 BOT 開發模式或不動產開發的多元化籌資管道及投資方式的應用。

3. 2004 謝文倩，「不動產證券化之研究」，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文

本文以外國現行之不動產證券化制度為研究範疇，以作為我國實行不動產證券化之參考與比較。除了對美日制度學者所提過之論述加以說明外，則對甫通過之不動產證券化條例本身及相關子法做較多之研討與評論。同時亦著重本條例對法律、財經、社會、文化及政府的影響。

4. 2004 劉永康，「不動產證券化條例對營建業股價之影響」，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文

本文以事件研究法探討不動產證券化條例立法之「事件」是否引起上市公司營建業股價之異常變動，並建立迴歸模型以分析股價異常變動與企業財務特性之關聯性。實證結果如下：一、市場普遍認為，不動產證券化條例確實有助於改善營建業之經營環境，股票市場也反映此項利多消息，所以在法案立法時，營建業股價有顯著的累積異常報酬。二、持有非營業用不動產愈多、股票市值佔帳面值比率愈低、負債比率愈低、資產總額愈小之上市營建業，有愈大的累積異常報酬。

5. 2004 黃守良，「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論文

不動產證券化在國外實行經驗及成效良好，實為提供國內未來發展不動產證券化市場之典範，而成功的金融商品市場建立，首重交易市場流動性，亦即如何讓投資人可快速進出市場且不需負擔過重之成本，為未來市場發展之重要關鍵。本文認為除了完整的法規制度外，初期發展可從幾個面向著手：一、在不動產證券化受益證券方面：包括發行高品質的受益證券、具良好的信用評等制度及具一定發行規模；二、在資訊揭露方面：包括強化資訊的揭露與編制具公信力之不動產證券化商品之綜合指數；三、在擴大市場參與者方面：鼓勵上市上櫃掛牌交易、建立貴賓理財客戶之行銷通路及造市者的積極參與；四、在宣導方面：政府與民間業者的積極宣導。以國內過去對於各項金融商品發展的成效，未來不動產證券化商品的發展應是指日可待，惟如何兼顧業者與投資人的權益應是未來推動不動產證券化市場所應重視的。

6. 2004 蘇真弘，「運用投資信託方式推行都市更新之研究」，實踐大學企業管理研究所碩士論文

本文針對不動產投資信託之演變，探討我國不動產投資信託制度。其次，再從實務上分析國內都市更新工作之發展，進而將不動產投資信託及都市更新工作結合做全面性的分析，以了解現行都市更新投資信託制度運作遭遇的限制與困難。

7. **2004 陳瑞慧，「台灣地區不動產證券化之研究」，銘傳大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文**
本文在探討台灣金融發展與不動產證券化，研究台灣不動產證券化之發展及探求台灣不動產證券化問題與對策。結論為：一、不動產證券化可降低投資不動產之門檻以增加需求；二、增加國外機構對國內不動產之投資；三、增加籌資管道並降低籌資成本；四、受託機構與投資人可享稅賦優惠；五、改善財政收支與提升生活品質；六、不動產證券化與金融重建基金皆為政府金融改革之重點。
8. **2004 林志雄，「台灣不動產證券化之發展與影響研究」，東吳大學國際貿易研究所碩士論文**
了解美國、日本等國家發展不動產證券化的過程、相關機制與目前現況；分析我國不動產證券化之背景、現況與推動架構、不動產證券化之相關機制；以及探討國內不動產證券化施行問題，並探討對不動產業、投資人、社會及經濟層面之影響。
9. **2004 呂科翰，「我國不動產證券化制度與會計之探討」，中國文化大學會計研究所碩士論文**
本文探討不動產證券化的真正意義並分析其優缺點，並介紹不動產證券化的起源與發展概況。先從發源地美國介紹起，接著再介紹與我國不動產市場相似度較高的日本，解析日本的不動產證券化制度與發展情況。最後對我國通過之不動產證券化條例做一介紹並分析此條例，指出目前制度尚可改進與討論之處
10. **2004 吳明哲，「不動產證券化市場潛在投資需求因素之研究」，國立中興大學應用經濟學研究所博士論文**
本文以潛在投資需求因素為主，同時考量總體因素，應用 Ibbotson, Diermeier and Siegel 於 1984 年所發表之資本市場新均衡理論(New Equilibrium Theory, NET)做為建立不動產證券化市場潛在投資需求因素之理論基礎，並分別由專家學者、業界及政府官員等三個層面，透過模糊分析階層程序法之評估分析，來建構投資者之投資決策模式及投資標的物排序，並進行敏感度分析以模擬各投資標的物排序之變化是否穩定，另利用複迴歸模式來求出影響不動產證券化潛在投資需求之顯著變數，提供不動產商品設計包裝、推出時機之參考準則，來滿足投資者之需求，並提供政府政策參考與未來法令修正之依據，以及一般投資大眾未來投資之參考，以活絡不動產市場及資本市場，帶動經濟成長。

11. 2004 方安遠，「不動產證券化條例之法評析」，東吳大學法律學研究所碩士論文

本文以信託法為中心，就我國信託制度作一完整的說明，包括信託的意義、類型、當事人權利義務，以及信託制度的核心—信託財產，以了解不動產證券化採用信託制度的優點。此外，不動產證券化條例因具有營業信託與集團信託的特性，故非完全適用以民事信託為主要規範對象的信託法，而須予以修正或加強的規定，亦加以說明。又就總則的規定作一簡要說明，其次以不動產證券化條例所建立的兩大模式—不動產投資信託與不動產資產信託為主軸，依序介紹此二者之運作流程，包括基金之募集、信託財產的運用與管理、不動產估價、稅負優惠、受益證券、受益人會議與信託監察人等相關規定。最後，則就行政監督與相關配套措施，諸如不動產信託登記、信用評等與信用增強、資訊公開的意義與相關規定予以闡述。最後，探討不動產證券化條例本身制度設計與規定的不足或缺失，以及相關配套措施的問題，提出評析並尋求解決之道。

12. 2003 藍惠萍，「不動產證券化代理人一般化模型」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文

以不動產證券化形式進行不動產開發時，受益證券投資人與證券化發起人產生了代理關係，黃嘉興與姜堯民（2002）利用 Heaton（2002）經理人過度樂觀模型以及 Cox, Ross, and Rubinstein（1979）二項式模型以進行不動產證券化代理人問題研究，本研究針對其所提出之模型，將其對不動產證券化代理人模型作一般化的模式，使模型延伸至多期，探討由建設公司、銀行和不動產投資專業銀行擔任發起人，利用不動產證券化進行不動產開發時，建設公司、銀行和不動產投資專業銀行之經理人，分別對自有資金、債券和權益型受益證券三種資金來源的發行時機及資金成本作比較。並探討關於期初時，建設公司、銀行和不動產投資專業銀行之經理人，在公司面臨投資案問題時，對正淨現值投資案與負淨現值投資案之接受或拒絕情形作探討。如果不動產證券化條例能夠允許建設公司、銀行以及不動產專業銀行以不動產證券化方式進行不動產開發，由文中的探討可知三者從事錯誤投資案機會不相同，以不動產專業銀行誤判淨現值機會最小，對不動產證券化投資人最有利；建設公司誤判淨現值的機會其次；一般銀行因有雙重代理問題，誤判淨現值的機會最大，對不動產證券化投資人最為不利。

13. 2003 賴忠明，「我國不動產證券化條例(草案)中受託機構之研究」，逢甲大學土地管理所碩士論文

本研究針對我國即將出爐的「不動產證券化條例」(草案)將來施行可能面臨的問題，提出下列修正建議：一、條例(草案)僅採信託型之制度，太過保守。二、條例(草案)限定金融機構之信託部始能為受託機構，太過狹隘。三、條例(草案)中受託機構與不動產開發或管理機構之法律地位，顯失平

等；且受託機構終止與不動產開發或管理機構之委任契約後，不應剝奪其全部救濟管道。四、不應由受託機構選任信託監察人。五、條例(草案)對受託機構之規範過多，影響參與意願；應增加吸引大眾投資及受託機構參與之誘因。

14. 2003 華應榮，「台灣不動產證券化探討」，大葉大學事業經營研究所

本研究以專家者及一般投資大眾角度，利用德菲法的專家訪談結果，其對於未來商品的因素多數一致性趨於市場資訊性、流通性及優惠性，再透過一班投資者的問卷調查，利用交叉分析及 Logit 模型分析，其對於購買意願和證券化商品因素及總體因素有顯著性，而購買不動產受益證券型態，則比較趨於投資信託型。

15. 2003 陳亭蘭，「不動產證券化法制之研究--兼評不動產證券化條例草案」，國立中正大學法律學研究所碩士論文

本文就現存之不動產證券化條例草案之架構為基礎，探討在此草案設計下如何與其他相關法令配合，或與其他法令之齟齬所可能產生之問題，以及草案施行後可能產生之弊端與爭議，並尋求其解決之道，最重要者即建構一完整之不動產證券化法制之體系，以落實草案之立法目的。此外，不動產證券化所帶動之產業，亦應有法制之完善規範，例如不動產估價師法之通過，乃使不動產證券化之運作機制更為健全，此亦應予以說明，最後，不動產證券化實際運用之例子及相關法制，亦在本文論述範圍。

16. 2003 陳百庭，「我國工業不動產證券化之研究」，國立政治大學地政研究所碩士論文

本研究以我國不動證券化制度為基礎，經由相關文獻回顧歸納整理、指標評點分析法、現金流量分析法及不動產證券化證券設計分析方法，從我國工業不動產證券化投資組合選取、證券化前後現金流量及證券設計模擬分析等面向，進行深入探討，經實證結果顯示，透過不動產證券化之財務工具運用，確實能夠改善投資組合財務結構，並達到提升政府資金運用效率，擴大優惠出租方案規模，以減輕政府財政負擔等目標。

17. 2003 張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧，「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」

本文藉由美國不動產證券化發展經驗曾面臨的重要問題，探討未來台灣不動產證券化制度可能遭遇之課題，如：受益權分散規定、代理問題、資訊管理及評價問題等。各課題之建議為：受益權分散規定方面，應衡量國內市場狀況，考慮是否降低門檻標準，並建議將不同類型之證券化商品給予不同的規範。代理問題方面，建議應引進國內外專業人才，並鼓勵進行不動產證券化各類相關研究，建立具公信力的不動產資訊及指標，以減少代理問題的產生。資訊管理方面，建議應盡速成立「不動產證券化公開資訊觀測站」以提供投資人、相關機構及單位具公信力的不動產證券化的相關資訊，並降低資

訊不對稱所造成之交易風險及減少証券化信用保證之成本支出。評價問題方面，未來國內應對於本土化資料，如資金成本估計、報酬率、折現率等建立專門評估制度與資料庫，而相關單位也應對不動產証券化評價規範及會計制度，做更深入研究。

18. 2003 翁偉翔，「不動產証券化可行性之研究」，國立政治大學地政研究所碩士論文

本研究先從需求面投資者的角度切入，透過問卷調查資料，運用 Logit 模型探討証券化可行性因素對於投資者購買不動產受益証券的影響。實證結果發現，一般投資者認為受益証券的市場流通性、分散風險的重要性愈高，以及預期報酬率愈高，其購買不動產受益証券的可能性愈高；在總體因素方面，對於未來証券市場情況愈樂觀，以及房地產市場情況愈樂觀，其購買受益証券的機率將愈高；法人投資者則認為分散風險的重要性愈高，以及該法人機構主要投資工具的種類愈多，其購買不動產受益証券的機率愈大。以供給面不動產持有者財務上的可行性而言，其財務目標在追求自身的 ROE 極大化，因此不動產持有者將視各項風險來源對於投資報酬的影響，決定是否運用証券化投資方式。模擬分析結果發現，除了不動產持有者本身的財務結構限制與不動產經營能力之外，在個別考量委託成本風險與開發風險的情況下，其對於不動產持有者 ROE 的影響較小，但營運風險相較於其他風險來源，對於不動產持有者 ROE 的影響較大；綜合各項風險來源同時納入考量時，發現不動產持有者自有資金比例愈低，其運用証券化方式的 ROE 較高，但變動的幅度也較大。此一實證與模擬分析結果，對於未來國內不動產証券化實際運作，可提供政府、業者及一般投資大眾作為決策參考。

19. 2003 李日寶，「國內証券化市場之發運作方式及相關分析」，證券暨期貨月刊第廿一卷第十期

本篇研究首先為証券化之起源及其定義做說明，並以証券化發展最成功的美國市場為例，分別就資產証券化兩大主軸，”金融資產証券化”與”不動產証券化”做探討。文中對金融資產証券化之成功因素歸類為三大點：（一）設立達成破產隔離之機制；（二）設計不同型式之信用增強機制；（三）服務機構對標的資產管理信賴度。同時指出（一）主辦機構設計受益証券時，其考量之共同因素應包括資產的分析、現金流量的分析、資產結構分析及法律分析等項目；（二）信用評等機構評等時，著重於關注受益証券之未來本利能否依契約償付，而非發行人之個別信用。

20. 2003 王文宇，「不動產証券化條例評析與前瞻」，不動產証券化學術研討會

本研究分別從不動產信託之組織架構、信託財產登記問題、受益憑證之概念與適用範圍、信託財產之歸屬與發行機構之問題、受託機構之資格與專業性，不動產管理機構與關係人交易之規範與政府角色之商榷予以評論。並指

出：（一）組織架構之選擇：相較於美日等國組織型態的多元選擇，我國目前制定的架構，僅承認信託型之不動產證券化機制，實有失彈性。（二）信託財產登記問題：有關信託登記申請人，信託登記，變更登記等規定及其成本，仍不利不動產信託制度在國內推行，建議日後修法時一併檢討。（三）受益憑證之適用範圍：建議其有價證券之判斷，應考量法律關係之「經濟實質」而非「外觀形式」。明確允許符合特條件之受益證券為證券交易法規範之有價證券，同時避免僅僅因為出現受益證書或憑證等，均一律納入證券交易法規範，造成業者困擾。（四）受託機構之資格與專業性：依條例限定信託業法所稱之信託業方能受託機構，目前國內信託業均為銀行兼營不具專業經營能力，仍需仰賴不動產專業機構合作。造成「作莊」者「有責無權」，而具不動產開發專業之不動產業者，僅具類似「靠行」的地位，「有權無責」。極易造成利益衝突之情形。（五）政府角色之商榷：由財政部擔任主管機關專業性不足亦有失牽強，使得主管機關及信託業者於業務之推動採較消極態度，不利立法之旨意。（六）建議建構不動產專業機構法制：專業受理不動產信託業者因資本額、人員資格等門檻限制不易進入。最後受託機構仍以銀行為主。有鑑於此，政府宜建構不動產信託業之法制，且法制須符合「治理架構」和「權責相符」之要求，才能有效運作。

21. 2002 謝哲勝、李福隆，「台灣推動不動產證券化的相關配套措施」，台灣金融財務季刊第三輯第二期

本研究時點為 91 年 6 月，當時不動產證券化條例尚未立法完成，其草案剛由行政院正式審議通過，研究報告指出，未來我國推行不動產證券化，可能面臨的問題與建議，主要有六大項：(1)不動產登記繁複，形成不動產無法迅速流通之問題：建議免除不動產證券化之受益證券須辦理登記程序之要求，且明訂得上市與上櫃買賣。(2)非專業投資人介入經營，造成交易成本提高及無效率之問題：建議可採用信託法制，將不動產之所有權與經營權分開，才能使經營權集中。即投資人持有不動產證券化之受益憑證僅為信託期間財產權利之受益人，而不介入經營，如此即可解決經營權集中之問題。(3)不動產經營者之其他事業虧損或其債權人查封受益資產，影響投資人的投資權益之問題：明訂受益資產為信託財產具有法律地位之獨立性且受託人須辦理信託公示。排除受益資產因與經營者之財產混合管理所造成其債權人查封受益財產之風險。(4)經營者與投資人間移轉受益資產時，因重複課稅而增加經營成本之問題：明訂不動產運作架構為信託導管理論，使委託人與受託人間之資產移轉非屬買賣交易之實質移轉。因此於土地稅法中明訂不動產由委託人移轉至受託人或由受託移轉至委託人時，不課徵土地增值稅及契稅；於所得稅法中明訂信託財產獨立受託人自有財產外，受託人不需就該財產所得繳納所得稅，等分配受益人後，再計入受益人之所得課稅。(5)若不動產證券化之受益證券非屬「證券交易法」上的有價證券，投資權益容易受損害之問題：明訂不動產證券化之受益證券屬證券交易法所稱之有價證券，受現

行有價證券法規之規範，同時可達保障一般投投資人之權益。(6)我國政策傾向限制不動產的投資或經營，導致不動產證券化難以推行之問題：增訂或修正相關法律或採行適當方法，達主管機關有效監督管理，又可讓我國不動產證券化制度順利推動。

22. 2002 姜堯民，「Taiwan-REITs 成功的關鍵在流動性」，台灣金融財務季刊第三輯第二期

本文以完美市場為觀點出發，論述台灣於不動產投資信託（REITs）市場建立後，如何加強市場流動性。研究指出影響 Taiwan-（REITs）的流動性的因素分別有供給增加、需求提昇、資訊揭露、交易市場、資產品質、發行金額、交易成本及風險等；而要增加 Taiwan-REITs 的流動性，必須降低門檻、擴大參與、發行金額不宜太小、宜在集中市場交易買賣、標的資產不宜分散及要強制資訊揭露。

23. 2002 周再發，「休閒不動產業採分時渡假制度經營之可行性分析--理想渡假村分時渡假為例」，淡江大學商管學院高階主管管理碩士學程碩士論文

金融資產證券化與不動產證券化為世界金融發展自由化、國際化及證券化之必然趨勢。而就休閒不動產業而言，推行不動產證券化即成為其發展另一種新產品以獲取利潤的手段，近幾年來臺灣休閒產業所極力推行的分時渡假制度（Time Sharing）即可證明該趨勢。台灣目前尚無成功個案，業者雖有意推展，但皆停留於評估階段，且開發案涉及之層面，涵蓋政治、經濟、社會環境、交通建設、國民所得、遊憩人口...等；個體面涵蓋個人之休閒時間、休閒費用、偏好及遊樂園本身之特質（即吸引力）、設施之數量、品質及容納量、經營服務及管理...等，故各項財務預測都充滿變數。針對個案之財務預測，以淨現值法（NPV）和內部報酬率法（IRR）比較採用傳統經營方式與分時渡假制度的差異，發現採用分時渡假制度其 NPV 和 IRR 皆明顯提升。分時渡假制度的經營取決於以價格吸引旅客、並創造利潤；但法令的週全規範更是重要的因素。

24. 2002 李昇鑫，「我國實施不動產證券化之探討」，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文

本研究指出早期國內雖無完整的證券化制度，惟不動產業者，為促銷其產品推出了各種類似不動產證券化的個案，然後來多數個案終告失敗，其失敗歸納之原因為：（一）缺乏監督單位：僅憑一紙契約，買方的權益無法獲得保障，甚至血本無歸；（二）相關法令不齊全：當時尚無證券化法令，僅能依當時民法及土地法等相關法令辦理，造成部分個案之標的所有權與賣方無破產隔離效果，或產權無法有效集中而產生管理不能；（三）收益比例分配不當：個案公司為吸引投資人，對投資人承諾的投資報酬率從 8% 到 12% 不等，顯與當時市場行情不相當，增加公司財務破產風險。另研究建議，未來我國實施不動產證券化之推展，可從幾方面進行：（一）積極宣導不動產證

券化正確觀念；(二)積極培訓專業人才；(三)注重不動產證券化產品設計；(四)信用評等與信用增強；(五)不動產受益證券之發行不應限於信託業；(六)複製不動產證券化成功經驗到海外。

25. 2000 楊永和，「台灣不動產證券化可行性之研究」，長榮管理學院經營管理研究所碩士論文

本研究以美國及日本的施行經驗，配合我國過去類似「不動產證券化」之相關案例，檢討相關制度，建立我國未來發展「不動產證券化」，以及政府利用證券化推動都市更新的運作模式，並就國內現行的相關法規，提出增修建議，落實制度的週邊配套措施，使運作模式更趨完整；再就捷運系統用地取得的應用，作可行性的分析，檢討民眾對新制度推動的反應及改進方向。最後，再以策略規劃的觀點，檢視國內推動「不動產證券化」的各項因素，歸納出未來可以作為政府及專家學者研究改善的結論與建議。

26. 1998 莊孟翰，「商業不動產證券化可行性之研究」，中華民國建築投資商業同業公會全國聯合會委託

文中藉各國立法概況、理論學說、實務操作等各層面，研判推動不動產證券化的可行性，並提供相關問題與建議。

27. 1997 謝哲勝，「不動產證券化之研究」，國立台灣大學法學論叢

以正反不同看法比較「不動產投資信託」、「不動產有限合夥」、美國及日本的「土地信託」四種制度，而對各項制度的實施步驟和相關法規的意見都是一致的。

28. 1996 顏彩雲，「不動產投資信託制度實施必要配合之週邊環境探討」，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文

本文主要就國內實施不動產投資信託制度必要配合週邊環境現況加以分析，以了解其應加強培養之專業人才，以因應制度推動時之需求。從不動產投資信託制度的運作流程，可得知其必要配合之週遭環境包括發起人、基金保管機構、證券承銷商、證券經紀商、信用評等機構、專業會計師、專業律師、不動產管理顧問、土地登記專業代理人及不動產估價制度。就上述應配合之週邊環境在臺灣之現況而言，與目前證券投資信託制度相關之配合機構，均有足夠的專業人才參與未來不動產投資信託實施之需求，如證券承銷商、證券經銷商、保管機構、專業會計師與律師等。至於信用評等制度、不動產管理顧問與不動產估價制度由於國內社會環境使然，仍應加強各項的工作，方能配合未來不動產投資信託制度實施之需求。

29. 1996 張金鵬、白金安，「不動產證券化」，永然文化出版股份有限公司

本書除詳述「不動產證券化」的意義，及將國外「不動產證券化」的現況予以敘述外，並以國內類似案例評估未來實行「不動產證券化」的模式，更以日本土地信託的實施狀況做為補充。

30. 1996 殷章甫，「中、美、日三國不動產證券化之發展概況」，臺灣土地金融季刊
詳述中、美、日三國「不動產證券化」的發展概況，明示台灣必須儘快完成證券化的腳步，以免重蹈發行「房地產投資憑證」失敗的案例。
31. 1994 簡錦紅「土地信託」制度在國內實施後，將會有重複課稅等問題，如地價稅、土地增值稅、納稅義務人的歸屬---等的課徵，皆為必要探討的課題。
32. 1993 涂秀蕊，「美國不動產投資信託制度之研究」，東吳大學法律學研究所碩士論文
本文乃以美國不動產投資信託為題，就該制度之意義、發展沿革、特徵、及其商品種類、組織架構、經營運作等作一通盤性之介紹。文中將美國不動產投資信託制度（REIT）的發展分為三個階段：第一階段（1960~1974）：美國國會於1960年通過REIT，但屬權益型。第二階段（1974~1986）：此階段已轉變為以不動產收益和租金為主要收入。第三階段（1986以後）：修訂對REIT優惠之法令，使得REIT收益提高。
33. 1993 林麗敏，「不動產抵押擔保證券之研究」，國立中央大學財務管理研究所
本文針對不動產抵押債權證券化之流程作一整合，且介紹美國不動產抵押擔保證券之種類和評價方法。最後提出臺灣發展不動產抵押擔保證券之相關配合措施如下：一、建立房屋抵押債權次級市場（Secondary Mortgage Market）；二、對房屋貸款提前償還收取違約金；三、用於證券化之抵押擔保債權應使用一般抵押權登記；四、貸款保險制度的建立；五、訂立信託法；六、健全債券市場；七、引進債券評等制度等，期盼國內能儘快引進此種金融商品，以解決房屋貸款資金不足問題，進而達到「住者有其屋」的最終目標。
34. 1993 王肇蘭，「『不動產證券化』觀念介紹及制度建立」，財稅研究第25卷第5期頁151-178
以「不動產證券化」的觀念，指明為了顧及將來制度施行時的可行性，亦必須配合探討相關的稅法制度。
35. 1991 蔡顯宗，「不動產證券化與信託業務之關係」，產業金融季刊第76期頁10-15
詳述「不動產證券化」的投資單位化、流通性等優點，並建議儘快制定相關法令與制度，以使土地資源作有效利用。

36. 1991 張金鶚、白金安，「國內類似不動產證券化之案例分析」，臺灣土地金融季刊第 28 第 2 期頁 69-86

本文以國內早期幾件類似不動產證券化的失敗案例加以分析，認為乃是由於缺乏實行的法令及公司經營的良莠不齊所造成，故「不動產證券化」制度的建立，才能避免土地資源的浪費。

37. 1991 杜文禮，「國際金融革新與不動產證券化之演進」，開發信託季刊第 24 期頁 5-22

對美、英、日三國的不動產證券化過程詳細的闡述。

38. 1990 白金安，「不動產證券化與市地開發之研究」，國立中興大學都市計畫研究碩士論文

本文從不動產證券化的基本理念論起，對不動證券化的意義、目的及特性等予以探討與界定。並與相關觀念做比較分析，以澄清其基本理念。再針對其兩種主要型態，不動產投資信託事業及不動產有限合夥事業，就國外發展狀況予以解析，另外，亦探討日本的土地信託制度以為比較，藉以配合國內環境背景，建立其經營體系，最後並以都市更新中權利變換方式為例，就權利分配的課題予以運作模擬。

-----課堂討論-----

張老師：文獻回顧主要在建立一個資料庫，可以讓研究者瞭解到過去曾經做過哪些研究、建立哪些知識，在閱讀文獻的同時，要能夠判斷文獻的好壞，例如期刊與論文，我會建議各位多閱讀期刊文章，特別是有經過審查的期刊文章，通常這些文章會比較嚴謹，對研究者較有幫助。

此外，在花了不少心血建立文獻的資料庫後，可以試著將這些文獻做個分類，例如從研究的角度與面向來分類，可以讓我們知道有哪些議題是已經有很多人在研究、哪些議題是未來可以繼續研究、哪些議題還沒有人仔細去探討。

林老師：由於在搜尋文獻上花了很多時間，因此無法將每篇文獻都仔細讀過，僅選出幾篇較重要的文獻來跟大家報告。我們在整理這些國內文獻時，發現有很多都是在討論法規制度面，其他的則難以去分類，不過我們另外有把國內相關文獻整理在 excel 檔裡面，課後會嘗試將這些文獻做簡單的分類，同學們可以在 excel 檔裡面搜尋相關的文獻。

鄒欣樺：因為和依蓁要準備關於下次不動產證券化評價面的報告，所以開始了資料蒐集的動作，但是可以發現的是，國內這方面的研究才剛起步，而所找到的論文有限，而且大多是把整個證券化架構照本宣科，重新講述一遍，而未對問題重點作討論，所以還停留在很潛薄的討論，不過，後來在不動產資訊中心的資訊平台上，看到了好幾位教授的文章，對於證券化有更深入也更有深度的討論，是相當值得一讀的，不過，也發現發表

文章者財務領域的教授是較為多數的，也代表著，在地政領域的我們必須要跨出這一步，要跟其他領域人有更多對話。

陳香妃：從林老師和方怡的報告可以看到，國內開始討論不動產證券化大約從1990年開始，直到近年來不動產證券化條例的通過，今年第一檔REITs富邦一號的推出，大約20年的時間，如果將這些文獻用時間加以區分，依據不動產證券化的發展歷程做個時間軸的排列，應該可以看到各階段所重視的問題與想法，

張老師：台灣的發展歷程其實也沒辦法分成太多階段來看，不過應該可以簡化成1~2或2~3階段，而且未來會有越來越多的不動產證券化商品出現，又可以形成另一個階段來討論。

曾翊璋：聽完林老師和芳怡這禮拜的報告，我覺得他們困擾的地方是國內的相關文獻太少，很難做有系統的整理，我們這組下禮拜要報告國外文獻，目前搜尋發現大概有1萬多篇，我們這組的困擾是國外文獻太多，不可能一篇一篇閱讀所以很難做整理，這當然也因為國內的相關研究才剛開始，從研究的深度和廣度來看，相較於美國我們還有很長的路要走。

張老師：相較於美國REITs長久的發展歷史，台灣不動產證券化的發展才剛起步，國外已經累積相當豐富的研究經驗，這是台灣目前在努力的。

曾瀝儀：從這些文獻的內容可以看到現在台灣證券化的文獻並不是很完善，以我自己去找要做法規面報告時去找的文獻就可以發現大多都是抄抄貼貼，再網路上往往搜尋到五六本相關論文，等到自己親自去找時才發現大多題目與內容有所差距，100頁中有一半以上都是參考文獻，從此點可以發現到不動產證券化研究上所遇到的侷限。

張老師：的確，台灣目前的研究仍有些瓶頸存在，在搜尋文章時也會有所侷限，未來案例增多，相信會有較好的研究出現。

楊依蓁：跟欣樺一樣在搜尋不動產證券化評價面時，幾乎都是財務面的文章；若是相關地政層面大多都在探討標的不動產的估價面上。但由於，不動產證券化所強調的是不動產的經營及管理，也是地政的專業領域；但大家的疑慮及焦點仍是在估價面上，除了可以反應不動產估價面上的尚未建立起專業化之問題外，也可以反映出大家較不關心不動產特性，是我覺得較為可惜的。另外，在國內不動產證券化之研究大都是建立在模型或問卷上，然而資料庫都是以相關指數或營建類股票來建立模型來類推不動產證券化、也沒直接相關資料的研究，可得知在國內的不動產證券化資訊嚴重不足。當大家在不動證券化估價層面而有所爭議時，而在當我們討論或爭議的估價模型是否完善時，就必須面臨到是否有足夠的資訊去支持這項模型，所以，首先面臨到的便是資料庫的問題。

第六章：法人機構投資者的影響—摘要

誰持有股票重要嗎？

用三個不同情境說明股票市場中法人機構投資者的重要：

你：不會對個別股票做太多研究的一般投資大眾

兩個朋友：一為一般投資大眾，另一為大型退休基金的研究部門主管

兩個朋友都給你買股票的建議

1. 一般情況下，你將選擇朋友二的建議，因為你會認為他對他所推薦的股票較為熟悉。
2. 兩者都推薦知名大公司的股票時，則你對兩者的建議沒有偏好。
3. 當在兩間新公司的初次公開發行股中選擇時，你將會選擇有大型基金投資的那間公司的股票，因為這個基金將會為了保護它的投資而監督這家公司，而你便可從中獲利。

上述三個例子說明了，在股票交易活動少、資料不足及監督的代理成本高的市場中法人機構投資者的重要。因為法人機構投資者的參與能解決上述市場的不效率。

這個章節中，我們會回顧 REIT 市場中法人機構的參與情況，也會探討和法人機構持分程度有關的一些股票特殊行為。從分析中，我們可以看到 REIT 市場中法人機構的增加是如何地改變了市場。由於法人機構的監督行為，使得 REIT 市場中代理問題得以減少。法人機構的交易活動也使得更多 REIT 的相關資訊得以產生，因而使 REIT 流通性增加、交易成本下降。因此，我們相信法人機構參與的增加對 REIT 市場來說是最正面的發展。

一、法人機構投資者的角色

一般而言，法人機構對股票市場來說至少有兩個功能，而對 REIT 市場來說又多了第三個功能。

1. 價格的設定
2. 監督投資及財務決策
3. 信用增強(REIT 市場)

由此可知，法人機構的參與對市場上所有公司來說是重要的，但對 REITs 來說，他們的參與更是重要。

(一) 監督管理決策

監督權以及影響管理決策的能力使得法人機構在股票市場上越來越重要。隨著所有權的增加，他們也從消極的股東角色轉變為積極參與公司治理的角色。過去十年間，法人機構所引導的股東行動主義已經成為金融市場中一個重要的特徵了。

投資研究中心指出：1987 至 1994 年間，退休基金發起了 463 次代理權提案，以尋求公司決策的改變。90 年代初期開始，機構投資者開始將表現較差的公司作為他們關注的目標，並密切注意公司表現以決定是否應該介入公司的管理決策。

有關股東行動的效率性研究顯示，由法人機構所發起的提議會獲得較多的支持。而管理階層在法人的監督之下也有了要表現更好的動機。此外，在法人的監督之下，管理階層與股東的利益衝突問題將會減少。REIT 市場中的從業者也觀察到，法人機構監督行為及協議能力的缺乏將會影響到 REIT 的收益。必須注意的是，一家公司必須付的費用越高時，它的獲利將會越低。

(二) 訂定股價

有越來越多的財務研究指出法人機構的交易策略與股票價格的變動有關。其中有證據指出：法人機構引導了股價的變動。法人持有比例高的投資組合，其報酬會優先於比例低的組合。亦有研究指出，法人持有的比例與報酬有強烈的正相關，也說明了法人投資者對價格的影響超過一般投資者。

當一般投資大眾備抵押型 REIT 所吸引時，有經驗的法人機構持觀望態度，因為他們認為，這種難以估價的 REIT，其價格將在初次公開發行後會摔下來。兒時鄭善，他們的假設是正確的。

(三) 聲譽影響

法人的聲譽影響是 REIT 產業吸引我們注意的一個重要因素。當 REIT 由知名法人機構所投資贊助時，它的表現會比由散戶投資的 REIT 好。它使得該 REIT 更容易吸引財務分析家的關注，進而吸引大眾投資。也由於法人機構的關係，REIT 更容易得到財務融通以及資產。

傳媒並指出法人機構間會互相影響，也就是說法人機構會傾向投資於同業有投資的 REIT 上。因此為了吸引更多法人機構的投資，REIT 在設立前就必須尋找一個法人機構的投資。

為了確使它的投資是明智的，法人投資者傾向於投資在較安全、較不投機的地方。

二、REIT 市場中的法人機構投資者

以往的資料較不充分，觀察數都佔很小的比例且樣本期間短，因此本研究必須自己動手蒐集資訊。要收集如此長一段時間的 REIT 資料，經濟上其實是不可行的。幸運的是，我們發現一個快速又便利的方法，使得我們可以跟讀者分享這些資料。希望投資者知道如何以及在這裡可以得到這些資訊後，能在投資 REIT 時做出更好的投資決策。

(一) 蒐集法人機構的資料

資料來源為 CDA 所發布的法人機構股票持份調查。時間為 1971-1999 年。

(二) REITs 股票的法人機構持份

表 6.1 顯示：

1. 法人機構在 REIT 市場的參與增加了。
2. 平均持分從 1981 年的 10% 增加到 1999 年的 39%。
3. 法人 0 持有的公司比例從 1981 年的 11% 降到 1999 年的 3%。

REIT 市場中法人機構的增加是由於股票市場中法人機構的增加？答案為否。

因為股市中法人機構的增加速率低於 REIT 市場中的速率。

圖 6.1 顯示：

1. 1993 年之前一般股票的法人持份高於 REIT 股票。
2. 1995 年之後 REIT 股票的法人持份高於一般股票。(可能因為新型 REITs 出現)

從法人參與程度來看，未來的 REIT 市場應該會更有效率。

表 6.2 及圖 6.2-6.4 顯示：

1. NYSE 裡，公司的法人持份明顯高於 AMEX 及 NASDAQ。
2. NYSE 裡，平均持分從 1981 年的 15% 增加到 1999 年的 45%。
3. AMEX 裡，平均持分從 1981 年的 14% 增加到 1999 年的 18%。
4. NASDAQ 裡，平均持分從 1981 年的 4% 增加到 1999 年的 23%。
5. 1995 年之後，除了 AMEX 市場外，另外兩市場中 REIT 股票的法人持份皆高於一般股票。
6. 到 1980 年代後期，AMEX 市場中 REIT 股票的法人持份比例高於 NASDAQ 裡的比列。但 1991 年後情況反轉。(AMEX 市場被 NASDAQ 侵蝕)
7. 1981 年到 1999 年間，NYSE 持分比例成長了 200%，AMEX 持分比例成長了 28%，NASDAQ 持分比例成長了 475%。

表 6.3 及圖 6.5-6.6 顯示：

1. 法人機構注意權益型 REIT 超過抵押權型。

2. 1993 年之後權益型 REIT 的法人投資者有顯著的增加。
3. 法人機構注意無限期的 REIT 超過有限期的 REIT。
4. 法人投資者在無限期 REIT 的持股比例高出在有限期的 REIT 上許多，且 1993 年之後差異越來越大。顯示法人偏好投資於有成長潛力的 REIT。

(三) 應注意的地方

少數的法人機構對 REIT 的興趣上升，例如：某個法人機構投資於 REIT 的總額約為六個平均 REIT 的大小，前二十大法人投資者投資於 REIT 的總額約為四十六個平均 REIT 的大小。

少數法人機構集中投資於 REIT 市場，但他們並非集中投資於少數 REIT，平均一個法人投資 10.67 個 REITs，大多數法人機構會做 REITs 的投資組合。

總結來說，法人對 REIT 的興趣有劇烈的改變。1993 年之前他們不太注意 REIT，但近年來資料顯示，他們對 REIT 的關注程度已經超越一般股票了。

三、股票表現與法人機構投資者

(一) REIT 初次公開發行

1970 至 2000 年間，股票第一天的交易平均漲 18%，但不適用於 REIT 身上。1971 至 1981 年間，有 87 支 REIT 股票溢價發行，也就是在第一天交易價格就下跌了。這種定價行為與法人投資者的缺乏有關。1990 年代初期，REIT 不再溢價發行，這與法人投資者的增加正好相呼應。發行初期，較多法人投資者的參與使得 REIT 的價格得以支撐住。

(二) 星期一效應

星期一效應是週期性的異常現象，也就是負的報酬率，這現象發生於美國及其他國家的股票市場及債券市場。1990 之前，這現象也發生於 REIT 身上，但近來逐漸消失。實証顯示，星期一報酬由負轉正與市場上法人的增加一致，也就是說法人增加有效的消除了這個異常現象。

(三) 一般表現

1970 至 1989 法人在 REIT 的持份低於一般股票，同期間內，REIT 的表現也比一般股票差。顯示出 REIT 市場中資訊的不效率。研究顯示，REIT 表現好壞與市場上資訊的流通有關。所以權益型優於抵押權型，大的優於小的。

受 5/50 法令限制，使得法人投資 REIT 的意願降低，但法令放寬後，吸引更多的法人機構進入 REIT 市場投資。

機構投資者持股比例高將會增加 REIT 報酬，而機構投資者持股比例增加可以降低 REIT 非系統性風險。

四、與財務分析師的關係

1979 至 1989 年之間，法人持份雖然增加但仍然是少數。1992 年之前，由於法人投資者對 REIT 興趣不大也造成財務分析師對 REIT 沒有興趣。之後由於法人的資者的參與，對財務分析師有了相當大的需求，造成財務分析師開始關注 REIT 市場，也因此造成資訊較流通，使的 REIT 的投資風險降低。

五、其他種消息靈通的投資者

由每股市價對帳面價值比來衡量股票表現，我們發現內部的股票持份比例越低，股票的表現越好。而股東會中，外部股東的比例越高，股票的價值會越高。

六、我們學到了什麼

1. 在決定 REIT 價格時，誰擁有股票是重要的。
2. 法人機構投資者會監督 REIT 的管理決策。
3. 法人機構投資者比個別投資者了解更多關於 REIT 價格的事。
4. 法人機構投資者藉著參與 REIT 的設立來幫助它建立聲望。
5. 較多法人機構投資者參與的 REIT 會表現的較少法人機構投資者參與的 REIT 來的好。
6. 法人機構投資者的出現幫助了 REIT 股票市場消除了異常的價格波動，例如：星期一的負報酬。
7. REIT 市場中，法人機構投資者及財務分析師的增加增進了資訊的流通。
8. 雖然 1990 年之前，REIT 市場中缺乏法人機構投資者，但現在，REIT 市場中的法人機構投資者已經多過於一般股票市場了。
9. 法人機構投資者的增加將使得 REIT 股票市場更透明更有效率。
10. REIT 內部持股的增加將會降低它的市場價值。
11. 當董事會裡外部董事的席次越多，REIT 的價值也會越高。

七、REITs 中法人機構投資者的未來

這章的結論我們可以知道：誰擁有股票對 REIT 的表現及價值是重要的。若你要投資 REIT，不仿跟著法人投資者的腳步。且法人持股比例越高，REIT 在各方面的表現都越好。

由於法人持有股票的比例已經相當高，所以有一陣子比例應該不會再增加。但是目前的持股多集中於少數法人中，未來應該會轉為多樣化的法人投資。