

不動產證券化之信託與代理



報告人：張乃文 田揚名

何謂信託

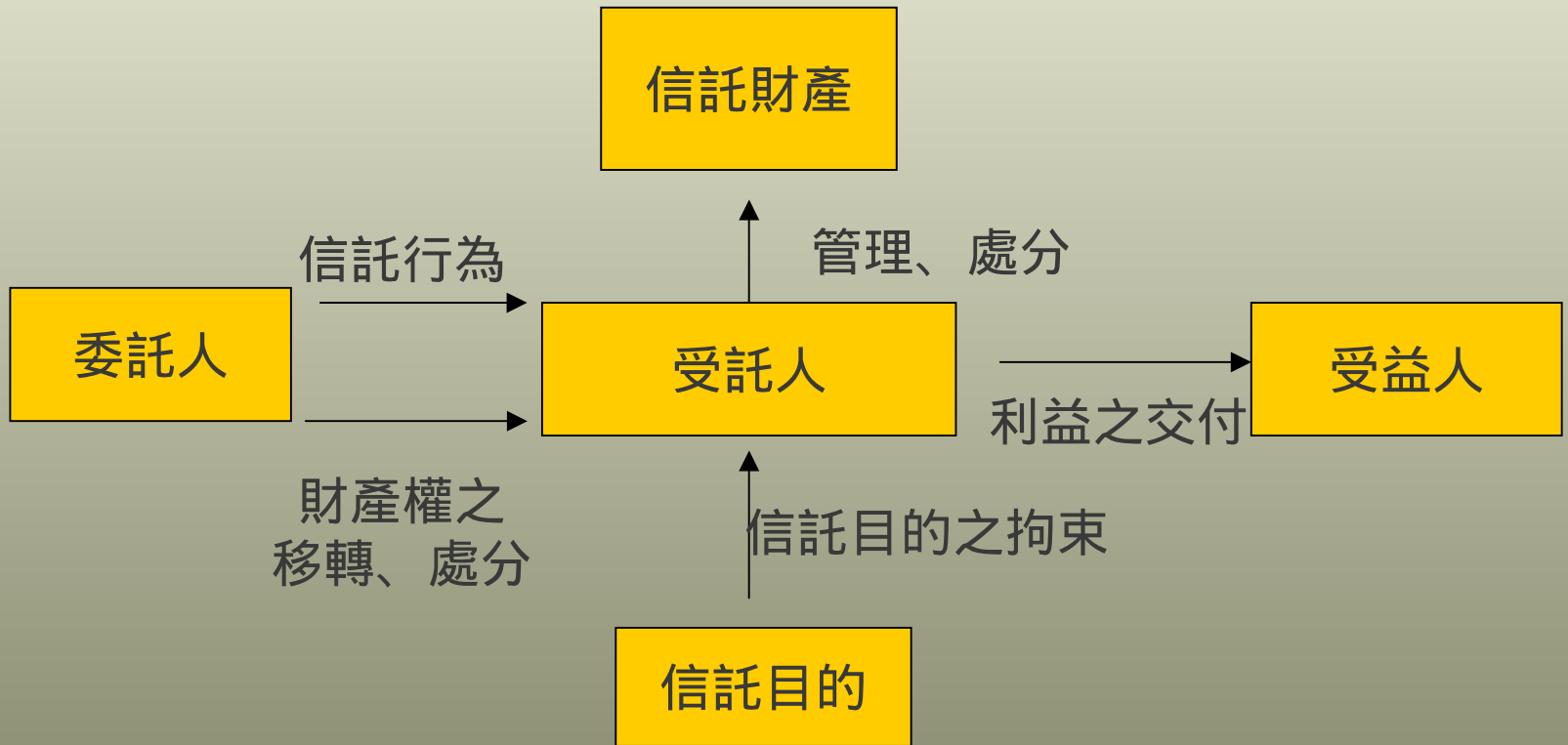
信託法第一條：稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。

美國：信託意指當事人間一種財產信賴之關係，一方有財產所有權，並負衡平法上為他方之利益管理及處分財產之義務，而以明示之意思表示設立者。

日本：信託係指為財產權之移轉或其他之處分，使他人依一定目的為財產之管理或處分而言。



當事人之法律關係



公司信託

何謂公司信託

一般信託與公司信託之比較：

- 1.就信託財產之移轉及佔有而言
- 2.就受益人之人數而言
- 3.就信賴關係而言



信託制度之特色

1. 隱匿性：
2. 簡便性：
3. 免責性：
4. 多樣性：
5. 同一性：
6. 優先性：
7. 超越性：



土地信託以及不動產信託之差異

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

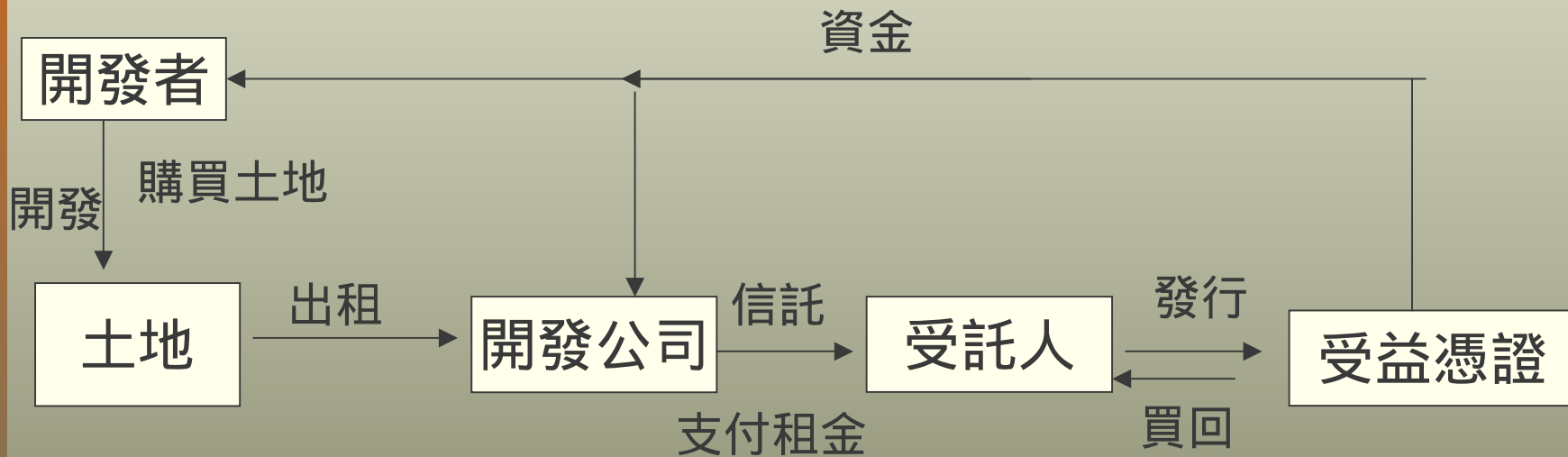
土地信託的成立要件如下：

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



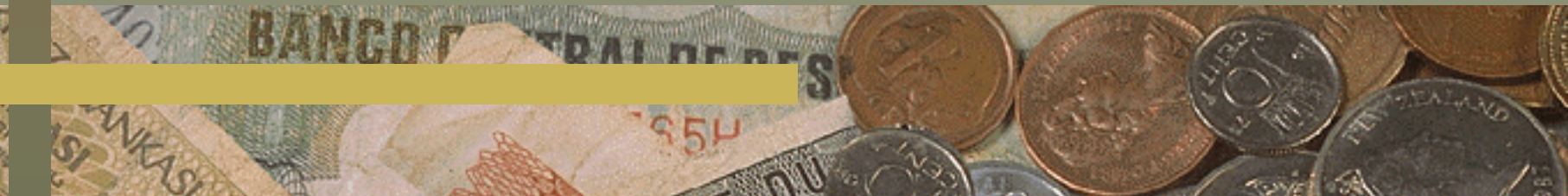
美國之土地信託之類型

1. 土地開發融資

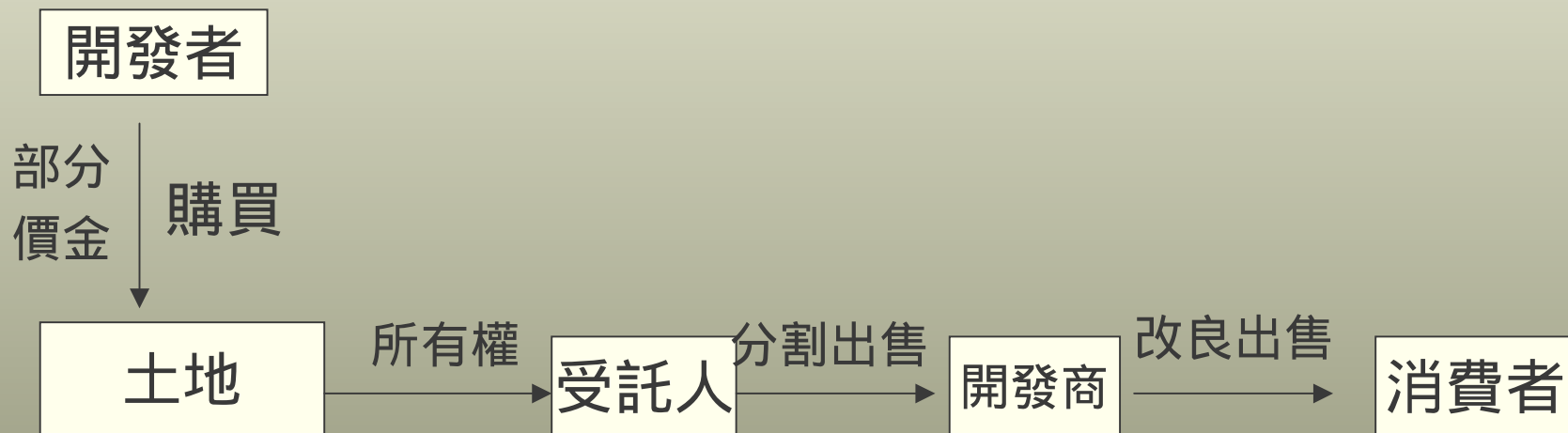


2. 公寓經營管理 (cooperative apartment houses)

3. 共同事業中間人



4.土地分割出售



日本土地信託制度

特色如下：(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。



證券化金融商品

傳統行證券化

資本型證券化—股票

負債型證券化—公司債

混合型證券化—可轉化公司債

金融資產證券化

房屋抵押貸款證券化

資產擔保證券化

不動產證券化

不動產投資信託證券化

不動產資產信託證券化

我國不動產證券化法有關信託之相關規定：

- (一) 組織架構：
- (二) 受託機構（發行人）資格：
- (三) 發行方式與募集對象：
- (四) 發行與投資標的：
- (五) 受益證券持有人之限制
- (六) 受益證券上市或上櫃之規範
- (七) 信託與資訊透明：




何謂代理



何謂代理：

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



代理問題



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

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



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。



3隱藏資訊

隱藏資訊 (hidden information)

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. 由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層面，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. 經營管理的過去業績 - 配置資金時會面對兩個因素，即資產的及經營管理的品質。 —



4隱藏行為

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—

「股票選擇權」

「營運績效」

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如下：

1. REITs 以外的不動產利益
2. 以UPREIT 為交易之方式
3. 管理人先行處理潛在問題



代理問題的控制方法

1 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

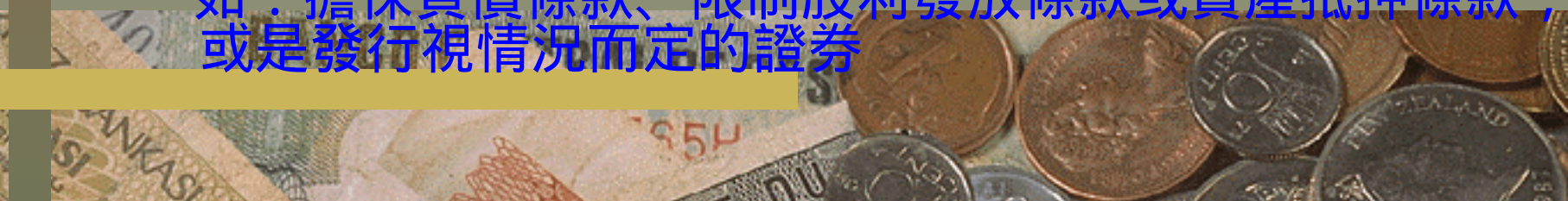
2 提高公司董監事的持股比例

強化董事會的監督功能，以解雇不適任之管理人員，

3 發動委託書爭奪戰（proxy fight 不滿管理當局的股東）

4 在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



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：



代理成本分類

代理成本 (Agency costs)

【背景】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



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：設置代理人之獎酬制度、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



代理成本

Jankins(1980)

1. 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
2. 然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)

1. 誘因提供的重要檢定是全面的財務運作績效。
2. 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)

1. 研究在REIT 財務運作績效上的顧問選擇的效果。
2. 在1973 至1987 年間所有公開交易REITs 的顧問被分成以下六種類
別：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(未知)



Hsieh 及 Stillmans (1991)

1. 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。
2. 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。
3. 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)

1. 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）。
2. 現金補償是所有補償中的主要組成。



美國經驗



美國經驗

前言：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



委外管理 (advisor REITs)

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。

1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.

2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

3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

1. 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.
2. 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。



剩餘損失：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。

補貼性消費問題：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



使用內部的顧問的問題

1稅賦的遞延效果

2衝突

3代理成本

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，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。



心得及建議



建議

從文獻理論的回顧與國外經驗中，提出以下建議，作為我國未來推動不動產證券化市場發展之參考。

1. 訊息不完全與不對稱下，逆向選擇效果可能會扼殺了不動產證券化市場的發展，因此積極引進國外或鼓勵國內成立獨立性與公信力高的評等與估價機構或人才是市場發展的關鍵。
2. 積極建立具公信力的各類不動產資訊與指數，使投資大眾得以作為投資決策之基礎。
3. 受託機構應審慎評估由內部成立專業的不動產管理單位或委外管理之利弊得失，而主管機構則應於注意道德危險的問題，以避免投資人的利益受到損害。



信託與代理之差異

1. 權利之歸屬關係
2. 對財產之運作方式
3. 權限範圍
4. 義務範圍
5. 有效期間

