

不動證券化專題研究第九次上課記錄

時間：2003/12/5 (五) 16：10 到 19：00

授課：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

出席：張金鶚、林秋瑾、廖仲仁、周美伶、曾偉豪、江穎慧、陳祥銘、陳憶茹、
林育聖、詹任偉、朱芳妮、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴、李泓見

記錄：詹任偉

壹、不動產證券化之代理與信託

曾偉豪

一、信託、代理之法律關係

凡將資產委託專業機構，並由雙方依據資產移轉、處分、收益等委託宗旨訂立契約或遺囑，委託具備專門知識或經驗之人員履行各項義務之行為，即可構成委託關係（信託法第 1、2 條；信託業法第 1 條；不動產證券化條例第 29、30 條）。其共同之特性，必須基於保障委託人與受益人之權益，而訂定委託契約，以進一步規範雙方之權利義務關係。

當然信託之範圍包括資金信託與資產信託，後者應用在不動產證券化條例時，必須以已有穩定收入之不動產以及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（不動產證券化條例第十七條第一項第一、二款）至於資金信託部分（金錢信託），則必須以存款、公債、公司債、短期票券或其他主管機關核准之業務為限（信託業法第三十二條）。但從法令適用層面觀察，信託法適用之範圍較為廣泛（包括遺囑執行之委託），其適用之對象多為特定親屬或個人與委託人之間的委託關係。對於募集資金進行投資之信託行為而言，委託人之角色定位均屬於公司或機構型態，甚至不動產證券化條例規範信託人，其信託經營與管理人員之條件限制，必須符合主管機關（財政部）之審核規定（信託業法第十條及不動產證券化條例第二十九條第一項第五款），因此不動產證券化資產信託之受託機構，必須屬於募集或私募受益證券之機構為之（不動產證券化條例第四條第一項第六款）。在初步了解信託業法與不動產證券化條例建構之法令層面的委託關係後，以下將以信託業在執行不動產資產信託行為時的「複委託」關係進行分析。

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）。表面上雖然法律已對信託業者明文規範其執行業務範圍，但信託業者內部之專案負責人員，其執行業務是否對於信託資產進行最大利益之經營？而每年達成契約利益

的背後，專案人員是否隱藏更多之潛在利益？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。目前僅信託法第二十四條第一項規定：受託人應將信託財產與其自有資產及其他信託財產分別管理，信託財產為金錢者，得以分別記帳方式為之。（由此可以看出法律上對信託、代理的規範較弱）雖然信託法對於受託人之行為加以規範，但相關時效追溯兩年內不行使而消滅（信託法第二十四條第三項），再加上相關罰則規範均屬行政罰範圍，且實務上舉證極為困難，因此對於刑事上的責任，亦謹信託業法對於信託業者訂定較為嚴厲之規定，導致專案負責人或代理人之自利性的經營行為，很容易在委託專案經營過程中，獲得許多有形或無形的經濟利益。此外，不動產證券化之資產信託屬於信託業與委託人（投資人）之間的委託契約關係，信託業如何加以控管專案負責人（代理人）之經營管理行為？相信目前僅能以嚴謹的契約型態加以規範。

二、信託、代理之契約關係

在了解不動產證券化架構下的信託法令規範之後，雖然對於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知覺將會影響行為管理機制的運用，尤其在信託業（主理人）與專案負責人（代理人）之間，因資訊不對稱與市場不確定性（market uncertainty）之影響下，而存在某種程度之目標衝突（goal conflict），導致主理人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，以進一步降低目標衝突與代理問題的發生。（複委託愈少愈好，可以減少代理成本）

此外，績效評估與籌賞機制的建立，另外亦可成為主理人衡量代理人「代理生命」的重要指標；當籌賞契約機制建立之後，主理人亦須支付相關代理成本（也包括因代理關係而衍生的殘餘或無謂損失），而該項支出配合績效衡量機制的資料取得（Ex：月/季/年度績效值），學理上即可進行「代理生命」的評估與預測，作為主理人衡量是否與代理人進行「換約」、「解約」、「續約」之決策依據，進而避免無謂損失或代理成本逐年擴增的情況。因此信託業者為保障委託人與受益人之基本利益，對於專案負責人（代理人）之搜尋，乃至於專門契約的設計與規範，係為避免因資訊不對稱、市場不確定性、績效不可衡量性、目標衝突關係、監督成本擴大等代理問題的發生，並且達到降低代理成本之目的。以下將分別論述代理理論、代理問題以及提出整合企業金融之解決方式。

代理在台灣可能出現哪些公司？

1. 接受銀行的委外工作
2. 銀行內部自行成立部門管理
3. SPT

三、代理理論（基本上就是在討論契約怎麼定）

當主理人 (principals) 依賴代理人 (agents) 為其利益採取某些行動時，即發生代理關係 (Jensen and Meckling, 1976; Bergen, Dutta, Walker, 1992)。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。**舉例：在產品行銷上，業主有兩種選擇：一是委託廣告公司進行行銷；另一為內部自行成立部門負責行銷工作。**

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 (contracts) 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。Jensen and Meckling (1976) 定義代理關係為：**主理人委託並授權代理人，要求他以主理人的最大利益為目標，替主理人服務，並將此關係表現在契約上。但代理人若只追求個人效用極大，則必定不會為主理人的最佳利益打算，此時主理人應設計適當的誘因，或進行監督，以約束代理人行為；當管理機制開始運作後，仍然無法避免的代理成本即是所謂「殘餘損失」 (residual loss)。**

Guesneric, Piard, Rey (1988) 則認為代理問題可分為兩類：一為「逆選擇」 (adverse selection)，另一為「道德危險」 (moral hazard)；前者是主理人與代理人簽訂契約前所存在的知識或資訊不對稱所造成，後者為簽訂契約後，代理人行動的「不可觀察性」或「不可驗證性」所造成，因此契約的設計即在處理這兩類問題。

Bergen, Dutta, and Walker (1992) 亦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」 (pre - contractual problem)，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」 (post - contractual problem)，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。

此外，在企業進行投資計畫前，代理人與主理人對於市場機制之各項變化，亦存在某種程度的代理問題。財務上，MM 理論證明在完美的資本市場架構下，雖然具備公正的市場資訊取得機會，但在缺乏交易與稅賦成本的前題之下，一般公司對於多樣化的財務分析方法選擇，就不甚重要 (Modigliani and Miller, 1985)。Stiglitz (1979) 亦指出公司決策既使受到投資機會伴隨債務風險的情況下，他所關切的，僅只於投資機會是否具備完善的償債計畫，至於複雜的財務分析工具，對於公司的資產價值評估將不具影響力。因此既使在完全市場的基本假設條件之下，投資人所關切的重點，在於公司本身的經營績效與財務槓桿的操作情形。倘若市場處於不完全情況下時，資訊不對稱、市場不確定性與目標衝突等問題，將嚴重影響市場與投資人之間資金運用的策略關係，此種界面關係即便存在代理成本等問題 (Barnea, Haugen, Senbet, 1981)。

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（Barnea、Haugen、Senbet，1981）。

四、企業金融（對資訊不對稱與資訊不公開加以解決）與代理成本

傳統的企業金融（Corporate Finance）研究領域，大致可區分為資本預算（Capital Budgeting）、資本結構（Capital Structure）、股利政策（Dividend Policy）。近年來，企業金融的研究領域更擴展至公司治理（Corporate Governance）、企業併購及轉型（Merger and Acquisition / Corporate Restructuring），以及新興企業及創業投資（Entrepreneur Finance and Venture Capital）等議題。其中評估企業金融的重要基本工具包括「企業價值評估」以及「基本財務報表」，前者為企業經理人提升企業價值的最高指導原則；後者為企業活動及價值的數據，不論是公司內部經理人，或是公司外部的投資人，皆須依據財務報表資料進行分析，方能進一步決定經營或投資的策略。

而在基礎分析工具的背後，隱含「資本預算」與「資本結構」兩項重要分析方法，前者係為企業投資決策的效益分析；後者係屬企業籌資決策的效益分析。值得一提的是，資本結構研究領域中，股東（Shareholder）與債權人（Debtholder）的衝突關係及互動，將決定企業資本結構以及相關企業價值，其中又以麥爾（Myer）的融資順序理論（Pecking Order Theory）及顏森、梅克林（Jensen and Meckling）的代理成本理論（Agency Cost Theory）較具代表性。不過，在企業育成、成長、擴張、重組等時期，因企業所有人對於公司所掌控股權的程度輕重，相對將影響資訊不對稱與代理成本的高低。例如，在企業擴張時期，其股份已完成初次上市階段（IPO），其企業資訊較育成、成長時期透明，使得資訊不對稱之成本逐漸降低，但是隨著專業經理人的掌握權力逐漸擴大的影響之下，亦使專業經理人與公司決策階層的代理成本逐漸增加。在此時期欲減少代理成本的最好籌資方式便是舉債（Jensen，1986），以利息成本及較少的自有資金可減少過度投資的代理成本，且隨著控制股東、非控制股東、債權人之間的衝突關係逐漸降低的影響下，公司將以借款或公司債等方式籌足資金，因此私有資本市場將不具吸引力。

憶茹：使用高財務槓桿代表必須承擔較高的風險，為什麼專業經理人卻偏向使用高財務槓桿？

定宣學長：這牽涉到 bonus 怎麼給，通常是根據公司的資產報酬率（ROA）或銷售成長率（ROS）來決定，但如此就忽略了風險這個因素。而在國外專業經理人經常更換，只要表現的不好就會被換掉，再加上 bonus 通常是根據公司的資產報酬率（ROA）或銷售成長率（ROS）來決定，這就給了專業經理人一個誘因，採取

高財務槓桿來賭獲取較高的利潤，反正風險是由公司來承擔，而且國外的實證也顯示 bonus 越與盈餘高度正相關，發生的機率就越高。

仲仁學長：為了改善上面的缺點，並將風險納入考量之中，改用 $\frac{ROA}{VAR}$ 來決定專業經理人的 bonus。但是風險與績效的時點不一定相同，風險並不一定在該專業經理人的任內發生，這誘使經理人仍走向高風險策略，但盡可能不使危機在其任內爆發，即把爛攤子留給下一任經理人，而下一任經理人上任之後發現這種情況議會循著上一任的模式，如此不斷地惡性循環，所以很多公司一出事就是直接破產，所以最後還是回歸到企業倫理學。

貳、不動產證券化—制度經濟學之分析¹ 朱芳妮、彭芳琪

一、前言

不動產投資新形式 - 不動產證券化

不動產無疑地可被界定為人類所知最古老的投資形式。即使在現代化高科技經濟的年代，不動產仍是主要的經濟因素，雖然投資者及使用者的需求已隨著時間而改變。對於高額且穩當的報酬的逐漸增加的需要 - 被透過公開市場而逐漸盛行的全球化競爭所驅使 - 也影響了在不動產方面的投資。不動產固有的不可移動性使之需要其他經濟的交易方法，而不動產證券化是不動產投資組合的有效國際間多樣化需求的邏輯上解答。然而，儘管此解答具理論上的魅力，不動產證券化仍無法滿足潛在投資者的高度預期。

有許多因素會影響不動產證券化的發展能力。新制度經濟學(New Institutional Economics)是分析在投資者及投資載體/工具(investment vehicle)的經營管理之間的關係的決定性因素的適合工具，且最終決定了一個投資形式的成功與否。此篇論文將使用新制度經濟學方法以找出不動產證券化發展能力的決定性因素並且尋找許多形式的不動產證券化的適度運作績效。作者著重在成功的不動產投資載體/工具的制度層面。為此目的，新制度經濟學被應用在不動產證券化的投資上，以揭露加強或抑制對此投資形式的認可(acceptance)的機制。

二、英、美不動產證券化市場發展簡介

1. 英國的市場發展

在英國，公開上市不動產公司的發展情況有後退跡象。許多公司被認為是私下募集的，此導因於它們淨資產價值的高折現。英國朝向私下募集的趨勢(Going Private)是從不動產團體(group)MEPC 的私下募集而開始。在許多例子中，現行股價(share price)(利潤)佔淨資產價值的 25%或更多，在某些案例下甚至將近 50%，此低評價反映出不僅是機構投資者對於在小型公司投資它們的股份產生遲

¹ Philipp Naubereit, Sonja Gier, An Institutional Economic Analysis of Securitization in Real Estate

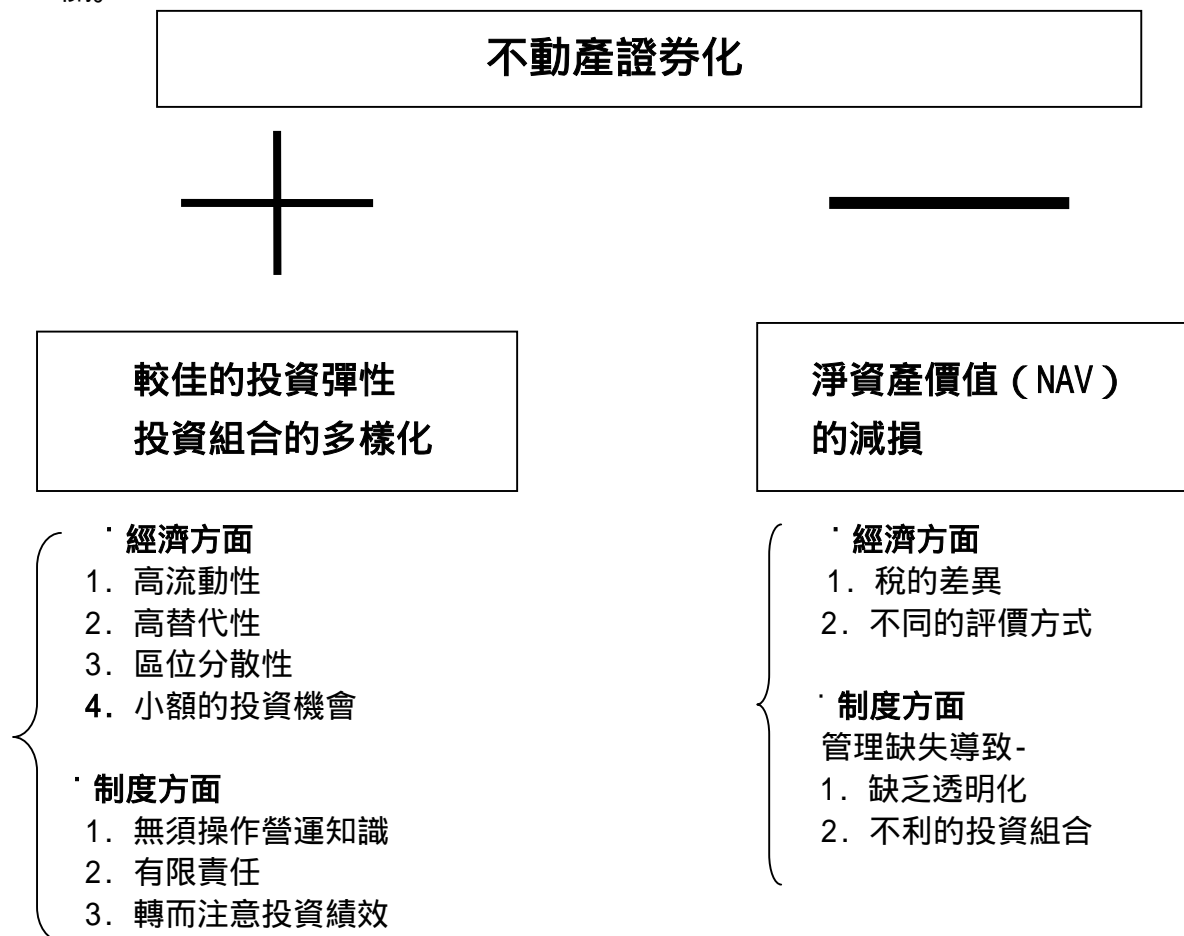
疑，而且高度資本化的不動產公司經歷了定期地過低評價，如 MEPC(海洋環境保護委員會)接管的證明。在此情況之下，即使像是 Moorfield 等專門限定在對於被過低評價的不動產公司的接管上的公司，放棄公開上市是不令人驚訝的。

2. 美國 REIT 部門的發展

不像英國的情況，美國有一種不動產證券交易的制度化形式，為了被認可為 REIT 且獲得在公司組織層面上的免稅對待而必須達到某些要求，自 1990 至 2000 年間，REITs 的數目及市場資本額已看出有穩定的成長。在淨資產價值上的折現平均而言是顯著地低於英國；此外，與英國相反，在淨資產價值上的貼水 (premiums) 是可被觀察到的。此點在一方面替投資載體/工具 REIT 的充分發展提供證據，在另一方面較佳的制度化誘因及稅賦優待在此部份的正面發展上扮演了重要的角色。

三、新制度經濟學的方法

以往許多不動產證券化產品的系統性缺點（譬如：租稅差異、投資決策的不連貫性以及無效率的融資等）常常被忽略〈見圖一〉，但這些缺點卻會表現在淨資產價值 (NAV) 上，造成 NAV 的折價。而這些缺點都和投資人以及管理者的關係有關。



圖一 < 不動產證券化的優缺點 >

因此當在其他情況（稅與評價方式）不變下，投資人（委託人 principal）與管理者（代理人 agent）的關係將是造成 NAV 折、溢價的唯一理由。

此乃由於委託人的目標為追求 REITs 的利潤最大化，而代理人則基於本身的效用最大化，因此雙方的目標將有所衝突，故當市場中雙方存在資訊不對稱（Asymmetric information）時，將會產生「代理問題」。

代理問題可分為兩類：

1. **逆向選擇（Adverse Selection）**：指的是在契約簽定前，代理人存在「隱藏訊息」（Hidden Information），使得委託人無法觀察代理人的能力，將產生「逆選擇」的問題發生。亦即，在契約簽定前由於訊息不對稱，代理人可以誇大自身執行能力而無法被委託人所察覺。
2. **道德危機（Moral Hazard）**：是指在契約簽定後，代理人將存在「隱藏行動」（Hidden Action），即在資訊不對稱下，委託人無法輕易察覺出代理人並無依約善盡職責。

契約簽訂前：逆向選擇

不動產投資載體/工具(investment vehicle)會為了資金而競爭，因此投資者必須決定如何配置他們的資金。投資決策是由兩個因素 - 風險及報酬所引導。理論上，投資過程可被解析以發掘具有最佳風險報酬率的投資機會。然而，風險及報酬是不確定的因素，且投資者用以識別有利潤投資機會的工具是有限的，此外資訊通常不是充份可得的而且需要相當的花費去加以獲得。因此，投資者必須依據不完全的資訊做出投資決策，不動產證券化的投資尤其是此種情況的例子。

此種情況承受了 Akerlof 在 1970 年的論文中所描述的「檸檬市場(lemon market)」現象的危險。應用到不動產證券化市場上，此現象描述一種狀態 - 有利潤的投資載體/工具會離開市場，因為投資者沒有意願支付由於他們資訊的缺乏所造成的潛在無利潤投資的全部價格。當愈來愈多有利潤的投資離開市場時，平均投資品質將更為下降，甚至使得投資者對於他們的資金投資配置更為猶豫不決，這最終將導致市場的崩潰。英國政府資產公司的持續民營化可作為此現象的一個例子。然而，為了證實此論點，轉為私下募集的公司以及那些維持上市募集的公司的收益性需加以決定。

原則上，逆向選擇會實施在不對稱資訊下所有的投資機會。為何它對於不動產證券化而言是特別有關聯的？因為它對於思考資產類別的不動產的經濟特性有所幫助，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。即使是機構投資者，對於不動產證券化以及它的經營管理仍僅有較少的經驗。逆向選擇的負面效果可分成兩方面，在公司層面上，他們妨礙新資本的獲得並且會提高導因於在資本市場上對於不動產價值的低估而產生的敵意接管(hostile takeover)

的危險性；在總體層面上，市場將因稀少的交易以及較低的一般性需求而變得無效率。為了對逆向選擇問題加以反擊，投資的品質應在投資者配置他的資金之前是可決定的。

解決逆向選擇問題的手段可分為以下五種：

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。投資者需要潛在的不動產證券化投資品質的可信證據，新制度經濟學的專門術語通常稱之為「訊號(signal)」。一家公司透露更多關於所持有不動產的資訊，則它的專業性以及品質導向將變得更加可信。例如歐洲公共不動產協會(the European Public Real Estate Association)建議可以出版提供關於次投資組合(sub-portfolio)以及資產面的資訊。
2. 由可信賴而獨立的第三人/團體(third party)提供專業評估意見 - 由第三人/團體來提供資產及經營管理品質的證明，可使投資的真實品質得以揭露給投資者。再者，第三人/團體的工作是自我履行的(self-enforcing)，而投資者將只要把他們的資金投資在由此獨立機構所評估的公司即可，因此創立了一個行業的標準。例如歐洲公共不動產協會(EPRA)建議公司資產的所有評價應由外部評價者實施以透過評價的客觀本質來增強投資面的信心；此外，EPRA 建議資產評價至少應每年公開一次，且一家公司擁有的全部資產應於相同日期點作評價。
3. 信用評等(rating)(更進一步的適合工具) - 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，這給予不動產公司一個驗證其經營管理以及資產品質的機會；且信用評等允許在概要的評價中結合相當多樣化的事實論據，使投資者可以使用此評價以著重在與他的投資決策有重要關係的因素上。由此可知，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。值得注意的是，當相關成本(如信用評等費用等)較預期利益(較低的資金成本、正向的投資現金流量、穩定的市場資本化率等)為低時，代理人才會釋出此評等訊息。在訊號所傳遞的資訊以及在它的自行評價基礎上，當事人將可以進行他的投資決策。
4. 專業投資者關係(professional investor relations)(給予投資者的額外訊號) - 此訊號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(current assets)的詳細資訊；所提供的資訊應包括持有資產的區位、類型以及目前承租者的資料，包括其償付能力。有高品質資產的公司更有可能會提供這些資訊，因此給予投資者一個關於他們品質的訊號；然而，提供訊息透明度(transparency)給投資者也需承受讓競爭者過度洞悉公司內部的風險；此外，當評估的價值已揭露給潛在購買者時，所提供的資訊可能會減弱資產銷售的協商力量。
5. 經營管理的過去業績(track record) - 一般來說，當投資者在配置他的資金時會面對兩個因素，即資產的及經營管理的品質。當資產可被評價到一個充分的

程度時(依據經營管理所提供的訊息透明度),則經營管理對於投資者而言是一個不確定的因素。為了解決一些不確定性,經營管理的過去業績(track record)(若可得)應可被考慮。一個正面的例子如 Lutz Ristow 是 RSE AG 前任的董事長,當他接管 TAG 公司時,股價上升超過 100%,而這是因為其身為經理時的傑出業績表現。

契約簽訂後：道德危機

一旦投資人(委託人)將資金交付給管理者(代理人)之後,管理者就可能為了極大化自身的利益而採取投機的行為,特別是在投資人於未來不需再增資時,管理者將可不需顧慮未來投資人可能將根據營運績效而決定剩餘資金的投入與否,此時出現道德危機的機率更會增加。這些皆是因為投資人無法直接掌控管理機構(代理人)的行動。

道德危機出現的情況包含投資人無法直接控制代理人的努力程度,以及投資人無法辨識管理者的成功與否是源自於自身的努力程度或是受到市場環境的影響而造成的,因此代理人在缺乏足夠的誘因時將不會投入全部的努力。此外,由於傳統上管理者的報酬是與其所管理的資產價值息息相關,這將驅使管理者去提高資產總量,但此舉卻可能傷害到投資人的利益,尤其在不動產投資中,此種錯誤的決策更將造成極大的傷害。

目前解決道德危機的手段可分為三方面：

1.努力水準—

在所有權與經營權分離的情況下,委託人由於無法完全控制代理人的行動,因此可透過管理誘因使得雙方的利益一致,以確保代理人會盡其努力來維護投資利益。「股票選擇權」是一個常用的手段,然這卻會誘使管理者在投資決策上成為風險偏好者,以使基礎股價的波動增加以極大化自身利益。另一種手段是與可能的參數聯繫,例如股價、NAV、利潤或是交易額等營運績效,哪一種方式應由委託人根據資產特性與發展階段等來決定最能反應其目標的參數來作為管理誘因。不過營運績效往往卻是由管理者來提供,這將會又產生另一個利益衝突的問題,因此若是可以透過獨立的稽核單位來監督,將更臻理想。

2.投資決策—

由於不動產投資的獲利性取決於其資產,因此投資決定扮演十分重要的角色。管理者可透過參與大規模的專案開發計劃將低風險的投資組合轉為高風險投資組合以獲取更高的獲利,然這並不見得對於投資人有利。因此為了解決此項問題,可設立一套獎懲機制,在達到委託人之利潤目標時給與獎勵(bonus),而在未達成委託之目標時,則給與懲罰(如減薪...),以使得雙方利益可趨向一致。

3.訊息透明化—

不動產投資工具的價值主要是依據基礎資產(underlying assets)的價值，因此它應僅傳遞標準基礎上之淨資產價值予資本市場時才是合理的，且應其依據由獨立的且具有資格的估價師所做的評價；若無做到此點，將會因為其據有不確定性而導致股價的折現。然而，訊息透明化的進行並不僅於此，淨資產價值只是資產價值的靜態指標，但投資者為了評估投資的動態價值以及再產生(reproduce)定期(stated)的淨資產價值而需要關於不動產投資組合未來發展的詳細資訊。這些皆是分析師的基本面要求，是有效定價之所需；此外，機構投資者將要求公開出版的資料(ad hoc publicity)。訊息透明化是有效定價的關鍵，且與代理人的利益有關。

此外，為了控制不動產證券化的相關運作績效，股東需要一個評估基準(benchmark)，此基準必須是具有相同投資標的型態及策略的數家資產公司的一個彙編值(compilation)。然而若資產公司缺乏策略的概要目標，這將是困難的。例如德國資產公司有許多投資是分派到橫跨歐洲數個國家且不同類型的不動產上，投資標的型態較分散；此外，如果可比較的公司數目相對地較少，也會減少彙編一個具代表性基準的機會，例如僅有一家德國不動產公司著重在購物中心的投資上，則購物中心相關標的類型的評估基準將較不具備代表性。

參、國外經驗 廖仲仁

前面已經交代了代理問題主要內涵與一般性的解決方式作為參考，這裡將進一步回顧國外有關代理問題之實證結果。

(一) 代理問題與誘因報酬

Schulkin 早在 1970 年代初期即發現 REIT 結構中存在利益衝突的問題 (Chan, Erickson and Wang, 2003)。Jenkins(1980)曾調查在美國的 REITs 中，有超過一半都已經使用某種形式的誘因報酬(compensation)機制，不過其認為利益衝突仍會繼續存在，因為誘因費用(fees)會使管理者偏向採取財務槓桿與承擔高資產風險。Golz(1993)則針對 16 家大型 REITs 進行調查，發現全部都提供執行長一定的誘因報酬，而現金形式是最普遍的。Solt 及 Miller(1985) 使用 1972 至 1981 年 38 家 REITs 的資料，發現在誘因報酬與財務績效之間呈現正向的關係，即報酬結構與股東的最佳利益相一致。

Finnerty 及 Park(1991)以自 1980 至 1988 年間的 REIT 資料，發現有工作績效誘因報酬的 REITs 與其他的 REITs 相比，顯示出較大規模、較高股利、較大財務槓桿、較佳流動性/變現性(liquidity)、較多可轉換的負債/公司債(convertible debt)、較高的資產成長率以及較大的 betas 係數。

(二) 代理問題與委外管理

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 (advisor) 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 (self-advised, self-managed or self-administered REITs)。

Hsieh 及 Sirmans(1991)研究指出，一些 REITs (captive-financing)與發起人 (sponsor)及外部顧問有業務或從屬關係 (子公司、母公司)，在比較了 1968 至 1986 年間兩類 REITs 的營運績效後，captive REITs 的運作績效較其他的 non-captive REITs 差，說明了在發起人、顧問及 REITs 間若有密切業務關係，與會影響財務營運績效的代理成本有關。Cannon 及 Vogt(1994) 研究 1987-1992 年間美國之委外管理型與自我管理型 (self-administered REITs) REIT 的投資績效，以代理關係來了解組織結構、績效與管理報酬間之關係，研究結果發現委外管理型的表現較差，亦即委外管理型的 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。Ambrose 與 Linneman (2001) 也有類似的研究結果。

委外管理的缺點主要包括 (Chan, Erickson and Wang, 2003)：

1. 收益分配 (Revenue Allocation)：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 (self-dealing)：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。

章定宣：

- (1) 證所稅（6%）、證交稅（千分之1.5，免徵）、營利事業所得稅（加速折舊）
 - (2) 地價稅、房屋稅、土增稅-->地方稅（底冊稅，稽徵成本低）
- * 證交稅免徵→交易成本幾乎等於零，周轉率可能會太高→通貨膨脹、市場太熱、市場太投機、缺乏煞車

一、投資不動產證券化有哪些租稅優惠

- (1) 本條例之受益證券免徵證交稅。
- (2) 信託利益於實際分配當年度課徵所得稅。分離課稅 6%
- (3) 地價稅按基本稅率千分之十計徵，無需累積合併計算。
- (4) 授權地方政府訂定審核規範，開發期間無法使用者，免徵地價稅及房屋稅。
- (5) 開發期間仍可繼續使用者，減半徵收地價稅及房屋稅。
- (6) 開發完成後，減半徵收二年地價稅及房屋稅。
- (7) 信託財產之建築物耐用年限可延長 1/2 計算折舊費用。
- (8) 資產信託類型，信託終止信託土地返還委託人者，免徵土地增值稅

二、對政府財政衝擊

1.對地方政府衝擊

按目前土地稅法規定，不動產交易在每一次買賣時均需要課徵土地增值稅，但是根據剛通過的不動產證券化條例規定，不動產在交付信託時，成為受益憑證，僅需要課徵一次的土地增值稅，如此一來，政府可以收到的稅收將大為減少，首當其衝者，就是各地方政府的財政，因為土地稅和房屋稅可說是各地方政府的主要財源之一，根據財政部的統計，以台北縣為例，九十年度，台北縣政府一年的歲入約 567 億元，土地增值稅稅收約 77 億元，這項稅收佔台北縣政府一年歲入的 13.5%，比重相當地高。我們擔心不動產證券化課稅方式極有可能造成地方稅收嚴重短徵的問題。

除了土地增值稅之外，地價稅、房屋稅的優惠都屬於地方稅，地方的財政更是吃緊

2.對中央政府的助益

不動產證券化的交易標的是土地，買賣土地的利益需繳納土增稅，但是改以證券化方式移轉，土地的交易所得就會轉變為證交所得，而所得稅目前屬於國稅，所以對中央政府的財政反而有所助益。中央與地方的強弱勢更明顯

3.間接經濟效果的受益者

不動產證券化後，如果如政府預估可以增加經濟成長 0.5%-1%，則經濟成長帶動結果，直接擴大的稅基，最大的效果也應該發生在所得稅，**最後受益的還是中央政府的公庫。**

三、不動產的到底該不該證券化（土地特質的辯論）

引申含意：犧牲了稅賦，到底好到誰。

贊成方：簡單講，不動產證券化，即是將大單位的完整土地，以證券發行方式進行零細分割，藉以吸引小額投資者集腋成裘的資金投入，並可透過資本市場進行交易買賣，促進市場活絡，使小額投資人也可以享受不動產投資利益，除了直接幫助不動產事業經濟發展，由美國與日本發行經驗，金融機構居中也可以有大額經濟。

反對方：對此，國人若不健忘，應能瞭解，該法案其實是政府一貫挽救土地資本家的政策延續，所差者僅是先前悉數由政府透過土增稅減半與各種優惠房貸撥款（迄今金額已達 1 兆 1 千億）等各種財政政策隻手護持，今則再透過不動產證券化條例另闢蹊徑，意欲創造大眾資本市場，引導積少成多的游離資金進駐，其最終目的，仍是為了抒解原先土地資本家投機未果的沈重財務壓力。

畢竟一旦不動產被證券化，將意味土地被化為一種紙上的虛構商品，未來的不動產證券持有者再也不是實質的土地所有權人，而是徹徹底底地與之分離，其身份僅是將土地視為交易標的的投資者罷了。因此，該條例乃意味了政府對土地市場化的全面認可，而非管制與壓抑，日後必將影響深遠。

在台灣的稅制裡，土增稅的最低稅率從 40% 起跳，可說是清楚地表達了遏止非生產性投機的精神。這樣的特殊設計，一方面說明了土地的增值應具有高度的社會化意涵（漲價歸公），另一方面也指出了土地本非商品，即便是在資本主義市場體制下，也僅能容忍極為低度的商品化。然而，我們卻看到政府不願思考這個嚴肅課題，不但先在土增稅上頭進行大幅減讓，嗣後又誤以為當今的土地問題肇因於市場不夠發達，竟天真地乞靈於不動產證券化的點石成金，其一連串的誤診，令人備感沈痛。

四、中立性與公平性分析分析→從持有不動產轉成持有不動產證券？

中立性：不會影響市場資源利用；公平性：垂直公平、水平公平、貧富差距拉大

1. 投資不動產變化為投資不動產證券

不動產證券化條例採分離課稅的方式，稅率為 6%，不同於現行不動產交易所得必須併入綜合所得稅課徵，對高所得者而言，稅率為 40%，相形之下，這樣的課稅規畫算是開給有錢人規避稅賦的一大道道（**使得從持有不動產轉成持有不動產證券**）。這是**嚴重違反租稅的公平**。

2.外國人投資由其他投資轉換為投資不動產證券（假設在總量不變之下，只是改變了投資的分配）

條例第四條對外國人與本國人同享分離課稅，且初期一體適用 6% 之稅率，較一般外國人適用 20% 分離課稅的稅率為優惠的情況下，當可吸引境內外之大型國際保險公司，以專業投資機構的身份，投資未來在市場交易的受益證券及資產基礎證券。

3.投資不動產證券與投資其他金融資產

在不動產證券化受益證券收益課稅方面，原本財政部規定採取合併綜合所得稅課說方式，通過的版本則改採分離課稅，與金融資產證券化受益證券收益，課稅方式趨於一致。此舉對高所得者較為利，也可提高高所得者投資不動產證券化商品誘因。

4.投資不動產與經營事業的優惠

加速折舊 → 折舊 → 課稅額 → 稅 → 可分配盈餘

若委託資產不除帳，折舊耐用年限增加 1/2，折舊費用減少，營利事業所得稅增加。與一般事業適用促進產業升級條例折舊耐用年限減少二分之一比較。對於符合促生條例的事業來說不會移轉資源。

5.證券交易稅減免

容易導致不動產周轉率偏高，引發套利行為與投機行為的可能性增加，容易使投機者由其他金融商品轉至本商品。

金融證券該不該課低稅？

現金流量學說：課稅造成市場資金不足

變動所得學說

在估價上，有助於回歸到以收益為準的市價基礎上

1. 對地方有衝擊，稅基流失，經濟成長是否能彌補
2. 土地該不該課重稅
3. 變換投資標的是否符合政府目的