

不動產證券化專題研討第三次上課記錄

時間：2006/09/29(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：陳詩薇、丁玟甄、蔡峯億

出席：張金鶚老師、江穎慧、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、薛志文、蔡鋒億、陳明忠、游適銘、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇、李芳怡

【課程主題】

「美國不動產證券化實施經驗」，可參閱張金鶚老師著作「不動產證券化-理論與實務」第二章，上課教材第二章。

--美國不動產證券化實施經驗--

蔡峰億·丁玟甄·陳詩薇

壹、美國不動產證券化概述

一、前言

我國不動產證券化條例中之「不動產投資信託」，即係以美國「權益型不動產投資信託」為師法之對象，故美國推動不動證券化之經驗很值得我國參考。本文藉由介紹美國不動產證券化之發展沿革、制度規範、執行種類及市場現況等內容，期能讓同學概略瞭解美國的實施情況，並可供我國未來推動「不動產證券化」之借鏡。

二、不動產證券化的意義

美國房地產投資信託基金（Real Estate Investment Trusts, 簡稱 REITs）是一種以發行收益憑證的模式匯集特定多數投資者的資金，由專門投資機構進行房地產投資經營管理，並將投資綜合收益按比例分發給投資者的一種信託基金，並按一定的法人組織形式組建而成，依照法律規定，須採用公司模式，並且是開放型基金。

從本質上講，REITs 是一種信託投資基金，它透過組合投資和專家理財實現了大眾化投資，滿足了中小投資者將大額投資轉化為小額投資的需求，並在一

定條件下可以免繳企業所得稅。同時，REITs 又類似於一個產業公司，它透過對現存房地產的獲取和經營來獲利，在不改變產權的前提下，提升了房地產資產的流動性和變現能力，因此它是一種證券化的產業投資基金。

簡單地說，在美國，REITs 是一家公司（和法人一樣可納稅的實體），且多數為擁有並營運管理可帶來收益的不動產，例如公寓、購物中心、辦公室、飯店和倉庫。有些REITs 也從事不動產融資。大多數REITs 的股票都在主要的股市中自由進行交易。

三、美國不動產證券化的種類

不動產證券化主要可分為兩種型態：一為「合夥」型態，即不動產有限合夥；另一為「信託」型態，即不動產投資信託，以下就二者分別說明之。

（一）不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership；RELP）

所謂的不動產有限合夥（以下簡稱RELP），係由經理合夥人（General Partner）與有限合夥人（Limited Partner）組成，以不動產投資經營管理為目的，由有限合夥人出資負有限清償責任，經營合夥人負責經營管理該事業並負無限清償責任，類似於我國民法所謂的「隱名合夥」¹。

（二）不動產投資信託（Real Estate Investment Trusts；REITs）

不動產投資信託是以公司型態擁有且經營（大部分的REITs）具有收益之不動產，某部分的不動產投資信託提供不動產融資服務。不動產投資信託每年必須將至少 90% 的可稅收益（taxable income）以股利的方式與投資人分享。

美國REITs又區分為以下五種類型，概述意義如下：

1. 依投資型態

（1）權益型（Equity REITs）：

直接投資獲得產權，經營具有收益性不動產之投資組合，主要收入來自於租金收入或交易不動產所產生的資本利得。不同的權益型 REITs 收益視其經營者的經營策略會有所不同，常見的投資類型包括購物中心、公寓、辦公大樓、工業區、餐廳或旅館等等。權益型 REITs 受利率影響相對比較小，因為可以透過提升租金來提升現金流量。我國目前僅開放權益型 REITs

（2）抵押權型（Mortgage REITs）：

主要扮演金融仲介的角色，將所募集的資金貸放抵押貸款，因此不直接擁有經營不動產，收入來源是發放抵押貸款之手續費以及抵押貸款利息，以

¹ 民法第 700 條規定：「稱隱名合夥者，謂當事人約定，一方對於他方所經營之事業出資，而分受其營業所生之利益，及分擔其所生損失之契約」

及抵押貸款不動產部分的租金收入或資本利得，收益性類似一般債券，因此與市場利率呈反向變動。

(3)混合型(Hybrid REITs)：

為上述兩種類型之綜合體，由經營者依照景氣及經營策略有所調整。

表一：REITs 類型特性比較

項目	權益型 REITs	抵押權型 REITs	混合型 REITs
投資型態	直接參予不動產投資、經營	金融仲介者賺取利差	二者混合
投資標的	不動產本身	抵押債券及相關證券	二者混合
影響收益之主因	不動產景氣及績效	利率	二者混合
收益之穩定性	較低	較高	中
投資風險	較高	較低	中
類似的投資標的	股票	債券	二者混合
註：此處抵押型 REITs 之所以有較穩定的收益及較低的投資風險乃在不計違約風險之假設下。資料來源：林左裕，2000			

2.依組織方式

(1)契約型(SPT)：

投資人提供資金取得受益憑證，受託機構在資金運用上以信託契約為依據，並收取一定數額之服務費用，其他利益皆歸於受益人。

(2)公司型(SPC)：

設立以不動產投資為目的之公司，投資人提供資金取的公司股份，收益以股利的型態分配與投資人，經營管理則依照公司章程之規定。

3.依可否追加發行(贖回)

(1)開放型(open-end)：

REITs 存續期間委託人不得要求受託機構買回所持有之受益證券，受託機構也不

得任意追加發行證券。目前全球所發行的 REITs 大多以此為主。

(2)封閉型(close-end)：

REITs 存續期間可要求受託機構買回受益憑證，受託機構得追加發行受益證券。

4 依經營期限

(1)定期型：

發行初期即訂定期限出售或清算，而將投資所得依照事前約定分配與股東。

(2)不定期型：REITs 不訂有存續期間。

5.依結構型態

(1)傳統型：由受託機構直接持有並經營不動產

(2)UP REITs：

受託機構和不動產公司合作，成立經營型的有限合夥企業來持有房地產，由 REITs 提供資金，不動產公司提供不動產來賺取不動產的開發利潤。由於屬於有限合夥企業，課稅實體是合夥人而非企業，因此只有合夥企業不對外出售房地產，而物業權益移轉給 REITs 的行為將不被視為交易行為，因此可以規避交易所得稅。

(3)Down REITs：

運作結構類似 UpREITs，但是 DownREITs 主要是持有且經營不動產為主。

貳、美國不動產證券化發展沿革

一、源起

美國不動產投資信託觀念可追溯至 1880 年。美國「公司法」不准公司取得不動產及開發不動產，因而投資者為避開「公司法」規定，普遍運用習慣法、營業信託或「麻省諸塞州信託」，組成不動產投資，從事不動產開發等業務。因此，早期的不動產信託，即為現在不動產投資信託前身。

二、草創摸索階段

美國 REITs 發展的真正起源時點，當屬於 1960 年公布的內地稅則 (Internal Revenue Code) 與同年國會通過的「不動產投資信託法」(REIT Act)。REITs 成立之初的主要目的，在於使「基金」的流動性增加，而 REITs 所扮演的角色，則是一個中介機構，介於投資人與不動產所有人之間。此時期僅允許設立權益型不動產投資信託(Equity REITs)，在業務上即受到嚴格限制，只允許 REITs 公司擁有房地產，但不能營運和管理，因此 REITs 必須委託第三方對其所投資的房地產進行專案營運和管理，並支付其管理費用。1960 年的法案還允許 REITs 公司的虧損可以轉移給投資者，用來沖抵其應納稅所得市場緩慢成長，因此大多數的投資者並不喜好此種方式，至 1967 年只有 38 家成立。

三、快速發展階段

到了 1967 年開放抵押權型不動產投資信託 (Mortgage REITs)，適逢當時證券市場利率過高，而金融機構的存款利率因受到法令限制而無法及時提高，發生資金流向證券市場之現象，故 REITs 資產規模開始快速擴張，在 1968-1973 年間 REITs 資產成長近 20 倍，其中權益型有 209 家成立，抵押權型有 113 家成立。

四、迅速萎縮階段

1975 年以後，因短期的成長太過於快速，多數公司未能做好有效的投資策略，導致市場對貸款認購數量的稀少，及市場利率高漲，許多 REITs 紛紛破產、遭清算，市場的證券價格與投資人分配的股利也持續下跌，致使 REITs 不斷萎縮，於 1980 年跌至谷底，此時期也是美國不良資產問題最嚴重的時期。

五、逐漸復甦階段

由於前期的危機衝擊，使業者在經營上更講究投資的多樣性及分散風險的概念，紛紛將資產負債的比率降低，使財務槓桿能憑藉於資產本身的抵押。美國政府並於稅法修正案中，將總收入 (GPI) 來源規定必須要有 75% 是來自於不動產的有關部分，擴大其範圍，另將分配給股東的淨收入 (NOI)，由原先的 90% 修訂為 95%，期能健全市場，避免其繼續惡化。

六、穩定發展階段

REITs 再發展的契機，是在 1986 年稅制改革法案通過後，稅法改革限制了有限合夥 (limited partnership) 減稅優惠，允許 REITs 可直接經營資產，不需要再委外管理，使得權益型 REITs 在所有權與資產經營上有更強的基礎，而且在資產折舊計算上，也給予 REITs 較一般法人機構更多優惠。1993 年，開放退休基金得以投資 REITs，並將基金投資人視為持股計算單位，以使得不會因在至少 100 位持股人的規範下，違反前五人持股人不得超過 50% 的規定。至了 1999 年，再將分配給股東的淨收入 (NOI)，由原先的 95% 改回 90%，於是，REITs 又再度受到特定機構、公司及個別投資人的青睞，穩健發展至今。

參、相關法規制度與投資規範

一、組織規範

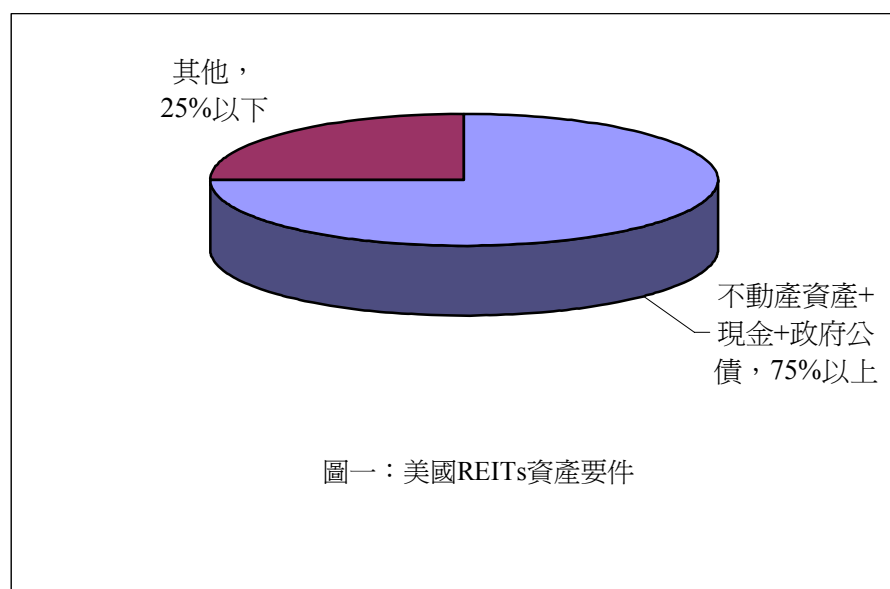
- (一)由一人或一人以上的董事或受託人所管。
- (二)REITs的證券需可移轉交易。
- (三)證券持有人最少須100人以上，且公司、合夥、信託、養老信託與其他中介者 (intermediaries) 皆視為1人。
- (四)前五大股東不得持有超過50%持股。

二、資產要件

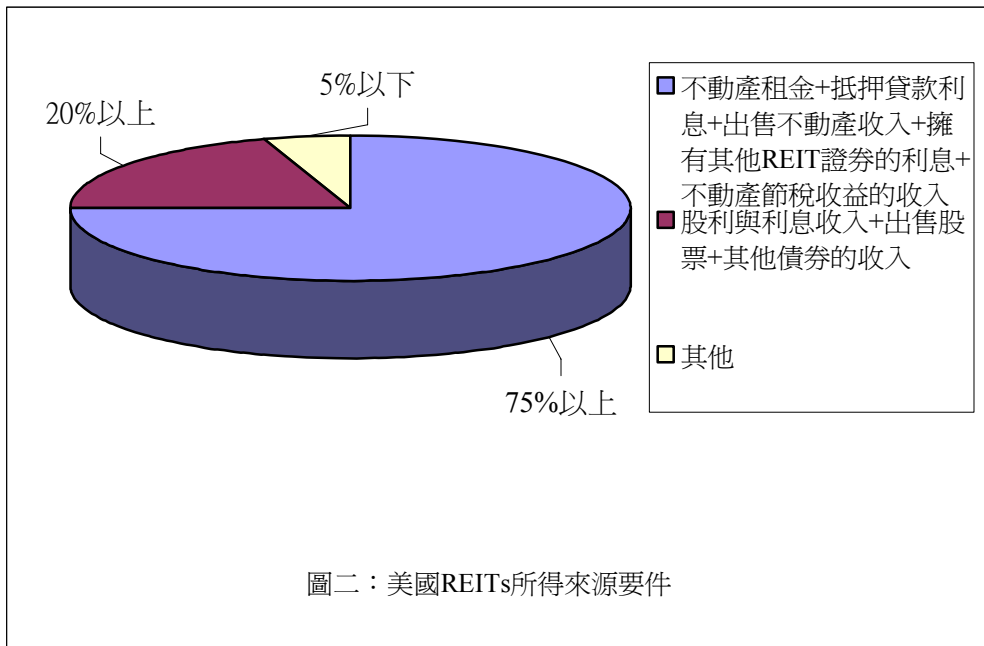
- (一)不動產資產加現金、政府公債，需大於或等於總資產的75%（不動產資產包括不動產、抵押放款、其他REIT的證券），如圖一所示。
- (二)不在前述的75%內的資產，不得有超過5%集中投資在某一家公司。
- (三)不能持有超過一家公司有表決權證券的10%以上。

三、所得來源要件

- (一)來自不動產租金、抵押貸款利息、出售不動產收入、擁有其他REIT證券的利息、不動產節稅收益的收入至少須佔總收益的75%。(見圖二)
- (二)來自上述75%總收益所規定的項目加上股利與利息收入、出售股票或其他債券的收入，至少佔95%的總收益。(見圖二)
- (三)不動產持有期間未達四年即出售的收入、股票或債券之持有期間，未達6個月即出售的所得必須小於總收益的30%。



資料來源：本組自行彙製



資料來源：本組自行彙製

四、收益分配

REITs 當年度90%或以上的可稅所得，必須以股利（dividends）分配給投資人，而其保留的所得獲股本利得，課徵普通公司稅。

五、公開發行規範

美國不動產投資信託之公開發行必須向證券管理委員會（SEC），以及所在州證券主管機關註冊。對於發行要件、發起人條件有多嚴格的規定。不動產投資信託也可私募不用登記。但需依據證券交易法，私募之投資人上限為35人。

六、資訊揭露規範

（一）初次揭露義務

依據美國證券法第五章規定，不動產投資信託發行人需先向證管會申報註冊報告書；而該報告書係依S-10的格式規定，要求詳細揭露關於業務、財產、管理及財務的重大事項，其中並包括完整的財務報表。

（二）繼續揭露之義務

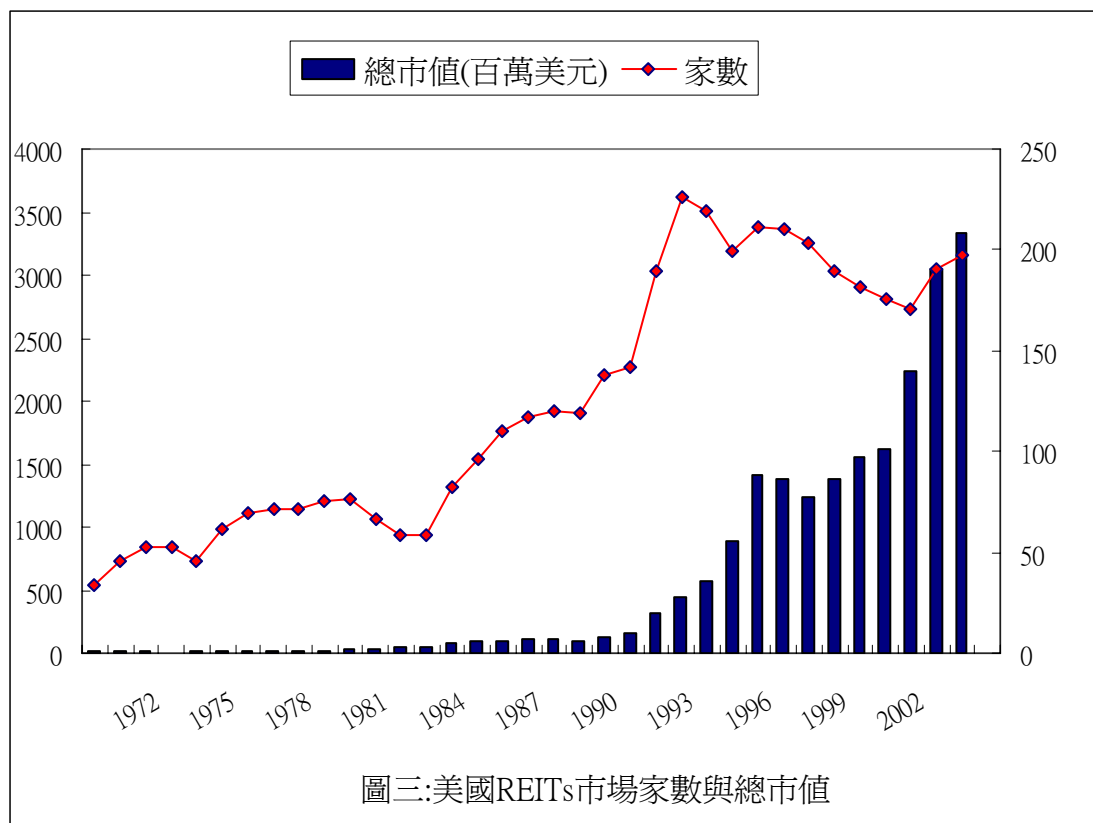
依據美國證券交易法第十三規定，不動產投資信託應於每會計年度終了後90天內，及第一、二、三季終了後45天內，定期向證管會申報最近年度與最近一季的業務及財務狀況。

肆、市場現況

（一）市場發展現況

不動產證券化發源於美國，美國不僅是全球最早發行 REITs 的國家，也是最成熟的市場，根據 NAREIT(National Association of Real Estate Investment Trust) 的統計資料顯示，從 1971 年開始，市場上從 14 檔 REITs 總市值約 14.4 億美元，發展至 2006 年 7 月底，市場上有 177 檔 REITs，市場規模約達到 3818 億美元左右。

目前市場上 177 檔的 REITs 當中，權益型有 138 檔，抵押權型有 33 檔，混合型有 6 檔，而權益型 REITs 大約佔總市值 90% 以上，顯示美國的 REITs 大約以權益型為主。



資料來源：NAREIT(1971-2006/7/31)

表二：美國 REITs 市場家數與總市值

年度	全體		權益型		抵押型		混合型	
	家數	總市值	家數	市值	家數	市值	家數	市值
1971	34	14.94	12	3.32	12	5.71	10	5.92
1972	46	18.81	17	3.77	18	7.75	11	7.29
1973	53	13.94	20	3.36	22	5.17	11	5.4
1974	53	7.12	19	2	22	2	12	2
1975	46	9.00	12	2.76	22	3.12	12	3.12
1976	62	13.08	27	4.1	22	4.16	13	4.83
1977	69	15.28	32	5.38	19	3.98	18	5.92
1978	71	14.12	33	5.76	19	3.4	19	4.96
1979	71	17.54	32	7.44	19	3.77	20	6.33
1980	75	22.99	35	9.42	21	5.1	19	8.47
1981	76	24.39	36	9.78	21	5.41	19	9.2
1982	66	32.99	30	10.71	20	11.33	16	10.94
1983	59	42.57	26	14.69	19	14.6	14	13.29
1984	59	50.85	25	17.95	20	18.01	14	14.89
1985	82	76.74	37	32.7	32	31.62	13	12.41
1986	96	99.24	45	43.36	35	36.26	16	19.62
1987	110	97.02	53	47.59	38	31.61	19	17.82
1988	117	114.35	56	61.42	40	36.21	21	16.73
1989	120	116.62	56	67.7	43	35.36	21	13.56
1990	119	87.37	58	55.52	43	25.49	18	6.36
1991	138	129.68	86	87.86	28	25.86	24	15.96
1992	142	159.12	89	111.71	30	27.73	23	19.68
1993	189	321.59	135	260.82	32	33.99	22	26.78
1994	226	443.06	175	388.12	29	25.03	22	29.91
1995	219	575.41	178	499.13	24	33.95	17	42.33
1996	199	887.76	166	783.02	20	47.79	13	56.96
1997	211	1405.34	176	1278.25	26	73.7	9	53.38
1998	210	1383.01	173	1269.05	28	54.81	9	49.16
1999	203	1242.62	167	1182.33	26	44.42	10	15.88
2000	189	1387.12	158	1344.31	22	16.32	9	26.52
2001	182	1548.99	151	1470.92	22	39.91	9	38.16
2002	176	1619.37	149	1512.72	20	71.46	7	35.19
2003	171	2242.12	144	2048	20	141.87	7	52.25
2004	190	3050.35	150	2736.29	33	247.74	7	66.22
2005	197	3333.92	152	3040.11	37	2393.46	8	597.89

資料來源：富邦證券股份有限公司

表三：2006年7月 REITs 投資績效

Investment Performance by Property Sector and Subsector¹

(Percent change, except where noted. All data as of July 31, 2006)

Property Sector/Subsector	Total Return			Dividend Yield ²	Number of REITs	Equity Market Capitalization ³	Implied Market Capitalization ³
	2005	July	Year to Date				
FTSE NAREIT Equity REIT Index	12.16	3.37	16.73	4.10	138	349,293,031	382,902,721
Industrial/Office	12.85	4.96	21.77	3.84	33	96,080,253	104,920,065
Industrial	15.42	5.33	14.80	3.49	6	21,675,747	22,499,643
Office	13.11	4.78	25.49	3.79	22	63,546,306	69,527,820
Mixed	7.40	5.38	15.22	4.89	5	10,858,200	12,892,622
Retail	11.80	2.99	9.58	4.10	32	91,040,182	104,286,541
Shopping Centers	9.27	4.23	14.94	4.09	17	41,046,444	42,151,005
Regional Malls	16.54	1.82	5.53	3.83	9	43,532,791	55,632,120
Free Standing	-0.49	3.49	6.18	6.23	6	6,460,947	6,483,416
Residential	13.67	4.11	25.10	3.71	21	60,827,202	66,873,955
Apartments	14.62	4.29	28.24	3.72	17	58,906,912	64,590,180
Manufactured Homes	-2.58	-1.38	-1.54	3.63	4	1,920,289	2,283,775
Diversified	9.87	4.35	20.12	4.33	12	25,724,301	29,119,913
Lodging/Resorts	9.78	-2.49	14.31	4.25	15	25,596,614	26,377,103
Health Care	1.79	4.17	12.13	6.33	12	16,564,354	16,816,005
Self Storage	26.55	4.76	16.81	3.33	5	16,239,280	16,443,183
Specialty	10.44	-0.32	4.09	4.98	8	17,220,845	18,085,937
			26.24				
FTSE NAREIT Hybrid REIT Index	-10.83	3.60	12.59	7.62	6	6,440,654	6,440,654
FTSE NAREIT Mortgage REIT Index	-23.19	-1.37	10.32	10.38	33	26,143,991	26,143,991
Home Financing	-25.95	-0.61	11.11	10.75	22	16,738,403	16,738,403
Commercial Financing	-16.08	-3.31	8.08	9.42	11	7,405,589	7,405,589

Source: FTSE[®] Group and National Association of Real Estate Investments Trusts[®].

Notes:

¹Data represent the constituents of the FTSE NAREIT All REIT Index.

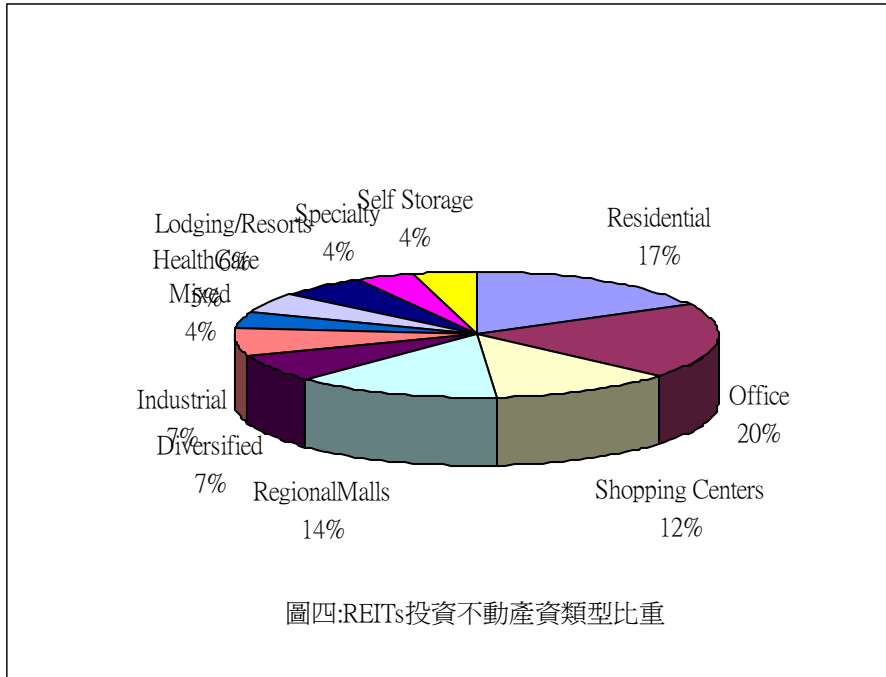
²Dividend yield quoted in percent and for month end.

³Equity market capitalization and implied market capitalization in thousands of dollars.

資料來源：NAREIT 網站

(二)REITs 投資各類型不動產現況

美國 REITs 發展最為成熟，因此投資資產類型也最多元，根據 NAREIT 所公佈的 2005 年底 REITs 投資資產分類顯示，以辦公室(office)20%所佔比例最高，依序是住宅(Residential)17%，地區性物廣場(Regional Mall)14%，購物中心(Shopping Center)12%，投資標的多元化(Diversified)7%，廠房(Industrial)7%，住宿/休閒度假(Lodging/Resort)6%，以廠辦混合式(Mixed)4%，特殊類型(Specialty)，倉庫(Self Storage)所佔比例最少。

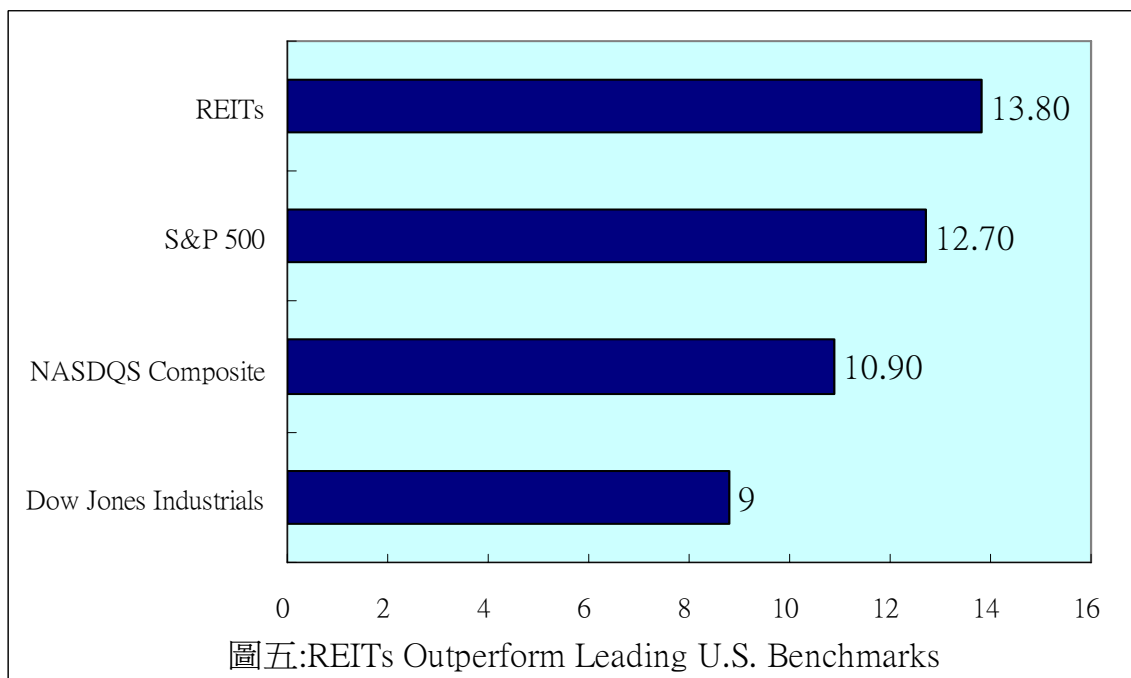


資料來源：NAREIT 網站

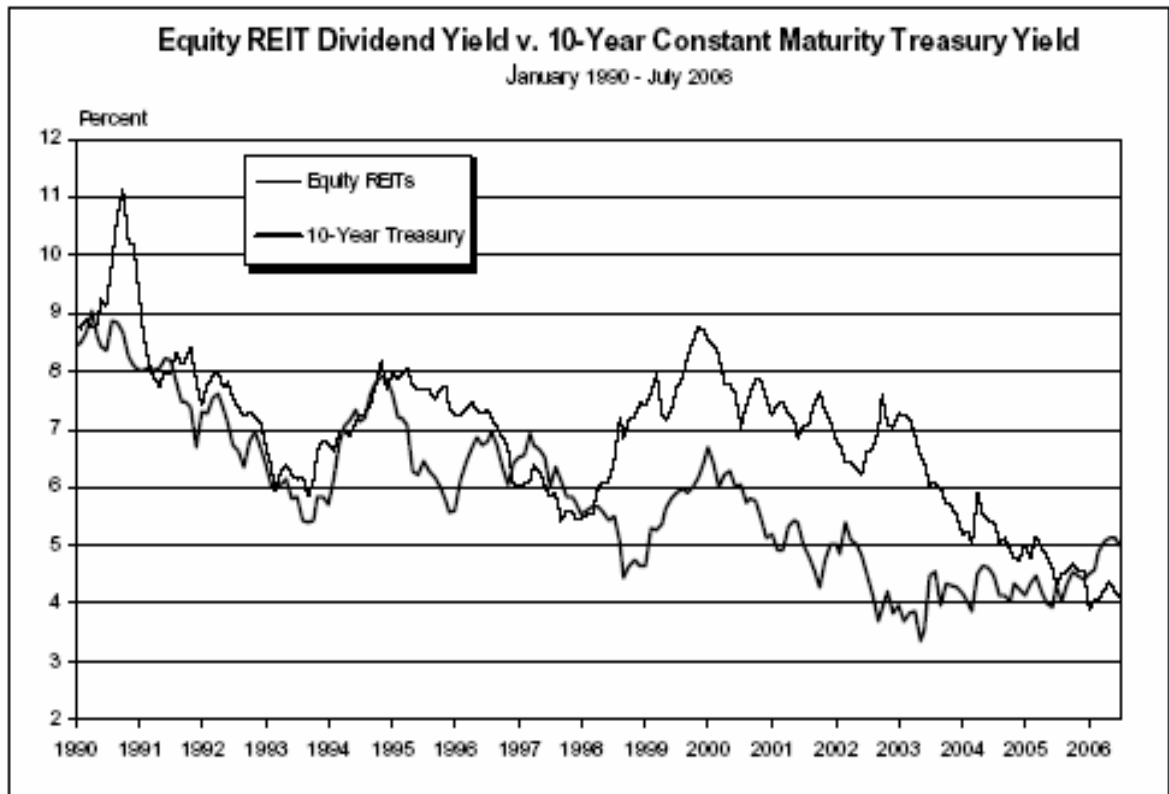
(三)REITs 投資報酬率比較

1.REITs 與美國其他重要投資指標比較

綜合近 30 年來，REITs 投資報酬率與美國股票投資指標的標竿(Benchmarks) 可
以發現，REITs 的表現優於其他股票指數投資報酬率。



資料來源：NAREIT(1975-2005)



圖六：權益型 REITs 與 10 年期政府公債相比

資料來源：NAREIT(1990-2006)

2. 權益型 REITs 與 10 年期政府公債相比

權益型不動產的配息與 10 年政府公債殖利率相比較，雖然近一年多政府公債報酬率優於 REITs，但是大致而言其表現優於政府公債。

伍、相關研究成果

一、財務投資相關議題

(一) REITs 是「不動產」或是「證券」？

--不動產

Geotzman and Ibbotson(1990)提出 REITs 的價格在於不動產本身。

--證券

1. Mengden and Hartzell(1986)實證結果發現 REITs 是一個混合型的證券，且對不動產投資人而言不是一個好的投資組合。
2. Lin,Hartzell,Greig and Grissom(1990)發現權益型 REITs 是股票市場的一部份，

但無法辨別出不動產是否為股票市場的一部份。

3. Corgel and Roger(1991)測試個別 REITs 發現 REITs 的報酬與股票市場報酬息息相關。
4. Lin,Hartzell,Greig and Griffiths(1992)以幾何平均的算法，調查 1962~1989 年間 REITs、股票與未發行證券之不動產在市場上所佔的百分比，發現 REITs 與股票是無法分割的，且 REITs 與不動產本身間的代理權不清楚。

--混合體

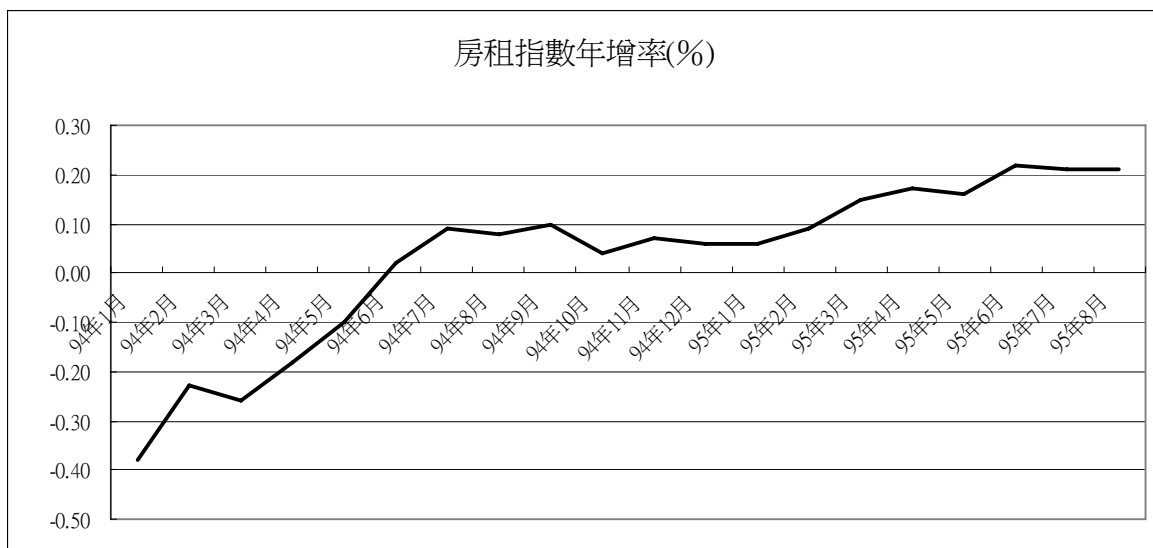
1. Ross and Zisler(1987)認為權益型 REITs 的真實價格不在於“權益”本身，而是在於所發行的證券及不動產本身的價值。
2. Clayton and Mackinnon(2000)研究結果顯示 REITs 市場與一般股票市場並非完全一致，認為 REITs 會同時受到不動產市場與股票市場影響。

--小結

REITs 究竟是不動產亦或股票，從美國的實證經驗中仍無法得到一致性的解答，但研究成果發現 REITs 與股票市場間是無法切割的，故多傾向 REITs 為證券之一種，惟因 REITs 兼具不動產的特性，因此推定 REITs 是一種混合型的證券。

國內之應用：

國內房租指數自民國 94 年 3 月有微幅下降外，自 4 月起便維持逐步上揚的走勢，其中除 94 年 10 月至 95 年 2 月間無明顯成長，其餘月份皆呈現增加的態樣；而觀察國內股票上市加權的歷史走勢圖，發現雖然波動幅度較房租指數年增率大，但其成長的趨勢是一致的，其中自民國 94 年 3 月起共經歷 3 次高峰，分別在 94 年 6 月、95 年 1 月與 4 月，目前正處在上揚的階段。但若進一步觀察國內 REITs 的歷史走勢圖可以發現，除晚近發行的三鼎與基泰之星外，其餘四檔 REITs 的趨勢大致一致，皆在 95 年 3~4 月間股價有明顯的漲幅，之後也同時在同年 7 月經歷小幅度的成長，且呈現緩步斗升的狀態，相較於房租指數年增率與上市加權歷史走勢，發現國內 REITs 股價的表現似乎與 95 年的房租指數年增率走勢較為相仿，因此，將上述文獻研究的結果應用於國內，仍無法得到究竟 REITs 是股票亦或不動產的解答。



圖三：房租指數年增率

資料來源：中央銀行主計處，本組自行製表



圖四：國內股票上市加權歷史走勢圖

資料來源：寶來證券股份有限公司

(二) 資產的取得與處份

1. Shilling, Sirmans and Wansley(1986)統計檢定 1970~1983 年間 REITs 在投資上取

得資產對股東權益有負面的影響，但實證結果不顯著，發現 REITs 取得資產對股東權益而言不一定會有負面影響。

2. Glascock, Davidso and Sirmans(1989)也有同樣的結果。

3. McIntosh, Ott and Liang(1993)發現當 REITs 處分資產時對使股東權益有顯著增加。

國內之應用：

國內目前尚無 REITs 處分資產的案例，僅有富邦一號於今年 7 月，以向銀行融資方式再買進潤泰中崙大樓商場部分，使得收益率就由原來預估的 3.85% 攀升到 4.63%，同時富邦一號的股價也有些微的上漲，且有趣的是，各檔 REITs 間似乎會有連鎖效應的情況產生，富邦一號增資使得報酬率上升，股價相對提高是有其原因，然而，同時間除了三鼎與基泰之星外，其餘各檔 REITs 股價也有小幅度的上揚，因此映證了 REITs 取得資產對股東權益而言不一定會有負面影響，反而可能會帶動整體的 REITs 市場。

(三) 市場訊息

1. Gau and Wang(1991)探討市場訊息對 REITs 評價之影響，研究結果發現無顯著影響。

2. Ghosh and Sirmans(1992)探討 REITs 股價變動，發現不動產負面訊息會顯著影響股

票、保險公司與 REITs。

國內之應用：

市場訊息有好的訊息與壞的訊息，美國實證研究顯示不動產負面訊息會顯著影響 REITs，但市場訊息對 REITs 評價卻無顯著關係，因此，以國內富邦一號與國泰一號為例，來看市場訊息對國內 REITs 有何影響。

1. 好的訊息：

95 年 4 月 25 日，最新一期的公務人員財產申報顯示，第一夫人吳淑珍拿四千萬元存款購買富邦一號。隔日股市一開盤，富邦一號在散戶螞蟻雄兵的簇擁下，立刻從 10.82 元直衝 11.32 元價位，漲幅高達 4.6%，一舉打響富邦一號的名聲。而其他 REITs，如國泰一號、新光一號，交易量也同步加溫，成為市場矚目的類股焦點。(資料來源：

蕃薯藤新聞，<http://news.yam.com/cnyes/fn/200605/20060504611581.html>)

日期	95/04/25	日期	95/04/26	日期	95/04/27
開盤	10.75	開盤	11.00	開盤	11.00
最高	10.85	最高	11.32	最高	11.23
最低	10.74	最低	10.90	最低	11.00
收盤	10.82	收盤	10.90	收盤	11.09
漲跌	0.10	漲跌	0.08	漲跌	0.19
成交量	6162	成交量	5693	成交量	4281
5均價	10.71	5均價	10.76	5均價	10.84
20均價	10.60	20均價	10.62	20均價	10.65
60均價	10.50	60均價	10.51	60均價	10.52
120均價	10.43	120均價	10.44	120均價	10.45
240均價	10.31	240均價	10.31	240均價	10.32
5均量	2485.00	5均量	3439.00	5均量	4033.80
10均量	1471.50	10均量	2033.90	10均量	2366.00
5RSI	100.00	5RSI	100.00	5RSI	100.00
10RSI	95.45	10RSI	100.00	10RSI	100.00
RSV 值	88.00	RSV 值	40.85	RSV 值	67.14
9K值	83.84	9K值	69.51	9K值	68.72
9D值	82.94	9D值	78.46	9D值	75.21
DIF	0.06	DIF	0.08	DIF	0.10

日期	95/04/28
開盤	11.00
最高	11.09
最低	10.50
收盤	11.03
漲跌	-0.06
成交量	8183
5均價	10.91
20均價	10.67
60均價	10.53
120均價	10.45
240均價	10.32
5均量	5050.00
10均量	3174.20
5RSI	86.05
10RSI	88.68
RSV 值	64.63
9K值	67.36
9D值	72.59
DIF	0.12

2. 壞的消息：

95年6月5日國泰一號基金所屬之不動產標的台北喜來登飯店於中午發生火警，經飯店粗略預估營業，損失約百餘萬元之譜，相關設施是否損壞正逐項查明統計中(資料來源：公開資訊觀測站)。

日期	95/06/06
開盤	10.33
最高	10.40
最低	10.33
收盤	10.37
漲跌	0.04
成交量	1612
5均價	10.42
20均價	10.61
60均價	10.46
120均價	10.31
240均價	0.00
5均量	1955.80
10均量	2365.30
5RSI	18.18
10RSI	25.00
RSV 值	17.65
9K值	15.74
9D值	16.19
DIF	-0.05

日期	95/06/07
開盤	10.37
最高	10.38
最低	10.35
收盤	10.35
漲跌	-0.02
成交量	1299
5均價	10.39
20均價	10.59
60均價	10.46
120均價	10.31
240均價	0.00
5均量	1678.60
10均量	1901.10
5RSI	21.05
10RSI	21.95
RSV 值	14.81
9K值	15.43
9D值	15.93
DIF	-0.06

日期	95/06/08
開盤	10.35
最高	10.35
最低	10.30
收盤	10.31
漲跌	-0.04
成交量	3326
5均價	10.36
20均價	10.56
60均價	10.46
120均價	10.32
240均價	0.00
5均量	2227.00
10均量	1943.20
5RSI	21.05
10RSI	26.47
RSV 值	4.55
9K值	11.80
9D值	14.56
DIF	-0.07

日期	95/06/09
開盤	10.30
最高	10.31
最低	10.25
收盤	10.27
漲跌	-0.04
成交量	3561
5均價	10.33
20均價	10.53
60均價	10.46
120均價	10.32
240均價	0.00
5均量	2854.60
10均量	2083.20
5RSI	28.57
10RSI	24.32
RSV 值	7.41
9K值	10.34
9D值	13.15
DIF	-0.08

→由上述二個案例發現，好的市場訊息的確會帶動 REITs 價格的上揚，但是市場上壞的訊息似乎對 REITs 股價無顯著影響。

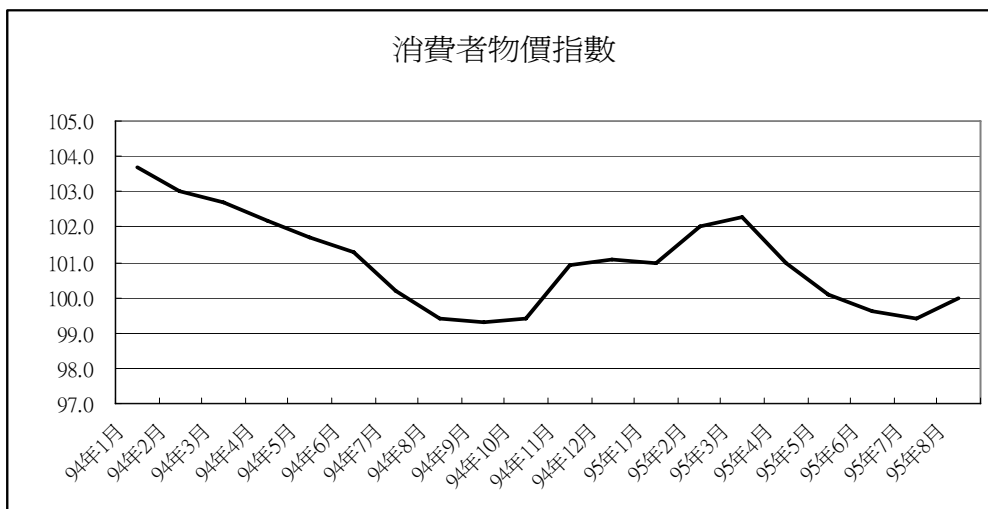
(四) 避險

1. 通貨膨脹

- (1) Gyourko and Linneman(1988)使用 1973~1986 年間的 REITs 資料，發現 REITs 報酬與通化膨脹間具有相當負向關係。
- (2) Murphy and Klieman(1989)檢測 NAREIT 在 1972~1985 年間連續的月報酬，發現 REITs 報酬與預期及非預期通貨膨脹間皆在統計上有顯著的負向關係。
- (3) Park, Mullineaux and Chew(1990)使用與上述相同時期的 NAREIT 資料與二個預期通貨膨脹的替代值(T-bills 與一個根據調查的測定數)，提出無論如何測度仍無法規避預期與非預期的通貨膨脹。
- (4) Chen, Hendershott and Sanders(1990)與 Liu and Mei(1992)皆發現 REITs 報酬和通貨膨脹間存在長期同向的關係。
- (5) Chen, Erickson and Wang(2003)提出 REITs 股票上下坡動的走勢與 CPI 指數相符。

國內之應用：

國內通貨膨脹情況以消費者物價指數的高低作為代表，發現自民國 94 年 1 月起國內 CPI 指數便一路下滑，直至 94 年 10 月才開始上揚，至 95 年 3 月後又開始走下坡，然而這與國內 REITs 股價呈現緩步斗升的態樣不一致，故儘管美國部份實證研究支持 REITs 可有效對抗通貨膨脹，但國內目前礙於研究時間不足，仍無法提出如此的說法。



圖五：消費者物價指數

資料來源：中央銀行主計處，本組自行製表

2. 利率變動

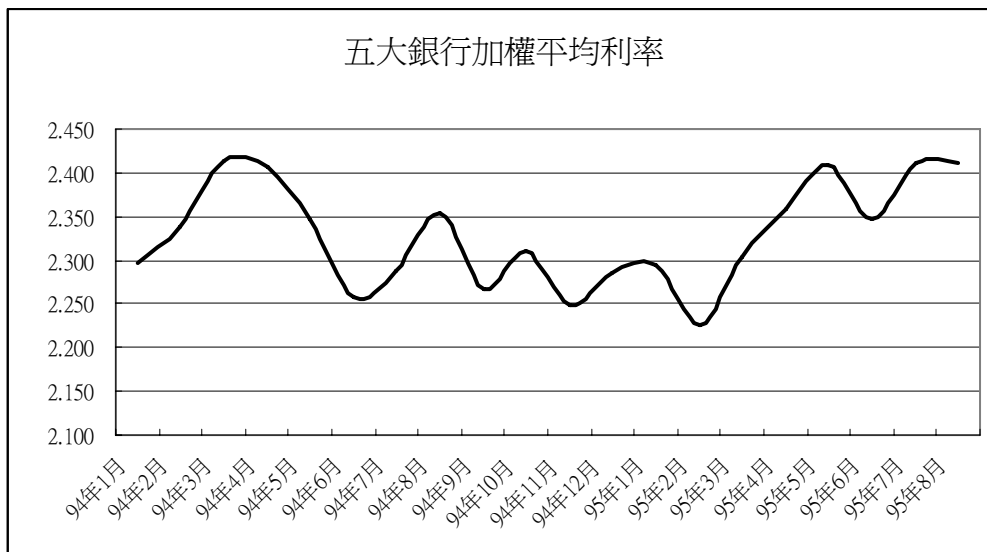
- (1) Chen and Tzang(1988)發現 1973~1979 年間抵押權與混合型 REITs 對長期利率變動具有敏感度；而 1980~1985 年間則對長短期利率變動有敏感度。
- (2) Mengden(1988)提出抵押權型 REITs 相對於權益型 REITs 有較高的存續期

間，因此對於短期利率的變動更具敏感性。

(3) Mueller and Pauley(1995)發現不同利率環境下，REITs 股價會有不同的表現：在利率上升期間，REITs 的價格通常下跌；而在利率下降時，價格會增加。

國內之應用：

由於國內研究時間不足，因此由五大銀行加權平均利率與國內目前各檔 REITs 的股價相比，發現兩者間並無明顯的關係，故無法得知國內 REITs 對於利率變動有無敏感性。



圖六：五大銀行加權平均利率

資料來源：中央銀行金融統計月報，本組自行製表

二、經營管理效率

衡量 REITs 經營管理效率的方法中，有規模效率、多樣化效率與 X 效率。規模效率係指 REITs 在既定的資產淨值或總出租面積下，所投入的營運費用、管理費、一般及行政支出及利息支出等費用，能營運在 U 型成本曲線的最低點，若是，則稱為該檔 REITs 具有規模效率，其中，各檔 REITs 規模經濟的範圍又可進一步區分為規模報酬變動(VRS,variable returns to scale)、規模報酬增加(IRS,increasing returns to scale)、規模報酬遞減(DRS,decreasing returns to scale)以及規模報酬不變(CRS,constant returns to scale)²；而多樣化效率係指在相同費用支出的使用下，一間 REITs 公司發行二檔或多檔 REITs，會因長期平均成本下降而較個別 REITs 公司發行一檔 REITs 更有效率；X 效率則係指在有限的費用支出之

² 規模報酬變動(VRS,variable returns to scale)係指 REITs 報酬會隨規模而改變，有規模報酬增加(IRS,increasing returns to scale)與規模報酬遞減(DRS,decreasing returns to scale)，前者指 REITs 報酬會隨規模增加而增加，後者則指 REITs 報酬隨規模增加而降低；此外，另有規模報酬不變(CRS,constant returns to scale)，係指 REITs 不隨規模而改變。

下，所能得到最高的資產淨值或總出租面積，若該檔 REITs 營運在效率成本前緣，則表示該檔 REITs 具有 X 效率。

(一)規模效率(規模經濟)與多樣化效率

過去在 REIT 的效率研究中，多著重在規模經濟的探討，如 Allen and Sirman(1987)以 1977~1983 年間自 REIT 合併所獲得的報酬發現：REIT 合併與較佳的資產使用所產生的正向異常報酬，顯示出 REIT 有潛在的規模經濟；McIntosh et al.(1989)指出 1969~1986 年間的 REIT 合併，同樣可獲得顯著正向的報酬；Linneman(1997)提出 REIT 合併的步驟之所以繼續，是因為效率的獲得仍然被實現；Capozza and Seguin(1998)發現 REIT 隨規模減少會增加管理費用的支出，故顯示 REIT 在經營管理上有規模經濟存在。然而，同樣也有文獻指出，REIT 規模經濟並不存在，如 Corgel et al.(1995)提出 REIT 不動產價值無規模經濟存在的證據；而 McIntosh et al.(1991)和 McIntosh(1995)提出證據反對 REIT 有規模經濟存在，先前 REIT 價格有正面影響是因為利潤受規模的轉換，而較小的 REIT 實際上才有較高的風險溢酬。故綜合上述，在 2000 年以前 REIT 有無規模經濟這項議題仍然沒有一致性的答案。

然而，自 2000 年之後，REIT 有無規模經濟這項議題有了新的突破。Ambrose et al.(2005)提出 1980~1990 年間 REIT 的研究著重在 1970~1980 年代的個案，然而，當時的大型 REIT 在今日相對較小，且早期法令限制 REIT 資產擴張或獲得規模經濟的能力，因此，對早期研究指出 REIT 不具規模經濟的結果無須感到訝異；而 1990~2000 年間的研究，係使用 1980~1990 年間的 REIT 資料，指出在研究期間內 REIT 存在規模經濟，且大多數的研究企圖獨立 REIT 的成本支出、利潤成長和資產成本來個別觀察規模經濟的效益，並建立大型 REIT 有潛在成長而有較多利得的假設，但即使如此，大範圍或大量的 REIT 合併仍然無法充分獲得規模經濟的效益。且 Campbell et al.(2001)發現 1994~1998 年間 REIT 合併會獲得負向的報酬，是因為 REIT 透過合併通常可獲得顯著的地理區位分散，因此這些分散可能會限制規模經濟的機會，故 REIT 獲得正向報酬是由於規模經濟所致，可是負向報酬卻非來自規模不經濟。故由上可知，其實過去有關 REIT 有無規模經濟的爭點主要係於研究時間與空間上的差異所致，總體而言，REIT 在成本支出、利潤成本與資產成本上是有所謂的規模經濟。然而，過去研究很難指出不動產業間合併存在規模經濟，其原因有二：

- (1) 大多數的 REIT 在規模上相近，且可用的統計方法在估計規模經濟時，不易充分正確地捕捉橫斷面的變化(cross-sectional variations)。
- (2) 公司藉由成長獲得規模經濟不易且耗時，而且整合的痛苦通常較利益獲得更早發生。(Ambrose et al., 2005)

(二)X 效率

規模效率和多樣化效率關心的是 REITs 產出的選擇，而 X 效率關心的是 REITs 投入的使用，因此，X 效率較規模效率或多樣化效率對公司或整體市場表現上更為重要，因為規模效率與多樣化效率主要取決於 REITs 發行的規模與類型，是事先必須決定好的，除非透過擴張或合併，否則很難藉由規模或數量的改變來增進績效，但 X 效率不同，它可藉由較佳的資產管理或其他方式來加以改善，效率與否完全取決於 REITs 管理者的能力，故對 REITs 而言，在既定的發行條件下，X 效率的確更能有效地改善其經營管理績效，可是相較於前二者，X 效率在過去研究中卻較不受重視，推測原因可能是對不動產領域而言，X 效率仍是一項新的技術，尚在初期發展階段，所以在研究的數量上較為缺乏³，且雖然仍有許多研究對 REITs 有無規模經濟仍無一致的看法，但 Campbell et al.(2001)與 Ambrose et al.(2005)提出之所以會有不同的爭論，主要原因在於不同時期的 REITs 特徵各有不同，因此造成研究結果上的不同，且 REITs 合併除了不動產類型分散外，往往伴隨著區位的分散，故會限制 REITs 獲得規模經濟的機會，所以自此之後便少有對此課題加以探究，相對地，投資人所關心的 REITs 選擇與投資組合績效便在近年來成為學者關注的焦點，因此，X 效率便成為晚近 REITs 效率研究的重點。

而過去在 REITs 的 X 效率研究中，Leibenstein(1966)提出 X 效率分析適用於總體與個體經濟，在總體經濟中，X 效率的平均水準理論上和產業整體的競爭結構有關：若為完全競爭市場，則 REITs 必須營運在效率前緣或接近效率前緣上，如此才得以競爭與存活，故效率市場的 X 效率程度高，無效率市場的 X 無效率程度高；另在個體經濟中，個別 REITs 有能力決定該如何做以達到效率前緣，並了解何種特徵可以提高或降低公司效率。Anderson and Springer(2003)提出以 X 效率與資產淨值比(PNAV)作為 REITs 投資組合或選擇的工具是值得信賴的，且結合 PNAV 率更能有效指出 REITs 未來潛在的表現，而使用該準則所選擇的 REITs 在第一年有優越的表現，平均高於 NAREIT 指數 600 點(basis point)⁴，之後的五年內也皆有不錯的表現。Anderson et al.(2002)提出 X 無效率較規模不經濟更為重要，且實證結果發現 X 無效率存在於 REITs，且不良的投入使用為主要原因，尤其是對權益型 REITs。故由上述可知，X 效率作為 REITs 選擇的依據是值得信賴的，但 REITs 卻普遍存在 X 無效率，且僅有少數文獻以此為研究。

其中，有部分文獻更進一步探討影響 REITs 經營管理效率的因素為何，Anderson et al.(2002)指出規模較大的 REITs 較有效率，且內部管理會提高 REITs 的總效率，又負債比增加或不動產類型分散皆會有較多的成本支出，因此會降低 REITs 的純粹技術效率；但 Topuz(2002)雖也同意大規模與內部管理的 REITs 較

³ 參考資料：Anderson and Springer(2002)

⁴ 100 個 basis point 等於 1%，故一年平均高於 NAREIT 指數 600 點，即高於 NAREIT 指數 6%。

有效率，且高負債比將使 REITs 效率下降，可是實證結果卻顯示不動產與區位分散對 REITs 效率的影響並不顯著，指出不動產類型與區位的分散並不會造成費用支出的無效率，意味著 REITs 經營管理團隊有良好的技術與知識，此外，REITs 總資產的成長率與不動產市場競爭，對 REITs 效率有正向變動關係，但決策者與管理者相同時對 REITs 的成本、配置與規模效率均有負向影響，顯示 REITs 存在代理問題；又 Devaney and Weber(2005)實證結果顯示，風險是 REITs 經營管理或效率研究中不可缺少的，忽略風險的結果，將使有效率的 REITs 變成無效率，且使用系統風險的顯著水準高於使用總風險。故由上可知，影響 REITs 效率的因素有規模、市場競爭、貸款總額、負債比、不動產類型與區位集中、管理形式、風險與資產成長率，但其中不僅各變數對 REITs 效率影響的方向不盡相同，且各變數對不同種類的效率也有不同的影響。

國內之應用：

由於 REITs 經營管理之效率是近年來新興的議題，國內目前尚無相關效率之研究，因此，在國內無可供參考之資料限制下，勢必要援引國外相關文獻之研究成果，作部份的調整與應用，但由於國內外 REITs 發展的背景與制度等皆各有不同，在應用上往往會遇到適用上的困難，故以下將可能之困境與本文之解決方法說明如后，並進一步衡量亞洲各國與國內目前已公開交易 REITs 的效率。

(一) 組織型態不同造成適用上的疑慮

美國 REITs 的組織型態是採公司制與契約制雙軌之型態，但實際上現行美國所成立的 REITs 大都採公司制之組織(公開發行或上市公司)，然而，國內僅允許 REITs 採契約制型態，且不似美國允許開放型之基金形式，國內只容許 REITs 採封閉型基金之形式，因此，在研究成果之應用上有直接套用的困難，故欲克服組織型態不同所造成的差異，本研究未來在 REITs 效率的相關研究中，同時兼採美國 REITs 與國內共同基金之經驗，以互補各自之不足(表五)。

表五：組織型態之比較

類型	美國 REITs	國內 REITs	共同基金
組織型態	公司制與契約制 (但實際上皆為公司制)	契約制	契約制
基金型態	開放型	封閉型	開放型與封閉型皆有
存續期間	不定存續期間	不定存續期間	不定存續期間
投資標的	不動產、現金和政府公債 佔資產價值 75%以上	以有穩定收入之不動產 及其相關權利或依不動 產證券化條例、金融資產 證券化條例發行之受益 證券，並佔資產價值 75%	視其基金類型投資於股 票、債券等金融商品
分配比例	95%	90%	視基金規定

(二) 時間序列不足造成實證上的限制

由於國內 REITs 研究時間不足，僅有富邦一號的發行時間超過一年，故無法同國外 REITs 資料以財務報表上所提供之數據為基準，僅能以公開說明書中 2006 年財務預測所提供之數值為參考，雖然財務預測與財務報表間的數值可能會有差距，但由於國內主管機關對於財務預測的要求十分嚴格，且由富邦一號與國泰一號去年所公佈的財務報表來看，兩者間的差距不到 0.5%，因此，本研究在國內 REITs 的成本與財務資料仍以財務預測為依據，故將之列為本研究之研究限制。

(三) 變數選取的困難

國外 REITs 效率研究在產出變數方面多以總資產為代表，投入變數則以營運成本、一般及行政管理成本、管理費與利息支出加以代替；但 DEA 效率估計於國內共同基金之應用上，在產出變數上多以報酬率為代表，又投入變數在種類上有很大的差異，不僅與國外之 REITs 效率研究有很大的出入，在共同基金的研究中也非常不同(表六)，然而，由於 REITs 特殊的制度，在國內除了總資產規模的表現外，契約型 REITs 係以追求投資人長期穩定的租金收益為目的，因此營運現金流量(FFO)同樣重要，同時更可反映其租金收益的報酬率。可是雖 DEA 具有無需特定形式方程式與可處理多重投入-產出變數等優點，但其仍有樣本數、產出項不能為負與對變數變化相當敏感等限制，因此，在投入-產出變數的選擇上無法採用 FFO，因為新加坡的會計審查制度中有折舊攤提的部份，且較重視股利率等財務資訊，故未提供 FFO 的相關資料，所以改以意義相近的營業淨利來作為報酬率與營運現金流量的代表。

因此，本研究未來在衡量國內 REITs 經營管理效率將以總資產、營業收入與營業淨利為產出變數；又在投入變數中，國外的 REITs 效率研究多以各項成本加

以取代，但國內共同基金之研究則多以財務比率為代表，但由於國內 REITs 有嚴格的資產、收益、分配等限制，必須有 75% 的收益來自不動產租金等相關權益，另投資於金融債券及其他不動產相關權利的收益不得超過 25%，故受限於投資種類與比例，國內 REITs 財務比率影響其效率的程度應該不大，因此，以各項成本作為投入變數似乎較為適當，故將以房地產營業費用與總營業費用作為投入變數，來看國內與亞洲其他各國 REITs 的管理績效。

(四) 實證分析

國內 REITs 經營管理效率衡量所需之財務與成本資料來自各檔 REITs 之公開說明書，資料來源為公開資訊觀測站，國外 REITs 的成本與財務資料則來自於 Bloomg REITs 資料庫，其中投入變數有房地產營業費用與總營業費用，產出變數有總資產、營業收入與營業淨利；研究時間為 2006 年一年。

表六：變數選取之比較

類型	產出		投入	作者
國外 REITs	總資產		營運成本、一般及管理成本、管理費與利息支出	Anderson et al.(2002); Anderson and Springer(2003)
			利息支出與營運成本(不動產維護費用、管理費、不動產稅)	Topuz(2002)
	報酬率		槓桿比率、資產淨值比、FFO、MFFO、不動產類型與顧問形式	Devaney and Weber(2005)
國內共同基金	報酬率	月	年化標準差、系統風險、週轉率及各項費率(經理費、保管費與其他)	林美珍(2003)
		年	年化標準差、系統風險、基金規模	吳宗達(2005)
			投資比率、交易費用率、管理費用率(經理費、管理費與雜支)及基金規模、所屬投信、基金成立時間等外生變數	范遠華(2004)
	基金規模		傳統財務比率、基金經理公司特徵、基金特徵值與基金經理人特質	湯美玲(2005)

以 DEA 衡量國內與其他亞洲各國 REITs 之經營管理效率，發現國內 REITs 不僅技術效率最高，且規模效率也遠較其他國家為高，其次為香港與新加坡，而以日本 REITs 的效率最低。然而，如此的實證結果卻與 Leibenstein(1966)提出 X 效率在總體經濟中，若產業整體的競爭結構為完全競爭市場，則 REITs 必須營運在效率前緣或接近效率前緣上，如此才得以競爭與存活，故效率市場的 X 效率程度高，無效率市場的 X 無效率程度高的理論基礎相衝突，實證結果反而是發展相對較為成熟且市場競爭較為激烈的日本 REITs 效率最低、新加坡次之，可能

原因是各檔 REITs 為了創造更多的租金收益與獲利，因此不斷地舉債以購置新的不動產，藉此提升該 REITs 的營業收入，而使得負債比增加，同時也造成利息費用的提高，因而使得整體 REITs 的管理績效下降。此外，實證結果亦發現包含台灣 REITs 在內，日本、新加坡與香港 REITs 皆處於規模報酬遞減的狀態，除國內較不顯著外，其餘各國之規模效率皆在 0.5~0.65 之間，不過除了香港之外，各國的規模效率皆較純粹技術效率為高，但其間之差異不大，表示兩者間是互有同向變動關係(表七)。

同時進一步衡量國內目前各檔 REITs 的效率表現，發現國內 REITs 除富邦一號與新光一號外，普遍具有技術效率，而三鼎更達效率前緣，主要原因是較高的規模效率與純粹技術效率，表示國內 REITs 在成本的使用上不僅有良好的運用，且營運在適當的規模上。至於富邦一號與新光一號較無效率的原因則各有不同，富邦一號無效率的原因來自於純粹技術較無效率，表示富邦一號在成本的使用尚未盡效率，可見若 REITs 舉債會對整體的管理績效造成不良的影響；而新光一號較無效率是因為未營運在適當的規模上，表示若新光一號能減少其部分營業收入，將能有效降低其費用之支出。

表七：亞洲各國 REITs 之 DEA 效率

項目		技術效率		純粹技術效率		規模效率		
樣本		平均值	標準差	平均值	標準差	平均值	標準差	規模
日本	26	0.252	0.101	0.503	0.195	0.519	0.145	規模報酬遞減
新加坡	12	0.323	0.241	0.563	0.324	0.635	0.250	規模報酬遞減
香港	4	0.586	0.227	1.000	0.000	0.586	0.227	規模報酬遞減
台灣	6	0.832	0.295	0.902	0.173	0.920	0.114	規模報酬遞減
All	48	0.370	0.216	0.609	0.173	0.604	0.182	規模報酬遞減

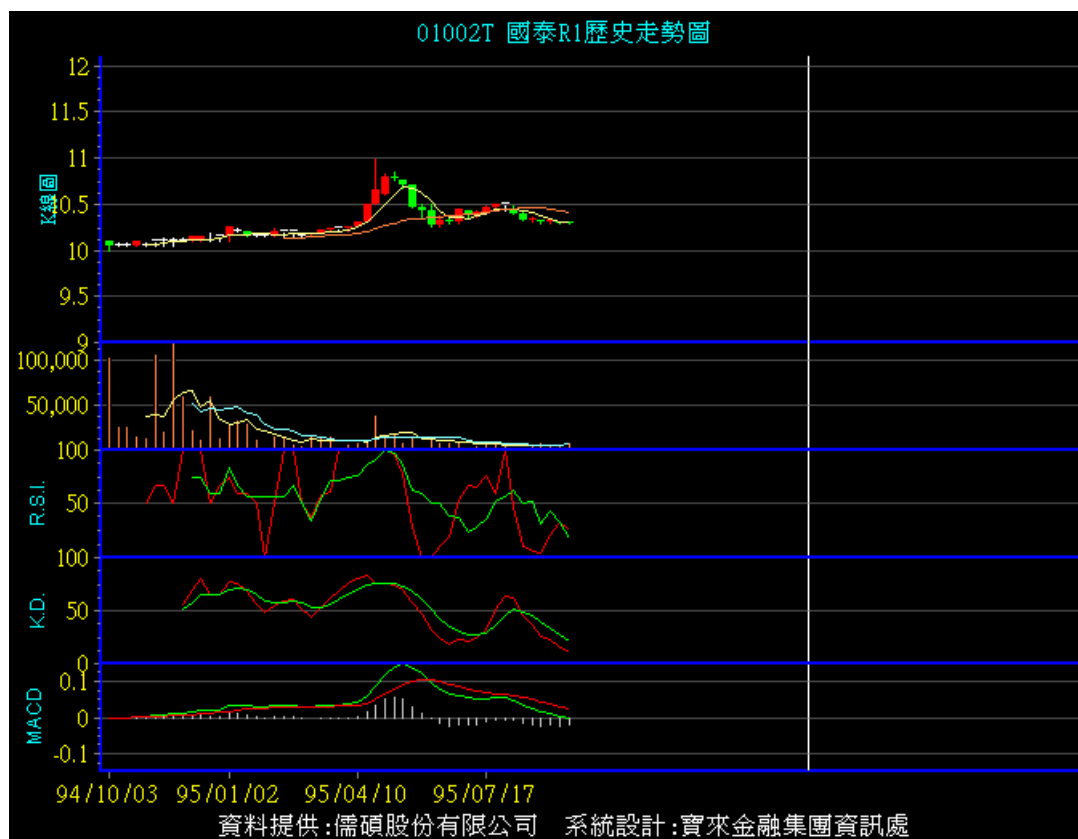
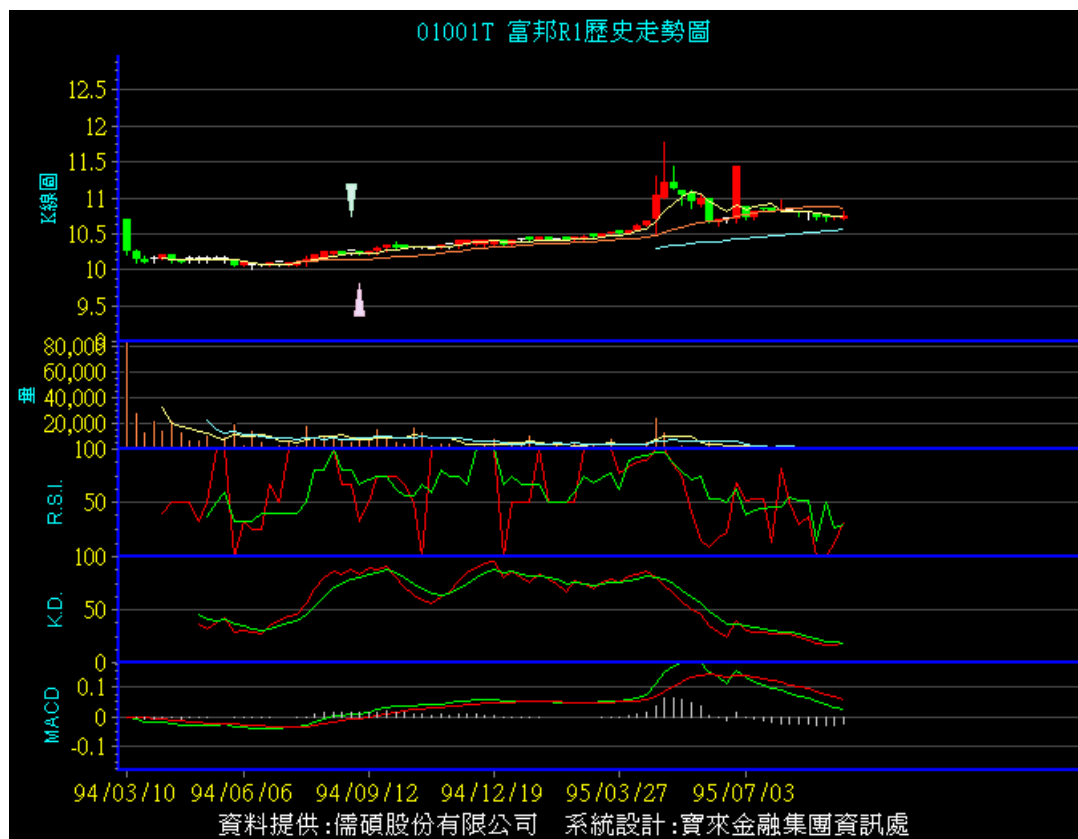
表八：國內 REITs 之 DEA 效率

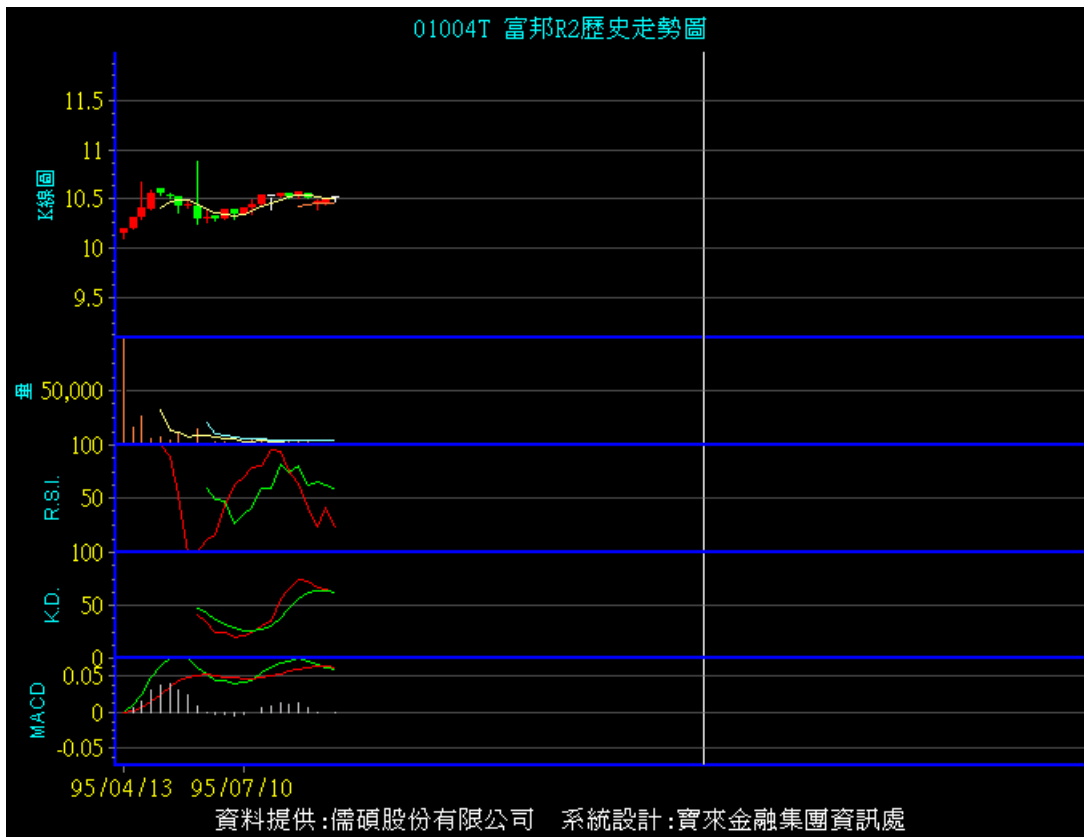
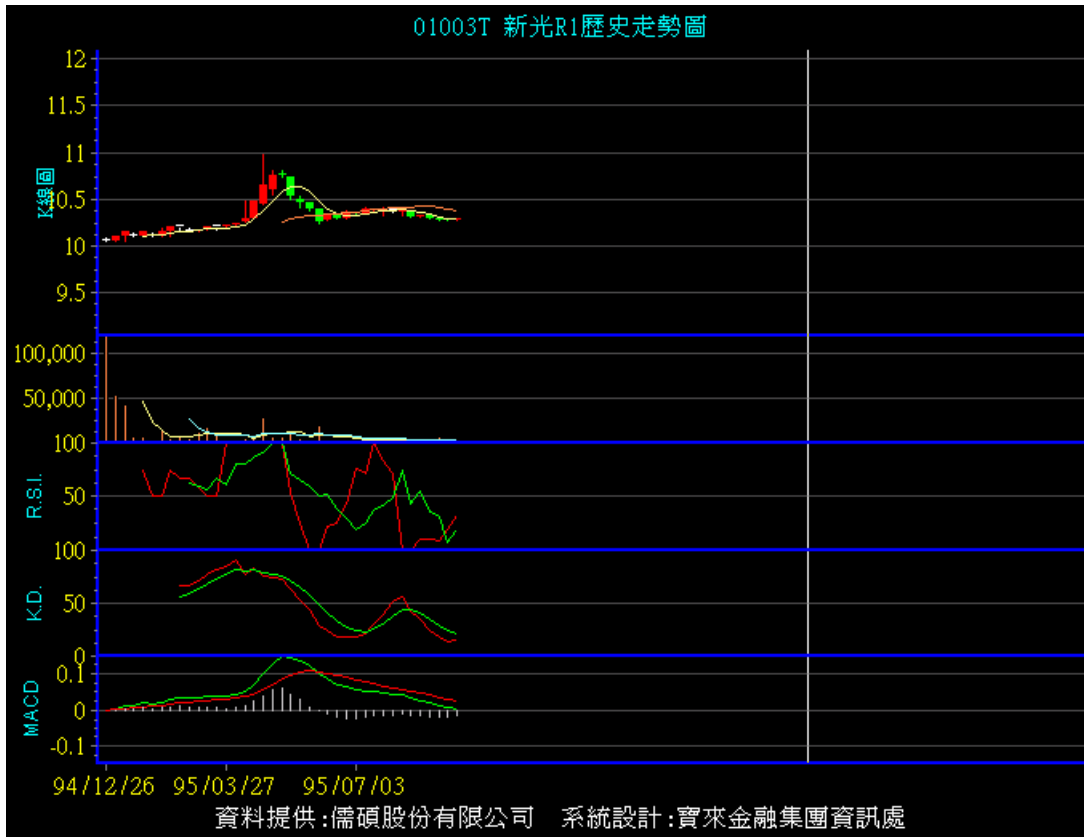
項目	技術效率	純粹技術效率	規模效率	規模報酬
富邦一號	0.558	0.574	0.972	規模報酬遞減
國泰一號	0.963	1.000	0.963	規模報酬遞減
新光一號	0.584	0.836	0.699	規模報酬遞減
富邦二號	0.898	1.000	0.898	規模報酬遞減
三鼎	1.000	1.000	1.000	--
基泰之星	0.986	1.000	0.986	規模報酬遞減
平均值	0.832	0.902	0.920	
標準差	0.205	0.173	0.114	

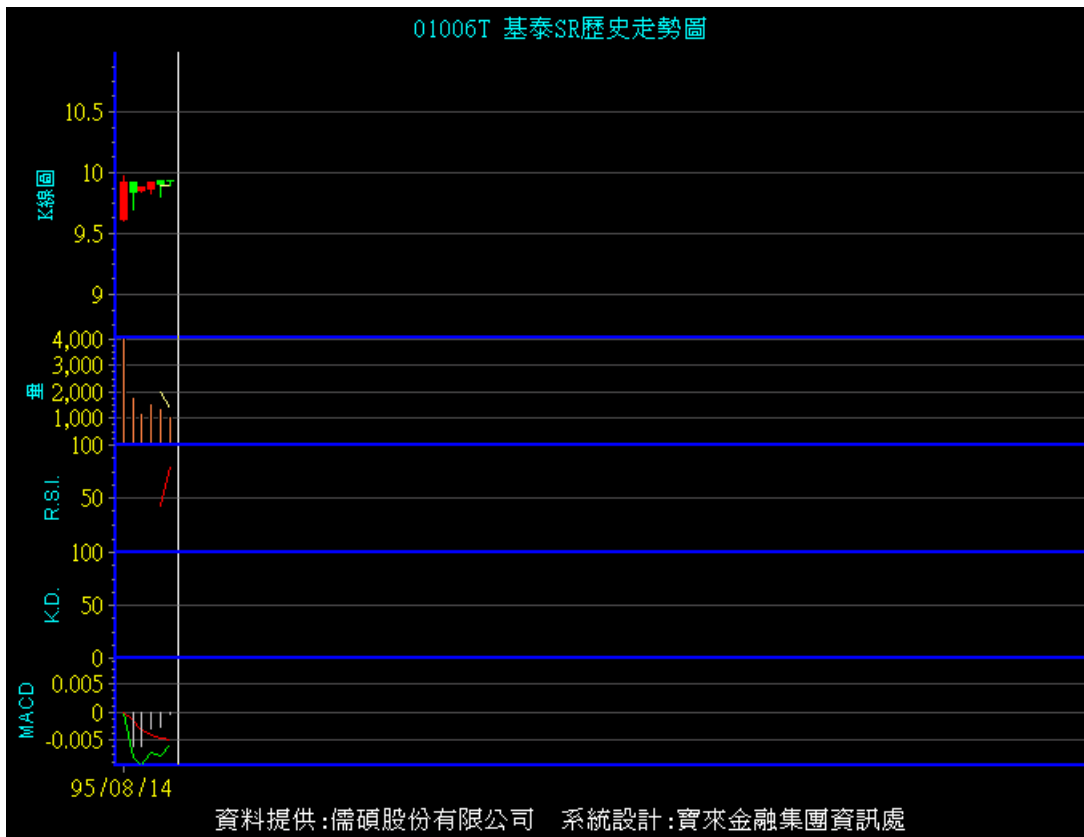
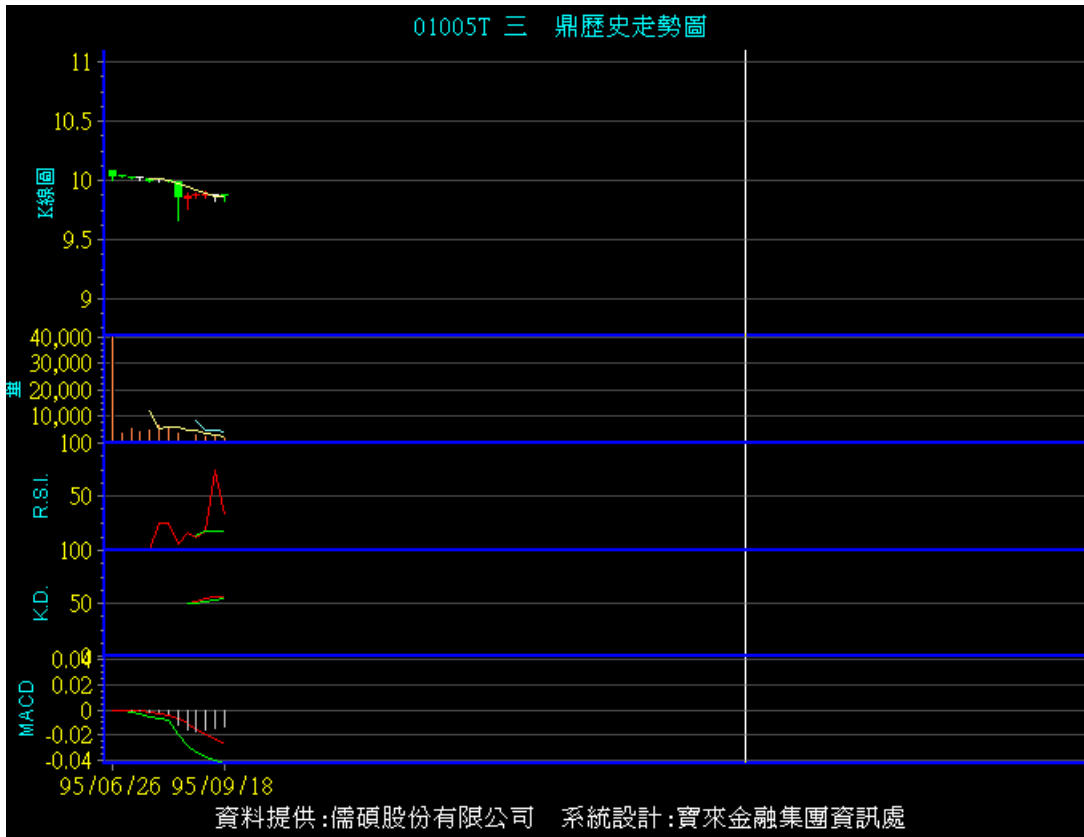
參考文獻

1. Anderson R. I. and Springer T. M., REIT Selection and Portfolio Construction: Using Operating Efficiency as an Indicator of Performance, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2003,9:1,pp.17
2. Chans, S. H., Erickson, J. And Wang, K., *Real Estate Investment Trusts*, Oxford, 2001
3. Campbell R. D., Ghosh C. and Sirmans C. F., The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs), *Real Estate Economics*, 2001, 26, pp.361
4. Ambrose B., Highfield M. J. and Linneman P. D., Real Estate and Economies of Scale: The Case of REITs, *Real Estate Economics*, 2005, 33:2, pp.323
5. Leibenstein H., Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency", *American Economic Review*, 1966, 56, PP.392
6. Anderson R. I., Fok R., Springer T. and Webb J., Technical efficiency and economies of scale: A non-parametric analysis of REIT operating efficiency, *European Journal of Operational Research*, 2002, 139, pp.598
7. Topuz C., Efficiency and Performance of Real Estate Investment Trusts (REITs): An Empirical Examination, College of Administration and Business Louisiana Tech University, Degree Doctor, 2002
8. Devaney M., Weber W. L., Efficiency, Scale Economies, and the Risk/Return Performance of Real Estate Investment Trusts, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2005, 31:3, pp.301
9. Corgel J. B., McIntosh W. and Ott S. H., Real Estate Investment Trusts: A Review of the Literature, *Journal of Real Estate Literature*, 1995, 3:1, pp.31
10. Linneman P., Forces Changing the Real Estate Industry Forever, *Wharton Real Estate Review*, 1997, pp.1
11. Anderson R. I., Lewis D., Springer T. M., Operating Efficiencies in Real Estate: A Critical Review of the Literature, *Journal of Real Estate Literature*, 2000, 8:1, pp.3
12. Brueggeman W. B. and Fisher J. D., *Real Estate Finance and Investment*, MC Graw Hill, 2005
13. Coelli T., Prasada Rao D. S. and Battese G. E., *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*, Kluwer Academic Publishers, 1998
14. National Association of Real Estate Investment Trust, <http://www.nareit.com>
15. 李宜豐，從美國經驗探討台灣不動產證券化機制，*台灣金融財務季刊*，2004，第五輯第一期。
16. 政治大學地政系，不動產證券化專題研究課程：第二次、第三次、第十二次上課記錄，2005。
17. 張金鶚，*房地產投資與決策分析—理論與實務*，華泰書局，2002。
18. 張金鶚、白金安，不動產證券化，證基會，2005年3月。
19. 富邦綜合證券股份有限公司網站，(<http://www.fbs.com.tw>)
20. 謝煜鴻、廖英傑，不動產證券化商品簡介及影響 REITs 發行因素之實證分析，台大經濟研究所，2006。

附錄







【課程內容】

張老師：up REITs 的全名是什麼？unbrallia REITs，為何在美國會蓬勃發展？

穎慧：主要是透過股權作價的概念，透過股權交換，以達到稅的遞延效果。

張老師：對、利股權作價，由 REITs 提供資金，由不動產公司提供不動產，建立合夥關係，不動產公司可以將不動產轉換為資金，卻不用立即繳交營業所得稅，只需當真正將不動產出售轉換為現金時，才需要課稅，所以具有稅的遞延效果。所以是基於 tax insentive，而且本身 up 也可以剛剛好代表 up REITs 主要是參於不動產生產經營過程的前端。

張老師：什麼是權益型 REITs？

詩薇：主要是由投資大眾提供資金，獲得受益憑證，由專業投資公司利用資金，經營管理 REITs，再將所獲得利益依法律規定與投資大眾分享。投資大眾即可分享不動產經營開發的好處。

張老師：Mortgage REITs 主要是募集資金，放貸予不動產相關公司，以獲取貸款利息為主，而 Equity REITs 主要以募集資金投資不動產，以獲取開發經營利潤為主，兩者目的不同，那當然風險也就不同，Equity REITs 是高風險高報酬，Mortgage REITs 是低風險低報酬。目前台灣只有開放 Equity REITs 沒有 Mortgage REITs 是因為其功能和銀行、金融機構類似。

張老師：影響 REITs 最主要因素是證券市場的利率，證券市場利率指的是什麼？

詩薇：證券市場利率是指國庫券或公債等的利率，因此若證券市場的利率高於 REITs，則資金會流往證券市場，而影響 REITs 的發展。

張老師：若未來台灣的存款利率沒有上升，對 REITs 會有什麼影響？

張老師：美國 REITs 在這段時間(1974-1980)失敗的主因，是因為估價不實導致的。當景氣不好時，REITs 會不會受到影響？REITs 會不會受到影響？

張老師：目前台灣 REITs 的借貸比率為 35%，是屬於低風險低報酬的 REITs。

張老師：1980 年代，美國稅法改革，對 REITs 的發展影響很大，為何由外部管理開放為內部管理對 REITs 有如此大的影響？

峯億：內部管理使管理機構更積極。

張老師：外部管理就像代理問題一樣，在制度方面，由於代理機構收取固定費用，管理的再佳，也無發分享利益，再加上內部管理，對於自身情況認識較深，也較易掌握，經營管理上較具彈性。所以目前美國 REITs 都以內部管理為主。

張老師：觀察美國 REITs 的發展歷史，可以發現，由一開始緩步成長，中間快速增加，接著下降，之後上升至穩定階段，這是發展成熟的過程，未來台灣也會如此發展嗎？但是台灣市場較小，會不會因為如此，而與美國的發展過程有所不同？

張老師：比較美國與台灣的 REITs，兩者的目的不同，台灣的 REITs 主要抄襲美國，但又有所改變，下一次的組別可以做一些比較。

張老師：為何 REITs 要限制短期持有所產生的利益？

峯億：為了促進長期投資，避免短期投機。

張老師：利用課稅來促進中、長期投資，政府在審核時，如果發現投機行為，即可取消稅的優惠，作為懲罰。

張老師：美國規定 5/50 原則，是否在台灣仍適用？台灣的市場不大，很容易就超出 5/50 原則，而此規定主要是希望 REITs 以小額投資者為主，而非由固定的大股東控制。

張老師：美國 REITs 資產中，office 大概占 20%，但是住宅也占 17%，達到了分散的效果，可以分散風險，而目前台灣的 REITs，幾乎已投資 office 為主。

穎慧：投影片中的房租指數好像是住宅房租指數。

詩薇：因為在政府網站找不到辦公室的房租指數。

穎慧：辦公室房租指數只有民間有提供，利用辦公室房租指數的變化和台灣 REITs 做比較，可能會比較適合。

張老師：目前台灣的 REITs 還沒有處分過資產，所以對於購買新資產或者出售方面都還有預期心理。若投資大眾認為 REITs 在購置新資產的時機選擇不適當，REITs 的股價就會下跌，這方面國外文獻以有探討。

穎慧：可以反思投資人對於 REITs 這方面的教育是否缺乏，負面消息不但沒有影響，股價還上漲，是蠻奇怪的反應，是否因為投資大眾知識不足，或者根本不知道喜來登飯店是國泰一號的投資標的。

穎慧：國泰一號股價並沒有因為負面消息而下跌，可能是因為有預估收益率的關係，所以投資人並不受負面消息影響。

張老師：REITs 能不能抗通膨，所謂的抗通膨是同向變動還是反向變動？

詩薇：當通貨膨脹增加時，REITs 價值增加更多，使同向變動。

張老師：為何會覺得銀行利率變動劇烈？

詩薇：因為相對而言，台灣 REITs 的漲幅大多在 0.5%。

張老師：兩者不能僅以圖表做比較，因為這可能會受到圖表繪製的影響，因該用百分比比較可能會較好。過去幾年，銀行利率的起伏都很小，只有近 2 年才有變動，所以在這方面的觀察要小心。

張老師：在 REITs 的經營績效方面是怎麼衡量？

詩薇：DEA(資料包絡法)

張老師：關於 DEA 作為績效衡量方法還有待考慮，尤其當結果和大眾認知不一樣時，可能就必須仔細探討，到底是大眾認知錯誤或者是技術面的問題所導致的。

張老師：文中所指的台灣 REITs 無效率是指哪一方面？

詩薇：技術效率，其中又可進一步加以分類為純粹技術效率與規模效率。

張老師：台灣的 REITs 是學習美國，但是又有所不同，所以在將美國 REITs 探討文獻套入台灣 REITs 時，必須考慮整個情況是否適用。

- 志文：為何 REITs 市場在發現吳淑珍女士投資富邦一號後，上漲如此多，是否因為吳淑珍女士過去投資的表現，以及資訊獲的管道，所導致股價上漲？
- 張老師：這樣就必須考慮，何種資訊會影響投資大眾，房地產資訊會不會影響，事件研究過去在營建股方面，發現事件大小會有不同的影響。但目前台灣樣本少，很難歸類 good news and bad news。
- 芳怡：吳淑珍女士大量購買富邦一號後，富邦一號股價上漲還頗合理，但為和連其他的 REITs 也跟著上漲，是否可解讀為一班投資大眾是盲目的，買不到富邦一號，買其他檔也可以。
- 張老師：富邦一號的法人占 6 成，一般投資大眾占 4 成，而其中又很難分辨誰是盲目的跟隨者。吳淑珍女士購買富邦一號的動機是為了節稅，但卻使投資大眾認為是報明牌，背後是否隱含著有故意造成風潮的動機？
- 宗翰：Mortgage REITs 的功能類似銀行，為何在美國仍有市場，而不會被銀行取代？
- 張老師：銀行的放貸行為通常是非常保守，所能承擔的風險低，因此利息低，所貸資金也少。Mortgage REITs 再承作貸款時，大多是 3 胎。不動產公司先向銀行貸款，銀行可能只貸 5 成，壽險業者可能是 2 胎，剩下資金不足部分在向 Mortgage REITs 貸款，所以風險高，利息也高。對法人機構而言，持有 REITs 有風險分散的好處。
- 志文：過去中國信託好像有提出 Mortgage REITs？
- 張老師：那是 MBS，不是 Mortgage REITs。
- 宗翰：目前某些銀行也願意做 2 胎貸款，為何 Mortgage REITs 還有市場？
- 張老師：這是市場供需的問題，當貸款的風險高，銀行、壽險業者的風險偏好影響，不願意承作貸款，相較之下 Mortgage REITs 能承受的風險高於前 2 者，所以願意提供資金，才會在市場上存在。

第二章 不動產投資信託的起源與演進

報告者：張怡文、洪御仁

How Far Have We Come and Where Do We Go from Here?

現今的 REIT 是過去不動產投資的一種甦醒，根源於 19 世紀的 New England。在投資者於 1960 年重新復甦 Massachusetts trust 的精神之前，它潛沉了 25 年。REIT 產業的發展不斷起落，許多低落的原因是由稅法規定的改變所引起的。有些問題則是因為經驗不足以及 REIT 經理人與所有人的貪婪導致，然而因為過去的錯誤以及教訓使得現今 REIT 的環境比起當初 1960 時更有效率。儘管如此，REIT 仍有缺陷存在，不過 REIT 產業為求因應大環境改變之下而能生存，同樣也必須不斷改進。

REIT 基本觀念的起源

REIT 的基本概念起源於 19 世紀中的 Boston, Massachusetts 商業信託，當時由工業革命所帶來的財富，引起的不動產投資需求。州立法卻規定，除非不動產是法人不可分割的一部分，否則禁止法人擁有不動產。這使得無法以法人形態做為投資不動產的工具。Massachusetts trust 是第一個因應這些法規合法得以投資不動產的實體，投資者可以擁有與法人相似的利益：擁有股份的可移轉性、有限責任、集中式專門知識管理。

Massachusetts trust 另外提供一種利益來增加以之作為投資工具的吸引力：優惠稅率〔以信託層級來看可以免稅，以個人層面來看則是租金收入可免稅〕。在 Boston 成功之後，信託得到資本得以開發其他城市的不動產，如 Chicago, Omaha, Denver。Massachusetts trust 一直維持著投資不動產的管道，直到 1935 年當美國最高法院除去該信託所適用的優惠稅率，因而喪失投資誘因。

Massachusetts trust 形式的不動產投資在 1950 復甦了，這些提倡者中包含過去存留下來的 the Real Estate Trust of America，遊說聯邦政府給予信託在 1940 時相同的優惠稅率。這些努力在 1960 獲得報酬，稅法規定給予封閉型基金類似 1940 的優惠稅率。這給予小額投資者有機會以較低廉的價格及較小的風險，並以專業知識者投資不動產。第一檔 REIT 在 1960 年上市，其運作的概念早已有 100 年的歷史。

1960s-80s 的 REITs

REIT 在 1960 年的定義：以非法人的聯合社團為管理者，擁有多數受託人，並擁有可以移轉的受託股息股份。這樣的定義使得 REIT 成為封閉型投資公司的型態。

法令限制：

1. 每年將至少 90% 的可被課稅收益分給股東。
2. 100 人當中不能有 5 個持有超過 50% 的情況〔5/50 原則〕。

3. 在不動產中扮演的角色為投資者而非捐客。
4. 至少 90%的租金、利息收入要來自於不動產出售或其他信託的股份或其他不動產來源。
5. 最少 75%的不動產收入的毛利益，利得需來自於不動產出售或其他信託的股份或其他不動產來源。
6. 有至少 75%的總資產自不動產實體或貸款，資金和政府公債。

無法達到以上任一限制者，將喪失享受優惠稅率的權利，或是部份收益將無法適用優惠稅率。

立法目的：使 REITs 從事長期投資→成為被動的投資工具。相對於不動產財團獲利來源為轉手不動產或直接對不動產進行經營管理。由於 REITs 被設計成一種消極的投資工具，因此禁止積極的交易以及直接管理。所以被要求雇用資產管理公司或是將不動產出租。

直至最近大多 REITs 雇用顧問公司做管理以及投資規定。顧問將獲得一筆為總資產的一定比例的費用做為報酬，當時的不動產經營顧問公司多成為 REITs 的起始贊助者。McMahan(1994)觀察到，經營顧問公司不太在股票市場上對自己服務管理的 REIT 有顯著的投資，而這在早期的 REITs 內部結構產生利益上的衝突，因為經營管理者的決定並非與股東一致。

與先前建築在 Boston 模式的案例一樣，早期的 REITs 都投資在不動產。儘管受歡迎的程度未如 Massachusetts trust，但主要的原因是在 1962 年 5 月的股市下跌。再加上投資者與分析師對 REITs 並不熟悉，而聯邦或是州皆未訂定相關法律。Elliot(1965)報告指出，至 1965 約有 65 檔 REITs，大多在 1962 股市下跌前就以存在。Schulkin(1971)指出在 1963 至 1968 年間，總資本額緩慢的增加，僅少數的新檔 REITs 比起初始資本額提升高過一千萬美元。

REITs 起初僅注重傳統不動產投資，但在 1960 年代末期，現金流量對經理者與股東變成一項重要的目標。因此，REITs 逐漸大量依靠短期借貸，並且綜合過去的理財方式：長期借貸、可轉換貸款以及。再加上相當比例的 REITs 相對於直接投資不動產比較注重於房屋貸款，幾乎所有 1968 至 1970 年間推出的 REITs 都注重房屋貸款的投資。

1960s: REITs 吸引投資者的注意

直至 1960 年末期 REITs 才開始興起，在 1968 至 1970 年間 REITs 的資產從十億美元至四十七億美元，成長了四倍之多。

這些成長是因為以下因素：

1. 資金市場的興趣加上信用狀況的改變與市場上利率較高，而當時的銀行和保險公司等受限於法律規章，無法直接參與建築開發(C&D)活動的借貸活動，而抵押權型 REITs 給予這些公司參與這些活動的機會。
2. 若要從事 C&D 資金募集，需面臨短期、高風險的問題，抵押權型 REIT 的高財務槓桿能迎合這樣的需求。

3. 許多銀行與開發公司設置自己的房屋貸款信託來滿足短期或是更高風險的（C&D）貸款，而銀行業者常扮演這類信託的顧問者，這些活動造就了日後 REITs 顯著成長為一個產業的開端。

儘管這段期間的 REITs 所推出的大多為房屋貸款與資產類型，第三種類型的 REITs 也產生了，就是混合形的 REITs，投資對象同時包含房屋貸款以及不動產。

1970s: REITs 問題的浮現與慘澹的時期

1. 1970 年代沒有抵押權型 REIT：問題產生原因

- (1)突然興盛的建築事業使抵押權型 REIT 增加以供應此方面的借貸需求，而這波不動產榮景也以貧乏的投資決策和過度建築供給收場（使當時市場處於過度供給、利率上升和通貨膨脹、建材短缺）。
- (2)借款者間的競爭而導致於借款給許多有問題的個案，對 REIT 的成本和收益有負面影響，有些案例中，REIT 的管理者未曾歷經過不動產的投資，對這項投資限制也不甚了解，而顧問費用又來自於放款量的某個比例，更使這些顧問有誘因不斷的競爭和推動 REIT 的借款，而造成惡性循環。
- (3)許多開發公司的投資顧問是銀行，且其本身缺乏不動產市場的專業。

Robertson(1975)報告指出，這些問題伴隨著銀行、REITs 以及 REITs 顧問之間的利益衝突，壓迫 REITs 做出備受質疑的貸款。

- (4)規範 REIT 的相關法規過於僵硬減少投資的多樣性。

在 1975 年，REITs 的收益受到更多壓縮，因為會計師提出更新、更保守的會計標準，令 REITs 同時背負貸款損失的成本以及估計的未來成本。至 1975 初期，REITs 欠銀行高達 1.1 億美元，這個額度等同於所有 REITs 資產的一半。

1970s 非抵押型 REITs

大多在 1970 年 REITs 產業所承受的損失來自於抵押貸款，當所有 REITs 產業的收益下降，資產 REITs 的表現最好。這些 REITs 持續憑藉保守的資產投資評估以及操作低財務槓桿並且直接資產投資，得以維持獲利率。這個新形式的不動產投資工具，經歷成長的陣痛期，迫使贊助者和投資者了解到可能的限制並且依照限制調整投資策略。

1976 稅法改革法案

這段期間的貸款型 REITs 藉由重新協商銀行貸款，處分不動產以降低銀行債務，並且改進投資組合內的不動產品質來改善情況。有鑑於這段期間 REITs 所遭遇的困難，國會在 1976 年稅法改革法案針對 REITs 做些調整，雖然這些調整並未能提供足夠的彈性來解決損失的問題，但卻讓 REITs 在面對經濟轉折點時有更多的彈性。新法令解除了當非刻意而未達到 75%和 90%毛收益檢驗，以取消資格做為處罰。

REITs 獲得出售不動產的權利，但當不動產出售時所得的收益將被課稅，除

非 REITs 在這買賣過程所扮演的角色為投資者而非交易者。法律規定，當 REITs 滿足某些條件時並出售不動產的收益不需做為課稅標的，即限制每年的出售次數以及每筆不動產至少持有四年的期間。

不過，仍有不少承受相當損失的 REITs 放棄了 REITs 的形式而轉變為法人，來為解決目前困境尋求更大的彈性。Sanger, Sirmans and Turnbull(1990)研究有關稅法改革案對 REITs 營運所造成的影響，研究指出，這些相關的法案使得 REITs 在營運上有更好的表現，並且有效降低與股票市場的相關風險。

REITs 相關的法令調整、REITs 產業體認到抵押型 REITs 與混合 REITs 過多的借款行為，以及財務槓桿過度操作所帶來的問題，提供了 REITs 產業得以恢復的基礎。但由於此問題的牽涉的廣度，復原過程相當緩慢。

那些度過 1970 年代蕭條不動產市場的 REITs，利用這些由開發公司與銀行所釋放的大量不動產造成市場上的價格相當低廉。這導致 1975 年 REITs 的大改進，例如，從 1974 年的低點，至 1978 年 REITs 總收益指數攀升了 193%，又在 1978 年至 1981 年再度上漲了 107%。很重要的原因是度過蕭條時期的 REITs 大量收購市場上價格低廉的不動產，使得抵押型 REITs 得以解套，而抵押型 REITs 亦趁機轉變為資產 REITs。

1980年代--市場環境改變，RELP、MLP、FREIT 的出現

權益型 REIT 趁此時買進抵押權型 REIT 拋售的低價不動產，抵押權型 REIT 也利用這筆資金逐步發展。1981 年的經濟恢復法案提供了不動產投資者一個減稅優惠的機會—執行損失轉嫁和縮短折舊期間，促使了不動產有限合夥 (RELP) 的出現，其避稅手段以及較高的槓桿作用使得不動產有限合夥出現與 REIT 之間的投資資金競爭，直到 1986 年不動產有限合夥的減稅優惠受到限制而使情勢改變。其他的有限合夥還有業主有限合夥 (MLP) 的出現。

REIT 產業為了與這些投資工具競爭而發展出自我清償限期的 REIT，此種投資產品藉由保證投資者其資產可在一定期間後受到清償的彈性吸引投資者，也提高投資者獲得由於流動性所產生的資本利得的可能性。

稅制的改革再次對REITs造成改變：

1986 年的稅收改革法案 (TRA86)，取消合夥關係中利用消極的收入 (如租金及貸款利息) 損失和其他積極或消極的收入抵銷的能力，使有限合夥的投資產品優勢消失。REIT 對於他們的不動產擁有更多的控制權和內部的實質管理決策權，減少 REIT 和股東的利益衝突，提高執行決策的效率。稅收改革法案從兩方面對 REIT 進行改革：(1) 允許 REIT 不僅可以擁有房地產，還可以直接營運和管理；(2) 取消允許 REIT 公司的虧損可以轉移給投資者，將 REIT 的損失直接衝抵其應納稅所得的規定。

1990年代--再次的成長與改變

1989 年末期和 1990 年初期房地產市場和價格面臨明顯的下滑，使 REIT 報酬下跌，而面臨倒閉的銀行拋售大量的不動產更將房價和 REIT 的收益推落谷底，尤其是抵押權型和混和型 REIT 處境更為慘澹，這段期間的成長主要為權益型 REIT。

REIT 的突然榮景

歷經 1990 年的不動產不景氣時期，直到 1995 年出現了大幅的成長，主要的利得來源為價格的增值以及新股的發行。這段期間的成長主要為權益型 REIT，主要是因權益型 REIT 在成長期中搜購抵押權型和混和型 REIT 所拋售的不動產，抵押權型和混和型 REIT 隨景氣而易變動性也被發現，但藉由權益型 REIT 購買所持有資產的資金，也使抵押權型和混和型 REIT 獲得資金而有機會調整體制。

REIT 產業成長原因

刺激 REIT 成長的因素：

1、1993 年的多項預算調停法案：

- (1) 開放退休基金對 REIT 的投資，使年金基金得以參與 REIT。
- (2) 修正 5/50 規則，不可有 50% 以上的 REIT 股份為 5 人或是 5 人以下持有，且須有 100 個不同的證券持有人。

2、出現創新的結構改變：傘式合夥 REIT (UPREIT)，帶動 REIT 成長。

指 REITs 不直接擁有房地產，而是通過一個經營合夥企業 (operation partnership) 控制房地產。一個非上市的公司可以在不轉讓房地產的情況下用已有的房地產組成 REITs，或者用房地產資產與 REITs 交換受益權證，套現資金。在 UPREIT 結構中，房地產的實際所有者是 REITs，但產權卻在經營合夥組織的名下。合夥經營企業是一個由原公司和 REITs 組成的獨立合夥公司，獨立經營，REITs 一般是其總合夥人，佔有經營合夥企業的大部分股份，並由其控股。UPREIT 結構實現了現有合夥企業的房地產資產與 REITs 現金資產的結合。

3、多種 REIT 專職於不同類型的不動產 (辦公室、旅館等) 的出現：專業化使管理效率與獲利增加。

4、REIT 簡化法案和 REIT 現代化法案。

現代 REIT

很明顯的，在過去將近 40 年來，稅法對於 REIT 產業的發展有著重要的混合效果。相較於所有權而言，REIT 的高度透明化以及較低的負債程度更加吸引小額投資人。除了法令改變增加了 REIT 的效率之外，近期開始關切 REIT 的規模大小所帶來的利益：

- 1、增加執行效率和高度的基金流動性
- 2、經濟規模可以使資金成本降低
- 3、因財務分析的注意而使資金通路增加
- 4、增加股份的流動性
- 5、垂直與水平整合的利益

追求策略優勢與長期獲利的目標也使現代 REIT 更貼近現代化的營運公司。

未來REIT的概念

在一百多年的發展之下，REIT 的概念逐步的進程，現在 REIT 的型態和 1990 年代的型態也已大不相同。儘管 REIT 產業有了相當時期的發展與演變，並存在著許多不同的改變，未來 REIT 的核心概念仍然是可以預見的。不動產資金使用者的需求以及投資人的投資需求創造了具流動性與替代性的不動產投資標的。在變動的市場中，REIT 也必須有相當的應對與改變，組織特徵、所有權架構以及投資策略只要在稅令管制的許可下，都仍將會有持續的演變與成長。

文獻討論內容

- 1、以後報告Chen,Erickson,and Wang(2003)Real Estate Investment Trusts, Oxford University Press的同學需注意翻譯格式，以及標題層級。並希望能夠盡量逐字翻譯。
- 2、御仁：從上一堂的國外REITs發展介紹，以及本文獻的閱讀，了解到相關稅制的規定確實對產業的興衰有很大的影響。我國同樣擁有稅率優惠的規定，即「6%分離課稅」，雖然我國REITs的發展時間尚短，未有明顯的波動，不過目前並未感受到因為稅率的優惠而使得產業蓬勃發展。我國的REITs制度大多參考美國的經驗，因此是否會經歷相同的發展歷程尚須觀察。
- 3、老師：我國REITs的6%分離課稅確實有相當的影響，不過一般人並未徹底了解其利益何在，直至某人大量購入富邦一號才使社會大眾有更進一步的了解。不過6%分離課稅產生的效益對於大財團及高所得者才比較顯著，一般民眾未能享受相同的效益，因此當初優惠稅率通過定案時遭受不少批評，認為太過圖利財團。
- 4、穎慧：6%優惠稅率的意義。受益人收益所得可享6%分離課稅，是指REITs受益人在REITs的收益可和課所得稅的稅基分離，而僅用6%的稅率課稅。這樣的課稅制度也因為較適用於高所得者，因此而有圖利財團的疑慮。
- 5、REITs是很特殊的一種股票，在稅的部份，會給民眾有「剝兩層皮」的感覺。也許是因為美國沒有兩稅合一的制度，所以在課稅方面較不似我國的REITs。股票是有扣抵額的，將營所稅被課徵的部份給股東分攤，在6%之下的額度則無扣抵，這部份也是美國REITs所討論的議題之一。

而美國的課稅方式無兩稅合一，也造成特殊的節稅方式。對台灣而言，REITs 6%優惠稅率是很重要的政策，也會造成很大的影響。

- 6、宗翰：保障投資大眾減少的風險，應該設計降低風險的機制。至於法人持有的比例佔大部分，對於REITs投資人的保障是不是這麼的必要，是不是應該有彈性鬆綁的問題？

老師：REITs中的投資者法人個人各半，這個問題涉及到立法問題。因為這也是個希望讓大眾參與的投資產品，所以在投資大眾以及市場活動的保障方面，基本上亦是以個人為主，否則也不須切割成較細的股數（例如REIT為1萬元1股）。

- 7、怡文：台灣的REITs在很多的部份都是參考美國的發展經驗，而一些美國REITs所可能遇到的問題也會是台灣在REITs發展的路程上需要注意的部份。例如：估價不實對於REITs會造成嚴重的影響、代理問題、市場資訊與評價的問題、委外管理與道德危險的問題等等，這些都會是台灣REITs在發展的過程中需要特別注意的地方，視台灣的市場與現況做修正與調整。

老師：希望看了美國的REITs發展經驗，對照台灣的想法，因背景的差異找出可能的變化，也是了解台灣未來REITs發展的方法之一。