

## 不動產證券化專題研討第五次上課記錄

時間：2006/10/20(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：游適銘、薛志文、李宗翰、邱于修

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、游適銘、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇、李芳怡

### 課程主題—（一）台灣不動產證券化相關法規探討

張老師：實務上的操作乃是根基於法規規定來運作，實務上的操作和法規規定當然會有一定的差距的存在，目前的修法方向主要是朝向開放「開發型不動產」的 REIT 投資，但開發型不動產依修正條例只限於「都市更新」及「公共建設」，這與原先規劃的立法目的-籌集資金以開發不動產的立法目的有很大的差距，當初立法者對不動產證券法條例的立法是有些蠻粗略的，造成目前制度運作上有許多的不合理之處，修法的方向是否得達到當初立法目的，實有待檢討。

穎慧：REIT 基金規模改採基金為得以「追加發行」的方式上，則會不會造成各家基金規模的不斷擴大，而使得基金家數不再有增加的情形發生？

張老師：REIT 的擴大規模的方向，有許多種方向，除了採行基金得以追加發行的模式外，以美國為例，朝向基金「併購」的方式，以擴大經營規模達到經營效率的提昇亦不失為一種可行的方向，而同一個不動產管理機構同時管理不同的 REIT 時，會不會造成利益衝突的情形，亦是值得觀察的。

志文：基泰建設公司前一陣子公告公司處分不動產予基泰之星 REIT 基金，帳上獲利 3.75 億台幣，使其股價大幅上漲，這有沒有可能是估價面出現問題？

張老師：當然公司處分不動產一定會有現金的流入，造成帳面上獲利的情形，但是值得探討的是，由於目前 REIT 的受託機構對於發起人並沒有價格上的議價能力，這使得發起人比較容易依其所訂定的「賣價」處分其不動產予 REIT 基金，而不動產估價是否客觀亦扮演著關鍵角色。

穎慧：有關基泰這一部份的獲利應該是屬於會計帳上的計算方式。

適銘：公司本身的獲利是以會計帳方式加以計算，而 REIT 基金的購買價格則是以不動產估價的方式計算，兩者之間應會存在一定的價差問題。另外，如果開放基金規模得採用追加的方式擴大，相信以台灣的 REIT 市場而言，家數應該還是會不斷地擴大，不會有太大的影響，因為發起人成立新的 REIT 基金會有不動產估價上的價差利潤，所以若以新 REIT 的發行，對發起人的獲利會比較是有益的。

宗翰：發行人在在不動產證券化的過程中，有沒有可能是因為目前 REIT 的估價是發起人的賣價，造成原本公司的獲利增加的機會增加？

張老師：這有可能是估價面的問題，但如果估價價格在合理的範圍內的話，市場還是可以接受，而基泰建設出售予不動產證券化標的予 REIT 基金所得獲利，亦有可能是其當初投資至目前為止，資產上漲所造成的資本利得。

穎慧：信用評等在資產信託部分是有信用評等的規定，但在投資信託部份由於標的尚未確定，是否會造成實務上 REIT 不易信用評等的問題發生？

張老師：台灣信用評等的模式模仿國外的制度，信用評等當然可以增加投資者對 REIT 的信心，而現階段 REIT 的發行，雖然是先有錢再買不動產，但實務上在申請主管機關核准前，均已先確定欲投資的不動產標的，所以進行信用評等應該是沒有問題的，目前國內只要業者提出 REIT 基金發行的申請，主管機關是不管信用評等的高低，只要業者依法規將其應備文件備齊就准許其發行，而進行信用評等的另一個思考點是在於「有多少人會去看信用評等」？。

詩薇：中華信用評等公司的信用評等的三個準則中，對於 REIT 的財務風險分析部分，由於發行時未確定標的，這個部份是否能進行信用評等？

張老師：REIT 在目前台灣的制度設計，雖然是先有資金，成立 REIT 後再投資不動產，但實務上在募集前，均已確定投資不動產標的，而且這些不動產標的的經營績效與財務狀況，在 REIT 基金發行前向來都有公開的經營績效及財務報表等相關的資訊，所以對 REIT 進行財務上的信用評等原則是可行。

佩宜：現行依規定不動產證券化商品的「名稱」規定不得使用與原發起者有關係的名稱，以免有誤導投資大眾之情事，這對投資大眾會是一個好的方向。

張老師：發起人還是扮演主導整個不動產投資信託的流程，目前法規雖然規定由受託機構為主導者，而委任不動產管理機構去管理 REIT 基金，但投資人還是蠻重視該 REIT 基金的原發起人之信譽與經營績效方面的表現，來作為判斷是否值得投資，而實務上受託機構的角色只負責一些程序上的事項，所以雖然規定不得以發起人相關名稱為 REIT 命名，但投資者還是會將原發起人的公司經營績效等狀況，作為一個判斷 REIT 投資的考量準則之一。

## 課程主題—（二）第四章 代理迷思

報告人：李宗翰、邱于修

### 第四章 代理迷思

#### 內部管理是否比外部管理好

#### 前言

想像一下，當你雇用一個經紀人幫你購買房地產或是幫你借貸資金，到最後卻發現那個賣你房地產或是借你錢的人正是你所雇用的經紀人，這種情節在現實世界好像是無法想像的；然而，一種 REIT 產業特有的利益衝突已經存在很久了，甚至到今天還是存在。

這個議題在國會創造出 REIT 時出現，他們將 REIT 視為很像共同基金的一種被動式投資工具。換言之，REIT 並不打算像傳統公司一樣致力於營運活動。結果，REIT 必須雇用外部實體來管理每日的營運活動。這些營運活動包括為 REIT 收購投資標的及借貸資金。直到 1986 年國會改革稅制，允許 REITs 管理自己的投資組合以前，這種外部管理或是外部顧問的要求是強制性的。

**以常理判斷，外部顧問是行不通的。**當顧問也是賣方的同時，很容易可以猜想到，在協商的時候顧問並不會將股東的權益擺在第一順位。然而，有趣的是，在國會改革稅法以允許 REITs 採取內部顧問的方式之後，並不是所有的 REITs 都轉變成內部顧問。因此，從 1986 年至今，REITs 產業呈現兩個競爭管理組織共存很長一段時間的有趣案例。

至少有兩個原因使得這個議題對於 REITs 的投資者以及管理者來說是重要的；**首先，為什麼仍然有人選擇外部顧問？第二，在此種共存的結構之下，何種結構表現較優？**本章將會回答這個重要的問題。

## 第一節 演化

透過外部顧問管理投資及財產將會導致許多發生在股東及顧問之間的利益衝突。早在 1970 年代，Schulkin(1971)即指出 REIT 結構所導致的利益衝突，這個問題敗壞了 REIT 產業的名聲，並且很有可能是造成 REIT 市場在 1970 年代早期瓦解的部分原因。

管理 REITs 的規章是利益衝突的來源。在 1986 年之前，REITs 被視為一種被動式的投資工具。在這種情形之下，他們每日的公司營運（財產管理和投資決策）就必須由外部企業來管理。結果，REITs 必須雇用財產管理者來處理關於租賃、管理、維護及營運等方面的事務。既然 REITs 也需要取得及處分他們的財產，那麼他們必須有一位顧問（通常是實行類似共同基金投資組合的管理者）去幫他們挑選及實行他們的投資策略，有時候財產的顧問將會為其服務就像是管理者一樣。

**顯然地，顧問對於財產取得、處分、承租人租賃、財產管理合約以及融資合約等動作進行的時點扮演著關鍵的角色。**除此之外，顧問也擁有影響誰能夠取得合約或是與誰交易的能力。既然顧問通常不會拒絕從事這些決策，那麼當顧問和契約之一方有關係或是隸屬於其中一方企業之成員，在交易過程當中，顧問能夠爭取到對自己有利的條件也就不會令人驚訝了。

**這種自我交易（self-dealing）的可能性**，使得投資人質疑投資 REITs 是否有利可圖，這種情形也許可以解釋為什麼在 1986 之前 REIT 產業成長緩慢。**而存在顧問及股東之間的衝突對於 REIT 產業的成長也是不利的。**當開發者和該房地產的主要所有權人選擇以 REIT 形式為持有財產的工具，他們沒有積極管理自己資產的能力，還要冒著失去資產控制權的風險，因為這個理由，他們大多不願意將自己的公司轉換為 REIT 形式。

1986 年時，新的法規允許 REIT 取得挑選投資標的及管理資產的責任。而 1986 年稅法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 REIT 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（New Plan Realty Trust）**可能是在 1988 年從外部顧問轉變成內部

顧問地位的第一個 REIT (儘管幾個其他 REITs 也聲稱早在 1986 年時他們也致力於轉變)。當好處變的明顯時，這個轉換過程逐漸加快速度。例如，在 1991 年時，Meridian Point Real Estate Investment Trust 決定將內部顧問取代外部顧問，並且開始以內部顧問的方式管理資產，這是在這個產業當中的大行動，因為這些信託用超過 4.5 億的總資產由七家公開買賣的有限合夥的 REITs 所組成。Reeder (1992) 報告指出，經過這次改變後的一年內，這七支 REITs 招致 3.5 億，比進行中的營運費用還少。

然而，直到 1991 年 Kimco Realty 的 IPO 發行之後，其重要性和消除這些衝突的好處才被廣泛地認識到，因為發起人透過一個仔細設計的 REIT 獎勵計劃減輕代理問題。因此，Kimco Realty 能夠在經過三或四年冷清的 REIT IPO 市場之後吸引眾多投資者的注意力，就是因為這種新種類的 REIT 發行。Kimco IPO 設立了標準讓之後的 REIT 跟隨，如同表 3.1 所示，在 1990 年代早期 REITs 市場有驚人的成長。將 1990 年代 REITs 市場驚人的成長的部分原因歸功於內部顧問結構是公平的。

2001 年 Ambrose and Linneman 的報告指出，在 1990-96 年期間，內部顧問 REITs 透過財產的取得及開發積極地進行成長策略。此外，他們發現在他們的例子，大部分的內部顧問 REITs 都是無限期 (infinite-life) REITs。(比較起來，只有 21% 的外部顧問 REITs 是有期限 (finite-life) REITs)。這也許強調了外部顧問 REIT (營運公司) 和內部顧問 REIT (投資管理者) 在管理哲學上的差異。Ambrose and Linneman 的報告結果指出，內部顧問 REITs 的平均規模比外部顧問大得多，在 1990-96 年期間這種情形是不令人感到意外的。

自從規章改變後，內部顧問 REITs 一直迅速地支配房地產產業。從表 4.1 及 4.2 可以看出外部管理/顧問 REITs 轉變成內部管理/顧問 REITs 的速度。表 4.1 指出內部管理 REITs 從 1993 年的 41 支成長到 1997 年的 164 支，而外部管理 REITs 的數量在此時期顯著下降；管理聯營 (management-affiliated) 公司經營的 REITs 數量從 1993 年的 76 支減少到 1997 年的 54 支；無相關第三團體 (Unrelated third party) 管理的 REITs 數量也從 1993 年的 67 支減少為 1997 年的 50 支。從這張表我們可以清楚的看出大部分新創立的 REITs 都是內部管理的。

還有一個趨勢可以看出 REITs 從外部顧問轉變成內部顧問，儘管這個例子不像內部管理轉變成外部管理的例子那樣明顯。表 4.2 指出，內部顧問 REITs 從 1993 年的 83 支增加至 2000 年的 174 支，儘管這個數據清楚地呈現出內部顧問 REITs 在此時期的成長，卻無法看出外部顧問 REITs 在此時期是否真的完全失寵。然而，由 Dean Starkman(2001) 的報告，描述 Transcontinent Realty Investors 和他的顧問之間的負面報導，確實刺激股東對於 REITs 轉變為內部顧問的需求。

這方面的專家開始認為自我顧問和自我管理型的 REITs 將支配此產業，這種觀點被類似營運公司的內部顧問 REITs 所信仰，將能夠擴大收入或者控制花費以提升利潤。Linneman (1997) 認為，在一個高度競爭的產業中，一家像內部顧問 REITs 有清楚的長期競爭優勢，最終應該支配該產業。然而，自從 1996 年之後，我們觀察到很少有外部顧問轉變成內部顧問，原因並不清楚，我們需要更多的實證經驗去支持 Linneman 的假設。

## 第二節 使用外部顧問的問題

看起來由使用外部顧問所引起的利益衝突並不僅只是一個學術討論的主題而已，實證經驗指出，代理問題是真實存在於現實生活。例如 Cannon and Vogt (1995) 指出，他們在 1987-98 年這段期間所檢視的 23 支 REITs 全部都是外部顧問型，且他們在受託人當中有某種形式的相互關係，如顧問及經理。

### 一、潛在的成本

Solt and Miller (1985), Howe and Shilling (1990), Hsieh and Sirmans (1991), Cannon and Vogt (1995), Wei, Hsieh, and Sirmans (1995), and Sagalyn (1996), 提供關於外部顧問 REITs 所面對的利益衝突廣泛的討論。這些情況將簡短的摘要在下面的章節。

### 二、收益分配

在案例當中，一個顧問/管理者同時服務數支 REITs 是合法的，觀察顧問如何分配收益是有趣的。舉例來說，當顧問發現一個好的投資機會，他/她會把這個機會給哪支 REITs？從另一個角度來討論，當這個顧問想要賣出自己所有的房地產，他會將這個房地產給予哪支 REITs？

相似的情況也出現在外部管理 REITs，當一個服務於數支 REITs 的外部管理者發現一個優質的承租戶，哪一支 REITs 將得到該承租戶的合約，顯然地，合約將會由對於管理者最有利的 REITs 取得。在這樣的情勢之下，其他支 REITs 的福利將被犧牲。

### 三、自我交易

回想我們較早之前關於外部顧問會影響誰將被授予合約或生意的決定，既然顧問也能夠參與交易決策，他的相關企業也就能夠從 REITs 得到較有利的條件，當這種情況發生時，股東將會遭受損失。

此外，既然外部顧問可以操弄利益分派，外部顧問的使用將會造成嚴重的利益衝突；當 REITs 買了自己顧問旗下的房地產，股東如何能夠確保那是顧問所能購買的產品當中最好的一個？這個衝突可能是 REITs 組織結構當中最嚴重的一個問題。既然投資者不能確定顧問會為股東的權益著想，他們的憂慮將會表現在 REITs 的股價表現上。

### 四、不良的股價表現

Howe and Shilling (1990) 是第一個研究顧問是否會影響 REITs 股價表現的。他們將 REITs 顧問分成七種類型，並且發現 REIT 的股價表現會隨著不同類型的顧問而不同。他們首先發現，所有的外部顧問 REITs 在風險補償之後，表現的比一般股票市場還差。

再者，Howe and Shilling (1990) 也發現有名的顧問所經營的 REITs 表現的比不有名的顧問所經營的 REITs 還要好；一種解釋是說，較有名的顧問必須維持自己的名譽，並且不會從中詐取私人利益，而不有名的顧問會這麼做。Howe and Shilling 的發現提供有力的證據指出，使用外部顧問會影響 REITs 的股價表現。

## 五、最壞案例情境：被控制的 REITs

當發起者創立一支 REITs 並且成立一家 wholly-owned 子公司扮演顧問的角色，結果這支 REIT 將成為被控制的 REITs。既然有另外成立一家公司作為顧問，那麼這支 REIT 必定是外部顧問 REIT。雖然被控制及沒被控制的 REITs 都可以使用外部顧問，但是被控制的 REIT 在代理議題上將會比沒被控制的 REIT 有更深刻的討論。

Hsieh and Sirmans(1991)相信，受控制之 REITs 是為了發起者的財務需要而被創造。因此，不僅發起者股東的利益衝突所生之特殊代理成本(agency cost)，會降低 REITs 之價值。除此之外，上述所有適用於外部顧問 REITs 之代理爭議，於受控制之 REIT 均有適用，並且更有兩個值得關心的議題。他們均與 REITs 母公司間之交易有關。

首先，令人懷疑的是受控制的 REITs 支付太多的價金由發起者手上取得財產。為了說明此狀況，Hsieh and Sirmans (1991, p181) 引用 Wall Street Journal (August 28, 1989) 之文章表示，「某些以發起者為顧問的 REITs，該發起者可能利用 REITs 作為高價出脫財產之方式」。其次，受控制的 REITs 可能以低於市場利率對發起者之其他關係企業提供融資。Hsieh and Sirmans 引用另一篇 Wall Street Journal (January 12, 1990) 之文章，以 VMS 不動產投資基金之股東訴訟作為證明其論點。該文之爭議為 VMS 不動產投資基金與其關係企業間之利益衝突(conflict of interest)，此衝突為 REITs 借款於其關係企業並不符合一般的商業交易。

基於額外之代理成本，受控制之 REITs 之財務表現應該遠低於不受控制之 REITs。Hsieh and Sirmans(1991)調查於 1968-86 之期間內在紐約交易所 (NYSE) 交易之 55 檔 REITs 之財務表現。不令人意外，他們發現不受控制之 REITs 之股價表現遠優於受控制之 REITs。外部顧問 REITs 所承擔之代理成本最終會反映於受控制之 REITs 之股票價值。

Wei, Hsieh, and Sirmans(1995) 調查另一種型態之外部顧問 REITs 所承擔之代理成本。他們調查在 1985-1986 期間之 42 檔 REITs 之買賣差價(bid-ask spreads)。並且發現受控制之 REITs 之買賣差價較不受控制之大。他們的發現，受控制之 REITs 的資訊不對稱 (information asymmetry) 程度較不受控制之 REITs 為大 (財務文獻指出，股票之資訊不對稱越大，買賣差價也越大)。這個結論可能是合理的，因為發起者控制 REITs，應該較其他與 REITs 有關之外部者有更多資訊。較大的買賣差價代表受控制 REIT 投資者之大量成本，蓋為了買這些股票的交易成本較高。

總而言之，外部顧問的使用對於股價有負面影響。當 REIT 之發起者為了提供 REITs 顧問服務而成立一個子公司，此負面影響會更為嚴重。

### 第三節 使用內部顧問之問題

因遞延負債(deferment of tax liability)之問題導致 UPERIT 之利益衝突。這造成 UPERIT 之合夥持份者與 REIT 之原股東對於財產何時出售有不同的結論。除此之外，有些 UPERITs 被架構為合夥持份者之投票權利較 REIT 之股東為大。在此架構下，處分決定更可能極大化合夥持份持有者財產之價值，而非 REIT 之股東。

然而，需注意的是，雖然內部顧問 REIT 也受到一些代理成本所苦，但即使是使用外部顧問之 REIT，這些代理成本亦無法避免。換句話說，不論是外部顧問或是內部顧問都必需處理

此特定之代理人問題。因為外部顧問有額外之代理人問題，可以公平的說，內部顧問 REIT 較外部顧問 REIT 更適合處理代理成本。

#### 第四節 要使用哪一個：外部或內部？

假如外部顧問 REITs 導致不受歡迎之代理人成本，可以合理預期代理人成本將會影響 REITs 之現金流量(cash flow)、獲利與最終之股票價格。比較內部顧問與外部顧問 REITs 之股價表現與經營效率是有用的。

##### 一、股價表現

內部顧問與外部顧問 REITs 間不同股價表現之證據是有力且持續的。Cannon and Vogt(1995)使用 42 間公司做為樣本，其指出在 1987-92 間內部顧問 REITs 勝於外部顧問 REITs，Capozza and Seguin(1998)報告一個相同的發現。他們使用 75 間公司做為樣本，發現在 1985-1992 間，內部管理 REITs 勝於外部管理超過 7% 這個數字被認為非常大，特別是在 1985-92 間，當投資股票之平均報酬並不如 1990 年代那樣高。

Capozza and Seguin(1998)也調查哪一個因素導致內部顧問 REITs 的不佳股價表現。他們發現一個非常有趣的現象，外部顧問 REITs 較內部顧問通常使用較多的借款並對支付較高之利息。他們更報告外部顧問 REITs 的借款契約以超過貸款基金(loan fund)貸款計畫之利率而達成協議。因為顧問的報酬通常基於 REIT 的資產規模。他們有誘因藉由發債增加資產，即使借款利率並不好，且無法為依使用借款所購買之財產所產生來現金流量作辯護。Capozza and Seguin 的發現可以強調外部顧問造成自我交易(self-dealing)與受控制安排之結果。

##### 二、經營績效

Ambrose and Linneman (2001)調查在 1990 年代較老的外部顧問 REITs 與受歡迎的內部顧問 REIT 間之財務與會計不同之處。他們的樣本以在紐約交易所或美國證券交易所 (American Stock Exchange)<sup>1</sup> 交易之的 139 個權益型 REITs 所組成。他們的研究可能最廣泛的調查對使用的標準會計制度(standard accounting)與 REIT 成長遠景、收益支出比、獲利比、資金成本之財務衡量，在不同組織架構下之影響。

Ambrose and Linneman (2001)的結論與 Capozza and Seguin(1998)所發現外部顧問 REITs 通常較內部管理 REITs 有更高的財務費用相一致。他們也作非常廣泛的研究去調查是否內部顧問與外部顧問 REITs 在資金成本上有所不同 (如加權平均資金成本(weighted average cost of capital)，資本報酬率(return on capital)<sup>2</sup>，與經濟附加價值分析(economic

---

<sup>1</sup>位於紐約市的金融區，美國第 2 大的證券交易所；在過去又稱為邊石交易所 (curb exchange)，這是因為它以前位於下曼哈頓 (lower Manhattan) 的街道上而得名。

<sup>2</sup> 計算一段時間內，公司運用長期資本創造利潤的能力，在此所指的“資本”為股東權益加上長期負債。一般而言，判斷公司創造利潤的能力指標為總資產報酬率(ROA)及股東權益報酬率(ROE)，而資本報酬率(ROC)則是判斷公司運用長期資本創造獲利的指標。假如兩家公司的股東權益都是 10 億，稅後淨利都是 2 億，股東權益報酬率也都是 20%，無法分辨兩者的差異，若 A 公司長期負債為 10 億，而 B 公司沒有長期負債，則 A 公司的資本報酬率就變成 10%，B 公司的資本報酬率為 20%，顯然 B 公司的經營效率高於 A 公司，因此，資本報酬率可彌補股東權益報酬率之不足。但若一家公司舉債的方式是以短支長(如以短期借款或發行短期票券支應長期資金需求)，則資本報酬率也可能失真。

value-added[EVA])<sup>3</sup>。他們關於加權平均資金成本之結果大體上似乎與 Capozza and Seguin 相一致，即內部管理 REITs 勝於外部管理 REITs。

關於經營效率之證據是被結合的。Ambrose and Linneman 的結果指出內部管理 REITs 的確有較高的租金收益比例，較低的支出比例，與較低的資金成本。然而他們發現在資本報酬率，股東權益報酬率(return on book equity)，與淨利率(profit margin)<sup>4</sup>。因此，似乎在控制公司規模與財產組合之影響後，任何內部管理所享有之優點均不重要。

Ambrose and Linneman (2001)也發現內部顧問 REITs 與外部顧問 REITs 之槓桿比率在近期已趨於一致。Capozza and Seguin(1998)指出，在 1985-1992 間，外部顧問 REITs 較內部顧問 REITs 使用更多比例的債務工具，並且他們相信這是超額的貸款是股價表現不佳的理由。因此，槓桿比例的改變，可能指出外部顧問 REITs 已改變他們的經營特性以維持與內部管理顧問 REITs 間之競爭力。

總而言之，Ambrose and Linneman (2001)發現內部顧問 REITs 在經營績效上較外部顧問 REITs 具有某些優勢。這些優勢在這近幾年來逐漸消失。他們相信這是因為外部顧問 REITs 本身正在轉變以維持與內部管理顧問 REITs 之競爭力。

### 第五節 報酬方案之複雜爭議

顧問的報酬方案可能較顧問績效問題更為複雜。一個 REIT 可以選擇以公式基礎(formula-based)或任意基礎(discretionary-based)報酬方案(或者集合兩者)作為 REIT 顧問的報酬依據。一個典型的公式基礎契約使用某些指標(如帳面價值(book value)，資產報酬率(return on assets)，或其他表示經營效率的要素)，作為公式的基礎來給予合法顧問公司報酬。在大多數的情形，公式基礎 REITs 是外部顧問。任意契約則以薪水為基礎，且其顧問被視為內部員工。在任意契約下，REIT 得的董事會(board of directors)也有為了鼓勵績效而給予獎金之自由。

Golec(1994)發現當 REITs 選擇以公式基礎報酬方案作為獎勵顧問的方式，在先前章節所提之代理人成本問題似乎特別嚴重。與任意基礎報酬方案相較，公式基礎方案易於將現金從資產中抽離，且易於造成些許的股票增值與增加權益市價(market-to-book)價值。這些問題可歸因於外部顧問易於以極大化他們以公式為基礎的報酬的方式來管理 REIT。這個發現與 Capozza and Seguin(1998)相一致，即外部顧問為了極大化報酬而有誘因去使用借款(因此擴大資產規模)。

這些發現指出一個重要的課題。這個產業受到嚴重的代理成本所苦。報酬設計對於決定 REIT 之績效極為重要。然而，自從 Solt and Miller 第一次在 1986 指出報酬設計與代理成

---

<sup>3</sup> 杜拉克(Peter F. Drucker)稱附加價值為貢獻價值(Contribution Value)，定義是：「貢獻價值乃企業從出售的財貨和勞務所得的銷貨總額中減去由外面購入之原材料或服務等購入額之差。易言之，即企業所支付之勞力成本與報酬之總和」。經濟附加價值(Economic Value Added, EVA)是由紐約 SternStewart & Co.財務顧問公司於 1991 年所發展出來的績效衡量指標，用以衡量公司營運的實際獲利情形，也就是衡量公司創造經濟價值能力的一種技術，藉以評估公司對資金使用的效率。換句話說，EVA 走促使公司有效管理資金的一種財務工具，強調利用較少的資金成本來創造公司的經濟價值。

<sup>4</sup> 比較：稅後淨利率(純益率)(Net profit margin)，在某一段時間內(通常為一年)，公司的稅後淨利除以營收淨額，通常以百分比表示，代表公司最終的獲利能力。



本間之問題後，似乎少有研究在 REIT 產業中，如何設計報酬契約以減少代理人成本問題。這也許是研究者在未來應注意的課題。

## 第六節 我們應該學習的問題？

關於使用外部顧問 REITs 的文獻可以擷取幾個結論。在他們之中，我們可以知道：

- ◆ 在 REIT 產業有兩種型態的顧問：內部顧問/管理與外部顧問/管理
- ◆ 一般同意外部顧問較不可能以 REIT 股東利益之最大化來工作。相反的，顧問會更有誘因去最大化他們的利益。
- ◆ 內部顧問 REITs 也有自己的代理人成本問題。雖然這些問題沒有像外部管理 REITs 一般這麼嚴重。
- ◆ 經驗上的證據也指出內部顧問 REITs 的股票表現平均優於外部管理顧問 REITs。
- ◆ 在內部管理顧問此種類中，受控制 REITs 之財務表現劣於不受控制之 REITs。
- ◆ 在內部管理顧問此種類中，REITs 的財務績效，較知名顧問優於較不知名的顧問。
- ◆ 一般而言，內部顧問 REITs 的經營績效略優於外部顧問 REITs。然而這樣的差距在近年來逐年消失。
- ◆ 有證據顯示，在市場的壓力下，外部顧問 REITs 本身正在改變，以改善他們的績效。
- ◆ 報酬方案對於顧問績效而言非常重要。一般而言，使用資產規模作為報酬基礎並非好方法。

大致的證據似乎顯示，一個 REIT 使用內部顧問可能較使用外部顧問為佳。

## 第七節 未來的方向？

REIT 的所有者會問一個合乎常理的問題，不論是他或她應該使用外部或內部顧問？從先前的章節中所獲得的證據，這個問題的答案相當明確：使外部顧問可以減少（雖然非消除）REIT 市場普遍存在的代理成本問題。

下一個會問的問題，是否內部顧問方式是唯一 REITs 管理財產的方式？我們猜想這個答案應該非完全肯定。雖然內部顧問幫助減少（非消除）存在於內部顧問 REITs 的代理問題，這個架構在未來的 REITs 也可能需要再修正。

1999REIT 之現代化法案(REIT Modernization)提供未來 REIT 管理型態的方向之暗示。這法案准許 REIT 去保有更多資金（支付比例由課稅所得的 95% 降至 90%）且亦准許 REIT 為營業創設一個新型態的課稅子公司，而該子公司不涉入不動產的租賃活動。以此為前提，可預期 REITs 或多或少會像其他在股票市場的營業公司般追求成長的機會。我們可能在未來看到一個新型態的管理契約。

然而，仍有一個令人困惑的問題。在已知外部顧問 REITs 的績效與眾所皆知的代理人成本問題後，為何仍有一些 REITs 維持外部管理？只有一個看似有理的答案，即外部顧問正努力

改善他們的效率以使外部顧問與內部顧問間之績效並無差異（如 Ambrose and Linneman 2001 所建議）。既使如此，管理 REIT 較好較安全的方式仍使用內部顧問。既使我們相信他們正在改善，但為何我們應相信外部顧問？這可能是一個投資者考慮投資外部顧問 REIT 可能問的最重要的問題。

### 譯者心得感想

代理人成本不僅存在於 REITs 產業之中，一般公司均存在此一狀況，尤其是公司越大，此問題通常越為嚴重。蓋大公司之股東人數眾多且股權分散，公司之經營不可能完全由股東為之。且現代公司之經營十分複雜，亦均需委由專業經理人處理，此時將發生所有者與經營者分離，而產生代理成本。據此，代理人成本的問題，是不可能消失的，僅可透過制度設計，來使代理人成本降至最低。為解決此一問題，公司治理的課題，十分重要，其目的也是希望可以使代理人成本的影響降至最低，以保障投資大眾。在證交法上，引進獨立董事與審計委員會（audit committee），加重會計師的責任等，使更多的獨立第三人能監督公司經營，以保障投資大眾。至於公司經營階層是否應持有股份，也是一個值得討論的議題。公司法於修法後，採取企業經營與所有分離的想法。在股份有限公司，經營者不需要具有股東的身份，蓋經營企業需要專業知識，而股東不見得具備此一知識；然此想法似乎見仁見智，主管機關亦是搖擺不宜。如辜家取得開發金的經營權後，主管機關即不斷要求現有的經營階層提高其對開發金的股權，其目的希望管理當局對於企業經營的成敗休戚與共，這與公司法的修法方向，似有不同。有此可知，經營者透過增加股權的方式來解決代理人成本的問題，也是一種選項。

REITs 與顧問間之法律關係應屬委任契約，顧問基於委任契約應盡善良管理人之注意義務。所謂善良管理人之注意義務，係指一個理性的第三人所為的行為舉止。一般而言，顧問公司既然受到委任，其應該是以 REITs 之最大利益為顧問建議，始盡其善管義務，否則 REITs 應可本於委任契約對顧問公司提起損害賠償。然管理與經營涉及專業知識，當越涉及專業知識，所謂的一個理性的第三人所為的行為舉止，其可解釋的空間似乎更大，當顧問可在一定範圍內不違反善管義務時，他們即可在合法的範圍內為自己最大的利益而努力。此時，REITs 股東權利將被犧牲。

由實證可知，外部顧問之代理成本較內部管理為高。而一般傳統的善管義務僅能解決部分的代理人問題，故可以思考**透過法律規定限制外部管理模式的 REITs**。蓋於 1986 年以前，法律限制 REITs 需以外部管理為模式。由此可知，透過法律限制 REITs 為某種型態的 REITs，應屬可行。又基於保障投資大眾之利益，透過公權力來降低代理人成本，應有其正當性。蓋所謂代理成本之實證分析，相信一般大眾難以獲得該資訊；縱使獲得，亦不會注意；縱使注意，亦不會瞭解。因此，在實證的支持下，應限制外部顧問 REITs 之型態。或有認為外部顧問 REITs 之亦有些也不錯的績效表現，然當限制外部顧問型態之 REITs 後，該原外部顧問 REITs 的績效應更為優良才是。

### 第二部分：第四章-「代理迷思」之課堂討論記錄

張老師：

1. 以後報告及導讀都應該把時間縮短一點，讓同學有時間作討論。

2. 導讀時應該把圖表放到譯文當中，因為圖表很重要。
3. 代理問題是很關鍵的，從美國經驗看來，是內部管理比較好，他先從外部管理轉變成開放內部管理，由市場來決定，結果市場選擇內部管理，也因此促成外部管理的改進。
4. 文中提到有一點我覺得很重要，有名的顧問經營的比較好，但是有些人不管他的顧問有沒有職業道德，有賺到錢最重要。
5. 此外，關於公式基礎與任意基礎兩種計算報酬的方式，公式基礎是比較不好的，因為道高一尺魔高一丈，該顧問會想辦法去極大化他的報酬；但是任意基礎也是有其困境。
6. 台灣到底是內部還是外部管理？從名目上來看是外部管理，但是實際上是內部管理，之前訂定子法行政命令的時候，本來要規定為外部管理，但是發起者表示，本來就是他們在管理的，他們是最熟悉的，沒道理將他們排除在外。
7. 理論上，當然是自己管理最好，但是專業不夠的時候，就需要專業分工，顧問業是未來社會很重要的一個角色，顧問業有一個很重要的特性是他不能參股，因為他必須公正、獨立，這樣他的建議才是公正的；外部審查就是在審查他有沒有參股。
8. 公司治理都是制度經濟學的觀念，其中還有很多與現實生活不相符而需要改進的地方，希望能夠藉由 REITs 來好好的探討這個課題。