

不動產證券化專題研討第九次上課記錄

時間：2006/11/17(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：鄧筱蓉、邱于修、黃文祺

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、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、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄

第一部分：國內不動產證券化文獻回顧

報告人：鄧筱蓉、邱于修、黃文祺

不動產證券化是將一個或數個龐大而不具流動性的不動產，透過細分為較小單位並發行有價證券給投資人的方式，以促進不動產市場與資本市場相互發展，將原本流通性及變現性低之不動產，轉換為有價證券之交易模式。國內不動產證券化的實行是參考美日兩國不動產證券制度後，於民國九十二年七月九日完成立法，雖然過程歷經波折，但對於投資大眾、不動產市場及投資開發業者，皆可透過不動產證券化讓一般民眾參與高資本額的不動產開發，還能有效吸引國際資金。而在台灣推行不動產證券化的前後，先有論文探討其可行性，後有分析其面臨之問題及改進之道，目前國內探討不動產證券化論文初步統計約有三百二十餘篇，可粗略分為法制面、經營管理面及應用面三層面，另補充 2004 年後期刊發表相關文章，做整合的分類介紹：

一、法制面

1. 2004 黃志偉，「不動產證券化條例立法背景暨影響分析」，現代地政 第 271、272 期。

本文先是介紹不動產券化之緣由、立法過程、立法背景及意義，再將不動產證券化條例重要內容重點部份說明清楚：確立不動產證券化法律架構、釐清解決其他法律及課稅問題、確定主管機關及目的事業主管機關之管理架構。後敘述不動產證券化之效益與功能，並對於不動產券化條例問題之迴響反應作一探討。最後指出條文將「開發型不動產」排除，將其視為階段性權宜措施，或有助於未來體制之健全，而證券化能否成功的關鍵在於產品本身的良莠；另一方面，文中也提出對不動產證券化之建議：1.不動產證券化並不是市場景氣復甦的仙丹，如何提供優良產品才是獲勝關鍵。2.投資大眾應善用不動產證券化所帶來的投資契機，小心謹慎作出投資選擇。3.政府主管部門應儘速通過不動產證券化條例相關二十三種配套行政規則，不動產證券化目標才能早日達成。

2. 2004 卓輝華，「不動產估價與證券化」，現代地政 第 270、271 期。

目前對於不動產證券化之不動產價值，主要著重於經營管理不動產，未來能產生之穩定收益，而該穩定收益之估價或是如何預期穩定收益須出具相關意見，同時也必須出具評價之方法、估價基礎等專家意見。對於預期穩定收益之評估，可以分成以下內容：分析商圈規模、供給面的預測、需求面的預測、市場佔有率狀況、財務可行性分析及標的本身租賃合約之狀態。而估價師公會成立後，希冀朝下列方向努力：1.和國際接軌的估價制度 2.建立標準估價報告書格式和範本 3.建立不動產資料庫 4.加強不動產估價教育訓練。

3. 2004 王進祥，「不動產證券化法制與信託登記機制之研究」，現代地政 第 271、272 期。

文中指出推動不動產證券化之過程中，收益價值的估定將影響發行受益憑證之規模，惟，不動產估價師能否在實施證券化時，建立公信力取信於眾，是否能透過不動產信託登記之公示對抗，將其信託私契，及證券化之受益權內容予以獨立性表徵，均屬不動產證券化運作中所不可忽略的，且其對推動不動產證券化具有相成效果，本文就此部分探討並提出相關意見。不動產證券化之實施，母法之通過只是第一步，若欲真正落實執行，尚待政府主管部門儘速訂定相關子法，並健全信託登記與賦稅之機制，仍需加強下列部分：1.健全不動產估價制度 2.健全相關法制，不動產管理應專業化、不動產價格透明化。

4. 2004 莊孟翰，「不動產證券化對台灣房地產市場之影響」，現代地政 第 272、273 期。

不動產證券化在國外已行之有年，尤其美、日等國可資借鏡之處頗多，目前我國「不動產證券化條例」已完成立法，國內業者與政府主管機關如何因應推動，實乃相當重要一件大事，就其相關重要事項提供建議：1.應有正確的投資觀念 2.應重視經營管理 3.應重視價格評估 4.應重視信用評等與營運監督 5.勿過分強調投資報酬率 6.儘速建立次級市場 7.都市更新之投資運用。

5. 2005 曾勝珍，「不動產證券化條例中受託機構與相關當事人法律關係之研究」，現代地政 第 285、286 期。

本文除說明「不動產投資信託」與「不動產資產信託」之類型，並論及受託機構與信託當事人，包括委託人、受益人之關係，及受託機構與相關當事人，包括信託監察人、信用評等機構、不動產專業估價制度、不動產開發或管理機構之關係，實質探討在不動產證券化條例通過後，法規應用於實質操作時，產學雙方可再深入探討及所應注意的部分。

6. 2004 黃勃叡，「不動產證券化條例之解析與面臨問題之探討」，國立台北大學法學系研究所碩士。

採取外國立法案例之比較法兼歷史研究法，了解不動產證券化於我國實行面臨問題之問題及解決之道、現行不動產證券化條例有無修正之必要及如何建立配合不動產證券化之週邊制度。面臨問題有估價制度的重要性、投資信託證券信用評等及信用加強之重要性、不動產交易資訊公開之必要性、私募制度在未來發展之重要性、採取特別目的公司之可能性、開放「開發行」不動產證券化之利弊。其結論為一、不動產證券化將為不動產市場注入活水，二、首宗不動產證券化商品即將於國內出現，三不動產證券化不是提振經濟發展之萬靈丹。

7. 2004 許君薇，「不動產證券化條例實施後之立法因應」，東吳大學法律學系碩士。

擬於不動產證券條例及其相關法規在實施上所產生之問題，進行探討，並作為立法因應之建議。(一) 不動產證券化為一有利投資工具 (二) 各國經驗 (三) 不動產估價 (四) 信用評等 (五) 資訊揭露本研究之建議：(一) 不動產估價應客觀合理 (二) 信用評等制度應具備動態及合理性 (三) 強化不動產證券化相關資訊的公開揭露與資訊整合，並建立相關評估指標。(四) 對於「開發型不動產」類型之開放。

8. 2004 黃建鈞，「台灣不動產證券化之研究-兼論開發型資產信託之立法」，國立中央大學產業經濟研究所碩士。

從不動產證券化的基礎理論及該產業的特殊性開始探究不動產證券化制度，並對於國外不動產證券化條例有基本的介紹。檢視現階段台灣不動產證券化的初期運作及檢討方向，並重新檢視草案時期被排除的開發型資產信託模式，提出本文的看法及建議。本文結論認為現階段台灣不動產證券化大架構已經形成。惟不動產證券化部分主要是相關原則、投資比例、期限、地點、配息比率及負債比率並未明確規範在條例內，建議修訂於條例中。最後本文認為不動產證券化制度的成功與否，主要須視相關配套措施是否完善。而開發型資產信託部分在試行階段能否成功，本文認為能否有效利用私募制度為關鍵因素。

9. 2004 廖怡貞，「不動產證券化法制與實務評析」，臺灣大學法律學研究所碩士。

本文研究範圍以不動產證券化條例為核心加以介紹、評析，評析之觀點則著重於與民事法律關係基本法之民法，以及土地法、信託法等相關法律交互為用。另一方面，我國不動產證券化條例係以美國不動產投資信託制度(Real Estate Investment Trust, REIT.)，及日本資產流動型之不動產資產信託制度為藍本所制定，是於介紹我國不動產證券化條例之法制架構前，自有必要援引美國、日本之相關制度，以資參照。最後再就不動產證券化在我國實際運用情形析述之，以具體呈現不動產證券化之推行現況。

10. 2004 林昶棟，「我國不動產證券化之探討」，臺灣大學會計學研究所碩士

探討我國不動產證券化條例之實施，對於不動產市場與資本市場的影響及施行不動產證券化應考慮的因素。除了完整的法規制度外，更應加強資訊揭露及信託財產評價制度，方能確保投資人權益，增加市場流通性。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，惟如何顧及投資人的權益，應是推動不動產證券化市場所應重視的。

11. 2003 梁客川，「不動產證券化之研究 以我國「不動產證券化條例」草案為中心」，國立政治大學法律學系研究所碩士

本文為探討不動產證券化之相關議題，其研究發現：一、本條例之不動產證券化制度採信託制而分為「不動產投資信託」及「不動產資產信託」二種。二、本條例雖然規定可由信託財產抵押權人出具信託期間不實行抵押權之同意，但因該項同意僅具債權效力，因而無法完全排除抵押權人就信託財產實行抵押權之可能。而使「不動產資產信託」可能具有瑕疵之問題。三、基於我國當今之不動產業現況，日制「不動產資產信託」較符合業界之需求。而就實證之結果，美制之「不動產投資信託」以具有相當之成功經驗且對投資人利益保障較佳。因而我國採取雙軌制可茲贊同。四、而就受託人資格之問題，未顧及不動產經營之專業性及投資人信心問題，修正後條文採信託業及特殊目的公司雙軌制亦符合社會需求。

12. 2002 翁偉翔，「不動產證券化可行性之研究」，國立政治大學地政研究所碩士

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 模型探討證券化可行性因素對於投資者購買不動產受益證券的影響。實證結果發現，一般投資者認為受益證券的市場流通性、分散風險的重要性愈高，以及預期報酬率愈高，其購買不動產受益證券的可能性愈高；在總體因素方面，對於未來證券市場情況愈樂觀，以及房地產市場情況愈樂觀，其購買受益證券的機率將愈高；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の種類愈多，其購買不動產受益證券的機率愈大。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，決定是否運用證券化投資方式。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，其運用證券化方式的 ROE 較高，但變動的幅度也較大。

二、經營管理面

1. 張金鵠、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2003)，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

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：

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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證券化信用保證之成本支出。

(4) 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證券化評價規範及會計制度，做更深入研究。

2. 張金鶚，房地產市場景氣會持續發展嗎？—兼論不動產證券化之影響，經濟年鑑

不動產證券化的實施對於我國不動產市場之影響，主要包括：

- (一) 法人機構的不動產投資行為將擴大其影響力
- (二) 擴大不動產市場規模，分散不動產市場風險
- (三) 大規模不動產個案開發甚至龐大不良資產（NPL）的處理更具可行性
- (四) 法人機構較具規模效率的經營管理不動產，其實質環境品質將被提升
- (五) 不僅重視不動產增值，更重視不動產經營收益
- (六) 不動產市場資訊更易揭露，機制更為健全

三、台灣 REITs 的關鍵成功因素

(一) 姜堯民(2002)，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：

1. 供給的增加：鼓勵參與，放寬發起人限制及資本需求。
2. 需求的提昇：鼓勵法人投資機構參與，鼓勵個別投資者參與，鼓勵外資參與。
3. 強化資訊揭露：

- (1) 要求在每一個不動產投資信託的信託監督中設立獨立監事

- (2) 財務報表編制及定期公佈、內控制度與外部稽核之強化、加重REITs、會計師事務所及會計師涉及不實報表揭露之責任等
 - (3) 基金的公開說明書必須要詳列資訊
 - (4) 當基金遭受重大損失，資產重大轉置及損益重估時必須發佈資訊。
 - (5) 在購入及出售資產時，不動產鑑價需由公正的第三人為之
 - (6) 要報導所投資不動產的相關資訊
 - (7) 要報導管理費用的金額，收取方式。承銷費用及信託帳戶費用等費用項目。
4. 交易市場：交易市場的流動性影響不動產投資信託之流動性。
 5. 資產型態：不動產標的愈相似，評價愈容易，則流動性愈佳。
 6. 資產評價：若價值難以準確算出，將影響流動性。
 7. 資產管理：資產管理做得好，有助於資產價值之穩定，與不動產投資信託之流動應。
 8. 發行金額：發行金額大有助於流動性之增加。
 9. 交易成本：稅的減免與低的交易手續費有助於流動性的增加。
 10. 降低風險：風險低有助於流動性。

(二)謝文倩(2004)，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

認為台灣推行不動產證券化成功之要素有：

1. 專業機構應扮演適切之功能：
專業機構包含信托業證券商不動產管理機構律師事務所等，需達成其功能。
2. 健全之信用評等制度：
評等機構主要角色為審核風險而給予客觀的評等以供投資者作決策，故健全之信用評等制度有助於證券化之成功
3. 獨立之估價報告：
作者認為估價報告書之製作內容、估價金額爭議之處理方式、報告製作時點、與估價師之獨立性，對證券化之成功皆為重要
4. 資訊公開之落實：
作者認為資訊公開的範圍與繼續，皆影響不動產證券化之成功

(三)簡世炤(2005)，台灣不動產投資信託之關鍵成功因素，國立交通大學國立交通大學 高階主管管理學程碩士論文

受訪者普遍認為不動產投資信託如要經營成功，首先要掌握總體環境因素，其重要性居於總體環境因素類、產業因素類與個案因素類三大類之首。不動產投資信託個案本身因素類之重要性則居其次。最不被受訪者重視者為不動產投資信託產業因素類。

在總體環境因素下，「政治、經濟、社會因素」與「稅賦、法制因素」之重

要性相等。在不動產投資信託產業因素項下，「不動產市場因素」之重要性大於「證券市場因素」之重要性一倍。在不動產投資信託個案本身因素項下，「不動產標的物之因素」之重要性大於「參與機構之因素」之重要性一倍。

四、REITs 代理問題

(一)傅景林(2005)，不動產證券化委外管理代理問題之研究，國立屏東技術學院不動產經營系碩士論文

探討委外管理 REITs 之代理問題，並藉由主理人-代理人賽局來解釋不動產證券化委外管理產生的代理課題，再以個案分析的方式分別指出國內不動產證券化目前已公開發行案例之三種管理型式當中可能隱含的代理問題，並提出應對策略，最後針對大台北地區金融機構從業人員為問卷對象，依篩選出之問卷結果進行實證分析，以瞭解其對國內已公開發行不動產證券化案例三種委外管理型式代理問題之看法。

經實證分析結果發現：大台北地區金融機構從業人員認為「委任發起人之關係企業」可能存在之代理問題大於「委任創始機構」，「委任創始機構」則大於「委任獨立機構」，亦即「不動產投資信託」可能存在之代理問題大於「不動產資產信託」。

(二)藍惠萍(2003)，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。

五、REITs 投資面

(一)吳明哲(2003)，不動產證券化市場潛在投資需求因素之研究，應用經濟學系

碩士論文

本研究結果提出影響不動產證券化市場潛在投資需求因素分別為風險屬性之「相對市場風險、通貨膨脹風險、實質利率風險、殘差風險」以及非風險屬性之「稅負優惠性、次級市場流通性、市場資訊透明度、其它(如管理、維修等成本)」。

並就我國不動產證券化條例規定之特性及國內外相關文獻，來分析不動產證券化後，投資需求因素變動對市場均衡所產生之影響效果，結果發現，在個別投資者方面，產生投資數量及投資者剩餘增加之現象；至於市場均衡方面，在原先相同報酬時，投資數量必增加，若要維持原來之投資數量，則報酬必需下降。另藉由複迴歸模式找出其顯著變數，結果發現有三項變數呈顯著關係，分別為風險屬性之通貨膨脹風險及非風險屬性之稅負優惠性、次級市場流通性，其中通貨膨脹風險與投資不動產證券化商品是呈負向影響，其餘兩項是呈正向影響；至於投資標的物投資意願排序方面，專家學者組及業界組一致認為「收費公共設施」之投資意願最高，而官員組則認為「商用辦公大樓」居先；整體則以「收費公共設施」之投資意願排序最高。

(二)邱雅梅(2004)，不動產證券化發行與投資行為之研究，國立台北大學企業管理學系碩士論文

當投資人在投資不動產證券化此項新金融商品時，考量發行公司之公司特性因素，包含了公司之專業管理能力、標的物之品質、公司營運績效。商品特性是投資風險性商品皆會考慮之因素，本研究投資人在考量不動產證券化商品之財務風險因素時，含商品獲利能力、金融商品特性及公司財務策略。

(三)劉永康(2004)，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：

- 1.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。
- 2.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。

六、資訊管理面

(一)林耕賢(2004)，不動產證券化強制性資訊揭露之研究，國立屏東技術學院，不動產經營系碩士論文

本研究乃以機構投資人的觀點，探討現行不動產證券化資訊揭露之相關規範、可能存在的問題、相關配套措施的建立或強化等議題。經研究結果顯示，機構投資人對現行不動產證券化資訊揭露之主要規範項目，大部分表示滿意，惟就資訊揭露的可靠性與及時性之相關規定應再進一步的修訂，且對於受益證券信用評等、信用加強、網路資訊及評鑑制度等配套措施的建立與強化認為有其必要性。此外，本研究在驗證不同機構投資人對現行規範之看法是否具差異方面，結果顯示並無顯著性的差異。

七、應用面

(一) 都市更新

1.陳怡芳 (1997)，不動產證券化運用於都市更新之研究，國立中興大學都市計劃研究所碩士論文

本研究結果認為，不動產證券化確實可解決都市更新資金的課題，有效引導民間資金投入於更新事業，讓小額投資人參與都市更新之工作並分享更新所帶來之利益。考量我國社會狀況、法令架構及證券的流通性，未來都市更新證券化應以不動產投資信託模式為發展方向，並配合其他相關制度如鑑價制度、證券化權利變換制度、優惠稅制等，以建立「契約型」之都市更新投資信託事業體系。

2.蘇真弘 (2003)，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

本研究結果認為以投資信託方式推行都市更新，對於整體都市發展的永續具有未來性；不僅對於都市環境的改善與都市機能的調整相當重要，並且在非實質環境上也直接促進經濟活動的改變與經濟產值的提高，增加資本的流動，也促進金融服務及金融工具的創新。

3.劉燕芬 (2005)，不動產證券化條例應用於都市更新之運作模式與財務分析，淡江大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文

本研究認為應用於都市更新，初期可由不動產資產信託開始發展，其受益證券可以債券型式折價發行，或依權利變換之精神以股權型式發行。而不動產投資信託除可投資以不動產資產信託應用於都市更新之受益證券外，於都市更新開發案完成、預期有穩定收益時，再投資其已開發完成之不動產，增加產品之廣度與深度。

4.賴樹奎 (2005)，不動產證券化應用都市更新之探討，土地問題研究季刊，頁 77-87

都市更新為促進都市再發展的重要對策，若能成功的以結合證券化之方式推動，相信對地主、房地產有關產業甚至社會全體都有相當正面之效益。在過去房

地產景氣佳時，少數建商所推出類似不動產證券化的集資案例，在缺乏法令保護及其他配套措施下，這些推案大多以失敗收場。目前都市更新及不動產證券條例雖已立法通過，為目前尚無任何一家都市更新投資信託公司成立，也無以不動產證券化應用於都市更新之案例。本文針對制度實施面臨的相關問題，提出下列六點因應之對策或建議：一、充實法令規範 二、加強投資誘因 三、健全次級市場，放寬投資限制級標的 四、健全不動產估價制度 五、強化信用評等機制 六、建立透明化的交易資訊系統

(二) 區段徵收

1. 陳元祿 (2002)，不動產證券化應用於縣有土地管理之可行性研究，國立中山大學公共事務管理研究所碩士論文

本研究結果顯示，區段徵收業務因為民眾無領地意願致開發資金龐大，資金引進困難影響地方基礎建設。地方政府面對如此龐大的未利用閒置土地及土地開發資金，傳統的標售方式及籌資方式，已不敷所需，不動產證券化模式應用的引進，透過專業經營及引進民間資金理念，應可替地方政府尋找新契機。

2. 王淑芳 (2004)，將不動產證券化應用於區段徵收補償制度 (上、下)，現代地政

目前國內整體經濟未見景氣復甦、房地產因兩岸交流因素長期市場之願景亦不見樂觀，故對於現行實施區段徵收地主領取現金比例過高之困境，但如果能夠搭配應用不動產信託與不動產證券化，則不但可以暫時紓解政府財政困難，使區段徵收能夠持續作為都市建設開發的手段，興辦公共事業，促進經濟繁榮，另一方面亦可讓地主享受投資不動產證券之投資所得及隨時變現之好處。

(三) 擔保抵押資產

1. 洪秀瑜 (2001)，擔保抵押資產信託與不動產證券化在國內之可行性研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文

鴻禧集團和長谷公司的擔保抵押資產信託制度之成功要件如下：(1)信託資產必須是具有開發效益之優良資產。(2)受託銀行必須對信託資產擁有完整的開發主導權並引入專業之團隊進行開發。(3)以不動產證券化之架構解決信託受益權憑證之流動性問題。(4)以不動產證券化之架構賦予憑證有價證券的地位，使銀行可以買受，以解決受益權憑證的適法性問題。

2. 邱輝雄 (2002)，目前國內不良債權(NPL)不動產證券化處理之研究，國立臺灣大學/國際企業學研究所碩士論文

本文的研究主題為「目前國內不良債權 (NPL) 不動產證券化處理之研究」，研究方法是採問題解決模式方式為之，從不良債權成因到解決方法，到最後的提

出建議與結論。因此本文研究範圍大體上可分為三大部份，第一：為不良債權形成原因、解決途徑、對策，第二：為為何要不動產證券化（Why?）、證券化是什麼（What?）及如何證券化（How?），第三：為不動產證券化失敗之原因、解決對策、建議、結論。本文提出下列不動產證券化失敗的對策與建議：一、法律構面—債權銀行不願塗銷抵押權之處理；二、投資者保護機制構面；三、受託機構—單軌或雙軌構面；四、開放市場擴大參與構面；五、建立活絡的次級交易市場構面；六、健全的公債市場構面；七、教育投資人構面。

3.許君毅（2003），不動產證券化應用於不動產不良金融債權處理之研究，土地經濟年刊第十五期，頁 15-51

不動產證券化的主要功能在建立健全的不動產金融交易市場，此由台灣的不動產證券化條例在立法時並未對不動產不良債權處理部分特別加以規範特殊條文即可看出，只要是合乎法令規定者皆可以證券化的方式進入不動產證券市場。本文所提出的「包裹式證券化方式」，實施上或許難度頗高，所涉層面亦十分複雜，為本聞知主要目的在於提出較為不同之思考方式，拋磚引玉。

（四）其他

1.陳高超（2002），台北捷運聯合開發不動產證券化之可行性研究，淡江大學商管學院高階主管管理碩士學程碩士論文

本研究歸納出報酬率高於 5% 的聯合開發站，可採日本不動產證券化「資產信託」，而報酬率低於 5% 者，可採美國不動產「投資信託」(REIT) 募集資金。所謂「資產信託」，是指先投資已開發的不動產，再來發行股票募集資金，而「投資信託」(REIT) 則相反，是先募集資金，再來開發不動產。經本研究結論，台北都會捷運聯合開發站，興建中者宜採「資產信託」，而未興建者宜採「投資信託」。據此發現，可做為將來北、高或各地捷運聯合開發實施不動產證券化之模型參酌。

2.陳昭期（2002），老人住宅發展趨勢與不動產證券化可行性之研究，淡江大學國際貿易學系碩士在職專班碩士論文

老人住宅的開發除了需要龐大的資金外，另在開發過程中尚需要各相關機構參與者與專業人士的協助。而透過設定地上權、信託、不動產證券化，以降低開發成本，則是硬體建設有效機制之一。本文針對地上權之優越性及其未來發展趨勢進行研究，並以地上權、信託與不動產證券化方式進行比較研究。

3.陳百庭（2003），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

本研究結果發現，國內不動產證券化兩種型態均能達到擴大優惠出租方案，惟工業不動產證券化發展初期，應採用不動產資產信託模式為宜。

4.莊國偉（2005），新竹科學園區不動產證券化之可行性研究-從不動產投資信託(REIT)之觀點，國立政治大學科技管理研究所碩士論文

本文建議以**不動產證券化**之方式，引入民營部門之經營管理，運用財務槓桿效用以募集資金，支持園區發展政策，持續提供並滿足產業界之廠房需求，在避免造成中央政府財政壓力之前提下，已**不動產證券化**之方式維持園區經營之自給自足性、甚至協助園區之持續擴張。

課堂討論

張老師：國內文獻應以在期刊上發表文章為主，碩士論文部分，因為學術控管部分有相當落差，所以碩士論文的結論不好去做評論，大部份結論是不夠嚴謹，所以會些困境甚至誤導，要學會如何去判斷何謂好的文獻，做一個好的文獻回顧。另不同領域在這層次上的文獻也可討論，整合分類下，似以管理學門有較多的文獻，早期較多是法制類、財金類，從不同的分類下再去做討論，亦可從時間上去做分類，了解不同時間下的文獻，有意義的文獻再提出來。

不動產證券化主要分兩個期間來討論。第一階段是 2003 年 7 月以前，不動產證券化條例公佈前的文獻如何，第二階段是 2003 年不動產證券化條例公佈之後的文獻，兩階段不同背景條件下的回顧是有意義的，不過在條例公佈之前，法例還未確定下的文獻，倒可不需要太多著墨，因為都是過去式了，焦點在 2004 年之後所發表的文獻。

另我們更關心的是，文獻回顧目的是什麼？目的是在於告知我們國內不動產證券化的知識及共識，哪些是還未被討論或者有爭議的，哪些是有結論的，這可讓實務界或學術界了解目前有哪些知識基礎，哪些可以再去研究討論，再往下走，而報告中完全沒有批判性的討論，這是很大的缺失，與國外的比較也不夠深入，還有很多地方可以再討論，廣度與深度還要再加強，當然因為國內不動產證券化才剛起步，所以有關不動產證券化的學術期刊不是太多，但基本上有的也沒有被提出來，很可惜。此外，很多人都對不動產證券化有興趣，但在好的學術期刊上發表的確實不大多，雖然資料不充足，但大家真的沒有太好的想法去突破，實際上國內在不動產證券化投入相當多，但學術上的價值比例較相對少了很多，這可說是學術資源的浪費，大家沒有辦法在領域得到好的成果，會使得不動產的發展有所困境與瓶頸，如何使得我們學術研究成果對社會有所貢獻，對知識有所啟發是我們要努力的，舉例來說目前相關不動產證券化的論文有三百多篇，但在好的學術期刊上發表的有多少呢？這背後隱含的是，所做的研究努力並不被採用。因此我們在學術的研究上還有很大的努力空間，要突破現有的困境與挑戰，未來還有很大的進步空間。

對於文獻的討論大家有何意見？尤其是針對目前有哪些清楚的結論或是不清楚地方，亦或者是哪些值得再討論研究的議題？大家提出來討論。

穎慧：老師剛提到目前有哪些明確的結論，我感覺上其實似乎是沒有的，例如之前大家一直提到不動產證券化資訊要透明很重要。說到當初我們作的受益權分散現在好像沒有人再討論了，也許是因為當初發行前大家會懷疑 5-50 的規定是否作的到，但是現在已經找到了一個解決的方法，讓它符合規定，所以大家沒有考討論是否應該降低門檻。第二個是代理問題，大部分國外文獻在代理問題方面談到的是公司治理，我覺得台灣在談代理問題應該是要談不動產管理機構的公司治理，而不是受託機構的公司治理，國外在討論 REITs 公司，但是台灣沒有這個公司。第三個是評價部分，評價部分我想到三個面向，有三種師都是在討論評價，證券分析師、會計師及估價師，應該從這三個角度來切入。

張老師：詩薇有沒有什麼看法？

詩薇：穎慧學姊剛剛說到證券分析師這一塊，我目前在作亞洲 REITs 的研究，所以常常會上網搜尋券商的研究報告，看了日本、新加坡的以後，發現台灣連券商在作這一塊的分析都很少，或許是資訊不透明、或許是發展時間太短，我覺得國內還有可以發長的空間，像國外對價方面發展出很多模型來討論，例如三階段 DCF 法，台灣除了富邦一號有時候會討論，但是大多是敘述性探討，應該還有改進空間。

張老師：適銘覺得呢？

適銘：學術界應該引領實務界、法律及政策等方面，這幾年來已經發長出三百多篇相關論文，到底能不能對政策有指引的作用？像第三部分提到將不動產證券化應用在都更、老人住宅、區段徵收…等等。開發型到底能不能作？當初要開放，後來立法院不通過，但是目前又要開發，譬如都更和區段徵收是有連結的，都更的施行方式有好幾種，包括區段徵收。所以我覺得這些論文的結論應該不只是建議開發型是可以作的，而是進一步去探討它的可行性，譬如說，業者都不敢作開發型，因為收益率不高，因此應該去探討如何提高它的收益率；再說到不良債權，大家都說它可以作，但是為什麼沒有人敢作，我覺得這是更值得去探討的課題。

張老師：很好。志文呢，有什麼看法？

志文：會計面大家可以看到台大會計所的那一篇論文，它是在探討不動產證券化條例對營建業股價之影響，當時是民國 93 年主要是探討不動產證券化條例通過後對營建業股價的影響，那其實現在實證資料還是不夠多。像上次學妹有作 REITs 和大盤表現的關係，那這三者之間的關係其實還是需要多一點實證資料來釐清。目前不動產證券化應用在都市更新上大部分都是失敗的；區段徵收我之前業務上也有接觸到，這邊論文探討到區段徵收領現金的太多，那其實這部分都有編定預算，從不動產證券化的角度來切入，

目前 REITs 都是作收益型的，那除非像台南它有作創意園區的開發，詞有辦法將不動產證券化應用在區段徵收上。

張老師：好，謝謝。大家都對國內比較熟悉，希望他家可以向想將來有哪些課題是有潛力發展的？御仁有什麼看法？

御仁：我對不良資產證券化比較有興趣，因為開發型不動產證券化因為相關制度還沒健全，比較沒有人敢作，相對來說，不良資產證券化風險比較大，報酬也會比較高，可以吸引比較多的人來投資。

張老師：怡蕙有什麼感想？

怡蕙：我在看到資訊管理這一塊比較有感觸，我在作論文的過程當中常常會上網搜尋資料，卻發現國內不動產證券化資訊平台對投資人其實沒有多大的幫助，而且資料都不更新；在訪談的過程也發現，很多投資人甚至連 REITs 也沒聽過，因此國內在資訊揭露這一塊應該要特別加強。

張老師：永香有什麼感想？

永香：將不動產證券化應用在各方面的探討有一點天馬行空，就是廣度夠但是深度不夠。

張老師：你覺得哪一種比較有潛力？

永香：我覺得是老人住宅。

張老師：怡文有什麼看法？

怡文：和國外文獻比較，國外文獻大多注重實證面，將實證結果拿出來作深入的探討，而國內大多在法治及可行性方面的探討。可以看到在 2002 年就有開發型證券化的討論，但是到現在還未施行，可以看出學術界和實務界的差距。

張老師：看來我們學術界也應該檢討。佩欣覺得呢？

佩欣：大家都很好看好不動產證券化，因此想把任何東西都證券化，但是這些可行性分析都是參考國外的經驗，卻忽略台灣的制度本來就和國外不同，因此作出來的結論是很令人質疑的。

張老師：佩欣提出的看法很有意思，證券化現在是當紅炸子雞，各方人士都對證券化有很多的期待，這些期待常常是超出它所能達到的範圍，因此理論和實務的差距也是值得探討的。玟甄有什麼看法？

玟甄：看完國內文獻回顧發現，地政方面的論比較少，這是蠻可惜的，因為這應該是我們可以掌握的強項，結果反而都是法律面的探討比較多。再來，現在已經有三百多篇相關論文，但是其中夠嚴謹的有幾篇？而且這些論文的結論都是證券化是一個很好的方式，但是市面上開發型的並不廣泛，例如上次老師帶我們去參觀京站，有同學問到，他們有沒有考慮證券化，他們的回答是否定的。

張老師：這個問題我先回答，京站本身是信託的案子，如果把廣義的證券化套進來，它已經算是證券化了；當然每個個案證券化的目的不同，有人是在募集資金、有人是在賣掉資產、有人是在炒作股票、有些為了投資組合，而有些

為了長期經營，那有沒有達到他預期的目標是值得想想看的。我們在審南港案的時候，是由潤泰得標，他們回頭和鐵路局議約的時候，提出要證券化，鐵路局比照京站回饋的方式要求潤泰，但是潤泰不一定會證券化，它只是一個替代方案，還是需要嚴謹的財務是算才知道不可行，可以看到財務方面也沒有真正的深入研究，因此我希望你們認真思考哪些是有潛力研究的題目，可以延續下去的題目，而不只是過眼雲煙的題目。鋒億有什麼心得？

鋒億：剛剛同學提到，國內有三百多篇相關研究論文，但是我想這三百多篇也是用之前舊的文獻作成的，但是這些東西也是沒有經過有公信力的研究機關審核，以致於大家各作各的，甚至以訛傳訛，因此我很疑惑國內為什麼沒有類似不動產證券化的公會來統合這些資訊，而不應該由富邦一號來發行這些資訊，多少會有些偏頗。另一方面，我覺得都市更新不動產證券化沒有辦法發行的原因是受到經濟不景氣的影響，因此應該先將不動產證券化的獲利性提高。

張老師：我想大家很多人都提到資訊這一塊，最早的資訊中心是由不動產資訊中所成立，但現在就無疾而終，現在想起來很遺憾，過去有向經建會提出希望能發展一項資訊平台，資訊的充份跟嚴謹是很重要的，很可惜有瓶頸無法做好。

凱婷：過去有找許多老人住宅相關的資料，希冀可以應用在不動產證券化上面，但也發現有一些瓶頸在，以目前來說，台灣的老人住宅需求不大，因為老人還是希望跟小孩同住，另外像是都市更新或是區段徵收及老人住宅，是不是因為難以獲利導致沒有發展起來，所以現在都已有穩定收益的商業不動產作為證券化的標的。

張老師：針對凱婷所說的內容，我們可以分兩個部份來討論，一是在實務上哪些具有不動產證券化開發的潛力，二是有哪一些不動產證券化值得在學術研究上所討論的主題。剛才所說的老人住宅比較偏向實務面的發展，在學術上的研究就不太確定，是不是可以作可行性研究，也還要在釐清。在學術上研究困難的原因是因為學術講究「嚴謹」，嚴謹的背後代表著結論值得被人所信賴，嚴謹的過程中是要符合一些要件，像是資料的取得、研究理論及研究方法，而在實務面上來說，有沒有很好的報酬、未來開發的潛力就是其誘因，其實學術跟實務可以兩者做結合，且應該是學術走在實務的前端，理論跟實務的對話大家可以去思考。

益銘：之前上課有提到，國內 REITs 的二手市場都不太活絡，且國內文獻也提到流動性的問題，那以後應該可以朝著方面去探討。

張老師：這是很好的議題，流動性是大家所關心的問題。過去認為不動產流動性低，所以發行 REITs 增加其流動性，而有趣的地方在於，大家以為證券化會使流動性變高，但是 REITs 的流動性卻不高，與股票的差異性很大，不過與不動產流動性的比較上卻是增加許多，關於流動性這部份的議題值得去探討。另外，現在的 REITs 有點像是債券性質，這背後又是代表何種意

涵？如何把台灣 REITs 的特色發揮出來，作一改進或是，這才是我們所關心的，能結合學術跟實務的論文才是有價值的論文。

維升：國內、外投資者的行為不太依樣，與投資者消費行為相關，可以朝這方面去研究。

張老師：這牽涉到投資心理學、財務行為學等問題，必須利用問卷或是訪談才能得到資料，而問卷訪談不簡單，背後隱含著研究方法、樣本與母體的關係，或者是問卷本身的設計才是核心所在，另外，這也是學術上所關心的嚴謹度，嚴謹度沒有就不被大家所接受。

報告的同學也再去想想有哪些可再改進的可能性，去做修正。其實與國外文獻相較之下，大家可明顯感受到落差，這是一個危機也是一個轉機。特別要強調的是，大家可以從 2004 年的文獻開始看起，從 2004 到 2006 年整個發展趨勢如何？大家可以去比較，因為資料愈益充足，論文也愈來愈多，相對品質也要越來越好才是。另一方面，搜尋好的期刊再作一整理。

以下有三個重點跟大家報告一下，一、台灣不動產證券化發展的情況下，資產信託與投資信託表現如何？為什麼 REIT 不受重視？還是說未來才會受重視？如果 REIT 無法大眾化會有什麼影響？早期都在討論 REIT，但現在都沒有人在討論，儘管 REIT 才是主角，但還是要去想一想這方面的問題。

剛才有提到地政系在不動產證券化上做比較少討論，這也是大家要去努力的地方，如果未來有很好的資訊去整合，可以做出不錯的分析結果，讓學術及實務上皆認同其結果。另外，其實背後有相關的資訊、估價及代理問題，尤其是代理的道德風險，因為我們於國外有結構性上的差異，使得這部份的檢討產生出代理問題，而這是很值得去探討的問題。而這也衍伸出如何讓理論跟實務做結合，透過證券化的研究找出一種說法。

最後，證券化的研究可分為三個領域，法制、財經及不動產，其中財經面的財務分析仍顯不足，而不動產像是老人住宅等不同類型的做比較，土地或是高速公路只要有收益的都是可以做可行性分析。目前開發行不動產能否證券化仍受爭議，簡言之，對於不動產這方面的證券化研究，可以做很多的個案討論去學習。這些討論都是在期待未來不動產證券化的研究有哪些可能的發展，能結合理論與實務，讓成果得到雙方的認同，發揮研究價值，這才是回顧的目的。另外，還有提到 IPO 的問題，台灣剛起步，IPO 的發行、變動、影響衝擊為何？也是該去注意的地方，把國外研究的主題與台灣相似的地方拿出來做討論，以後可以寫出更有深入性的文章。

第二部分

第八章 REITs 的股利與債務政策

高股利政策；低債務政策

They Out More Than Is Required

REIT市場中傳統的看法告訴我們保留盈餘設限是對REIT成長最大的阻礙，現今REIT必須將90%的稅後盈餘作為股利分配於投資人，而保留盈餘可以作為提供成長的資金，所以這麼高的支付率使我們可以合理的假設，REIT並不會顯著成長，也由於內部資金的受限使得REIT必須尋求外部資金以追求成長。

有兩個外部資金的來源可以用來支撐REIT的成長：發行債券以及增資，使用債券將增加REIT的財務槓桿，以便在不動產市場景氣好轉時增加其收益率；然而，高財務槓桿在衰退的市場中將是不受歡迎的，因為這樣的槓桿擴大收益與損失。

內部資金的優點在於比起外部資金，內部資金更為穩定並且成本較低，當REIT被要求要支付其顯著比例的盈餘作為股利，而亦希望藉由保留現金來加速未來成長時，應該僅支付滿足法律規定的股利，這比起以高成本來發行債券和新權益而言更為正確。理論上REIT的股利政策都將以這樣的方式進行，但事實並非如此，許多REIT仍然支付明顯高於法定要求比例的股利予投資人，我們將在本書解釋原因為何。

已購屋者知道購屋最大的好處之一是能在於抵押貸款下合法避稅，標準的財務以及不動產教科書說明了這種藉由於利息償付以避稅的貸款優勢。然而，REIT不須繳納稅賦，因此我們不能預期它們會像其他市場上需納稅的公司借的一樣多，然而我們的預期是錯誤的REIT甚至於借的比需納稅的公司還要多，雖然比起那些在市場上貸款率近於80%的投資人借的少。

本章將回顧REIT股利政策上的限制以及過去20年REIT的股利支付率，我們將提出五個論點來說明這樣情況的原因，並且解釋決定REIT股利分配的因素、REIT舉債的正反論點，以及過去20年REIT的債務比率，並回顧文獻以了解REIT舉債的決定因素以及對投資者是否偏好REIT藉由發行債券提高其債務比率的行為提出證明。

一、REIT股利政策上的限制

當REIT發放股利時，本質上是發放其資本給予投資人，直覺告訴我們假如REIT要採取擴張政策，它將會藉由最小化其股利以保存資本來做為未來投資用。我們可以預期REIT的股利發放是依據其盈餘，而在90%的股利發放率限制之下，90%的盈餘須作為股利的發放，那麼就僅有保留10%的盈餘作為未來使用。

然而，在財務領域的文獻告訴公司管理者，維持穩定的股利償付流量是相當重要的，否則，股票市場藉由低估其公司股票價值使該公司不利。假如REIT被要求付出90%的盈餘，因為盈餘總是隨時變動，將使得公司很難維持穩定的股利支

付。假如REIT必須支付幾乎全部的盈餘時，在高盈餘期間其不能保留現金，低盈餘期間時，則不能使用它的現金準備去補足支付額，換句話說，在90%的限制之下，REIT的股利標準應該要隨著盈餘標準作變動。若投資人在尋找穩定的股利支付，REIT可能不能夠履行這樣的需求。

財務文獻也告訴我們，公司管理者在股票市場中會使用支付股利來顯現對該公司未來盈餘的信賴，當投資人不喜歡變動的股利，且在管理者不相信公司未來的所得可以因應未來股利的增加時，管理者將不願意增加股利的發放，事實上，管理者會藉由增加股利發放來告訴股票市場的投資人他相信未來公司的所得會增加。同樣的，管理者藉由降低公司股利傳達出其對於公司未來盈餘的不樂觀。因此，假如REIT的股利政策有著90%的限制，使得其究竟會傳達出什麼樣的訊息是不清楚的。

二、REIT股利不受法律限制影響

Wang, Erickson, Gau (1993) 首先指出REIT 的股利不能被限制為以稅後利得的95%作為分配，在他們運用的樣本期間中發現了REIT平均付出了165%的稅後利得。Bradley, Capozza, Seguin (1998) 也指出股利分配約是其兩倍的淨所得。

REIT可以付出比法律規定更高比例的股利是由於它們每年的現金流量會高於其稅後利得，我們都知道建物的折舊並非現金流量的項目，當REIT (特別是權益型REIT)在其投資組合中擁有不動產，折舊項的沖銷使得它們能夠顯著地減少其稅後所得，在這情況下的REIT 應該可以設定其股利政策不再只是依循稅務規範。

表8.1與圖8.1是由Wang,Erickson,Gau (1993) 所提供觀察而得的證據，在1980-2000年間，現金股利相對於淨所得比例為117%，若排除1980-1984 比例將更高，假如我們運用稅前利得為基礎也是同樣的情況，在表8.1中清楚描述REIT付出比法規訂定標準還高的股利。

表8.1 REIT股利發放比率

	淨收入現金股利		稅前現金股利	
	平均(%)	樣本數	平均(%)	樣本數
1980	88	45	85	45
1981	96	58	90	57
1982	89	51	87	51
1983	87	49	85	49
1984	88	47	88	48
1985	102	53	99	54
1986	109	76	108	76
1987	123	81	125	82
1988	117	74	117	76
1989	124	68	122	70

1990	135	67	134	67
1991	137	71	133	71
1992	127	65	123	65
1993	126	100	120	101
1994	134	153	121	157
1995	138	158	124	164
1996	125	141	108	145
1997	125	153	107	162
1998	130	155	106	161
1999	130	160	113	163
2000	120	143	108	147
1980~1989	102		101	
1990~2000	130		118	
1980~2000	117		110	

表8.2、8.3 顯示不同類型REIT間，以及有限、無限期REIT間的股利支付率，可以發現到不管我們使用稅前或稅後利得，權益型REIT比抵押型REIT 付出更多的股利；有限期REIT則比無限期REIT付出更多的股利，這可從直覺判斷其原因，在於有限期REIT不需要保留現金來增進未來的成長。

表8.2 各種REIT股利發放比率

	淨收入現金股利						稅前現金股利					
	權益型 REIT		混合型 REIT		抵押型 REIT		權益型 REIT		混合型 REIT		抵押型 REIT	
	平均 (%)	樣本 數										
1980	93	29	57	10	117	6	90	29	55	10	115	6
1981	92	36	96	11	106	11	85	35	91	11	105	11
1982	85	32	93	10	97	9	82	32	95	10	97	9
1983	86	29	83	12	101	8	83	29	82	12	100	8
1984	86	28	83	12	106	7	86	29	82	12	106	7
1985	110	32	86	10	96	11	107	32	79	11	96	11
1986	118	40	94	14	102	22	115	40	96	14	102	22
1987	130	45	102	14	122	22	134	46	102	14	121	22
1988	113	41	125	14	118	19	114	43	127	17	117	19
1989	130	36	124	11	115	21	130	37	119	12	111	21
1990	138	35	143	12	127	20	137	35	143	12	123	20
1991	139	43	143	8	131	20	137	43	133	8	123	20
1992	129	46	96	7	137	12	127	46	83	7	132	12
1993	129	81	130	8	106	11	122	81	118	8	107	12
1994	143	128	97	8	87	17	128	132	91	8	82	17
1995	141	134	139	8	114	16	126	140	130	8	108	16
1996	133	118	104	8	80	15	114	122	82	8	75	15
1997	128	128	117	10	100	15	109	137	107	10	90	15
1998	133	132	119	10	110	13	105	137	113	10	107	14

1999	130	133	120	10	139	17	112	137	98	18	136	17
2000	122	122	122	9	106	12	108	126	112	9	102	12
1980~1989	104		94		108		103		93		107	
1990~2000	133		121		112		120		110		108	
1980~2000	119		108		110		112		102		107	

表8.2 有限、無限期REITREIT股利發放比率

	淨收入現金股利				稅前現金股利			
	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數
1980	88	45	-	0	85	45	-	0
1981	95	57	107	1	90	56	107	1
1982	88	50	145	1	86	50	145	1
1983	86	46	104	3	84	46	108	3
1984	87	44	106	3	87	45	113	3
1985	100	43	114	10	96	44	114	10
1986	105	57	120	19	103	57	120	19
1987	119	64	139	17	122	65	136	17
1988	116	58	120	16	115	58	124	18
1989	123	56	130	12	121	58	130	12
1990	130	51	153	16	127	51	153	16
1991	128	48	156	23	121	48	156	23
1992	122	43	138	22	118	43	133	22
1993	131	76	111	24	123	77	108	24
1994	139	130	104	23	125	134	102	23
1995	140	139	124	19	125	145	121	19
1996	128	130	92	11	110	134	88	11
1997	127	143	94	10	109	152	82	10
1998	131	149	99	6	106	155	88	6
1999	131	154	117	6	115	157	72	6
2000	120	147	135	6	107	191	124	7
1980~1989	101		121		99		122	
1990~2000	130		120		117		112	
1980~2000	116		120		108		116	

從文獻以及表格的訊息可以顯示出不論什麼樣的資產型態或存續期間，REIT仍有彈性去判定其股利發放標準。此外，REIT的股利政策是受到兩個因素的影響，一個是其不需要繳納稅賦以及是封閉型基金，在下一節中，我們將檢視REIT付出高於法規規定股利支付率的原因及動機。

三、為什麼REIT採高股利政策

為什麼REIT付出高於法規要求的股利？為什麼不只支付90%的股利而留下其他現金以運用至未來成長呢？換句話說，REIT管理者可以讓法規決定來其支付總額，並且保留一定數額的現金做其它運用，從文獻的回顧中，可找出五個原因來解釋這樣的股利政策：

（一）減少代理成本

Wang,Erickson,Gau（1993）檢測REIT中股利支付與代理成本間的關係，並證明假如管理者的分紅（報酬）是源於公司規模時，它們將有投資於負NPV企劃案的動機。

Wang,Erickson,Gau（1993）設定了一個假說—假如強制管理者支付大部分的盈餘作為股利對於REIT股東是好的，在這情形下REIT的管理者將不會投資其公司的基金在任何其喜愛的案件上，為了能夠投資於新的不動產上，管理者將發行債券或增資。而當REIT發行證券時，市場上將會關注於其投資於何處。換句話說，Wang,Erickson,Gau認為雖然支付所有現金作為股利並且同時自市場上取得資本，這樣的情況涉及了發行成本，但資本市場所提供的監視功能給抵銷該發行成本。

在1985-1988年間，Wang,Erickson,Gau發現REIT的股利政策受到四個因素影響：REIT型態、資產成長率、負債比率、資產報酬率。

權益型REIT明顯比起抵押型REIT付出更多的股利，這也許是因為權益型REIT有較多來自於折舊的規避，並因此可以付出比稅法規定更高的付出率。此外，高負債比率的REIT會傾向付出較多的股利，大概是因為債的使用增加了可利用現金，還有高資產成長率的REIT會付出較少的股利，因為要保留更多盈餘以作為未來投資。

這三個影響股利政策的因素都是簡單並可直覺了解的，Wang,Erickson,Gau最重要的發現在於REIT管理者在其表現不佳時付出大多數的股利，也許是因為股東希望管理者能在資本市場中尋找新的資金來監視其投資；當REIT表現好時，支付率可以較低以供未來發展之用，這樣的證明指出REIT的股利支付率可以被用來減少REIT管理者與股東間的衝突。

（二）揭露私人資訊

Wang,Erickson,Gau（1993）也測試了REIT的股利政策是否給予了投資人資訊。當管理者比起投資人有較多關於未來發展的資訊時，可以藉增加或減少股利發放來傳達訊息。換句話說，假如REIT預期未來會成長或衰退就會以增加或減少股利的發放來傳達訊息，而REIT投資人也會根據這些來調整REIT股票的價格。

在1979-89年間，Wang,Erickson,Gau測試了182筆的股利宣告並發現它們傳達訊息給市場。股利增加時，REIT的平均股價會增加，反之亦然。此外，作者發現股利宣告的意涵隨著REIT型態而不同，權益型REIT相對於抵押型REIT有較佳的資訊對稱，其中顯示REIT可藉由股利的發放傳達訊息給予投資人。

（三）揭露未來現金流量的變動

Bradley, Capozza, Seguin (1998) 測試現金流量波動與股利政策間之關係，它們相信降低股利對於股東而言是財產損失。因此REIT管理者若相信未來現金流量波動是高時將採用低股利發放率。的確，管理者作的最壞打算是降低股利，一般相信管理者應該維持持續增加的股利去支撐其REIT的股票價值，我們若以Weingarten Realty Investors為例，Dowd (1993) 指出公司卓越股價一部分的原因來自於公司每年以5.25%比例增加發放的股利，明顯地，REIT管理者在未確定未來現金流量時會採取保留股利政策。

Bradley, Capozza, Seguin (1998) 採用了1985-1992年間的75筆REIT樣本，證實Wang, Erickson, Gau (1993) 所述，市場對於宣告股利降低的負面效果，在這證明之下，REIT管理者可以採用股利政策去避免此負面效果的產生，Bradley, Capozza, Seguin 更認為有較大槓桿、較小資產基礎或未多元化投資的REIT比起其他REIT會發放較低的股利。我們應該合理去預期有較大槓桿、較小資產基礎或未多元化投資的REIT有較高的未來現金流量波動，其管理者也較難維持高的股利發放率。換句話說，Bradley, Capozza, Seguin 建議REIT管理者應該基於其計畫的現金流量要採取保守的股利政策，在採用低股利發放率下，管理者可以確認即使未來預期現金流量無法實現，它們仍不必降低未來股利發放而產生市場上的負面效果。

(四) 減少資訊不對稱

McDonald, Nixon, Slawson (2000) 測試了出價與買價範圍間差異的資訊不對稱以及伴隨而來1995-1996年的股利宣告，財務文獻中指出假如公司管理者知道的比作的還多時，傾向於增加具差異的股票，作者發現權益型REIT的股利宣告能減少資訊不對稱的顯著訊息，並且因此減少了小型REIT與權益型REIT間的競價差異，其顯示資訊不對稱的成本在股利宣告前具有異常高的現象，並會在股利宣告後逐漸消失，這樣的證據證實了股利政策可以被管理者用來傳達資訊給於市場上的參與者。

Downs, Guner, Patterson (2000) 檢驗了REIT分配政策與其資訊不對稱程度間的關係。類似於McDonald, Nixon, Slawson (2000) 的研究則採用REIT股票的競價差異作為REIT資訊不對稱程度的替代因素，其結果也顯示REIT選擇分配較多資本以減少市場的資訊不對稱。

以上兩篇文獻都顯示因為高股利政策將傳達公司未來的願景於市場上，所以REIT採用此政策是正確的，此外，在高股利發放下，股票的競價差異將會縮小，減少投資人交易成本以提高其報酬，這也許就是過去二十年REIT會採取高股利政策的原因。

(五) 吸引投資人

Forest (1994) 指出REIT的高股利收益是吸引投資人選擇該市場的主要原

因，尤其是市場面臨高利率或股利水準的競爭壓力，換句話說，Forest 假定有一個投資團體在尋求高股利支付股票，為了吸引投資人，REIT應該維持高股利率，而許多著名報刊的文章中有著同樣的觀點並主張高股利分配式REIT 的主要吸引力之一。

我們知道投資人應該視總報酬以及風險以作投資決策。然而，也有可能當其他股票的股利受益特別低時，高股利股票特別的吸引人，在特定期間當股票圖有小小的潛力去增值時，高股利股票將吸引投資人的注意，雖然這樣的論點似乎主張市場無效率，但假如管理者認為投資者是在尋找高股利發放以及其他REIT 是採用高股利率時，REIT 也許就必須採取高股利率。

四、REIT債務政策上的限制

財務文獻告訴我們債務的使用是在增加稅賦規避以及增加破產成本二者間作一個協調，換句話說，債務的利息支付是可扣稅的，使得投資人有動機去盡可能的使用債，然而債的支付是一個固定的義務並且假如一個公司不能盡其義務，將產生一個後果。當一個公司不能支付其債務的利息時，出借人得以清算該公司並且將產生贖取成本，我們知道公司無法支付其利息的可能性是源於公司借了過多的債務，在此情況下，最理想的資本結構似乎是在節稅與潛在清算成本中取得妥協。

然而，REIT如何使用債務比決定其資本結構是更為複雜，一方面，REIT在公司層級中不需支付稅務，而傳統認知債務是最好的稅賦規避工具，使得其似乎沒有借款的動機；另一方面，其他型態的投資人投資於不動產市場會大量借款，個體投資人借75%-80%的不動產價值是很普通的。然而，REIT 不會這麼作是因為股票市場上的典型公司將不會使用如此高的負債比率，股票市場的承購人將不會承購債務比率高於80%的公司。

在這情況下，REIT在選擇適合的債務水準是很困難的，一方面，REIT必須和使用高債務比率的個體投資人競爭；另一方面，股票市場上的公司不採用高債務比率，而在不動產市場上則會採用高債務比率。因為要與其他公司有相同的債務市場上競爭，REIT必須將此限制列入考量，此表示REIT必須在不同債務政策的不動產市場與股票市場決定出適當的債務比率。

(一) 反對舉債的論點

一般公司舉債的動機是爲了使公司獲得稅賦規避，但REIT並沒有這樣的好處。此外，Howe & Shilling (1988) 指出REIT不應舉債，因為REIT必須在債務市場上與其他可以將債務作為可扣稅額的公司作競爭，當須納稅公司可以享受稅務減免將使其可以提供債務具高利率，REIT這樣的公司則不行。

舉債的負面影響跟REIT本身是有顯著關聯的，有兩個理由，第一，不動產

市場是循環的，高成長期常伴隨著衰退期；第二，大部分權益型REIT具高額的營運成本，因為其大部分的營運費用是源於不動產稅、保險費、維持費用以及管理行政成本。累積財務槓桿在高營運槓桿之上會顯著增加在不景氣市場時於盈餘及現金流量上的衝擊。

這些論點表明REIT應維持最小化的債務比率；然而實證告訴我們REIT並不這麼作，許多REIT採用債務比率並不低於企業公司，這表示另有原因影響了REIT的舉債程度。

（二）贊成舉債的論點

Jaffe (1991) 指出數個REIT可以也應該使用債務的理由，第一個是只要REIT投資人可以和REIT以同樣的利率借款，REIT或其投資人是否採用槓桿也就不是問題，假如投資人認為REIT使用太多的債務，REIT的投資人可以以貸出個人資金到資本市場的方式來恢復REIT的槓桿決策，二者擇一，假如投資人認為REIT使用太少的債，REIT投資人可以從資本市場借入。在Jaffe論點下，REIT使用債務的缺點消失，並且沒有理由不舉債。當然，Jaffe 的論點在REIT投資者可以在與REIT相同利率下貸出或借入時是成立的，然而這樣的假定並不存再於真實世界中。

Hamill (1993) 擴充了Jaffe的分析並且顯示在無擔保貸款下，低交易成本可以增加合夥 (REIT) 的價值。在Hamill的論點下，即使利息支付在公司層級上不是可以扣稅的，REIT仍然更可增加其槓桿，只要債務是無擔保貸款。然而，Maris & Elayan (1991) 發現REIT投資人的稅務狀態與REIT的槓桿率並無相關性，這樣的實證並不支撐Jaffe和Hamill的論點，即使如此，Jaffe和Hamill仍描述即使REIT不須納稅，舉債對它們仍會是好的。

Jaffe (1991) 也觀察到合夥以及REIT似乎比企業公司有更高的槓桿，他認為有兩個可能的因素，第一，合夥以及REIT 都是屬小公司，而小公司發行債券的成本會低於發行權益股的成本，因此REIT 會有動機去選擇債券；第二，REIT因為有其基礎資產使得其較容易去借款，不動產通常被視為具有償債能力，因此REIT 比起企業公司會更容易去借款。

一般較不為提及的理由是槓桿效應，假如REIT能取得10%不動產獲利，而貸款利率為8%時，將使其有動機去貸款，在此情況下，REIT 借的愈多則其價值愈高，換句話說，只要利率低於ROA，槓桿的採用會增加權益報酬率。

表8.4與圖8.2 描述了REIT的正面槓桿效應，表8.4 標出了1980-2000 年間REIT 的毛收益率、淨收益率、資產報酬率以及權益報酬率，很清楚的REIT的毛收益率與淨收益率相當高，雖然資產報酬率與權益報酬率較低，這兩個比率是會計比例，也就是說建物折舊的現金並不包含在報酬中。即使如此，我們應該關注於REIT的ROA與ROE上，當REIT的ROE顯著高於ROA時，表示REIT取得槓桿

效應，也就是說借款增加的REIT的報酬。

表8.4 REIT收益率

	毛收益率		淨收益率		資產報酬率		權益報酬率	
	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數	平均 (%)	樣本數
1980	48.8	83	23.4	83	4.1	84	5.0	83
1981	42.8	92	45.8	92	3.3	93	9.6	93
1982	50.8	78	24.9	78	4.3	79	11.0	78
1983	47.6	77	33.2	75	0.4	77	3.0	77
1984	53.9	67	40.7	67	6.2	67	9.7	66
1985	54.1	77	43.6	75	8.9	78	5.5	77
1986	58.5	97	40.8	96	5.2	97	11.7	97
1987	58.1	102	32.7	102	4.1	102	9.3	101
1988	52.7	107	26.6	106	3.4	107	6.9	106
1989	43.4	109	14.0	106	0.3	108	-1.8	108
1990	38.0	104	8.0	102	-2.5	107	-5.7	106
1991	28.1	121	2.7	116	-0.7	123	-0.3	121
1992	20.2	127	1.3	124	-2.4	128	-7.7	127
1993	37.9	164	11.4	163	1.5	169	0.5	169
1994	39.9	212	19.6	210	1.7	213	5.4	213
1995	46.7	201	22.5	199	2.6	203	5.6	202
1996	48.3	188	24.9	188	2.8	189	4.9	189
1997	50.8	198	27.3	198	4.0	198	7.0	197
1998	52.6	210	23.1	209	3.0	210	4.1	209
1999	52.4	191	21.1	191	3.7	191	8.8	192
2000	52.2	186	17.0	186	3.7	187	8.3	186
1980~1989	51.1			29.6		7.0		
1990~2000	42.5			16.3		2.8		
1980~2000	46.6			22.6		4.8		

表8.5 則顯示了1988-2000年間REIT的市價對帳面值比率以及市價盈利率(本益比)，可以看到，REIT享受了相當高的市價對帳面值比率，指出了在帳面中每一元，股票市場將支付1.6元，在市價對帳面值比率下，REIT有使用槓桿去購買不動產的動機，而市價盈利率為19.3，等同於5%資本化率。這樣的低資本化率將使REIT透過借款來擴充其資產基礎。

表8.5 REIT市場價值率

	市價對帳面值比率		市價盈利率	
	平均(%)	樣本數	平均(%)	樣本數
1980	-	0	-	0
1981	-	0	-	0
1982	-	0	-	0
1983	-	0	-	0
1984	-	0	-	0
1985	-	0	-	0

1986	-	0	-	0
1987	-	0	-	0
1988	1.5	6	11.1	5
1989	1.0	104	15.8	77
1990	0.7	107	11.5	71
1991	0.9	116	19.8	82
1992	1.2	129	19.8	77
1993	1.4	158	25.4	84
1994	1.6	217	25.3	159
1995	1.7	210	20.3	169
1996	2.9	187	23.3	159
1997	2.1	194	24.9	159
1998	1.9	209	18.0	165
1999	1.5	187	16.7	170
2000	1.9	186	18.6	164
1980~1989	1.1		17.2	
1990~2000	2.0		21.0	
1980~2000	1.6		19.3	

五、各市場債務政策

在REIT於1965-1992年間的融資情況中，Hsieh, Poon, Wei (2000)比較了REIT與其他企業公司的融資途徑，發現到頻率上，REIT 65%採用短期債券與普通股，長期債券與可轉換債則佔了35%；但是，比較起須納稅的公司，REIT利用較少的稅務融資，特別是作者發現到只有53%的REIT融資是採用債務，然而企業公司佔了81%。

表8.6 記載了1980-2000間的四個比值，在此期間中長期債務的帳面價值平均槓桿比率是37%，市場價值則佔32%。短期債務的帳面價值平均槓桿比率是52%，短期債務比率比長期多15%。從表中我們同樣觀察到債務使用的趨勢，債務比例上，1990之後高於1990之前，這大概是因為REIT產業比起其他產業有較高比例的公司擁有投資信用度，使得REIT可以在債務市場中較容易借錢。

表8.7 則顯示公開交易股票的槓桿狀況 (NYSE, Amex, Nasdaq)，並一樣區分為帳面價值與市場價值，其中REIT比起這些公司用了更多的債務，圖8.3 則繪出REIT 以及企業公司的債務比率，顯示了REIT的債務比率是大於企業公司。

表8.8與8.9則顯示不同型態的REIT以及有限期無限期REIT的債務比例，可以發現不論在帳面或市場價值上抵押權型都大於權益型，抵押型REIT的高槓桿係暗指其自短期債及長期債間的差異獲取利潤——一個相當具風險性的策略，其中無限期REIT比有限期REIT借的多，顯示注重未來發展的REIT會借比較多的債。

在我們討論REIT的債務政策前，先觀察投資人在不動產市場的資本決策可能是有用的，畢竟權益型REIT是一個握有不動產的公司，如果我們了解投資人為何要借錢購買資產，就可以了解為何REIT會去舉債。

（一）不動產市場實證

Gau, Wang (1990) 研究了溫哥華在1971-85 年間1243 筆不動產交易的資本結構決策，特別是確認了五個影響投資人在其投資決策中使用債務的因素，有些是稅賦規避、經濟條件以及市場不完全。

作者發現不動產投資人以建物折舊做為稅賦規避者較少舉債，因為存在大量稅賦規避之下，這種利息支付的減免也許就不那麼需要，在這情況之下，投資人較少舉債是合理的；他們也發現支付較高稅率的公司會傾向於舉債，這是符合直覺的，因為較高的稅率意謂著需要利息減免以達到較高的稅賦規避。這兩個發現證實了稅賦規避是投資人去使用債的主要原因。

另外，也發現到利率較高時投資人會較少使用債務，大概是因為借款者使用債務保障比例（營運淨收入/每期償還貸款）去確認貸款總數，較高的利率意謂著較高的債務給付，顯示了較低的貸款率，作者也指出較高定價的投資傾向使用更多的債務，他們解釋這是由於受到權益資本市場的限制所形成，也就是說，對於大型投資而言很難去對投資人做權益融資，因此他們別無選擇。

最後，作者指出了破產成本的大小以及招致這些成本的可能性影響了資本決策，假如投資者不確定未來現金流量，投資者會借較少的債務。的確，破產成本——但債務不履行時，破產成本會是高的且難以避免——而這也許是禁止無限制借款中最重要的因素。Brown (2000) 指出大多數未履行債務的抵押型REIT被取消贖回權，作者檢驗了1989-1991 年間24個抵押型REIT 的年度報告，發現了在此期間中421筆商業不動產貸款未履行債務（REIT 共佔1289 筆），421 筆中有354筆被取消贖回權，31筆取得貸方的延長期限，這樣的數據顯示清算成本在做出資本結構決策時的重要性。

（二）REIT市場實證

從1981-87間61筆REIT的資料中，Maris, Elayan (1990) 確認了四個影響REIT 借款決定的因素，包括了公司規模、公司成長率、現金流量的不確定性、抵押權的收入。也發現到這些因素對權益型與抵押型REIT 有不同的影響。

作者發現到有高成長率的權益型REIT 使用較少的債，另外對未來現今流量具高不確定性的權益型REIT以及大規模的權益型REIT會使用較多的債，這樣的結果顯示高成長率的REIT 以發行權益證券作融資，因此其債務比率低於低成長率REIT。這樣的結果也顯示較大規模的REIT 使用較多的債。然而，為何對未來現金流量具高不確定性的權益型REIT使用較多債務則不是那麼的清楚，理論上

未來現金流量具高不確定性的REIT具有潛在破產成本，所以應降低其槓桿比率，但其卻使用較多的債。

Maris, Elayan (1990) 發現高成長率以及大規模的抵押型REIT傾向於使用較多的債。然而，對未來現金流量具不確定性的抵押型REIT則借較少的債務。很清楚地，這樣的結果不同於權益型REIT，而作者也無法解釋這樣的現象，從作者給予的證據來看，我們只能推論不論是權益型或抵押型REIT，大規模REIT會使用較多的債。

此外，Ghosh, Nag, Sirmans (1997) 認為REIT管理者的財務決策會被不動產市場轉變所影響。假如REIT的管理者相信不動產部門是熱門時，其會採用權益融資(增資)；反之則採債務融資。

六、市場中有一致的觀點嗎？

財務文獻顯示應該有一個公司的最佳資本結構狀態，然而，文獻也告訴我們最佳的比率會隨著公司的不同特徵而有所不同。換句話說，高的槓桿率也許對特定公司被解釋為好的財務政策，但對其他則不一定，這使我們很難去確認是否股票市場偏好REIT去採用高或低的槓桿率。

我們能取得最適債務等級的唯一方式是檢驗當公司改變其資本結構時市場的反應，也就是說，當公司發行新債務時，我們可以觀察股價的漲跌來判斷股票市場偏好REIT採高或低的槓桿率，以下將描述企業公司與REIT的實證。

(一) 企業公司發行債務時的市場反應

來自於市場的實證反映出週期性債務發行或多或少是基於債務發行的本質與目的，一般來說，過去在企業公司中權益與債務轉換的研究顯示槓桿增加會導致股價增加，反之則減少。這樣的結果和公司稅盾利益與藉由債務來揭露現在與未來公司資訊是一致的。

許多進來的研究則顯示不同的狀況，Eckbo (1986) 發現直接債務發行對股價並無顯著影響，而是可轉換債的發行對股價有負面影響。Akhigbe, Easterwood, Pettit (1997) 更進一步顯示債務發行背後的動機對於價格反映的影響，發現到當債務發行是基於無預警的資本支出增加或已預期的現存債務再融資而言，是無顯著反應；但在債務發行是基於未預期的現金流量短缺則有顯著負面效應。

簡言之，財務文獻顯示一般來說市場的參與者並不會了解債券的發行是好是壞。然而，除非投資者可以了解到因為公司有困難以致借錢，改變公司的槓桿率。從投資人的觀點來看，似乎增加其相關成本會抵銷來自於槓桿增加的稅賦規避。REIT 也是一樣嗎？我們知道REIT 基於稅務減免狀況不必利用利息扣除額來規避稅賦，這是否意指REIT有不同的債務政策？

(二) REIT發行債務時的市場反應

不像典型的企業公司，REIT沒有稅負的動機去使用債務。對REIT來說，使用債務得到的淨稅賦利得明顯是負的。因此，基於稅負的考量，一般會預期REIT使用債務時會有負面反應，然而，假如投資人解釋債務的發行是為了揭露有利資訊，在債務發行時將會傾向正面效應。因此，債務反應對股價的反應可正可負。

現在將回顧三個REIT發行債務的實證，Howe,Shilling(1988)研究1970-85年間在NYSE 以及Amex 掛牌的73筆公佈債務發行的REIT，不同於過去對企業公司的證據，發現到了REIT在發行債務時具有正面且顯著的反應，大部分是由於短期債。作者提出他們發現到短期債的使用可作為正面的揭露機制。此外，Allen, Rutherford(1992)也發現到需納稅的不動產公司發行長期債券時會有正面的股價反應。

採用了116筆1991-97年間具有週期性債務使用的權益型REIT，Nag,Ghosh ,Sirmans(1999)也發現了債務的發行具正面顯著效應。因此更確認Howe,Shilling(1988)的證明。此外，也發現到價格與債務發行的總額呈現正面顯著；而價格與公寓、購物中心型態呈現顯著負面效應。

不同於上述兩個研究，Hsieh ,Poon ,Wei(2000)分析了100筆1965-92年間以債務融資的REIT，發現債務發行與股價無顯著關係，此外，作者也檢視了31筆發行可轉換債的REIT與股價的關係，發現負面顯著的關係，也就是說，Hsieh ,Poon ,Wei(2000)發現REIT的債務發行所造成的市場反應與企業公司是一樣的。

雖然不同研究產生不同結果是一個困境，至少我們了解到股票市場並沒有反對REIT使用債務。

七、我們學到了什麼？

我們討論為什麼REIT會發放比法規規定更多的股利，以及REIT借的比不動產市場競爭者還要少，卻借的比股票市場的其他公司來的多，法規強制規定了REIT的給付股利標準以及不需納所得稅，使我們很難了解股利與債務政策，從這章中，我們學到了：

1. REIT的股利政策並不受限法規規定，REIT明顯的付出股利比法規規定的還多。
2. REIT投資人希望REIT支付較多股利，因為他們希望看到REIT取得外部資金以成長，當REIT支付更多，債務及股票市場會去監視管理者投資決策，而最小化代理問題。然而，投資人也許偏好REIT保存更多盈餘以持續未來成長。
3. REIT的股利支付增加在市場上揭露了其未來盈餘狀況，而反映出增加REIT的股價，高支付率也能使投資人了解REIT更多。

4. 權益型REIT、盈餘高波動率的REIT、表現較差的REIT以及高成率的REIT會付出較少的股利。
5. 投資人購買REIT可能是因為其高股利支付率，未有高股利支付率的REIT可能會被投資人所排除。
6. REIT比起不動產市場的投資人而言有較低的債務比率，但比起其他股票市場上的公司而言，則較高。
7. 實證顯示REIT市場有正面槓桿效應，也就是債務使用會增加權益投資人報酬。
8. 大規模REIT會比小規模REIT使用較多的債。
9. 股票市場似乎不拒絕REIT 使用債務，有證據顯示股票市場對REIT發行債務時反應正面。

八、結論

從本章內容我們了解到REIT支付比法規規定更多的股利，也知道採取股利政策的原因。然而，這些原因在實務上並不是可接受的，因為支付大部分的REIT內部資金，而使用外部資金去促進REIT的成長是一件花費成本的工作，假如REIT被獲准保留大部分盈餘作為未來發展之用，也就不需要付出債券或權益證券的發行成本，所以從純財務觀點來看，REIT最好僅支付法規規定的股利，但當大多數REIT在股票與債務市場發行證券以追求成長策略，這樣的採高或股利政策的爭論在未來會越為重要。

另外，REIT必須增加現在的債務比率也許是可能的，尤其是在債券不易發行時。不動產市場的投資者可以借到大約不動產價值的80%，而且該比率也被銀行及管理者視為是合理的，所以以不動產市場的狀況來看，股票市場的參與者沒有理由拒絕REIT採用高槓桿率。當股票市場了解到REIT可以越來越好，我們預期REIT債務比率會增加，這樣才足以支撐起REIT未來的快速成長。

心得

本章探討REIT的股利與債務政策，從純財務觀點來看REIT應多保留盈餘以作為未來發展之用，而從風險上的考量來看，REIT也應採保守的債務政策，但從文中可看出，REIT為追求成長或與其他競爭者競爭會採取高股利政策，實證結果也證明，REIT增加債務比率的合理性，此表示REIT的股利與債務政策會隨市場因素與反應來做調整。反觀台灣目前各檔REIT的股利政策與債務政策，似乎皆採保守態度，但隨著REIT成長，市場競爭擴大之下，股利與債務是否如同美國情況會隨之增加，或有其他的政策，值得我們進一步觀察。

課堂討論

張老師：目前台灣股利與債務政策的確是採保守的態度，目前只有富邦已發放股利，但也是保守。課本是討論美國狀況，美國在市場競爭激烈之下，要提高股利才能增加競爭力，發放股利後公司缺乏資金，就必須採取負債政策，從民眾的反應看出，這樣的政策效果是好的，但當然相對風險很高。不過因為 REITs 的不動產特性，使其有資格條件採高風險高債務政策。台灣未來股利與債務政策會如何發展是值得我們關心的，台灣現在負債比率是有限制規定，在未來也有可能擴大限制範圍，進而去擴大資金規模。

穎慧：其實 REITs 一開始發行時，我們還在討論要發多少股利，結果從美國的經驗看來，股利根本就超過了規定標準。然而，公司舉債後會買什麼樣的標的更為重要。

張老師：台灣是否會採高股利政策，檢查一下目前台灣的狀況為何？美國是採高風險高股利政策，台灣是否會一樣？

志文：槓桿比率部分從富邦比率可以看得出來，有一定效應，不同的是台灣的制度是封閉型的，所以無法增資。文中有提到，美國的不動產市場如果景氣就會增資，反之，保守就會採債務融資的方式，但台灣在規定沒有改變的情況下，不論景氣好或壞都無法增資，所以對照美國台灣是很保守的。另外一般公司的保留盈餘較多，較能夠做其他的用途，但 REIT 保留盈餘很少，所以在財務上的使用上會比一般企業較多是蠻合理的。

張老師：台灣的 REIT 不同美國般豐富，美國的 REIT 的型態較多，可以做差別比較，反觀台灣比較不容易做比較，但也許可以比較討論集團型與非集團型的差異，本章討論內容是經營管理策略，這是經營管理機構所應該重視的，各管理機構的目的不同會有不同的股利及債務決策。管理機構政策上的了解可以做進一步的研討。