

不動產證券化專題研討第十一次上課記錄

時間：2006/12/08(五)09：00 到12：15

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟270617

記錄：紀凱婷

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、陳詩薇

第一部分：國內不動產證券化之信託與代理面討論

報告人：李宗翰、紀凱婷

一、不動產證券化之特殊目的信託

壹、前言

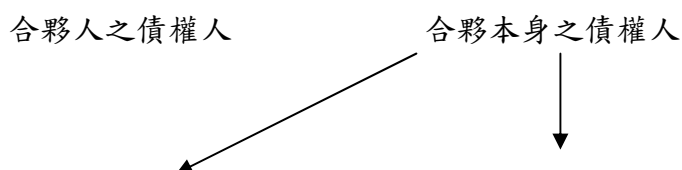
資產證券化之架構中，特殊目的個體是不可或缺之架構。其目的在於破產隔離，並用以發行證券。本文首先分析特殊目的個體可能之組織型態，並說明我國不動產證券化所採取特殊目的信託之原因。其次，為瞭解特殊目的信託，信託制度與其法理為此之根本，故本文作一概括性之介紹。對基本信託制度瞭解之後，不動產證券化之特殊目的信託，與一般信託有何不同之處，其著重之點為何，本文加以介紹與分析。最後，以修正草案作為總結。

貳、特殊目的個體(special purpose vehicle, SPV)之組織型態

架構式融資(structured finance)，係藉由資產分割之方法，將原本資金需求者所持有之資產，與原持有者分離。分離之目的，係為求隔離原資產持有者之破產風險(bankruptcy remote)。因特殊目的個體組織型態之不同，對於原創始者之破產隔離程度亦不相同。依其隔離程度有低到高，可分為合夥、公司、信託。

一、合夥：

(一) 合夥破產時 (民法 681)



合夥人資產

合夥本身資產

(二) 合夥人之破產時 (民法 685)

合夥人之債權人

合夥本身之債權人

↓
合夥人資產 (包括合夥人之股份)

合夥本身資產

二、公司

(一) 公司破產時

股東之債權人

公司之債權人

股東之資產

↓
公司之資產 | 受讓資產

(二) 股東破產時

股東之債權人

公司之債權人

↓
股東之資產 (包括股東之股份)

公司之資產

三、信託

(一) 委託人破產時

委託人之債權人

受託人之債權人

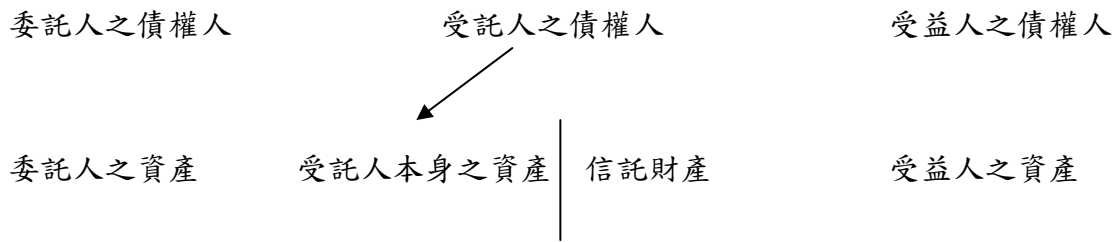
受益人之債權人

↓
委託人之資產

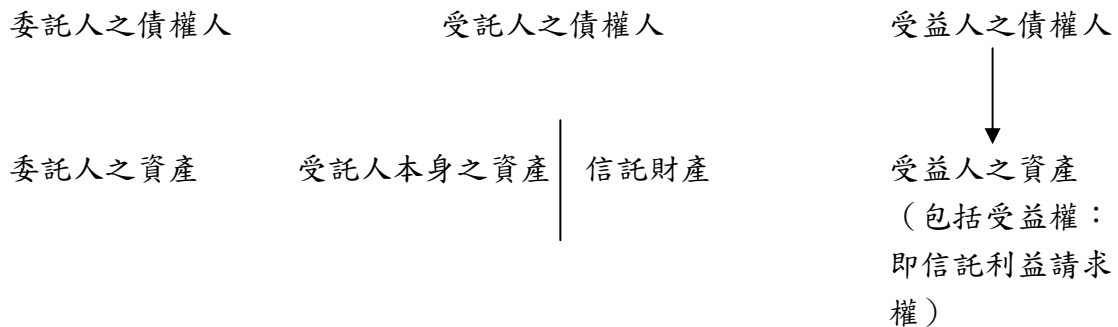
受託人本身之資產 | 信託財產

受益人之資產

(二) 受託人破產時



(三) 受益人破產時



四、小結

需注意的是，為資產證券化之組織型態，雖亦有公司、信託形式，但為使投資人可充分預估風險，故仍有所調整，而僅可從事特定之活動。故特殊目的個體之組織章程上應限制為購買創始機構之資產與發行以該資產為擔保之證券（**the charter must limit the SPV's activities solely to purchasing the originator's assets and issuing securities backed by these assets**）。換言之，因該等組織有其特殊目的，故稱為特殊目的公司或特殊目的信託，而修正原先組織型態應有之機能。

由上述商業組織架構而言，若特殊目的機構為信託時，其破產隔離效果最佳。蓋若受託機構破產時，依信託法第 12 條第 1 項之規定，原則上對信託財產不得強制執行，除非有依信託法第 12 條第 1 項但書之情形。然若特殊目的機構為公司時，則該受讓之資產，無法隔離當特殊目的公司發生破產時之破產風險。現行不動產證券化所採行之特殊目的個體，僅限於信託組織；而金融資產證券化則採行特殊目的公司與特殊目的個體雙軌制。原本行政院對於金融資產證券化與不動產證券化均僅採特殊目的信託為架構，其理由係認為若採行公司型態，欲修正之公司法工程浩大。然金融資產證券化條例送立法院審議時，親民黨團仍提案增定特殊目的公司，但之後不動產證券化條例送立法院審議時，並無相關提案，故有此落差。

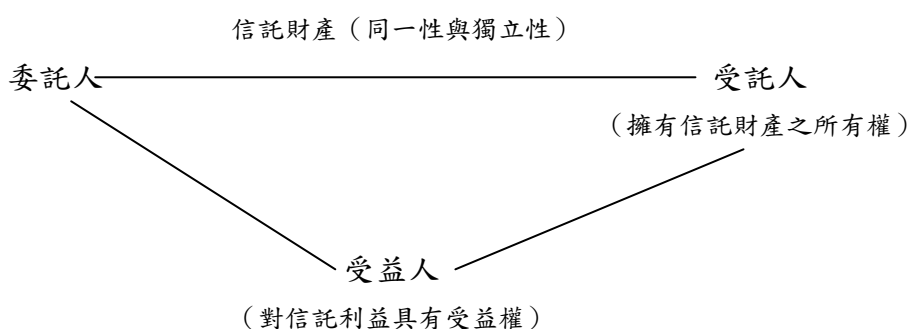
本文認為，組織型態之選擇，應交由市場決定之。信託固然較公司型態更具有破產隔離之效果，然公司之籌資管道更為多元，且以美國為例，特殊目的公司

為型態者，仍屬多數。據此，在立法論上，不動產證券化條例應增定特殊目的公司型態，較為妥適。

參、我國信託制度之介紹

現行不動產證券化採行特殊目的信託，則需先瞭解信託法理。蓋依不動產證券化條例 66 之規定，「信託法第六條第三項、第十六條、第三十二條、第三十六條第一項至第三項及第五十二條之規定，於不動產投資信託及不動產資產信託，不適用之」。依反面解釋，信託法上之其他規定，於不動產投資信託與不動產資產信託均有適用。

一、信託之定義與性質



依信託法第 1 條，稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。換言之，即委託人、受託人與受益人間所存在一種以財產為中心之法律關係，屬一種財產管理制度。

信託之概念源至於英美法。受託人雖然取得信託財產之所有權，然無法享有所有權之全部權能，必需依信託本旨，為受益人之利益或特定目的，管理或處分財產；而受益人雖享有信託財產之信託利益，卻不能行使管理、處分財產之權能。故其承認在同一信託財產上，同時存在不同之所有權主體。換言之，即「名義所有權或法律所有權」(Legal Ownership)歸於受託人，而「實質所有權或衡平所有權」(Equitable Ownership)歸屬於受益人。然此種概念與大陸法系國家採取之一物一權主義相違背，故此概念應加以修正以融入我國法之體系中。

我國信託法對此採取「所有權」與「信託利益」之概念，使受託人因信託關係取得信託財產之「所有權」，而受益人所得享有之信託利益稱為「受益權」。然

所有權之性質固然為物權，但受益權之性質究竟為債權？或是物權？或是兼具兩者？該性質爭議之實益在於，受益人對於信託財產有無支配力。若認為受益權為債權，則受益人對於信託財產並無支配力，僅對受託人享有作為請求權；若認為受益權為物權性質，則受益人對於信託財產有支配力，此時於受託人破產時，對於受益人之保障較為充足。舉例，

二、信託之種類：個人信託(personal trust)與商業信託(business trust)

個人信託又稱為民事信託，而商業信託又稱為麻州信託(Massachusetts trust)。以美國法上觀點觀之，所謂商業信託，係指以信託為企業組織型態，並藉以從事商業活動。反之，所謂民事信託，該信託之型態，並非用於從事商業活動。如家族信託(Family trust)，即為民事信託，該種信託受益人通常為生活需受扶助之人。

據此，兩者之區分標準，係以該信託是否從事商業活動為斷。就適用法律之角度而言，民事信託主要適用民法與信託法，而商業信託除適用民法與信託法外，尚須適用信託法、信託業法、銀行法或其他針對商業目的所制訂之特別法規，如不動產證券化條例、金融資產證券化條例。另外，依信託法第 60 條第 1 項，信託除營業信託及公益信託外，由法院監督；不動產證券化條例第 3 條，本條例所稱主管機關，為財政部。本條例規定事項，涉及目的事業主管機關職掌者，由主管機關會同目的事業主管機關辦理。據此，民事信託之監督機關為法院，而營業信託為財政部會同其他目的事業機關，如內政部辦理。

商業信託與傳統之民事信託之基本精神最大之不同之處，在於民事信託著重於保全與增值，而商業信託藉由受託人之專業能力，管理資產，使該信託財產之使用效能最大化，並且可商業信託之模式，吸收大量之資金，因所涉及之受益人數眾多，對於受益人之保護，則為商業信託所欲重視之處。

然我國現行之信託法，係以民事信託之法理為基礎所制訂，故某些規定會與商業信託之精神可能發生抵觸。如依信託法第 28、29 條所針對之「多數受託人」而有特別規定，但對於商業信託、集團信託之「多數受益人」之情形，信託法並無規定，需由其他法律體系加以補充之。

三、信託財產

(一) 信託財產之同一性

依信託法第 9 條第 1 項，受託人因信託行為取得之財產權為信託財產。依信

託法第 9 條第 2 項，受託人因信託財產之管理、處分、滅失、毀損或其他事由取得之財產權，仍屬信託財產。本項之規定為「信託財產同一性」（或信託財產之物上代位性）之明文規定。換言之，信託財產雖因受託人之法律行為、事實行為發生變化，但屬信託財產範圍並繼續為受益人之利益或特定目的而存在。

在不動產投資信託時，受託機構向大眾募集資金，該金錢即為信託財產。嗣後將該金錢用以購買不動產，則不動產即為信託財產，之後因該不動產所收之收益，亦同。基此法理，依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 7 款，不動產投資信託基金，指不動產投資信託契約之「信託財產」，其範圍包括因募集或私募不動產投資信託受益證券所取得之「價款」、「所生利益、孳息與其他收益」及以之「購入之各項資產或權利」。

（二）信託財產之獨立性

受託人雖取得信託財產之所有權，然其與其自有之財產權仍各自獨立，此為落實破產隔離之重要方式。由此可知，受託人所擁有之信託財產，僅具有形式上之所有權，而不具有實質上之所有權。基此法理，需排除原本基於所有權所生之權能，故信託法上有以下之規定。

- 1、完全繼承之例外：依信託法第 10 條，受託人死亡時，信託財產不屬於其遺產。
- 2、破產財團之例外：依信託法第 11 條，受託人破產時，信託財產不屬於其破產財團。
- 3、強制執行之例外：依信託法第 12 條，對信託財產不得強制執行。但基於信託前存在於該財產之權利、因處理信託事務所生之權利或其他法律另有規定者，不在此限。
- 4、抵銷之例外：依信託法第 13 條，屬於信託財產之債權與不屬於該信託財產之債務不得互相抵銷。
- 5、混同之例外：依信託法第 14 條，信託財產為所有權以外之權利時，受託人雖取得該權利標的之財產權，其權利亦不因混同而消滅。

四、受託人之權利義務

（一）受託人之權利

1、報酬請求權

依信託法第 38 條之規定，受託人係信託業或信託行為訂有給付報酬者，得請

求報酬。約定之報酬，依當時之情形或因情事變更顯失公平者，法院得因委託人、受託人、受益人或同一信託之其他受託人之請求增減其數額。

2、支出費用償還請求權

依信託法第 39 條之規定，受託人就信託財產或處理信託事務所支出之稅捐、費用或負擔之債務，得以信託財產充之。前項費用，受託人有「**優先於無擔保債權人受償之權**」。第一項權利之行使不符信託目的時，不得為之。

(二) 受託人之義務：忠實義務(duty of loyalty)與注意義務(duty of care)

依信託法第 22 條之規定，受託人應依信託本旨，以「善良管理人之注意」，處理信託事務。依信託法第 22 條之規定，信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。雖然信託法上並未明文規定受託機構之忠實義務，然通說均肯認之。所謂注意義務，係指受託機構應依一般專業之受託機構應有之注意為信託業務；而所謂忠實義務，係指受託機構應以受益人之利益為最大依歸，應避免利益衝突之發生。此兩大概念為受託人義務(duty of fiduciary)之分支，並為受託人義務之上位概念。

五、受益人之權利

(一) 享有信託利益

依信託法第 17 條之規定，「**受益人**」因信託之成立而享有信託利益。但信託行為另有訂定者，從其所定。受益人得拋棄其享有信託利益之權利。需注意的是，本條之規定，與民法第 269 條之第三人契約不同，受益人無需為享受利益之意思表示。

(二) 行使同意權

1、變更受益人或處分受益人權利之同意權

依信託法第 3 條之規定，委託人與受益人非同一人者，委託人除信託行為另有保留外，於信託成立後不得變更受益人或終止其信託，亦不得處分受益人之權利。但經「**受益人同意**」者，不在此限。

2、對多數受託人就信託事務處理有爭議時之同意權

依信託法第 28 條之規定，同一信託之受託人有數人時，信託財產為其共同共有。前項情形，信託事務之處理除經常事務、保存行為或信託行為另有訂定外，由全體受託人共同為之。受託人意思不一致時，應得「**受益人全體之同意**」。受益人意思不一致時，得聲請法院裁定之。受託人有數人者，對其中一人所為之意思表示，對全體發生效力。

3、對受託人將信託財產轉為自有財產或於信託財產上設定或取得權利時之同意權

依信託法第 38 條第 1 項之規定，受託人除有左列各款情形之一外，不得將信託財產轉為自有財產，或於該信託財產上設定或取得權利：一、經「**受益人書面同意**」，並依市價取得者。二、由集中市場競價取得者。三、有不得已事由經法院許可者。

4、對於受託人辭任時之同意權

依信託法第 36 條第 1 項之規定，受託人除信託行為另有訂定外，非經「委託人」及「**受益人之同意**」，不得辭任。但有不得已之事由時，得聲請法院許可其辭任。

（三）行使異議權

依信託法第 12 條之規定，對信託財產不得強制執行。但基於信託前存在於該財產之權利、因處理信託事務所生之權利或其他法律另有規定者，不在此限。違反前項規定者，「委託人、**受益人或受託人**」得於強制執行程序終結前，向執行法院對債權人提起異議之訴。強制執行法第十八條第二項、第三項之規定，於前項情形，準用之。

（四）行使撤銷權

依信託法第 18 條之規定，受託人違反信託本旨處分信託財產時，「**受益人**」得聲請法院撤銷其處分。受益人有數人者，得由其中一人為之。前項撤銷權之行使，以有左列情形之一者為限，始得為之：一、信託財產為已辦理信託登記之應登記或註冊之財產權者。二、信託財產為已依目的事業主管機關規定於證券上或其他表彰權利之文件上載明其為信託財產之有價證券者。三、信託財產為前二款以外之財產權而相對人及轉得人明知或因重大過失不知受託人之處分違反信託本旨者。

（五）讓與受益權

依信託法第 20 條之規定，民法第二百九十四條至第二百九十九條之規定，於受益權之讓與，準用之。換言之，除依受益權之性質不得轉讓或依當事人之特約不得轉讓者外，原則上受益權均得轉讓。需注意的是，信託法有許多權利為受益人與委託人均享有之權利，如異議權（信託法第 12 條）、請求變更管理方法權（信託法第 16 條）、請求閱覽權（信託法第 32 條）、受託人辭任與解任同意權（信託法第 36 條）等，此些權利均具有監督受託人之性質。其目的在於縱使委託成立時為自益信託，而事後因受益權轉讓或變更受益權人，而成為他益信託時，該原委託人仍可監督受託人依信託本旨履行其義務。

（六）損害賠償請求權或回復原狀請求權

依信託法第 23 條之規定，受託人因管理不當致信託財產發生損害或違反信託本旨處分信託財產時，委託人、受益人或其他受託人得請求以「金錢賠償」信託財產所受損害或「回復原狀」，並得請求減免報酬。本條之規定，民法損害賠償之方法相同，均為金錢賠償或回復原狀。

依信託法第 23 條第 1 項之規定，受託人應將信託財產與其自有財產及其他信託財產「分別管理」。信託財產為金錢者，得以分別記帳方式為之。依信託法第 23 條第 3 項之規定，受託人違反第 1 項規定獲得利益者，委託人或受益人得請求將其利益「歸於」信託財產。如因而致信託財產受損害者，受託人「雖無過失」，亦應負損害賠償責任；但受託人證明縱為分別管理，而仍不免發生損害者，不在此限。

（七）監督權

1、請求法院變更信託財產之管理方法

依信託法第 15 條之規定，信託財產之管理方法，得經委託人、受託人及受益人之同意變更。據此，信託財產之管理方法變更，需經三方同意，然若因情事變更致發生信託當時所無法預見之特別情事，致不符合受益人之利益，且三方無法達成同意時，依信託法第 15 條之規定，信託財產之管理方法因情事變更致不符合受益人之利益時，委託人、受益人或受託人得「聲請法院變更之」。

2、請求閱覽、抄錄權

為使信託財產與受託人之自有財產和其他信託財產明確劃分，以避免混淆，

故信託法第 31 條第 1 項規定，受託人就「各」信託，應分別造具帳簿，載明各信託事務處理之狀況。且信託事務之處理是否妥當，及受託人是否善盡其受託義務，攸關委託人及受益人之利益，故信託法第 32 條規定，委託人或受益人得請求閱覽、抄錄或影印前條之文書，並得請求受託人說明信託事務之處理情形。利害關係人於必要時，得請求閱覽、抄錄或影印前條之文書。

3、請求法院將受託人解任

若信託契約約定受託人解任之事由，於該事由發生時，固然可將受託人解任之。然但若無相關約定，應如何處理。信託法第 36 條第 2 項規定，受託人違背其職務或有其他重大事由時，法院得因委託人或受益人之聲請將其解任。

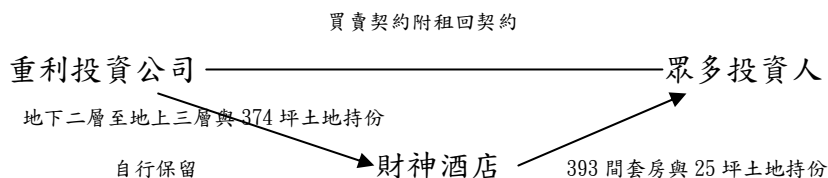
(八) 終止信託

依信託法第 63 條第 1 項，信託利益「全部由委託人」享有者，「委託人或其繼承人」得隨時終止信託。此種信託型態為「自益信託」，即此時委託人兼具有受益人之身分而享有信託利益。至於「他益信託」或「一部自益一部他益」之型態，依信託法第 64 條第 1 項，信託利益「非由委託人全部享有」者，除信託行為另有訂定外，「委託人及受益人」得隨時「共同」終止信託。

(九) 請求移轉信託財產

信託關係下，受託人雖擁有該信託財產之所有權，然僅為形式上擁有該所有權。信託關係終了後，該所有權並不歸屬於受託人。依信託法第 65 條，信託關係消滅時，信託財產之歸屬，除信託行為另有訂定外，依左列順序定之。一、享有全部信託利益之受益人。二、委託人或其繼承人。

六、比較：無信託架構下之「類似不動產證券化」

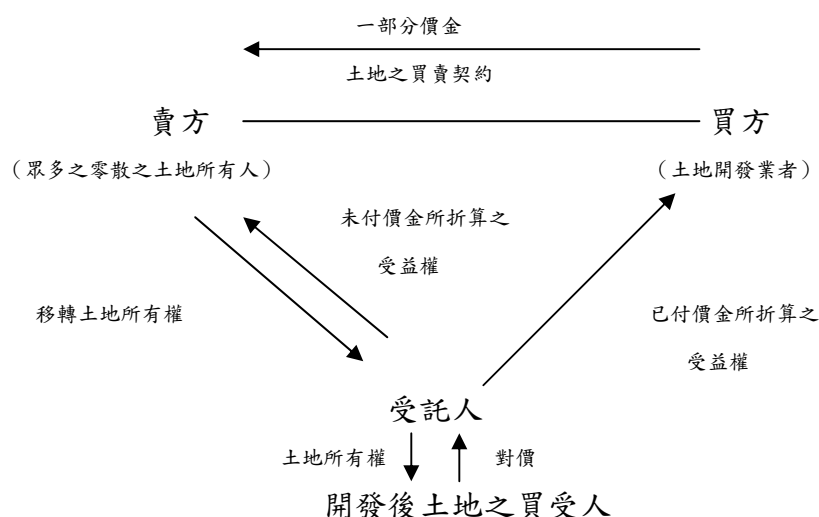


重利公司與預售「產權持份」之方式，取得營運資金，出售時並附租回契約，由重利公司進行財產酒店之經營，投資者對於重利公司完全無監督之權，只能按月依租賃契約取得收金。事後重利公司因挪用財神酒店之營運資金，宣告破產，

投資人取回其套房產權，卻因投資人眾多，對於如何經營難以得到全數之意見，故投資人取得產權卻難以利用。

七、土地信託之案例介紹

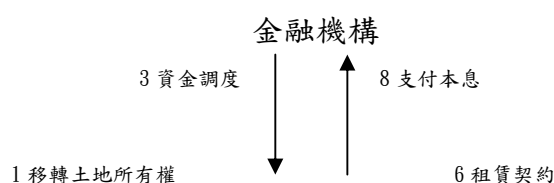
(一) 美國：以土地分割出售為例

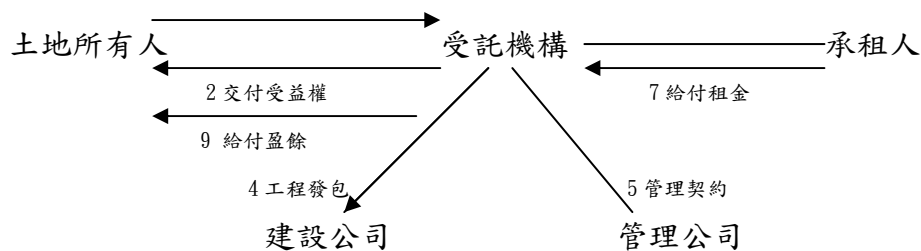


賣方為眾多土地的所有權人，而土地所有權之買方為土地開發業者，雙方簽訂買賣契約，將土地賣給土地開發業者。同時並簽訂信託契約，賣方將土地所有權移轉給受託人，並於達成一定條件時（通常為賣方受益權獲得一定之滿足），受託人移轉土地給買受人。

對賣方而言，其若不具有土地開發專業，但卻持有土地，欲藉由專業而獲得土地開發之利益，則可藉由此模式取得土地開發利益，並透過現金與受益權之比例，來調整風險承擔之意願；對土地開發業者而言，其不需一次支付價金，故不需透過抵押貸款取得資金以取得土地，而是由土地出賣人負擔一部份之風險；對土地買受人而言，透過信託模式，加強其參與土地交易之信心，蓋其等不必擔心受託人不履行交易。

(二) 日本：以租賃型土地信託為例





日本之土地信託，大致可分為租賃型、分售型、等價交換型及共同事業型，並且以租賃型為最普遍之型態。其主要目的在於信託財產之管理，委託人可保有信託財產之所有權，並且享受因專業管理所帶來之收益。

(三) 土地信託之優點

- 1、增進土地利用之效率：土地所有權人雖有所有權，然其並未必具有土地管理方面之專業，故由專營土地信託者為之，更可增加土地利用之效率。
- 2、提高土地之流通性：蓋受益權可轉讓之。
- 3、所有權實質歸屬：信託期間終了後，委託人可取回所有權。
- 4、享受破產隔離之效果：在信託期間，土地所有權人享有破產隔離之利益。

肆、不動產證券化條例之特殊目的信託

一、受益權證券化

其實，不動產證券化，在現行法下，應指不動產受益權證券化。依信託法第37條，信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者，受託人得依有關法律之規定，發行有價證券。將受益權與有價證券結合，可使受益權更具有流動性，並使受益權具備有價證券之優點。兩者結合後，法律上之用語為「受益證券」。

依不動產證券化條例第5條之規定，依本條例規定募集或私募之「受益證券」，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券。依證券交易法第6條之規定，本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及「經主管機關核定之其他有價證券」。據此，該受益證券受到證交法相關規範之拘束。

二、受益權之轉讓

依信託法理，縱使委託成立時為自益信託，而事後因受益權轉讓或變更受益權人，而成為他益信託時，該原委託人仍可監督受託人依信託本旨履行其義務。但因受益權與證券相互結合後，該委託人具備該等權利已無實益，故依不動產證

券化條例第 4 條，受益證券之受讓人，依該受益證券所表彰受益權之種類、內容及順位，「承受」不動產投資信託或不動產資產信託契約「委託人」之權利及義務。但不動產資產信託契約就委託人之義務另有約定者，不在此限。據此，信託法上原本賦予給委任人監督之權利，因受益證券移轉而移轉。

三、受託機構資格之限制

依不動產證券化條例原草案第 4 條第 2 項之規定，前項所稱受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。

若限於信託業法所規定之信託業者始可經營不動產投資信託或不動產資產信託，則可能違反受託機構專業性之要求。蓋依我國現今之情況，信託業多為金融機構信託部兼營，其中具有不動產專業能力且有不動產證券化意願者仍屬少數。在現行法之限制下，金融業者必與不動產開發業者合作，將產生外行領導內行之情形；又信託業之最低資本額為二十億元，門檻過高，符合條件者勢必有限，在缺少競爭下，不利市場發展。

在考慮多方意見後，為兼顧受託人必需具備專業能力及受高度監督，故不動產證券化條例經立法院朝野協商後，增列第三項之規定，「僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業」，主管機關得就其最低實收資本額、股東結構、負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗、業務限制另定之。

在不動產證券化條例第 4 條第 3 項之授權下，財政部於民國九十二年九月二十九日發佈台財融（四）字第 0924000878 號，修正「信託業設立標準」。增定僅辦理不動產投資之信託業者應具備之最低實收資本額、發起人及股東之資格條件、負責人資格條件、經營與管理人員學識或經驗及業務等規定。其重要內容如下：

（一）最低實收資本額

依信託業設立標準第 3 條，申請設立信託公司，其最低實收資本額為新臺幣「二十億元」，發起人及股東之出資以「現金」為限。但依本條例規定僅辦理不動產投資信託業務之信託公司，其最低實收資本額為「新臺幣十億元」；僅辦理不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為「新臺幣三億元」；僅辦理不動產投資信託及不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為「新臺幣十億元」。

（二）發起人及股東之資格條件

依信託業設立標準第 5 條 2 項，依本條例規定僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託公司，得由具有「不動產管理經驗」，且「成立滿五年以上」，「實收資本額達新臺幣十億元以上」並經「公開發行」之「不動產管理機構」，擔任前項之專業發起人及股東。

（三）管理階層之資格限制

依信託業設立標準第 7 條，信託公司之設立，董事、監察人或經理人，應符合信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則。

（四）信託業務之限制

依信託業設立標準第 18-1 條，依本條例（應指不動產證券化條例）規定並經財政部許可僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託公司，其經營業務之範圍，以依本條例可得辦理之業務為限。前項信託公司，其實收資本額未達新臺幣十億元者（即僅經營不動產資產信託業務），受託管理及處分之信託財產總餘額，不得超過其淨值之二十倍。前項倍數，財政部得視經濟、金融情況及實際需要調整之。

四、受託機構之外部監控機制

（一）主管機關之監督

1、事前監督

（1）擔任不動產投資信託或資產信託之資格限制：參見前文。

（2）不動產投資信託受益證券之募集與私募

依不動產證券化條例第 6 條之規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券，應檢具法定書件，向主管機關申請核准或申報生效；其審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項之處理辦法，由主管機關定之。

（3）不動產投資信託計畫之變更

依不動產證券化條例第 9 條第 2 項之規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券後，非經受益人會議決議及申經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得變更不動產投資信託計畫。但其變更對受益人之權益無重大影響者，經主管機關核准或向主管機關申報生效後，即得變更之。換言之，若該不動產投資計畫之變更，**對受益人之權益有重大影響**，應經受益人會議決議及申經主管機關核准或向主管機關申報生效；若**對受益人之權益無重大影響**，不需經受益人會議決議，但仍須申經主管機關核准或向主管機關申報生效。

2、事後監督

(1) 查核權

依不動產證券化條例第 54 條之規定，主管機關為保護公益或受益人權益之必要時，得會同目的事業主管機關派員或委託適當機構，就不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之執行狀況及其他相關事項，檢查「受託機構、不動產管理機構、不動產資產信託之委託人或其他關係人」之業務、財務或其他有關事項，或令其於限期內據實提報財務報告、財產目錄或其他有關資料及報告。主管機關於必要時，「得委託專門職業及技術人員」，就前項規定應行檢查事項、報表或資料予以查核，並向主管機關據實提出報告，其費用由「被查核人負擔」。前項委託專門職業及技術人員查核之辦法，由主管機關定之。

財政部依此授權規定於民國九十二年九月三十日發佈「財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法」。其中所謂之專門職業及技術人員，係指經專門職業及技術人員考試法規定之考試及格，領有證書始可職業之會計師、律師、不動產估價師及其他經主管機關核定之人員，辦理查核工作。

(2) 變更受託機構

依不動產證券化條例第 55 條第 1 項之規定，受託機構「違反本條例之規定」或「不依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫」經營信託業務者，主管機關得變更受託機構並命原受託機構將該業務及信託財產移轉與新受託機構，或準用信託業法第 44 條之規定。依信託業法第 44 條之規定，信託業違反本法規定，除依本法處罰外，主管機關得依其情節為下列之處分。一、糾正並限期改善。二、命令信託業解除或停止負責人之職務。三、停止一部或全部之業務。四、撤銷營業許可。五、其他必要之處置。換言之，受託機構違反不動產證券條例或信託計畫時，該受託機構可被主管機關強制變更，或雖不變更，但可能有信託業法第 44 條之相關處分。

（二）信託業間之自律規範

在金融機構之監理上，除主管機關之外部監控外，依靠業者間之自律，依靠業者間之自律與業者內部之治理，更能落實保障受益人之意旨。

1、不動產投資信託基金定型化契約範本

依不動產證券化條例第 12 條之規定，信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產投資信託基金之「定型化契約範本」，報請主管機關核定。受託機構募集不動產投資信託基金，其不動產投資信託契約之訂定及修改，就受益人權益保障之程度，不得低於主管機關所核定之不動產投資信託定型化契約範本。此種定型化契約範本，在涉及眾多大眾時，主管機關通常都會訂定，以實現契約正義。換言之，雖然契約法之根本精神在於契約自由，然契約自由原本係建立在雙方對等之立場下，在現今社會中，締約雙方之經濟力量可能越來越不對等，為保障廣大之消費者，故政府需透過公權力對於消費者之最低限度權益有所保障。如保險契約之條款，均需送主管機關審查，即為事例。

2、資訊揭露

依不動產證券化條例第 21 條之規定，不動產投資信託受益證券之行銷、訂約、「資訊揭露」、風險管理與內部稽核及內部控制等應注意事項，由信託業商業同業公會會同有關公會擬訂，報請主管機關核定。資訊揭露是證券法上之根本精神，貫徹公開原則不但使投資人獲得必要之資訊，且可發揮監督受託機構之作用。美國聯邦最高法院大法官 Louis D. Brandeis 在 1914 年寫下之名言，「**陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效率的警察**」(Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman)。其實，此法理在涉及眾多投資大眾時，應該是一體適用的。

（三）信託監察人

1、信託監察人之選任

對於信託監察人之選任，依信託法第 52 條，受益人不特定、尚未存在或其他為保護受益人之利益認有必要時，法院得因利害關係人或檢察官之聲請，選任一人或數人為信託監察人。但信託行為定有信託監察人或其選任方法者，從其所定。信託監察人得以自己名義，為受益人為有關信託之「訴訟上或訴訟外之行為」。受益人得請求信託監察人為前項之行為。換言之，信託法對於信託監察人之選任，若信託行為**已有規定**，則依其規定；若**並未規定**，當涉及不特定人時，

法院得因利害關係人或檢察官之聲請選任。且因受益人人數眾多，若發生信託機構違約之情形，由信託監察人提起訴訟，可收團體訴訟之效。

依不動產證券化條例第 48 條第 1 項前段之規定，受託機構為保護受益人之權益，「得」依不動產投資信託契約或不動產資產信託契約之約定，選任信託監察人。又依不動產證券化條例第 66 條之規定，第 52 條之規定，於不動產投資信託及不動產資產信託，不適用之。據此，**不動產證券化條例不採取由法院因利害關係人或檢察官之聲請選任監察人之規定。**

然有認為信託監察人之選任，本法並未強制規定，故受託機構為減少成本，且其並無選任他人監控自己之誘因，均不會約定選任監察人；縱使有選任，信託契約之一方為一個經濟上之強勢者，另一方為相對為眾多之弱勢者，則信託監察人之選任，當受受託機構所掌控，是否可真的監督受託機構，令人懷疑。

2、信託監察人之資格限制

依不動產證券化條例第 48 條第 2 項之規定，信託監察人不得為受託機構之「利害關係人」、職員、受雇人或不動產資產信託之委託人。依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 9 款，利害關係人，指信託業法第七條所稱之利害關係人。依信託業法之規定可分為五種，一、**持有信託業或兼營信託業務之銀行已發行股份總數或資本總額百分之五以上者**。二、擔任信託業負責人或兼營信託業務之銀行負責人。三、對信託財產具有運用決定權者。四、與前三款之人具有銀行法第三十三條之一各款所列關係者。但第一款及第二款之人為政府者，不在此限。五、信託業或兼營信託業務之銀行持股比率超過百分之五之企業。本規定之目的，無非欲落實信託監察人之獨立性，然如上所述，信託監察人之選任有問題時，此規定應會形同具文。

五、受益人會議

依不動產證券化條例第 47 條之規定，不動產證券化所發行或交付之受益證券，準用金融資產證券化條例第二十條及「第二章第三節」之規定。但信託契約另有約定，且於公開說明書或投資說明書中載明者，從其所定。

（一）受益人會議之召集權人

依金融資產證券化條例第 24 條第 1 項之規定，受益人會議，由「受託機構」或「信託監察人」召集之。持有「本金持分總數百分之三以上之受益人」，為受益人之共同利益事項，得以書面記明提議事項及理由，請求前項有召集權之人召

集受益人會議。前項請求提出後十五日內，有召集權之人不為召集或因其他理由不能召集時，持有本金持分總數百分之三以上之受益人，得報經主管機關許可後自行召集。

依不動產證券化條例第 12 條第 1 項所授權制訂之「受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本」中之第 29 條第 2 款約定，係以「受益權總數」為規定，以符合準用之意旨。

（二）受益人會議之時期

相關規範並未規定，蓋受益人會議之性質為**臨時機關**，欲行使其權利時，始需召集。

（三）受益人會議之事由

1、法定召集事由

依不動產證券化條例第 9 條第 2 項之規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券「後」，非經受益人會議決議及申經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得變更不動產投資信託計畫。但其變更對受益人之權益「無重大影響」者，經主管機關核准或向主管機關申報生效後，即得變更之。

所謂無重大影響，依不動產證券化條例施行細則第 2 條之規定，係指有下列情事之一者。

- （1）不動產投資信託契約或不動產資產信託契約終止處分信託財產所得現金分配後，不動產投資信託基金或不動產資產信託契約「存續期間之縮短」。
- （2）依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之記載，取得「受益人全體書面同意」所為之變更。
- （3）不動產投資信託契約或不動產資產信託契約訂定當事人同意之修正或補充事項，其內容涉及不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫應記載事項之變更。但以其修正或補充事項，係經「律師出具法律意見書」認定係更正原有約定之明顯錯誤、澄清原有約定疑義或為不抵觸其他約定所為之補充，並聲明對受益人無重大影響者為限。
- （4）其他經「主管機關認定」之情事。

2、約定召集事由

依受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本，亦有相關規定。

(四) 受益人會議之召集程序

1、召集通知

依金融資產證券化條例第 24 條第 4 項之規定，受益人會議之召集，應於開會二十日前，通知各受益人。

2、召集通知中應載明召集事由

依金融資產證券化條例第 24 條第 5 項之規定，通知應載明召集事由、全部表決權總數及各受益人表決權所占之比例。關於「受託機構之辭任及解任、新受託機構之指定、信託監察人之選任、辭任及解任、特殊目的信託契約變更或終止之事項」，應於召集事由中列舉，不得以臨時動議提出。

(五) 受益人會議之決議方法

依金融資產證券化條例第 25 條第 1 項之規定，受益人會議之決議，除本條例另有規定或特殊目的信託契約另有約定者外，應有表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數之同意行之。依同條第 2 項之規定，受益人依其受益權之本金持分數享有相對應比例之表決權。但特殊目的信託契約另有約定者，從其所定。據此，受益人會議原則上採取普通決議。

(六) 受益人行使表決權之方式與限制

依金融資產證券化條例第 25 條第 3 項之規定，受益人委託代理人行使表決權者，準用公司法第一百七十七條及證券交易法第二十五條之一之規定。換言之，受益人可授權代理人出席受益人會議。

另外，原本金融資產證券化草案中規定，未出席受益人會議之受益人得以「書面」行使其表決權，及受益人會議之召開得以書面決議程序代替。然因該規定於立法院時被刪除，故解釋上未出席受益人會議之受益人不得以「書面」行使其表決權，及受益人會議之召開不得以書面決議程序代替。據此，受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第 8 條之卻規定可以書面決議之方式為之，抵觸立法本意，應屬無效。

然於立法論上，現行之規定有修正之必要，蓋當時制訂金融資產證券化條例

時，公司法並無書面投票制度，然公司法於 94 年 6 月 22 日已於第 177-1 以下，增定書面與電子投票制度。據此，書面投票制度亦應加以準用。至於書面決議代替受益人會議之召開，則問題較大。蓋公司法下之書面投票仍須召開股東會，故受益人會議可否易於其公司法規定辦理，仍值得討論。

依金融資產證券化條例第 25 條第 4 項之規定，受益人對於會議之事項有自身利害關係，致信託財產有受損害之虞時，不得加入表決，並不得代理其他受益人行使其表決權。本條之規定，明顯仿照公司法第 178 之規定。蓋依公司法第 178 之規定，股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。據此，該立法技術透過準用規定即可，無須再為規定才是。

依金融資產證券化條例第 25 條第 4 項之規定，受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。本條之規定，依立法理由，係稱仿照日本資產流動化法 182、183、184 之規定，然卻無將相關之法條內容寫入立法理由之中，有此點可知，我國法律制訂時之立法理由明確度而言，仍有待加強。需注意的是，此規定並非有照公司法第 179 條第 1 項，公司依法持有自己之股份，無表決權。

二、不動產證券化之代理面討論

壹、代理理論

(一)代理關係：

凡將資產委託專業機構，並由雙方依據資產移轉、處分、收益等委託宗旨訂定契約，委託具備專門知識或經驗之人員履行各項義務之行為，即構成〔委託代理〕之關係⁶。

Jensen and Meckling(1976)定義代理關係為～

委託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。

(二)代理問題：

1. Mayers and Smith(1988)定義代理問題為～

代理問題系源自內生於組織理的三個功能：管理階層、所有人／風險承擔者（股東）和客戶／保單持有人彼此間潛在的利益衝突；可分為所有人／風險承擔者與經理人之間、所有人與客戶／保單持有人／債權人之間兩方面。

(1) 權益代理：

在所有人與經理人方面，所有人（主理人）委託經理人（代理人）經

營公司業務，由於管理者所運用的是所有人的資金，其不須承受本身決策行為所造成的財富效果，因此經理人可能以追求自身利益，而不以所有人之財富極大化為目標，彼此間的利益不一致產生代理問題。

(2)負債代理：

在所有人與客戶／債權人方面，客戶／債權人（主理人）出借資金給公司（代理人）負責運用，由於公司所有人（股東）所承擔的是一有限責任（其餘大多為債權人的資金），因此公司可能為追求所有人（股東）財富極大化為目標而有增加高風險性投資計畫的動機，因而犧牲客戶／債權人之權益，產生代理問題。

2. Guesneric , Piard , Rey(1988)定義代理問題可分為兩類～

(1)逆選擇－

指的是在契約簽訂前，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，而產生〔逆選擇〕的問題發生。亦即，在契約簽定前由於知識或資訊不對稱，代理人可以誇大自身執行能力而無法被委託人所察覺。

註：解決逆向選擇問題的手段可分為以下 4 種：

1. 不動產公司詳細揭露相關資訊，逆向選擇問題的本質是投資品質的不確定性。
2. 由可信賴而獨立的第三人/團體(third party)提供專業。
3. 信用評等(rating)－信用評等可發生在兩個層面－在公司組織層面以及資產面，信用評等扮演著提供訊息的角色，傳達投資載體/ 工具的品質並揭露風險給潛在投資者。
4. 專業投資者關係－可以提供潛在投資者關於公司的策略導向及持有流動資產的詳細資訊；然而，提供訊息透明度
5. 經營管理過去業績－配置資金時會面對兩個因素，即資產的及經營管理的品質。

(2)道德風險－

是指在簽訂契約後，代理人將存在〔隱藏行動〕(Hidden Action)，在行動的不可觀察性或不可驗證性之下，由於訊息不對稱，使得委託人無法輕易察覺出代理人並無依約善盡職責。

3. Bergen, Dutta ,and Walker(1992)定義代理問題亦分為兩類～

(1)訂約前問題－

其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。

(2)訂約後問題－

其發生在契約成立後（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。

(三)代理成本：

係指為消除代理問題所付出的代價。

ensen and Meckling(1976)對代理成本之定義

其將代理成本區分為：

- (1)監督成本—監督代理人而進行的監控行為或規則限制，以及對代理人的獎懲，因而產生的額外費用。
- (2)機會成本—指在各種監督約束下，致使代理人無法採取行動因而導致主理人喪失獲利機會。

二、代理問題對受託機構經營績效之影響

由於國內不動產證券化之推行尚處於起步階段，故以下內容針對國外有關代理問題之實證結果進行整理，期望國外不動產證券化之發展經驗對台灣未來不動產證券化之推行有所啟示。

(一)代理問題與委外管理：

1. Hsieh , Sirmans (1991) 研究指出～

有某部分的 REITs(Captive-financing)其與發起人(Sponsor)及外部顧問間有業務或從屬的關係。在比較 1968 年至 1986 年間兩類 REITs 的營運績效後，發現 Captive REITs 的運作績效較其他的 Non-Captive REITs 差，這說明了在發起人、顧問及 REITs 間若有密切的業務關係，會產生影響財務營運績效的代理成本，而使得 REITs 的運作績效差。

2. Cannon , Vogt(1994)研究指出～

比較 1987-1992 年美國委外管理型與自我管理型 (self-administered REITs) REITs 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。

3. Ambrose , Linneman(2001)研究指出～

研究自我管理型(Internally-advised)與委外管理型(Externally-advised)REITs，結果發現自我管理型 REITs 在解決管理顧問與股東利益不一致所生代理問題之能力優於委外管理型 REITs，導致日後自我管理型 REITs 得以主導美國 REITs 市場，這也是何以美國於 1986 年稅法改革過程中，允許自我管理型 REITs 加入 REITs 市場之最主要之原因。

由上述內容可知 REITs 在委外管理的情形下，除一般委託代理關係外，由於複代理的影響，使得更多複雜的代理問題因應產生，而這些複雜的代理問題對於 REITs 的經營績效確實有顯著之影響。

(二)代理問題與誘因報酬：

由於 REITs 結構中存在委託人與代理人利益衝突的問題，此即代理問題之由來 (Chan, Erickson and Wang, 2003)，故產生誘因報酬機制的設計，其目的在於減少代理問題的產生，而對於誘因報酬機制的運作對 REITs 所產生的代理問題成效如何？國外學者作出以下之研究成果。

1. Solt and Miller(1985)研究指出～

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。

2. Finnerty and Park(1991)研究指出～

利用 1980 年至 1988 年間的 REITs 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 batas 係數。

由上可知誘因報酬機制的設計，對減少委託人與代理人之利益衝突的確有顯著的影響，但 Jenkins(1980)指出，雖然誘因報酬機制的設計有助減少代理問題的產生，且目前美國 REITs 公司中已有一半以上都已經使用某種形式的誘因報酬機制，但其認為利益衝突仍會繼續存在，因為誘因費用會使得管理者偏向採取財務槓桿與承擔高風險。

三、台灣經濟法制面不動產證券化可能產生之代理問題

依據不動產證券化條例規之規定，不動產證券化之受託機構必須為信託業者，而就信託業法對於信託業者之規範，於信託業者之管理權限、權利、義務及責任似乎已有明確且嚴謹之規定⁸，然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的潛在利益？基於專案負責人之經營管理動機，進一步的衍生出代理問題。

此外就目前不動產證券化條例之規定，其允許信託業者將部份業務專業委外予不動產經營管理顧問公司，就台灣目前不動產證券化發展現況而言，對於涉及專業知識之不動產經營管理，受託之信託業者目前尚無能力直接介入，結果將導致委外管理成為業者較可能採行之方法。然從美國發展不動產證券化之經驗發現，委外管理的經營方式會產生收益分配 (Revenue Allocation) & 自我交易 (Self-dealing) 之代理問題，而這些問題對於不動產證券化的經營績效確實有顯著的影響，故未來台灣不動產證券化經營模式如採委外管理之方式進行，則因複代理所產生更多複雜之代理問題，將成為受託機構及投資人不容忽視之問題。

目前我國關於信託與代理人行為之相關法律規範，僅信託法第二十三、二十四條規定受託人應以善良管理人之注意，依據信託契約內容處分及管理信託財

產，並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，得以分別記帳之方式為之。而相關時效追溯因權利人兩年內不行使而消滅，就刑事上的責任，僅信託業法對於信託業者訂定較為嚴厲之規定，由此可知現有法律規範對於代理問題之防範著墨甚少，如此將導致專案負責人或代理人之自利性經營行為，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，法律對於委託代理關係所產生問題之忽視，將使得不動產證券化代理問題惡化，如此不只損害投資人之利益，更將阻礙不動產證券化未來在台灣之發展與推行。

四、信託與代理的差異

信託方式最重要的一項動作為信託人將財產權移轉給受託人，此一行動若非當事人間有相當的信賴度，實非易事。於是美國之銀行遂針對這種需求大力推動代理業務。以致於兩種方式在美國大行其道。信託和代理在表面上十分相似，兩者皆基於當事人間之信賴關係，且皆可能牽涉到第三人之經營管理財產，但兩者仍有相當大的差異存在。

(一)權利之歸屬關係：

受託人對於信託人之委託財產具有所有權，而代理人對於本人之財產不因代理而擁有所有權。

(二)對財產之運作方式：

受託人對信託財產經營管理之權利相當大，信託人雖可能保有撤銷權，但實務上除非對受託人之操作績效相當不滿，否則受託人很少受到信託人之監督，因而有相當大程度的控制權。而反觀代理制度，代理人必須在本人之監督下運作，所能控制的權利相當有限。因此，代理制度方能受到缺乏互信基礎之當事人所樂用。

(三)權限範圍：

除了由信託人所訂定於信託契約及法律上所限制的項目外，受託人應有執行信託契約所必須及應有的之一切權限，故其權限較廣。而代理人僅能擁有本人特予之權線，其權限範圍較狹隘。

(四)義務範圍：

除了信託契約中明訂之除外責任，受託人必須對其執行該信託之契約負責，若因執行該契約而造成侵權行為，亦須由受託人單獨向受害人負法律責任，信託人及受益人皆不對此契約負責。而代理人因無自主之權限，事事必須以本人之意志為依歸，故代理人以本人之名義和第三人之契約，須由本人負完全責任，代理人不必就契約之履行負責。

(五)有效期間：

信託成立後，除非有特別約定，原則上信託人及受益人並無撤銷權，至多只能更換受託人，直到約定之終止條件到達時方能結束，信託人或受託人之死亡對信託之存續並無影響，委託人死亡由新的受託人繼任之。而代理業務為屬人關係，其存在完全由當事人之合意繼續，因此除了特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係，且代理關係可因本人或代理人之任何一方之死亡而消滅，亦即代理人之專屬性無法以取代方式而變更。

參考文獻：

王文宇，資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題，月旦法學雜誌第 48 期，1999 年 4 月。

王文宇，資產證券化的組織法則，實用月刊，2002 年 1 月。

王文宇，〈資產證券化之交易架構與考量因素〉，法令月刊，第 53 卷第 11 期，台北，2002 年 11 月。

王文宇，不動產證券化條例之評析與前瞻，月旦法學雜誌 101 期，2003 年 10 月。

王志誠，〈受益權證券證券化與特殊目的法制〉，台灣金融財務季刊，第 2 輯第 3 期，2001 年 9 月。

王文宇，〈金融資產證券化之法制架構與管制爭議〉，台大法學論叢，第 31 卷第 2 期，2002 年 3 月。

廖怡貞，不動產證券化法制與實務評析，國立台灣大學法律研究所，94 年 6 月。

徐志明，台灣不動產證券化法制環境對降低不動產經營風險之效果評析，國立台灣大學法律研究所，93 年 6 月。

黃勃，不動產證券化條例之解析與面臨問題之探討，國立台北大學法律研究所，93 年 7 月。

方安遠，不動產證券化條例之法評析，私立東吳大學法律研究所，93 年 7 月。

孔菊念，論不動產投資信託之受益人保護，私立中原大學財經法律研究所，93

年6月。

陳曉芸，從代理理論之觀點探討股權結構對保險經營之影響，政治大學風險管理與保險所碩士論文，89年。

王惠昕民國，代理問題對公司股權結構與財務決策之影響，中正大學財務金融研究所碩士論文，89年。

曾斐金，代理問題之控制工具與經營績效之關係研究，政治大學企業管理所碩士論文，85年。

課堂討論：

張老師：花了很大力氣整理，特別是在信託部分，今天我們聽了法律人談論不動產證券化的信託概念，的確在法律上的討論有些複雜。不動產證券化在信託與代理兩方面的確很重要，因為不動產證券化的基礎是在信託，破產隔離是核心，在證券化條例頒佈之前，也有很多案子是採用信託制度，最近很有名的案子「京站」也是利用信託架構來處理。

另外在代理方面的討論，例如在「Real Estate Investment Trusts」裡面有一章提到，到底是委外還是不委外的好？但是美國會比台灣多代理問題，是因為美國較多SPC公司型的證券化，但是台灣的代理議題就比較模糊，台灣以信託業者的角度來看，絕對是委外，例如，台灣銀行委外給富邦建經管理。但是台灣這樣就發生發起機構和管理機構相同的情況，因此到底是委外管理還是不算委外管理呢，是有些模糊的。因此，台灣到底有沒有代理問題產生，也很有意思。但是就學術來講，代理議題的探討算是學術的主流。台灣不動產證券化剛上路，為了保守起見，在立法上採取了SPV，強調防火牆的隔離。

志文：剛剛宗翰報告的部份比較偏向美國的規定，在台灣發生的機率較少，如果在財產的民事信託比較少他益信託。而在商事信託部分，信託法第12條份，融資賣斷部不可以強制執行，在運作上就是破產隔離的效果，但是，這是建立在信託前已塗銷抵押權為前提的情況，但是目前一般不動產都會有借貸，而有借貸的話，通常銀行都會要求抵押權的設定，但是資產信託上有規定要塗銷，所以比較沒有問題，但是在投資信託上，可能是融資型，所以不一定會塗銷抵押權，當委託人破產時，基於物權的追及性，所以金融機構若是抵押權人就沒有破產隔離的效果，若再信託前就有抵押權設定還是可以查封，因此風險就沒有移轉。

張老師：不動產都有抵押，因此如果為了募集資金而必須把抵押權還掉，那錢從哪裡來？但是不還掉，信託又有抵押權的設定，要怎麼去處理？如果真

的買斷就必須處理掉。

宗翰：抵押權不一定有塗銷的必要，雖然附在信託契約上，但是依照市 機制，這種含有抵押權契約的對價一定較低。

穎慧：不過現在所估定的價格都是沒有包含抵押權的價格，但是這種有含抵押權的契約可以存在嗎？

宗翰：我覺得沒有不妥當的地方。

志文：但是就沒有辦法有破產隔離的效果了，在風險衡量上就不易評估了。

宗翰：基本上對信託資產已經可以有效評估了，但是對於信託機構的風險上的評估也有困難之處。

穎慧：在國外的 SPC 架構下，受託機構負了很大的權責，但是台灣的制度下，受託機構的角色不明顯，而台灣的受託機構多台灣銀行可能不如管理機構要重大，但是剛剛很多討論都是在強調受託機構的責任，例如受託機構應盡忠實和注意義務，但是台灣銀行真的有必要負起這些責任嗎？因為感覺上，台灣的受託機構沒有在做什麼事的，而大部分的事還是管理機構在處理。

宗翰：基本上剛剛討論的主要是信託的架構下必須由信託機構來負責，而管理機構事實上是在契約上應該由受託機構來監控，現在對修正草案為了要開放開發型，因此風險變大了，也有對發起人、受益人有監控的規定。

穎慧：為何要監控發起人呢？

張老師：過去是對於發起人、安排機構等等較少定義跟規範。但是我們知道，台灣 REITs 多由發起人來主導，包含受託機構、管理機構的選定。因此後來 REITs 不能以發起人為名，也是這樣的因素考量。照理來說，受託機構應該才是關鍵，管理機構應該由受託機構選定，但是實際情形如何？是否真的有執行監督？這個部份的確是比較不清楚的地方。

玟甄：剛剛介紹美國土地信託的案例有興趣，但是對於買方之間的契約到底是如何訂定的，不是很清楚？為什麼買方可以願意只拿到一部分的現金？

宗翰：賣方是土地所有權人，手上零碎土地想賣給土地開發業者，想賣這塊土地 100 元，但是買方只支付了 50 塊，另外 50 呢？因為這塊土地的權力是在受託人名下，所以可以據此發行受益證券，以表彰開發獲利，因此將受益權交給賣方，對於賣方而言，可以賺取因為土地合併所帶來的開發利益，因此會透過這種模式接受 50 元的受益證券，他預期開發後會有更大的獲利空間。

張老師：這是可以被操作的，而後面日本的土地信託架構，早期的都市更新小地主大概是這樣子的運作。

鋒億：在受託機構的資格條件是要股東出資以現金為限，且最低新台幣 10 億元，而這個十億元怎麼處理呢？

張老師：他是作為一個股本，基本上證券化是以信託 S P T 為架構，就有很多建商出來反彈，因為 S P T 的話很多銀行無法有效管理不動產，因此要有

S P C 的架構，但是銀行局最後折衷的方案，開放了專做投資信託的只要十億就可以做了或不動產資產信託只要三億，雖然當初建商很多想成立這樣的公司，但是立法之後，目前為止沒有成立任何這樣的公司，當初沒有注意到「現金」這個部份，這樣一來可能成本過高，是不是有利潤，看起來沒有足夠的誘因吸引建商，但是日後開發型開放後，也許會有足夠的利潤了！由金融機構來做的話，可能就比較沒有積極性，因為對不動產的主控權較低一些。

詩薇： 想了解香港、新加坡跟台灣的信託制度比較有沒有差異，因為香港跟台灣只能採用 S P T 契約型，這樣比較保守，但是整個經營上還是有很大的差異。契約型的內外部管理又有何影響呢？

宗翰： 我覺得信託架構上應該不會有太大的不同，比較大的不同是整個不動產市場環境所造成國家之間經營的不同。在法律架構應該不會有差別，商業活動通常很難出事。第二個問題，如果是內部管理，就是受託機構自己的經營團隊比較沒有問題，但是外部管裡的話，受託機構跟管理機構會有委任契約，一樣可以依法有損害賠償請求權。這只是對誰主張權利對象不同。

張老師： 例如說，土銀內部若有一個建經公司，就不用委外了，但是通常所有銀行本業都是金融部份，沒有負責營建部分，所以通常 S P T 會委外。不過不清楚香港的狀況，但是台灣看起來顯然都是委外，當然委外有代理問題，而台灣的情況似乎又沒有委外的問題，實質上、名義上所有權人的變動而已，只是換了信託業者，管理機構、承租戶也沒有變動，唯一在訂立契約上發生問題時，

宗翰： 所以花了這麼大力氣來立法監控受託機構似乎沒有什麼用武之地，反而是發起人跟建經公司才是可能變成壞人的人，反而法令應該要來監控這兩個角色，建立制度的信託。信託業的規定太嚴格也是可以在修法的。

張老師： 對於管理機構的管理基本上也是比較寬鬆。此外，大家應該多想想代理的問題，國外在這裡花了很大力氣，國內有待加強。

第 10 章 REIT 股票的表現

REIT 股票真的不同於市場上其他股票嗎？

報告人：蔡峰億、鄧筱蓉

前言

如同前面幾章我們已經討論過的，REIT 股票可被視為一種具有證券形式的不動產，它表彰一種對於不動產或抵押貸款的請求權益。當投資者認為 REITs 是個可以投資的機會時，應該要提出二個相關問題：

1. REITs 能夠反映該實質不動產的收益到什麼樣的程度？如果 REITs 收益不能反映實質不動產的收益情況，投資者就不會把 REITs 當作一個適宜的投資工具而加入到個人的投資組合中。
2. 投資者會問，REITs 股票的價格關係為何？因為財產市場的價格理論(及模型)跟股票市場不同，讓投資者去詢問 REITs 股票的適當價格模型為何是重要的，也就是說，不論我們將 REITs 定位為財產或股票，為了使投資者能追求到有效益的投資組合多樣化策略，投資者必須知道有哪些因素會影響到 REITs 的風險及報酬表現。

REITs 的價格變動可能與一般股票市場有關，而事實也證明 REITs 的股票價格就像其他所有股票一樣，皆在一個連續性的基礎上變動；然而，不動產市場的價格並非在一個連續性的基礎上變動，這隱含著在股票交易上的 REITs 定價行為與不動產市場上的實體不動產存在著差異，因此，影響 REITs 股票市場的一般變動程度是投資者必須注意的問題。

事實上，如果運用於實體不動產市場與 REITs 股票市場的評價模式相似，那麼很可能它們的報酬變動將具有很高的相關性。在此情況下，同時持有實體不動產與 REITs 股票的多樣化投資利益將減少，此意味著投資者應該設法去瞭解，以投資 REITs 的方式來取代直接投資實體不動產，是否為一個好的投資策略？本章將要探討這些主題。

一、REIT 股票與實體不動產

直覺認為，一間公司的股票收益與股票市場的整個活動之間有正相關，如果這個關係對於一般營運公司來說是真的，那麼對 REITs 來說應該也適用；然而，直覺亦告訴我們，REITs 的價值應該由它本身的不動產價值來決定。這兩個直覺都有道理，但問題是：什麼才是決定 REITs 報酬的主要因素？

(一) 一般因素

至少有三個因素會影響 REITs 股票與實體不動產的報酬：

第一，由於股票市場與不動產市場的價值皆由它們的預期現金流量之折現來決定，因此，利率的改變對於實體不動產及 REITs 股票皆有影響。

第二，產業的經濟活動會影響 REITs 的現金流量及總收入，同樣也會影響實體不動產的現金流量。換言之，當壞消息襲擊股票市場時，它必也襲擊了 REIT 市場(雖然受衝擊的程度不同)。

第三，權益型 REIT 擁有不動產，儘管有買賣 REIT 資產的限制，實質的不動產的確會影響 REIT 價值。此論點某程度也適用在非不動產公司與該公司的股票，因為大部分的公司都持有不動產。

(二) 唯一因素

REITs 市場與實質不動產市場在制度特性上有很明顯的不同，這個差異來自於不同交易資產類型的市場本質。例如，REITs 是在一個有眾多買方與賣方，基於股票資訊皆充分流通之下，且持續不斷地進行資產交易的傳統拍賣市場上所進行的交易。進一步來看，REIT 股票的價值反映出本身不動產管理所創造的貢獻多於只被動地收取租金的收益。

另一方面，不動產市場不是一個公開拍賣的市場，不動產的交易並非那麼頻繁，而且不動產的價值可以由資產特性和以往類似產品之買賣價格的定期估價來決定。評估價值取定於對過去價值的觀察，而估價的失誤會持續下去直到最後由時間來修正，因此，不動產評估價值將呈現較平穩的趨勢(而與股票市場的價格波動有所差異)。此外，不動產市場的資訊取得成本通常較高，因此較不容易立即取得。

(三) 是否有一致的看法？

一個權益型的 REIT 報酬可能不同於它名下實質不動產的報酬，特別是當這個不動產的價值不容易被評估時，(或者可以被只採用基礎估價 (appraisal-based) 的資料評定)。因此，儘管 REITs 產生報酬的過程看似與實質不動產有關，但這個關係是什麼或者這個關係如何呈現並不那麼的清楚，雖然我們的討論主要傾向於權益型 REITs，但也要能應用於抵押型 REITs，因為他們的資產亦被設定在實質不動產上。

在 REITs 市場與不動產市場是否為整合的的議題上，缺乏一致的研究。嚴格來說，假如兩個市場的風險貼水 (risk premiums) 一樣或相似，則我們說它是整合的，此意味著這兩個市場有同樣重要的風險因素，此外，假如這二個市場是整合的，那麼對於它們報酬的預測應該不會有明顯的差異。以下將針對這個議題作簡單的文獻回顧。

1、整合的證據

一些研究者發現 REITs 的訂價與其他股票非常相似，而且沒有市場分離的證據，所以認為 REITs 市場與股票市場是整合的（例如 Li & Wang 在 1995 年之研究）。雖然 REITs 與不動產的報酬之間未有明顯的關係存在，卻不必然表示這兩個市場沒有整合的。它們可能是一體的，但是此種整合無法被使用在交互交易（exchange-traded）資產市場及不動產市場上的估價因素之差異所察覺。（Giliberto 後 and Mengden 1996）

的確，要在實質不動產與擔保不動產的報酬之間找出一個同時性的關係是困難的，但仍有一些證據顯示不動產的報酬表現落後 REITs 的報酬至少一~二年，這隱含著它們之間具有暫時性的相關性。不動產股票價格與估價價值之間所產生的落後，是因為股票市場吸收整合不動產基本資訊的能力較應用估價得致不動產價格的方式快速得多（所以能夠在股票價格上先反映出不動產的價值），這些發現亦指出 REITs 市場與不動產市場有一些相似的原則。

2、支持部分或非整合的證據

另有研究顯示，有種特殊的不動產風險因素貼水影響 REITs 的收益，並證明使用於評價不動產的資本還原率（折現率）的確對於權益型 REITs 的報酬有所影響。因此，資本還原率與 REITs 報酬之間的關係值得我們加以注意。如果估價所採用的資本還原率會影響到權益型 REITs 的報酬，那麼它將提供有力的證據支持「REIT 股票的報酬有一部分會受到資產市場中不動產估價的影響」這個說法。（然而，資本還原率是否是一般價格因素的代理，則是另一個研究課題）

近來值得注意的是，Clayton & MacKinnon（2000）亦認同權益型 REITs 的報酬變化不但受到不動產市場的影響，也受到股票市場的影響，他們的研究結果顯示 REITs 市場與一般股票市場並非完全一致。一些研究者認為不動產市場與 REITs 市場之間不具有相關性的，例如 Myer & Webb（1994）發現零售業公司股票與零售業的 REITs 具有同時性關係，但零售業不動產的表現與零售業 REITs 之間卻沒有證據可以看出它們具有正相關。而 Scott（1990）與 Goetzman & Ibbotson（1990）發現到 REITs 的收益並未反映該不動產的價值基礎，反而常與不動產的價值分離，因此也認為 REITs 的報酬與不動產報酬兩者之間沒有關係。

（四）是否有折衷的結論？

雖然眾說紛紜，但是「REITs 市場與不動產市場之間有一些基本的關係存在」的推論是合理的，至少長期的趨勢下是如此。若事實真是這樣，什麼是造成上述看法不一致的原因？從這些實證分析中，我們發現儘管過去 REIT 股票的風險報酬之特徵與非不動產股票更相似，然近幾年來 REIT 股票的表現反而更像實質不動產，樣本時期的差異或許可以解釋這些研究發現中少部分的不同。

然而，我們應該設法瞭解的是，不論 REIT 股票是否跟股票市場整合，都不會影響到投資者將 REITs 放入其投資組合的決定，即使 REITs 與一般股票有相同的訂價因素，如果它佔的比重低於市場股票平均值的第二位(betas)，REITs 仍

可以被利用來減少投資者的投資組合風險。此外，投資者是否應以 REIT 股票取代他們投資組合中實體不動產的問題，則更難以回答。因為相關資料顯示，REITs 本身可能無法完全取代投資者投資組合中的實體不動產，如果投資者想要建立一個仿效不動產市場獲利行為的投資組合，最好還是直接去投資實體不動產。表 10.1 整理了與「REITs 股票市場與不動產市場是否為一體？」議題的有關文獻。

表 10.1、REIT 股票市場與不動產市場之間整合的文獻回顧

作者	研究期間	關於整合假說的課題	應用於整合假說時的作者結論及我們對結論的解釋
Clayton and MacKinnon (2000)	Jan. 1993-Dec. 1998	不動產市場因素在解釋 REIT 收益變化性的相關重點	大型股票已解釋了 REIT 股票收益總變化量的比率隨著時間增加。特定期間的探討指出，最近幾年大型股票已經變得較不重要，而不動產市場在解釋 REIT 股票收益的變化量則較重要。
Glascok, Lu, and So (2000)	Jan. 1972-Dec. 1996	REIT 和實質不動產間的共同整合及 REIT 股票和其他股票、債券之間的關係。	證券型及非證券型不動產市場在樣本期間內並非整合的。但 1992-93 年間 REIT 跟其股票曾經整合過。他們共用一般生產要素及定價結構，此時的 REIT 比較像小型股票。
Ling and Naranjo (1999)	1st quarter 1978-4th quarter 1994	商用不動產市場跟股票市場的整合。	在交換貿易不動產的市場，REIT 跟非不動產股票是整合的。
Chaudhry, Myer, and Webb (1999)	Jan. 1978-Feb. 1996	商用不動產市場跟股票、債券市場之間的整合。	財政資產市場和不動產市場是整合的。股票似乎與不動產有反向的長期關係。不動產市場各種資產類型及區位之間缺乏整合。
Lieblich, Pagliari, and Webb (1998)	1st quarter 1978-4th quarter 1995	長期表現與實質不動產表現之間的關係。	證券跟非證券不動產之間的總收益呈衰退的長期統計關係。REIT 跟實質不動產收益之間沒有短期關係。
Ghosh, Miles, and Sirimans (1996)	Jan. 1985-June 1996	股票市場跟非不動產股票市場之間的相似性。	近期內 REIT 股票比較少跟大盤股票比較。他們比較不像小型股票，反而比較像實質不動產。
Giliberto	March 1978-	市場評價量上的不同	REIT 收益行為及私有不動產的收

and Mengden (1996)	Dec. 1994	影響對公用不動產及私有不動產之間的不同解釋。	益行為在估價量之差異性調整後是非常相似的。
Li and Wang (1995)	Jan. 1971-Dec. 1991	REIT 股票的可預測收益與其他股票的可預測收益之關係，以及不動產市場跟一般股票市場的整合。	不動產和股票市場的定價模式非常相似。相對於股票市場的收益，REIT 的收益是不再可預測的，因此這二個市場是整合的。
Mei and Lee (1994)	1st quarter 1978-4th quarter 1989	REIT 收益中，債券及股票市場風險貼水之外的不動產風險貼水，和減少 REIT 股票市場及不產市場區隔一般定價模式之使用。	存在於排除股票及債券市場因素之 REIT 定價模式內的系統性不動產風險貼水。市場區隔在考慮了其他影響 REIT 收益的因素之後消失了。此暗示出在評估他們的潛在實質變化邊際效益分析上，實質不動產可被視為交換貿易型資產
Myer and Webb (1994)	1st quarter 1983-4th quarter 1991	零售型 REIT、零售型不動產跟零售型股票之間的關係起因於租賃契約中的超額租金供應。	存在於零售型 REIT 收益及不動產股票收益之間的正同時性關係支持了他們之間的基礎關係。零售型 REIT 及不動產之間的關係只有一個虛弱的證據。而不動產收益及零售型 REIT 之間的關係則沒有證據。
Myer and Webb (1993)	1st quarter 1978-1st quarter 1990	資產型 REIT 收益分配跟一般股票及實質不動產的比較。	REIT 的收益跟計算完與資產型 REIT 有關的延遲收益後的商用不動產是相似的，指出一個收益過程間的有意義關係。
Liu and Mei (1992)	Dec. 1971-Dec. 1989	資產型 REIT 收益的可預測性和資產型 REIT 股票市場及債券、股票市場之間的關係。	REIT 上的額外收益比股票和債券上的還可預測。不動產市場情況由資本還原率反映出對資產型 REIT 跟小型股票二者收益的影響。資產型 REIT 是實質不動產跟小型股票的混合，而不像債券。
Ambrose, Ancel, and Griffiths (1992)	July 1962-Dec. 1990	股票市場和其他股票市場的整合。	REIT 股票市場在長期上是與一般股票市場整合的。然而，因為他們的類股票特徵，REIT 也許不是一個實質不動產收益的好代理人。
Gyourko and Keim (1992)	1st quarter 1978-4th	資產型 REIT 的收益和實質不動產估價收益	延遲的 REIT 收益預測出的實質不動產評價收益，指出影響不動產市

	quarter 1990	之間的關係。	場中風險和報酬的因素，反映在 REIT 股票和市場是有關聯的。
Liu et al (1990)	2nd quarter 1978-3rd quarter 1986	商用不動產市場和股票市場之間整合和區隔的存在。	商用不動產市場是跟股票市場區隔的，因為有間接的障礙，如成本、資訊不對稱等。
Giliberto (1990)	1st quarter 1978-4th quarter 1989	資產型 REIT 收益和實質不動產收益之間的關係。	在排除資產型 REIT 的表現上關於股票及債券市場的影響後，REIT 收益和實質不動產收益之間有強烈的正相關性。此引導出影響二種資產類型收益的一般因素之存在。
Scott (1990)	Various sample periods	資產型股票價格上的不動產市場基礎之衝擊。	資產型 REIT 股票價格並非總是追隨不動產市場基礎。因此，REIT 價格也許無法提供為不動產價格基礎的可信賴指標。
Goetzman and Ibbotson (1990)	Various sample periods	實質不動產表現和其他資產類型在投資組合多樣化策略上的關係。	不動產收益跟股票、債券收益有一點關係，並受不同的市場力量所操控。因此，不動產提供了一個二選一的優良投資組合多樣化策略。

二、REITs 的風險與報酬特徵

從先前的討論中我們已經清楚知道 REITs 具有一些獨特的條件，使得投資者將它放到投資組合裡面，但因此也延伸出一個問題：對一般團體而言，REIT 是否是個好投資？如果投資者將投資集中於 REITs，其報酬是否會優於一般股票市場？

(一) REITs 股票 vs. 股票市場

REIT 是否已經勝過股票市場的問題很難回答，如同大部分的股票，REIT 的收益隨著時間而有重大的變動，過去的文獻指出 REITs 在不同期間的表現與一般股票市場的表現不同(從針對眾多股票及抵押市場指數的利益所做之衡量視之)。然而，我們可以說在風險調整的基礎上，REITs 的表現並未優於一般非 REIT 的股票。

1、一般趨勢

從 1960 年代到 1980 年代初期的 REIT 長期表現之研究指出，REITs 的收益表現與一般股票市場大致相同。而 Smith & Schulman (1976) 與 Smith (1980) 則指出，由於過度舉債、缺乏投資、成本及利率上漲和股票市場衰退等因素，REITs

股票在 1973 至 1974 年之間呈現下跌的情形。

然而，許多近期的研究指出 REIT 股票的表現比早期差，而這些研究結果證明 REITs 的表現不是劣於一般股票市場(在同樣的風險調整基礎上)，就是與一般股票市場相同，例如 Standers (1998) 比較 REIT 風險調整過後的收益表現，並以 NAREIT 指數而非以保值型 REITs 來衡量時，對照了很多基準，包括 S&P 500 指數、Wilshire 指數及許多其他股票和債券市場指數，發現在 1978 年至 1996 年之間，權益型 REITs 在風險調整過後的報酬並未優於一般股票市場指數。

2、特定期間(subperiod)的表現

REITs 表現與股票市場的關係會隨著期間的不同而有所改變，例如 Standers (1998) 發現在 1978 年 1 月至 1986 年 12 月之間，權益型 REITs 的表現優於股票市場的大盤指數；但是在 1987 年 1 月至 1990 年 10 月之間權益型 REITs 風險調整後的收益表現卻比股票市場差。在 1990 年 11 月至 1996 年 6 月之間，REITs 的表現則是優於 S&P 500 指數但劣於 Wilshire 指數，後者是因為 S&P 500 指數並不涵蓋小型股(而 Wilshire 指數有涵蓋小型股)，因為大部分的 REITs 屬於小型股，小型股的表現通常也比大型股來得好，因此 NAREIT 指數的表現優於大型股 S&P 500 指數一點也不意外。

Han 跟 Liang(1995)也發現在 1970 到 1993 期間有相似的結果。他們發現 REITs 績效並不好於此期間的大盤股票市場指數，反而在特定期間內的表現優於其他期間。他們也發現大型 REITs 的表現比小型 REITs 更可靠，原因就是大型 REITs 投資組合較小型 REITs 來得多元。

Kenneth Rosen 在 2001 年的研究中，特別分析了 REITs 在 1993 年至 2000 年期間的表現。他發現 REITs 在風險與報酬上的表現低於 S&P 500 指數，這與 REITs 通常有較低的 beta 值有關，所以其收益比較低是有道理的。另一方面，Clayton & Mckinnon (2000) 指出 REITs 在 1993 年至 1996 年間的流動性增加，而 Downs 等人 (2001) 則指出公開交易不動產的市場報導對 REIT 發行(bloom)後的價格具有重大影響，但沒有文獻證據顯示 1993 年至 2000 年的現代 REITs 的股票表現顯著異於(或優於)傳統 REITs。

3、REIT 整體表現

總括來說，長期證據指出 REITs 的投資組合報酬並未優於股票市場的表現。然而，在一些特定的期間中，REITs 風險調整後的報酬的確會顯著高於或低於股票市場的報酬，而這種非穩定的報酬表現主要是隨著不動產市場景氣循環的影響。雖然 REITs 的股票市場循環優於不動產市場。仍沒有足夠的證據顯示現代 REITs 的表現會異於傳統 REITs。課本的表 10.2 整理了一些有關 REITs 長期表現的文獻。

表 10.2、著重在 REITs 表現上的文獻回顧

作者	研究期間	研究目的	應用於 REIT 表現的作者結論及我們對結論的解釋
Chen and Peiser (1999)	Aug. 1993-July 1997	新 REIT 對產生於 1993 年前的 REIT 之風險和收益表現的檢視。	在樣本期間，REIT 表現低於實質收益基礎上的股票市場，但其表現實際上和風險調整基礎上的股票一樣。新舊 REIT 表現大致相同，雖然新 REIT 有比較小的系統風險。
Wang and Erickson (1997)	March 1981-Dec. 1991	MLPs 跟 REITs 之間的表現之檢視。	REIT 和不動產 MLPs 有相似的表現，但都比整個樣本期間內經過風險調整基礎的市場來得差。得致出組織結構上的差異並非這些不動產資產類型表現差的理由，況且市場沒有系統性地低估不動產資產價值。
Sanders (1998)	Jan. 1978-June 1996	REIT 收益的歷史表現與那些為了更好解釋影響表現原因的其他資產之投資組合之檢視。	在整個樣本期間，REIT 表現不是一點點差就是和在一個風險調整基礎上的股票市場指數一樣好。但此表現隨著時間變化，REIT 表現勝過長期公債和長期的公司債券。
Han and Liang (1995)	Jan. 1970-Dec. 1993	檢視三個課題：1、是否 REIT 績效不同於一般股票；2、是否 REIT 績效隨著時間而變化；3、是否 REIT 績效對時期及績效的選擇敏感。	REIT 投資組合表現些微不好或是跟風險調整基礎上的被動管理投資組合一樣。資產型 REIT 似乎表現得比抵押型 REIT 還好。一般而言，REIT 表現是隨著時間變動的。
Glascok and Hughes (1995)	Jan. 1972-Dec. 1991	檢視 NAREIT 中 REITs 之標準化制度的風險跟收益表現。	REIT 在名義上表現比市場差，而在風險調整基礎上的儼現和市場一樣。此外，REIT 有比較比較低的系統性風險，而資產型 REIT 有最低的系統性風險。
Martin and Cook (1991)	Jan. 1980-March 1990	比較封閉式基金收益跟資產型 REITs、FREITs、PTLPs 和決定 TRA 1986 的衝擊之相關表現，採用了	投資者比較喜好 CEMs，當加入投資組合中時，REITs, FREITs, and PTLPs 在 1980-85 期間支配了 CEMs。在過去的 TRA 期間，

		廣義的隨機收益支配模型。	1986-91CEMs 支配了 REIT。REIT 基本上比 CEMs 有較多的風險，而 TRA86 則在 REIT 表現上有負衝擊。
Howe and Shilling (1990)	Jan. 1973-Dec. 1987	提供建議類型之 REIT 表現上的證據。	REIT 表現不是較市場投資組合差就是一樣。然而，REIT 的表現因建議類型的不同而不同。此外，REIT 的規模大小也會影響績效表現。
Sagalyn (1990)	3rd quarter 1973-4th quarter 1987	REIT 現存樣本的收益績效和不動產公司與以實質 GNP 的成長來衡量的商業循環之不同部門相比較。	由於實質 GNP 高成長期間的較高的收益、較低的散失、較低的系統性風險，現存的 REIT 相較於股票市場有比較高和比較少的散失收益。只有資產型 REIT 在 GNP 高成長和低成長期間有實質的風險調整表現。藉由現存 REIT 上 REOCs 績效的展現，市場沒有提供補貼給積極的不動產管理行為。
Chan, Hendershott, and Sanders (1990)	Jan. 1973-Dec. 1987	檢視資產型 REIT 交易的每月收益而不是使用評價基礎的收益去評估 REIT 的風險和收益特徵。	資產型 REIT 沒有提供比股票市場好的風險調整收益，雖然雖然它有比較少的系統性風險。
Goebel and Kim (1989)	Jan. 1984-Dec. 1987	分析 REIT 和限期 REIT 的投資表現以及他們多樣化經營的相對關係。	REIT 及 FREIT 的收益都比市場差。二種信託類型的系統風險比市場低，但風險的減少並不代表收益的減少。
Kuhle, Waither, and Wurtz bach (1986)	Jan- 1973-Dec. 1985	REIT 估價股票表現的更新及評斷 REIT 是否表現比一般股票差。	REIT 風險調整後的表現勝過在 13 年樣本期間中的 10 年裡，以 S&P 500 衡量的一般股票績效。然而，1980 年以後風險調整的收益跟標準差的下降，顯示 REIT 績效其穩定性的增加。
Titman and Warga (1986)	Jan. 1973-Dec. 1982	檢視 REIT 樣本使用單一和多元因素定價模型的風險調整表現。	沒有證據顯示 REIT 在風險調整的基礎表現比市場差。抵押型 REIT 有比資產型 REIT 大的市場風險。

Zerbst and Cambon (1984)	Various periods	不動產資產的歷史表現和其他資產類型表現的比較。	在風險較低時，不動產的收益是可與其他資產比較的。而且，REIT 相對其他資產的收益而言是比較容易消散的。
Burns and Epley (1982)	1st quarter 1970-4th quarter 1979	驗證樣本期間資產型 REIT 股票的歷史表現中，在納入一般股票的投資組合中是否更有績效。	資產型 REIT 相較於抵押型及混合型 REIT 有最高的平均季收益，也有最低的收益散失。當抵押型 REIT 有最低的收益及最大的風險時，投資者將納入資產型 REIT 以改善投資組合的績效。
Smith (1980)	Jan. 1965-Dec. 1977	比較在 CEMs 代理下，資產型 REIT 和一般股票的表現。	在整個樣本期間內，資產型 REIT 表現比在風險調整基礎上的 CEM 好一點或相同，但資產型 REIT 也比一般股票有較少的風險。
Smith and Schulman (1976)	Jan. 1963-Dec. 1974	比較在 CEMs 代理下，資產型 REIT 和一般股票的表現。	在整個樣本期間內，資產型 REIT 表現比市場差是因為 1974 年的表現較差。除了 1974 年之外，資產型 REIT 在風險調整上及名義上收益的表現相同於一般股票。

(二)REITs 與它的資產類型

很明顯地，各式資產類型的 REITs 其長期表現存在一個很大的差異，大部分的學術研究皆發現在 REITs 的三個資產類型中，權益型 REITs 在風險調整後收益方面的表現優於抵押型 REITs(至少從 1970 年代早期開始)。抵押型 REITs 長期以來的表現不佳可能是因為常過度舉債而導致許多失敗的案例，因而近幾年來 REIT 產業多以權益型 REITs 為主，它們在數量及市場上的資本額都很龐大。

許多研究亦顯示，權益型 REITs 的市場風險一般較抵押型 REITs 或混合型 REITs 低，即使權益型 REITs 的表現相對較高。另外，有些研究也指出 REITs 的總風險會隨著時間而降低，其中一個原因可能是隨著權益型 REITs 相關分析資料的增加，使得權益型 REITs 的法人機構增加，連帶使得投資者獲得的市場資訊增加。

Khoo 等人 (1993) 與 Below 等人 (1996) 相信資訊取得的方便將會加強投資者對權益型 REITs 的監督，同時也會降低投資的不確定性。這些資訊的增加可能使 REIT 的股票價格與它們名下不動產的表現有更緊密的連結，並降低投資

REIT 的風險。

(三) 影響 REIT 股票的市場因素

投資者有必要知道哪些市場因素能解釋 REIT 報酬，以致於可充分估算 REIT 股票如何適於複雜的資產投資組合。相關的學術研究指出幾個市場關聯性因素；一般認同最重要部分是股票和證券市場報酬的變化，及利率改變和不可預期的通貨膨脹。也有證據指出，REIT 的報酬受獨特的不動產因素所影響。

相關研究一致表示 REIT 報酬和股票、證券的報酬之間有所關聯。尤其，Sanders (1998) 提出對 REIT 獲取報酬行為最好的描述，是根據股票和證券所混合資產式的投資組合行為。他表示，REIT 收益行為比起其他投資組合報酬，與高風險公司債券和小股票有更直接的關係。

REIT 股票表現像小股票並不驚奇。Chan、Hendershott 和 Sanders (1990)、Han and Liang (1995)、Peterson and Hsueh (1997) 以及 Oppenheimer 和 Grissom (1998) 皆指出 REITs 的報酬行為(特別是資產型 REITs)和小型股票的投資組合相似。然而值得注意的是，這個發現也反映了 90 年代初期以前多數 REITs 是相對地小市場資本化的。但沒有證據顯示這因素是否繼續在 90 年代末期存在。

另外，和公開交易的非 REIT 營業公司一樣，REIT 報酬看似與他們的市場價值負相關。也就是說，那些市場價值較低的 REITs 有較高收益。這是進一步串連 REIT 價值與一般股票價值的重要證據。不動產文獻中最令人驚奇的市場因素是由 Mel 和 Lee (1994) 所提出。他們發現除了傳統債券和股票市場的因素外，一個不動產的市場因素也可能影響 REIT 收益。

總結這個部份，看起來 REIT 市場報酬的重大組成，是有系統地與股票和債券市場二者的收益有關。REIT 報酬變化某一部分也是受到 REIT 市場登記價值和它股票市場資本額(大小)的影響，而且這些定價因素對市場上的 REITs 和其他股票而言是共通的。此外，有一些證據顯示有一個特別的不動產因素為 REIT 股票來定價。如果這些結果是正確的，他們認為 REIT 股票可以被視為表現股票、債券和不動產混雜組合的一種混合式擔保品。表 10.3 列出一些影響 REIT 收益的市場因素之研究文獻。

表 10.3、市場因素影響 REIT 股票收益的文獻回顧

作者	研究期間	關於 REITs 的風險和收益特徵的課題	應用於 REITs 的風險和收益特徵的作者結論及我們對結論的解釋
Chandrashekar (1999)	Jan. 1975-Dec. 1996	基於過去風險利益特徵的混合型資產的投資組合中，REIT 投資組合多樣化的優勢之決定。	REIT 收益與股票、債券的共分散，以及其他宏觀經濟隨著時間的改變，增加了一個下跌的 REIT 指數，和減少了一個上升的指數。此混合資產的投資組合分配藉著 REIT 投資的增加能改善投資者投資組合

			的風險收益特徵。
Oppenheimer and Grissom (1998)	Jan. 1989-Dec. 1994	檢視 REIT 收益不同於股票或債券的行為是否是為了決定 REIT 是否減少提供特殊公司風險的投資組合。	股票市場對 REIT 股票價格的影響大於國庫債券。在這些股票中，小型資本化的股票有最大的影響，在混合資產的投資組合中，REIT 行為比較像小型股票(及一些長期債券)並指出他們應該有特殊小型公司的減少風險潛力。
Geltner and Rodriquez (1997)	Jan. 1975-Dec. 1993 and various other sample periods	適合 REIT 的退休基金投資組合成為一個不動產的投資工具能提供相對於直接投資在不動產上的多樣性之檢視。	長期而言，公用不動產和私人不動產的收益之間有相對高的關聯。收益之間的遲延代表應該有一個至少 5 年的投資水平。當不動產標的收益高時，REIT 對退休基金投資組合是最有利的。
Peterson and Hsieh (1997)	July 1976-Dec. 1992	說明資產型 REIT 和抵押型 REIT 於風險收益特性上的 REIT 收益和差異的因素。	資產型 REIT 的收益特別受股票市場的收益、規模和 MTB 價值影響，抵押型 REIT 的收益也受利率因素影響。抵押型 REIT 一直以來的表現都比資產型 REIT 差。
Sanders (1998)	Jan. 1978-June 1996	REIT 收益的歷史表現與那些為了解釋影響績效因素的其他投資組合資產之比較。	REIT 收益行為比較像股票和債券的投資組合。REIT 行為比較像小型股票及高利潤的公司債券。REIT 收益已經跟其他投資工具甚少相關。相較於低 MTB 導致高收益，資產型 REIT 的收益甚至比 MTB 價值比率更敏感。REIT 是股票的一種獨特類型。
Ghosh, Miles, and Sirmans (1996)	Jan. 1985-June 1996	REIT 股票市場與非不動產股票市場之間的相似度。	REIT 股票收益跟股票市場的關係隨著時間而降低。最近幾年 REIT 股票已變得較少跟市場裡的普通股票比較而且形式更像實質不動產。此得致出 REIT 也許提供予混合式資產的投資組合更多樣化的利益。
Liang, McIntosh, and Webb (1995)	Jan. 1973-Dec. 1989	REIT 風險相對於股票市場和利率行為之間的關係。	REIT 收益深深地受股票市場影響。債券市場對於資產型 REIT 只有一個相對小的衝擊，但對抵押型

			和混合型 REIT 則有重大衝擊。市場風險在樣本期間內已大大減少而這對資產型 REIT 而言是比較低且更穩定的風險。
Mueller, Pauley, and Morrill (1994)	Jan. 1976– June 1993	添加 REIT 入混合型資產投資組合的績效和多樣化效益。	將 REIT 納入股票和債券的混合資產投資組合導致整個期間內投資組合風險收益特徵的改善。
Khoo, Hartzell, and Hoesli (1993)	Jan. 1970– Dec. 1989	資產型 REIT 市場風險隨著時間的變動。	資產型 REIT 的市場風險已大大減少。此造成投資者擁有的 REIT 相關資訊數量增加，因為債券分析數量上的增加依循著他們。
Chan, Hendershott, and Sanders (1990)	Jan. 1973– Dec. 1987	不動產收益的相對風險使用了多元模型中資產型 REIT 股票市場的收益。	三個因素操控著不動產和股票市場收益：市場風險的改變、利率結構及非預期的通貨膨脹。此外，封閉型基金的折扣也影響資產型 REIT 的收益，市場風險的影響及法人股票收益上大約 60% 組成結構的衝擊，指出 REIT 比其他股票風險少。
Kuhle (1987)	Sept. 1980– Aug. 1985	增加 REIT 進一般股票的投資組合中的投資組合多樣性之優勢。	在一般股票、資產型和抵押型 REIT 的投資組合裡，一般股票因資產數量的增加使得風險的減少大於 REIT。增加資產型 REIT 進一般股票的投資組合中的風險減少利益大於增加抵押型 REIT 的。
Titman and Warga (1986)	Jan. 1973– Dec. 1982	REIT 樣本的風險調整表現使用了單元和多元價格模型。	股票市場深深受 REIT 的收益所影響。而在後者部分的樣本期間裡，債券市場也影響抵押型 REIT 的收益。

(四) 利率水準與股票因素

由於 REIT 高比率的股息支出，REITs 通常能夠提供相對穩定的現金流量，而這個特性與固定利率的債券相似，因此投資者可能會認為權益型 REITs 與抵押型 REITs 比一般股票的利率變動更為敏感。也就是說，當利率增加時，REIT 報酬將比一般股票更為降低。這對於那些擁有債券(例如住宅抵押貸款和抵押擔保證券)的抵押型 REITs 之報酬尤其正確。

Sanders(1998)發現 REIT 報酬對利率變化十分敏感。然而，有多麼敏感是取決於代理利率行使的利率變動。一般來說，文獻似乎同意利率的變動比股票市場的影響更能解釋大多數在 REIT 報酬上的變化。

有大量證據指出資產型 REITs 在利率上的變化比抵押 REITs 較不敏感。Chen and Tzang (1988)使用期間的概念去解釋這種現象。(期間是某資產達成資產現金流量之平均時間的一種利率敏感度的衡量方法)抵押型 REITs 中，利率的增加將是降低市場價值的手段。由於資產型 REITs 的現金流量主要來自那些更新頻繁的主要資產租約，不動產投資現金流量的平均期間比抵押擔保品短。所以，資產型 REITs 比抵押型 REITs 對利率的變化較不敏感。鑒於此，Allen、Madurc 和 Springer (2001)指出在財產結構、財政槓桿、管理策略和 REIT 投資組合特別程度上的差異將影響它們對利率和市場風險的敏感性。

也有證據指出 REITs 的利率敏感性近年來下降了。一部分能以 80 年代可調整利率抵押的大眾化來解釋。由於抵押這個類型有短期間，它有較少的利率風險並且減少抵押型 REITs 的利率敏感性。

最後 Mueller 和 Pauley (1995)一致表示，REIT 股票價格對利率改變的反應，可能是在不同的利率環境有所差異。在利率上漲期間，REIT 價格一般傾向於降低；在利率下降的期間，他們則傾向於上升。然而，下降的比率比上漲的比率更能影響 REIT 價格。例如，在 70 年代初期，上漲的比率比其他期間，對 REIT 股票價格有更重大的負面影響，因為 REITs 在這個期間承載了更多債務（參見 Mueller 和 Pauley 1995）。Swanson、Theis 和 Casey (2002)在 90 年代期間也提出一個結構轉移使 REITs 對信用風險更為敏感。

總括而言，權益型和抵押型 REITs 都對利率的改變敏感，雖然權益型 REITs 敏感度低於抵押型 REITs。抵押型 REITs 對利率的敏感度近年來已經衰退，此外，REITs 對利率的敏感度則視利率上升或是下降及 REITs 使用了多少債務而定。

三、對抗通貨膨脹與多樣化的優點

在風險調整下，我們知道到 REITs 的表現並不優於一般股票，而有人會想知道，究竟一般投資大眾將 REITs 放入投資組合中能得到哪些好處？在大眾傳播媒體的報導下，投資不動產的潛在優點如下：投資不動產的好處之一是可以對抗通貨膨脹，另一個好處則是不動產能提供多樣化經營的利益。如果這個看法是真的，那麼它們也能成為投資 REITs 的原因嗎？

(一) 對抗通貨膨脹的潛力

一般認為投資不動產能夠對抗通貨膨脹，因為房價會隨著物價水準的提升而上漲，(此說法的支持來源是因為房屋租金水準是部分顯著的消費者價格指數)，而在文獻中也指出不動產可對抗通貨膨脹，舉例來說，過去的 Hartzell、Hekman 及 Miles(1987)指出，不動產曾經有能力去抵抗可預期及不可預期之通貨膨脹。

然而，這大部分是使用評價資料去研究不動產對於於通貨膨脹的能力，較相信交易資料（像是 REITs 報酬率）的研究學者，給予更精準的結論去爭論此一答案。

Gyourko、Linneman (1988)，Rubens、Bond 和 Webb (1989) 及 Bond、Seiler (1998)，從使用交易資料中，仍然發現不動產是可對抗預期通貨膨脹的好產品，同時他們也發現了部份類型之不動產（例如住宅）具有較好的對抗通貨膨脹的能力，此告訴我們並非所有的不動產皆能完全的對抗通貨膨脹，因此自然的延伸出另一問題，REITs 是否也能對抗通貨膨脹？

就經驗上的來看，這是一個混合的問題，儘管一般情況下我們同意 REITs 的抵抗通貨膨脹能力不如不動產來的好，但是否有人相信 REITs 可否對抗通貨膨脹能力的表現在通貨膨脹的種類（可預期及不可預期）、投資 REITs 的類型（權益型 REITs、抵押型 REITs）以及投資人持有期間的長短。

Gyourkoc 和 Linneman (1988) 及 Park、Mullineauxc 和 Chew (1990) 表示，REITs 是一個背離對抗通膨的工具（perverse inflation hedges）因為它們的報酬與通貨膨脹呈現負相關，特別是在非預期的通貨膨脹情況下。另一方面，Goebelc 和 Kim (1989) 及 Chen、Hendershott 和 Sanders (1990) 提出有些 REITs 能夠對抗可預期的通貨膨脹，但不能對抗不可預期的通貨膨脹。Chatrath 和 Liang (1998) 及 Murphy、Kleinman (1989) 更進一步發現在短期間內的 REITs 並不是一個好的抗通膨工具；另一方面，在長期持有下，只有弱勢的證據可證明 REITs 可對抗通貨膨脹。最後，Glascock、Lu 和 So (2002) 報告出 REITs 報酬與通貨膨脹與之間有明顯的負相關，此影響的表現發生在金融政策改變時。

綜合以上的內容指出，對於所有的 REITs 來說，在短期間內並不是一個好的抗通膨工具，甚至是一個背離對抗通膨的工具，特別是在非預期的通貨膨脹情況下，此更是真實的反應在權益型 REITs 及抵押型 REITs 上。然而，在長期間的持有下，也不全然地明白指出 REITs 報酬對通貨膨脹的影響，儘管一般認為皆有文獻指出 REITs 可對抗可預期的通貨膨脹。（參考課本的表 10.4 整理出 REITs 能否對抗通貨膨脹的相關文獻。）

表 10.4 REITs 對抗通貨膨脹及多樣化經營好處的部份文獻回顧

作者	研究期間	研究不動產或 REITs 對通貨膨脹之事件	作者結論及我們對不動產或 REITs 對通貨膨脹的特色解釋
Chatrath and Liang (1998)	1972.01 ~ 1995.12	REITs 在長短期對通貨膨脹的影響。	REITs 在短期抗通膨效果不好，且在長期下，REITs 報酬及通膨之間無明顯正面效果。
Larsen and McQueen	1972.01 ~ 1992.12	權益型 REITs 代替不動產與其他黃金股票比較	REITs 在短期間內並不是一個好的抗通膨工具，特別是在非預期的通

(1995)		對通貨膨脹的影響。	貨膨脹情況下。
Yobaccio, Rubens, and Ketcham (1994)	1972.01 ~ 1992.12	REITs 對通貨膨脹的影響。	REIT 並不是一個好的抗通膨工具不論是在實質上、可預期或是不可預期的通貨膨脹，對不可預期的通貨膨脹能力最糟，指出部分的不動產可抗通膨。
Chan Hendershott, and Sanders (1990)	1973.01 ~ 1986.12	REITs 對於可預期及不可預期通貨膨脹的影響。	REITs 不被可預期的通膨所影響。
Park, Mullineaux, and Chew (1990)	1972.01 ~ 1986.12	用兩種不同方法衡量 REITs 在可預期的通貨膨脹上的效果。	REITs 有部份可抵抗可預期的通貨膨脹效果。
Murphy and Kleinman (1989)	1972~1985	權益型 REITs 在可預期及不可預期下之間的關係。	權益型 REITs 報酬在可預期及不可預期下的通貨膨脹呈現負相關。
Goebel and Kim (1989)	1984.01 ~ 1987.12	REIT 和 FREIT 抵抗通貨膨脹的影響。	REIT 和 FREIT 都有些微抵抗通貨膨脹的效力。
Gyourko and Linneman (1988)	1972.02 ~ 1986.12	REITs 抵抗所有通貨膨脹及可預期通膨、不可預期的通膨的影響效果。	以抵押型 REITs 來說，對可預期的通貨膨脹有部份影響效力，但對不可預期的貨膨脹則否。
Hartzell, Hekman, and Miles (1987)	1973Q4 ~ 1983Q3	使用大量混合的不動產基金了解不動產多樣化的投資組合抵抗通膨的能力。	不動產在此研究期間內具有完全可抗通膨之能力。

(二) 多樣化的潛力

REITs 在資產混合的投資組合下，是否可提供對抗通膨好處？有效地從經驗上來看，在 REITs 的波動下，可說其的確具有對抗通膨的好處，多數的研究均表示 REITs 與股票市場的相關性極低，且，一般皆同意權益型 REITs 無法直接替代在資產混合中投資組合的非證券化不動產，實際上，因為權益型 REITs 價格的波動也受到一般股市價格的影響，另一方面，權益型 REITs 與不動產間的風險及報酬特徵不同，因此，權益型 REITs 不能完全替代非證券化不動產。

Rosen (2001) 指出在 1993~2000 期間，REITs 與非證券化不動產的相關係數約為-0.016；而 REITs 和 S&P500 的相關係數約為 0.202，而此表示出傳統 REITs

的波動與 1990 年代所創造出的現代 REITs 相似。

是否有直接的相關證據可說明，增加權益型 REITs 至資產混合的投資組合中（股票與債券的投資組合）可改善投資組合的風險及報酬條件特徵？有一些研究學者關心這個議題，並也找到增加 REITs 至投資者的投資組合中的明顯優點。其中特別的是，最早的文獻指出在 1970 年代及最初的 1980 年代中，包含 REITs 的資產混合投資組合中，其投資組合表現有明顯的改進，此外，最大的改善是增加權益型 REITs（與之相反的是抵押型 REITs）至資產的投資組合中（可參考 Burns 與 Epley 1982；Kuhle 1987）。

分析養老基金在公共及私人不動產多樣化經營的利益上，Geltner 和 Rodriguez（1997）表示增加 REITs 在有效率的投資組合上，有明顯的益處，像是投資報酬目標的上升。亦即，有更多的說法同意投資者應該增加投資在 REITs 及其他股票於投資組合中所佔的百分比，相對的，應減少投資私人不動產及債券上的比例。這是因為 REITs 有更高的平均報酬。

Mueller、Pauley 和 Morrill（1994）指出，在 1976—93 年間，增加權益型 REITs 於長期的投資組合上，伴隨中間層級的風險改善資組合的效率性為了特殊報酬目標，特別是在波動的不動產市場裡。另外這也代表著益處會跟隨著更多的動態多樣化經營策略，這是特別真實地反映在當 REITs 的市場風險經常變化時。然而，Ghosh、Miles 和 Sirmans（1996）也提出較高投資的交易成本在 REITs 上，會使原本可增加的益處縮減。

Chandrashekar（1999）在研究 REITs 的動態多樣化經營優點中，發現在 REITs 指數上升（或下降）時，REITs 報酬與股票、債券市場的變化性及相關性很低（或很高）。此亦指出，當 REITs 市場上揚，投資者應該分配更多的投資組合在 REITs 上；反之，則否。

總而言之，在這一小節的討論下提出，經過長期的投資，REITs 提供多樣化經營的好處在投資者的資產混合投資組合中，有可能是因為它們具有高且穩定的股利支出，此外，有一些文獻指出投資者將會在不同的時間，調整他們的投資組合策略，並且避免在市場衰退時投資 REITs。表 10.4 亦整理出 REITs 是否具有多樣化利益的相關文獻。

四、其他證券型式的不動產

可供選擇的證券化不動產公司有經營不動產公司（real estate operating companies, REOCs）發行的股票、持有不動產的有限合夥（master limited partnerships, MLPs）、混合不動產的基金（commingled real estate funds, CREFs）。雖然 REOCs 是在股票市場上交易的股票，卻不像 REITs 一樣享有稅賦

上的優惠；另外，REOCs 積極地管理其資產，反之，REITs 則無管理其資產。

CREFs 是一種單位信託，為養老基金投資者經營管理有生產所得不動產的可規避風險投資組合，在這一方面，CREFs 則像是一種開放型基金，因為投資者無法在股票市場上買賣 CREFs 的股份，且在回贖上受到限制。而 MLPs 與 REITs 更為相似，因為它們亦是在股票市場上交易，並享有稅賦優惠。

(一) REITs 與 CREFs 比較下的表現

透過文獻的回顧可以發現 CREFs 的表現優於 REITs，且 CREFs 與 REITs 相關的表現與不動產的類型持有相關。Miles 和 Mccue (1982) 在早期及中期的 1970 年代將權益型 REITs 與 CREFs 的表現作一比較，其發現所有的表現大致上皆相似，唯有顯著不同的地方在於特殊不動產類型持有在投資組合中的表現，另外也指出 REITs 平均報酬較高集中在旅館、名勝及居住使用部份的不動產市場上，至於平均報酬較低的有工業、辦公室和零售部分，其中最大差異發生在工業及居住使用部份。

Zerbst 和 Cambon (1984) 比較了之前不動產、REITs 和 CREFs 相關研究的論文結論，他們發現 REITs 在此期間內不只是賺取較少的平均報酬，而且還有較顯著的高風險。Similarly、Brueggeman、Chen 和 Thibodeau (1984, 1992) 報告指出，CREFs 在風險調整過後的表現較其他股票、債券市場優良，至少在 1972—91 年之間，大部分是因為 CREFs 總風險為較低層次。另外，他們也發現 CREFs 對於投資者的投資組合有可降低風險的益處，且有更大的效力去對抗可預期的通貨膨脹，尤其是與債券相較之下。

CREFs 有較優良的表現，其可能的原因是，CREFs 的投資者在起初都是制度的會員，他們可以去決定資產投資的潛在基金基準；另一個解釋為 CREFs 傾向於投資在較龐大的不動產主題上，這個解釋較具有道理，因為 Miles 和 Esty (1982) 及 Fletcher (1993) 指出影響 CREFs 最重要的因素是投資規模大小。

然而，需要被注意的結論是，CREFs 報酬是基於估計價值或是單位股價價值而來（參考 Lai 和 Wan 1998 比較平穩估價假說的相關結論），這兩種價值從股票市場衍伸出真實報酬都有不完美的代理，使用單位股價價值去計算 CREFs 報酬可能會減少報酬序列的變異數，但是並沒有太大幫助，因為沒有 CREFs 單位存在真實市場上。儘管在文獻上沒有明確指出，資料的問題有可能或是至少由 CREFs 部分較高的風險調整報酬負責。

除此之外，也應該注意到大部分的研究都引用在 1970~1980 期間，沒有學術文獻驗證 CREFs 在 1990 的表現。然而，Rosen (2001) 提出一些相關資訊，他歸納出在 1993~2000 期間，現代 REITs 的平均報酬 (10.79%) 超過私人不動產

(9.14%)，另外，有人認為 CREFs 在 1990 年代的表現可能不如 70 年代或 80 年代那麼好。給予此事實及問題的資料（使用估計價值），讓讀者練習說明引用研究結論的時候，一定要謹慎小心。

（二）REITs 與 REOCs 比較下的表現

Gyourko & Keim (1992) 研究 1975 年至 1990 年間 REOCs 的表現，其中 REOCs 與權益型 REITs 在分別的風險下，兩者表現相似。雖然他們未直接比較 REOCs 與 REITs 的相關表現，但卻發現 REOCs 的報酬與權益型 REITs、股票市場及債券市場有很大的關係。

如果直接比較 REITs 與 REOCs 的表現，Sagalyn (1990) 表示在 1970 年代至 1980 年代間，REITs 的調整風險表現超過商業不動產以及 REOCs，由於兩者間的差異在於 REOCs 積極管理其資產。

（三）REITs 與 MLPs 比較下的表現

Wang & Erickson (1997) 提出在 1981 年至 1991 年間，REITs 與其他類型不動產證券化的相關表現。在這段期間內，REITs 的表現與 MLPs 以及一般的股票市場相近，因為 MLPs 是一個經營管理持有不動產投資組合的公司，而且亦享有稅負的優惠，因此與 REITs 的表現差不多。REITs 與 MLP 兩者相異的地方在於 REITs 會受到封閉型基金折價現象的影響，儘管提出此結論，卻無法清楚說明為什麼在 1980 年代，當 MPL 開始不再受寵，而 REITs 卻成為持有不動產的優勢性工具。

（四）小結

在經過風險調整後，可知道 REITs 的表現並不較其他證券形式的不動產來得差，這可能隱含著股票市場並未注意到不同證券形式之不動產在組織上的差異，倘若這是真的，REITs—目前比 REOCs 與 MLPs 更吸引法人機構與個人投資者目光的投資工具—在未來可能會成為持有不動產的主要媒介。

另一方面，不少文獻顯示 CREFs 的表現優於 REITs，這背後是有原因的，因為 CREFs 並非在公開交易所交易，而且它的流動性較低，其流動性產生的高風險使得它的報酬高於 REITs。在計算 CREFs 的報酬時亦容易產生較大的誤差，因為它報酬的計算是採用估價基礎的資料，這使得 CREFs 與 REITs 的比較更加複雜，因此很難說 CREFs 是比 REITs 更好的一種投資選擇。

五、REITs 作為成長型股票

儘管 REITs 有能力成長，它們仍不應該被當作是成長型股票，因為他們被要求發放高額的股利，而且在買賣資產方面受到較多限制，即使許多 REITs 在 1990 年代的股票市場快速發展時亦有重要的成長，他們仍應被視為收益型股票。

(一) 成長的限制

Wang、Erickso、Gau (1995) 表示，當 REITs 想要在資金市場募集資金時，市場會嚴密地檢視它們的表現，而使得 REITs 在成長上受到諸多限制。Mueller (1998) 也表示儘管 REITs 接近資本，但其投資報酬與資產成本上要保留一致性的距離，以及管理者決定在資本成本上（或是在投資上有一致性的投資組合），應該接受成長策略。

Down (1998) 指出 REITs 不動產市場的成長明顯受到人口成長率及建物折舊的限制。而合併這些來源的需求增加卻無法使各個 REITs 每年的成長率超過 4.5%，除非是 REITs 擴增市場規模。Downs (1998) 相信這與一般股票市場所認定的成長型公司有 15~20% 之成長率相差甚遠。儘管 REITs 並非成長型股票，但其市場仍為了成長而傾向溢價，它的成長在市場上仍會獲得一些獎賞或利益，因此 REITs 仍可以努力追求成長以吸引投資者的目光。這是特別真實發生在部份市場上（像是 1990 的網路以及科技股）吸引投資者的目光。

(二) REITs 作為收益型股票

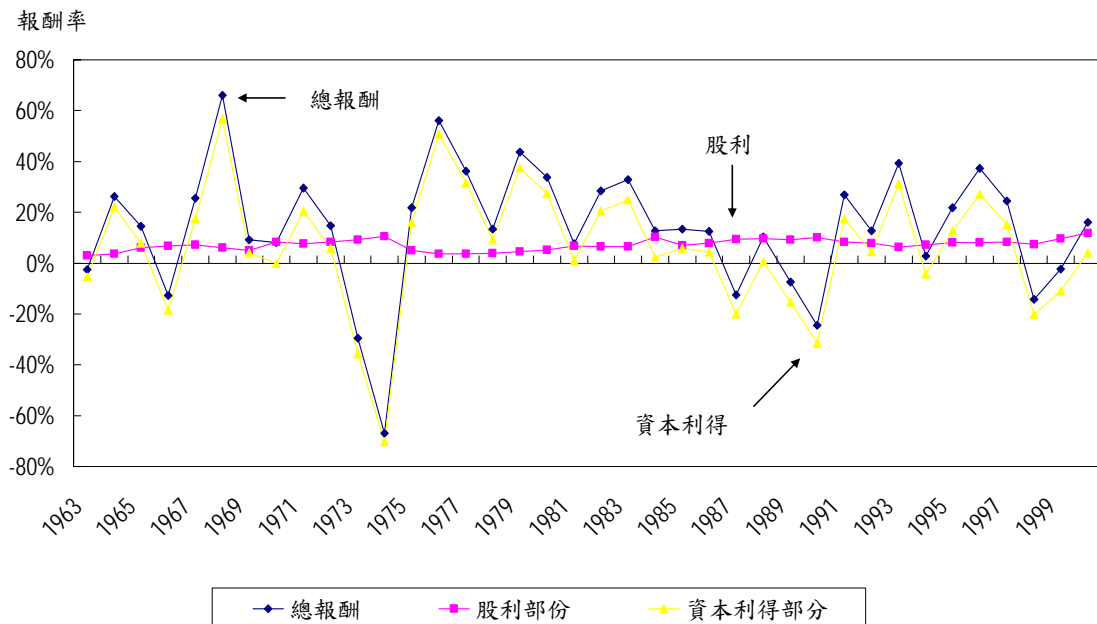
表 10.5 及圖 10.1 顯示 1963 年至 2000 年之間 REITs 的報酬，將 REITs 的報酬再分成股利收益 (dividend) 與資本利得 (capital gain) 兩個部分來看，可以發現到股利收益是較穩定且較大的，因此 REITs 比較適合被當作收益型股票。(參考 Liang 2000)

表 10.5 REITs 在 1963~2000 年之總收益、股利及資本利得

年	總報酬 (%)	股利部份 (%)	資本利得部分 (%)
1963	-2.58	2.88	-5.32
1964	26.25	3.57	21.99
1965	14.52	6.17	7.89
1966	-12.79	6.84	-18.50
1967	25.56	7.20	17.40
1968	65.99	6.16	56.81
1969	9.13	5.00	4.01
1970	8.07	8.27	-0.20
1971	29.46	7.71	20.37

1972	14.67	8.25	5.94
1973	-29.63	9.16	-35.71
1974	-66.89	10.55	-70.35
1975	21.70	4.92	16.05
1976	56.11	3.72	50.70
1977	36.11	3.57	31.54
1978	13.33	3.80	9.17
1979	43.67	4.54	37.61
1980	33.69	5.19	27.22
1981	7.61	6.69	0.93
1982	28.39	6.57	20.57
1983	32.82	6.51	24.82
1984	12.68	10.25	2.23
1985	13.32	7.05	5.93
1986	12.45	7.84	4.31
1987	-12.42	9.31	-20.06
1988	10.40	9.73	0.61
1989	-7.46	9.22	-15.39
1990	-24.39	9.96	-31.47
1991	26.87	8.20	17.35
1992	12.65	7.84	4.44
1993	39.18	6.29	31.15
1994	2.67	7.30	-4.36
1995	21.69	8.07	12.71
1996	37.30	8.18	27.13
1997	24.55	8.22	15.19
1998	-14.25	7.51	-20.30
1999	-2.39	9.53	-10.95
2000	15.96	11.78	4.18
平均數	15.07	7.20	6.46
標準差	23.75	2.17	24.01
資料來源：Su, H. C, John, R&Wang, K(2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford			
University press, p. 223			

圖10.1 REITs的總報酬、股利及資本利得



(三) 對於不具成長潛力的 REITs 應該謹慎

雖然我們相信 REITs 應當被視為收益型股票，我們仍想指出投資者仍應避免投資完全不具成長潛力的 REITs，這個結論來自 Goebel & Kim(1989)對於 FREITs (self-liquidating finite-life REITs) 的研究。FREITs 是指有一個終止期限，且在終止時會清算資產的 REITs。當不動產市場情況准許下，FREITs 有可能在終止前清算資產。

FREITs 一開始被創造是為了解決對於淨資產價值，股票價值有折價的問題，(亦稱為封閉基金折價現象) 以及使投資者相信資本利得在終止時會上揚的機率增加，使其成為更具有吸引力的工具。然而 FREITs 的優點在投資表現上，並沒有給予酬報。而 Goebel & Kim (1989) 的研究結果顯示，FREITs 的表現較一般的 REITs 差，主要的原因即是因為 FREITs 成長的潛力有限。

此結果的原因是由於其研究資料樣本期間較短，假使延續追蹤股票的表現，若採用更長期間(1981年至2000年)的資料來進行分析，如表 10.6 及圖 10.2 所示，FREITs 的表現仍劣於一般未定有期限的 REITs。

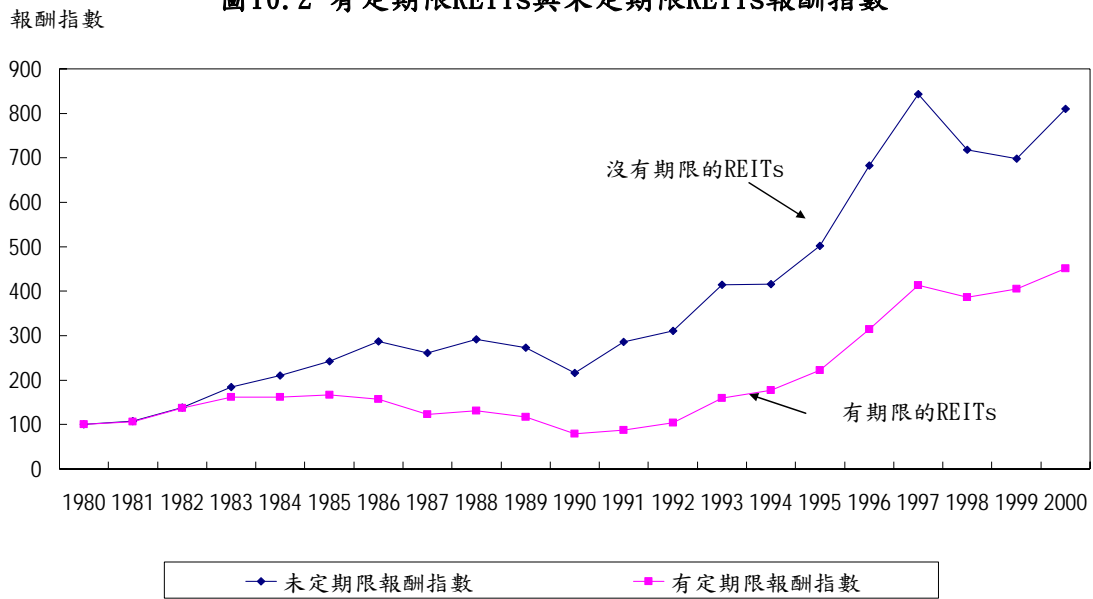
表 10.6 未定期限 REITs 與有定期限 REITs 的報酬比較

年	無定期限的 REITs		定期限的 REITs	
	平均年報酬(%)	報酬指數	平均年報酬(%)	報酬指數
1980	—	100	—	100
1981	7.6	107.6	6.39	106.39
1982	28.55	138.32	28.81	137.03
1983	33.3	184.39	17.67	161.25
1984	13.71	209.67	0.55	162.14
1985	15.55	242.28	2.69	166.5
1986	18.61	287.37	-5.79	156.87
1987	-9.25	260.79	-21.55	123.06
1988	11.65	291.17	6.7	131.31
1989	-6.31	272.81	-11.27	116.5
1990	-20.95	215.66	-34.52	79.29
1991	32.55	285.87	13.97	86.95
1992	8.73	310.81	19.47	103.88
1993	33.45	414.79	53.23	159.18
1994	0.29	416	11.39	177.32
1995	20.53	501.42	25.33	222.23
1996	36.06	682.22	41.26	313.92
1997	23.64	843.49	31.87	413.95
1998	-14.87	718.04	-6.74	386.05
1999	-2.77	698.13	5.09	405.68
2000	16.14	810.81	11.31	451.56
平均數	12.51		9.79	

資料來源：Su, H. C, John, R&Wang, K(2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press, p. 225

圖 10.2 是比較在 1981 年投資 100 元在未定有期限的 REITs 及 FREITs 的相關表現。我們可以發現當投資於未有期限的 REITs，1981 年所投資的 100 元會在 2000 年成長至 811 元；而若投資於 FREITs，相同的 100 元投資會在 2000 年成長至 452 元。Goebel & Kim (1989) 研究成果證實，REITs 投資者應該避免投資於沒有任何成長潛在可能的有期限的 REITs。

圖10.2 有定期限REITs與未定期限REITs報酬指數



(四) 對於REITs 的成長可以討論什麼？

我們已經知道 REITs 的設計不像是成長型股票，然而，實務經驗亦告訴我們，缺乏成長潛力對於 REITs 來說並不好，因此，我們可以去探討 REITs 在其本身條件的限制之下，是否能有一些策略來保有它們的成長潛力？但不幸地，很少有文獻能夠告訴我們是否有一個適宜的策略，能夠讓 REITs 達到這個目的，研究者在未來可能會在這個主題上加以留意。

我們可以發現，成長對於 REITs 來說是必然的，因為它可以獲得規模經濟的利益，也可以增加市場的持股比例，它也會受到許多的限制而僅能有限地成長，因此 REITs 仍會被視為是一種收益型股票，而完全沒有成長潛力的 REITs 在市場上將處於不利的地位。

六、我們學到了什麼？

- 在長期趨勢下，經過風險調整後，REITs 的表現可以與一般股票進行比較。
- 整體來看，經過風險調整後的 REITs ，其表現似乎可與其他證券型式的不動產進行比較。
- 在 REITs 當中，權益型 REITs 的表現優於抵押型及混合型。而且很明顯的，有期限的 REITs 其表現劣於一般未定有期限的 REITs 。
- 在較短的期間裡，REITs 的表現可能優於或劣於一般股票市場，但沒有證據顯示 1993 年、2000 年的現代 REITs 其表現顯著異於（或優於）1990 年以前的傳統 REITs 。
- 當通貨膨脹率較低或者利率逐漸下降時，REIT 股票似乎會有較佳的表現，這

部分值得不動產研究者多加注意。

- REITs 的市場風險已有明顯下降的趨勢，其原因之一是相關資訊的流通增加了 REITs 在市場上的資本額，另一個原因則是持有 REITs 的法人機構增加了。
- 雖然 REITs 在投資者的投資組合裡面無法完全取代實體不動產，但是它們對於投資組合的策略仍相當重要。
- REITs 對於小額投資者仍具吸引力，因為他們認為 REITs 能夠提供穩定的收益。

七、結論

REITs 比較不像是成長型的股票，因為即使它們嘗試採用成長的策略，通常也只有在不動產市場回升的期間裡會成功。而從 REITs 過去的表現可以發現，在短期的趨勢下，投資者似乎不會從 REITs 獲得很大的利益，即使它們在某些特定期間真的表現得很好。

投資者最好將 REITs 視為一種長期投資，因為它們提供高且穩定的股利，這種穩定的股利發放政策可以降低報酬率的變動，使投資人的投資組合更加穩定，因此，想要追求穩定收益與低風險的投資者，更不能忽視 REIT 股票。不過，對於想要使不動產投資在投資組合中有更多暴露 (exposure) 的投資者來說，是否能夠用 REITs 來達成這個目的？其答案還是不清楚。即使近來有些資料顯示 REITs 的訂價與不動產市場有關，我們仍不知道投資者是否可以有效地運用 REITs 來直接取代實體不動產的投資。

由於未來無法預知，我們無法提供預測 REITs 將來的表現。儘管如此，REITs 在法規的調整下已愈來愈像成長型公司，我們可以預期 REITs 的報酬將與市場上一般股票有更多的相關性，換句話說，未來 REITs 的市場風險可能會增加，而非減少。

隨著許多法人機構進入 REITs 市場，以及許多 REITs 皆採用 UPREIT 的型態，過去的代理問題以及資訊不對稱的問題將會減少，而投資 REITs 的虧損風險 (downside risk) 也將明顯降低。考量以上這些因素，相信未來我們不會再看到某些 REITs (如 FREITs) 與 REITs 首次公開募集 (IPO) 在 1970 年代與 1980 年代出現過的慘淡表現。此外，近年來 REITs 市場的改變顯示這可能又是個值得我們好好觀察 REIT 股票的時機，因此，討論 REITs 自現在起至 10 年後這段期間的表現將會是非常有趣的，因為分析的對象是採用不同策略、規模更大的新興 REITs，其研究的結果將與過去文獻的結論不同。

筱蓉心得：

大家都認同房地產可抗通膨，因此都會藉由房地產來保值，而 REITs 是否有此一優點，過去沒有討論到，但在這篇文章中有提到許多的相關的研究，大致上來說，經由美國的實證發現，REITs 在短期內不是好的抗通膨工具，尤其是對於不可預期的通貨膨脹來說，甚至是背離抗通膨的工具。我想台灣往後也可以對此做相關實證研究，畢竟環境時間不同，研究出來的結果也有差異，因此藉由參看國外文獻，讓我們更有方向去前進。最近也有相關新聞指出，投資 REITs 的報酬比投資小套房好，因此 REITs 究竟較偏向不動產或是股票？以報酬率來看，似乎是偏向股票性質，至於跟其他股票相較之下的表現如何，就可以回到我們本篇的內容去討論了。

峰億心得：

REIT 股票是不是真的有別於市場上的其他股票？細看過此篇文章，顯然眾說紛紜。從收益面來看，REIT 如同大部分的市場股票，其收益會隨著時間而有重大的變動，而從 1960 年代到 1980 年代初期的 REIT 長期表現之研究也指出，REITs 的收益表現與一般股票市場大致相同；但從 REIT 的類型來看，各式資產類型的 REITs 中，其長期表現產生很大的差異，大部分的學術研究皆發現在 REITs 的三種資產類型中，權益型 REITs 的收益表現優於抵押型 REITs；另一方面，從影響 REIT 股票的市場因素視之，一般認為 REIT 報酬受股票和證券市場的報酬、利率變動及通貨膨脹等三大因素所影響，因此 REIT 收益行為跟高風險公司債券和小股票有很直接的關係，亦即 REIT 股票表現像是小型股票。以上種種說法，都有理論或是實證的根據，無法決定誰對誰錯，但唯一能確定的一點是，那些研究會因為所持立場的不同而有不同的結論，同樣的，如果我們從台灣 REIT 的角度去判斷 REIT 跟台股是否有差別，我會說：當然有！因為 REIT 的股價像是公債般起幅不大，市場規模小又孤立之外，REIT 價值也幾乎來自標的不動產的租金收益，甚少增資或是投資開發，以上各點都與股票不同，所以在台灣，現階段的 T-REIT 很明顯跟股票是有差異的。

課堂討論：

張老師：這一章很重要，REITs 的表現到底好不好才是投資者最關心的，佩宜應該要來回答這個問題，我們所關心的是台灣的 REITs，而美國到底有哪些實証結果是台灣可以採用的？雖然台灣的 REITs 的發展還很短，但是是否有些啟示可以被應用？台灣屬於長期投資，且台灣 REITs 不屬於成長型股票，而有期限沒有期限的議題也值得探討，初步看來 REITs 的確有一些能力可以抵抗通貨膨脹，他山之石可否錯？台灣 REITs 這兩年發展之下，到底有什麼想法？美國這十年來 REITs 的發展有了新的局面，

隨著制度的改變而有所差別，而台灣的發展會如何呢？而跟其他種類的股票比較又如何？今天因為時間關係，所以無法在課堂上有太多的討論，希望大家在心得裡面來發表。