

## 不動產證券化專題研討第四次上課紀錄

時間：民國九十四年三月十一日

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

紀錄：張乃文、田揚名

出席人員：林秋瑾、曾瀝儀、陳香妃、鄒欣樺、曾翊瑋、楊依蓁、田揚名、張乃文、李奕農、李昀叡、陳詩薇、李芳怡

### 正課之前的對上次上課的補充：

張老師：富邦一號已經在昨天掛牌上市，你們有注意到其股價的表現嗎？

林老師：昨天掛牌價好像是 10 塊多？

張老師：對，而且成交量爆出大量，據報導成交量有 6.99 萬張，創下受益憑證的交易紀錄，投資信託受益憑證在一上市就受到投資大眾的信賴是值得高興的一件事。但是我們要注意其後續的發展，看看我們台灣市場對其接受程度，是一時的激情還是真的認可將其列為投資標的組合中。因為我們知道其實不動產證券化是鼓勵投資人中、長期的持有，而不是拿來作為炒作的標的。這樣對於房地產市場的健全與發展才有正面的影響。我會陸續將一些我有的資料轉寄給各位，各位應該密切注意其相關的動向。隨時將問題提出來討論。

林老師：不動產證券化分為公募及私募兩種，私募為何仍要給予稅賦的優惠？這樣做會不會有圖利財團之嫌？

張老師：基本上私募不必信評，且對於市場的影響不大。但在台灣由於證券化剛剛起步，因此我認為給予私募業者優惠，應該是一種鼓勵的方式，希望業界積極的參與。

## 第一部份之報告：日本不動產證券化之實施經驗

(本次報告內容主要參考 張金鶚老師 2004 年赴日考察報告“日本不動產證券化之實施經驗與其對不動產市場影響探討”)

報告人：張乃文、田揚名

### 報告內容摘要

#### 一. 日本不動產證券化發展之背景

日本自泡沫經濟破滅以後，雖然日本政府提出多次振興經濟方案，據統計動用超過100兆日圓以上的資金來提振經濟，惟景氣仍未見好轉，不動產價值大滑落，銀行業不良債權問題急速惡化。日本政府逾1991年第9次「經濟新生對策」振興方案中，將不動產證券化列為重點工作項目，可見日本政府對不動產證券化寄予厚望。

##### (一) 地價下跌

1. 地價下跌對於公司法人的影響：以土地為擔保品貸款之信用降低，或者無法再以土地作為信用擔保。
2. 不良債權大量的發生：造成金融機關的財務體質下降。促使金融機關資產運用時，使用土地以外的標的，造成金融資產的漸進發展。
3. 資產信用的緊縮與超低利率的發生

##### (二) 世界潮流趨勢

對於不動產風險認知的變化，從保有財到投資財的認知改變，以及土地所有權與經營權分離的觀念形成，促進金融管理方法的改進。

##### (三) 投資者在金融市場的資金需求從間接金融到直接金融的改變

傳統間接金融是透過金融機構的融資，因為供給緊縮的影響，因此轉向直接金融，透過資本市場直接募集資金。促使投資者的財務報表需更透明化。相對的資本市場的健全與多樣性，也是促使不動產證券化之原因之一。

日本不動產證券化市場在短期內能夠如此蓬勃地發展，除上述三個主要原因外，從企業角度來看，在處理不良資產時運用不動產證券化來改善財務報表的資產負債狀況，以保有資產、減損會計等方式來進行效率化經營；另外，來自於海外的資金或是在利率低迷的日本國內資金，轉向不動產投資的需求也是促成日本不動產證券化發展的因素；而從金融機關的角度來看，金融機關為了尋求分散融資風險的管道，將原來從對企業融資的主體 (cooperation finance)，到對計畫或者是對資產的融資主體(asset finance)的轉換，金融機關的投資管道多樣化也是其中重要因素。

二〇〇二年，有鑑於未利用國有地拋售困難，如何藉由分割整地、增置公共建設或與毗鄰私有地交換之手段等提高其附加價值，以便於出售，是時中央政府

乃推動分售型土地信託，另為求信託更具誘因，使財務操作更為靈活，政府亦建構不動產證券化之環境。

## 二、日本實施不動產證券化的目的

### （一）加速資金的流通周轉

不動產證券化與不動產擔保融資的不同，在於實施不動產證券化可以在不降低資產效率的情形下加速資金的周轉流通化，並不依存創始機構。

### （二）不動產流動性的提升

將不動產細小化，規格化後，有助於一般投資大眾的參與，將不動產證券化列為投資組合標的中一部分。

### （三）不動產風險的移轉

透過證券化，將原本集中於企業的不動產風險轉給投資第三者。

### （四）企業財務體質的改善

不動產證券化產生資產流動，企業財務報表中的資產負債情形也會隨之調整。原本不動產之債務轉為收益性較高的流動性資產。

### （五）不動產相關產業的促進

## 三、日本不動產證券化的發展歷程

### （一）不動產證券化的萌芽階段

日本不動產證券化一般來說，在早期是以1931年的抵押貸款（融資公司將所取得之抵押權，於必要時至登記所登記，再將所取得之抵押權售予投資人）或者是1973年的住宅貸款債權信託為開始，在最近則是以1987年的不動產信託受益權之小額單位化（小口化）的商品，或是1990年根據國鐵清算事業而產生的不動產貸款所開始。這兩種說法都是將不動產轉換為「容易流通的小額資產」特性的歷史證據。

### （二）不動產的小額單位化（小口化）階段

在1987年登場的不動產小額單位化投資（小口化商品）是將無法單獨投資的過大且欠缺流通的不動產予以小額單位化，使一般投資大眾也可以購買。然而在1990年代初期不動產泡沫崩盤後，投資大眾受到的損害案例增多，因此為了保護投資大眾的權益，明確的立法制度愈顯重要。1995年4月制訂了「不動產特定共同事業法」也是在這種背景下所形成。此法律被視為是不動產共同小額單

位投資（小口化）商品的基礎（不動產特定共同事業法所提供之投資憑證並非當時證券交易法之有價證券，欠缺流通性，因此學者普遍認為其並非不動產證券化），這也是日後促進不動產證券化之一大契機。

### （三）資產證券化階段

本階段的金融制度改革是與上述不動產小口化階段同時進行，並作為後續實施不動產證券化的要素檢討。

2000年11月新修訂部分內容成為「資產流動化法」（SPC法），亦即「資產流動化型」的不動產證券化正式實施。「資產運用型」（所謂J-REIT）的不動產證券化也正式實施。

日本在不動產證券化的發展過程中，也是先有不動產小額單位化（即所謂的「小口化」）的產生，類似台灣早期民間的財神酒店或斯丹達爾型態類似，只是日本小口化的發展到1995年，經由「不動產特定共同事業法」的立法來規範相關內容。此後在1999年更進一步修法，形成另一種類型的不動產證券化。此種類型類似美國的「不動產有限合夥」（Real Estate Limited Partnership）或「合夥企業」（Syndication），（美國法對證券採廣義的解釋，投資契約也視為證券，因此可以稱為證券化。我國民法的規定中，合夥非權利義務主體，本身亦不能依證券交易法公開發行股票），雖然此傳統合夥類型的不動產證券化因受當前「特殊目的信託」（SPT）或「特殊目的公司」（SPC）類型所取代，但仍有其發展空間，不應忽視。換言之，台灣是否需將其早期民間較小規模的合夥型態企業給予證券化的認定，並予以立法規範，此類似日本的「不動產特定共同事業法」（Real Estate Syndication）或美國的「不動產有限合夥」（Real Estate Limited Partnership）值得再進一步研究。

## 四. 日本不動產證券化實施之基本要件

### （一）破產隔離

避免創始機構和特定目的事業（SPT）在破產時影響到證券化之標的。

### （二）避免雙重課稅

被證券化之後的特定目的事業，有像信託或組合型態般，原來就為非課稅對象的情況，但也有以一般股份公司或有限公司為特定目的事業的情形，在此種情形下，對於投資者而言，就會發生公司法人本身的稅負以及投資者本身稅負的雙重課稅問題發生。為了避免像這樣的雙重課稅問題，在相關法律中若滿足一定的特定目的事業（導管性）要件，公司法人的所得分配可以算入本金，不必課稅。然而，並非所有特定目的事業的所得均為無條件地免除雙重課稅，故在運用上必須斟酌各種狀況來認定。

### (三) 風險管理與信用增強

雖然投資必定有一定的風險，但應該確保投資者所受之損失在一定的程度以下。一般都是利用不動產證券報酬來設計不同的優先償還順序。

### (四) 賦予流動性

除了發行後流通市場所要求的市場水準，另外還要考量商品設計階段投資者需求水準。也就是充分考量初級市場和次級市場的流動性。

### (五) 資訊揭露

投資者是依靠證券發行者所透露之訊息來加以考量投資，因此應避免資訊不足或資訊不對稱使得投資人遭受損害之機會。

昀叡：請問信用增強這一部份是如何運作？

乃文：關於信用增強這一部份，可以從IBM大樓發行受益憑證的方式看出。IBM大樓的資產信託受益憑證共發行44.1億元，其中分A、B、C三種不同受償順序的受益憑證。

張老師：對，由不同的受償順序，可以得知發行機構對於其發行的受益憑證之信心。

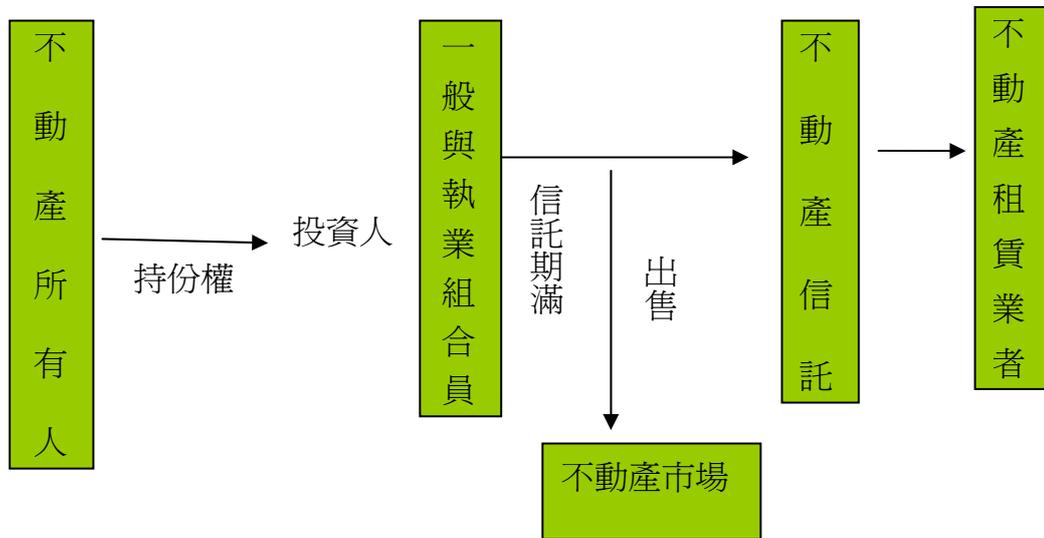
## 五. 日本不動產證券化之類型

日本從廣義的角度界定其三類型不動產證券化：(1)不動產特定共同事業型(2)資產流動化型(3)資產運用型。

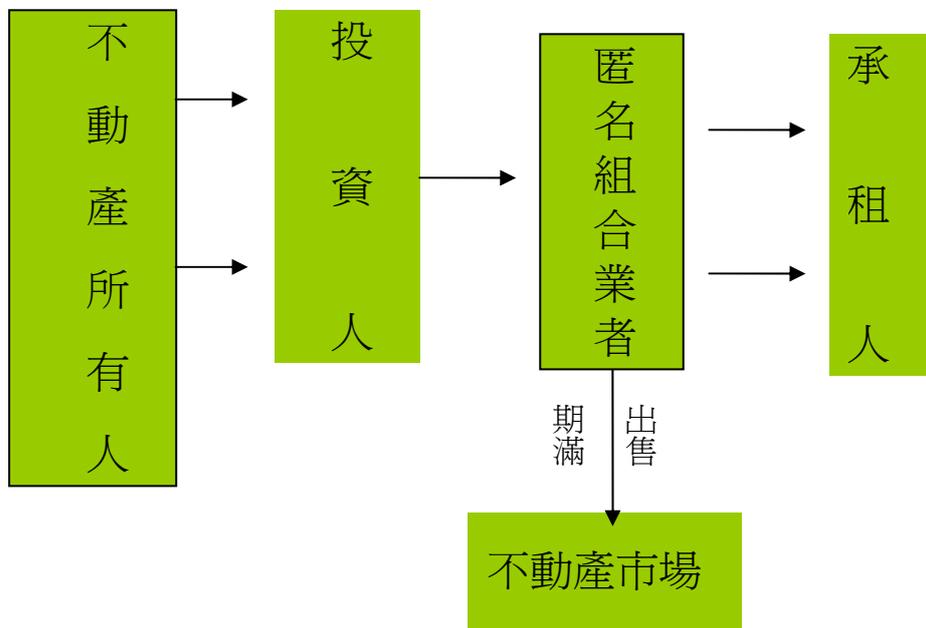
### (一) 不動產特定共同事業型（不動產合夥）--或稱Real Estate Syndication

不動產共同事業只具小額單位化而不是有價證券，且無法在公開市場上流通，但其本質為不動產證券化。在日本「不動產特定共同事業法」未通過前，所出現的小口化商品，可分為任意組合型、信託型及租賃型。而通過後，信託型則由信託業法規範不包括在其中外，再另外增加匿名組合型。分別略述如下：

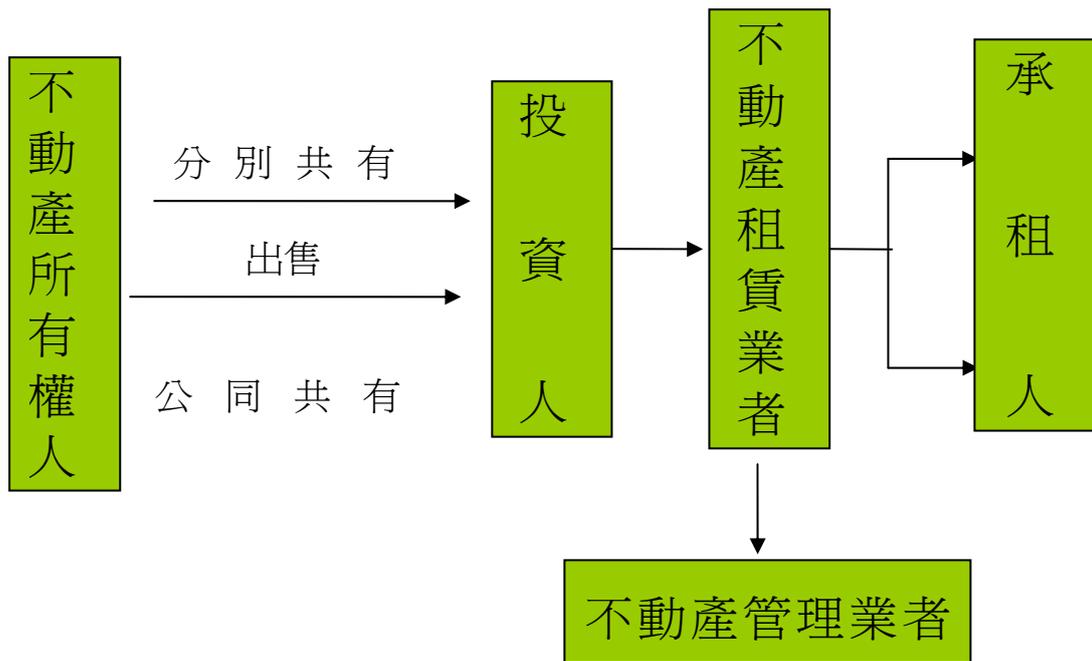
- (1) 民法的任意組合型：在日本，係採取任意組合型與信託型並用的方式。其方式在於首先由投資人購入持份權，與原不動產所有人（不動產公司）或其關係企業構成任意組合組織，任意組合組織將其不動產信託予信託銀行，取得信託受益權，信託銀行以受託人身份進行管理，並將收益分配與任意組合組織，任意組合組織再分配予組合人。若是採單純任意組合，則不動產公司或關係企業是擔任受託銀行的角色，負責管理不動產開發和經營，其合作的關鍵在於信用度。



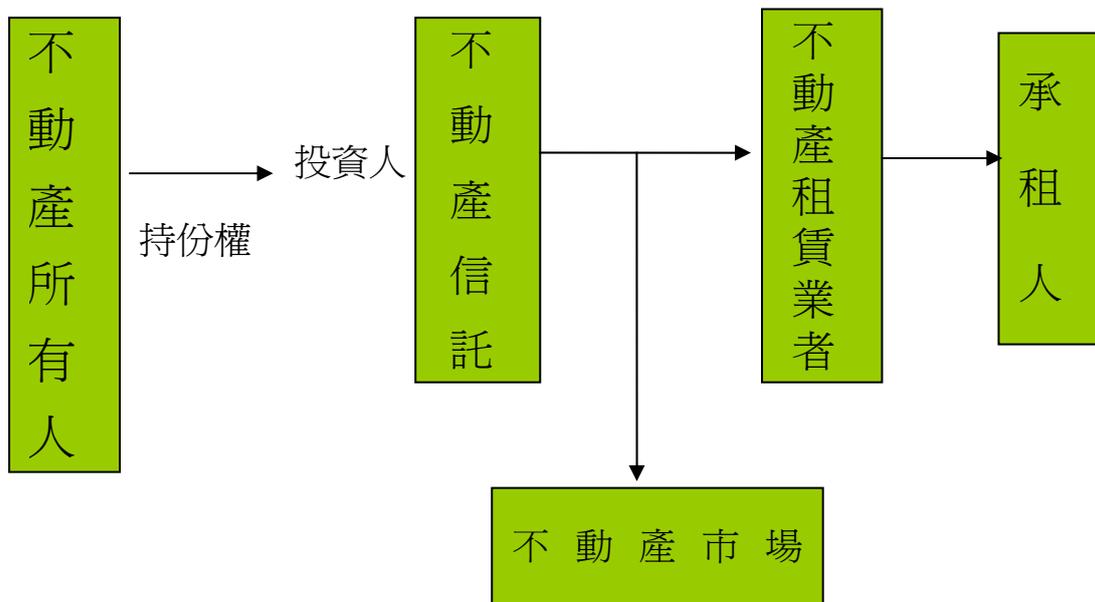
- (2) 商法的匿名組合型：由當事人一方（出資人）以他方（營運者）名義出資，（投資人依匿名組合契約於出資後，取得持份權）營運者將其營運所得的利益分配予出資人，以此匿名組合契約，出資人對營運人有收益分配請求權，契約期滿由營運者依售價分配予組合人。



- (3) 租賃型：及不動產所有人將其所有權予以小口化，將共有持份權分售予投資人，投資人復將不動產租賃予不動產租賃業，不動產租賃業在分租予承租人，故不動產租賃業擔任租賃、管理、租金之賦予投資人。



(4) 信託型：信託方式與租賃型相同。惟所有權人出售持份權予投資人後，投資人的持份權再信託予信託銀行，信託銀行委任不動產租賃業出租予承租人，其租金收入則支付兼為委託人的受益人，最後信託期滿，信託銀行將信託財產予以出售，再依持份分配，共同事業即結束。



信託型與組合型之最大差異，在於信託方式使不動產具有完整性，不會因為投資者意見不合或破產導致產權的不安定。

所謂不動產特定共同事業的投資對象為實質不動產，在特定目的事業中為匿名組合或是任意組合，在日本，其法律依據為不動產特定共同事業法，而其主要的投資商品為匿名組合出資或任意組合出資等方式。依據此法，不動產特定共同事業型的證券化商品並非屬於證券交易法中所認定的有價證券，當然也無法在證券市場上交易流通。

林老師：台灣是不是也是利用「小口化」方式解決財神酒店的問題？

張老師：台灣所謂的小口化只是將產權細小化，財神酒店是利用都市更新的方式解決，其目的在於解決容積的問題，而非解決產權的問題。

## （二）資產運用型（投資信託）--或簡稱J-REIT

始自於1998年12月通過之「證券投資法人及證券投資信託法」，日本仿效美國REITs之制度，引入「公司型」投資信託制度，與傳統證券投資信託制度「契約型」並存。日本政府為加速其發展，於2000年5月將「證券投資法人及證券投資信託法」修正為「投資法人及投資信託法」，同樣引入SPT制度，與SPC並行。

資產運用型的證券商品，是屬於在證券交易法中所認定的有價證券，而且可以在證券市場上交易流通

資產運用型的投資對象為實質不動產及不動產的信託受益權，在特定目的事業中為投資法人、投資信託（J-REIT），其所依據的法律為投信法，主要的投資商品為投資證券、投資法人債等。

### 1. 實施背景

2000年5月由於投資信託法的修正，原來以有價證券為主要運用對象的投資信託範圍（特定資產），擴大範圍至不動產，不動產投資信託（J-REIT）的相關法制大致整備齊全。根據此一法律，投資信託委託業者等專門將從投資者募集而來的資金彙整，投資運用於各種資產之上，並將投資的成果分配給各投資者，屬於一種資產運用型的集團投資架構。修正前投資者因為並無直接支配管理投資對象資產，對投資商品並不瞭解的情況下，要下正確的投資判斷並非易事。因此在新修正的法中，有關於資產運用的投資信託委託業者的適當資格確保、利益違反行為所導致的弊害之防止禁止措施、對於投資者應盡的忠實義務、資訊公開或對於投資者的保護架構等均有所規定。

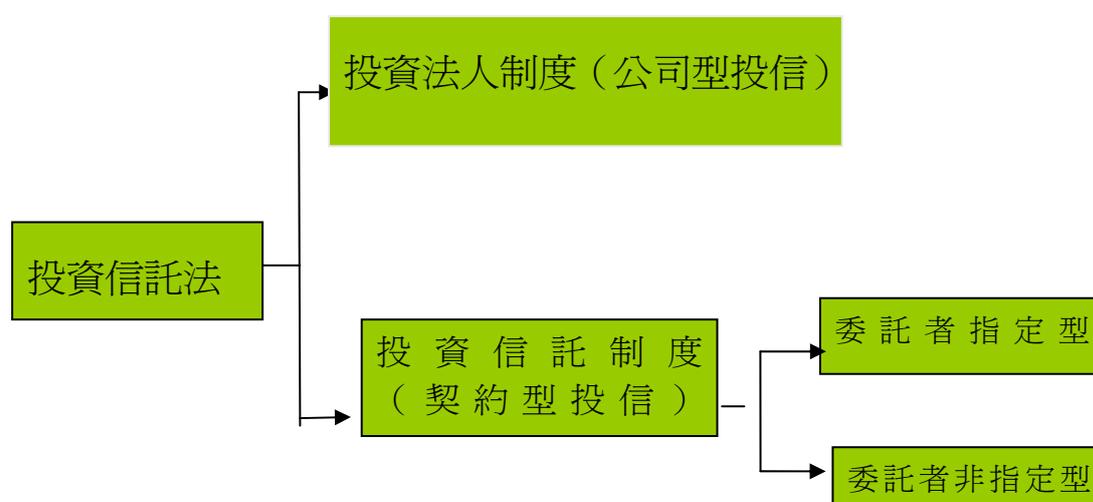
\*日本政府2000年5月23日將「投資信託法」、「SPC法」同步修正，並於同年6月1日公布，修正重點如下：

1. 其擴大範圍允許特殊目的信託及特殊目的公司得以記名金錢債券、不動產、信託受益權及一般財產權做為資產流動化之標的資產，使投資標的不限於證券，不動產亦包括在內。

2. 基金經理人需要取得不動產交易執照，並需取建築部的同意使可以進行交易。
3. 禁止有利益衝突的基金經理人進場操作，且可規責於基金經理人之疏失者，需負賠償責任。
4. 投資公司可以借貸並可以發行負債工具（issue debt type instruments）
5. 信託公司可以架構出一種讓自己擔任類似基金經理人的信託型態（非指定型的信託）。

新修正之投資信託法規定投資公司在新的制度下將可直接投資在不動產上，導致J-reit的興起。

## 2. 實施架構



「投資信託法」中所規定的制度有兩種：投資信託制度和投資法人制度兩種。所謂的投資信託制度也叫做契約型投信；投資法人制度則也稱為公司型投信。前者的投資信託制度更區分為兩種：委託者指定型之投資型信託與委託者非指定之投資型信託。這兩種主要的投資對象在不動產商品中通稱之為不動產投資信託（J-REIT）；此外，在架構上混合使用這兩種的情形又可區分為開放型和封閉型。以下就投資信託制度、投資法人制度以及開放型和封閉型之制度大要分別敘述之。

### (1) 投資信託制度

#### a. 委託者指定型之投資信託

基於委託者（委託投資信託業者）指定之信託財產，運用基金資產的百分之五十以上，針對有價證券、不動產等特定資產進行投資運用為目的之信託。並將此信託而來的受益權分割，使多數人取得。

#### b. 委託者非指定型之投資信託

基於單一的信託約款，受託者（信託公司）和多數的委託者（投資者）間締

結信託契約，委託者將由契約所獲得的各資金聚集，在不基於委託者指定限制的情況下，對於特定資產投資運用為目的的信託運用投資。

在本文中不管是契約型、公司型均以不動產投資信託或J-REIT 表現之，不過基本上J-REIT 是以公司型為主，即所謂SPC 型。

## (2) 投資法人制度

投資者對以資產運用為目的而設立的投資法人進行投資，接受委託的受託者則主要針對特定資產進行投資運用架構之制度。

## (3) 開放型和封閉型

開放型為以根據投資者的請求資金償還為變賣方法；而封閉則為不根據投資者的請求償還資金。上市的J-REIT 因為不執行償還，而透過市場的交易來確保變賣性，故為封閉型。

另外，投資信託委託業者許、認可基準和投資信託法有關投資法人之規定則請各位參考老師所著「日本不動產證券化國科會補助出國研究報告」。在此補充一些額外訊息：

### \*J-REITs上市之條件（東京證券市場上市條件）

1. 證券發行最低數額：預期不得少於4000張。
2. 投資人數最低門檻：在發行時，投資人數預期不得少於1000人。
3. 防止股權過於集中：上市時，主要受益憑證持有人者不得超過75%的股權。
4. 不動產佔投資組合最低比例限制：至少需要持有75%的淨資產投資於不動產及其相關投資。
5. 收益規範：不動產租金收入或其他相關收益佔總資產不得少於50%。不包括預期一年內出售之資產。
6. 每一單位資產淨價值最低限制：不得少於5000日圓。
7. 淨資產最低限制：J-REITs資產總價值上市時，不得少於10億日圓
8. 財務資訊：財務報表每一年至少要公布兩次，且需正確無誤。
9. 依日本「投資信託法」之規定，J-REITs可包含封閉型與開放型。然而證券交易所要求J-REITs必須是封閉型才可以上市，並禁止贖回。

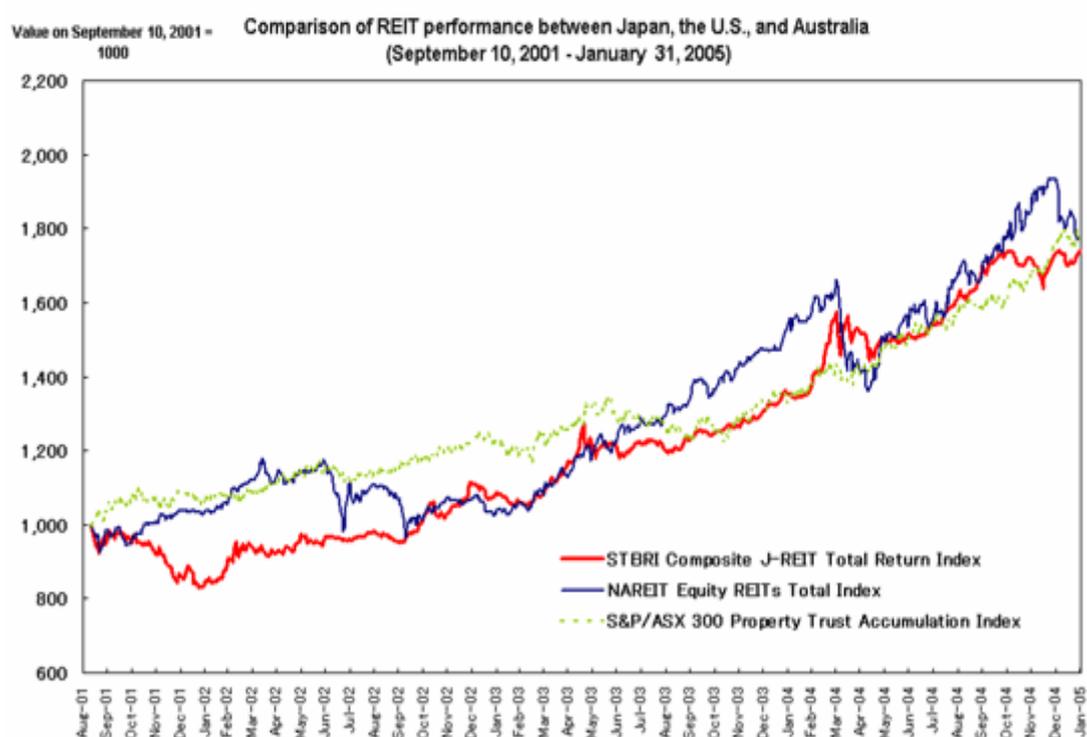
### \* J-REITs稅負優惠

1. 依日本稅法規定，一個投資公司之分配利潤可被列帳為特定條件之損益科目，所以可以避免重複課稅。
2. 當取得不動產時，只需繳1/3的登記費與契稅。

\* J-REITs需具備以下幾點條件，始可享受上述之優惠：

1. 可稅所得，至少90%在會計年度結束前需以股利分配給投資者。
  2. 不可持有別家公司超過50%之股份。
  3. 借貸需找合法的金融機構。
  4. 在會計年度結束前不可為某家公司之關係企業。
  5. 需以日本為其受益憑證主要之發行地區。
- 受益憑證需公開發行並不得少於1億日圓，或者在會計年度結束前擁有不少於50個憑證持有人。

\*美、日、澳三國投資信託價格趨勢圖

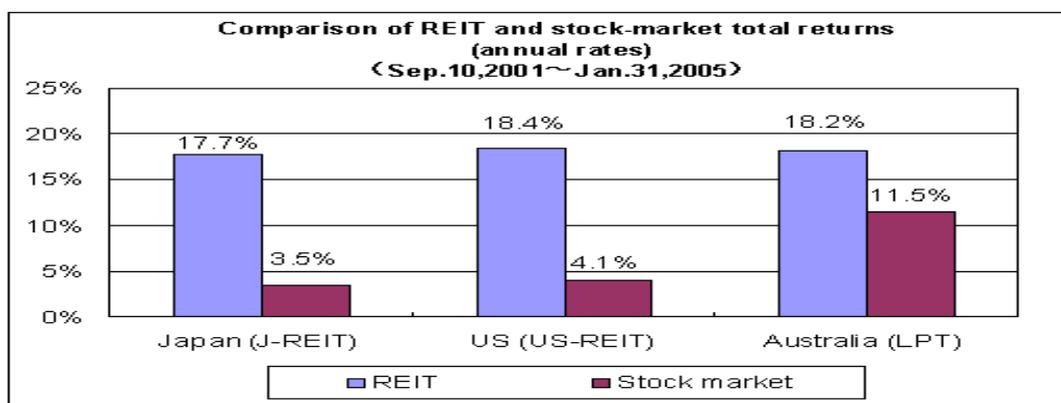


張老師：從這張圖可以看出美國（NAREIT）和日本J-REIT和澳洲REIT之價值都呈現上揚的趨勢，而日本發行J-REIT的時間也不過是4、5年的時間，有如此表現固然不錯，但須注意其後來發展，看看是否只是「蜜月期」的表現。而日本2004第3、4季不動產呈現上揚，應該會使得證券化更蓬勃發展。

欣樺：日本有像美國一樣有FFO嗎

張老師：基本上美日兩國的估價制度並不相同，日本目前估價似乎偏重於DCF法且積極建立其觀測制度與指標。台灣目前倚賴比較法，是應該改進的地方。尤其不動產應重平常的固定收益。未來市場機制更加健全後，應該逐漸會縮小未來出售的增值。

\*美、日、澳三國投資信託總投資報酬率之比較



張老師：從這張圖可以明顯看出三個國家投資信託的報酬都明顯高過於一般股票市場的報酬，對於投資大眾而言，這樣的報酬率是非常吸引人的。

\*美、日、澳三國市場規模大小比較

(data as of January 31, 2005)

	Japan (J-REIT)	US (US-REIT)	Australia (LPT)
REIT market size (\$USB)	17.2	307.9	67.9
Share of stock-market capitalization	0.5%	2.1%	9.4%

張老師：從這個表，可以看出澳洲投資信託在全部股票市場中佔了一很重要的角色，日本雖然只有 0.5%，但其金額仍然非常的高。美國發展歷史最悠久，且其投資信託的總金額非常的高。可見投資信託是他們投資組合的標的之一

\*不動產投資信託和一般土地信託之比較

	不動產投資信託制度	土地信託制度
信託本質	金錢信託	實物信託
信託財產	現金	土地所有權

信託人	不動產投資信託機構	特定土地所有權人
信託目的	投資組合	土地開發
受益人	受益憑證所有人	所有權人或指定之繼承人
信託期限	較短 (5~7 年)	較長 (15~20 年)
受益分配： 1. 存續期間 2. 契約終止	1. 當期投資淨收益 2. 不動產證券增值	1. 租金淨收益 2. 土地建物所有權
業務特性	直接、主動從不動產市場募集 不動產中長期開發資金	信託銀行取代開發、建築 角色，自行受託經營
業務風險	由小額投資大眾依持有比例分攤	土地所有權人負擔
業務誘因	投資金額小不動產中長期之增值利 得流動性高	不需負擔開發金額
政策目標	不動產開發成果全民共享，建立不動 產資本市場，引進民間資金，參與公 共建設	促進土地利用開發

張老師：從這張表可以看出兩者間有明顯不同，但是否完全符合實際上的運作仍有待查證。

### (三) 資產流動化型—SPC 前言

早期土地信託及不動產小口化商品皆僅是不動產的流動化，並非真正之不動產證券化，最多僅能稱為流動化，日本真正之不動產證券化應至一九九八年特定目的公司法等法制之通過，准許 SPC 公司之成立，不動產持有人如將其所有權或銀行住宅、商業、不動產擔保債權售予 SPC，藉由移轉登記費、過戶所得稅可大幅降低，亦即藉由特殊目的公司可發行有價證券(包括優先出資證券、特定公司債、特定商業本票)募集資金，以達到證券化之運作方式

於 SPC 法通過之前，日本之不動產證券化僅能稱為不動產「流動化」，因為就不動產證券化運作上所需之要素：投資單位化、權益可分割性、證券形式之權益表彰、次級市場及運作透明化等而言，日本嚴格言之，並無不動產證券化之制度，因其無中古交易市場，即信託銀行發行之受益憑證無法在公開市場上自由轉讓。

日本資產流動化型 (SPC) 不動產證券化是我們台灣主要參考立法成為「資產信託」的類型

然而日本資產流動化型 (先有不動產再予證券化方式) 主要是採「特殊目的

公司」(TMK--SPC)方式，而非像台灣只允許採用「特殊目的信託(SPT)」進行資產證券化，此兩種不同方式可能影響差異是：

SPC較重視不動產本身的投資開發與經營，且公司方式的組成設立較信託方式簡便；反之，SPT較重視不動產本身的安全確保(破產隔離)。

所謂不動產流動化，即依照一連串之架構，移轉不動產權利以達到資金調度之手法，可謂廣義之不動產證券化，若不動產流動化中有發行有價証券之情形，即可說是狹義之不動產證券化。

資產流動化型的不動產證券化之操作，其基本架構是與租賃信用債權(lease-credit)的作法可以說是幾乎共通，只是為了維持對象不動產的價值與回收現金流量，適當的物件管理，此在資產流動型中顯得特別重要，這也是其他資產證券化中所沒有的特徵。

在資產流動化型的證券化中，有兩種類型<sup>1</sup>的特定目的事業公司：

1. 特定目的公司(TMK)：依據資產流動化法(SPC法)。
2. 股份公司、有限公司：依據商法與有限公司法。

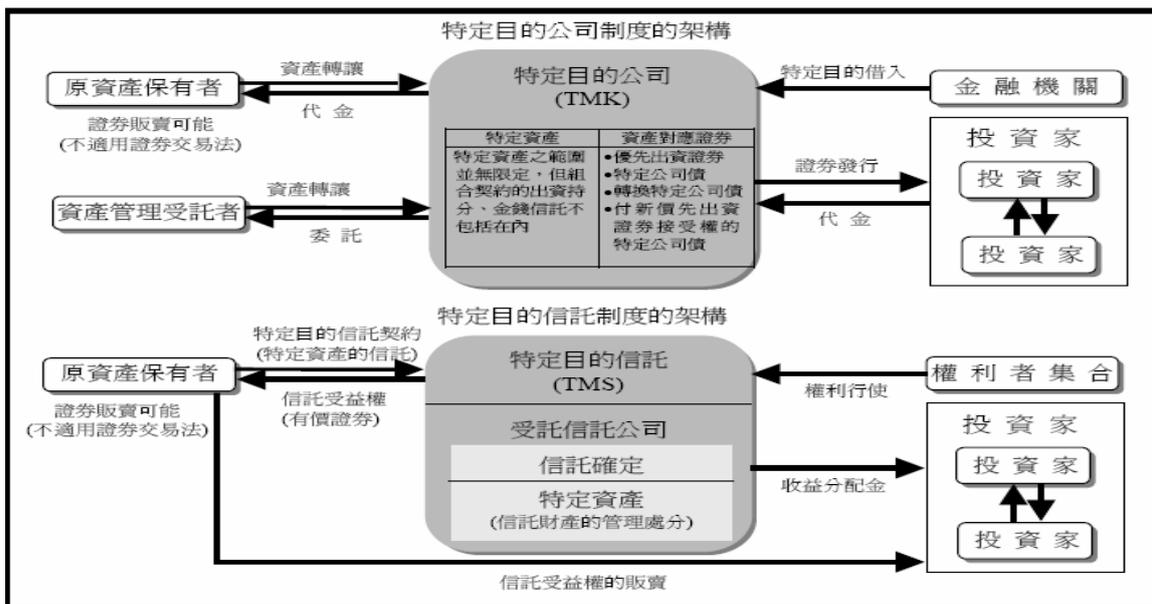
這兩類共通的架構項目，主要包括

1. 對象資產的信託受益權化。
2. 破產隔離。
3. 信用加強。

內部信用加強：運用對象資產的現金流量有所謂內部信用加強，包括優先劣後構造以及資產保留。

外部信用加強：則包括現金擔保以及由第三者支持的保險與保證等。

### 資產流動化法(SPC法)的架構



## 六. 特殊目的公司 (TMK--SPC)

### (一) 運作方式

創始機構(原資產保有者)向特定目的公司出賣特定資產後,特定目的公司將以所賣得的現金流量或資產價值為基礎,發行資產對應證券,並因此獲得資金調度的運作架構。此種運作方式的資產管理處分,原則上必須委託外部的信託公司為之。

### (二) (TMK--SPC) 設立流程

- 1 證券化準備的階段:投資者範圍設定、準備資產流動化計畫案、各種契約書的訂定等。
- 2 設立特定目的公司:設立特定目的公司主體並無設立要件,故不僅是金融機關,一般事業公司或個人出資設立也被許可。最低得出資金(特定出資)為十萬日圓以上,與股份公司為1000萬日圓、有限公司(300萬元)的出資金相較之下,設立的成本相對較小。設立的方法與股份公司發起設立幾乎是相同的。
- 3 特定目的公司的提出申請。
- 4 根據特定目的公司而來的特定之受讓、業務委託。
- 5 資產對應證券的發行與從發行代替金受放而來的資產之代金支付。
- 6 特定資產的管理以及證券的分配與利息支付。
- 7 特定資產的處分與證券的償還。

## 七. 特殊目的信託 (TMS--SPT)

### (一) 意義

主要是為了資產流動化之目的而設立,且在締結信託契約時,根據分割委託者所有的信託受益權,使得多數投資者可以進行投資。SPT乃是以土地信託為基礎所發展出來之經證券化後之土地信託。

其基本的架構與特定目的公司幾乎相同,僅有一點較為不同的是,因創始機構將特定資產的管理、處分、收益的分配等,委託給特定目的信託的受託信託公司,並可分割此信託受益權以及發行受益證券,因此,此制度與特定目的公司作法相異之點為,可以自行管理處分資產。

張老師:由於語法上之不同,在日本沒有所謂的資產信託,但其實就是「資產流動化型」。日本將資產流動化型又稱為SPC法。故統整來說,TMK=SPC, TMS=SPT。日本資產流動化型證券一般都採SPC方式且不上市。真正有上市的只有J-REITs。故有人說日本不動產證券之真正開始是在2000年。而台灣不動產資產信託也可以掛牌上市。而因為IBM大樓每張面額較大,故市場反應不如富邦一號。

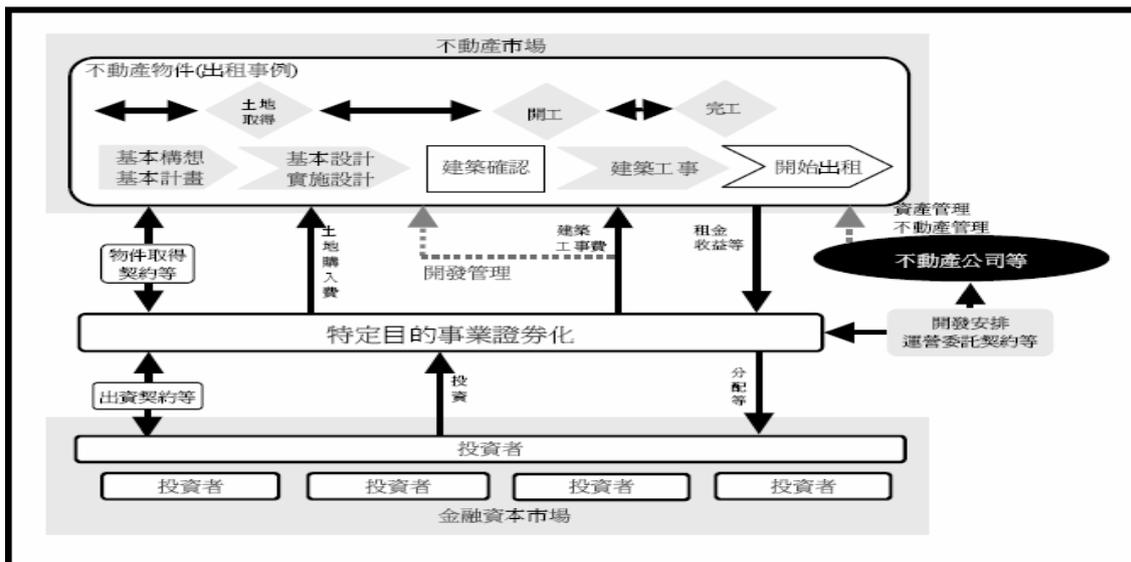
## 八. 開發型證券化

### (一) 意義

一般的資產流動化型證券化是以特定的資產型態存在，投資大眾並對資產價值及其所產生之現金流量為投資內容。「開發型證券化」雖然也是一種特定的資產型態投資，然而開發型證券在投資初期，由於物件仍在開發當中，並不存在不動產收益（以及現金流量），故投資大眾是對開發中的不動產將來收益與現金流量之期待進行投資。開發型證券在不動產開發初期，為開發商在開發初期提供一種募集資金的重要管道，故開發型證券化近年在日本證券化市場上急速普及。

張老師：開發型是未來趨勢，雖然在計畫剛開始 2、3 年沒有收益，但其高報酬之特性依舊會吸引很多人。我們應增加對這一方面的 sense，並一方面促進環境的品質提升。

### (二) 開發型不動產證券化之示意圖

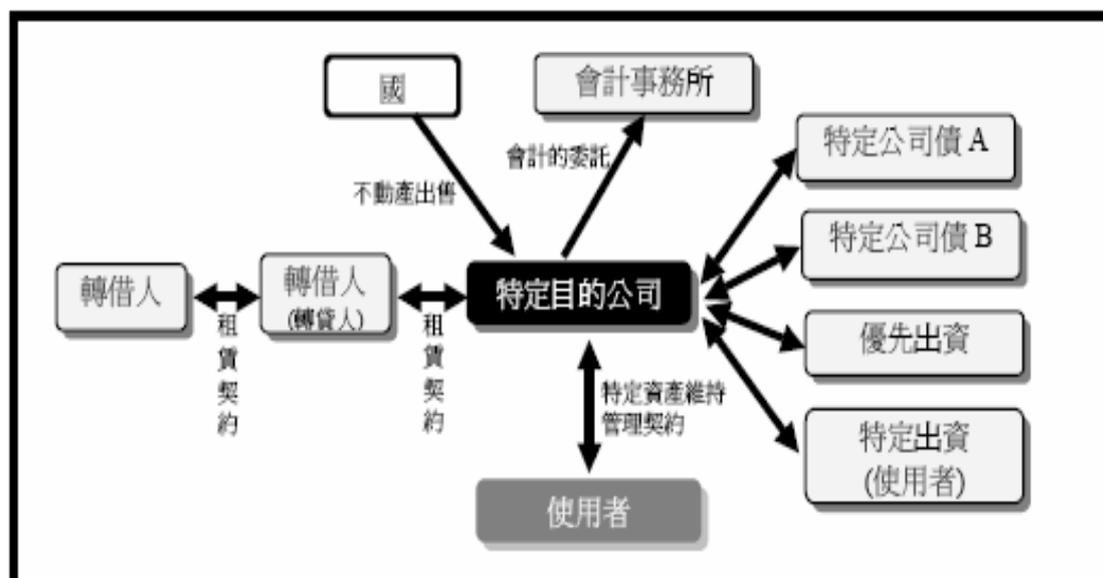


### (三) 實施案例

在日本運用「資產流動化法」而開發的案件中，物件型態遍及辦公室、商業設施、區分所有公寓等。此外，在該法中因為允許 non-recourse loan 的證券化型態，故使得開發型案件的貸款，在未來可以整批移轉至特定目的事業公司，減輕開發者的負擔，故該種案件在開發型的證券化商品中的數量也日益增加。

國有財產的證券化 2000 年 6 月，有條件之國有財產的證券化競標開始。此為根據 SPC 法規定，負有證券化義務條件之一般競標，即將土地、建物等多數

物件整批概括視為一競標物。此舉主要為考量國有財產在將土地、建物證券化時所需花費的成本。



#### (四) 小結

參考日本經驗，我們台灣應積極思考允許「特殊目的公司 (SPC)」方式進行不動產證券化，即使在美國不動產證券化發展經驗最悠久歷史的「不動產投資信託」(REIT)，基本上也是採取「特殊目的公司」(SPC) 方式進行不動產證券化，實在不宜將 SPC 不動產證券化主要方式予以阻隔，此點將非常不利於台灣不動產證券化的發展。

從日本資產流動化型的各種案例中，我們也可發現有都市更新不良資產 (NPL) 及國有財產等產品，顯現日本在不動產證券化案例中，相當積極且多樣，不只是私人部門不動產提供證券化，還包括金融部門、政府部門的積極參與，此點相當值得我們台灣參考。多樣性產品可提供投資大眾進行投資組合，有利於不動產證券化市場規模的擴大。

張老師：從以上介紹可以知道日本跟台灣的發展歷程相似，但是台灣未將最初的「類似證券化」予以法律保障，所以不應該一體適用，應該還有很大的討論空間。特別是美國的 SPC 制度是否應該引進台灣，其中的優缺點有待進一步的釐清。

### 九. 日本不動產證券化實施相關配套措施

日本實施不動產證券化的配套措施相當完備，包括相關業者的規範與管理，相關投資報告的提出與評鑑，相關稅制的優惠與限制，投資者的保護與相關資訊

的揭露等，台灣實施時間尚為短促，且欠缺較多的實際案例操作經驗，日本相關配套措施的具體作法，相當可做為我們實施不動產證券化的參考。

- (一) 不動產投資顧問業。
- (二) 不動產管理與資產管理。
- (三) 評估與分析方法。
- (四) 信用評等。
- (五) 專家意見報告（簡稱 D. D.）。
- (六) 破產隔離。
- (七) 資訊揭露。
- (八) 不動產證券化指標。

張老師：日本文化與我們相近，應該多加學習。雖然語法上有隔閡，但我們應對其發展多加思考。尤其是 J-REITs 跟開發型。另外日本在三大類型的證券化各有發展，也是我們未來可以思考的方向。

## 九. 日本不動產證券化實施對不動產市場之影響及未來展望

- (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不僅重視不動產增值，更重視不動產經營收益。
- (五) 不動產市場資訊更易揭露，機制更為健全。

昀叡：既然不動產證券之收益是固定的，為何在證券市場上仍會有漲跌？

張老師：不動產證券化之收益雖然一般都維持固定。但不動產在終其處分時會有一個預期的利益。因此會使得投資大眾有一個預期的心態，相對的需求就會上升，連帶的促使股價的上漲。雖然一般我們都希望不動產證券是由投資大眾長期的持有，而非拿來炒作。但是我們從日本的經驗來看，其漲幅似乎蠻大的。因此我們台灣未來是否會有相同情形發生，值得我們觀察。今天富邦一號雖然下跌。但其昨天的漲幅卻等於其一年的租金收益來看，不動產投資信託似乎仍具有相當潛力。

參考文獻：

- \* 張金鶚，2004，日本不動產證券化之實施經驗與其對不動產市場影響探討，國科會專題出國研究報告。
- \* 謝哲勝、陳亭蘭，2003，翰盧圖書出版有限公司，不動產證券化法律與制度運作。
- \* 台北市政府財政局，2003年11月19日，赴日本考察「日本政府辦理公有財產委託民間經營及參與民間開發之運作流程與實務經驗」。
- \* 內政部地政司，九十三年度台日技術合作計畫-研修「不動產證券化估價及基準地估價技術」出國報告
- \* 姜堯民，游千慧，2003年2月，”日本經驗對台灣發展不動產證券化市場的啟示”，住宅學報，Vol. 12, No. 1, 。
- \* 章倩儀、游千慧、姜堯民，2002年10月，”日本不動產證券化之發展”，立法院院聞，第三十卷，第十期。
- \* 姜堯民，“日本不動產證券化個案討論”，台灣不動產資訊中心電子報，第四期。

## 第二部份之報告：

### 第三章 Organizational Structure 組織結構

#### Is There Such a Thing As a Free Lunch?? 天下是否真有白吃的午餐？

報告人：楊依蓁

#### 前言

公開上市公司可以以不動產證券化(REIT)、有限合夥(master limited partnership MLP)、商業信託和公司等組織形式來持有及抵押不動產。而 REIT 最具有稅賦優惠，是否完全接使用 REIT?

管理彈性較少、稅賦優惠及公開上市為其優點乃是 REIT 組織形式的特性，故 REIT 之優劣權重與 REIT 種類乃本章重點探討

#### I. REIT 之成本

##### 一、基本事項

##### (一) 持有者之結構限制

法令規定不能少於 5 個投資者擁有超過 50% 的股份(5/50)，但近年來已有程度上的放鬆(第 2 章有所探討)。

##### (二) REIT 聚集收益與持有資產種類限制

必須有一定百分比是與不動產資產或抵押相關；在限定年間，來自短期持有不動產出售的收益程度(百分比)也有一定之限制。

##### (三) 公司經營結構限制

在早期法令規定公司不能經營自身的資產及僱用外部的顧問，近年來也逐漸放寬法令規定。

##### (四) 財務政策限制

需將課稅所得 90% 回饋與持股人，此為最公司最大的財務政策限制。

國會建立 REIT 之美意乃是希望以 REIT 的稅賦優惠讓小額投資者可以進入不動產市場進行相關不動產投資，然而由於 REIT 本身特性的限制反而讓投資成本上升，國會建立 REIT 的美意反而衍生了限制問題。

## 二、使用債券降低利潤

使用債券乃是利用債券取得不動產，而減少自由現今的使用，這是使用債券的優點；而另一項優點乃是稅賦優惠，以公司層級而言，使用債券可以完全減免稅賦，綜合以上兩點，由於減少現金使用與稅的減免產生的差額利潤，降低了代理成本：

### (一)REIT 不適用於債券之稅賦優惠

然而，若是以 REIT 結構去使用債券形式發行，不僅與其特性也所抵觸，且債券的稅賦優惠並不適用於 REIT 本身，固以 REIT 結構去使用債券形式發行並無法降低 REIT 的成本。

### (二)REIT 稅後成本高於債券公司

REIT 必須與其他資本債券公司相互競爭，然而 REIT 稅後成本高於債券公司；若是公司降低自由現金流量的使用，持股者花費成本監督的需要也會隨之降低，然而管理者的薪資給付是視投資與公司規模大小而定，因此管理者為了自身利益會進行無獲利的投資。然而，由於債券支付的股利有限，無法降低持股者的監督需要，因此管理者無法進行不當投資。

當然也有人替 REIT 辯護，認為減少自由現金流量使用必非 REIT 所著重的因素，然而據實証的稅賦報告發現，REIT 支付課稅所得後仍有一筆可觀的現金，故減少自由現金的使用對於 REIT 仍然是重點之一。

## 三、降低成長潛能

由於不動產市場，對於資本集中的需求十分重視，但是 REIT 的相關特性與規定卻對影響資本集中的程度，進而影響到公司的成長潛能：

### (一)股利分配規定導致內部剩餘資本較少

由於法令規定對於 REIT 有股利分配的限制，導致內部資本降低，但由於不動產市場對於資本集中的需要，公司內部資本無法提升的情況之下，必須由外部進行資本擴張，可藉由發行新股或債券兩種形式進行籌措資金。然而，若是發行新股，REIT 本身發行的抵押債券必會使發行新股的股價下降；另發行債券，債券的股利扣除額並不是用於 REIT，反而對 REIT 有不利的影響，故兩者都不適行。

### (二)自我清償限期(finite-life REIT)REIT 之產品特性

由於股票市場的股票是強調公司未來的成長潛能與未來價值，故對於公司成長潛能十分重視，其成長潛能是影響股價的重要因素；然而附有自我清償限期 REIT，因附有買回期限，故將焦點放置於買回期限的期間內，相對於股票公司將焦點放置於未來無限時間，將對地對於公司成長潛能要求降低。

## 四、持股者與管理者之利益衝突

由於 REIT 早期的法令規定，使得 REIT 管理者與持股者之訴求重點不一，進而產生明顯的利益衝突：同上述，在公司無法管理自身的資產時，對於管理非自身的資產所收取的費用是取決於投資與公司的規模大小時，管理者為了自身利益必會擴大投資規模，進行可能無獲利的資產投資；然而，在 1986 年法令規定放寬，REIT 可進行自身詢商(self-advised)與自身管理(self-managed)，意即可管理自身的資產，解決管理者與持股者的利益衝突，而直到 1991 年，IPO(initial public offering)出現廣泛改善問題。雖然，IPO 在市場上有波動的情況發生，由近年的數據顯示，管理外部資產與管理自身資產的雙重對立結構公司卻十分盛行。

## 五、市場時機問題

不動產市場投資普遍依賴市場景氣循環，然而由於不動產本身的特性限制，導致不動產脫手不易，而法令對於 REIT 的資產處理又有相關限制——特別是短期持有不動產資產的議題上；固 REIT 缺乏不動產拋售行為的自由。所以，若想由蕭條市場轉至熱絡市場，若是想跳脫不景氣市場，會發生市場轉換的困難。

## 六、轉換成本

在取得不動產時，不論是以合夥型態轉至公司或者是 REIT 型態轉至公司，都會產生稅賦問題。因為在不動產交易過程中，對於資產價值與市場價值都是可課稅的。因此在合夥轉至 REIT 過程中，有了 UPREIT 的產生。

## II. REIT 組織型態之淨效應

### 一、稅賦優惠與浮動成本之交換

#### (一) 正面因素

由於 REIT 本身具有稅賦優惠，因此約有 4% 的企業市場資本的利潤產生；非使用 REIT 型態的公司沒有稅賦優惠因此必須採取避稅的種種措施，相較於其他型態的 REIT 本身的稅賦優惠衍生而不需要其他避稅措施，又節省了 1-4% 的企業市場資本的利潤，兩者相加總合節省了 5-8% 的企業市場資本的利潤。

#### (二) 負面因素

由於 REIT 必須支付大部分的課稅所得，但為了財務成本必會提高其資本額，而提高資本額的相關財務成本計約有 2.5% 企業市場資本的利潤。

故綜合以上兩者，以 REIT 組織型態約有 2.5-5.5% 的淨利益。

#### (三) 爭議：視需要改變結構

由於各組織型態的參與者不同，REIT 的參與投資者結構是以免稅或者是低稅賦負擔的參與者，而已公司型態的參與投資者都是高稅賦負擔者為主。

且 REIT 的分得股利利率又高於公司型態，因此投資者稅率與分得股利利率乃負相關的情況。若任意的改變組織型態，其負面因素會大於正面因素，會產生了持股者的結構混亂。

然而此部份只注重在稅賦節省與股利支付限制上，資產限制與所有權並無著墨；下一章討論 REIT 結構成本與利益

## 二、組織結構之改變

### (一)當 REIT 轉變為公司(corporation)型態

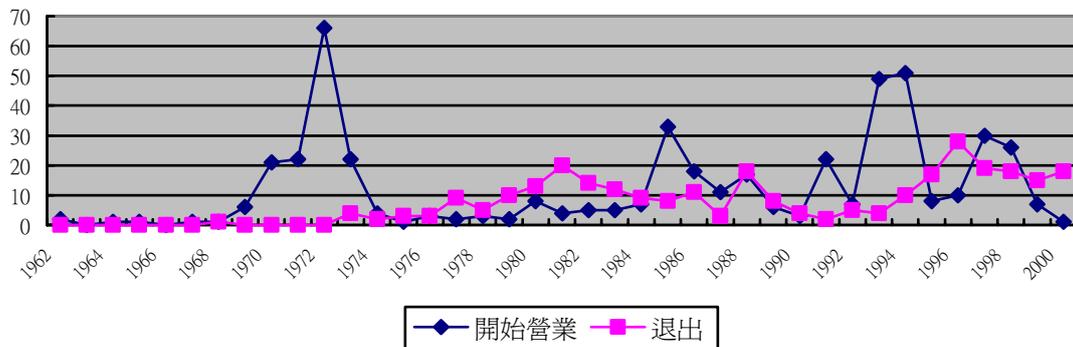
支付股利分配下降，相關不動產資產限制上升，為了財務流通性政策與扣押期限內取得資產，賣出部份原有舊資產買進新資產改變資產內容。

### (二)公司型態轉變為 REIT 型態：

自由現金流入，因 REIT 之法令規定—股利分配上升，並且減少調整資產動作。

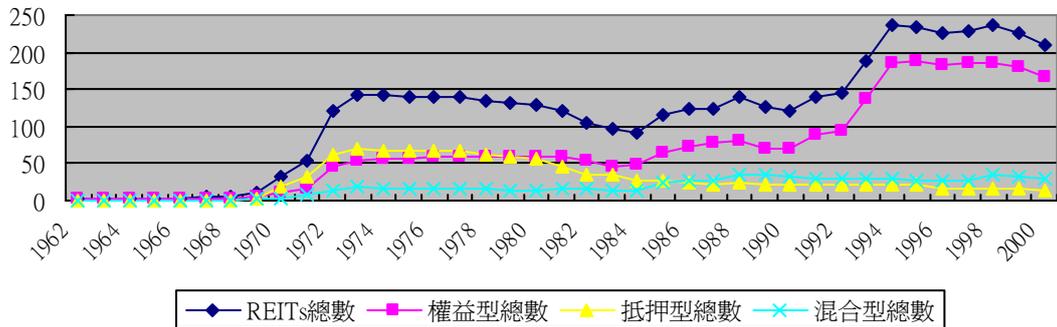
故由組織結構改變可看出兩者訴求的差異：由 REIT 轉變為公司型態，是由於股利分配政策與資產重組的需求，而由公司型態轉變為 REIT 型態乃是著重於稅賦優惠。而學者普遍持樂觀的看法，因為在一般正常市場中，營運健康的公司要多於營運不佳的扣押公司，故以 REIT 為組織結構的淨效應為正。

## 三、是否使用 REIT 結構之優勢



### (一)REITs 之股票市場變化

在 1970-1973、1985-1988、1993-1998 此三個期間內有明顯有 REITs 家數進入股票市場，而在 1979-1983、1997-2000 兩個期間內有明顯的 REITs 家數退出股票市場。總體可知不動產證券化商品由股票市場獲得支持。



## (二) 持有資產種類

而由圖表得知權 REITs 以權益型與抵押型的 REITs 數量較多，佔 REITs 的大部分。故綜合以上兩圖表，應以大體市場環境而非抵押或不動產市場視 REITs 變化，但也有例外：1993-2000 年，許多擁有企業總部、土地等可觀的資產公司以因應政策將結構轉為 REITs。

	權益型 Equity REITs	抵押型 Mortgage REITs	混合型 Hybrid REITs	所有 REITs
平均天數	2,854	3,696	2,701	3,081
最多天數	10,426	9,773	10,040	10,426
最少天數	343	201	265	201
觀察數量	150	89	54	293

## (三) 公開上市交易 REITs 股票生命

公開上市交易的 REITs 平均生命並不長，在上圖所示的 1962-2000 進出市場的 293 家數，平均壽命只有 8 年，也就是 3,081 天(對特定目的，天數比年數要顯的特別與重要)。退出的 REITs 最高壽命是 10,426 天，對短為 201 天。而權益型、抵押型、混合型在市場上交易的平均壽命為 2,854、3,696、2,071 天。由此推論，公司獲得 REITs 結構所帶來的優勢必須是情況允許下——也就是打鐵趁熱的熱絡市場。

## III. MLP 與公司結構之比較

除了 REIT 組織結構外，合夥結構也享有相似的稅賦優惠。而 MLP(有限合夥)是以交換股票為交易的有限合夥型態；雖然難以去分辨公司與有限合夥，Wnag & Eeickson(1997)指出在 CRSP 與 COMUSTAT 種類中有以”合夥”字眼的公司共有 178 家。再深入追蹤上述的 178 家，在 1981-1991 期間，有 144 家是 MLP，

且 其中有 60 家是不動產相關—其中 19 家是與抵押債券結構(相近於抵押型 REITs)、41 家投資不動產(相似於權益型 REITs)。

雖然 MLP 近似於 REIT 的稅賦優惠，但卻面臨到行政成本與代理的問題。為達到稅賦目的，合夥必須要將會計帳目處理完善；另外有限合夥對於合夥的商業營運決定權只有少數的控制。而另一的重大的問題是如果合夥是以子母公司型態，當母公司是 MLP 的一般合夥型態，就會有嚴重的潛在利益衝突問題。

不同於傳統的 REIT，合夥像是其它企業工司一樣屬於營運公司；然而，由於代理問題與沉重的行政成本，由實證結果指出，有限合夥並非一個優良持有不動產的組織結構。

實證結果也顯示出不動產的有限合夥組織結構只有在投資在高稅群組中才有利益，且普票市場上交易的有限合夥績效要低於其他普通股票。而這些績效正顯現出在 1987 年稅法通行後對於有限合夥稅賦的限制上。

既然 MLP 在股票市場表現並不優良且組織結構式設計乃是針對高稅負擔族群，衍生出一個基本的問題—位什麼不動產合夥組織結構不從 MLP 改變為公司或者是 REIT？第一，因為很難去界定以公司型態去持有不動產者。第二，難以比較 MLP 與不動產公司型態之股票偏好，因為以不動產代理人角度，兩者皆有點。而 MLP 會轉換為 REIT 的原因是因為有 UPREIT 與 DOWNREIT 之出現

#### IV. 新結構：UPREIT 與 DOWNREIT

##### 一、合夥轉變為 REIT

所受到的影響乃是在於不動產交易型態與衍生的稅賦問題，由於有實際的不動產交易就會有可課稅的客體產生，為了避免有可課稅的客體產生，不動產賣方將不動產單位(股票)給 REITs，由於沒有實體的不動產交易，就不會有可課稅的客體產生也就是 UPREITs 的產生。

##### 二、UPREITs

是以共有人(合夥)與服務原有共有人(合夥人)，而其所有權形式是 REITs 持股人與不動產合夥合夥(單位)持有者的雙重身份。

##### 三、合夥單位與 REITs 股票比較

UPREITs 相較於 REITs 是有限合夥單位完整之權力也無法享受相同之保護，期稅賦與股利分額也無法享受到相同優惠。因此對於此特性也產生了 REITs 持股者與合夥(單位)持有者利益分配的重要議題。

#### 四、UPREIT 之優勢

由實證發現，使用 UPREIT 形式，對於在購入不動產時賣家有稅賦優勢，由於非實體不動產交易，故無可課稅的實際客體產生。且由於可用現金或合夥單位購入不動產(兩者可合併為)也大規模的降低了為取得不動產的資金需要。

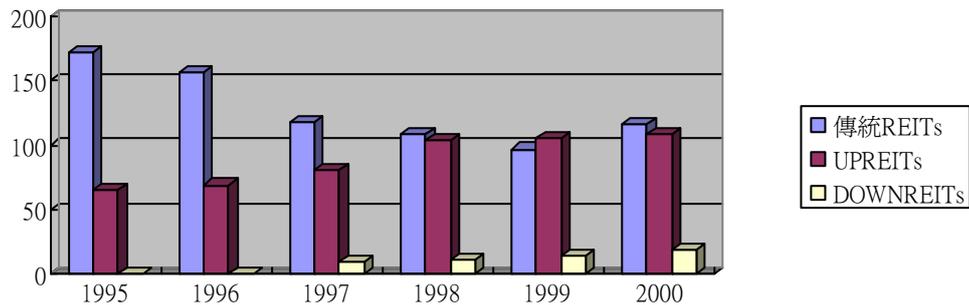
#### 五、DOWNREIT 之優勢

包括合夥、公司型態等數種合夥型態，可互相混同；由於合夥型態的靈活特性，相對的在取得不動產的流通性會大於其他單一結構型態的組織。

#### 六、DOWNREIT 之劣勢

然而組織型態的混同時，須保持稅賦紀錄的完整性，對於維持稅賦紀錄的成本上升，且組織型態的混同會參雜了各家的風險產生了複合風險。然而，最主要衝突是面臨到價值最大化與合夥人稅賦的選擇，也就是天下並沒有白吃的午餐

#### 七、UPRIET 與 DOWNREIT 之淨效應



##### (一)轉換過程之衝突

圖表可看出 UPREITs 在此五年中有明顯成長。

##### (二)稅賦優惠是否大於代理成本(1997 稅賦報告)

實證發現將不動產賣予 UPREITs，賣家不僅在交易完成後才繳交稅賦，而在之前可不用繳交因遲繳稅金而產生的罰鍰，而 UPREITs 取的不動產價格低於 REITs，此其中的差額會反應在持有價格(share price)，而實證發現 UPREITs 的持有價格平均下降 14.6%。由圖表看出，1997 年後，UPREITs

數量近似於 REITs

##### (三)UPREIT 附加 REIT 之價值

兩者結合由於稅賦優惠的規定可大幅度的降低取得不動產成本，由於轉變為 UPREITs 並不需要放棄原有的 REITs 組織型態，故從市場上而看，兩者共存的公司仍蓬勃發展。

## V. 我們學到什麼？

### 一、不適用於 REIT 之組織結構者

#### (一)以高度成長為策略之公司

以此政策下的 REIT 的股利分配會提高成為 REIT 的成本。

#### (二)不動產取得需流通性之公司

REIT 可投資的資產限制在不動產取得須流通性的公司會顯的更加嚴

#### (三)投資特別資產或在動態市場操作的公司

法令規定禁止 REIT 短期買進或賣出持有資產

#### (四)使用高層級之債券

由於 REIT 不用支付複合稅，故在此環境下使用債券的優勢並不適用於 REIT。

#### (五)以機構投資者為基本委託者

機構投資者並不用支付複合稅，在此情況下就減少投資者的稅賦優惠優勢。

## VI. REIT 是否會繼續存在？

由於 REIT 的設計是提供小額投資者進入進入市場投資相關的不動產，對於特定投資者、機構投資者也是一種持有或抵押不動產資產的投資機制，對於以上三者都有重要的影響，故 REIT 是否會繼續存在是重大的課題。

因此引用道瓊斯連線新聞(Morrissey 2000)的描述，兩年後 REITs 股價動亂，但世紀前五大成功 REITs 仍不會後悔採用此制度，並期待 REIT 的運作更有效率；而 Vornado Realty Trust 董事長卻持相反意見，相信不動產運作型態仍以公司組織結構為最佳型態。

故我們相信 REIT 在未來仍會繼續存在著，而其優點為代理程本最小化和降低不動產相關限制未來方向將會著重在擴大稅賦優惠和降低代理成本。

### \*個人心得\*

此章由於是探討組織結構，在持有與處理不動產相關權利的各種型態中，大多是以型態的稅賦優惠為主要探討。對於各結構的風險多著重在流通性及市場轉換上，對於報酬和績效也較少談及，較為不足之處。且在談論到淨效應時，對於 REITs 各家比較適在稅賦與成本之間的差額，那麼，是否就代表著各家在持有與處理不動產的效益是相同的？！這也是我較為好奇的地方。

另外，不同結構的投資者應該會有大約的模式去區別各投資者群組，對於不同結構組織的投資者風險偏好及投資態度會感到好奇；而文章提到的投資者本

身的稅率負擔與所分配股利利率呈相反關係，對於此感覺十分有趣。以一般情況而言，稅賦負擔通常是與所的呈現正向關係，由於 REIT 高分配股利吸引的投資者往往是低稅或免稅負擔者，那麼可能也間接的證實了實際情況大致上與國會當初建立 REIT 之原意—吸引小額投資者進場投資相關不動產相符。

就如上述，REIT 結構在一般情況下是呈現正面淨效應，但轉變結構與否仍須看該公司的政策與財務情況，還有投資偏好，各家權重相異，並非一味的轉而 REIT 結構才是最適，仍須視該公司的”體質”而定。

#### \*討論實錄\*

張老師：是否選擇 REIT 乃是要看各家權重如何，而在一般情況下，成為 REIT 的正面淨效應 5-8%減負面淨效應 2.5%可得到 2.5%-5.5%的淨利益。

林老師：什麼 free cash flow？

張老師：cash flow 指的是現金流量，那麼 free cash flow 指的應該是可以自由運用的現金流量。

林老師：在 52 頁裡的 institutional investors 指的應該是機構投資者，而非中文大綱裡的單一投資目的投資者。

張老師：在 46-47 頁裡關於 REIT 存活期間報告中並沒有提到，在書面報告裡應該補足；另外，圖一由於 REIT 總數與進入、退出數量相差較大，無法看出進入與退出的比較，應考慮雙軸或者是例外放置市場總數。而談到不動產不易處理與市場轉換問題時，應要在適當時間內處理掉才會有利得，要不然只剩下單純的租金收入。而建築開發公司與 REIT 合併，享受稅賦優惠(operating partnership)也就是我們談的 UPREIT，已在經營不動產公司與 REIT 結合—DOWNREIT。從圖二可看出 UPREITs 快速成長，而 DOWNREITs 的成長卻有限，那是否代表 UPREITs 比較受歡迎？！這是你們回去要思考的。

張老師：另外要牽涉到的就是道德風險問題，要多看相關文獻—探究 UPREIT 和 DOWNREIT。