

## 不動產證券化專題研討第五次上課紀錄

時間：民國九十四年三月十八日

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

紀錄：曾瀝儀、陳香妃、田揚名

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

### 第一部分 台灣不動產證券化相關法規探討

報告大綱：

壹、美日不動產證券化法制之介紹

一、資產流動化型

- (一) 特定目的公司
- (二) 特定目的信託

二、資產運用型

- (一) 公司型
- (二) 信託型

貳、台灣地區不動產證券化之立法演進

一、都市更新條例

- (一) 相關制度無法配合運作
- (二) 未明確規定都市更新投資信託公司可否經營不動產
- (三) 都市更新案並不多
- (四) 設立都市更新投資信託公司標準太高

二、不動產證券化條例之立法過程

- (一) 簡介
- (二) 立法重點

參、不動產證券化條例內容介紹

一、總則及一般規範

- (一) 主管機關
- (二) 證券化
- (三) 不動產投資信託
- (四) 不動產資產信託
- (五) 受託機構
- (六) 受益證券之性質

二、其他重點規範

- (一) 不動產估價
- (二) 信用評等與信用加強
- (三) 投資人保護機制

(四) 稅捐及相關事項

(五) 有關私募之規定

肆、不動產證券化相關法規介紹

伍、草案修正要點

陸、參考書目

## 壹、美日不動產證券化法制之介紹

不動產證券化從最基本之架構區分，是引用日本法律之用語，可區分為「資產運用型」及「資產流動化型」兩種，所謂「資產流動化型」，則是藉由特定資產之移轉，透過特定機構，將資產小額化、證券化，而出售予投資人之方法；而所謂「資產運用型」，是指匯集多數投資人之資金，由專門之運用業者，將投資運用各種資產所得之收益分配予投資人之結構。

### 一、資產流動化型

由於我國不動產證券化條例在「不動產資產信託」的規定上主要是參照日本「資產流動化型」而來，此處先說明日本不動產證券化之法律。而在日本不動產證券化之資產流動化型，主要為「資產流動化法」，規劃不動產證券化特定目的公司型及特定目的信託型之型態，分述如下：

#### (一) 特定目的公司：

特定目的公司是指創始機構（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。

#### (二) 特定目的信託：

特定目的信託是以資產流動化為根據設定的信託，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。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（原資產保有者）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信託的公司作法相異之點為可以自行管理處分資產。其流程可分為下列四個階段：特定目的信託的申請，特定目的的信託契約，可發行的證券，資產信託流動化計畫。

### 二、資產運用型

所謂資產運用型與上述資產流動化型之不同，乃在其一開始是匯集投資人之資金，而用來投資不動產，在資產運用型上亦分為契約型及公司型，此方面可以美國不動產投資信託為代表。

#### (一) 公司型：

此係以投資為目的而成立之公司，組織型態與一般股份有限公司並無差

別，投資人持有為公司股票，由信託公司或銀行保管資金及證券，並將對於投資信託之利得以股息方式配與投資人。

(二) 信託型：

由委託人與受託人締結以不動產投資為標的之信託契約，並將其受益權加以分割，使投資人取得表彰該權利之受益憑證。

## 貳、台灣地區不動產證券化之立法演進

### 一、都市更新條例

民國八十七年十一月十一日，政府公佈「都市更新條例」，其中五十條明定：「證券管理機關得視都市更新事業計畫財源籌措之需要，核准設立都市更新投資信託公司，發行都市更新投資信託受益憑證，募集都市更新投資信託基金」，為我國第一次有法規規定類似於不動產證券化之法條，但其實行成效卻不是很好，就其原因可歸納出下列幾點<sup>1</sup>：

(一) 相關制度無法配合運作

由於當時尚未建立不動產估價師及信託課稅相關稅法制度，前者使都市更新資產評價難以執行；後者則因為未免除因信託關係而移轉財產之稅捐，使得該制度難以運作。

(二) 未明確規定都市更新投資信託公司可否經營不動產

此種情況使得不動產經營業者參與之誘因降低。

(三) 都市更新案並不多

當時可投資之都市更新案並不多，導致開發利潤不高，加上都市更新係屬長期性之投資，短期回收不易，因而難以募集小額投資者之資金。

(四) 設立都市更新投資信託公司標準太高

依據都市更新投資信託公司設置監督及管理辦法第五條第一款中規定：「該公司需具管理及經營以公開募集方式集資投資於不動產之共同基金，單位信託或投資信託業務經驗，且該基金最近一會計年度季平均市值不得少於新台幣 500 億元之基金管理機構。」因為這樣過高的標準，降低了設立都市更新投資信託公司的機率。

基於上述之理由，使得都市更新運用證券化募集資金的方式在台灣的案例並不多，實行成效也不算是很好。

---

<sup>1</sup> 黃勃勳，不動產證券化條例肢解悉與面臨問題之探討，第七十三頁。

## 二、不動產證券化條例之立法過程

### (一) 簡介

有鑒於民國八〇年代中期之後房地產持續不景氣，不僅對不動產業者產生影響，也連帶影響到其他產業，因此政府為挽救這樣的局勢，提出數項措施，而其中以不動產證券化最受重視，並列為九十年經發會之決議，以後在同年十二月十三日行政院財經小組第三十七次會議決議請經建會召集相關部會研擬不動產證券化之法制工作，在參考上述美、日制度與我國「共同信託基金運用及管理辦法」及「金融資產證券化條例」部分規定，先行引入信託架構之「不動產投資信託」及「不動產資產信託」，研擬完成該條例。民國九十一年四月十七日行政院第二八七二七次院會決議通過該條例，同年四月二十二日送立法院審議，於九十二年七月九日立法通過，同年七月二十三日公佈實施。

### (二) 立法重點

#### 1、確立不動產證券化係以信託制度為架構：

為使得「特定目的信託」(SPT)成為我國不動產證券化制度實施之導管體以及媒介，因此在訂定法規上為強化信託法中規範不足之部分，而明列下列數條的規範：

- (1) 不動產證券化信託及不動產資產信託受益權之有價證券 (§5、§38)。
- (2) 委託人之權利義務，應移轉由受益證券之受讓人承受 (§40)。信託受益人及委託人之權利行使，原則上應由受益人會議決議或信託監察人為之，並明定受益人會議及信託監察人行使權利之機制 (§47、§48)。
- (3) 受益證券資訊揭露及受益人之保護制度 (§9、§12、§15、§18、§22、§23、§25、§26、§29、§30、§32、§34、§35、§43、§44 共十五條)

#### 2、釐清並解決其他相關法規及課稅問題：

本條例中針對土地法關於租金限額、民法關於租賃期限之限制 (§24)、受益證券之有價證券性質 (§39)、受益證券之稅賦等事項 (§49)，予以排除或是加以明確規範。

#### 3、確立管理架構：

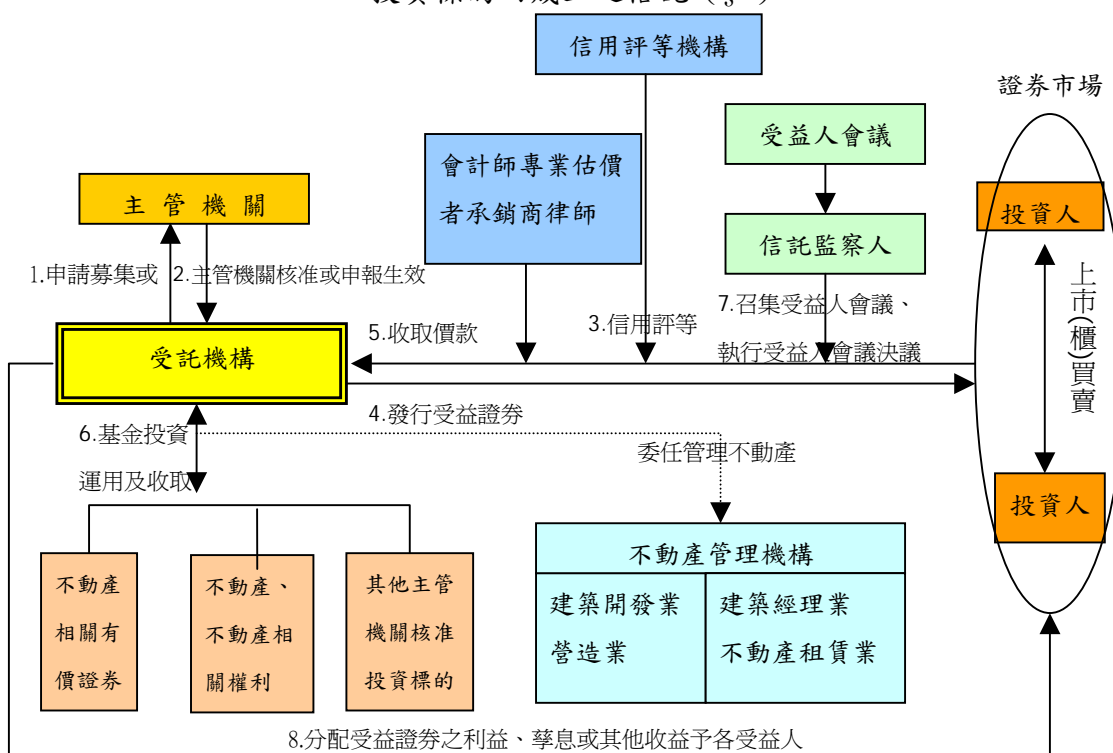
在制定過程中，這也曾是一個爭議的重點，因本法案牽涉不動產、信託、證券等議題，牽涉了內政部與財政部，財政部認為法案重點在於不動產開發，應由內政部主管；內政部認為重點在信託及證券，而應由財政部主管，最後則是在經建會委託理律法律事務所草擬法案並多次會議會才決定由財政部為主管機關，除確立主管機關及其掌管之職責，並賦與其針對違反本條例規定者，處以刑罰或行政罰之規定 (§6、§15、§22、§29、§54、§65)。

## 參、不動產證券化條例內容介紹

從不動產證券條例自民國九十二年七月二十三日通過以來，已實施兩年多，就其法規內容而言，內容上共分為八章，包括總則、不動產投資信託、不動產資產信託、受益證券之發行交付及轉讓與受益人會議及信託監察人、稅捐、行政監督、罰則、附則等八章，以下將分別將法規重點內容分別整理如下：

### 一、總則及一般規範

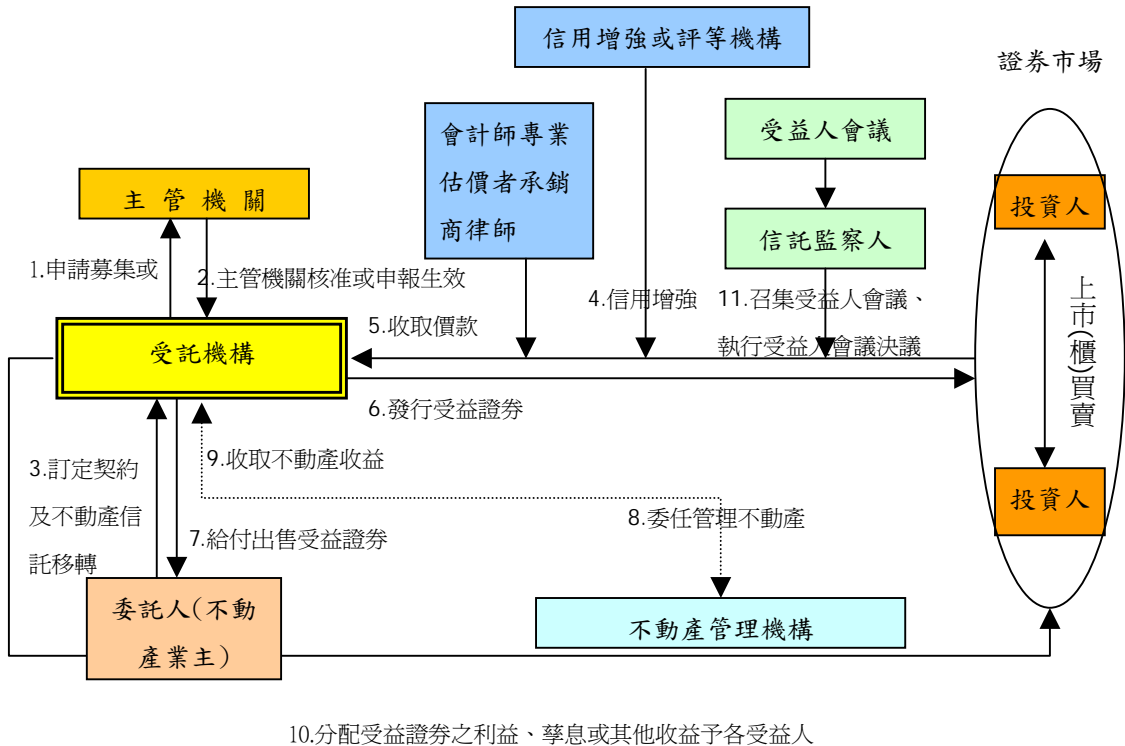
- (一) 主管機關：為財政部。本條例規定事項，涉及目的事業主管機關職掌者，由主管機關會同目的事業主管機關辦理（§3）
- (二) 證券化：受託機構依本條例之規定成立「不動產投資信託」或「不動產資產信託」，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為。（§4）
- (三) 不動產投資信託：依本條例之規定，向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的而成立之信託（§4）。



圖一 不動產投資信託

老師：信用評等在這個流程中應該是屬於較前面的步驟，到金管會 check 一下。  
 （信用評等原本在圖中是第 7 步驟，現在更正為第 3 個步驟。）

(四) 不動產資產信託：依本條例之規定，委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託 (§4)。



圖二 不動產資產信託

(五) 受託機構：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。(§4 II)。可知受託機構係限於信託業，確定我國不動產證券化以 SPT 為導管體。

(六) 受益證券之性質：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 (§5)。

本法所稱有價證券，謂政府債券、公司股票、公司債券及經財政部核定之其他有價證券。(證交§6 I)

## 二、其他重點規範

### (一) 不動產估價

#### 1、出具估價報告書

透過不動產估價師所出具之估價報告書來確保不動產價值之正確性，避免受益人權益受到損害。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT	第 22 條第一項	受託機構運用不動產投資信託基金進行達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易前，應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書。
REIT	第 34 條	受託機構依 29 條規定向主管機關申請核准或申報生效前，應先洽請專業估價者就不動產資產信託之信託財產，依不動產估價師法之規定出具估價報告書。

#### 2、估價報告書的製作時間

在不動產投資信託的運作過程中，不動產估價師出具之估價報告書上所評估的價格日期（表示不動產價格之基準日期），必須是在契約成立前六個月內，使估價報告書能反映交易當時的市價，即確保不動產價格之正確性。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REIT	第 22 條第二項 第二款	交易契約成立日前估價者，其價格日期與契約成立日期不得逾六個月。

#### 3、不動產估價金額爭議之處理

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REIT	第 22 條第三項 第一款	<u>同一宗交易金額達新台幣三億元以上者，應由二位以上之專業估價者進行估價。若專業估價者間在同一期日價格之估計達百分之二十以上之差異，受託機構應依不動產估價師法第 41 條規定辦理。</u> (土地所有權人或利害關係人得請求土地所在地之直轄市或縣市不動產估價師公會協調相關之不動產估價師決定其估定價格；必要時，得指定其他不動產估價師重估估價後再行協調。)

#### 4、估價人員的獨立性

不動產估價師必須和不動產投資信託中的當事人沒有利害關係。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REAT	第 22 條第三項 第三款	專業估價者及其估價人員應與交易當事人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。

詩薇：有關利害關係人的部分，信託業法有相關規定可參考。

#### 5、不實估價報告之處罰

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REAT	第 59 條第六款	專業估價者依本條例規定所為之估價報告書有虛偽不實或隱匿之情事，致生損害於公眾、他人或信託財產者，其行為負責人處六個月以上五年以下有期徒刑，得併科新台幣三百萬元以下罰金。

### (二) 信用評等與信用加強

#### 1、信用評等

由於一般投資大眾並不具有全面評估證券發行人信用程度的專業能力，因此無法確定能否收回投資基金及準時取得利息，因此，信用評等可以幫助投資人瞭解投資對象的潛在信用風險，使其更容易進行投資決策。

此外，發行機構在發行證券時，若能取得信評機構所授予之評等等級，則該證券在投資人心中自然較具優勢。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT	第 4 條第二項	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，並應經主管機關許可之信用評等機構評等達一定等級以上。

#### 2、信用加強

為加強投資人對受益證券之信心，不動產證券化條例對於增強信用亦有相關之規定。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REAT	第 43 條	受託機構依本條例規定發行或支付之受益証券，得依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之規定， <u>由國內外金融機構或法人以保證、承諾、更換部分資產或其他方式，增強其信用。</u>
REIT REAT	第 44 條	受託機構依本條例規定發行或支付之受益証券，有經信用評等機構評定其等級或增強其信用者，應於公開說明書、投資說明



		書或主管機關規定之其他文件，說明其信用評等之結果及信用增強之方式，不得有虛偽不實或隱匿之情事。
--	--	---

### (三) 投資人保護機制

#### 1、行政監督

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REIT	第 54 條第一項	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 <u>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向，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。</u>
REIT REIT	第 54 條第二項	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。
REIT REIT	第 55 條第一項	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。
REIT REIT	第 56 條第一項	不動產管理機構有下列情事之一，經受託機構通知限期改善而未於指定期限內改善者，受託機構於報經主管機關洽商中央目的事業主管機關同意後，得 <u>終止委任契約，並得移轉其受任事項予其他不動產管理機構</u> ，不受原委任契約之限制： 一、違反委任契約之約定事項。 二、業務或財務有嚴重缺失時。

#### 2、資訊透明化

為了便於募集資金，發行不動產証券必須對投資人提供一切判斷投資標的價值、決定投資行為以及投資風險等相關交易資訊。交易資訊的公開，不但能保護投資大眾，亦有助於活絡不動產市場。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REIT	第 15 條第一項	受託機構依不動產投資信託計畫募集受益證券時，受託機構應依證券交易法規定之方式，向應募人或購買人提供 <u>公開說明書</u> ……
REIT REIT	第 15 條第二項	受託機構私募受益證券時，受託機構應主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供 <u>投資說明書</u> 。

REIT REIT	第 19 條第三項	<p>受託機構依第一項規定借入款項，應於借款契約生效日起二日內，於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。</p> <p>（這裡的借入款項是指：受託機構依不動產投資信託契約之約定，以信託財產借入款項，而該借入款項之目的，以不動產營運，或以配發利益、孳息或其他收益所必需者為限。）</p>
REIT REIT	第 22 條第四項	<p>第一項之交易行為，應於契約生效日起二日內，於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。</p> <p>（上述之交易行為是指：出具估價報告書。）</p>
REIT REIT	第 26 條第一項	<p>受託機構依信託業法第 21 條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後，於本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。</p>
REIT REIT	第 26 條第六項	<p>受託機構應於每一營業日計算，並於本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告前一日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，得依不動產投資信託契約之規定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。</p>
REIT REIT	第 55 條第二項	<p>依前項受讓之受託機構，應於業務及信託財產移轉起二日內，於其本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。</p>
REIT REIT	第 56 條第四項	<p>受託機構於發生第一項情事（a.違反委任契約之約定事項 b.業務或財務有嚴重缺失）時，應於委任契約終止日起二日內，於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。</p>
REIT REIT	第 57 條第一項	<p>受託機構依本條例辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務有下列情事之一者，準用信託業法第 41 條之規定：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>一、依本條例之規定召集受益人會議。</li> <li>二、未依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫分配信託利益。</li> <li>三、其他足以影響受益人權益之重大情事。</li> </ol> <p>（亦即，當受託機構發生上述三種情事時，應於事實發生之翌日起二個營業日內，向主管機關申報，並應於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。）</p>

### 3、其他保護機制

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REAT	第 9 條第二項 第 32 條第二項	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請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或不動產資產信託計畫。但其變更對受益人之權益無重大影響，經主管機關核准或向主管機關申報生效後，即得變更之。
REIT	第 12 條第二項	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，就受益人權保障之程度，不得低於主管機關所指定之不動產投資信託訂型化契約範本。
REIT	第 18 條	不動產投資信託基金閒置資金之運用，應以下列各款方式為限： 一、銀行存款 二、購買政府債券或金融債券 三、購買國庫或銀行可轉讓定期存單 四、購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或依定等級以上信用評等之商業票據 五、購買經主管機關核准之其他金品
REAT	第 35 條	不動產資產信託之委託人為受託機構之利害關係人時，受託機構不得就該不動產資產信託依本條例規定發行受益證券。但委託人有數人，且有利害關係之委託人就信託財產所占持分及持有擔保物權持分之合計比率未達百分之二十時，不在此限。
REIT REAT	第 47 條	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 20 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信託說明書中載明者，從其所定。
REIT REAT	第 48 條第一項	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…… (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)

#### (四) 稅捐及相關事項

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REAT	第 49 條	免徵證交稅：本條例規定發行或交付之受益證券，其買賣或經受託機構依信託契約之約定收回者，免徵證券交易稅
REIT REAT	第 50 條第二項	利息所得分離課稅：依前項規定分配之信託利益，為受益人之所得，按利息所得課稅，不計入受託機構之營利事業所得額。
REIT	第 50 條第三項	第一項利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規

REIT REIT	第 51 條前段	定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。 地價稅以受託機構為納稅義務人：不動產投資信託或不動產資產信託以土地為信託財產，並以其為標的募集或私募受益證券者，該土地之地價稅，於信託關係存續中，以受託機構為納稅義務人。
REIT	第 52 條	土地增值稅之課徵：依不動產資產信託契約約定，信託土地於信託終止後毋須返還委託人者，於信託行為成立移轉土地所有權時，以委託人為納稅義務人，課徵土地增值稅，不適用土地稅法第二十八條之三規定。 土地為信託財產者，於左列各款信託關係人間移轉所有權，不課徵土地增值稅： 一 因信託行為成立，委託人與受託人間。 二 信託關係存續中受託人變更時，原受託人與新受託人間。 三 信託契約明定信託財產之受益人為委託人者，信託關係消滅時，受託人與受益人間。 四 因遺囑成立之信託，於信託關係消滅時，受託人與受益人間。 五 因信託行為不成立、無效、解除或撤銷，委託人與受託人間。(土稅§28 之 3)
REIT REIT	第 53 條	建物折舊費：依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫投資之建築物，得依固定資產耐用年數表規定之耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。但經選定延長年限提列折舊者，嗣後年度即不得變更。

(五) 有關私募之規定

證券交易法在 91 年 2 月 6 日修正公布時，增訂了公開發行股票之公司私募有價證券之規定，而不動產證券化條例私募之規定，即是參造證券交易法私募有價證券之規定，並針對不動產證券化及受益證券之特性來加以調整。

適用對象	條 號	法 規 內 容
REIT REIT	第 13 條第一項	<u>受託機構得對下列對象進行不動產投資信託受益證券之私募：</u> 一、 <u>銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。</u> 二、 <u>符合主管機關鎖定期條件之自然人、法人或基金。</u> (總數不得超過 35 個)
REIT REIT	第 13 條第五項	有關私募有價證券轉讓之限制，應於不動產投資信託受益證券以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

REIT REAT	第 13 條第六項	證券交易法第 20 條、第 43 條之 7 及第 43 條之 8 第一項之規定，於私募之不動產投資信託受益證券準用之。
--------------	-----------	---

### 肆、不動產證券化相關法規介紹

法 規 名 稱	施行日	依 據 條 文	規 定 內 容
訂定發布不動產投資信託基金運用於現金等之最低比率	92.9.4	第 17 條第 2 項	運用於現金等不得低於 75%
不動產投資信託及資產信託受益證券私募對象之標準	92.9.5	第 13 條第 1 項第 2 款	私募對象之條件
明定不動產證券化受託機構對於交易金額達一億元者應先出具估價報告書	92.9.9	第 22 條第 1 項	動產投資信託基金進行同一宗交易之不動產總金額達新臺幣一億元以上者
釋示不動產證券化條例第四條第二項及第四十四條有關受託機構須符合之信用評等等級規定	92.9.9	第 4 條第 2 項、第 44 條	規定信用評等等級及信評公司類別
訂定發布不動產投資信託基金投資於有價證券之比率及金額上限	92.9.24	第 17 條第 3 項	該基金投資有價證券，不得超過其募集發行額度之 40%及新臺幣六億元
受託機構私募不動產投資信託或資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則	92.9.26	第 15 條第 3 項及第 36 條準用第 15 條第 3 項	受託機構對特定人特定人進行私募時，提供之投資說明書應記載之事項
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	92.10.2	第 54 條第 3 項	規範主管機關於必要時委託關係人之查核範圍等規定
不動產證券化條例施行細則	92.12.4	第 67 條	規範不動產證券化條例未進完善或需釐清之處
受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法	93.6.5	第 6 條第 1 項及第 29 條第 1 項	規定受託機構募集或私募受益證券之相關規定
有關不動產證券化條例第五十三條計算折舊費用之規定	93.6.10	所得稅法第九十二條之一、不動產證券化條例第五十三條	建築物在移轉予受託機構時，已經過相當年數之使用，其估計未使用年數長於依固定資產耐用年數表計算之未使用年數者，亦得依其估計未使用年數延長二分之一計算折舊費用。
訂定資產證券化案件僅創始機構或委託人持有受益證券	94.3.12	金融資產證券化條例第 51 條、不動產	不動產資產信託，僅創始機構或委託人持有之受益證券未清償者，創始機構或

未清償之信託契約終止規定 (金管會)		證券化條例第 36 條	委託人利用證券化籌資之目的已完成， 該契約當然終止
-----------------------	--	----------------	------------------------------

資源來源：金融監督管理委員會銀行局、不動產資訊中心不動產證券化資訊平台  
老師：主管機關原規定是財政部，但是現在已改成金管會銀行局。

## 伍、草案修正要點

不動產證券化條例於九十二年通過時，有鑒於開發型不動產風險性較高，因此於發展初期不應納入，而限定有穩定收入的不動產與不動產相關權利可為證券化之標的，但當時立法院有附帶決議於不動產證券化條例通過後，視市場發展與成熟度，主管機關再研議將不動產開發案涉及之法律條文納入本條例中，為因應現實整體不動產市場之發展，故修正相關條文，將開發型之不動產或其相關權利，納為證券化之標的，以利不動產證券化之發展。

- 一、將開發型之不動產或不動產相關權利納為不動產證券化標的，並訂定相關配套措施。
- 二、強化投資人權益之保障。
- 三、增進不動產證券化之發展。
- 四、簡化行政程序。

老師：在修法過程中，有關開放型基金與封閉型基金的定義，特別是可否贖回？以及可否再擴大募集？在這二方面有很多的考量，大家可以再去看一下。

## 陸、參考書目

- 一、不動產證券化條例。
- 二、金融監督管理委員會銀行局網站，<http://www.boma.gov.tw/>。
- 三、不動產證券化資訊平台網站，<http://res.realestate.org.tw/>。
- 四、黃勃叡（2004），不動產證券化條例之解析與面臨問題之探討，國立台北大學法學所碩士論文。
- 五、陳亭蘭（2002），不動產證券化法制之研究--兼評不動產證券化條例草案，國立中正大學法律學研究所碩士論文。
- 六、九十二年度第二學期不動產證券化專題研究第三次上課紀錄。

### -----課堂討論-----

老師：國外不動產證券化的發展經驗引進台灣，在台灣本土化下有什麼不同？亦即，台灣的不動產證券化有什麼特色？一方面是法令制度上的不同，另一方面是供給者與需求者的不同，大家可以去釐清台灣不動產證券化的特色。

台灣的發展背景，早期是小口化、單位化以與都市更新，在都市更新實施成效不良的原因中，同學介紹的最後一點（設立都市更新投資信託公司標準太高）可以同意，其他的原因則留待商榷，但真正重要的關鍵原因是什麼？

芳怡：因為沒有需求。

老師：沒有需求？還是沒有供給？為什麼都市更新證券化沒有產品出現？

亦農：因為沒有誘因，允許的容積不足。

老師：容積不足應該是都市更新本身的問題。由於都市更新是長期運作，所以希望能募集足夠的資金，我覺得關鍵在：1.供給者方面，有誘因上的差異，都市更新證券化沒有稅賦優惠，供給者無利可圖；2.承擔的風險很高；3.也可能考慮到沒有需求者。都市更新證券化產品能不能有市場？其報酬率不高，而期間又很長，所以報酬率、風險對投資者來說是非常重要的。4.門檻設定過高，使得欲介入者無法參與其中。

不動產證券化的修法已將「開發型」納入草案當中，但卻只限定公募的都市更新案件；而都市更新條例也在修法中，使都市更新證券化更適用不動產證券化條例的規定。

香妃：這樣似乎能使不動產證券化條例與都市更新條例更加契合，但是，僅限於都市更新的案件，會不會使得開發型的對象被限縮，而無法讓所有的開發型產品都能進行證券化？

老師：除了開發型的對象受到限制外，都市更新地區範圍的劃定將變得非常關鍵，一些開發型產品有可能會藉由都市更新的名義來進行。

芳怡：都市更新條例有關「500億」（第5條第一款）的規定，會不會改變？

老師：目前還在修法，並不確定，但標準應該會降低。

芳怡：都市更新的案例也是要用 SPT 嗎？

老師：目前台灣的不動產證券化就是以 SPT 為中間導管體。

詩薇：銀行的信託部門亦得為受託機構，並不限於信託業。

老師：一直要大家理解 SPC 與 SPT 的差別，假如建築業者成立信託業，則屬於 SPC 或 SPT？目前這方面的差別仍是模糊的。台灣的不動產證券化以 SPT 作為中間導管體，應該是認為 SPT 的方式較 SPC 安全。

亦農：第 48 條第一項中提到「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……」，是指一定要設立信託監察人嗎？

老師：”得”的意思當然不是一定要設立。

欣樺：想知道什麼樣的產品適合不動產證券化？如果把公共設施（例如高速公路）證券化，這樣有沒有什麼疑慮？

老師：產品的「適不適合」是由市場決定的。而公有土地、公共建設可不可以證券化？若從「穩定收益」來看，高速公路有穩定收益，所以政府部門發行公共設施證券化應該是好的，惟政府仍受限於許多外在因素而無法實施，

包括無能力經營管理這樣的案例。目前高雄市政府在延議把公有土地證券化，主要的原因是公有土地取得的資金問題。

到底什麼樣的產品適合證券化？的確是一個很重要的問題。「是不是好產品？」一直是我們未去思考的，其背後隱含著要有穩定的收益，而且具有將來增值的潛力。過去台灣的房地產市場中，投資者最重視房地產的增值，較不重視經營的收益，但在不動產證券化的發展趨勢下，「收益」開始成為大家注意的地方。甚至於大家可以去思考 BOT 藉由賦予私部門收益權以降低政府支出是否隱含證券化的概念。

乃文：假如具有發展潛力的土地，未被規劃在都市更新地區的範圍內，會不會跟都市更新條例的修法有衝突？

老師：都市更新地區的範圍並不限於政府劃定，地主或建商也可以自行申請都市更新，而由他們自己去比較成本、利潤，決定該採取何種開發方式。

詩薇：目前不動產證券化的投資對象是限於不動產與不動產相關權利，若台北市政府將 101 大樓與新光三越的地上權以 REIT 或以 MBS 方式處理，有什麼差別？

老師：採用 MBS 方式是以抵押權為對象，屬於低風險低報酬；採用 REIT 方式則是以地上權為對象，風險與報酬皆較高。從開發的消極面與積極面來看，MBS 屬於消極的方式，而 REIT 屬於積極的方式，兩者亦有層次上的不同。



## Advisor Puzzle

### 第四章 代理迷思

#### 是否自己動手比委外代理好

前言：想像你僱用一個經紀人購買或者為你安排財產的投資，最後只發現借貸你的錢其實是你所雇用的經紀人，這劇本在現實世界好像不可想像。

然而，一種地方性的衝突和利益對REITs產業會影響很久，甚至是現在也如此，代理問題的解決已成為公司治理的主要議題。由於在不動產證券化的投資信託或者是資產信託架構下，都涉及規模頗大的資產管理工作，也因此會衍生出代理人能否確實執行有利於委託人之代理問題。

它很像共同基金展望他們作為投資的一種工具或媒介，委外管理的利益衝突源自1986年前，當時REITs被視為一個被動的投資體。在此身分下，每日的業務營運必須交由外部實體來處理。結果REITs必須僱用財產管理者來管理有關租賃、管理、維護、營運等方面的事務，有時REITs也必須收購與處分其財產，因此也必須請外部顧問選擇財產並執行投資策略。1986年的稅法改革後，REITs可以自行管理旗下的資產，即自我建議或管理型REITs，後來從1986年至今，形成兩種模式共存。

重要的是

1. 外部建議型的reits. 為何仍然有人選擇
2. 兩者架構下，何者表現較優

#### 第一節：演化

前言：管理投資和財產透過一個外部顧問已經造成在股東和顧問之間的幾種利益的衝突情勢，也造成1970年代初期證券化市場暴跌，這些問題使REITs聲譽受到傷害。

早期REITs被視為被動的投資工具，因此後來REITs 必須僱用財產管理者來管理有關租賃、管理、維護、營運等方面的事務，很清楚的顧問的角色相行之下也愈來愈重要。而REIT 結構中存在發起人，顧問及股東持有者間會有利益衝突。此時若沒有足夠能力管理資產，財產所有人得冒風險，當他們選擇REITs當作投資工具，所以才會有疑慮。1986 年稅制改革限制有限合夥減稅優惠，並可挑選聘請和補償獨立的契約者；允許REITs 直接經營資產，不需要委外管理；資產與所得規定也予以放寬。

新計畫不動產信託可能是在1988年從外部顧問轉變成內部顧問的地位的第一個REIT，雖然幾其他REITs也聲稱早在1986時他們正致力於轉變，當好處變得明顯時，這個轉換過程逐漸加快速度。房地產投資信託決定用內部的顧問替換他們的外部顧問並且開始內部管理他們的特性，這是在工業裡的大的行動，因為信任用超過4.5億的總資產由7家公開買賣的有限合夥的REITs組成。瑞得1992年報告指出經過這次改變後一年，而七個REITs招致3.5億比進行中的營運費用較少。重要性和消除這些衝突的好處沒被廣泛地認識到直到在1991 Kimco不動產 IPO之後，發起人能透過一個仔細設計的REIT的獎勵計畫減輕代理問題

2001年Ambrose and Linneman 指出在1990-96年，內部建議型REITs正透過積極持續發展的特性及策略，強調REITs是無限的 -生活REITs，相對外部建議型REITs作為一種比較，只有百分之21認為外部建議型REITs是無限的 -生REITs，這可以強調管理哲學以及投資經營公司的差別。然而Ambrose and Linneman 指出1990-96年期間平均規模的內部建議型的REITs比外部建議型REITs大的多，內部建議型REITs從在規章方面的變化起一直迅速支配房地產工業。

table4.1-4.2報告指出，從外部管理的變換的速度，建議REITs對內部管理table4.1 指出內部管理數據從1993年的41成長到1997年的164，外部管理的REITs的數量在時期顯著下降，管理聯營公司經營的REITs的數量從1993年的76減少到1997年的54，無關的公司管理的REITs的數量也從1993年的67減少到1997年的50。在這章我們很清楚的看到大部分新建立的REITs為內部管理，在REIT主要趨勢從外部建議型轉換為內部建議。

table 4.2指出內部建議的數據從1993年的83家增加到2000年的174家，在這時期可以顯示明顯的增加在. 內部建議REITs。在不動產投資者和它的顧問之間的關係(基本的基本經營)當然激勵更多的REITs 股東要求內部顧問的一種變化，這方面的專家開始認為自我建議和自我應付型的REITs將支配此產業這意見被內部建議型REITs信仰，或是其類似於經營公司，將能透過擴大收入或者控制花費提升利潤。

Linneman1997同意此說法，在一個非常競爭性產業裡，具有一種清楚的. 長期的、競爭優勢的、一家公司如內部建議型REIT的那樣，應該最終支配該產業，這

是似是而非的辯論。我們在1996之後觀察，很少將外部改造成內部的顧問，然而這的原因不清楚，我們將需要更多的經驗證據支持Linneman假說

## 第二節：使用外部顧問的問題

- 潛在的費用
- 收入分配
- 經營自我
- 不良的股票表現
- 最壞案例情境：被俘獲的REITs

### the problems with using external advisors-有使用外部顧問的那些問題

外部顧問的那些問題在學術討論上，看起來很明顯討論於那些利益衝突，從經驗證據表明這幾次代理問題存在於現實生活，例如 Cannon and Vogt 1995指出所有這23個都是外部建議型，他們在1987-98年這段時期，檢查的REITs在受托人中有某種形式的相互關係如顧問以及經理。1994年Golec提供另一項證據，在1962-87年期間檢查66個REITs補償政策之後，董事會成員每年延期合約，通常沒有變化，被僅僅透過咨詢的合約支付並且REITs沒有收到直接的補償，大多數可能像60天的REITs或者顧問提前通知一樣。取消是稀有的，顧問自由地與其他REITs合作或者獨立投資，大多數REITs顧問簽合約明確說明顧問不負第一個房地產報價責任機會。

### the potential costs-潛在的成本（費用）

1985-1996年這邊有很多人提供廣泛討論，關於透過外部建議的REITs面臨關心的衝突討論，這些種情勢被短暫在以後的章節裡總結

### 收益分配

同時服務數家REITs 的外部顧問有可能將發現較佳的投資機會給予最有利自己的REITs.

在過程案件中在哪個一顧問或經理提供數個REITs這是合法的，且看出顧問怎樣分發收入是有趣的。例如：什麼時候如果這個顧問找到一次好投資機會，顧問發現如果好機會要投資給哪個REITs，他或者她將給那些機會投資。同樣的情況存在於外部性管理REITs，當財產管理者管理數個REITs，其發現一個較佳的租

戶，何者會取的此合約，明顯的，這合約將最大化管理者的利益，在這個情況下，其他REITs的利益將被犧牲。

### 自我交易

外部顧問可能同時也參與交易決策，其關係機構可能得到最佳的交易條件而傷害股東利益

從我們的更盡快討論回憶關於誰將被授予合約或者生意，外部顧問能影響決定，顧問也能一同參加在交易內有關聚會或者使附屬於顧問的實體，能從reit那裡得到有利條件發生，如此發生，REITs股東將遭受損失。另外，自從那些顧問有能力在周遭獲得好處，當外部顧問被使用時，這些是一次所關心利益的嚴重的衝突。當購買REITs它自己其下的財產時，怎樣能讓那些REITs的股東，確保其顧問所獲得條件最好的，所關心的衝突可能是REITs機構體制的最嚴重的問題，自從投資者不能確信REITs的顧問正為了那些股東的利益工作，他們的關心將被反映在他們的REITs股票價格的評估上。

### 不良的股票表現

他們初步發現外部建議REITs表現在此時期並非太好，在風險補償之後其表現的比股票市場還差。此外，更發現著名的顧問建議的那些REITs不會比那些較不著名的顧問建議的REITs好。另外，另一種解釋是那些更為有名的顧問有一個名聲要保持，因此不會專注在個人利益，而較小知名的顧問會。席林發現強烈證據指出外部顧問影響REITs股票表現，負面影響更對REITs雇用較不著名的顧問大有好處，因其較少於擔心在此領域維持一個較好的名聲

### 最壞案例情境：被俘獲的REITs

captive REITs 的運作績效較其他的non-captive REITs 差，當一個發起人建立reit並且成立一個全資子公司作為它的顧問時，結果是一個投資俘獲的發起人的分支機構，自從第3家公司被用作REITs的顧問，被俘獲的REITs一定是外部REITs，但是被俘獲的REITs的代理問題比非被俘獲的REITs的深，雖然兩REITs也能被外部建議。他們發現建議與非俘虜相比較，被俘獲的REITs訊息不對稱的巨大被影響，結果或許有意義，因為與REITs相關的，全部其他相比較，那些發起人控制被俘獲的REITs並且應該有更多的訊息，因為買那些股票的交易費將更高，對被俘獲的REITs投資者講述重要的費用總體來說外部顧問有負面的衝擊在股市價值上，那些負面影響更明顯，到那時發起人REITs形成一切斷不輔助作為那些顧問的人。

### 第三節：使用內部顧問的問題

前言：由於納稅義務的延期的問題，UPREITs造成一次所關心的衝突，可能引起uUPREITs合作單位持有者和REIT 股東關於哪個特性應該被出售和什麼時候被出售的不同的結論。另外 一些UPREITs被組織，因此與普通的REITs投資者相比較，合作的單位持有者有更大的成比例表決權。

在此架構下，配置決定很可能使單位持有者財產而不是那些股東的價值最大化

1. 稅賦的遞延效果
2. 衝突
3. 代理成本

### 第四節：哪一個在使用：外部或者內部

前言：如果使用外部建議的REITs導致不必要的機構承辦費，期望這些機構承辦費將影響REITs現金收支和利潤，最終它的股票價格是合理的。比較內部建議和對外部建議的REITs在股票性能和運轉效率

#### -股票性質

在1987-92年裡42家公司的比較，內部委託案件勝過於外部委託案件

在1985-92年裡75家公司的比較，內部委託案件勝過於外部委託案件達百分之七以上

#### -操作性質

檢查金融並且說明的在更老之間的差別，外部建議的REITs和內部建議的REITs在20世紀90年代流行，他們的樣品在1990-1996年，紐約證券交易所及美國股市交易中的，由139家公平REITs貿易組成。他們研究可能是使用REITs發展前景的標準說明和金融措施機構體制差別的影響。而通常最廣泛的調查包括收入和花費口糧，盈利比率，資本成本估計。

使用外部顧問對股價有負面影響，使用外部顧問的原因是因為不希望有代理成本，因為避免管理者專斷，所以股東需要花費成本來監督公司稱為代理成本。若要減少此成本，則利用外部管理顧問，減少管理者專斷的機會。內部管理績效較

佳，外部管理借貸較多，且借款利息較高，因為顧問的表現依據其REIT規模大小，故他們會透過借款來增加資產大小，結果就是說明內部管理雖然在實證上確實優於外部管理，但是由於外部管理公司改革結果，內部管理的優點在近年來已經消失。

## 第五節：補償誘因計畫的複雜課題

顧問酬勞有兩種給酬勞方式，一種是準則，一種是自由決定，前者是看投資一些指標跟數據，後者比較傾向像薪水一樣。給顧問的誘因機制能更進一步使顧問性質錯綜複雜化，REITs能選擇在一種基於準則或者基於一種基於可自由支配的補償方法上給予顧問誘因報酬，一份典型基於準則的合約透過使用某些指標或數據，作為在準則公式方面的基礎，補償合法諮詢公司。多數情況下基於準則的REITs，被外部建議可自由支配的合約是基於的薪水，並且顧問被看作一個機構內部的雇員，在可自由支配的合約下，REITs的董事會也有自由給予紅利鼓勵性質。這些發現指出重要一點：在受高的機構承辦費之苦的一個產業裡，補償設計將在確定reit的性能方面極其重要，在補償之間的連接設計和機構承辦費，怎樣設計一次補償合約在REITs產業裡使代理問題減到最小，這也是未來研究所需注意的地方之一。

## 第六節：我們學習到什麼

幾個結論可能被從關於為REITs 使用顧問的文學得出。在他們中敬畏知道如下內容，有REITs工業的兩類顧問，包括內部的顧問經理和外部顧問-經理。通常同意外部顧問很少會工作使REITs 股東的福利最大化，改為那些顧問將有更多的獎勵使他們自己的福利最大化。

內部建議REITs也有他們自己的代理問題，雖然他們沒有外部建議的REITs的嚴肅，經驗論據也表明股票的財務業績內部建議REITs是平均比外部建議的REITs的好。

在外部建議的種類內比非被俘獲的REITs的壞

在外部建議的種類內有更顯著的顧問的REITs的財務業績比有不那麼顯著的顧問的那些的性能好

內部建議的REITs的操作性能是通常稍微比外部REITs的好，但是近年一直在消失

有證據外部建議REITs，在市場壓力下為了改進他們的作秀，正改變自己

這種補償方法對顧問性能非常重要當補償的基礎是的使用資產尺寸，通常並非一種好想法

## 第七節：什麼是將來的方向

前言：一位REITs擁有人問的一個自然的問題，是否他還是她應該使用外部還是內部顧問，從在以前的部分裡提出證據，這個問題的答案十分清楚。使用一個市場流行內部的顧問能降低代理問題在REITs，我們無論如何不能鑑定條件，在其下使用一個外部顧問是一個最佳的決定。

\*\*\*\*\*

### 心得

1. 在訊息不完全與不對稱下，應建立具公信力的各類不動產資訊與指數，使投資大眾得以作為投資決策之基礎，或是透過引進國外或鼓勵國內成立獨立性與公信力高的評等與估價機構或人才是市場發展的關鍵。
2. 受託機構應審慎評估由內部成立專業的不動產管理單位或委外管理之利弊得失，而主管機構則應於注意道德危險的問題，以避免投資人的利益受到損害。

### 討論

依蓁：問到國外是否有案例關於外部顧問比較成功的案例。

老師：關於這問題，我不能說沒有，應該還是有案例，只不過要看是否只是單一個案，這通常探討到職業道德問題。以富邦一號來說，是內部顧問為主，雖然透過土地銀行當導管體，但實際上在經營管理還是透過富邦建經，依照其績效及管理維護兩方面來鑑定。又以花蓮太平洋及台東世外桃源兩案例，也說明並非內部顧問就能達到所謂經營管理上就比外部顧問有效率。