

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

張 金 鵬

國立政治大學地政系教授

國科會補助國外短期研究成果報告

日本明海大學不動產科學學院訪問研究

中華民國九十三年八月廿五日～十一月廿四日

目 次

第一章 前言	3
一、實施背景	3
二、發展歷史	5
三、日本實施不動產證券化的目的	8
四、小結	10
第二章 日本不動產證券化發展概況	11
一、日本不動產證券化實施之基本要件	11
二、日本不動產證券化之類型	13
三、日本不動產證券化市場之實施成果	15
四、小結	17
第三章 日本不動產證券化實施經驗	18
一、不動產特定共同事業型(不動產合夥)—Real Estate Syndication	18
二、資產流動化型(資產信託)—SPC	24
三、資產運用型(投資信託)—J-REIT	34
四、小結	50
第四章 日本不動產證券化實施相關配套措施	52
一、不動產投資顧問	52
二、不動產管理與資產管理	52
三、不動產價格評估與分析方法	53
四、信用評等	53
五、專家意見報告	54
六、破產隔離	55

七、資訊揭露	55
八、不動產證券化指標	56
九、小結	57
第五章 日本不動產證券化實施對不動產市場之影響及未來展望 ...	58
一、法人機構的不動產投資行為將擴大其對不動產市場的影響力	58
二、擴大不動產市場規模，分散不動產市場風險	58
三、大規模不動產開發甚至龐大不良債權的處理更具可行性	59
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 ...	59
五、不僅重視不動產增值，同時更重視不動產經營收益	60
六、不動產市場資訊更易揭露，不動產市場機制更為健全	60
七、日本不動產證券化之未來展望	62
八、小結	65
第六章 結論與建議	66
一、結論	66
二、建議	69
附錄一 世界各國不動產證券化之發展比較	71
參考文獻	90

第一章 前 言

一、實施背景

日本不動產證券化發展的背景，主要的原因還是在於地價下跌，導致對於不動產風險認知的變化；再加上世界不動產證券化的潮流趨勢；以及投資者對於間接金融需求轉向直接金融需求的改變（見圖 1-1）等因素所造成。以下，將不動產實施的背景分為下列三項敘述：

（一）地價下跌

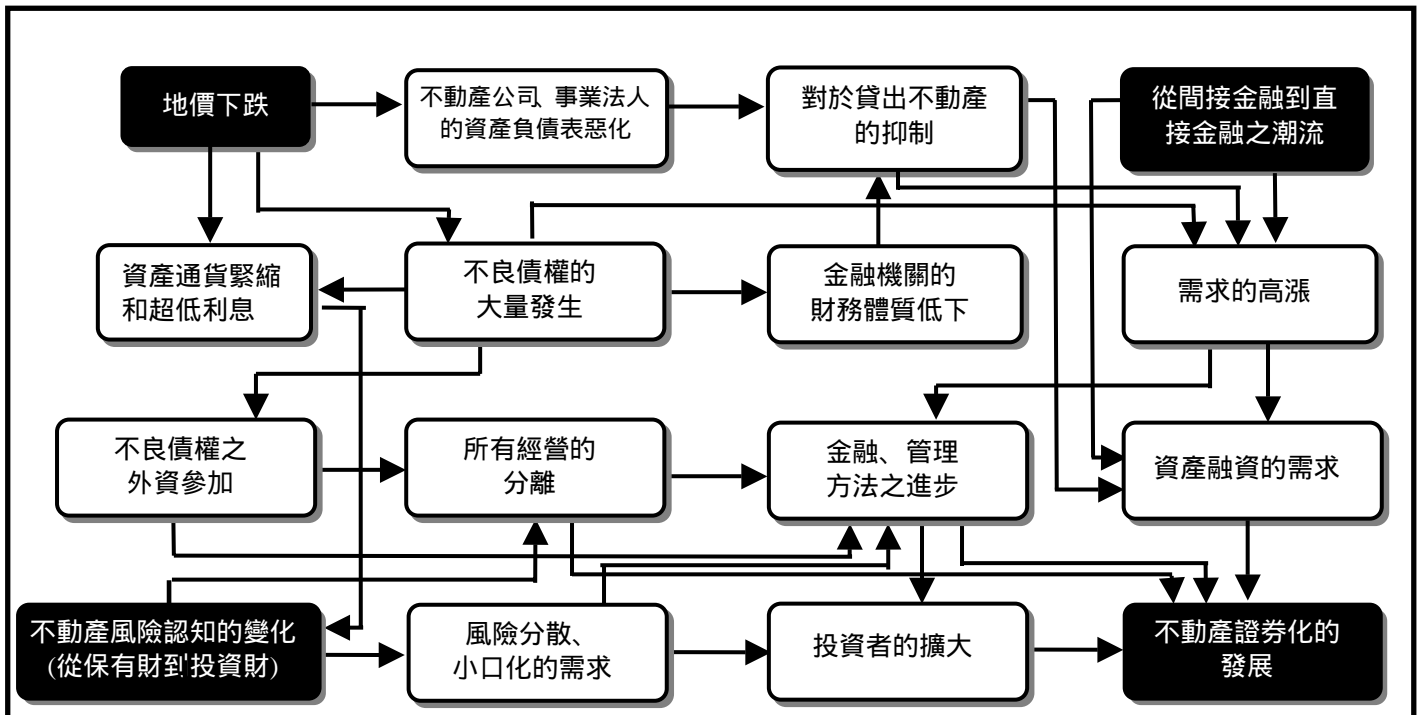
- 1.地價下跌對於公司法人的影響：由於事業內的財務因為地價的下跌而造成財務平衡日漸惡化，使得這些事業單位以土地作為擔保貸款的信用減低，或者無法再以土地作為信用擔保，於是促成替代土地資產的金融運用，這種方式漸進發展，成為不動產證券化的發展主要原因。
- 2.不良債權大量的發生：由於地價下跌，使得金融機關無法償還的不良債權大量發生，造成金融機關的財務體質下降。金融機關在不動產的信用上的衰退，也促成金融機關資產運用時，使用土地以外的標的投資運用，造成金融資產的漸進發展，也成為不動產證券化的發展背景之一。
- 3.資產信用的緊縮與超低利率的發生：此外地價下跌導致資產信用的緊縮與超低利率現象，加上不良債權的大量發生，改變了世界各國對於投資日本不動產的風險認知變化，也是促成不動產證券化的發展背景之一。

（二）不動產證券化的世界潮流趨勢----對於不動產風險認知的變化（從保有財到投資財）

世界各國對於不動產投資，土地從傳統的保有財轉為投資財的這種認知改變中，對於土地的所有與經營兩部的分離這種觀念，漸漸獲得認同，也促進了金融管理方法的改進，帶動不動產證券化的發展。此外，由於這種分散風險認知的轉變，產生了市場上「小額單位化（小口化）」的需求，也促使金融機構意識到這種市場上的變化，改善金融管理的各種缺失。由於制度日臻健全，投資大眾對於此種投資方式產生信賴，擴大市場上的投資數量，進而促成了不動產證券化的發展。

(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

因為投資者受到傳統間接金融（透過金融機構的融資）供給緊縮的影響，因此轉向利用直接金融（透過資本市場直接募集資金）的資金需求，然而此種直接金融的需求更帶動投資者的財務報表公開透明化。另外，資本金融市場的逐漸健全，亦促使不動產證券化的發展。



資料來源：不動產證券化 Handbook, 2004, P.14

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；而從金融機構的角度來看，金融機構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，金融機構的投資管道多樣化也是其中重要的因素。

二、發展歷史

日本不動產證券化的發展歷程，大約可以分成下列三個階段：

(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，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。

在 1993 年 6 月實施的「特定債權等事業規則相關法律」（通稱特定債權法，簡稱特債法），對於以特定債權作為租金，或是信用債權之流動性有相關規定。其後在 1996 年 4 月該法的修訂內容當中，對於金融資產擔保證券（ABS）等在日本國內變為可以公開方式發行。

在 1998 年推動的金融大改革（big-bump）中，與金融系統改革的相關法律被紛紛成立，其中之一是有關於活用不良債權處理的部分，訂定「特定目的公司資產流動化法」（通稱舊 SPC 法）。有關綜合性資產證券化的內容首次在該法中明確規定，而特定資產亦有相關規定，不動產成為明確的投資標的項目。在同年同時亦制訂「證券投資信託及證券投資法人法」。

在 2000 年中，針對上述兩法又有所修訂。「特定目的公司資產流動化法」雖然對於證券化當中所必備特定目的事業之中介機構（導管體，如 SPT、SPC 等）給予相關的規定，然而因實務上有報告義務等的繁雜手續與諸多障礙，以致窒礙難行。為改進此種無效率的現狀，因此於 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。同時「證券投資信託及證券投資法人法」也修法將證券二字去除，明確規定不動產可以被直接被運用，「資產運用型」（所謂 J-REIT）的不動產證券化也正式實施。

由於此階段各相關法律之推動，促使「資產流動化型」和「資產運用型」這兩種不動產證券化的實施架構確定，而不動產證券化所必備的導管體（特別目的事業主體）和特定目的公司和投資法人、投資信託相關法律相繼具備之下，不動產證券化的實施環境亦臻成熟。

近年來的日本不動產證券化發展，其相關法令之演變見表 1-1。

表 1-1 不動產證券化關聯年表

法律、相關規則	案例、相關事業參加
1993 年 6 月 特定債權相關事業之相關法律施行	1987 年 3 月 開始供給信託型不動產小口化商品 1989 年 4 月 開始供給任意組合型不動產小口化商品
1995 年 4 月 事業法(不動產特定共同事業法)施行	1990 年 12 月 國鐵清算事業團開始供給不動產小口化商品 1995 年 5 月 不動產特定共同事業「租賃型」商品第 1 號
1997 年 5 月 事業法改正 對於專業投資家之事業放寬最低出資單位(原則, 1 億日元→1 千萬日元)	1995 年 12 月 不動產特定共同事業「匿名組合型」商品第 1 號 1996 年 12 月 不動產特定共同事業「任意組合型」商品第 1 號
1998 年 9 月 SPC 法	1998 年 4 月 大和人壽大樓的證券化 大京賃貸公寓的證券化
1998 年 12 月 證券投資法人解禁	1998 年 11 月 SPC 法商品第 1 號「高輪公寓特定目的公司」
1999 年 2 月 事業法改正, 最低出資單位(1 千萬日元→500 萬日元)	1999 年 1 月 日本能源本社大樓之證券化
1999 年 9 月 事業法改正 對象不動產變更型契約的追加(改換型)	1999 年 3 月 事業法推出個人商品型「投資者基金」 1999 年 4 月 事業法推出個人商品型「SURF 九段下」
2000 年 8 月 導入 5%會計規則 「根據公認會計師協會之 SPC 方式, 在不動產流動化中有關轉讓人的出售」的明確規定	1999 年 11 月 NEC 本社大樓的證券化、新宿住友大樓的證券化 2000 年 10 月 不動產投資顧問業登錄第 1 號
2000 年 9 月 不動產投資顧問業登錄規定施行	2001 年 3 月 住宅金融公庫之住宅貸款債權證券化商品、第一次發行開始投資信託業者的認可
2000 年 11 月 投信法改正(關於投資信託與投資法人的法律) 不動產基金解禁(投資法人型、投資信託型)	2001 年 7 月 レオパレス 2 1 による證券化 發行一般投資者型的優先出資證券(利率上限 5%)
2001 年 3 月 東證開設不動產基金市場	2001 年 9 月 東證 2 J-REIT 初上市 2001 年 9 月 由整理回收機關「Landing 大手町大樓」之證券化
2001 年 7 月 事業法廢止最低出資單位的限制	2001 年 9 月 KDDI 本社大樓等的證券化 2001 年 9 月 由單一公司投入的不動產證券化金額
2003 年 4 月 東證 REIT 指數開始公開	在當時為最高 1900 億日元 2002 年 2 月 投資法人首先取得信用評等(日本不動產 S&P)
2003 年 4 月 REIT 稅制改正	2002 年 9 月 外國投資信託發售以日本的不動產為收益來源之公募型的每月分配 2002 年 10 月 根據事業法的投資本金 200 萬日元的商品上市(住友不動產 SURF)
2003 年 7 月 REIT 解禁	2003 年 3 月 6 家投資法人上市(時價總額約 5300 億日元) 2003 年 6 月 都市再生基金投資法人業務開始
2003 年 12 月 大話開設 REIT 市場	2003 年 9 月 根據日本政策銀行最初的都市再生基金設立 2003 年 9 月 2 家投資法人在東證上市
	2003 年 12 月 2 家投資法人在東證上市 2004 年 2~3 月 2 家投資法人在東證上市
	2004 年 3 月末 12 家投資法人上市(時價總額約 1 兆 3 千億日元)

資料來源：不動產證券化 Handbook, 2004, P.17

三、日本實施不動產證券化的目的

日本在推動實施不動產證券化時，對其所欲達成目的¹，可分述如下：

(一) 加速資金的流通周轉

實施不動產證券化的第一主要目的在於加速資金的流通周轉，但與不動產擔保融資不同的是，實施不動產證券化並不依存創始機構 (originator)，因此在不降低資產效率的情形之下加速資金的周轉流通是其一特優點。此外，對於所得水準不高或有龐大負債的企業來說，證券化後的不動產如果是優良的話，對於上述企業透過資金週轉的可能，進而改善經濟財務狀況。

(二) 不動產流動性的提升

在地價下跌中，市場上不動產的買主較難以找尋，企業並不願保有太多的不動產來增加公司經營的風險。但若透過證券化，不動產並非以直接保有不動產型態的方式出現，這種新型態的出現並促使投資大眾將此方式納入投資對象的考量，此也是由於證券化提升不動產流動性的一種效果。

(三) 不動產風險的移轉

保有不動產同時也承擔各種風險，這是不爭的事實 (此處所指風險不僅指收益的不確定性，還包括不動產的價值)。但對於多數的企業而言，承擔不動產風險並非其本意，對於創始機構而言，保有不動產的風險將可透過不動產證券化，移轉至投資第三者。亦即，在不動產證券化中，創始機構透過特殊目的事業 (導管體) 為中介手段，將此不動產風險轉嫁至投資者。此外，從投資大眾的角度來看，投資選擇的擴大也正代表著投資機會的增加，市場效率也因此有機會提升。

(四) 企業財務體質的改善

由於不動產證券化所產生的資產流動，財務報表中的資產負債情形也會同時隨之調整；同時因不動產證券化的實施，企業內的固定資產趨向流動化，對公司的財務而言，並將原有不動產債務轉化為收益性較高的流動性資產，財務報表也因此獲得改善。特別是不動產若有潛在增值利益時，此不動產的增值也代表著公司資本的擴充。因此，在泡沫期中因取得許多資產而提升總資產利率的企業中，在 90 年代後半，為了要改善財務體質，紛紛將不動產證券化的實施列入經營的主要實施項目之中。

¹ 參見「不動產證券化 HandBook,2004」16 頁。

(五) 不動產相關產業的促進

在不動產泡沫崩盤後，雖然有不少開發建商、營造廠商、不動產管理公司等對於不動產的取得開始顯現出積極意願，但是不動產業者仍然對於不動產的持有風險持保留態度，因此透過不動產證券化，可促使不動產相關業者回歸本業經營，同時從開創新企業中獲取新的經營利潤。

四、小結

台灣與日本在實施不動產證券化的背景方面頗為類似，只不過日本較台灣早成熟立法實施不動產證券化，此可能一方面因為日本不動產市場受到不景氣的影響較為嚴重²，產生了所謂不動產泡沫的現象；而另一方面因為不動產金融市場也受到相當的影響，不良資產（NPL）大量發生。此兩方面嚴重的衝擊，加速了日本不動產證券化的推動力量。

另外，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），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。

從日本實施不動產證券化的五個目的來看，不動產證券化有其相當正面意義，尤其該目的不只為了不動產市場與金融市場的改善外，更進一步也促使企業財務體質的改善，此多面向的認知，值得我們台灣參考。

² 日本都市商業地價指數從 1991 年最高峰的 496.6 到 1995 年的 200，在到最近 2003 年的 68.8，下降超過 400% 的幅度；日本都市住宅地價指數也從 1991 年最高峰的 293.4 到 1995 年的 170 左右，在到最近 2003 年的 111.5，下降幅度也超過了 180%。

第二章 日本不動產證券化發展概況

不動產證券化意義，是為了不動產證券化此種特別目的而設置的法人等主體發行證券，將從投資大眾募集而來的資金投資於不動產之上，並且將獲得的各種收益分配於投資大眾的一種機制。從發行證券並募集投資的過程中，投資單位變得可以以小單位進行，並且投資對象被限定在不動產的風險與報酬這些重點之上。不動產證券化著眼在對象不動產的資產信用力，與著重在公司信用力的股票投資型態有所不同。

一、 日本不動產證券化實施之基本要件

不動產證券化的概念是金融機關或公司企業等的資產保有者，將其所產生的現金流量透過此種特定資產從本身的財務報表中分離出來，並將其維持一定的管理機制，透過破產隔離或信用補強等措施，該保有的資產風險予以適當處理，成為發行代表流動性有價證券的投資商品的一連串過程。

而在實施不動產證券化中，必須有以下幾項基本要件存在³（見圖 2-1）：

（一）破產隔離

所謂的破產隔離是指為了避免創始機構（originator）受到因破產而導致的直接影響，以及特定目的事業（SPC）本身在破產時不會受到牽連這兩件事而言。

在證券化的第一階段中，創始機構將不動產為對象移轉予特別目的事業體，假設創始機構在資產移轉之後破產，發生創始機構的破產管理人或債權者將證券化後的對象資產沒收（押收）的情況，投資者將陷入不僅無法獲得期待利益，同時原本所投資的資金也將無法獲得償還，而產生此種極端不穩定的狀態。因此，投資者為了不受到這種意外的牽連，破產隔離的相關環境提供顯得十分重要。

此外，即使不動產對象從創始機構的破產手續中隔離出來，萬一特定目的事業破產實施債務不履行時，投資者也有可能遭受這種破產的波及風險，所以必須尋求相關對策。

（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

³ 同註一，11-12 頁，此五項基本要件為日本不動產證券化協會（ARES）所提出。

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

不動產證券化同時也是將不動產風險從創始機構移轉到投資者的一種過程。投資者在一邊負擔風險，另一邊又在風險管理的同時享受從不動產現金流量而來的利益，因此在不動產證券化時，必須透過適當的設計來反應這種投資特性。此外，此種投資方式也具有不確定的特性，如何確保投資者不受到一定額度以上的損失，此種制度設計也是必須，這也是將信用增強區分為內部信用與外部信用的原因。通常透過不同證券的報酬來設計不同的優先償還次序，使得證券化後的不動產，其所有的風險與經濟價值可以予以再分配。

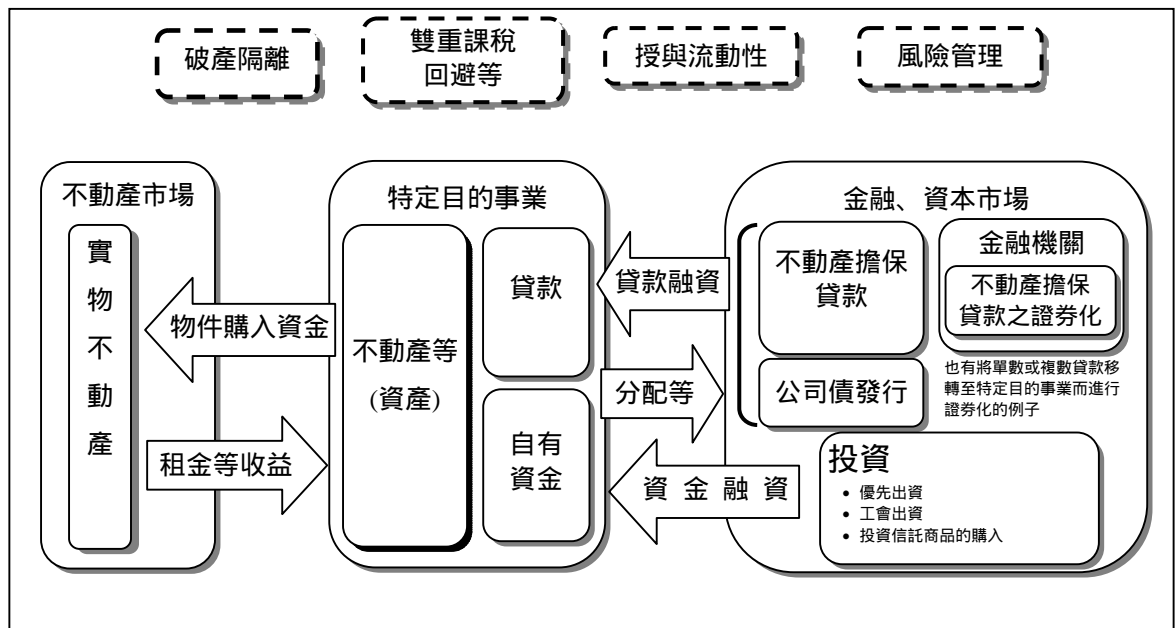
（四）賦予流動性

投資者通常將不動產視為投資商品，重視其收益性或流動性，並不想要持有或利用擁有的不動產，更不想要成為經營主體獲取利潤，僅欲透過不動產在現金流量的過程中獲取利潤。換言之，考慮投資者的參與動機，如何將不動產證券化的商品賦予流動性遂成為一重要關鍵。所謂賦予流動性指的是，在商品設計的階段中所尋求投資者的需求水準，以及在發行後流通市場所要求的市場水準，這兩件事分開考慮討論而言。

（五）資訊揭露

在不動產證券化中，根據必要的資訊判斷來作投資決策，以及為避免因資訊不足導致投資者遭受損害，這種相關資訊的揭露，此要件在不動產證券化市場的發展中顯得十分重要。在投資者自我責任的認知之下，僅透過法的規定來保護投資者因為資訊不透明流通而造成的損害，顯得十分重要。

圖 2-1 不動產證券化的基本構造



二、 日本不動產證券化之類型

日本不動產證券化一般分成下列三種類型 (見圖 2-2 與表 2-1) 實施：

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

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。

(二) 資產流動化型 (資產信託) --或簡稱 SPC

資產流動化型的投資對象分為兩種，其中之一為實質不動產、不動產的信託受益權，此外另一種為金錢債權、商業用不動產擔保貸款 (CMBS)、居住用不動產擔保貸款 (RMBS)也是投資的對象。在特別目的事業中為特定目的公司 (TMK) 或特定目的信託 (TMS)，在日本，其法律依據為資產流動化法 (SPC)，主要的投資商品為優先出資證券、特定的公司債等。

依據此法，流動化型的證券商品，屬於證券交易法中所認定的有價證券，但並不能在證券市場上交易流通。

(三) 資產運用型 (投資信託) --或簡稱 J-REIT

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。

依據此法，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。

圖 2-2 不動產證券化商品的分類

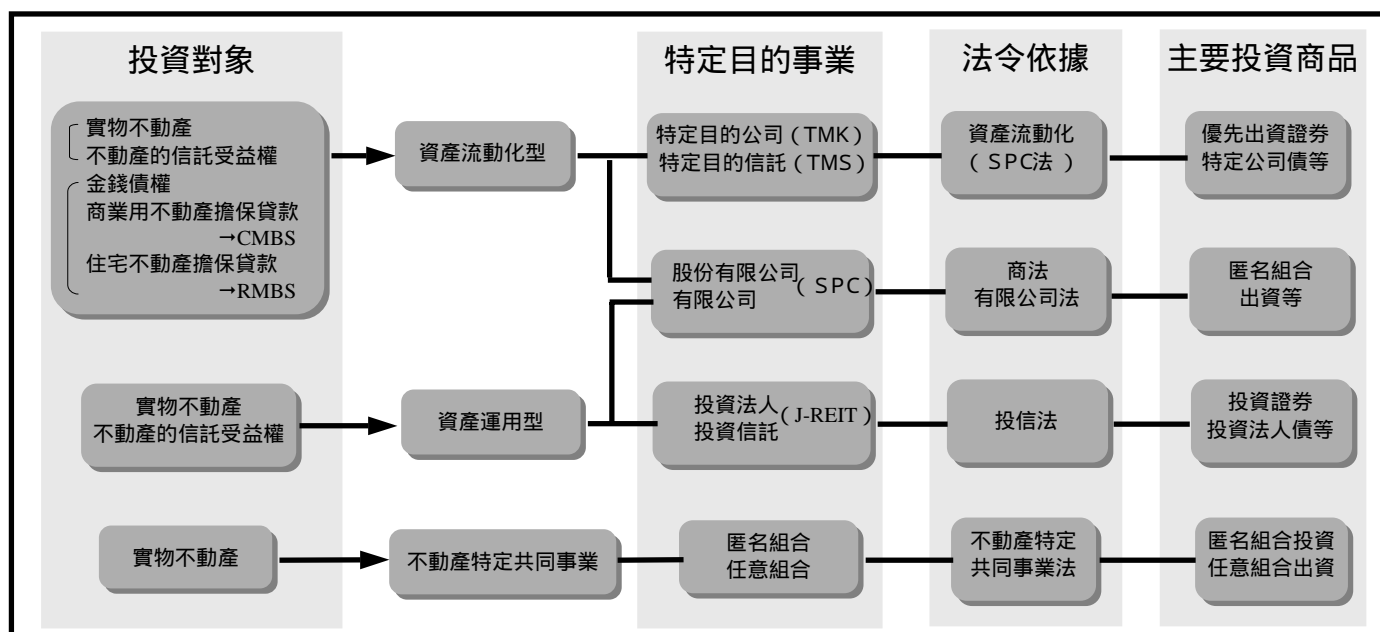


表 2-1 不動產證券化特定目的事業的分類

	不動產共同事業法		SPC 法、資產流動法		投信法		其他	
	匿名組合 (從來型資產轉換型)	任意組合	1998.9 施行	2000.11 改正	1998.12 施行	2000.11 改正		
特別目的事業體	匿名組合 (從來型資產轉換型)	任意組合	TMK(特 定 目的公司)	TMK(特 定 目的信託)	投資法人	投資信託	股份有限公司	
資產流動化型/資產運用型 差異	--	--	流動化型	流動化型	運用型	運用型	流動化型 運用型	
契約型/公司型差異	契約型	契約型	公司型	契約型	公司型	契約型	公司型	
投資家的 投資形態	自有資金	匿名組合出資	任意組合出資	優先出資證券	信託受益證券	投資證券	信託受益證券	匿名組合出資化
	貸款	--	--	特定公司債	(公司債)信託 受益證券	投資法人債	信託受益證券	公司債(股份 公司的情况)
自有資金 的流動性	證券交易法上的 有價證券指定	無	無	有價證券	有價證券	有價證券	有價證券	--
	有無流通市場	無	無	無	無	有上市市場	現在無上市掛 牌	--

三、日本不動產證券化市場之實施成果

根據國土交通省所進行的實績調查結果為基礎⁴，來檢視不動產證券化的現狀，可以歸納以下三點的主要內容（見圖 2-3、圖 2-4）：

- （一）以 2003 年（平成十五年）所實施證券化的不動產或信託受益權的總額約有四兆日元（約 1.25 兆台幣），累計的總資產額約有 12 兆七千億日元（約四兆台幣），其中除舊有 SPC 等法令所存在原有的資產佔 8.6 兆日元外，2001 年至 2003 年不動產證券化資產中，J-REIT 佔 1.6 兆日元，SPC 佔 1.7 兆日元，而 Syndication 佔 0.8 兆日元。就目前趨勢而言，J-REIT 近三年已成長五倍，成長非常快速。
- （二）以各種不同用途的分類來分析，在 2003 年各種用途的不動產佔有證券化全部的資產總額的百分比顯示：辦公室 43.4%，住宅 17.9%，商業設施 10.5%。在實施不動產證券化之初期，辦公室佔了全部的半數左右，但在最近對象不動產的用途有多樣化的趨勢。
- （三）透過開發中不動產的證券化此種過程，用在充當該物件的開發事業調度資金（即所謂「開發型的證券化」），在 2003 年有 91 件，共 6 千 6 百億日元（約 2 千億台幣）。

另根據 2000 年（平成十二年）十一月公布實施的「投資信託與投資法人相關法律」，J-REIT 的設立變得可能，（J-REIT 不動產投資法人及不動產投資信託），2001 年三月在東京證券交易所中相關的上市制度經過整備後，在同年的九月中即有兩家公司上市，2004 年三月底為止共有十二家公司上市⁵。這些上市的 J-REIT，合計約有 203 萬的交易單位發行，約有時價一兆三千二百億日元（約四千億台幣）的投資證券流通。J-REIT 到 2004 年 3 月底為止所取得的不動產、信託受益權的總額約擴增至一兆五千九百億日元（約五千億台幣），僅 2003 年就有六千七百億日元（約兩千一百億台幣）。以所佔的資產額來分析，辦公室佔了 72.0%，商業設施佔了 19.2%，住宅佔了 5.5%。

更進一步來說，不僅僅是東京證券交易所，大阪證券交易所等證券市場也跟進開設（2003 年十二月），這種透過各地區證券市場的開設，預計在未來的不久，不動產證券化的投資大眾將更為增加。

⁴ 此主要參考日本國土交通省所編之 2004 年「土地白書」，131-132 頁。

⁵ 至 2004 年 8 月，又新增二家，共計 14 家股票上市的 J-REIT

圖 2-3 不動產證券化的實施成果

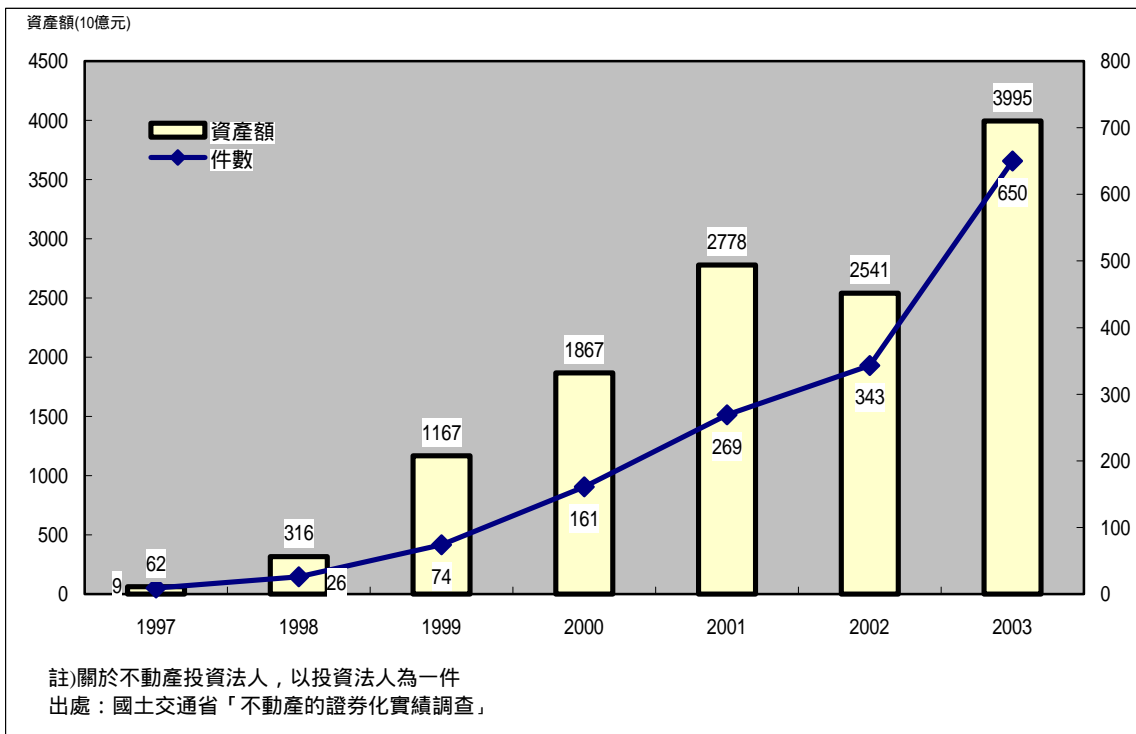
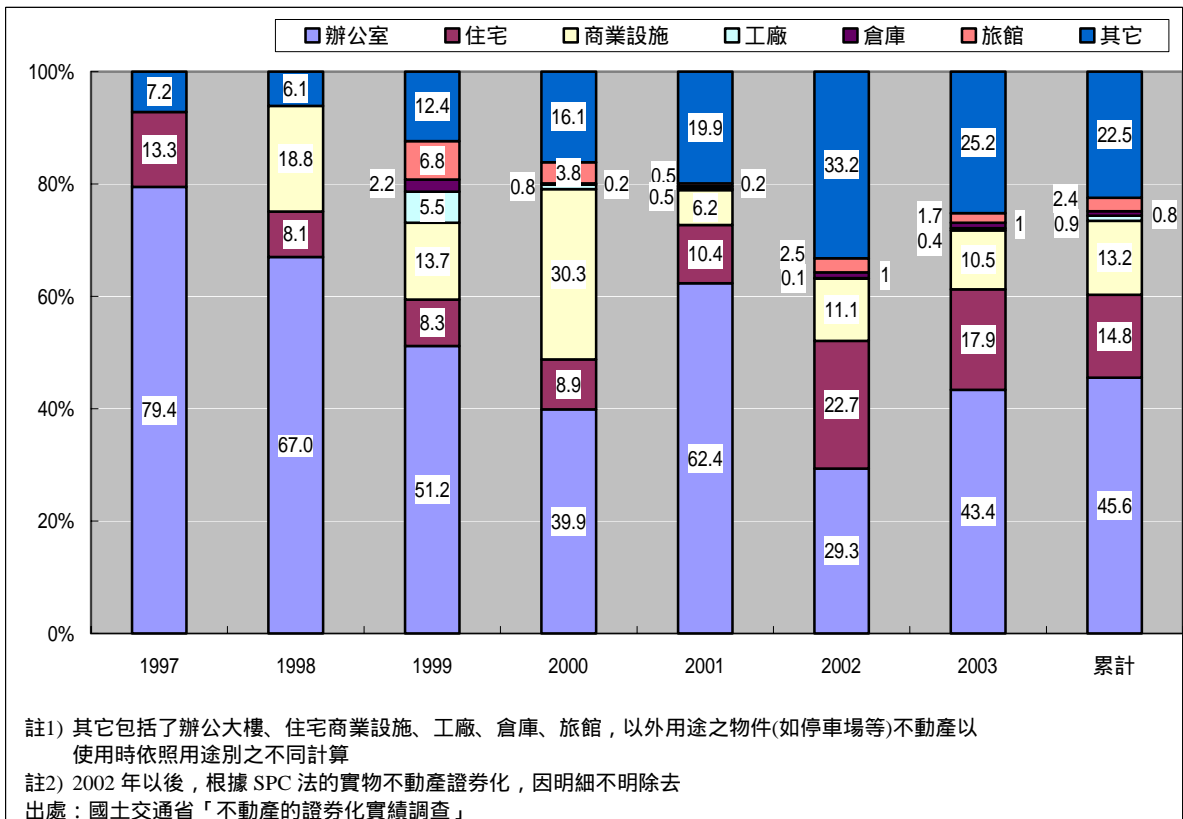


圖 2-4 不動產證券化的產品類型



四、小結

日本不動產證券化協會(Association for Real Estate Securitization, ARES)⁶提出不動產證券化的五個基本要件: 1.破產隔離 2.雙重課稅的免除 3.風險管理與信用增強 4.流動性 5.資訊揭露, 此五個基本要件的落實, 非常重要, 值得重視。

從上述基本要件, 可以發現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。其中雖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, 故日本一般會將此類型產品列入不動產證券化產品中討論; 而資產流動化型為證券化法中的有價證券, 但並無法在公開市場上交易, 且主要是以特殊目的公司(TMK)為證券化導管; 第三類 J-REIT 為最新產品, 是最狹義的不動產證券化之界定。

另外, 從上述的日本三類不動產證券化產品中, 可以看到日本是以分別立法的方式去規範此三類產品, 此與台灣將不動產資產信託與投資信託共同立法方式顯然不同。

從日本近年來開始創立不動產證券化市場的成果來看, 可以說是相當蓬勃發展, 不但擴大不動產與證券市場的規模, 不同類型使用的不動產也均被證券化, 其中尤其是開發型不動產也被積極推動, 顯示其多樣化的趨勢與分散風險的能力增強。至 2004 年 8 月已有 14 家 J-REIT 上市, 不動產證券化逐漸受到投資大眾的重視。日本的發展經驗顯然可以讓台灣借鏡, 鼓勵更多家的不動產證券化產品上市, 擴大市場規模, 是不動產證券化發展的重要目標。

⁶ 社團法人日本不動產證券化協會(ARES), 目前(2004 年)是由 67 家銀行/公司的正式會員及 101 家銀行/公司/事務所的贊助會員共同組成。該協會原先在 1990 年成立為不動產特定共同事業協會(Council for Real Estate Syndication(CRES)), 後來不動產證券化相關法令修改通過, CRES 改組為 ARES, 正式成立於 2002 年 12 月, 其目的在推展日本的不動產證券化成果。

第三章 日本不動產證券化實施經驗

一、不動產特定共同事業型(不動產合夥)—Real Estate Syndication

(一) 立法架構

本共同事業法的構成共有五個部分：定義、許可制、業務規定、監督規定以及罰則規定。

1. 定義：所謂的不動產共同事業法，指的是根據本法為基礎，由不動產交易所產生收益進行分配的行為，以及不動產特定共同事業契約的締結代理、媒介的行為。所謂的契約有「任意組合型契約」、「匿名組合型契約」、「借貸型契約」、「外國法令為基礎之契約」等。
2. 許可制：在不動產共同事業法中，明確規範事業者的責任，為保護投資大眾而有許可制的設置。主要的許可要件為資本金、宅地建物交易業者的證照、法令違反者的排除、業務管理者的設置等。
3. 業務規定：在不動產共同事業法中，資訊揭露（如：契約之交付相關規定）以及相關行為的規定（如：廣告的規定等）均在於保護投資者（事業參加者）。
4. 監督規定：根據事業設置的狀況與條約內容，監督的機關也有所不同，此外主要的監督內容為每年必須提出事業報告書等相關規定。
5. 罰則規定：如非經許可而經營不動產特定共同事業必須受罰。

(二) 產品類型

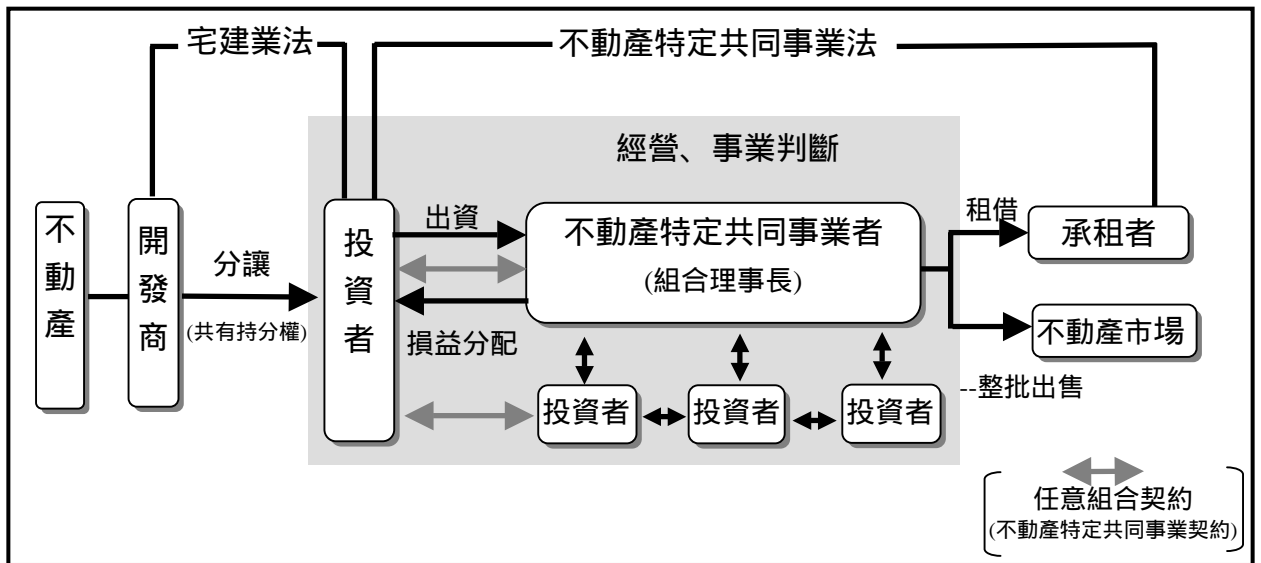
產品分為任意組合型（一號商品，依民法 667 條）、匿名組合型（二號商品，依商法 535 條）、租賃型（三號商品）、依外國法令契約的商品（四號商品）以及依其他政令所規定的商品（五號商品，但現在尚未有相關政令規定）。

1. 任意組合型（一號商品）（見圖 3-1）

- （1）開發商將其對象不動產的共有持分權出賣予多數的投資大眾，進行所有權的移轉。
- （2）同時投資大眾透過締結任意組合型的契約，將取得的共有持分權以現物或金錢出資，將該不動產事業以辦公室大樓或公寓等不動產租賃事業的型態共同營運。

- (3)各事業者依組合契約為基礎，對其所出資營運的組合財產進行管理、營運、及整批出賣等業務執行，透過組合成員之授權處理相關事務。
- (4)事業者與租賃者簽訂組合財產的租賃契約。
- (5)在一定期間經過後，事業者將不動產整批出賣，根據投資大眾的出資比例，將所獲得的賣價（包含損益）分配之。

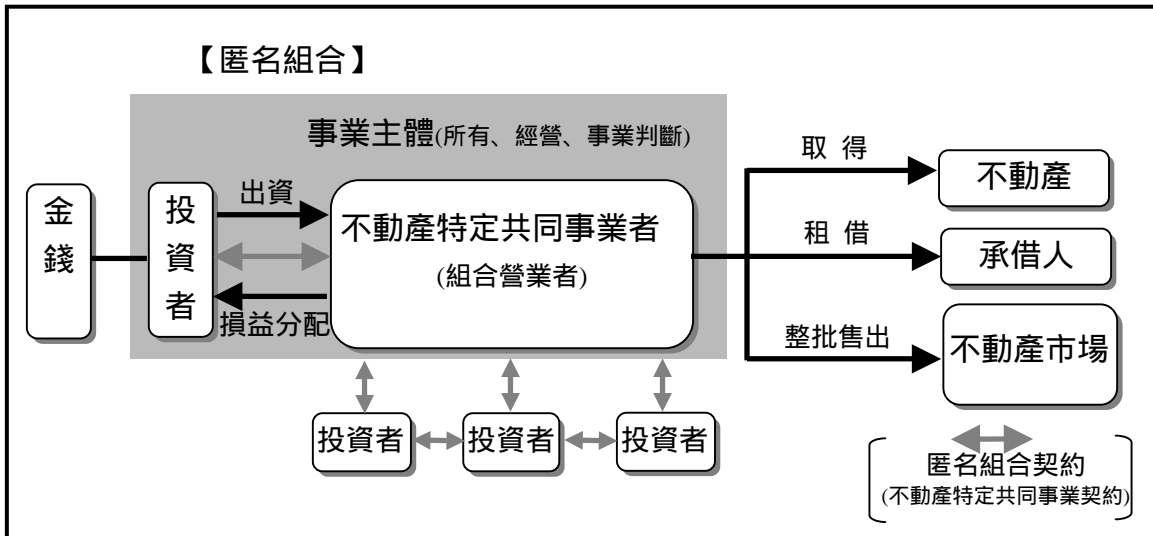
圖 3-1 組合型的架構 (事前販賣型之案例)



2. 匿名組合型 (二號商品) (見圖 3-2)

- (1)投資者與不動產特定共同事業者簽訂匿名組合型契約，並出資投資。
- (2)事業者根據出資而取得不動產，由租賃而得以運用不動產。
- (3)事業者透過損益平衡表的研判，將所得分配與投資者。
- (4)經過一定期間後，事業者將不動產整批出賣，將出賣的所得（包括損益）分配與投資者。
- (5)投資者僅在出資的金額範圍內負擔有限的責任（此與任意組合型商品有所不同）。

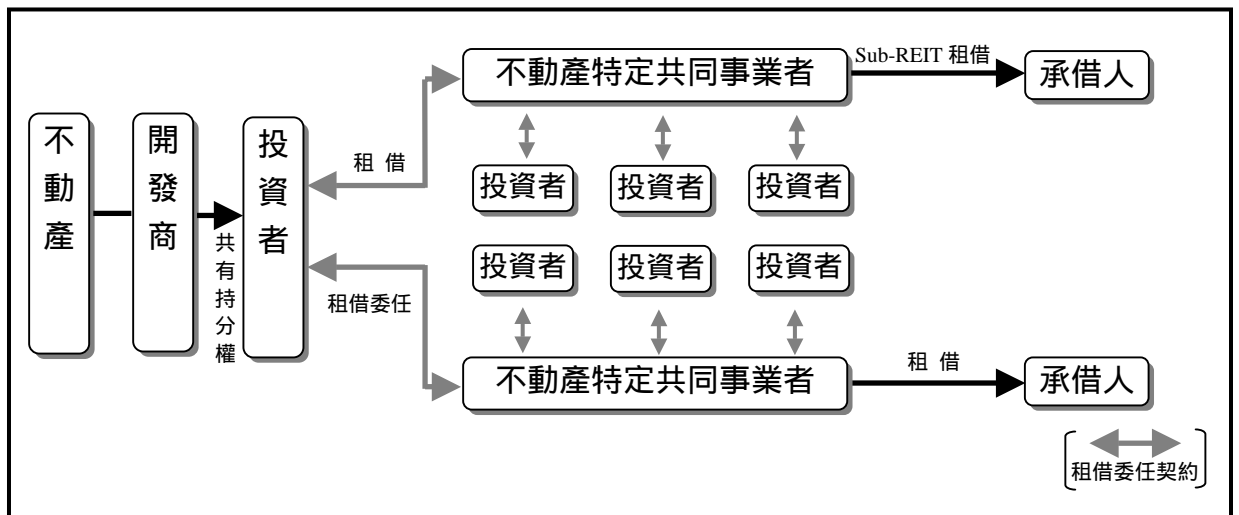
圖 3-2 匿名組合型的架構 (金錢出資型之例)



3. 租賃型 (三號商品) (見圖 3-3)

- (1) 開發商藉由將對象不動產的共有持分權賣予 (代理、媒介) 一般投資大眾，並將所有權移轉至各投資者中
- (2) 同時，不動產共同事業者和各投資者兩者經由締結租賃契約、租賃委任契約分配營運收入。
- (3) 經過一定期間後，將不動產整批出售，所得之金額 (包含損益)，分配與各投資者。

圖 3-3 租賃型的架構



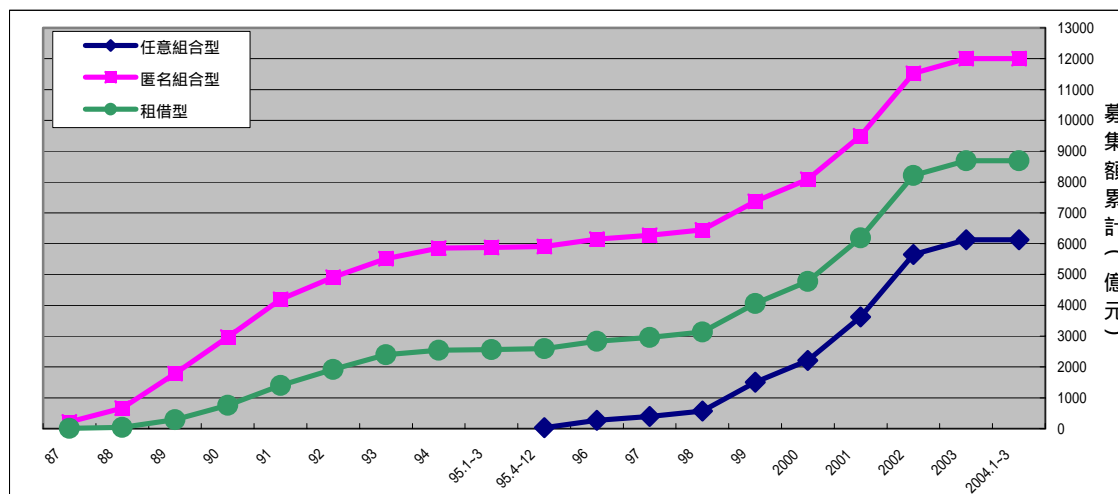
4. 依外國法令契約的商品 (四號商品)

雖有相關規定，但尚未有依此規定而供給的商品。

(三) 實施成果

從 1995 年四月本法實施後到 2004 年三月為止，商品數共有 126 件，募集總額達到約 6126 億日元（約 1923 億台幣）。到 1998 年為止，共有 21 件共達 572 億日元（約 183 億台幣），募集總額在此五年間增加了十倍以上，主要原因為以個人投資對象的商品陸續在市場推出之結果。（見圖 3-4）

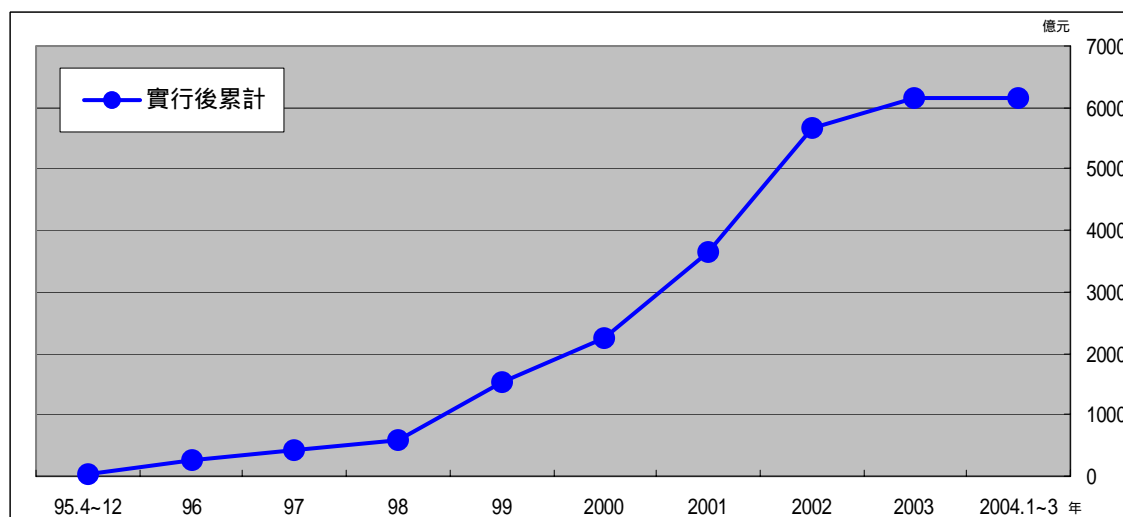
圖 3-4 不動產共同投資商品（日本國內商品）的募集額與累計額



從類別型來看，任意組合型有七件共 220 億日元（約 69 億台幣），租賃型四件共 55 億日元（約 17 億台幣），匿名組合型共有 115 件共 5850 億日元（約 1837 億台幣）。

租賃型共有四件，在 1995 及 96 年被提供；任意組合型在 1996、1997 年共有 33 件，1999 年為止有 2 件，在 2002 年金錢出資型共有兩件新的案件；1997 年後半開始以匿名組合型為主軸，事業法的商品實施的成果堪稱優良。（見圖 3-5）

圖 3-5 歷年不動產特定共同事業法施行後商品募集額及累計額



(四) 實施案例

案例一 任意組成型 (一號商品) -- 竹橋廣場/安田不動產公司 (見圖 3-6)

實施時間：1997 年 4 月

物件用途：辦公大樓

募集數：七個單位

募集總額：6.24 億日元

契約型態：任意組成型

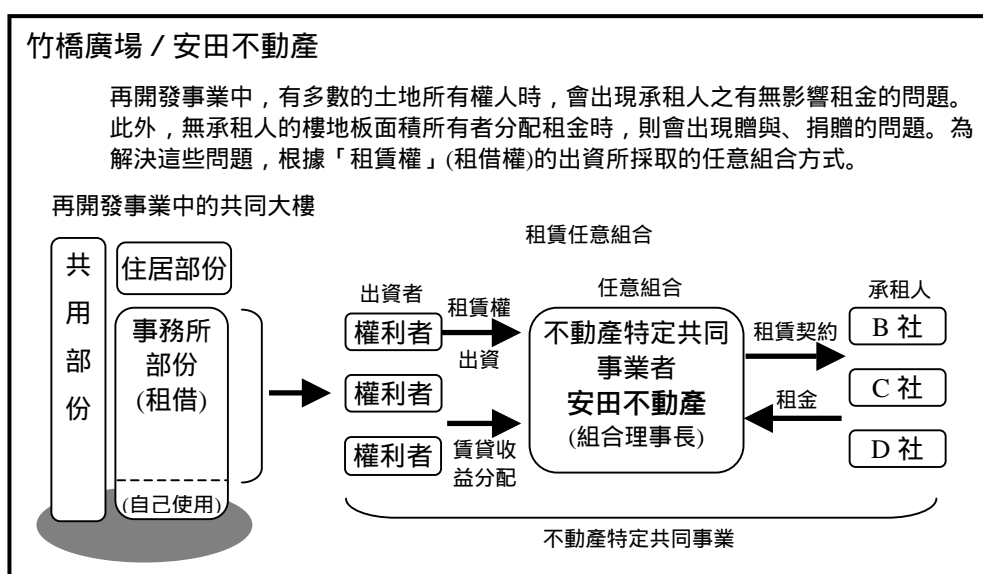
安田不動產在 1996、97 年根據任意組成型其中兩種商品的規定內容，以區分所有權「租借權」出資的手法，擴大事業法的活用範圍。

(1) 事業的特徵有二，其中為出資的財產是建物的租賃借貸權，此外任意組合僅針對租賃收益執行分配，至於建物全體的管理營運則為管理組合所進行。

(2) 事業的架構主要重點有五項：

- 1 以開發對象地的所有權利者，將原有建物物拆除後，重新再建設再開發建物 (共同事業，1995)。
- 2 之後依據建物全體區分所有法組成管理組合，管理基地、建物全體、共有部分等。
- 3 由取得重建後的事務所租賃樓地板的取得者，締結「任意組合契約」，依照自己的租賃借貸權任意組合出資。
- 4 由任意組合的業務執行組合成員的事業者，整批執行出售，彙整收益執行分配。
- 5 任意組合的目的達成不能，或者在是獲得組合成員全體的同意之下，解散組合。解散時租借權反還出資者，清算債權債務關係。

圖 3-6 任意組成型之在開發事業應用例



案例二 匿名組合型 (二號商品) -- 鷺沼站前計畫/東急不動產公司 (見圖 3-7)

實施時間：1998 年 3 月

物件用途：區分所有權公寓

募集數：一個單位

募集總額：1.63 億日元

契約型態：匿名組合型

自 1996 年從野村不動產運用匿名組合型的方式在宅地的區分所有權事業以來，以匿名組合型的方式作為開發事業的資金調度案件增多。本案例即為東急不動產公司在取得公寓用地之後，在該地進行區分所有權事業，並根據事業費的一部份與投資者締結匿名組合契約，並完成資金調度。

1 用地取得 (1997 年 11 月)

2 匿名組合契約 (從 1998 年月 3 月開始到公寓出賣完)

以東急不動產與營業者、以投資者 (特定投資公司) 為出資者，互相締結以區分所有權事業為目的之匿名組合契約。東急不動產並以營業者的身分為公寓作企畫、開發、銷售的工作。

推定總事業費：41 億元 (土地原價、建物原價、銷售經費等)

3 接受出資金額：16 億 (預計為總事業費用的 40%)

預計東急不動產公司出資 60%，在必要時亦需由東急不動產公司追加出資。

4 開始建築 (1998 年) -- 開始販賣—竣工

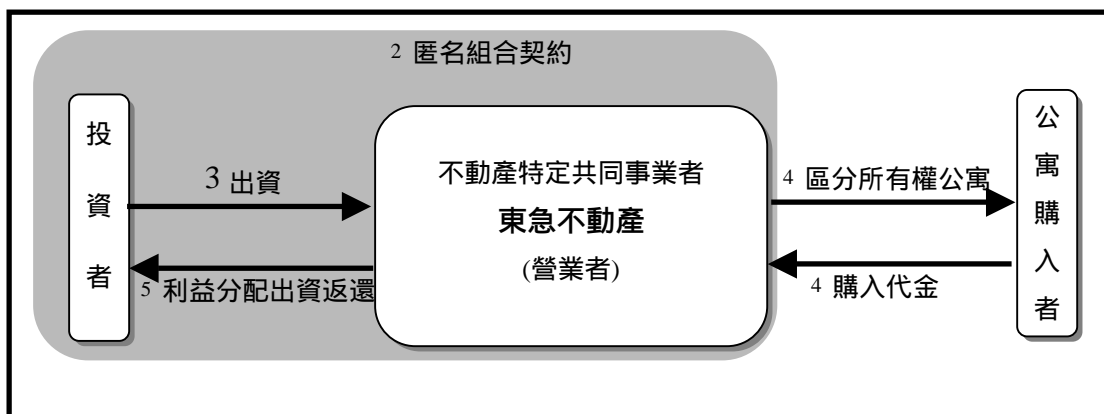
委託東急仲介販賣，出售所得則暫時以匿名組合的名義存入。

5 收益的分配

竣工交屋完了後，跟隨營業，從出售所得中扣除營業者的報酬，並根據出資比例分配與出資者 (出資返還、利益分配)

利益分配金額 = (銷售額 - 確定總事業費 - 營業者報酬) × 分配比例 (40%)

圖 3-7 匿名組合型方式的公寓開發事業的應用例



二、 資產流動化型 (資產信託) --SPC

(一) 立法架構

與資產流動化型證券化相關的法律有「資產流動化法」、「商法」與「有限公司法」、「特定債權事業事業規則法律」、「證券交易法」等。

資產流動化型的不動產證券化之操作，一般來說，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 (property management)，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。

此外，在資產流動化型的證券化中，以特定目的事業來說「資產流動化法 (SPC 法) 上特定目的公司 (TMK)」或「商法、有限公司法上的股份公司、有限公司」在實務上被運用。亦即在資產流動化型的證券化中，有兩種類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，主要包括對象資產的信託受益權化、破產隔離以及信用加強等。

1. 對象資產的信託受益權化：特定目的事業在取得資產前的階段，創始機構將不動產信託於信託銀行中，將信託受益權讓渡於特定目的事業的案例十分多，其原因主要在於避免增加稅賦 (取得稅、登錄證照稅)，或者是以信託受益權為原資產做為收益分配時，不動產特定共同事業並不須適用同法規定取得許可的規定。
2. 破產隔離：資產流動化型的證券化是依據資產本身的信用來執行資金調度，因此將創始機構 (originator) 的信用風險、破產風險從特定目的事業中獨立出來顯得十分重要。此外，也是為了避免投資者所投資的本金遭受破產而生的種種不利波及。
3. 信用加強：不動產證券化商品中，加強證券商品的信用能力以及為了提供適當的商品給投資大眾，信用加強變得十分地重要。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。

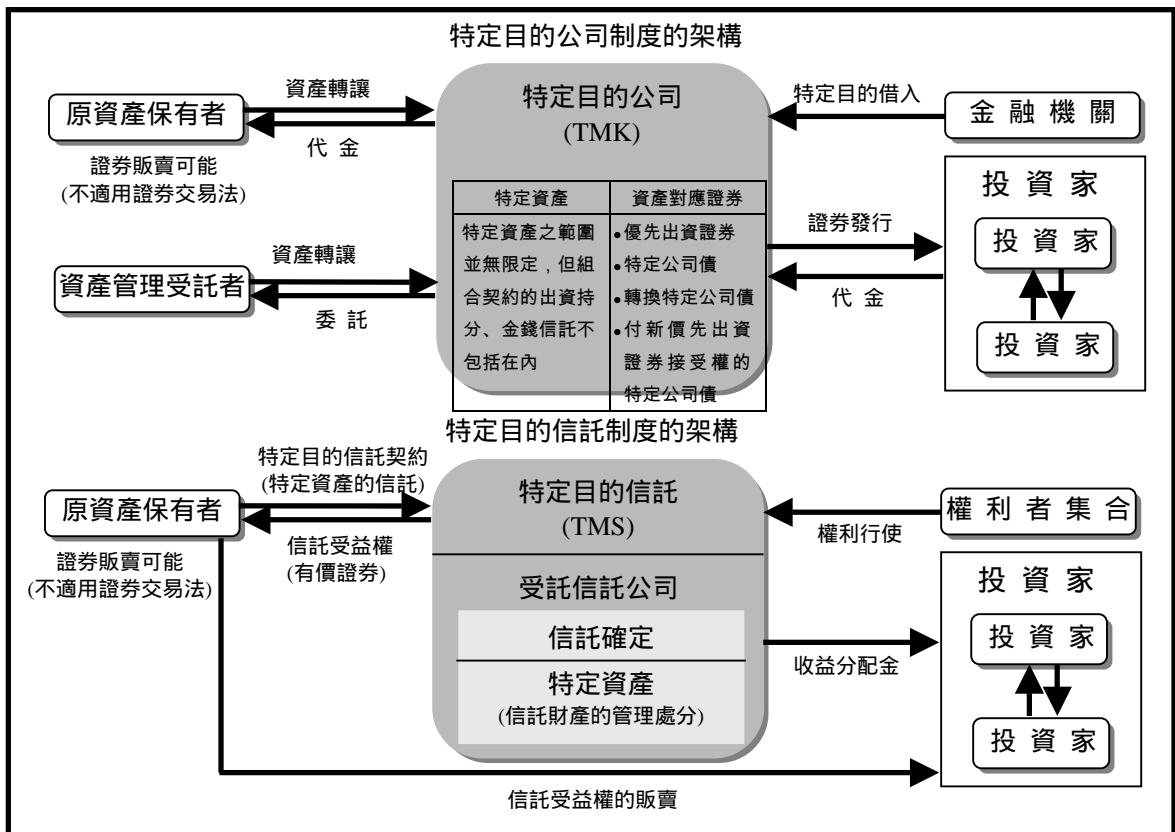
(1) 優先劣後構造：將發行的證券區分為「優先」與「劣後」，以此作為取得從資產而來的現金流量之權利與順序依據。

- (2) 資產保留：創始機構在讓渡資產時，由於自己保有一定的資產，現金流量不足時，由創始機構的持有部分來吸收此一風險，使得標的資產的信用得以加強。
- (3) 現金擔保：當對象資產而產生的現金流量不足時的現金擔保，此種方式有由創始機構負擔或由金融機關實施融資籌措資金等。
- (4) 第三者的保險或保證：即由損害保險公司或銀行等第三者擔任保險、保證。

(二) 資產流動化法 (SPC 法)

在資產流動化法中，保有特定資產發行證券的特定目的事業中，有特定目的公司(TMK，為了與特別目的公司 Special Purpose Company，SPC 區別以 TMK 表示)，以及特定目的信託 (TMS) 兩種可資運用 (見圖 3-8)。

圖 3-8 資產流動化法 (SPC 法) 的架構



1. 特定目的公司 (TMK--SPC)

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。

(1)概要

特定目的公司是為了資產證券化而設置特定目的事業，其原因乃較一般股份公司或有限公司的設置為簡單，資產的運營管理等業務也委託外部為之。此外從保護投資者的觀點來看，亦有許多規定限制，如：限制對象資產的範圍、必須製作資產流動化計畫的義務（以預防架構的變動）、特定目的公司的發行證券在證券交易法上為有價證券、規定詳細的資訊公開規則等。

(2)流程分成下列七個階段：

- 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的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。

(3)其他重要內容

如特定目的公司的業務、可發行的證券、證券募集方式、董事長與監察長、資產流動化計畫、特定目的的借款等。

2.特定目的信託（TMS--SPT）

特定目的信託是以資產流動化法為根據設定的信託，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：

- 1 特定目的信託的申請
- 2 特定目的信託契約

3 可發行的證券

4 資產信託流動化計畫

表 3-1 說明 SPC 法在 2000 年修法前後的主要事項。

表 3-1 2000 年之 SPC 法修正主要事項

主要修訂事項	修正前	修正後
擴大資產範圍	指名金錢債權 不動產 以及上述兩項之信託受益權	<ul style="list-style-type: none"> ● 擴大到一般的財產權 (組合契約的出資持分、金錢信託受益權除外) ● 關於組合出資，滿足以下條件時，可以出資： <ol style="list-style-type: none"> 1. 不動產特定共同事業法上的匿名、任意組合出資。 2. 不動產特定共同事業法上的任意組合出資 此兩者均非對象不動產變更型，且 SPC 也並非營業者、業務執行者
放寬業務開始之要件	金融再生委員會的登錄制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 事前向內閣總理大臣提出放寬申請 ● 在證券發行前購入特定資產時，關於資產對應證券的事項 (特定事項) 的資產流動化計畫可省略，同時業務委託契約書之附加書類的一部也可省略
資產流動化計畫之開放管制與改正變更手續	<ul style="list-style-type: none"> ● 必須記載定款 ● 登錄時必須附加資產流動化實施計畫 ● 變更資產流動化計畫必須獲得金融再生委員會的承認 	<ul style="list-style-type: none"> ● 定款事項記載取消 ● 不需資產流動化實施計畫 ● 僅在變更資產流動化計畫時，向內閣總理大臣提出 ● 變更原則上為社員總會的特別決議事項，對於反對變更的社員或債權者等利害關係人，出資買回與償還為必要
最低資本門檻	300 萬日元	10 萬日元
破產隔離措施	根據慈善信託在海外設立 SPC，此種 SPC 為特定出資的型態，在日本國內有許多此種案例。	因創設特定持分信託制度，日本國內的破產隔離架構雛形得以成立
優先出資之規定放寬	<ul style="list-style-type: none"> ● 原則不可以時價發行。 ● 減資僅在資產流動化計畫終了時才可被允 	<ul style="list-style-type: none"> ● 可以時價發行。 ● 在以下的場合中可以減資、撤銷： <ol style="list-style-type: none"> 1. 社員總會決議 2. 在訂定資產流動化計畫下，由董事長決定。

主要修訂事項	修正前	修正後
	許。	3.有訂定資產流動化計畫，由應當分配的利益中優先買回時。
發行證券的追加	優先出資證券 ● 特定公司債 ● 特定約束	除了左列兩項之外，轉換公司特定債、附有新優先出資的證券引授權之公司債
借入限制之放寬	只限於暫時的借入或資產價值的維持增加	只要滿足資產流動化計畫中記載事項的一定要件，可以特定目的借入的方法取得特定資產
信託型架構之導入	信託型不被許可	設置特定目的信託制度(TMS)，信託型的架構也成為可能。(TMS 的發行受益證券在證券交易法上為有價證券)

(三) 開發型證券化

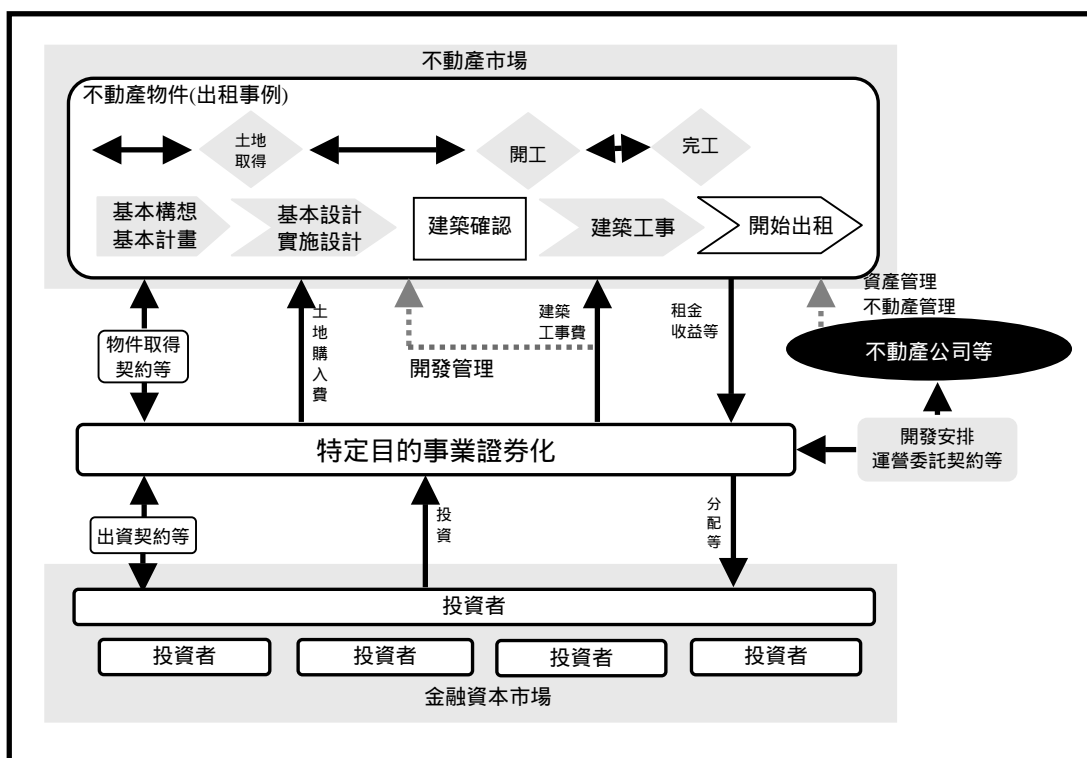
一般的資產流動化型證券化是以特定的資產型態存在，投資大眾並對資產價值及其所產生之現金流量為投資內容。「開發型證券化」雖然也是一種特定的資產型態投資，然而開發型證券在投資初期，由於物件仍在開發當中，並不存在不動產收益（以及現金流量），故投資大眾是對開發中的不動產將來收益與現金流量之期待進行投資。

近年在日本由於泡沫崩盤，日本經濟陷於長期的景氣低迷，此外，不動產的開發事業傾向大規模化、長期化等原因，使得開發商在欠缺資金單獨從事開發的情況之下，所負擔的風險相對之下大增。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。

日本開發型證券化的實施步驟，可分為土地購入前、土地購入後至建物開工前、建物開工前至建物竣工前等三階段來說明（如圖 3-9）。且在各個階段中，為了分散或降低可能發生的風險，建物的完成保證保險的擔保、確保事業收支上的現金保留等對策也必須被考慮到。

- 1.土地購入前階段：開始策劃基本構想、基本計畫，此時所有的風險為土地本身所存在的瑕疵風險，如土壤污染、或有埋藏物存在等。
- 2.土地購入後至建物開工前：此時期可能發生的風險為建築確認的許可風險、近鄰對策等的風險存在。
- 3.建物開工前至建物竣工前等：此時期開發商或綜合大型建設業著的破產風險等。

圖 3-9 開發型不動產證券化之示意圖



(四) 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。以下檢要說明不同類型實施案例。

案例一 高輪公寓特定目的公司 (見圖 3-10)

此案例為以實物不動產為特定資產，在 SPC 法商品中為第一號，此外依特定目的公司登錄亦屬第一號。

(1) 架構

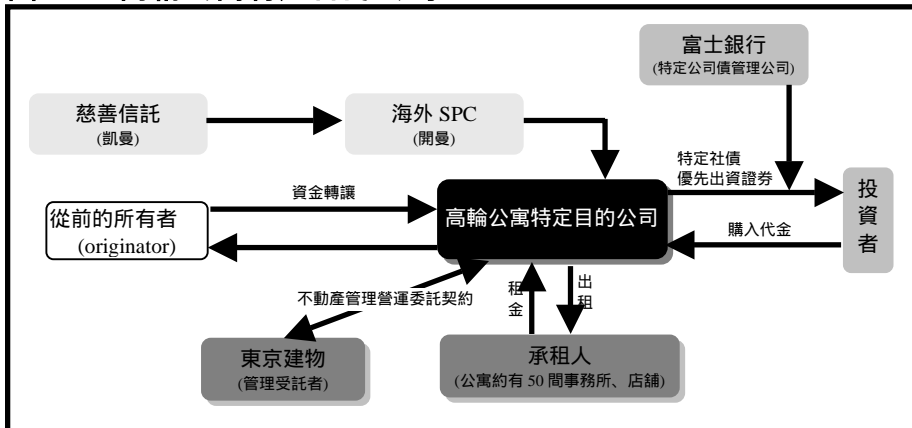
- 1 「東京建物」為發起人，在國內設立「高輪公寓特定目的公司」(以下簡稱 TMK)。此外，以慈善信託為有議決權的普通股東，以東京建物為無議決權優先股東在海外 (開曼群島) 設置 SPC。東京建物將所有的特定出資持分讓渡與海外 SPC。
- 2 東京建物對於以前的對象不動產所有者 (originator) 為當初的買者，不動產買賣契約書上的買主地位，以及和改修業者間的改修工程。
- 3 TMK 藉由證券發行與資金借入獲得資金調度，一方面可取得出賣主的特定資產，另一方面可支付相關費用、改修工事之代金等。

- 4 TMK 基於改修工事契約，對於對象不動產施予改修工事。
- 5 TMK 將對象不動產借與借貸人。
- 6 東京建物接受關於 TMK 之管理、處分受託業務，執行管理營運業務。
- 7 TMK 以租金收入為原資發行證券的利益支付、分配以及原本的償還。

(2)特定資產 (對象不動產)

在東京港區汐留的商務旅館。

圖 3-10 高輪公寓特定目的公司



案例二 RCC⁷所執行的舊長銀本店建築之證券化 (見圖 3-11)

整理回收機構 (RCC) 所管理的不良資產，受債務人之委託，透過證券化的方式換價處分不良資產。

(1)架構

- 1 創始機構 (債務者=特別清算公司) 將證券化業務委託於 RCC 公司。
- 2 RCC 將證券化的諮詢業務委託大和證券、三井住友銀行，RCC 則執行證券化的一切安排業務。
- 3 活用資產流動化法的架構
- 4 創始機構(債務者=特別清算公司)，並將該信託受益權讓渡與特定目的公司。
- 5 特定目的公司發行特定公司債、特定目的的借入，以及由優先出資 (發行優先出資證券)，為了該信託受益權的取得所執行的資金調度。

(2)對象資產 (特定資產)

藍蒂克大手町 (舊長銀本店建築)

所在地：東京都千代田區

基地面積：27913 平方公尺

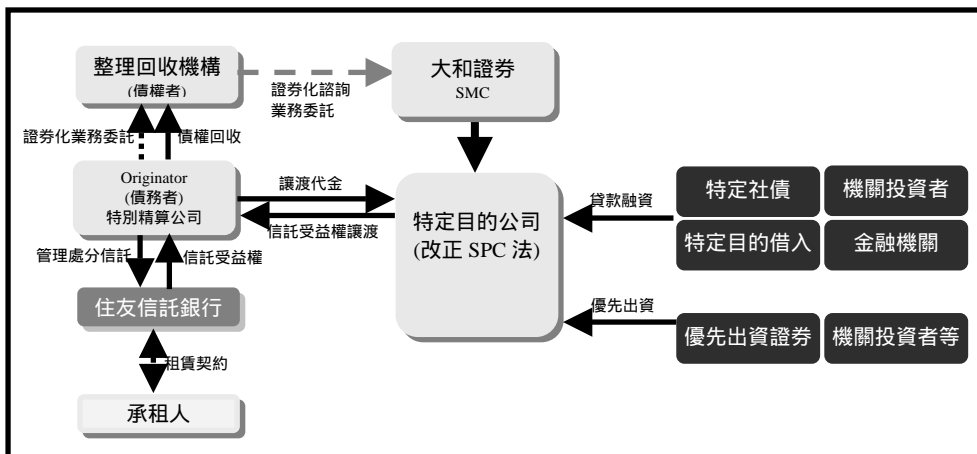
竣工時期：1961 年 (建築年數 39 年)

⁷ 日本 RCC 整理回收機構為 Resolution and Collection Corporation 之簡稱，此類似台灣的資產管理公司 (Asset Management Corporation, AMC)，專門處理負責不良資產 (NPL)。

改建時期：1994 年（改建後 6 年）

發行預定總額：400 億

圖 3-11 RCC⁸所執行的舊長銀本店建築之證券化



案例三 住宅型—特定目的公司（國有財產的證券化）⁹（見圖 3-12）

本案件為國有財產證券化的租賃型案件。TMK 取得既存的租賃物件共四棟，將資金收益充當原有資本之分配、支付利息等之用。

（1）架構

- 1 在國內設立特定目的公司後，發起人所有之特定持分全數讓渡與具有第三者身份的「開曼 SPC 公司」。
- 2 特定目的公司發行資產對應證券以及由借入等資金調度而來的資金為原有資本，從國家取得對象土地建物。由業務開始日繼承國有財產有償借貸契約的借貸人的地位。

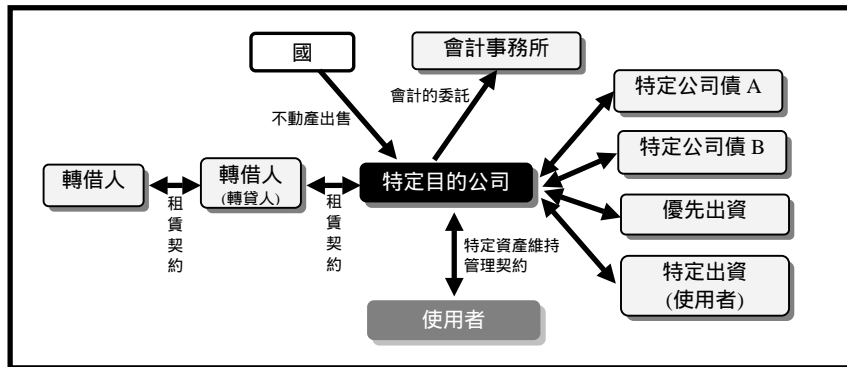
（2）特定資產

租借用的共同住宅共四棟，（在中野區、國立市、川崎市市川市四區）包含一部份的店舖。

⁸ 日本 RCC 整理回收機構為 Resolution and Collection Corporation 之簡稱，此類似台灣的資產管理公司（Asset Management Corporation, AMC），專門處理負責不良資產（NPL）。

⁹ 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。

圖 3-12 住宅型—特定目的公司 (國有財產的證券化)



案例四 UDX 特定目的公司 (開發型不動產證券化案件) (見圖 3-13)

(1) 架構

- 1 UDX 特定目的公司 (以下簡稱 UDX) 從東京都公開拍賣秋葉原車站前的都有地中，從東京都政府取得該地所有權。購買土地的成本和施工各種費用之融資管道如圖所示：以特定目的貸款，向多數金融機關協調取得融資，此外亦以優先出資的名義向 NTT 都市開發和鹿島公司調度取得資金。
- 2 取得開發相關的許、認可之後，UDX 實施再融資到竣工開業之前的事業費，預計從特定目的借入、特定公司債、優先出資等方式調度取得資金。
- 3 NTT 都市開發以及鹿島在建物竣工、轉讓前的開發業務及開業後的不動產管理業務等，基於從 UDX 委託的契約而執行。
- 4 開業後，從借貸人收取而來的租金用以支付原本之利息，以及執行利益分配等。

(2) 特定資產

秋葉原車站附近的土地區劃整理事業地內的土地及其土地上建設事務所、店鋪、IT 中心、停車場等建物。

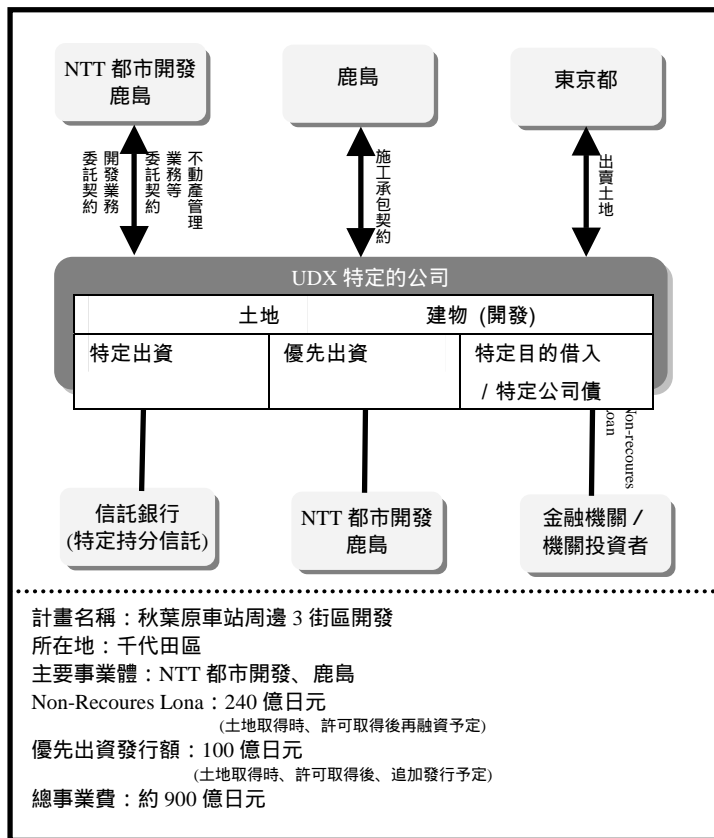
土地面積：11547 平方公尺

建物規模：地上 22 樓地下 3 樓，樓地板面積約 16 萬平方公尺。

預定工期：2003 年 8 月動工

2006 年 3 月竣工

圖 3-13 UDX 特定目的公司 (開發型不動產證券化案例)



三、資產運用型 (投資信託) --J-REIT

(一) 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。對投資者而言，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。

(二) 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：指定型委託者之投資型信託與非指定委託者之投資型信託。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)¹⁰；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。

A. 投資信託法中的規定的三種制度

3. 投資信託制度

- (1) 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。
- (2) 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。

¹⁰ 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。

在投資信託委託法中對於投資信託委託業者的內容也有明確的規定。投資信託業者為執行關於信託財產或投資法人的資產運用者，如投資信託委託業（投資信託制度中委託者指定型投資信託的情況）和投資法人資產運用業（投資法人制度的情況）。有關投資信託業者的認可順序、主要認可基準、以及拒絕的主要認可基準、委託業者之主要禁止行為內容的概要等，如表 3-2 所示。

- 1.業務內容：在不動產投信中，除了關於不動產的取得、轉讓或不動產的租借、管理等的判斷、執行任務之外，申報或獲得許可等也可兼業之。
- 2.許、認可：關於執行投資法人等的資產運用業務，必須取得由內閣總理大臣對於「投資信託委託業者」的認可規定，規定內容有財務要件、人的構成要件等。此外，投資信託業者在以不動產等為主要運用對象的情況下，必須取得宅建業的許可，以及基於宅建業法有關交易負責代理¹¹的認可才得執行業務。
- 3.義務、行為準則：投資信託委託業者對於受益者或投資法人負有忠實義務、善盡管理注意義務等明文規定。根據 2000 年的修正法中又加入因怠惰職務而損害受益者或投資法人時，負損害賠償的責任，將受託者的責任範圍更為明確化。
- 4.關於業務之再委託：投資信託委託業者可以將其有關於信託財產或運用資產的運用權限之全部或一部份委託他投資信託委託業者或信託公司，亦即在投資信託制度中承認信託業務的再委託。但在投資法人制度中，則不允許有關資產運用權限之全部再委託。

¹¹ 在改正前的宅建業法當中，在具體的交易物件尚未被決定的階段，因無法做出包括代理契約（白紙委任），無法順利的運用基金。因此在投信法改正時，處於關連法地位的宅建法也在相關內容作改正，即承認「交易負責代理」，並有相關的內容規定。

表 3-2 投資信託委託業者的許、認可基準等

認可順序	<ol style="list-style-type: none"> 1.宅建業許可取得 2.根據宅建業之交易，負責代理之許可（國土交通大臣） 3.基於投信法的委託業者之認可（內閣總理大臣）
主要認可基準	<ol style="list-style-type: none"> 1.財產基礎及預期收支 <ol style="list-style-type: none"> 1 資本金一億元以上 2 純資產額在預期收支期間中不低於一億日元的水準 3 預期收支期間內，當期的純損益為正 4 從許可日開始六個月以內，締結資產運用委託等契約 5 預期設立執行受益證券的募集收取之證券公司 2.知識、經驗以及公司之信用 <ol style="list-style-type: none"> 1 必須具備在經營體制、投資法人等的資產運用等相關業務運用之業務運用體制、直接募集體制、投資證券募集等的體制、人事和經營管理體制、投資法人等的資產運用以及其他相關公司內部檢查體制等上述業務之執行能力 2 須具備足夠運用對象資產的知識與經驗 3 具備直接募等的足夠知識與經驗 4 有足夠的投資法人資產計算事項之相關人員與體制 5 運用資產中含有有價證券時，相關的管理責任者、規則、體制等有適切的規定 6 委託業者具有公正且適格的業務執行能力
拒絕的主要認可基準	<ol style="list-style-type: none"> 1.非股份公司 2.資本額未滿一億日元 3.未取得宅建許可的股份公司（包含運用不動產的資產） 4.未取得宅建業法上的交易負責代理的許可（以不動產為主要運用資產的狀況）
委託業者之主要禁止行為	<ol style="list-style-type: none"> 1.委託業者或其董事長和基金之間交易（有部分例外） 2.和指名或運用的基金間交易（有部分例外） 3.以與一般相異之條件，且使得受益者或投資法人的利益受到損害之交易 4.利害關係人等在以下的情況下，對於受益者或投資法人等的利益有所損害之交易： <ol style="list-style-type: none"> 1 投資信託業者→其受益者或投資法人 2 宅建業者→該顧客 3 不動產特定共同事業→該事業參加者等 5.為取得利害關係人等之利益，損害受益者或投資法人利益之交易 6.為求取證券公司、登錄之金融機關、宅建業者、銀行等的利害關係人之利益，從事不必要的交易

B.投資信託法中有關投資法人的架構規定

投資法人主要為對於特定資產投資運用為目的，所成立的社團，雖然具有法人的資格，但是並無具備超過資產運用以外的權限。此外，並禁止設置本店以外的營業所，以及雇用其他使用人等，資產運用獲資產保管等實際業務均必須委託外部的專業者執行之，可以說僅是資產集合體的容器。但在投資法人中，因為具有監視資產運用狀況的機能，設置有投資者總會、社員大會機制來管制監督投資行為，並將投資者視同與股份公司之股東相當，這也是投資信託制度中所沒有的架構。

C.投資信託法中有關投資法人的業務規定

1.業務範圍：投資法人不能執行資產運用以外的營業行為，資產運用的交易必須在規約中規定的運用對象以及方針之範圍內。有關特定資產以外的交易，如取得或轉讓之交易行為是被認可的，但是實質的業務不能夠委由外部執行。

2.業務的外部委託

- ①資產保管公司：為執行關於投資法人的資產保管業務之法人，且必須與自己固有的財產分別保管。如：信託公司、證券公司等。
- ②一般事務受託公司：負責投資信託業者與資產保管公司所執行業務以外的範圍，如投資個人與投資法人的資金募集、投資證券的發行、會計帳簿的做成等。
- ③投資法人資金管理公司：執行關於債權人的償還受領、債權的保全以及其他投資法人資金的管理。投資法人原則上在投資法人資金的募集時，必須委託投資法人資金管理公司進行相關業務。且投資法人資金管理公司必須是銀行、信託公司、附擔保公司債信託法中取得許可的公司。

D.投資法人制度中有關投資者保護的相關規定

- 1.忠實義務、善管注意義務：忠實義務指的是為了受益者（信託受益者）或投資者，附有忠實的行動義務；而所謂的善管注意義務指的是應盡到專業者應注意的行動之義務。
- 2.投資法人資產運用業的行為準則：在投資信託委託業者執行資產運用業務時，有礙適當運作或對於投資者有欠缺保護的行為時，如：違反基本行為、兼營業務等，均有明文的禁止規定。

- 3.管理機能：在集團投資的架構之中，投資機構自己選擇投資事業的參加者，應成立統治與責任相關機構。此一機構必須具備有「議決權的行使」、「根據投資證券的出賣、變賣的權利行使」、「由外部第三者實施檢查」等的具體執行型態。
- 4.監督監察：有由來自於監察人的監查，以及金融廳定期依據所公布的檢查手冊進行檢查。另外在投資法人的情況，是和商法中一般的股份公司之股東之股東總會所負有的權利相當，在投資人總會中的投資人具有議決權的行使權利，且對於投資法人的監督也有相當的規定。
- 5.資訊揭露：投資信託法中有關資訊揭露的規定，均適用於投資信託商品中；此外根據證券交易法中有關發行時的資訊揭露，與運作中的資訊揭露之規定為適用於一般投資的募集商品；另外根據自主規範團體的自主規定，基本上針對所屬團體之投資信託委託業者進行規範。以下針對投信法以及證券交易法中有關資訊揭露的規定，敘述如下：

- 1 投信法中的資訊揭露主要有兩部分：投資法人對投資者的資訊揭露以及投資信託業者對投資法人的資訊揭露兩方面的規定。前者的規定在於投資法人需將資金運用成果告知現投資者，以及在投資者執行監查時所必要的資訊揭露。具體的規定如：決算期間結束後，投資法人必須將資產運用報告書，或會計相關資訊告知現有投資者，並且通知召開投資者總會及相關文件內容。後者的規定在於投資信託委託業者必須每三個月一次以上向投資法人告知資產運用交易的內容，在特別重要的交易中，有關與利害關係人的交易，出賣特定資產的價格等的交易狀況均需報告。(見圖 3-14、3-15)

圖 3-14 關於資訊揭露之限制、自主限制

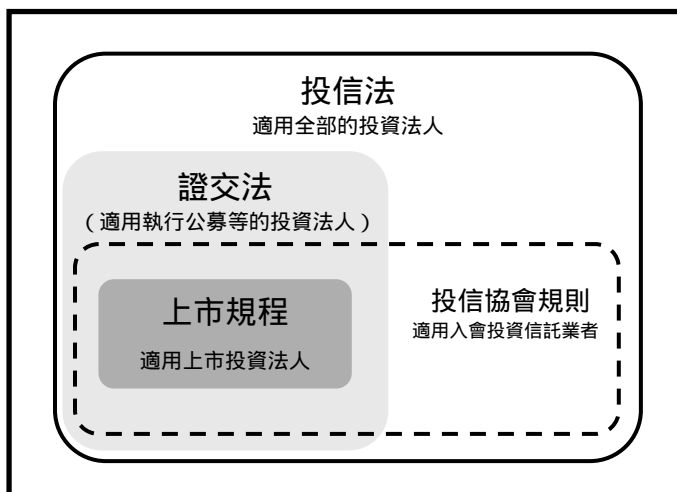
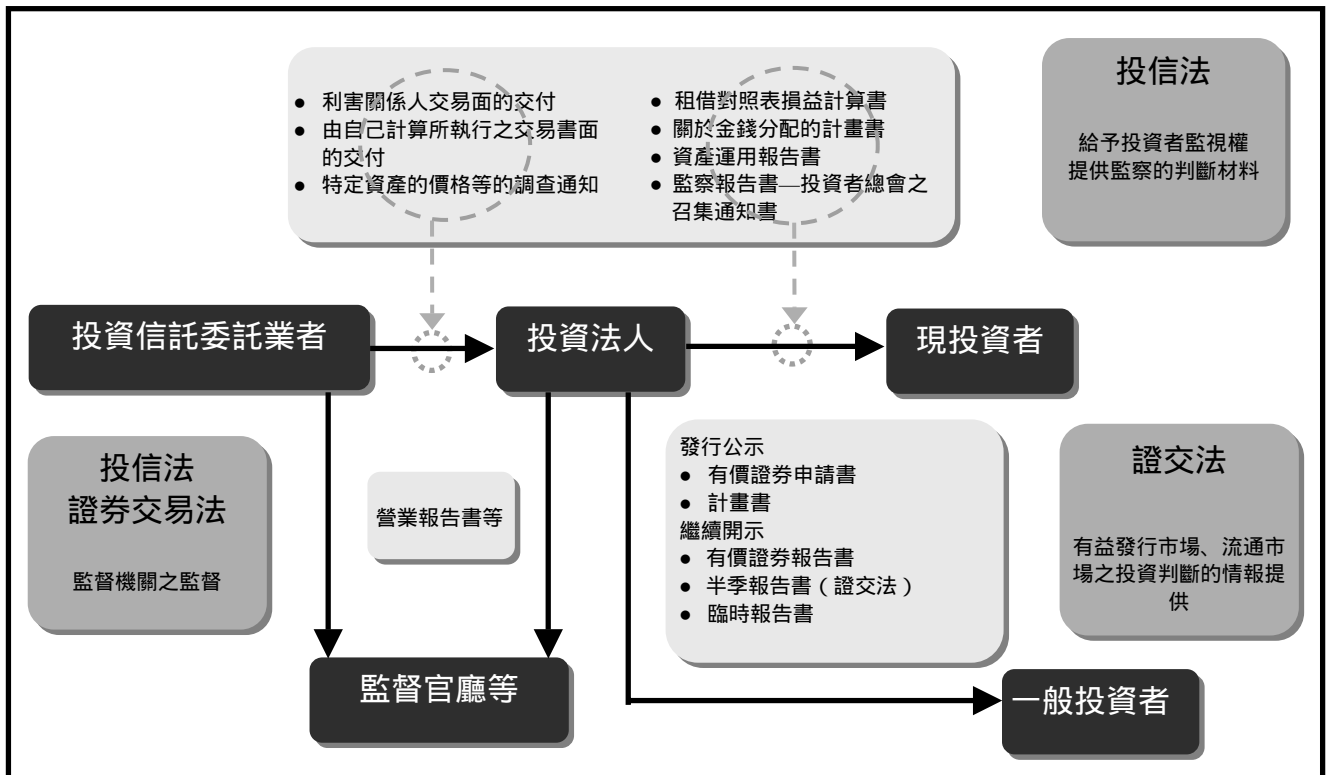


圖 3-15 資訊揭露之書面內容



2 證券交易法中的資訊揭露主要有三部分：企業內容等的資訊揭露、發行的揭露與繼續揭露、特定有價證券的公開。

a. 企業內容等的資訊揭露：由 1998 年 6 月公布的「金融系統改革法」規定，證券投資信託適用證券交易中有關企業內容的公開規定，有關有價證券的申報書、有價證券報告書等有向該主管提出或供公眾閱覽的義務，證券募集或出賣時，必須有向投資者提交計畫書的義務。

b. 發行的揭露與繼續揭露：「發行的揭露」指的是投資證券或投資法人資金的募集或出賣時，必須在發行市場中提供必要的資訊以作投資判斷。如：「有價證券申請書」、「發行登錄書」、「計畫書」。而，「繼續揭露」則指在流通市場中必須提供必要的資訊以作為投資判斷。如：「有價證券報告書」、「每半季的報告書」、「臨時報告書」等。

c. 特定有價證券的公開法令：關於計畫書等在資訊公開法令中有詳細的規定。

6. 投資信託委託業者的價格調查

在投信法中，投資信託委託業者發生關於特定資產（除有價證券外）的交易（不動產買賣等）時，第三者（律師、會計師、不動產鑑定士）應調查該特定資產的價格，若是不動產的情況，則必須由不動產鑑定士調查。因為有這些規定的原因，在 2000 年 12 月日本不動產鑑定協會中公布該鑑定評價的注意事項，並且在 2001 年 3 月日本會計師協會公布關於該調查的實務指導方針。

7.東京證券市場的上市基準

由於投資信託法的改正，2001年(平成13年)3月1日，東京證券交易所創設了「不動產投信(REIT)市場」，其相關的上市審查基準、上市廢止基準、適時開示基準等規定內容。(見表3-3、3-4)

J-REIT 為了要明確投資對象在能實際發生收益的不動產，並對不動產收益之安定性、確保資產規模、和投資者數目在一定以上之流動性確保等的要求，作了許多有關的規定。例如：基金資產的大部分(總資產之75%以上)必須為不動產、總資產中必須有50%的租賃事業收入為從不動產而來之收益或預計收益，限制現金和與現金同等物之不動產以外的資金，確保總資產在50億日元以上，到上市之時投資人數需在1000人以上等條件。此外，若未達上述相關條件的情況，則有廢止上市的規定。

若發生必須告知投資者重要事項時，上市公司必須適用適時的資訊揭露相關基準規定，也就是不僅是投資法人、投資信託委託業者也必須適用，此點與一般的股份公司有所不同。

另外在2002年5月東證將制度信用交易及租賃交易導入於不動產投資信託證券之中。

表 3-3 東證上市基準之概要—上市審查基準與廢止基準

主要項目	上市審查基準內容	上市廢止基準內容
不動產的比率	在運用資金時，不動產的比率預估佔75%以上	未滿75%時，在一年以內未達到75%以上
不動產等以外的資產	不動產等以外的資產、不被認定為算定結果之不動產部分，預計僅限於現金和現金同等物	現金及現金同等物消失的情況
運用資產等的收益性	運用資產時，有租賃事業收入，在一年以內預計不會出賣的比率有50%以上	未滿50%時，或一年以內未達50%
運用公司的適格性	執行資金運用的投資信託業者或信託公司等，為投資信託協會的成員	已不為投資信託協會的會員(預計再度入會或變更運用公司者除外)
上市口數	預計4,000口以上	未滿4,000口的情况
純資產額	預計在10億日元以上	未滿5億日元、或一年以內未達5億日元以上
總資產額	預計在50億日元以上	未滿25億日元、或一年以內未達25億日元以上
返還	原則依據規約，投資者無法請求返還(封閉型)	變更規約使得投資者得請求返還
每一口的純資產	預計在5萬日元以上	---

投資者	到上場時，預計大口投資者之上市投資口數在 75%以下，投資者的人數預計在 1000 人以上	---
買賣之上漲	---	最近一年之買賣上漲未滿 20 口時
運用公司的廢業、解散、處分等	---	投資信託業者的認可失效時、或者認可被取消時（他業者能繼續運用者除外）

表 3-4 J-REIT 適時的公布基準

主要項目	內 容
委託投資信託業者	在以下的情況下，公布該資訊內容： 1.投信委託業者的合併、公司分割、解散、營業的全部轉讓、資產運用業的廢止 2.被指定業務改善 3.在上市廢止規定中，在投信委託業者中發生上市廢止的原因事實 4.關於他投信委託業者的營運中，有重大事實發生並對投資者的投資判斷有顯著影響
投資法人	發生下列情形時，必須公布資訊 1.決定投資口的合併、分割、追加發行、出賣時 2.決定投資法人債的募集或資金借入時 3.決定規約變更時 4.決定投資法人的合併、解散、破產、再生手續開始 5.被命令業務改善 6.在投資法人有發生上市廢止的原因事實 7.純資產額的額度有可能低於基準純資產額時 8.其他有關投資法人的營運之重大事實，足以影響投資者的投資判斷
損害的發生	在運用資產時，因災害或劣化等原因所發生的損害，預計達純資產額的 3%以上
因移轉而生的利益或損失	移轉運用資產的同時，當期利益的增加或減少額度，預計相當於 30%以上的額度
移轉或取得	運用資產的移轉價格或取得價格，在移轉時接近營業期間的末日的價格是同日的純資產額的 10%以上的額度時，取得情況是取得價額當時營業期間的末日的純資產額的 10%以上的總額
損益或分配金的差異	關於基金的當期利益和金錢的分配，比較最近的預測值下，發生新計算的預測值與該營業期間的決算之間有所差異時（當期利益為 30%以上的差距、金錢分配為 20%以上的差異時）
清算情況	關於營業期間和中間營業期間，該基金清算內容決定的情況

(三) 實施成果 (J-REIT 的投資市場與商品)

1.J-REIT 市場的概要

2001 年 9 月日本建物基金投資法人、日本不動產投資法人兩家股票在東京證券交易所上市，開始了日本的 J-REIT 市場。到 2003 年 3 月，六個公司上市，2003 年 4 月到 2004 年 3 月，又有六家上市。到 2004 年 3 月為止上市的公司已多達 12 家，各家的上市情形如表 3-5 所示。

J-REIT 所使用的指數為 2003 年 4 月公布的「東證 REIT 指數」。此指數將上市的 J-REIT 的價格，依上市口數予以權重。東證指數之中又包含無股利股息指數 (僅有投資單價的變動反應) 以及有股利股息指數兩種。

從上市 J-REIT 的價格來看，整體呈上升的趨勢。此外，2004 年底之投資單價與 2004 年 1 月到 3 月投資口的價格上昇率也是上升的趨勢(見圖 3-16 表 3-6)

圖 3-16 上市 J-REIT 的價格趨勢

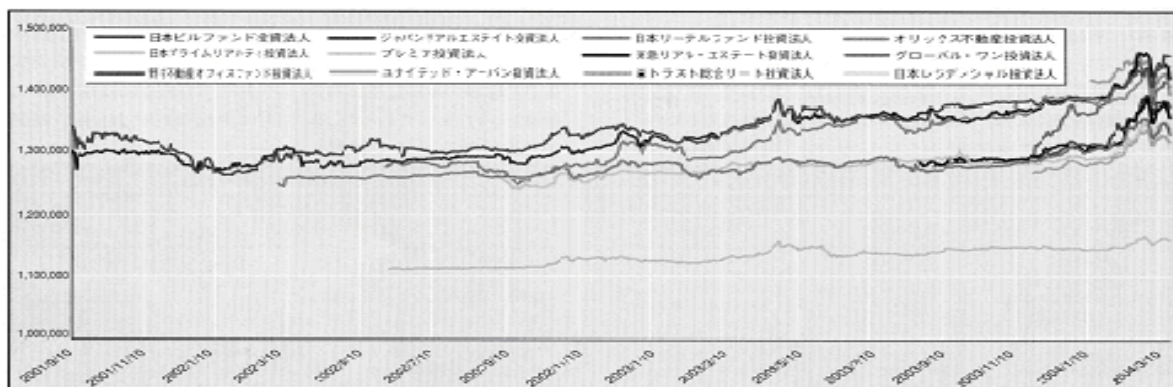


表 3-6 投資單價上升率

投資法人名	投資單價 (2003 年 12 月末)	投資單價 (2004 年 3 月末)	投資單價上升率 (2004 年 1 月~2004 年 3 月)
日本建築物基金投資法人(NBF)	688,000	785,000	114.10%
日本不動產投資法人(JRE)	678,000	830,000	122.42%
日本零售基金投資法人(JRF)	689,000	769,000	111.61%
Oryx 不動產投資法人(OJR)	522,000	645,000	123.56%
日本 prime-reality 投資法人(JPR)	265,000	294,000	110.94%
Primal 投資法人(PIC)	517,000	628,000	121.47%
東急不動產投資法人(東急 RE)	540,000	699,000	129.44%
全球第一不動產投資法人(GO)	578,000	775,000	134.08%
野村不動產辦公基金投資法人(NOF)	530,000	708,000	133.58%
United-Urban 投資法人(UUR)	485,000	610,000	125.77%
森信託總合 REIT 投資法人(森トラス)	--	809,000	--
日本住居投資法人(日レジデンス)	--	619,000	--
實價總額合計			

有關 J-REIT 的報酬和風險，若依據東證 REIT 指數（含股利股息）、東證マザーズ指數（含股利股息）、東京日經指數（TOPIX）（含股利股息）、不動產業股票指數（含股利股息）等各家指數的日次收益率（連續複利基礎日率表示）¹²，亦即營業當日的全營業日對日次收益率可以得到幾個結果。東證 REIT 指數（含股利股息）的標準偏差最低，因此可得到 J-REIT 為一有穩定收益及低風險的投資商品；雖然可以預期在長期下並不能得到較高的報酬，但在 2003 年 10 月到 2004 年 4 月，J-REIT 比 TOPIX（含股利股息）的風險還要低，並得到較高的報酬平均值（見圖 3-17~3-19）。

¹² 各指數的日次收益率（連續複利基礎日率表示）的算出方法（當營業日的全營業日對日次收益率）= \log （當營業日的價格）- \log （全營業日的價格）

圖 3-17 2003 年 4 月 ~2004 年 4 月

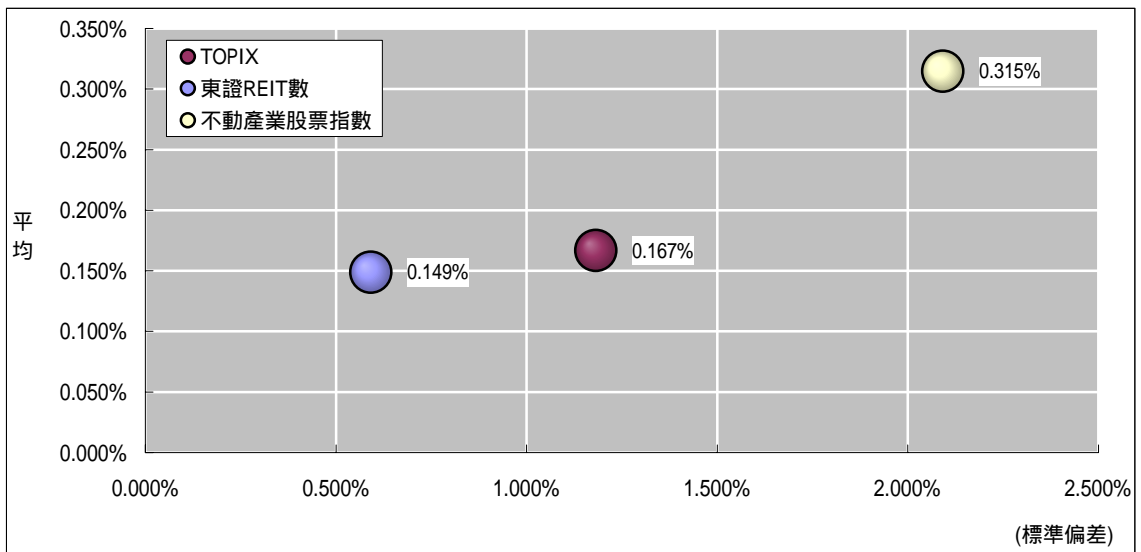


圖 3-18 2003 年 4 月 ~2003 年 9 月

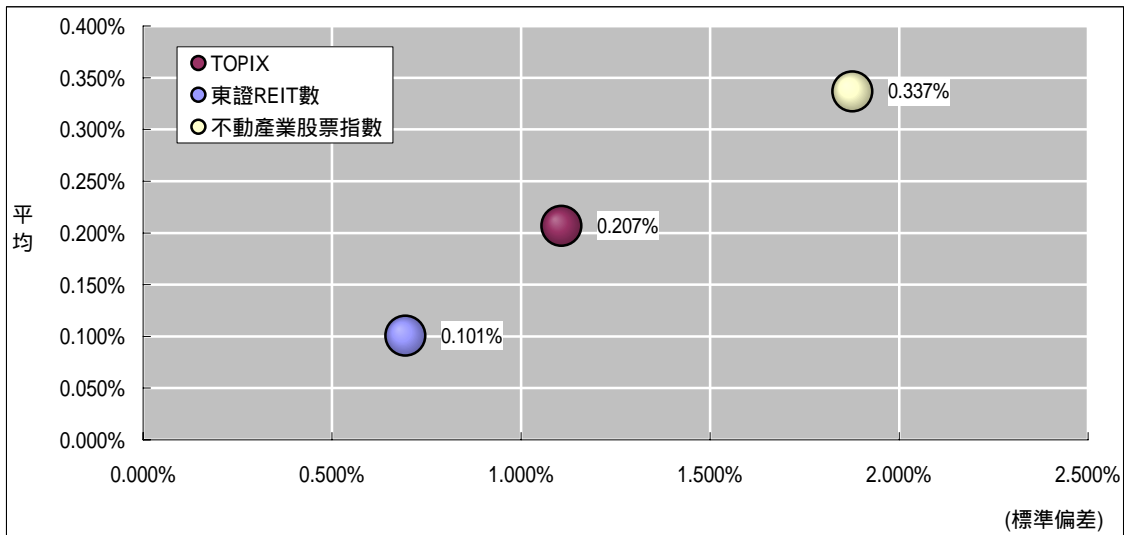
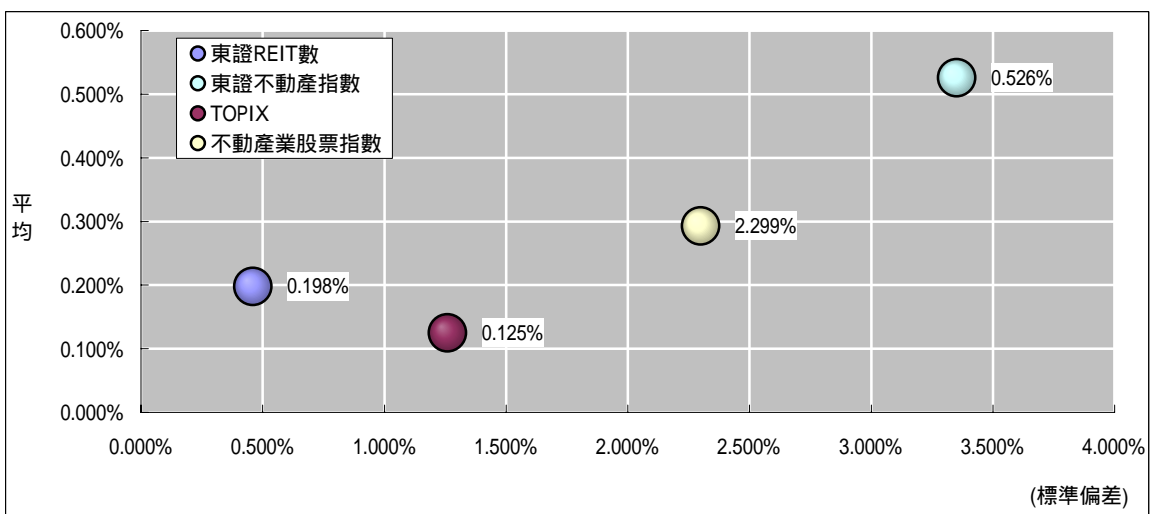


圖 3-19 2003 年 10 月 ~2003 年 3 月



J-REIT 的時價總額在 2001 年 9 月兩家公司上市之初，約有 2600 億日元，在 2003 年 3 月底已達一兆三千億日元，一年間時價總額約擴大了 2.45 倍。J-REIT 急速擴大的理由主要有上市公司的增加（從六家到十二家）、既存公司規模的擴增（既存公司的時價總額增加 30% 以上）等。

在 J-REIT 的取得資產狀況中，以 J-REIT 的保有銀行存款餘額來說，從 2001 年 9 月的 3212 億日元，到 2004 年 3 月達到一兆 5726 億日元。此外 J-REIT 的資產構成狀況來看，以 2004 年 3 月的公開評價額為基礎，資產類別的保有型態的保有資產構成（全部公司合計）分別為：辦公室的比率最高（73.54%），順次為商業及店鋪（18.76%）、住宅（5.12%）及其他（2.58%）（見圖 3-20）。有關 J-REIT 的運作率來說，不論是辦公室（95.0%）、商業及店鋪（99.9%）、住宅（94.5%）以及其他（99.0%）物件均十分高。

圖 3-20 不動產類型類別

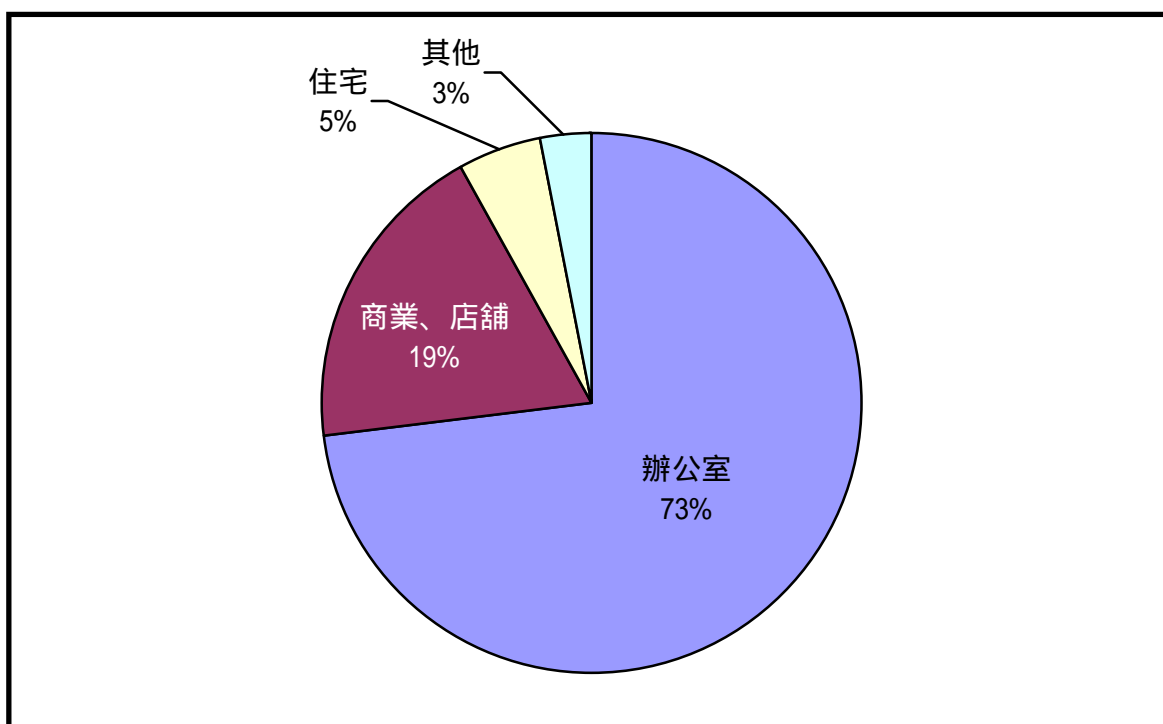


表 3-5 12 家上市的 J-REIT 一覽表

名稱	日本建築物基金投資法人(NBF)	日本不動產投資法人(JRE)	日本零售基金投資法人(JRF)	Oryx 不動產投資法人(OJR)	日本 prime-reality 投資法人(JPR)
特色	辦公大樓運用型 (都心五區中心)	辦公大樓運用型	商業設施運用型	首都圈特化型 (運用資產為總合型)	全國分散型 (運用資產為辦公大樓、商業設施)
所在地	東京都中央區八重洲 2-7-2	東京都千代田區丸之內 3-3-1	東京都千代田區紀尾井 町大樓	東京都港區濱松町 2-4-1	東京都中央區八重洲 1-9-9
設立年月日	2001.3.16	2001.5.11	2001.9.14	2001.9.10	2001.9.14
上市年月日	2001.9.10	2001.9.10	2002.3.12	2002.6.12	2002.6.14
決算期	6 月末、12 月末	3 月末、9 月末	2 月末、8 月末	2 月末、8 月末	6 月末、12 月末
投資口時價總額 (2004 年 3 月底時點)	220,350 百萬日元	216,132 百萬日元	168,797 百萬日元	113,115 百萬日元	126,420 百萬日元
投資單價 (2004 年 3 月底時點)	785,000 日元	830,000 日元	769,000 日元	645,000 日元	294,000 日元
發行完畢之投資口數 (2004 年 3 月底時點)	280,700 口	260,400 口	219,502 口	175,312 口	430,000 口
主要物件	JFE 建築物、芝 NBF 城、新宿三井大樓二號館	涉谷成衣城、三菱總合研究所大樓、名古屋廣小路大樓	奈良我家、大阪心齋橋大樓、博多力百萊因/超級名牌城	成衣大樓、landing 赤阪大樓、Oryx 池袋大樓	兼松大樓、克拉來寧大樓、神南一丁目大樓
運用公司之主要股東	三井不動產(股)、住友壽險(相)	三菱地所(股)、東京海上火災保險(股)、第一壽險(相)、三井物產(股)	三菱商事(股)、UBSAG	Oryx (股)	東京建物(股)、明治安田壽險(相)、大成建設(股)、安田不動產(股)、日本損害保險(股)

續表 3-5 12 家上市的 J-REIT 一覽表

名稱	Primal 投資法人 (PIC)	東急不動產投資法人 (東急 RE)	全球第一不動產投資法人 (GO)	野村不動產辦公基金投資法人(NOF)
特色	首都圈特化型 (運用資產為辦公大樓、複合型住居)	首都圈特化型 (運用資產為辦公大樓、商業設施)	辦公大樓運用型 (三大都市圈)	辦公大樓運用型 (東京都心、首都圈)
所在地	東京都港區西麻布 1-2-7	東京都涉谷區南平台町 2-17	東京都千代田區麴町 4-1	東京都新宿區西新宿 8-5-1
設立年月日	2002.5.2	2003.6.20	2003.4.16	2003.8.7
上市年月日	2002.9.10	2003.9.10	2003.9.25	2003.12.4
決算期	四月末、十月末	一月末、七月末	三月末、九月末	四月末、十月末
投資口時價總額 (2004 年 3 月底時點)	49,863 百萬日元	68,502 百萬日元	37,510 百萬日元	105,209 百萬日元
投資單價 (2004 年 3 月底時點)	628,000 日元	699,000 日元	775,000 日元	708,000 日元
發行完畢之投資口數 (2004 年 3 月底時點)	79,400 口	98,000 口	48,400 口	148,600 口
主要物件	Landing 第二新橋大樓、神奈川科學城 R&D 棟、landing 新橋大樓	りそな、丸葉大樓、世田谷商業廣場、QFRONT	大手町第一資產、スフィア城天王洲、近鐵新名古屋大廈	新宿野村大廈、イトーピア日本橋本町大廈、TT ランディック東洋町大樓
運用公司之主要股東	KEN-cooperation (股)、日興大樓 (股)、中央三井資產管理 (股)、三井住友海上火災保險 (股)	東京急行電鐵 (股)、東急不動產 (股)	日本 JMAC 廣告 (股)、進畿日本鐵道 (股)、明治安田壽險 (相)、東京三菱銀行 (股)、三菱信託銀行 (股)	野村不動產 (股)

續表 3-5 12 家上市的 J-REIT 一覽表

名稱	United-Urban 投資法人 (UUR)	森信託總合 REIT 投資法人 (森トラス)	日本住居投資法人 (日レジデンス)
特色	總合型 (商業、旅館、辦公室大樓、住居)	總合型 (商業、旅館、辦公室大樓、住居)	住居特化型
所在地	東京都港區虎之門 4-1-20	東京都港區虎之門 1-25-5	東京都千代田區永田町 2-11-1
設立年月日	2003.11.4	2001,10,2	2002.12.6
上市年月日	2003.12.22	2004,2,13	2004,3,2
決算期	5 月末、11 月末	3 月末、9 月末	五月末、十一月末
投資口時價總額 (2004 年 3 月底時點)	51,080 百萬日元	129,440 百萬日元	31,496 百萬日元
投資單價 (2004 年 3 月底時點)	610,000 日元	809,000 日元	619,000 日元
發行完畢之投資口數 (2004 年 3 月底時點)	83,738 口	160,000 口	50,882 口
主要物件	新宿華盛頓旅館本館、大業碑文谷、Join-park 泉丘	日立本社大廈、日產自動車本社大樓新館、三田 MT 大樓	紅蓮公園櫻丘、太平洋住居文京音羽、紅蓮新川
運用公司之主要股東	トリンティ・インベストメント・エル・エル・シー、丸紅(股)、アンブロウズ資産有限東京支店(股)、大和壽險(股)、極東證券(股)	森トラス(股)、巴而可(股)、日本損害保險(股)、三井住友銀行(股)、UFJ 銀行(股)、みずほ cooperator 銀行(股)	太平洋管理(股)、第一人壽(相)、日本摩根史坦利資産(股)、東京三菱銀行(股)、三菱信託銀行(股)、住友貿易(股)、小田急不動産(股)

表 3-6 投資單價上升率

投資法人名稱	投資單價 (日元) (2003 年 12 月底)	投資單價 (日元) (2004 年 3 月底)	投資單價上升率 (2004 年 1 月— 2004 年 3 月)
日本建築物基金投資 法人	688,000	785,000	114.10%
日本不動產投資法人	678,000	830,000	122.42%
日本零售基金投資	689,000	769,000	111.61%
Oryx 不動產投資法人	522,000	645,000	123.56%
日本 prime-reality 投 資法人	265,000	294,000	110.94%
Primal 投資法人	517,000	628,000	121.47%
東急不動產投資法人	540,000	699,000	129.44%
全球第一不動產投資 法人	578,000	775,000	134.08%
野村不動產辦公基金 投資法人	530,000	708,000	133.58%
United-Urban 投資法 人	485,000	610,000	125.77%
森信託總合 REIT 投資 法人	-----	809,000	-----
日本住居投資法人	-----	619,000	-----

四、小結

從本章對日本三類型不動產證券化三年多來實施經驗的探討中，我們可以瞭解到日本每種類型均已有不少案例可供參考，由於各種類型的發展背景、相關法令與利弊得失不盡相同，而各類型產品目前均有其市場，可供我們台灣進一步學習參考。

不動產特定共同事業型 (Syndication) 屬於契約合夥方式，其組成規模較小且較為容易，但其分散風險能力及市場影響力相對較差，換言之，此種不動產證券化的特性較不明顯，隨著其他二類產品的普及與證券化的效益日益顯著，不動產特定共同事業將逐漸萎縮，但此類型仍可能保有小規模地區性市場規模¹³。惟為確保此類產品的投資規範，如創始機構的責任、投資大眾的保護、不動產的經營管理、相關資訊的揭露等，日本訂有明確法令規定，且對違反法令者予以罰則，此點應可提供台灣對早已存在類似案例 (如：財神酒店、斯丹達爾等)，給予規範參考。

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) 方式為導管體¹⁴，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)。因此，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¹⁵，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。

此外，日本資產流動化型也積極推動「開發型證券化」案例，其結果相當不錯¹⁶，不但可加速不動產開發，改善都市環境，也可提供不同報酬 / 風險產品，供投資大眾選擇，對不動產證券化的推廣與目標達成有其正面意義。台灣目前尚不允許此種產品類型證券化，參考日本經驗，我們應可考慮予以開放，惟對相關不動產開發計畫評估、報酬風險等資訊的揭露應更審慎透明，以便投資大眾清楚其投資後果。

¹³ 此點看法乃筆者訪談日本不動產證券化協會所得。

¹⁴ 日本雖然在 2000 年修法允許「特殊目的信託」(所謂 TMS) 方式作為導管體，但目前日本資產流動化型大多仍是「特殊目的公司 (TMK--SPC)」方式進行。

¹⁵ 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。

¹⁶ 詳見「不動產證券化 Handbook 2004」51 頁及「開發型不動產證券化之知識與實際」專書。

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。我們不必特別針對某類型產品限制其證券化，市場自然會發揮其機制，尤其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。

在資產運用型 (J-REIT) 方面，此三年多的實施經驗也相當值得我們參考。由於 J-REIT 至今 (2004 年 8 月) 已有 14 家股票公開上市，其表現相當受到投資大眾的肯定，相對報酬 / 風險優於證券市場大盤表現，或許這只是 J-REIT 初期 (所謂蜜月期) 現象，但此亦說明此產品類型對證券市場及不動產市場的貢獻，不容忽視。反觀台灣不動產證券化條例拖過至今 (2004 年 8 月)，已超過一年，只有一檔資產信託 (IBM 大樓) 產品公開上市¹⁷，完全沒有投資信託 (REIT) 產品上市，相較於日本在不到一年時間，即有二檔 J-REIT 股票上市，顯然我們應加強推動讓更多的 T-REIT 上市，如此才能發揮不動產證券化的效益，日本推動 J-REIT 經驗值得我們參考。另外，J-REIT 初期在證券市場的良好表現，或許也可提升台灣未來對 T-REIT 上市的信心。而針對日本已公開發行的 14 檔 J-REIT 的個別表現 (如不同資產規模、不同不動產類型、區位、不同公司信譽等) 也可進一步比較分析，提供台灣投資大眾的參考。

¹⁷ 日本資產信託 (SPC) 並不能公開在證券市場中上市，此點與台灣不同。

第四章 日本不動產證券化實施相關配套措施

一、不動產投資顧問業

不動產投資顧問業者針對不同時期不動產對象之價格和交易之種類、方法，等進行投資判斷，基於不動產的價值或其相關分析進行投資判斷，並以書面或口頭的方式來對投資者建議最適的投資策略，並從中獲得酬勞。故不動產投資顧問業者與投資者之間的契約內容規範十分重要。在日本將不動產投資顧問業分為兩種型態--「一般不動產投資顧問業」以及「總合不動產投資顧問業」兩種，兩者依照不同的投資契約內容（投資忠告契約、投資負責契約）進行投資。

一般不動產投資顧問業由於進行不動產交易的仲介、代理等，具有時效性，且較於簡易的受託業務進行投資建議。故此類的公司業者僅需依規申請登錄即可。此外，總合不動產投資顧問業主要為進行有關較為複雜且長期的投資活動，故需以締結契約的方式才能依約進行投資。此類投資顧問公司的設立，在法另上有一定的資產設定門檻，並且需要有一定的設定組織（如管理部門、自行計算的專屬投資事業部門），也必須在短時間內將資產的運用情形告訴委託契約的投資者。有關從業人員的規範，也必須有一定以上的工作經驗，或者是經手一定金額的投資經驗才可。同時因為投資業務的龐雜，規定業者可將部分的業務委託其他投資顧問業者進行。

二、不動產管理與資產管理

由於不動產證券化將不動產由「保有財」的概念延伸為「投資財」，對標的不動產進行管理不僅可維持不動產的物理狀況，同時在保持不動產的資產價值，也顯得十分重要。在日本目前有針對不動產管理與資產管理兩種管理公司。

前者如不動產仲介公司、不動產管理維護公司等不動產管理公司，此類不動產管理公司根據與投資者締結的契約，對其不動產執行運用計畫、租賃業務管理、收取租金等各種業務，以及向資產管理公司進行業務報告。不動產管理公司與傳統的租賃管理公司不同，其著眼於不動產的出賣收益為目的，進行資產價值的管理。

後者資產管理公司的營業內容，主要為從單一不動產所有者或者是多數不動產所有人委託的各種投資組合進行業務管理。如對象不動產的購入計畫、運用計畫、出賣計畫等。資產管理主要的使命在於透過業務的執行，增加對象不動產的

收入，以及減低費用，以求最大化現金流量的總額。此外在資產管理的內容當中，常見運用投資大眾募集而來的資金，進行包含不動產的各種資產（還包括股票、債券、基金等）組合管理，此種的資產管理內容也可稱之為不動產現金流量管理或不動產基金管理，尤其在 J-REIT，或在不限定投資者對象的資產組合當中，基金管理與現金流量管理顯得更為重要。

三、不動產價格評估與分析方法

在不動產投資或證券化之中，適當、公正的價格評定，亦即不動產的時價評估，對於投資額、資金調度等的決定，以及投資後的資產價值評價是必須的，因此有關不動產的價格評估與分析方法就顯得十分重要。

在日本，鑑定評價基準中，認為傳統的原價法、交易案例比較法、收益還原法等三法應該並行運用。但在實務上，由個人交涉達成價格的情況不少，以及由公部門所發佈的公示地價、基準地價、繼承稅路線價等價格與實際的成交價格差距甚大，因此未來在證券化的過程中，以收益還原法作為不動產的價格評估與分析方法日漸重要。日本政府在 2003 年 1 月 1 日，實施的不動產鑑定評價基準改正，以收益還原法為主要方法，將現金折現流量法（DCF）導入，使得僅著重在收益還原的收益直接還原法之不足處獲得改善，將更能把握標的不動產在市場上實際的收益能力，並可增加不動產收益分析的正確性。

在實務的作法上，各家上市的 J-REIT，其評價方法也有所不同。如 2003 年 9 月上場的東急投資法人是運用直接還原法與 DCF 方法計算，並運用積算價格檢視此兩法所計算的收益價格；另外，2003 年 12 月上市的野村不動產辦公室基金投資法人，也在評價的過程中重視 DCF 法，運用收益價格法來試算標的不動產的價格，並參考附近的交易案例價格。

四、信用評等

所謂的信用評等指的是，由信用評等機構依據各個投資不動產的原有締結契約內容，在標的不動產上市之後，評價其是否符合原先所提出的可獲利情形，並將其結果公示給投資大眾做為參考。不動產證券化中的信用評等制度，對於投資大眾而言，可節省調查成本以及運用中立的第三者意見等優點，特別是對法人機構投資者來說，運用信用評等的結果來進行投資顯得更為重要。另一方面對於證券發行者來說，減少資金調度的成本，以及擴大與資本市場的接觸等，也是透過不動產證券化信用評等可有的優點。

在 1998 年開始實施「舊 SPC 法」時，信用評等的對象不限於辦公室，甚至擴大範圍至住宅、店鋪、工廠等對象不動產。而在作法上主要使用貸款成數(LTV, Loan to Value)、負債保障比例 (DSCR, Debt Service Coverage Ratio) 等分析結果來進行信用評等。其後，在 J-REIT 公開發行時，2002 年標準普爾 (S & P) 日本不動產投資法人對於這些發行的 J-REIT 首次進行公開信用評等，此後，日本建築物基金投資法人 (NBF)、日本不動產投資法人 (JRE)、日本 prime-reality (JPR) 等投資法人也跟進，分別針對投資標的物、投資管理機構等進行信用評等。信用評等的作業手續及評估方法也因此趨於健全。此外，因為都市更新等公共建設的蓬勃發展，開發型不動產證券化有日漸增加的趨勢，因此，日本信用評等研究所首次將開發型的商品區分為區分所有公寓型與其他開發一般型兩類分別予以信用評等。

五、專家意見報告 (Due Diligence, 簡稱 D.D.)

專家意見報告在美國的作法為，由律師來確認證券發行業者所提供的資訊是否正確，以供投資大眾在進行投資決策的依據，但在專家意見報告中是以買方自負責任為主張。在日本的不動產投資中，民法中有有關瑕疵擔保責任的規定，賣主必須擔負隱藏瑕疵的責任，但是美系的公司則以自負責任的專家意見報告方式進行交易。

目前在一般不動產投資專家意見報告的內容規定中，有不動產狀況調查 (土地、建物的狀況調查)、環境調查、法規的調查 (各種權利的調查)、經濟的調查 (租賃、市場、收益的調查) 等。在現行 J-REIT 當中，有許多運作基金訂定有關物件取得、建地投資額等具體投資內容必須公開的規定。如「鑑定評價書」的概要、「建物狀況調查報告書」、「地震風險評價報告書」、以及「出租狀況」的概要內容等，以達到負責向投資者說明與資訊公開的目的。建物狀況調查報告書主要詳載調查業者、做成年月日等內容規定；地震風險評價報告書則必須針對個別標的物件的最大可能損失額 (PML, Problem Maximum Loss)¹⁸。而在目前開發型證券化產品中，由於標的不動產與經營收益中的物件相比較之下，不確定因素要較高，因此專家意見報告的記載上，一般來說較為困難。

此外，最近由於由工廠舊地再開發的案件增多，若發生土地污染的狀況，則對於以土地、建物一體的複合不動產的收益性，將受到影響。故在 2002 年 7 月改正的不動產鑑定評價基準法中，必須加附土壤污染事項的調查在專家意見報告上。

¹⁸ 地震風險評價報告書中，個別的最大可能損失額 (PML, Problem Maximum Loss) 和現金流量全體的最大可能損失額必須明示。

六、破產隔離

為了將不動產證券化後的對象資產從創始者手中分離，基於不動產本身的價值與營運收益的資金調度，也就是在證券化中，並不依賴於創始機構的信用為前提，因此，若創始機構或特定目的事業發生破產的情況時，透過破產隔離（bankruptcy remote），可將此種風險隔離。

在資產流動化型證券化（SPC）的架構中，特定目的事業是否具有安定性，對整個證券化的運作過程十分重要。故在此種證券化中有主要兩個措施：第一是將創始機構破產而生的風險，透過立法方式與對象資產分離；第二為極小化保有對象資產的特定目的事業本身的破產風險。分述如下：

（一）隔離創始機構破產而生的風險

為防止因破產所發生的損失波及投資大眾，除了在創始機構與特定目的公司之間明訂當事者的意思、明訂轉讓對價等，確保特定目的公司的獨立性，顯得十分重要。在資產流動化法（SPC法）中規定有以特定目的公司、特定目的信託等破產隔離的方法；在投資信託法（J-REIT）中有以投資法人、投資信託的方式給予破產隔離。在實務上，則以運用開曼SPC、慈善信託或中間法人等來隔離破產的作法比較常見。

（二）極小化保有對象資產的特定目的事業本身的破產風險

在資產流動化型證券化當中，特定目的公司申請破產時，投資人的債權無法受到償還。於是，運用特定目的公司和投資者之間基於合意下訂定破產時得選任獨立董事等的特別契約，來隔離因特定目的公司之破產所生的風險，是其作法，只是這種作法在法令的有效性上，會受到質疑。

七、資訊揭露

在不動產證券化市場中，充分之市場資訊有助於投資者在從事投資活動時，評估標的不動產之風險與報酬，以作正確的投資判斷；另外，市場資訊的公開，也有助於市場形成公正的價格。

在日本，依據各種不同的法令所發行的不動產證券，各有不同的資訊揭露之適用法令，例如：證券交易法、投資信託法、資產流動化法、不動產特定共同事業法等，此外商法以及準用商法規定之範圍，亦對於不動產證券化之資訊揭露有所規定。一般來說主要的規定內容分為兩大類：運用型與流動化型共通及運用型

特有兩類：

(一) 運用型與流動化型共通

- 1.關於證券發行機構之資訊、計畫書類的資訊揭露等。
- 2.其他關於當事者的資料揭露。
- 3.實際作法、投資者的權利內容、關於轉讓的資訊揭露。
- 4.利益違反行為之公布。
- 5.投資資產的不動產公布。
- 6.投資報酬的公布。
- 7.其他如投資者所負的風險公布等。

(二) 運用型特有：包括有法人運用者 (J-REIT 公司) 資訊的公布、投資方針的公布等。

在資訊揭露的方法上，從 2001 年 6 月開始，根據證券交易法的規定，投資大眾可以透過上市投資法人的網頁，獲知有價證券等各種報告書的資訊。

除了在相關法令規定資訊揭露的規定之外，在日本的各個民間團體，如：證券交易所、日本證券業協會、投資信託協會等團體，也主動以自行約束的方式來規範所屬團體的各種資訊揭露的方式。

八、不動產證券化指標

根據不動產投資的收益性與收益率予以指數化，將可提供作為不動產投資的重要參考。目前在日本之不動產投資指標是由民間各個團體所製作，國土交通省在 2001 年實施的問卷調查中顯示，投資各界大眾對於具有公信力的不動產投資指標的建立，大多數認為其十分重要，於是在 2002 年 12 月發布「不動產投資指標大綱」，其中重要的內容是有關於不動產投資指標的認識共通化、建立不動產投資指標必要的資訊收集方法、建立不動產投資指標中必要的評價項目等。

此外在該內容也指出，在建立不動產指標時，應具備有資料管理機能的中立指標建立機關，與股票等比較之下，交易次數較低之不動產價值算定為何等的問題也被提出，因為對於投資大眾來說，長期持續性的指標十分重要。

九、小結

從上述各種相關課題的討論中，我們可以瞭解到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，當然，類似的配套措施規定，台灣也已大致具備，但因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。

第五章 日本不動產證券化實施對不動產市場之影響及未來展望

日本自 2000 年底正式修法實施不動產證券化至今僅有三年多的時間，其不動產證券化的成果已相當顯見，但其對相關不動產市場之影響為何相當值得觀察，尤其在理論上可能產生的影響與實務上真正的狀況是否一致，值得進一步探討。由於日本不動產證券化實施的期間仍相當短，許多影響仍有待後續觀察。以下說明日本不動產證券化對不動產市場可能產生之影響：

一、法人機構的不動產投資行為將擴大其對不動產市場的影響力

不動產證券化後，傳統不動產個人投資行為將逐漸轉為法人投資決策，此種轉變正如同證券市場共同基金的影響，除了部分個人散戶的投資逐漸轉向法人機構的投資外，更重要的是不動產市場的影響力逐漸受到法人機構所主導，整體不動產市場的投資行為將較為理性保守，同時較完整嚴謹的不動產市場投資分析更被重視。整體而言，未來不動產市場將較可被預測，市場機制較為健全，相對不動產市場的穩定性較高。

目前日本不動產證券化市場除已有的 14 家 J-REIT 公司股票上市外，尚有許多為上市的資產流動型 (SPC) 及不動產特定共同事業 (syndication) 等公司法人，目前已逐漸佔有不動產市場相當規模¹⁹，尤其從 2001 年 9 月到 2004 年 9 月的三年間，光是 J-REIT 的市場規模即成長了五倍以上²⁰。可預期未來日本不動產證券化更為擴大成熟 (如美國般)，法人機構的投資行為對不動產市場的影響力將更為重要。

二、擴大不動產市場規模，分散不動產市場風險

不動產證券化後，法人機構透過證券化方式募集社會大眾資金投資不動產，許多小額投資者原本無法投資不動產，將可藉由不動產證券化進入不動產市場，

¹⁹ 根據國土交通省之調查，至 2003 年日本不動產證券化以達 12.7 兆日圓 (不動產證券化 Handbook, 2004, p20)。

²⁰ J-REIT 2001 年證券化初期，只有兩檔股票上市，時價總額為 2600 億日元，至目前 2004 年 9 月已有 14 檔股票上市，時價總額為 1 兆 5000 億日元。

不動產市場的投資金額將增加，市場規模也將擴大。同時由於過去不動產投資多為個人資金，只能針對小規模個別不動產進行投資，證券化後，法人機構不但可以針對大規模多樣不動產投資，更可將原本個人小規模投資不動產容易產生風險集中之缺點，藉由法人機構大規模投資進行投資組合 (portfolio)，而能夠將不動產投資的風險分散。換言之，不動產證券化後，不但能擴大不動產市場規模，更可以分散不動產市場風險。

根據日本不動產證券化協會資料顯示，目前 14 檔上市的 J-REIT 其投資者組成中，個人投資即佔了 22.72%，且呈上升趨勢²¹。明顯看出小額大眾個人投資在日本不動產證券化的重要性，不動產市場規模也因此更為擴大。另外，在 14 檔 J-REIT 股票中，平均每檔資產規模約在 134,309 百萬日元 (約 4 百億台幣)，平均擁有建築物約 23 棟，不動產的區位及類型也各有分散²²，的確產生大規模不動產投資分散風險的能力。

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

原本傳統的不動產開發受限於開發商的自有資金及金融機構的融資金額多寡，大規模的不動產開發相當困難，尤其近年來，金融機構本身受到不動產市場長期不景氣影響，造成其本身持有龐大的不良資產，也使得其對不動產貸款受到限制，處理其不良資產更具急迫性。透過不動產證券化，經由各種專業者的評估及風險補強等過程，良好大規模不動產開發案例 (包括公共建設、都市更新) 以及合理報酬風險的不良資產處理案例均成為可能。

日本特別在資產流動化 (SPC) 中不但有許多開發型不動產案例，個案規模從幾十億到幾百億日圓，也有些是屬於不良資產案例，其近三年來的成果，對日本不動產市場的影響相當正面，對都市環境的改善也有其貢獻。

²¹ 14 檔上市 J-REIT 投資者組成除 22.72% 為個人外，50.04% 為金融相關單位，15.86% 為其他國內法人，另外 11.38% 為外國人等 (見澤田考士，"J-REIT93 年間を振り返って"ARES 會報，vol.11,2004, pp3-13)

²² 分別參見 14 檔 J-REIT 個別網站資料。

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

傳統不動產多由個人持有並個別經營管理，不動產證券化後，不動產將轉為法人機構的持有並經營管理。透過法人機構對不動產整體的經營管理，不動產的使用與維護將較具規模經濟，也較有效率，相對地，不動產本身的實質環境品質也將獲得提升，此對都市環境的改善有其貢獻。

目前日本證券化的不動產，光是 J-REIT 部分已有三百多棟大樓建築由 14 家 J-REIT 公司持有並委託外面的不動產專業經營管理公司負責，如再加上數百個資產流動化型 (SPC) 與特定共同事業型態的不動產證券化個案，估計目前日本已有上千棟不動產被證券化並委由專業不動產經營管理公司負責²³，其中有不少大規模個案都在都市精華地區，如新宿、六本木、汐留等，日本不動產實質環境品質的提升，乃至都市環境的改善，大家有目共睹。

五、 不僅重視不動產增值，同時更重視不動產經營收益

由於不動產證券化必須每季對外公開資產經營狀況與資產價值，而且每年要對其投資大眾分配股利股息，並維持其證券之票面價值，以吸引投資大眾。為達成此基本目的，法人機構 (創始機構) 必須更重視不動產本身的經營收益，加強管理維護不動產品質，使不動產本身的經營績效獲得投資大眾的肯定。

從日本 14 家上市 J-REIT 公司的財務報表中可以瞭解到其平均每年經營收益所產生的營業收益利率約在 40%-50% 左右，而每年每股發放的股利平均約在 3.5%- 4% 左右，顯示日本不動產證券化對其不動產經營收益的成效相當良好。此情況最終反映到 J-REIT 的投資報酬率非常高²⁴。換言之，未來日本不動產市場將不只重視傳統的增值收益，更須重視不動產本身的經營收益。

²³ 根據日本不動產證券化之規定，所有不動產的經營管理必須委託外面的不動產專業管理公司負責，此部分不像美國的 REIT 規定，可由自己 REIT 公司內部負責經營管理。

²⁴ J-REIT 14 檔上市股票過去三年 (2001 年 9 月 - 2004 年 9 月) 平均月報酬率高達 2.66%，而東京證券大盤同期月報酬率只有 0.3%，兩者報酬相差近 10 倍。

六、不動產市場資訊更易揭露，不動產市場機制更為健全

由於不動產證券化必須面對許多投資大眾，有些甚至要在證券市場上公開掛牌交易，法人機構（包括創始機構、特定目的事業、資產管理機構等）必須定期將不動產相關資訊公開給投資大眾；而在投資市場中，更有眾多的投資法人、專家顧問必須進行各種專業的不動產市場投資分析，公開其投資報告（計畫）；另外，不動產相關機構，包括（學術機構、財團法人）亦會提供不動產及其證券化相關指標資訊，以供社會投資大眾參考。因此不動產市場的資訊將更為透明，而資訊揭露也成為不動產證券化的必備要件，傳統不動產市場的資訊混沌困境將被大大地改善，進而促使不動產市場的機制更為健全。

日本在不動產證券化相關法令中均有詳細規定相關資訊的揭露項目²⁵，違反資訊揭露（或資訊揭露不實）規定者，將會受到嚴格的懲罰。另外，日本一些民間不動產投資機構（包括信託銀行、不動產研究機構）個別建立不動產及其證券化相關指標並定期對外公佈²⁶，然而日本目前尚無一套較完整且具公信力的不動產證券化相關指標，日本不動產證券化相關指標，日本不動產證券化協會（ARES）預計未來要參考英國的 IPD(Investment Property Databank)及美國的 NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries)建立類似指標制度，供不動產證券化投資參考，屆時不動產市場資訊將更充分透明，其市場機制自然更為健全。

²⁵ 日本不動產證券化相關資訊揭露規定除詳見各相關法令外，亦可見「不動產證券化 HandBook,2004」pp113-115。

²⁶ 日本目前有 6 家民間不動產投資機構建立不動產證券化相關指標，詳見「不動產證券化 HandBook2004」pp120-121。

七、日本不動產證券化之未來展望

根據日本政府出版的「土地白書 2004」的分析²⁷，日本不動產證券化實施對不動產市場所產生的意義如下：

- (一) 不動產市場的活性化：將約 1400 兆日元的個人金融資產等導入不動產市場，創造出「強而有力的買手」，為不動產市場貢獻活力的泉源。
- (二) 投資商品的多樣化：不動產證券化的商品具有中期風險、中期報酬這種的新特性金融商品，且和股票市場的相關性薄弱，對於各法人機關的投資者來說，由於缺乏可資運用的投資方式，不動產證券化意味著投資多樣化的可能。
- (三) 企業財務體質的改善：對於企業評價方面上，在重視資產效率性的傾向漸增的情勢中，企業可以透過證券化的方式，出售其所保有的資產，來改善企業的財務體質。
- (四) 不動產市場的導正：由於不動產證券化是為了著眼於不動產的收益力而達成資金調度的手段，關於收益還原價格的訂定、不動產相關資訊的公開等，有督促的作用，並可導正不動產市場的發展。
- (五) 新興業務範圍的擴展：從間接金融的計畫資金調度方式，轉變為著眼於計畫優良性的直接金融，同時可以預見將來由資產管理 (Asset Management) 與不動產管理 (Property Management) 而生的手續費等新興業務，將有很大的發展空間，這種發展並可間接促進不動產業的結構性改革。
- (六) 優良都市的累積形成：運用不動產證券化從事開發型事業 (即所謂的「開發型的證券化」)，將民間的投資，導入都市的公共設施建設之中，優良都市的累積並藉此形成。

此外，投資者或運用此種投資管道的投資公司在今後評估不動產價格的眼光愈臻成熟的話，將來在尋求不動產物件時，對於優良硬體設備與良好的維持管理等的要求更為重視，此將促使不動產的品質提高，這種發展趨勢是令人期待的。

另外，針對日本不動產證券化未來發展和課題，「土地白書」亦提出看法²⁸：

- (一) 不動產證券化今後的發展

²⁷ 國土交通省 (2004 年) 「土地白書」, 130 頁。

²⁸ 同前註, 132-133 頁。

不動產證券化不僅僅只與因處理不良資產或從企業方面出賣等原因的現有既存不動產有所關連，同時「開發型物件」為對象的作法，也正在積極展開當中。

此外，當初不動產證券化是以辦公大樓為中心來推動，演變至今，證券化的對象物件擴充至住宅、商業設施、旅館、物流設施等，內容也趨向多樣化。特別是在住宅使用方面，從美國多數的住宅為證券化狀況考察之下，以住宅為主的開發型證券化這種方式的物件將會預期增加。在今後日本國內，高品質的租賃住宅，增加數量的住宅提供趨勢，也是可預期的。

此外，在世界各國當中，從 1990 年代開始的 REIT 以及與其類似制度的架構正在進行中。例如：為證券化先驅的美國、德國、荷蘭、澳洲、西班牙、巴西、比利時、加拿大、土耳其、法國、韓國、香港、台灣、新加坡。由於世界各國在不動產證券化市場的潮流趨勢，世界各地的不動產資金移動，變得非常容易，同時，各國為了尋求外資的注入，如何營造一個對於投資者具有魅力的市場，成為未來各國能否掌握競爭優勢的關鍵。

(三) 擴展不動產證券化市場之課題及其因應對策

不動產證券化商品由於是新的金融商品，在市場上知名度低，且具有金融與不動產兩面性特質的原因，被投資者認為是難以理解的一種新興投資商品。因此，今後在政府與民間一體的前提下，要更進一步推廣普及，並提供各種教育訓練等啟發活動，以及為了謀求投資者對不動產證券化知名度與理解度提升的同時，藉由改善對於投資者保護的相關對策，來策劃安定市場的擴大，這在將來是十分必要的工作。

而提供投資者的資訊基礎之不足，也是常為人所詬病的。將不動產證券化的收益率、商品特性等以容易理解的一覽表，以各種不同的指標來表示，這類資訊的加強與改善，也是必要的。

在 2004 年度的稅制改正中，以協助 J-REIT 等企業容易取得不動產的環境整備觀點來看，透過 J-REIT 和 SPC 等相關的登錄證照稅的延長，以及 J-REIT 之證券保有的管制予以開放等，J-REIT 的不動產取得將更形容易。

更進一步的來說，關於開發型證券化的推進也是必要的。開發型的證券化將促進土地的流動化，將證券化的尋常意義擴大至推動民間參與都市開發，而這種參與將有益於新都市的累積形成。以此種都市再生的觀點來看，推動不動產證券化在政策上也具有重大的意義。

在住宅市場證券化 REIT 的出現，顯示出住宅證券化的擴大。在最近，配合證券化所開發的租賃住宅開發案的案例正在進行中，租賃公寓的新開發案最近有增加的趨勢。究其原因，開發可能用地的供給增加，到目前為止的租賃住宅為個人所有的主體約佔八成，在現存的不動產物件中作為投資案件的數量並不充足。將眼光放遠思考今後的需求，提供適合於高齡者的居住設施，在社會上將有非常強的需求，這也算是市場未來應注意的動態。

八、小結

綜合上述，不動產證券化對日本不動產市場已逐漸產生相當正面的影響，其中包括法人機構投資者的影響力增加，導向較為理性的市場分析行為；擴大不動產市場的投資規模，分散不動產市場的投資風險；促使大規模不動產開發，不良資產的處理更具可行性；法人機構較具規模效率的不動產經營管理，不但更重視不動產本身的經營收益，更提升不動產的實質環境品質；最後透過不動產證券化，不動產市場資訊更為公開透明，進而促使不動產市場的機制更為健全。換言之，日本不動產證券化的實施對其不動產市場的正面影響，應讓台灣產生良好的啟示作用，加強台灣推動不動產證券化的信心與決心。

日本不動產證券化自 2000 年 11 月正式修法實施，經過四年的時間，至今（2004 年）已有相當蓬勃的發展成果，此對不動產市場更重要的影響是，日本不動產市場在 2004 年從十多年來的不動產泡沫化逐漸復甦²⁹，不但不動產證券化本身價格上漲，而且房地產價格從都市中心到郊外也逐漸回穩且小幅上漲，不動產證券化讓日本不動產市場產生信心，不動產相關產業也多獲得鼓舞。換言之，不動產證券化對日本長期不動產市場不景氣的復甦具有正面影響，此點對台灣不動產市場也有相當的啟示，增加不動產市場的投資規模與經濟效率，同時健全市場機制，不動產市場自然較為穩定，不動產長期偏離均衡情況，的確可獲得改善。

日本不動產證券化的實施，除了對不動產市場產生許多正面的影響外，也對金融市場產生許多正面影響，其中包括金融市場資金流通管道增加，對其擁有不動產的流動性增加，對不動產市場放款的增加，以及對不良資產處理方式的增加等。我們可以瞭解日本不動產證券化的實施，其影響層面不只侷限於不動產市場，其他相關層面亦可後續深入探討。

展望日本不動產證券化未來，將有很大的發展潛力，對不動產市場等相關影響相當正面深遠，但目前相關不動產證券化配套措施（如資訊公開、教育推廣等）也有待加強，尤其如何擴大不動產證券化市場規模將是重要關鍵。日本不動產證券化的發展經驗的確可以給台灣非常清楚有用的啟示，不但日本不動產證券化比台灣不過提早三年實施，相當多初期實施經驗可作參考，而且兩國文化差異也較小，不動產市場情況也頗為類似，透過日本不動產證券化的實施經驗，未來台灣不動產證券化的實施將可更為順利。

²⁹ 見註 2。

第六章 結論與建議

一、結論

日本不動產證券化修法(2000年11月)正式實施至今(2004年),剛滿四年時間,其實施背景主要是早期不動產投資小額單位化(小口化)經驗,地價下跌長期不動產市場不景氣所促成,此點與台灣發展經驗頗為類似。由於日本與台灣不但在地理文化等背景相近,且在不動產市場的發展背景上也有許多相同經驗,特別是日本不動產證券化也才開始發展,這些初期的成果非常值得提供給發展不動產的我們台灣一個很好的參考借鏡。

(一)日本有三類型的不動產證券化方式,分別立法,各有其發展

日本三類的不動產證券化方式,各有其歷史背景,從早期小額單位化(小口化)的不動產合夥投資方式(不動產特定共同事業),逐漸增加為特殊目的公司(SPC)的資產流動化型方式,以及到最近2000年底才正式推行在證券市場上公開上市的資產運用型的不動產投資信託(J-REIT)方式。其中不動產特定共同事業類似美國的有限合夥(Limited Partnership)或者台灣早期的財神酒店、斯丹達爾等小額單位化投資;資產流動化型的SPC方式即為我們台灣目前不動產證券化條例中仿效立法的資產信託方式;另外,資產運用型的J-REIT方式即參考美國的REIT,而台灣也仿效美國立法的投資信託方式。換言之,日本三類證券化方式在台灣也都有所發展,值得參考,目前日本此三類證券化方式均有其市場,各有其發展,透過市場機制的自行調整,未來此三種類型的發展,值得進一步觀察。

(二)日本資產流動化型(SPC)實施經驗對台灣資產信託的啟示

日本資產流動化型(SPC)立法架構雖然包括特殊目的公司(TMK)與特殊目的信託(TMS)兩種方式,但實務上目前實施大多為特殊目的公司(TMK)方式操作,顯示在實務上TMK較具市場性。反觀台灣目前只有特殊目的信託(SPT)而沒有特殊目的公司(SPC)方式,此種欠缺市場實務性方式,對台灣未來不動產證券化的發展較為不利,應予警惕。

另外,日本SPC方式亦積極推動開發型不動產證券化案例,除此之外,還包括大型都市更新開發案例;國(公)有財產證券化案例、甚至不良資產證券化案例等,顯示日本不動產證券化在資產流動化型(SPC)的經驗中,亦相當重視

不動產本身的活化利用，乃至都市環境的改善等目標。反觀台灣目前尚不允許開發型不動產證券化，且公有財產或不良資產的證券化都相當保守，沒有推出，不動產證券化的案例不夠多樣性，此不但對不動產證券化投資組合、分散風險的特質，沒有發揮積極的作用，更減低了不動產證券化對都市環境品質改善的契機。

(三)日本資產運用型 (J-REIT) 實施經驗對台灣投資信託的啟示

目前 (2004 年 8 月) 日本資產運用型不動產證券化 J-REIT 共有 14 家上市公司股票 (其中 13 家在東京證券市場，1 家在大阪證券市場)，資產總值超過 1.5 兆日元 (約 5 千億台幣)；不動產類型包括 43%辦公室，18%住宅、10%商業等；投資者亦包括 50%的金融機構，23%的個人投資大眾，6%的其他非金融機構公司法人，及 11%的國外其他投資者。初期三年 J-REIT 市場，不論在其數量規模或多樣性上均表現不錯。反觀台灣不動產證券化市場至今才一年多，僅有一家公開上市 (IBM 大樓單一不動產融資型資產信託，而非像日本多棟且多樣不動產類型建築投資型 REIT)，另外有幾家私募型資產信託案例，顯然其成果仍有待努力。如何學習日本擴大不動產證券市場規模，特別是鼓勵其公開上市，吸引更多投資大眾的參與³⁰，將是我們努力的目標。

另外，J-REIT 在過去三年日本證券市場上的報酬與風險 (報酬的變動 / 標準差) 情形，一般而言，相對於東京證券市場的大盤表現，有較高的報酬與較小的風險，或許這只是創新商品蜜月期的短暫現象，但此亦顯示 J-REIT 其商品本身的優良受到投資者的偏愛與信賴，這對日本不動產證券化的擴大與推廣，有相當重要的幫助。日本 J-REIT 初期在證券市場上良好表現或許也可以給台灣一個很好的示範與信心，不動產證券化初期提供優良商品給投資者，使投資大眾對此產生信心，加上蜜月期的效應，不動產證券化較易成功。

(四)日本不動產特定共同事業型 (Syndication) 實施經驗對台灣過去非正式不動產證券化的啟示

不動產特定共同事業型的不動產證券化方式是日本最早自然發展形成，後經立法給予規範，目前仍然有一些較小規模的不動產證券化案例運作，但由於受到 J-REIT 興起影響，此類型產品的後續發展，仍有待觀察。台灣過去也有許多類似日本不動產特定共同事業型證券化產品，但欠缺相關法令規範，投資大眾的權

³⁰ 不動產證券化公開上市不但可以擴大市場規模，更可發揮其對市場影響力，達成不動產證券化之目標。換言之，J-REIT 是日本不動產證券化成功與否的關鍵，日本目前最重視的工作即是擴大 J-REIT 的規模，此點頗值得我們台灣參考。

益較無保障，因此曾經產生許多糾紛，此對不動產證券化的推動，產生不良的示範作用。或許，日本針對此類產品給予立法規範的經驗，可供台灣參考，不但可減少此非正式小規模不動產證券化的糾紛，也可提供不同證券化方式供投資大眾選擇，值得進一步探討。

(五)日本不動產證券化對其不動產市場產生正面影響

日本不動產證券化實施至今對其不動產市場已逐漸產生許多相當正面的影響，其中尤其是法人機構投資者的影響力增加，導向較為理性的市場分析行為；再加上不動產相關資訊揭露更為公開透明，不動產市場的機制更為健全，此將可促使不動產市場產生結構性的變遷。日本不動產證券化的實施也間接促使其不動產市場的復甦，這些日本不動產市場的正面影響均可提供台灣相當良好的示範作用，惟不應忽略此正面影響的前提是，不動產證券化相關法令與配套措施的健全，不動產證券化市場（尤其公開上市）規模要大且產品能有多樣化組合，如此才可吸引投資大眾的參與，發揮其對不動產市場的正面影響。

綜合上述日本實施不動產證券化的經驗，對台灣不動產證券化的發展有相當良好的示範作用，值得我們台灣參考借鏡；從日本不動產證券化的未來成長發展趨勢，也對台灣未來不動產證券化的發展，產生相當信心，不動產證券化的未來發展將更為重要。

二、建議

根據日本不動產證券化的實施經驗，提出下列建議供台灣不動產證券化的參考：

- (一) 台灣目前「不動產證券化條例」只採用「信託」(所謂 SPT) 方式進行，欠缺美日通用的「特殊目的公司」(所謂 SPC) 方式，此對不動產證券化的發展相當不力，建議應儘速修法，增加 SPC 方式，允許通過「特殊目的公司」方式將不動產證券化，此等相當重要關鍵，應予特別重視。
- (二) 台灣目前亦不許可「開發型不動產」證券化，此點不但使證券化產品欠缺多樣性，並且無法達到都市實質環境改善的目的。因此建議未來也應可參考日本，不但允許更應積極推動「開發型不動產」證券化的實施。
- (三) 台灣目前不動產證券化商品只是單棟建築類型，且不具多樣化，此種證券化商品不易達成不動產證券化分散風險的功能，因此建議應多鼓勵各種各類型建築不動產證券化，其中不只包括辦公、商用、住宅等不動產，還可包括工業區開發、公共建設、公有財產、都市更新、乃至不良資產等，特別公共部門或金融部門的積極推動，具有相當示範與推廣功能，並能增加商品類型，相關單位應予重視。
- (四) 由於日本認識到擴大不動產證券化公開上市家數與規模，是不動產證券化成功的關鍵，尤其是以「投資信託」(REIT) 方式更是日本當前不動產證券化的主要重點工作。因此建議可參考日本，我們應可更積極鼓勵不動產證券化公開上市，換言之，未來應可進一步考慮「公募」與「私募」以及「投資信託」與「資產信託」彼此證券化條件的差異，特別是給予公募的「投資信託」(REIT) 方式更大誘因，更快的上市效率，如此將可真正達到不動產證券化的成效。
- (五) 台灣過去傳統以合夥企業方式所進行之不動產證券化，此類似日本之不動產特定目的事業(Syndication) 證券化，應可進一步探討其利弊得失，如有必要，則建議應可參考日本予以立法規範，以增加不動產證券化之方式，使不動產證券化市場更為活絡。

- (六) 不動產證券化相關資訊的公開揭露，進一步建立不動產證券化相關指標，也是健全不動產證券化市場的重要關鍵。建議政府、學術單位以及相關公會與民間團體等應積極整合現有相關資訊，並參考日本及歐美等經驗，儘速建立不動產證券化完整資訊及相關指標。
- (七) 為促使不動產證券化相關知識與資訊更為普及，研究發展與推廣教育等工作亦不容忽視，建議我們可仿照日本成立「不動產證券化協會(財團法人)」(ARES)，進行相關知識與資訊普及的工作。
- (八) 由於日本不動產證券化實施經驗的確可供台灣進一步參考借鏡，建議台灣可組成「不動產證券化推動小組」(成員可包括產官學)，進行日本的實地考察，進一步建立彼此溝通管道，相互合作學習經驗，共同推動不動產證券化的未來發展。

附錄一 世界各國不動產證券化之發展比較

不動產投資信託在 1960 年美國開始，其後荷蘭、澳洲、比利時各國相繼設置此一制度，日本在 2001 年 3 月在東京證券交易所開設不動產投資信託市場後，成為世界第十三個實施此制度的國家。繼日本開設之後，韓國、香港、台灣等亞洲諸國紛紛設置不動產投資信託市場，在歐洲，法國也在 2003 年導入實施，英國、挪威等國也正檢討此制度之中。以下簡要說明世界各國不動產證券化的制度概要與市場概況，詳如附表一³¹，供比較參考。

一、美國

(一) 制度概要

1960 年稅制改革後的第二年，第一個 REIT 在證券交易所正式上市。1968 年到 1970 年，REIT 的資產從 10 億美元急速擴展至 47 億美元，此時期除了個人投資者的投資之外，最主要還是由不動產開發公司將資金大量投注於 REIT 市場之中。

1989 年後半開始到 1990 年代之初，美國的不動產市場陷入不景氣，此反而促使了 REIT 市場的成長。另外，1990 年代有所謂的 UP-REIT 新的組織型態在 REIT 市場中表現非凡，1990 年到 1995 年間其時價總額從 85 美億元增至 560 億美元，資產規模總額也從 440 億美元增至 970 億美元，上市家數從 117 家增至 223 家。到 1993 年預算調整法的修正，使得大量的退休金投資至 REIT 市場之中，市場更顯得生氣蓬勃。

在美國的 REIT 是基於美國稅法所組成的不動產投資信託，只要滿足一定的條件，就可適用法人免稅的架構。在投資資產要件上，總資產的 75% 以上必須運用實物不動產的所有權、抵押權、其他的 REIT 股票、政府債券或現金等資產。在收入要件中，總收入的 75% 以上必須由不動產出租收益、抵押權的利息以及實物不動產的出賣所得而來。

(二) 市場概要

從 1962 年到 2003 年的 42 年間，REIT 僅有 9 年的投資收益率為負，可以說成績十分亮眼。美國 REIT 之安定長期的報酬率、分散風險效果、高的股利股息分配、以及對抗通貨膨脹的力量等為吸引投資者之原因。

³¹此部份資料之比較乃由日本不動產證券化協會所收集提供，詳見不動產證券化 Hand Book, 2004, PP.140~174

REIT 市場的投資者從初期到 1990 年代前半是以一般個人投資者為主，但之後由於 REIT 市場規模的時價總額漸增，加上市場流動性增高，並開始建立監查、信用等機制，使得法人投資者的數量漸漸成長。另外從 REIT 的股東構成比例來看，佔第一位為「REIT 專用基金」(31%)，其次為「個人投資者」(20%)。若從 REIT 專用基金來分析，開放型 (open-end) 基金佔了 40%、封閉型 (close-end) 佔了 26%。

美國 REIT 分類，依不動產投資型態來分，可分為權益型 (equity) REIT (146 家上市、時價總額約 2104 億 8 千美元)、抵押權型 (mortgage) REIT (20 家上市、時價總額約 145 億 3 萬美元)、混合型 (hybrid) REIT (7 家上市、時價總額約 52 億 3 萬美元) 等三種類型；依物件型態來分，有辦公大樓、商業大樓、住宅、旅館、工業用廠房、療養院、特殊類型建築等；依上市證券交易來分，在美國上市的 REIT 中的 134 家 (80%) 在紐約證券交易所上市，其實價總額占 REIT 之 97%；依運用型態來分，可分為內部運用 (現有 139 家) 與外部運用型 (現有 33 家)。

二、加拿大

(一) 制度概要

加拿大的 REIT 受到美國極大的影響，採取與美國 REIT 類似的合夥投資型態，主要有有限合夥 (Limited Partnership, LPT)、開放型投資信託、封閉型投資信託等三類存在。其中上場的 LPT 主要為以外國證券方式交易，對於投資大眾而言甚為不便。在 1990 年中期導入開放型投資信託 REIT 市場才逐漸因之擴大。但是 1990 年中期由於不動產市場不景氣，投資者解約案件急速增加。然而此時，由於資產價值高的優良資產被出賣至市場，可以確保不動產之流動性、變賣性的封閉型投資信託方式反而在此時逐漸受到重視。

(二) 市場概況

到 2004 年 3 月底在加拿大上市的 REIT 共有 22 家，時價總額合計有 141 億加拿大元，以經手不動產的部門別來看，以複合型佔 43% 最多，其次為零售部門的 23%。其中在加拿大為最大的不動產投資信託 RioCan REIT，擁有 167 件不動產物件 (全部在加拿大境內)，總面積達到 33 百萬平方英尺。

三、荷蘭

(一) 制度概要

在荷蘭的 REIT 制度是根基於 1969 年導入的投資法人制度 (Fiscal Investment Institution , Fiscale Beleggingsinstelling : FBI), FBI 制度, 是為了代替在荷蘭的法人稅中, 資產運用公司課稅免除制度之特例, 並為了活用個人投資者的現金投資所設立的制度。FBI 制度雖然僅是有關於稅方面的制度, 且並無特別依據其他法律的執行必要, 但若上市或者是公募的 FBI, 則必須在荷蘭金融監督廳的監視下才能設置。關於不動產投資法人的型態有: 股份公司 (NV)、有限公司 (BV)、及投資信託 (unit-trust) 三種, 均需為在荷蘭居住者, 股份公司和有限公司的最高資本額分別為 45000 歐元以及 18000 歐元。

在荷蘭上市的 REIT 全部為股份公司 (NV) 的型態, 其中最大的投資者為退休基金, 對活絡 REIT 市場有很大的助益。

(二) 市場概況

到 2004 年 3 月底為止, 有 8 種股票上市, 時價總額約 113 億歐元, 這八家公司上市所採用的「GPR250 荷蘭指數」股價指數(GPR 公司為 Global Property Research 公司的簡稱, 為在荷蘭提供不動產指數的獨立系統公司), 86% 投資於不動產相關證券的單位均採用其指數作為參考。

RODAMCO EUROPE NV 公司在零售部門中, 為歐洲最大的上市不動產投資法人, 在 2000 年收購擁有瑞典最大購物中心的 Piren 後, 持續的收購大型物件, 資產額由 1999 年的 18 億元急速增加至 2003 年底的 65 億歐元, 股票時價總額也從 17 億歐元擴增為 42 億歐元。

四、比利時

(一) 制度概要

比利時在 1990 年 12 月導入對稅制面有利的特定目的公司, 並建立封閉型投資法人制度。而在 1995 年中在該制度的規範下, 設置為成立以不動產投資目的為主的投資法人 (SICAFI : Societes d'Investissement a Capital Fixe en Immobiliere)。SICAFI 必須以有限責任法人的方式設立, 最低資本額為 120 萬歐元, 可投資的對象為實物不動產、不動產的所有權、以及對於不動產公司 (子公司) 的出資等。

(二) 市場概況

至 2004 年 3 月底，在比利時上市的 10 個公司之時價總額達到 33 億歐元，股價指數是使用「GPR250 比利時指數」其中最大的不動產投資法人 Cofinimmo 公司，在歐洲為第五大規模，該公司設立於 1983 年，並於 1996 年更改成為一般法人（不動產投資法人、SICAFI），到 2003 年 12 月底，該公司所持有的不動產現金流量總資產額已達約 18 億歐元，總資產中的 98% 為辦公室，至於所持有不動產物件，約九成位在比利時最大的城市布魯塞爾的近郊。

五、法國

(一) 制度概要

在十九世紀後半期的不動產投資運用股份公司並無導入法人稅，與現在之不動產證券化之特定目的事業公司相當，故在當時由不動產公司保有之不動產，相當於現在的不動產證券化制度。但是不動產投資運用股份公司在導入法人稅後，已喪失其導管性。這也是法國在 SII 不動產證券化之前，一度出現的類似制度。

在 1960 年代出現 SII 與 SICOMI 兩種不動產證券化商品，前者主要為投資運用住宅不動產，後者則以企業導向的不動產投資運用 REIT 販賣專門公司。至 1990 年兩者廢止非課稅措施，而改以上市不動產股份公司存續。

另一方面，在 1970 年允許對於儲蓄公募的民間公司適用制度的相關法規訂定，不動產投資民間公司（SCPI）與 SIIC 並存於不動產證券化制度之中。2004 年導入之 SIIC 制度，上市公司只要滿足一定的條件，可以選擇獲得導管性，此對於市場有相當大的衝擊。SIIC 和 SCPI 兩種制度在市場上各有其不同的定位，其兩者的主要不同敘述如下：

1. SIIC

- (1)對於公司之課稅：滿足 SIIC 的一定要件之下可免除
- (2)對於投資者的稅制：證券稅制
- (3)持分的讓渡：在市場中的交易為可能
- (4)不動產的出賣：積極進行
- (5)投資對象：基本為巴黎之商業不動產，特別以大型物件為中心
- (6)leverage：有

(7)投資大眾：95%為機構法人投資者

2. SCPI

(1)對於公司之課稅：非課稅

(2)對於投資者的稅制：不動產稅制

(3)持分的讓渡：可能（相對交易）

(4)不動產的出賣：例外的

(5)投資對象：基本上為中小規模建物，也投資於地方的中央都市

(6)leverage：禁止

(7)投資大眾：100%為個人投資者（80%為直接，20%為透過投資信託）

（二）市場概況

根據 IEIF（不動產土地儲蓄研究所）在 2001 年 12 月 31 日的調查，包含舊 SICOMI 與 SII 的不動產公司的股票時價總額達到 165 億歐元，相當於在巴黎交易所時價總額之 1.26%，樓地板面積共有 1145 萬平方公尺。

六、澳洲

（一）制度概要

澳洲的 LPT（Listed Property Trust：上市不動產投資信託）由 1971 年的 General Property Trust 的上市而展開，LPT 由公司法與改正後的 Managed Investment Act 法（MIA 法）為基準所組成。MIA 法在改正前有關信託人與管理人所組成的投資架構分為兩階段管理，但是存在有許多問題。其中法令的最終責任在信託人或管理人上並未明確規定；此外若是 LPT 的創設機構自己成為管理者時則發生利益衝突的情況；還有管理人的管理問題等等，在其後的 1998 年，改正案即針對這些問題有所改善。

LPT 不能直接雇用員工，而必須委由外部的機關來雇用員工，因此只不過是擁有不動產的特定目的事業公司，資產的運用型態也委由專門的資產管理公司運行，此點與日本的 J-REIT 相似，皆為外部運用型。

（二）市場概況

1971 年上市之初，由於對於 LPT 市場之接受度尚不夠，且當時不動產市場熱絡，投資者對於流動性的投資不甚關心，比較傾向以直接投資不動產上，故

LPT 市場低迷。此後，1982 年商業設施專業型的 LPT 的 Westfield Trust 上市，單一類產品專業型的 LPT 增加，對於投資者而言，分散投資至多樣產品分散型與各單一類產品專業型成為可能，但是在資本市場中的 LPT 仍未受重視。在此情況下，迎合投資者需求的 UPT (Unlisted Property Trust:未上市不動產投資信託) 為市場逐漸擴大。

1980 年後半，不動產市場惡化，UPT 中其中之一的 Rural Property Trust 破產，一時之間，湧入大量的買回請求，澳洲政府因此暫時凍結在 UPT 的買回手續，如此一來，投資者對於 UPT 的市場大失信心，轉向流動性與安定性相對較高的 LPT 市場投資。現在有 53 家上市股票，保有不動產數目有 1455 棟，時價總額達到 491 豪元，佔澳洲股票市場的 7%。

LPT 有三個主要的特徵：安定的投資收益、分散投資降低風險、高的流動性。LPT 從 1980 年到 2003 年，僅有兩個年度的報酬為負，所以可說是穩定的投資工具。另外從 LPT 所保有的資產類型也十分特別，商業設施佔了一半以上，住居的比例十分少。這主要是因為在澳洲的租賃住宅市場十分狹小，大多的不動產為國民所直接持有；此外在澳洲由於購物中心發達，也成為 LPT 持有資產的大部分的原因。此外澳洲不動產市場較高的流動性，也促使 LPT 成長的一個重要的因素。

七、新加坡

(一) 制度概要

新加坡於 1999 年導入證券化 (S-REIT, Singapore REIT)，採用外部運用型的營運方式。新加坡的通貨金融廳 (MAS : Monetary Authority of Singapore) 規定運用資產必須有 70% 以上為不動產和不動產相關的資產，但也可保有上市或非上市的債券，國債、不動產公司以外的股票等。在有關負債比例上，原先為 25%，其後針對某一部份公司，若信用評等達到 A 級，也可提高其負債比例到 35%。值得注意的是，在上市時必須適用資訊揭露的相關規定，但是若是在外國上市的 REIT，在本國上市時，可適用較為簡易的手續辦理。

(二) 市場概況

2004 年 3 月至今，在新加坡上市的 REITs 有 CapitaMall Trust、Ascendas REIT、Fortune REIT 三家。CapitaMall Trust 為東南亞最大的不動產公司

Capitalland 所支援設置，2001 年 11 月曾一度企圖上市，後因市場需求尚未被開發，延至 2002 年 7 月才正式公開上市。Ascendas REIT 在 2002 年 11 月上市，為外部運用型，並與澳洲的 Macquarie Goodman 公司透過共同事業運用之，主要的資產標的物為工廠、研發設施等多數的建築物。Fortune REIT 在 2003 年 8 月上市，所運用的標的不動產五個均屬香港之購物中心，營運以來，時價總額達 27 億新加坡元，然而值得玩味的是，其中僅有兩成屬於香港的資產。

S-REIT 現在並無辦公室的股票，但是最近計畫成立的 Capitalcommercial Trust 計畫導入大量的辦公室商品，此外 Fortune REIT 也有計畫成立投資海外的信託公司計畫。

八、韓國

(一) 制度概要

韓國在 2001 年 4 月制訂「不動產投資公司法」以前，主要是由建設交通省與財務經濟部（公司重整不動產投資公司法）兩個單位分別推動 REIT，前者為活化不動產市場而設置不動產投資公司法，後者則從協助企業順利處理出賣所持有的不動產觀點，導入不動產投資公司制度，兩單位的作法在不動產投資公司法整合後，出現一般 REITs（不動產投資公司）以及 CR(Corporate Restructuring-REITs，公司重整不動產投資公司)兩類。兩者主要的不同分述如下：

1. 一般 REITs

公司型態：永續公司（實體存在）

股票公募：設立時資本金需在 30%以上

投資對象：全部為不動產

資產構成：總資產的 70%以上，不動產資產的 90%以上，不動產、不動產相關之有價證券、現金

業務委託：自己管理

資產運用公司：任何事項均可委託不動產投資公司

股票所有：每人所有的限度不超過總發行股票的 10%

資訊公開：每季以投資報告書公開

監督機關：建設交通部

募集方式：公募

2. CR(Corporate Restructuring-REITs)

公司型態：明訂存續期限 (paper company)

股票公募：無限制

投資對象：公司企業重整用的不動產

資產構成：總資產的 70%以上，企業構造調整不動產

業務委託：外部委託管理 (AMC)

資產運用公司：資產運用公司

股票所有：無限制

資訊公開：每月以營業報告書公開

監督機關：建設交通部、金融監督委員會

募集方式： 公募、私募

(二) 市場概況

到 2004 年為止共有七家 CR-REITs 上市，而一般 REITs 卻無許可通過的案例。上市的七家 CR-REITs 的總資本額達到 5990 億韓元，其中一般公募 31.7%，外資投資法人 20.1%、壽險公司 17.4%，金融機構 14.1%。其中利益分配率為一年約 7-10%。

附表一 世界各國 REIT 制度比較一覽表

國 名		美 國	加 拿 大	荷 蘭
制度名 (簡稱)		Real Estate Investment Trusts (REIT)	Real Estate Investment Trusts(C-REIT)	Fiscale Beleggings instelling(FBI)
制定時期		1960	1993	1969
法 制 度 體 系	稅法	國內歲入法 (IRC)	所得稅法	法人稅法
	相關法規	各州公司法、信託法、1933 年證券法、1934 年證券交易所法	各州信託法、各州證券法	集團架構監督法
	證券交易所	紐約(NYSE) American, NASTAs	多倫多 (TSX)	Euronext 阿姆司特丹
	監督機關	證券交易委員會 (SEC)	各州證券交易委員會	金融市場監督局(AFM)
	集團投資架構	否	是	是
基 金 型 態	上市 / 非上市	兩者均可	兩者均可	兩者均可
	封閉型 / 開放型	封閉型	兩者均存在	封閉型
	外部運用型 / 內部運用型	兩者均可 (內部運用型佔大半)	有大型、內部小型、兩者運用型	兩者均可
	基金之型態	法人、信託	法人、信託	法人、信託
R E I T 之 適 格	組織要件	非金融機關、保險公司，並被視為國內法人課稅之，由一名以上的員工或由受託者營運	在加拿大在住之 unit 信託，事業目的限定為不動產的取得、保有、維持、改良、管理	AFR 之認可
	最低資本金	無	無	BV18 萬歐元 NV45 萬歐元
	最低股東數	100 名	150 名	無

國 名		美 國	加 拿 大	荷 蘭
條 件	公募要件	無	無	無
	特定股東保有限制 (包括外國人之持有)	五人以下之保有比例在股票價值的 50% 以內	外國人的保有限制在 49% 之內	特定外國股東不可直接或間接保有 25%
資 產 、 收 入 要 件	資產收入要件	年間總收入的 75% 以上為不動產相關收入	80% 以上為為現金、公司債、股票、在加國所屬的不動產、不動產持分 (包含石油、瓦斯、礦業權利)，所得的 95% 以上為適格所得	對租賃不動產投資
	不動產比例	75% 以上	80% 以上	無
	資產投資之限制	同一公司的保有股票在總資產價值的 5% 以下，且議決權股票及發行完畢之股票價值之 10% 以下	一定的比例以上為國內不動產 (封閉型)。同一公司的保有股份為總資產價值的 10% 以下	無
	事業內容	可以開發	不可開發	不可開發，但可對於開發案件投資
負債比例		無	無	不動產帳面價值的 60% 且 (不動產以外的) 其他投資對象資產的帳面之 20%
分配要件		90% 以上	無	100%
R E I T 的 課 稅	導管性的架構	Pass-through	Pass-through	Pass-through
	REIT 課稅	對未分配之金額課予法人稅，對於特殊所得項目也予以課稅	對於為分配金額課予信託稅	對於課稅所得課予 0% 稅率 (事實上非課稅)
	一般法人稅率	35%	信託稅率 29%	34.5%
	出賣不動產所得以一般所得課稅	是	是	是

國 名		美 國	加 拿 大	荷 蘭
關 係	資本利得之課稅	一般的法人稅率	1 / 2 為課稅對象，以一般法人稅率課之	非課稅（在評價基準金之儲蓄，四年之內必須再投資）
對外國股東之源泉稅		原則 30%	原則 25%	原則 25%
市 場 資 料	上市數	173	22	8
	上市規模（時價總額）	2302 億美元	141 億加拿大元	113 億歐元

續附表一 世界各國 REIT 制度比較一覽表

國 名		比 利 時	法 國	澳 洲
制度名（簡稱）		Sociéte` d` Investissement a` Capital Fixe Immobilie`re (SICAFI)	Sociéte` d` Investissements Immobiliere Cote`es(SIIC)	Listed Property Trust (LPT)
制定時期		1995	2003	1971
法 制 度 體 系	稅法	所得稅法	所得稅法、稅務通告	所得稅法
	相關法規	集團投資法（12/4/90）、王國令（4/10/95）	2003 年預算法	公司法、MIA 法
	證券交易所	Euronext 布魯塞爾	Euronext 巴黎	Australia（ASX）
	監督機關	銀行金融委員會（BFC）	金融市場廳（AMF）	澳洲證券投資委員會(ASIC)
	集團投資架構	是	否	是
上市 / 非上市		僅能上市	僅能上市	兩者均可

國 名		比利時	法國	澳洲
	上市 / 非上市	僅能上市	僅能上市	兩者均可
基金型	對部運用型	對部型可	對部運用型	對部運用型
	基金之型態	法人等	法人	信託
態 EIT 之 適 格 條 件	組織要件	比利時銀行金融委員會之認可。 登錄後的一年以內，議決權股份 的 30%以上公募	以租賃用不動產的取得建設為主 要事業目的 (含對於他同樣事業目 的之法人出資持分的直接、間接保 有)	向澳洲投資委員會登錄，由外部運用公 司 (RE) 運用之
	最低資本金	120 萬歐元	1500 萬歐元	無
	最低股東數	無	無	無
	公募要件	議決股份 30%以上為公募	無	無
	特定股東保有限制 (包括外 國人之持有)	無	無	無
	資產收入要件	對於特定不動產案件不超過資金 額的 20% (認可後 2 年間免除)	以租賃用不動產的取得建設為主 要事業目的 (含對於他同樣事業目 的之法人出資持分的直接、間接保 有)	對租賃不動產之投資
	不動產比例	無	無	無
	資產投資之限制	無	無	無
	事業內容	可以開發 (必須保有 5 年間)	可開發 (但不可超過總資產之 20%)	可開發 (但有種類限制)

國 名		比利時	法國	澳洲
負債比例		總資產的 50%	無	無
分配要件		80%以上	1.資產收益的 85%以上 2.轉讓利益的 50%以上 3.分配收入的 100% 必須以上全部條件均符合	無
R E I T 的 課 稅 關 係	導管性的架構	Pass-through	非課稅	Pass-through
	REIT 課稅	原則課以法人稅，但是 SICAFI 租賃所得轉讓所得在課稅對象之外，整體來說幾乎不課稅	課稅免除收益以外為法人稅課稅	對於為分配金額課予法人稅
	一般法人稅率	33.99% 法人稅 33% 附加稅 3%	法人稅 33.1/3% 視為附加稅，課予法人稅額的 3%	30%
	出賣不動產所得以一般所得課稅	是	非(固定資產的轉讓收益包含於所得之中)	是
	資本利得之課稅	非課稅 (在評價基準金之儲蓄，四年之內必須再投資)	一般法人稅率 (滿足要件可適用免稅規定者除外)	一般的法人稅率
對外國股東之源泉稅		原則 15%	原則 25%	按比例課稅
市 場 資 料	上市數	10	9	53
	市場規模	33 億歐元	150 億歐元	491 億澳幣

續附表一 世界各國 REIT 制度比較一覽表

國 名		日本	新加坡	韓國
制度名 (簡稱)		不動產投資信託 (J-REIT)	S-REIT	K-REIT (一般 REIT、CRREIT)
制定時期		1995	1999	2001
法 制 度 體 系	稅法	法人稅法	所得稅法、個別通告	法人稅法
	相關法規	投信法、證券交易法	2001 年遠期交易 (Forwards) 證券法、關於不動產基金綱領	不動產投資公司法
	證券交易所	東京 (TSE)	新加坡 (SGX)	韓國
	監督機關	金融廳	金融通貨廳 (MAS)	建設交通部、金融監督委員會 (CR)
	集團投資架構	是	是	非
基 金 型 態	上市 / 非上市	兩者均可	兩者均可	兩者均可
	封閉型 / 開放型	兩者均存在(事實上僅有封閉型)	封閉型	封閉型
	外部運用型 / 內部運用型	外部運用型	外部運用型	內部 (一般)、 外部 (CR)
	基金之型態	法人、信託	法人、信託	法人
R E I T 之	組織要件	在金融廳登錄之投資法人。滿足「最低股東數」或「公募要件」之投資法人。	由金融通貨聽認可之運用公司運用。運用公司必須在新加坡設立之公開公司	設立時，設立股東必須保有 10% 以上的股票 (30% 以下)
	最低資本金	1 億日元	無	500 億韓元

國 名		日本	新加坡	韓國
適 格 條 件	最低股東數	50 名以上或由適格機關投資者 保有	無	
	公募要件	設立時為公募發行，且公募總額 達一億日元以上	無	設立時 30%以上為公募（一般）
	特定股東保有限制（包括 外國人之持有）	3 名以下的保有比率在股票價直 的 50%以內。國內募集的比例超 過 50%（必須在規約內記載）	無	特定股東的股票所有不超過 10%（一 般）
資 產 、 收 入 要 件	資產收入要件	75%以上為對不動產的投資（上 市基準）他法人的股票總數或出 資額之保有不超過 50%以上	總資產的 35%以上投資於不動產，總 資產的 70%以上投資於不動產關連 資產。對於特定證券、基金之投資不 超過總資產之 5%。	總資產的 70%以上為不動產。總資產的 90%以上為不動產、不動產關連有價證 券、現金（一般）
	不動產比例	75%以上	70%以上	70%以上
	資產投資之限制	無	在國內為完成非居住用物件開發、或 國外的未完成物件開發不超過總資 產的 20%。此外由特定開發業者投資 之未完成物件不超過 20%	無
	事業內容	不可開發	不可開發（含對非上市不動產開發公 司之投資）。也可對開發案件投資	可開發
負債比例		無（但，僅有適格的機構投資者 才能借貸）	總資產的 35%	原則、禁止
分配要件		90%以上	90%以上	90%以上

國 名		日本	新加坡	韓國
R E I T 的 課 稅 關 係	導管性的架構	Pass-through	非課稅	Pass-through (CR)
	REIT 課稅	對未分配金額課予法人稅	對未分配金額課予法人稅，原則對於分配則以相當法人稅予以原始徵收	
	一般法人稅率	30%	22%	27%
	出賣不動產所得以一般所得課稅	是	無資本利得課稅	是
	資本利得之課稅	一般法人稅率		一般的法人稅率
對外國股東之源泉稅		原則 20%	原則 22%	原則 27.5%
市 場 資 料	上市數	12	3	7
	市場規模	約 1.3 兆日元	27 億新幣	8452 億韓幣

續附表一 世界各國 REIT 制度比較一覽表

國 名		馬來西亞	香港	土耳其
制度名 (簡稱)		Property Trust Funds(PTF)	H-REIT	Real Estate Investment Company(REIC)
制定時期		1986	2003	1995
法 制 度 體	稅法	所得稅法	所得稅法	所得稅法
	相關法規	1993 年證券委員會法、不動產信託綱領	遠期交易證券條例、不動產投資信託法	資本市場法、交易法
	證券交易所	吉隆坡交易所 (KSE)	香港交易所	伊斯坦堡交易所 (ISE)

國 名		馬 來 西 亞	香 港	土 耳 其
系	監督機關	證券委員會 (SC)	證券監督委員會 (SFC)	資本市場課 (CMB)
	集團投資架構	是	是	非
基 金 型 態	上市 / 非上市	兩者均可	只能上市	只能上市
	封閉型 / 開放型	封閉型	封閉型	封閉型
	外部運用型 / 內部運用型	外部運用型	外部運用型	內部運用型
	基金之型態	信託	信託	法人
RE IT 之 適 格 條 件	組織要件	運用公司為在馬來西亞設立之公開公司。運用公司為金融機關之子公司。不動產開發公司的子公司。	運用公司需經過 SFC 之認可公司	需使用「不動產投資信託」之商號。股東必須滿足一定的所得、資產保有之要件。
	最低資本金	1 億馬幣	無	一兆土耳其幣
	最低股東數	1250 名 (各股東有一千股以上)	無	無
	公募要件	25% 以上為公募	無	49% 以上為公募 (一般)
	特定股東保有限制 (包括外國人之持有)	外國人保有在 30% 以下	無	無
資 產 、 收 入 要 件	資產收入要件	(關於上市基金) 總資產的 50% 以上為不動產。總資產的 75% 以上為不動產或對不動產法人之投資	僅可投資於相當租借用不動產。特別目的事業公司 (SPV) 也可投資不動產。對於租賃收入之不動產投資需有 90% 以上。取得不動產最低需保有兩年。	特定法人的股票保有不超過 5%。三個物件 (或案件) 以上的投資。對於無收益的土地投資不超過總資產的 10%。
	不動產比例	75% 以上	90% 以上	無
	資產投資之限制	無	僅能投資國內不動產	對於國外不動產 (不動產持分) 之投資, 其限度為總資產之 10%
	事業內容	不可開發, 但可對於開發案件投資	不可開發	可開發
負債比例		純資產之 30%	總資產的 35%	短期借入為資本金的 2 倍
分配要件		無	稅後利益的 90% 以上	無
RE	導管性的架構	可轉嫁	無	非課稅

國 名		馬來西亞	香港	土耳其
IT 的 課 稅 關 係	REIT 課稅	法人稅 28%、股東可稅額抵扣	REIT 以所得稅課稅之。從 REIT 之所得分配金非課稅	法人稅非課稅、無源泉稅。股東以 30%課稅之
	一般法人稅率	28%	事業所得稅 17.5% 資產所得稅 15.5%	法人稅 30% 附加稅 10%
	出賣不動產所得以一般所得課稅	無	無	無
	資本利得之課稅	根據保有期間之 5-30%課稅	無資本利得課稅	非課稅 (再投資準備金之儲蓄)
對外國股東之源泉稅		無	無	無
市 場 資 料	上市數	3	0	9
	市場規模	2.2 億馬幣	0	400 兆土幣

資料來源：不動產證券化 Hand Book, 2004, PP.140~143

參考文獻

一、日文部分

1. 川口有一郎, 不動産金融工学--入門(Real Estate Financial Engineering),2001
2. 不動産証券化協会 (ARES), 不動産証券化 Handbook , 2004
3. 不動産流通近代化センター,不動産コンサルティングのための経済金融 (Economics and Finance for Real Estate Consulting) , 2004
4. 中村孝明 , Risk Management for Real Estate Securitization, 2001
5. 片岡隆 , ”不動産ファイナンス入門” (Real Estate Finance) ,2000
6. 住宅産業新聞社 , 住宅経済データ集 , 2003
7. 住信基礎研究所 , 不動産投資ファンドの分析と評価 , 2002 年
8. 佐藤一雄 , 不動産証券化之実践 , 2004
9. 前川 俊一 , 不動産経済学 , (Chapter 2) ,2003
10. 国土交通省 , 土地白書 , 2004
11. 国土交通省 , 国土交通白書 , 2004
12. 開発型不動産証券化研究会 , 開発型不動産証券化之知識與實際 , 2004
13. 澤田考士 , ”J-REIT の三年間を振り返って”,ARES, pp3-13 (J-REIT view: Reflecting on Three Years of J-REITs) ,2004

二、英文部分

1. Financial Law Board, “Legal Issues on Asset Securitization in Japan”, Memo, Nov, 11, 1999
2. Gangwani, Sunil, “”MBS Structuring: Concepts and Techniques”, The Securitization Conduit, Vol.1, No.3. 1998
3. Herr, K.E. and Miyazaki, G, “A proposal for the Japanese Non—performing Loans proposal: securitization as a Solution ”, April 1999
4. Japan Real Estate Institute(JREI) ,”The Ninth Japanese Real Estate Investor Survey”(Oct.1,2003 survey), 2004
5. Kanda, Hideki, “Securitization in Japan”, 1998
6. Kohn, Meir; “The Capital Market Before 1600”, 1999
7. Kothan, Vined, “Securitization—a primer”, Securitization: The Financial

instrument of the New Millennium (Chapter)

8. Matsumura, Toru, "preparing the information infrastructure for the Real Estate Securitization Market", NLI Research, No143, NLI Research Institute, 2000
9. Matsumura, Toru, "How Real Estate Securitization is stimulating Investment transactions---prospects for the Formation of a Real Estate Investment Model", NLI Research, No.152, NLI Research Institute, 2001
10. Mizuho Securities Co., Ltd., "ABS Market in Japan—Review of FY2003", May 2004

* 本報告有關日文部分，感謝日本一橋大學商學研究科研究生曹葦如小姐的協助翻譯，謹此致謝。