

學術論著

日本經驗對台灣發展不動產證券化市場的啟示

Securitization of the Japan Real Estate Market: Progress and Pitfalls with Lessons for Taiwan

游千慧* 姜堯民**

Chien-Huei Yiu, Yao-Min Chiang

摘 要

我國(不動產證券化條例)的內容主要是參考美國及日本的制度。由於國內不動產市場遭逢與日本不動產市場相類似的困境，且同屬大陸法系國家，實有必要借重日本不動產證券化之法制經驗，以使我國不動產證券化法令規範更趨完備且符合我國國情與實際需要。本文針對目前我們建構不動產證券化市場所衍生的相關問題，描述我國立法內容及各界爭議之論點，再借鏡日本的經驗，來提出因應之道，最後提出數點建議供參：

- 一、「不動產投資信託」與「不動產資產信託」應分別立法。
- 二、應納入「特殊目的公司」制度。
- 三、信託門檻應斟酌調降。
- 四、初期宜以「封閉型基金」為主，但開放型的設立則應依市場需求，不應做太多限制。
- 五、證券設計應允許發行不同種類之受益證券。
- 六、強制規定每年必須將盈餘之一定比例分配予受益人。

關鍵詞：不動產證券化、資產信託、投資信託、日本經驗

ABSTRACT

Japan's real estate securitization has made impressive strides over the last few years. The related laws have been developed and gradually this system has brought some results. Taiwan is developing securitization system following Japan's experience. In this paper, we track the progress of real estate securitization in Japan with an eye toward examining the factors that have facilitated or constrained its progress. This discuss is able to form a lesson for Taiwan as we embarks on the road toward real estate securitization. We learn from Japan's experience that:

1. Japan has two different laws to regulate the two parallel systems: The Law on the Securitization of Assets and The Law of Investment Trust and Investment Corporation.
2. Company style is allowed in both laws.
3. Decreasing the minimum capital requirement of a trust.
4. Both open-end and closed-end REITs are allowed.
5. Issuing different types and different classes of securities are allowed.
6. Earning should be distributed to investors as dividends every year.

(本文於2002年9月28日收稿，2003年10月28日審查通過，實際出刊日期2004年3月)

* 立法院法制局助理研究員。E-mail: ly20444@ly.gov.tw, Legislative Counsellor, Office of Legislative Counsel, Legislative Yuan, Taipei, Taiwan, Republic of China.

** 政治大學財務管理系副教授。E-mail: ymchiang@nccu.edu.tw, Associate Professor, Department of Finance, National Chengchi University, Taipei, Taiwan, Republic of China.

本文曾發表於2002年12月21日中華民國住宅學會第十二屆年會，作者感謝年會參與人及兩位匿名評審所提供的修正意見。

一、前言

日本自泡沫經濟破滅後，不動產價值大幅滑落，導致銀行業不良債權問題急速惡化。日本政府於西元1991年第9次「經濟新生對策」振興經濟方案中，將不動產證券化列為重點工作項目，Inada(2002)表示，日本於1995年實施〔不動產組織法〕(Real Estate Syndication Law)，於1998年通過〔特定目的公司資產流動化法〕(The Law Concerning Liquidation of Specified Assets by Special Purpose Company, 簡稱 the SPC law)，及於2000年進一步修正為〔資產流動化法〕(The Law on the Securitization of Assets)，正足以顯示日本政府對「不動產證券化」寄予厚望，企盼藉由推行「不動產證券化」之制度，以提振房地產市場景氣，帶動整體經濟復甦。

近年來國內不動產市場一蹶不振，政府為能有效開發利用不動產，以提昇環境品質，並活絡不動產市場景氣，積極推動不動產證券化制度，並參考美、日實施經驗，先行引入信託架構之「不動產投資信託」及「不動產資產信託」制度，研擬完成〔不動產證券化條例〕，恰好類似日本所推行之「資產運用型」(Asset investment scheme)及「資產流動型」(Asset liquidation scheme)。尤其「不動產資產信託」之架構，係直接借鏡日本模式之「資產流動化法」制度，由委託人將其所持有之不動產或不動產相關權利信託與受託機構後，以所信託之不動產或不動產相關權利為標的，發行不動產資產信託受益證券與投資人，受託人並依不動產資產信託契約自行或委託不動產管理機構進行不動產之管理或處分，受益人則依不動產資產信託契約約定享有不動產資產信託之信託利益。

由於國內不動產市場遭逢與日本不動產市場相類似的困境，且同屬大陸法系國家，實有必要借重日本不動產證券化之法制經驗，以使我國不動產證券化法令規範更趨完備且符合我國國情與實際需要。從別國發展的過程吸取成功及失敗的經驗，有助於本國發展的平順。像是韓國在發展不動產證券化的過程中也積極參酌日本的經驗來協助韓國迅速發展各項法令及市場規範(Lim, 2002)；連日本早期也是要從美國來吸收經驗(Vandell, 2000)。

本文擬從目前我國訂定不動產證券化法規及建構不動產證券化市場所遭遇之問題，如不動產證券化規劃之制度方向，應採「不動產投資信託」及「不動產資產信託」並行抑或單採「不動產投資信託」？受託機構應否侷限於「信託業」？投資信託基金之發行是否限定以「封閉型基金」為主，或應交由市場自由決定其發行型式？受託機構能否發行之不同類型之受益證券？信託利得是否應強制分配予受益人等問題；借鏡日本實施不動產證券化的經驗，並比較分析我國與日本制度上之差異，以探討日本經驗所帶給我國發展不動產證券化之啟示。

本文第一節是前言。第二節係針對不同的問題點做探討，先說明問題的內涵，再看看日本的做法(註1)，比較台灣與日本的差異，可能的話並提出日本與美國的差異做對照。第三節提出結論與建議。

二、問題與借鏡

〔不動產證券化條例〕雖已確立我國不動產證券化之基本法律架構，但其內容仍有值得商榷及再詳細考量之餘地，以下針對我國於建構不動產證券化市場時，所衍生的相關問題，共分為六點描述我國立法內容及各界爭議之論點，並分別介紹日本的制度及因應之道，並藉由對台灣與日本之異同處分析，探討日本經驗帶給我國發展不動產市場之啟示，並試擬可行之改進方向。

(一) 不動產證券化架構

1. 問題描述及我國立法內容

我國不動產證券化市場參酌美國及日本之法制架構，同時採「不動產投資信託」及「不動產資產信託」雙制並行，同時將兩種制度納入〔不動產證券化條例〕中規範。其中「不動產投資信託」主要係參考美國REITs (Real Estate Investment Trusts)之模式，由受託機構向投資人募集資金而成立不動產投資信託基金後，用以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券或其他主管機關核准投資之標的；並發行不動產投資信託受益證券，以表彰投資人對於信託財產之權益，不動產投資信託投資所得之利益則由全體受益人依不動產投資信託契約約定共享。至於「不動產資產信託」則主要是參考日本模式之〔資產流動化法〕制度，由委託人將其所持有之不動產或不動產相關權利信託予受託機構後，以所信託之不動產或不動產相關權利為標的發行不動產資產信託受益證券予投資人，受託人並依不動產資產信託契約自行或委託不動產管理機構進行不動產之管理或處分，受益人則依不動產資產信託契約約定享有不動產資產信託之信託利益。

2. 日本做法

日本政府陸續通過多項立法及修法之工作，成功建構日本不動產證券化兩大體制「資產流動型」與「資產運用型」。日本雖與我國同樣發展兩種制度，然係將此兩種制度分別以兩種不同的法律來規範。茲將兩大體系簡述如下：

(1) 「資產流動型」：

日本「資產流動型」不動產證券化之制度，起源於1998年六月通過〔特定目的公司資產流動化法〕，使一般投資人藉由特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC)投資不動產，且該特殊目的公司所發行之有價證券可符合證券交易法所稱之「有價證券」。隨後，如SOEY Newsletter (2000)所描述，日本政府為了擴大資產之流通與投資範圍，以加速資產流通與發展投資市場，爰於2000年5月23日著手修正完成〔資產流動化法〕，並於同年6月1日公布實施，引入特殊目的信託制度(Special Purpose Trust, SPT)，與原先特殊目的公司制度(SPC)並行，至此兼具公司型態與信託型態(註2)。

簡言之，我國「不動產資產信託」係移植日本發展「資產流動型」之經驗而成。「資產流動型」，係由〔資產流動化法〕所規範，著重於「資產」(Properties)流動面之規定。

(2) 「資產運用型」：

有關「資產運用型」之不動產證券化，則始自1998年12月通過之「證券投資法人及證券投資信託法」，日本政府企圖仿效美國REITs之制度，引入「公司型」投資信託制度，與日本傳統之證券投資信託制度僅採「契約型」制度並存。日本政府為更加速促進不動產市場之發展，於2000年5月再度修正〔證券投資法人及證券投資信託法〕為〔投資法人及投資信託法〕(The Law of Investment Trust and Investment Corporation)，與新修正之〔資產流動化法〕同樣引入特殊目的信託制度(SPT)，與原先特殊目的公司制度並行，積極發展J-REITs (Japan-REITs)制度。「資產運用型」，係由〔投資法人及投資信託法〕所規範，較側重於「金錢」(money)投資運用方面之規定；相當於美國REITs及我國「不動產投資信託」制度。日本資產運用型包含公司型態(Investment company)與信託型態(Investment trust)，惟我國僅採信託型態；美國REITs則是可分為公司型、信託型與有限合夥型。

3. 台灣與日本異同處分析

日本之不動產證券化制度原先僅有「資產流動型」，之後又引進「資產運用型」模式，形成雙制並行。至於我國不動產證券化究應採雙制並行之「不動產投資信託」與「不動產資產信託」，抑或單採「不動產投資信託」制度，引發諸多爭議。行政院經建會於〔不動產證券化條例草案總說明〕中指出〔不動產證券化條例〕之立法意旨為顧及與〔金融資產證券化條例〕立法精神前後一致性，及考慮我國不動產證券化市場處於草創階段，初期參酌美國及日本之法制架構及實務經驗，引入「不動產投資信託（資產運用型）及「不動產資產信託（資產流動型）二大制度，建立基本架構以供遵循。

張金鶚(2002)認為日本之不動產證券化制度原先是採行「資產流動型」之形式，之後才又引入「資產運用型」形式，可見原先「資產流動型」之機制並無法完全滿足其國內之需求，即該制度本身並不完整。張金鶚因而認為我國應可單一採用美國之「不動產投資信託」即可。惟因我國屬大陸法系國家，現行各項法制架構及商業機制與英美法系之實踐頗有差距，欲完全移植或仿效美國之法律規範，在繼受上自會產生許多困難之處。故在建構我國不動產證券化之法制環境時，除參酌美國實務運作與市場配套機制外，日本之相關法制經驗，也成為我國推動此一制度時一項重要的參考準則(楊育純、游千慧，2002)。且因我國國情與日本相近，參考日本採雙制並存之做法應較為可行。

(二) 受託機構應否侷限於「信託業」

1. 問題描述及我國立法內容

我國欲推動不動產證券化，主要係透過信託制度之架構而達成。依〔不動產證券化條例〕規定，「不動產證券化」主要係指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。在該信託制度下，受託機構之任務，主要包括(1)受託機構管理及處分信託財產，以隔離委託人之經營風險；(2)受託機構所募集或發行之受益證券，係屬「證券交易法」第六條所稱之有價證券；(3)受託機構應向主管機關申請核准或申報生效辦理，募集或私募受益證券；(4)受託機構得對非特定人公開招募受益證券，亦得對特定投資人私下招募受益證券；(5)信託契約中屬於信託財產之間置資金，其運用方式受到法律限制；(6)受託機構得將信託財產委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分(楊育純、游千慧，2002)。

在不動產證券化之立法意旨下，為達到破產隔離目的及配合我國法制，因此特別採信託架構作為證券化的導管體，而依法得辦理信託業務者，僅限於信託業法所稱之信託業者得為不動產證券化之發起機構。後因不動產業界及學界，如張金鶚(2002)，姜堯民(2002)認為信託業不動產專業知識不足，恐會有嚴重的代理問題發生(黃嘉興、姜堯民，2002)。立法院財政委員會審查條文時，決議增列第四條第三項，允許成立僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，並規定主管機關得就其最低實收資本額、股東結構、負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗、業務限制另定之。預期僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，其設立之門檻勢必低於適用現行信託法所規定之信託業設置之標準，此舉在於鼓勵不動產業者，若有意擔任受託機構，則可依該法規定設立信託公司成為發起機構。考量不動產景氣不佳的情況下，不動產業者或可朝聯盟或合併集資之方式設立信託公司。

政府雖放寬信託業之成立對象，惟仍堅持僅採信託架構作為證券化的單一制度，相較於美日同時兼具公司型態與信託型態而論，我國似乎限制投資人選擇之範圍，亦間接阻礙不動產交易市場之發展。政府主要的想法是先求能有一穩健的實行架構，使不動產證券化順利推動。我們認為這樣的限制將妨礙不動產證券化之發展，影響不動產證券化目的之達成。

在〔不動產證券化條例〕所擬之架構下，不動產開發業者(所有者)的權責是與發起人有所區隔的。在此架構下，功能權責無法統一，勢必要有如國外的大型不動產專業投資銀行來做溝通協調，提供諮詢服務的工作。但國內僅有極少數之專業的不動產投資銀行，在無法提供完整的服務及充分的資訊情形下，不動產業者與充當發起人的信託業者之間的摩擦，將無法避免。

2. 日本做法

「資產流動型」與「資產運用型」皆兼具公司型態與信託型態。日本於2002年5月修正〔證券投資法人及證券投資信託法〕為〔投資法人及投資信託法〕，並修正〔特定目的公司法〕為〔資產流動化法〕，引入特定目的信託制度(SPT)，與原先特定目的公司制度(SPC)並行，從此確立「資產運用型」及「資產流動型」二大制度均兼採公司型及信託型投資之架構。

3. 台灣與日本差異處分析

(1) SPC與SPT

日本兼具「特殊目的公司」與「特殊目的信託」型態，與我國僅採「特殊目的信託」型態，大異其趣。行政院當初僅採「信託型」之架構之理由主要為：1、顧及特殊目的公司法制與一般公司法制之契合性較低，恐造成內容過於複雜之考量；2、本條例之重點除不動產開發管理外，「證券化」及「流通性」亦為重點之一，由於申購機構係向不特定之大眾公開募集發行受益憑證，涉及廣大投資人之權益，稍一不慎，即造成證券市場之動盪不安，甚而影響社會經濟，因此必須是受到高度管理且被高度信賴之行業方得承作，而信託業本身因受信託法、信託業法及其相關法令之拘束，無論是內稽內控，會計制度及風險管理均受法規上相當嚴格之規範，為高度控管之行業，亦能獲得投資大眾之信賴。

惟此項規定遭致外界諸多非議，學者張金鶚(2002)，王文宇(2002)評論以目前市場上具有不動產開發專業之銀行實屬少數，且不動產業者成立僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業之條件與意願究竟如何，很難評估。故一般預測在實務上之可能運作模式仍為銀行與不動產開發業者合作，因此具不動產專業之房地產業者，在不動產證券化過程中，僅能如王文宇所言，類似計程車「靠行」之地位，不無外行領導內行的缺點，且可能發生權責不符的問題。

綜觀美、日發展不動產證券化之實務經驗來看，美國之REITs與日本之資產運用型皆以公司型態為發展之主要趨勢。即使採取信託制度，亦不應僅限於信託事業始得為之的設計，無形中限制了商業信託制度中治理架構(governance structure)之健全發展(王文宇，2002)。是以，不動產之經營管理牽涉複雜之不動產專業，故應考慮開放讓不動產專業業者能積極參與。建議我國宜參考日本經驗及〔金融資產證券化條例〕，將「特殊目的信託」及「特殊目的公司」於不動產證券化架構中並存，以消除各界對不動產投資受託機構資格之制度設計，可能存有專業性不足、權責不符之種種疑義。另主管機關可就其相關之不動產、財務投資等專業能力條件，另訂明確、有效之監理機制，以確保交易安全，並提昇不動產專業經營。

(2) 發起人門檻

日本、韓國對於不動產證券化發起人資本額要求近來一直在下降中。日本對SPC發起人資本額規定一度由原來的一千萬日圓下降到三百萬日圓 (Financial Law Board, 1999)，嗣於2000年五月新修正之〔資產流動化法〕，又將此門檻降至十萬元日圓 (PricewaterhouseCooper, 2001)。韓國的發起人資本額規定由五百億韓元(US\$37.5 million)下降到三百億韓元(US\$22.6 million)。事實上，發起人本身的資產與證券化信託資產是相互獨立的，因此並不需要太大的資本額。如依我國現行信託業法的規定，要成為信託業必須有二十億元的資本額，折合成美金約五千七百萬美元，顯然過高。財政部所擬定「信託業設立標準修正草案」中規定不動產管理機構可擔任不動產信託公司的發起人的資本要求：僅辦理不動產投資信託業務的信託公司，最低資本額為十億元；僅辦理不動產資產信託業務者，最低資本額為三億元；辦理上述兩項信託業務者，最低資本額為十億元。此信託門檻似應斟酌調降，以擴大不動產業者的參與。

(三) 封閉型基金與開放型基金

1. 問題描述及我國立法內容

〔不動產證券化條例〕第十六條規定，不動產投資信託基金，以封閉型基金為限。但經主管機關核准者，得募集附買回時間、數量或其他限制之開放型基金。其立法原意乃基於因不動產投資信託基金主要投資標的為不動產，其流動性低、單位投資成本高、市場價值不易評定，且不動產開發初期仍需投入大量資金，無法供投資人隨時贖回。為維持該基金之穩定性，爰明定其基金型態以封閉型基金(投資人不得申請贖回)為限。但個別基金之現金流量情形或有不同，為求彈性，應仿效美國不動產投資信託實務，規定經主管機關專案核准者，亦得為具有一定限制條件之開放型基金(例如於一定期間內接受一定金額之贖回)。雖然目前台灣的證券投資信託基金，幾乎皆採開放型，封閉型已屬少見，但主管機關基於上述考量，初期決採封閉型基金為主，實無可厚非。但若就長期而言，應可考慮減低政府管制程度，交由市場機制自由決定其發行型式。

2. 日本做法

J-REITs可分為封閉型與開放型兩種，封閉型-REITs可於東京股票交易所上市(註3)。因為不動產本身具有流動性低之特性，資產所有權經常性的變動困難，投資者亦無法作額外的投資或是部分買回。因此與一般契約型態之開放型基金證券投資信託相較之下，股票交易市場中封閉型基金似乎對於不動產基金而言是比較適合的。

3. 台灣與日本異同處分析

我國所規範之不動產投資信託基金之發行型式，原則上以「封閉型基金」為主，例外情形須經主管機關專案核定者，始得募集「開放型基金」。惟若考量不動產證券化在我國係首次推行，各業者本身對於現金流量之風險控管經驗不足及不動產投資信託基金投資之標的多為不動產，流動性低，且不動產開發初期需投入大量資金，無法供投資人隨時贖回，故建議初期宜仍以「封閉型基金」為主，再視狀況逐步解除對「開放型基金」之限制。

(四) 證券設計

1. 問題描述及我國立法內容

〔不動產證券化條例〕中有關證券形式的相關規定有第四條第五款

受益證券：指下列不動產投資信託受益證券及不動產資產信託受益證券：

- (1) 不動產投資信託受益證券：指受託機構為不動產投資信託基金而發行或交付表彰受益人享有該信託財產及其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分之權利憑證或證書。
- (2) 不動產資產信託受益證券：指受託機構為不動產資產信託而發行或交付表彰受益人享有該信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分之權利憑證或證書。

另第五條規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券。」

綜前所述，可知〔不動產證券化條例〕中並未見受益證券種類之詳細規定，則未來受託機構是否得以發行不同種類之受益憑證；例如是否可以發行不同種類，不同到期日、不同票面利率的債券、或不同配股優先次序的權益型證券？恐將引發爭議。反觀在〔金融資產證券化條例〕中第十五條即明確規定：「受託機構得依資產信託證券化計畫，發行各種種類及期間之受益證券。」對於不動產證券化是否允許發行不同種類之受益證券，實值得加以深入檢討。

2. 日本做法

日本的〔資產流動化法〕中規定，發行的證券可以是債券型，也可以是特別股的權益型式，其中負債型證券是以標的不動產所產生的現金流量來當做是償付投資者利息及本金的基礎，明定其到期期限、利率、及本金償還方式。例如日本Tokyo Tatemono的Takanawa計畫所發行的受益憑證即可分為債券與特別股兩種形式(表一)：

3. 台灣與日本差異處分析

依日本之經驗得知，允許發行不同種類的債券及特別股，實有助於投資的風險管理，也可創造更高的流動性，有助於證券化的成功。惟我國〔不動產證券化條例〕中並未對受益證券發行種類作詳細規定，例如是否可以發行不同種類，不同到期日、不同票面利率的債券、或不同配

表一 日本Tokyo Tatemono的Takanawa 計畫所發行的受益憑證

債 券					
	評等 (S&P)	發行金額(百萬日圓)	票面利率	本金償還	投資者
Class A	A	500	1.75%	到期時一次還清	機構投資者
Class B	A	2,000	2.74%	到期時一次還清	機構投資者
Class C	BBB	500	3.69%	到期時一次還清	機構投資者
特別股(權益型受益憑證)					
	發行金額(百萬日圓)	股利上限	股利發放	投資者	
優先Senior	1,300	5.50%	累積，不參與分配	機構投資者	
次順位Junior	2,230		非累積、參與分配	一般投資者及發行人本身	

資料來源：日本Tokyo Tatemono。

股優先次序的權益型證券？一旦發行機構欲發行非單一權益型受益證券時，必將引發爭議。姜堯民，黃嘉興(2002)依日本的允許發行多種類證券模擬，發現以台灣的市場狀況，發行多種受益憑證是有利的。是以，建議應仿效美、日之做法暨〔金融資產證券化條例〕之規定，於〔不動產證券化條例〕中就受託機構得發行之受益證券種類予以明文規範，諸如得以發行不同種類、不同到期日、不同票面利率之債券或不同配股之權益型證券等。

(五) 管理制度

1. 問題描述及我國立法內容

〔不動產證券化條例〕第二十三條規定：受託機構運用不動產投資信託基金自行或委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分，應依計畫、取得、銷售、經營等階段作成書面控管報告，並按季向董事會提出各階段之檢討報告。其立法意旨為控管不動產投資信託基金自行或委任不動產管理機構進行信託財產管理或處分之風險。惟究竟哪一種管理制度，自行或委任，較符合現階段不動產證券化架構有必要加以釐清。

2. 日本做法

〔投資法人及投資信託法〕規定投資信託與投資公司必須委任第三投資經理人來管理資產。投資經理人需由日本金融服務機構(financial service agency)取得證照。為了保護投資者之利益，投資經理人需要善盡管理人之責以免於交易時與投資者產生不必要之糾紛。

就內部控管而言，日本採委外管理，是為防止內部弊端叢生。為因應委外管理制度，近來諸多日本專家(如Oka, 2001)倡議發展全方位的不動產管理公司。不動產管理公司主要的工作內容包括分析不動產市場以及不動產之價格，並基於分析結果做出投資決策、管理不動產投資組合、管理承租戶，以及準確的評估出不動產的價值。不動產與其他金融資產不同的地方在於其每一件不動產商品都很獨特，必須經過審慎及高品質的經營管理以獲取利潤；其中管理項目涵蓋市場分析、不動產維護、尋找優秀的承租者，以及進行不動產交易的協調溝通等。不動產管理需要的不只是管理及財務方面的專才，更需要在不動產業界有豐富的經驗與專業知識；因此，不動產投資須與不動產管理公司相結合。尤其是投資信託公司以集結大眾資金來投資具多樣性及複雜性的不動產，更需要委請專業的不動產管理公司來管理所投資的不動產。

3. 台灣與日本差異處分析

日本J-REITs資產的經營管理規定採委外管理方式，委外管理除可防止內部弊端叢生，亦可彌補發行機構對不動產經營知識不足的缺點。相對地，美國則基於提高效率為考量重點，於1986年後，REITs採內部管理。主要理由是委外管理會有嚴重的代理問題，而事後也證明內部管理對美國REITs的發展有長遠的影響。Ambrose and Linneman (2001)即實證發現內部管理的REITs比外部管理的REITs有較好的經營績效。

我國立法考量是依信託業者專業能力，允許自行或委外管理皆可。本文認為，於不動產證券化發展初期，有鑑於信託業者對不動產經營不熟悉，無法獨立運作。因而本文主張，應先仿效日本，採外部管理，而於第三者的監察，及資訊揭露方面要加強，以減少代理問題。爾後當辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業成立者眾，且建立起自己的經營管理能力時，委外管理自然式微，則內部管理將成為主流。

(六) 信託利得分配

1. 問題描述及我國立法內容

我國《不動產證券化條例》第五十條規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，其信託利益應每年分配」。原先的一讀草案是規定「依本條例規定募集或私募之受益證券，其信託利益於實際分配時，由受益人併入分配年度所得額，依所得稅法課徵。」日本及美國的做法皆是要求每年必須發放股利。三讀做了修正是有必要的。原先的草案僅規定信託利益僅於實際分配時，始得依法課稅，反之，倘若信託機構不分配信託利益予受益人，即可達到規避課稅之目的，此點各界迭有爭議。就信託業者而言，或許保留盈餘之操作方式，可較能維持整個基金或REITs主體之穩定性，掌握較多可操作之資金，使整個基金作更多面向之投資運用。但若以保護受益人角度觀之，顯然傷及受益人應享有獲得分配盈餘之權利，且恐影響大眾購買不動產證券商品之意願，受益人僅能賺取買賣受益憑證之差價，而無法享受每年分配盈餘之利得，相較於投資買賣股票，誘因顯然降低許多。

2. 日本的做法

日本與美國對於盈餘分配部分皆規定：每年至少要將其可課稅所得之 90% 當作股利 (dividends) 分配給股東或受益人。其主要考量係因股利的來源是承租者支付REITs的不動產固定租金，REITs的盈餘分配可避免因通貨膨脹上揚而造成投資者的損失。

REITs之紅利分配在課稅目的上可分成一般收入、資本利得以及資本回收 Fund from Operation (FFO)，而每一項皆有不同的課稅稅率。所有REITs，都需要在每年年初提供股東有關去年股利之分配資訊。在美國，這些資訊將會列在每一家公司之RS 1099-DIV表格中，REITs所有有關一般收入、資本利得以及資本回收分配的歷史紀錄，都可以在網站上查到(註4)。

3. 台灣與日本差異處分析

由於日本及美國在分配盈餘方面皆有強制規定，要求每年至少須將其可課稅所得之90%分配給股東或受益人，股東分得到股利，對此市場便有了信心；而且因為REITs經理人大多為REITs股東之一，對於經營上會更加用心，投資者也對於此種公司結構感到放心。是以，盈餘分配之誘因著實引發投資者的高度興趣，也因此連帶刺激REITs的快速成長。我國立法遵循日本經驗，強制規定每年須將其信託利得分配給股東或受益人，將能有效提高投資者投資不動產證券市場之誘因；惟我國《不動產證券化條例》對於分發多少比例卻仍沒有明確立法。

三、結論

為刺激國內不動產市場景氣之活絡，近來我國積極引進國外行之有年之不動產證券化制度，制定《不動產證券化條例》，以解除現行法令之障礙，期能促進不動產資產流動性，進而促進經濟景氣復甦。有鑑於我國不動產證券化仍屬草創階段，其法制架構尚未齊備，且常引發各界種種疑慮，是以，本文借鏡日本發展不動產證券化之經驗，企盼能對我國不動產證券化發展，產生些許拋磚引玉之功效，使社會大眾對此一金融制度之引進有更深入的省思，謹提出數點建議供參：

(一)「不動產投資信託」與「不動產資產信託」應分別立法

我國與日本雖同屬「投資信託」及「資產信託」雙軌並行制，惟日本採分別立法方式，我國卻將「不動產投資信託」與「不動產資產信託」兩種不同操作型式之制度，於同一法中規範，內容恐太過複雜，建議可仿效日本採分別立法之方式。

(二)應納入「特殊目的公司」制度

我國〔不動產證券化條例〕僅允許信託型的不動產證券化機制，而導致各界對不動產投資受託機構資格之制度設計，可能存有專業性不足、權責不符等產生種種疑義，建議我國宜參考日本經驗及金融資產證券化條例，將「特殊目的信託型態」及「特殊目的公司型態」於不動產證券化架構中並存。

(三)信託門檻應斟酌調降

日本近來對於不動產證券化發起人資本額下降十萬日圓。由於發起人本身的資產與證券化信託資產是相互獨立的，因此並不需要太大的資本額。然而我國現行信託業法的規定，要成為信託業必須有二十億元的資本額；即使是不動產專業信託的三億元，也顯然過高。因此，建議信託門檻似應斟酌調降，以擴大業者參與之空間。

(四)初期宜仍以「封閉型基金」為主，而開放型的設立應依市場需求，不應做太多限制

為考量不動產證券化在我國係首次推行，各業者本身對於現金流量之風險控管經驗不足及不動產投資信託基金投資之標的多為不動產，流動性低，且不動產開發初期仍需投入大量資金，無法供投資人隨時贖回，故建議初期宜仍以「封閉型基金」為主，而開放型的設立應依市場需求，不應做太多限制。

(五)證券設計應允許發行不同種類之受益證券

美、日等國皆允准發行不同種類之受益證券，使其滿足不同投資者之需求，有助於投資之風險管理，亦可創造更高的流動性，俾利於證券化目的之達成。故建議仿照美、日之做法暨〔金融資產證券化條例〕之規定，於〔不動產證券化條例〕中就受託機構得發行之受益證券種類予以明文規範，諸如得以發行不同種類、不同到期日、不同票面利率之債券或不同配股之權益型證券等。

(六)強制規定每年必須將盈餘之一定比例分配予受益人

我國對於盈餘分配方面，遵循日美強制規定每年必須將盈餘分配予受益人。這是在各界爭取下所做的正確改變。美、日不單在分配盈餘方面有強制規定，且要求每年至少要將其可課稅所得之90%分配給股東或受益人。由於盈餘分配之誘因影響投資者對不動產證券化市場的投資意願，建議我國對於盈餘分配的比例也應做強制規定。

註 釋

註 1：本文不對日本的不動產市場及不動產證券化制度做詳細描述，相關內容請參見游千慧，張倩儀，姜堯民(2002)。

註 2：PricewaterhouseCoopers (2001)提出下表來說明日本不動產證券化相關法令的規範內容。

法令	公司型態	信託型態
資產流動化法 The Law on the Securitization of Assets	特殊目的公司 Special Purpose Company	特殊目的信託 Special Purpose Trust
投資法人及投資信託法 The Law of Investment Trust and Investment Corporation	投資公司 Investment Company	投資信託 Investment trust

註 3：從2001年9月10日第一家，Japan Real Estate Investment上市以來，到2003年9月10日止，已有7家不動產投資信託在東京股票交易所上市。

註 4：資料來源：<http://www.rpifs.com/taxhelp/tax7m12d.htm>，及
<http://www.investinreits.com/faqtext.cfm#what>。

參考文獻

王文宇

2002 論不動產證券化的組織架構 《實用稅務雜誌》328：46-50。

姜堯民

2002 Taiwan-REITs成功的關鍵在流動性 《台灣金融財務季刊》3(2):23-35。

姜堯民、黃嘉興

2002 不動產證券化證券設計，不動產證券研討會論文。

黃嘉興、姜堯民

2002 不動產證券化代理人問題之研究，不動產證券研討會論文。

游千慧、章倩儀、姜堯民

2002 日本不動產證券化之發展 《立法院院聞》30(10)：34-53。

張金鶚

2002 《不動產證券化建言》，2002年5月。

楊育純、游千慧

2002 「不動產證券化條例」之探討(二) 《現代地政》254。

行政院經濟建設委員會

2002 《不動產證券化條例草案總說明》，4月23日。

Ambrose, Brent and Petter Linneman

2001 "Organizational Structure and REIT Operating Characteristics", *Journal of Real Estate Research*. 21(3):141-162.

Financial Law Board

1999 "Legal Issues on Asset Securitization in Japan". Nov. 11.

Inada, Fumio

2002 "The Revolution in Real Estate Investments in Japan ~Towards J-REIT and Further J-REIT Progress~", *Tokyo Real Estate Report*. 14:1-4.

Lim, Gill-Chin

2002 "A Comparison of REITs In Three Countries: What Japan and Korea Learn from USA?", *Proceedings for the AsRES/AREUEA Joint International Conference*.

Oka, Masanori

2001 "Asset Management for Real Estate Investment Trusts (J-REITs)- Issues and Prospects for an Emerging Business Area", *NLI RESEARCH, NLI Research Institute*. 156:8-13.

PricewaterhouseCoopers

2001 "Amendment of 'SPC Law'Enable Easier Access to Securitization of Specified Assets".

SOEY Newsletter

2000 "Amendment of SPC Law and Investment Trust Law", 3:1-3.

Vandell, Kerry D.

2000 "Securitization of the U.S. Mortgage Market: Progress and Pitfalls, with Lessons for Japan", *Proceedings for the Seventh Annual International Land Policy Forum*.