

專題報導

# 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\*

## Real Estate Securitization Experience and Impacts on Real Estate Market in Japan

張金鶚\*\*

Chin-Oh Chang\*\*

### 摘要

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。

本文共分五部份,第一部份前言說明日本證券化發展的背景、歷史、及目的;第二部份說明日本不動產證券化的發展概況,包括實施要件、證券化類型、及實施成果;第三部份說明日本不動產證券化實施對不動產市場之影響及未來展望;第四部份為本文之結論與建議;最後一部份附錄提供已實施不動產證券化的12個國家不動產證券化實施概況,作為比較參考。

關鍵詞：不動產證券化、不動產市場、日本

### ABSTRACT

Real Estate Securitization (RES) Act was approved in Taiwan on July 9, 2003. In this Act, there are two types of securitization-Real Estate Investment Trust (REIT) and Real Estate Asset Trust (REAT). As we know that Taiwan's REIT is learned from the experience of the US, and Taiwan's REAT is learned from the experience of Japan. In order to further investigate the RES experience and impacts on real estate market in Japan, I visit the Faculty of Real Estate Science, Meikai University in Japan for this special research. This paper is condensed from my study-visit report in Japan. We can find some similarities and differences of RES between Japan and Taiwan, and the experience of Japan's RES is helpful for the newly development of Taiwan's RES.

There are 5 sections in this paper. Section 1 describes the background, history, and purposes of RES in Japan. Section 2 shows the general situation and implementation of RES in Japan. Section 3 explores the impacts and future prospects of RES in Japan. Section 4 is the conclusion and suggestion. The final section is appendix which provides 12 countries' experience of RES for the comparison and reference.

**Key words: real estate securitization, real estate market, Japan**

(本文於2004年1月29日收稿, 2005年1月30日審查通過, 實際出版日期2005年4月)

\* 本文乃接受國科會補助赴日本明海大學(Meikai University)不動產科學學院(Faculty of Real Estate Science)訪問研究期間(2004年9月~11月)所作之成果報告部份摘錄

\*\* 國立政治大學地政系教授, Professor, Department of Land Economics, National Cheng-Chi University  
E-mail: jachang@nccu.edu.tw

## 一、前言

國內已於2003年7月通過「不動產證券化條例」，其中分成「投資信託」(Real Estate Investment Trust, REIT)與「資產信託」(Real Estate Asset Trust, REAT)二種方式進行不動產證券化，而「資產信託」主要是參考日本經驗立法。為能進一步實地了解日本實施不動產證券化的狀況與影響，本人申請國科會補助前往日本明海大學不動產科學學院進行3個月短期訪問研究「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」專題。今特將九十頁的研究成果報告摘錄其中部份提供參考，希望對國內未來不動產證券化之推動有所幫助。

### (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(見圖一)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：

#### 1. 地價下跌

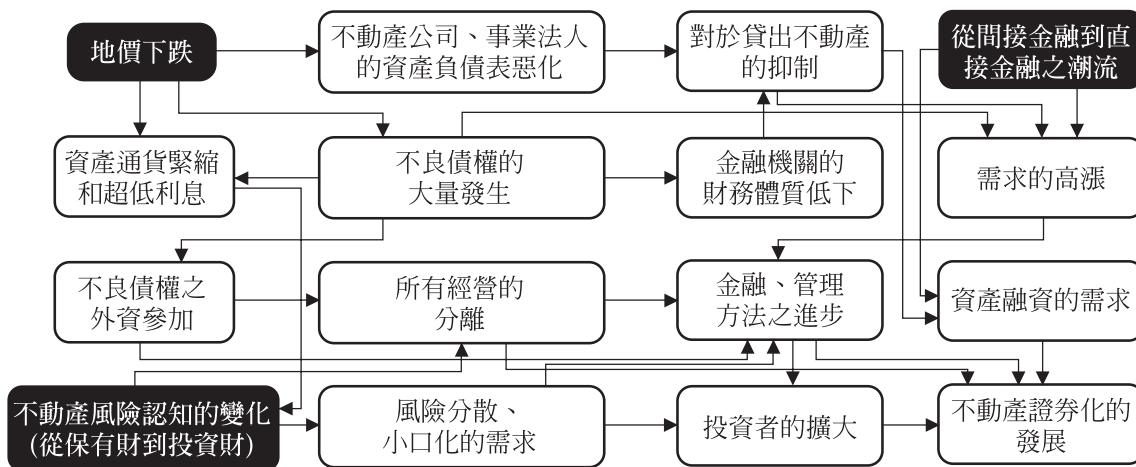
- (1) 地價下跌對於公司法人的影響：由於事業內的財務因為地價的下跌而造成財務平衡日漸惡化，使得這些事業單位以土地作為擔保貸款的信用減低，或者無法再以土地作為信用擔保，於是促成替代土地資產的金融運用，這種方式漸進發展，成為不動產證券化的發展主要原因。
- (2) 不良債權大量的發生：由於地價下跌，使得金融機關無法償還的不良債權大量發生，造成金融機關的財務體質下降。金融機關在不動產的信用上的衰退，也促成金融機關資產運用時，使用土地以外的標的投資運用，造成金融資產的漸進發展，也成為不動產證券化的發展背景之一。
- (3) 資產信用的緊縮與超低利率的發生：此外地價下跌導致資產信用的緊縮與超低利率現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

#### 2. 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。

#### 3. 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。



圖一 日本不動產證券化發展的背景

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

## (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：

### 1. 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。

### 2. 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。

### 3. 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。

#### (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，可分述如下：

##### 1. 加速資金的流通周轉

實施不動產證券化的首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。

##### 2. 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。

##### 3. 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。

#### 4. 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益率的企業中，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。

#### 5. 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，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。

## 二、日本不動產證券化發展概況

不動產證券化意義，是為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。

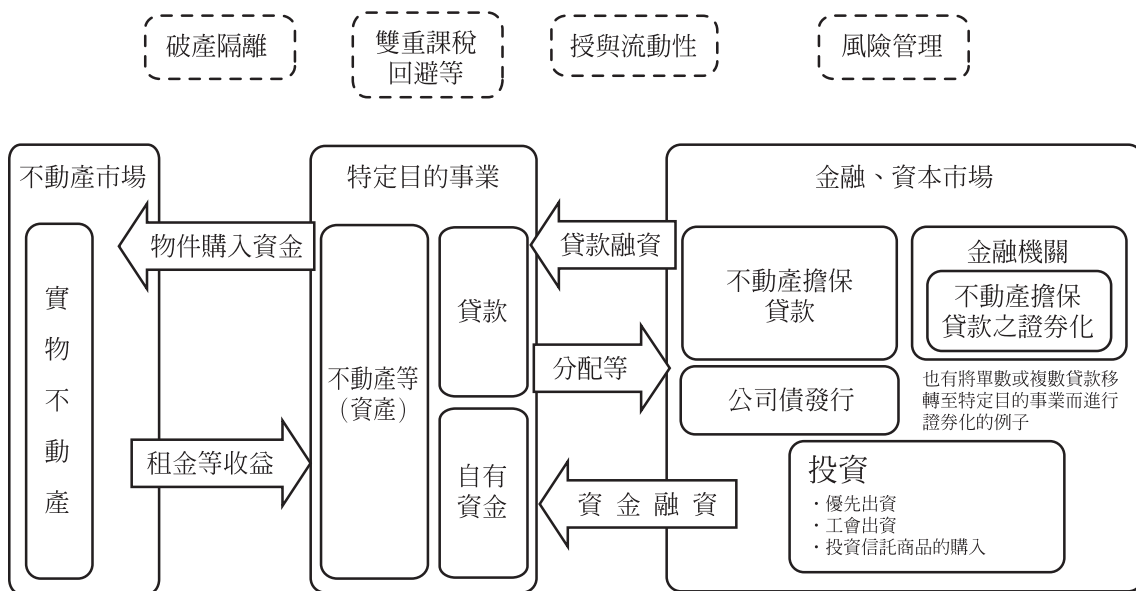
而在實施不動產證券化中，必須有以下幾項基本要件存在(見圖二)：

#### 1. 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。



圖二 不動產證券化的基本構造

## 2. 避免雙重課稅

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

## 3. 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。

## 4. 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。

## 5. 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。

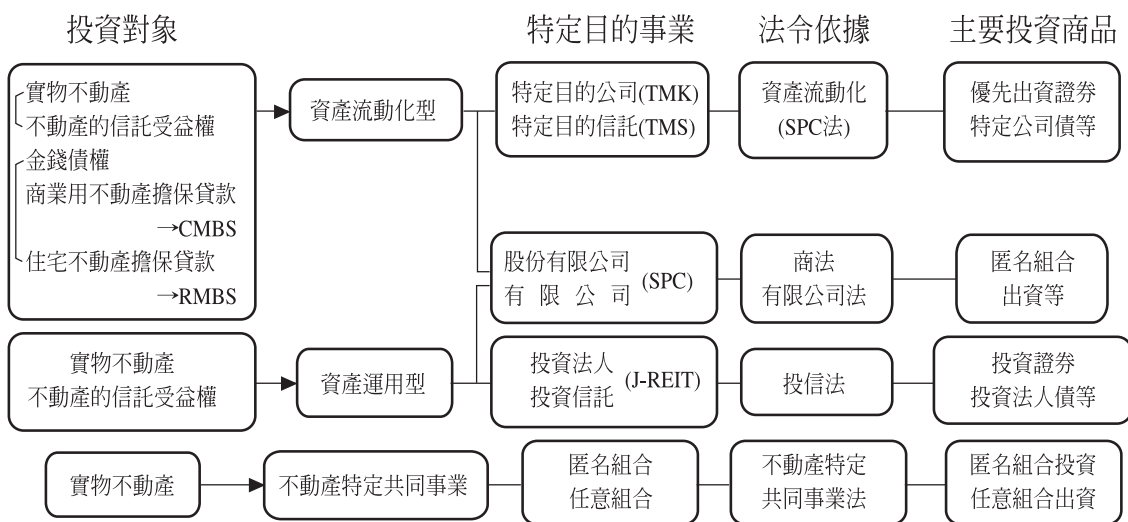
### (二) 日本不動產證券化之類型

日本不動產證券化一般分成下列三種類型(見圖三與表一)實施：

#### 1. 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。



圖三 不動產證券化商品的分類

表一 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 TMK (特定目的公司)	2000.11改正 TMK (特定目的信託)	1998.12施行 投資法人	2000.11改正 投資信託	
特別目的事業體								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
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 情況)
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	--

資料來源：不動產證券化Handbook, 2004, P.18



## 2. 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。

## 3. 資產運用型(投資信託)－或簡稱J-REIT

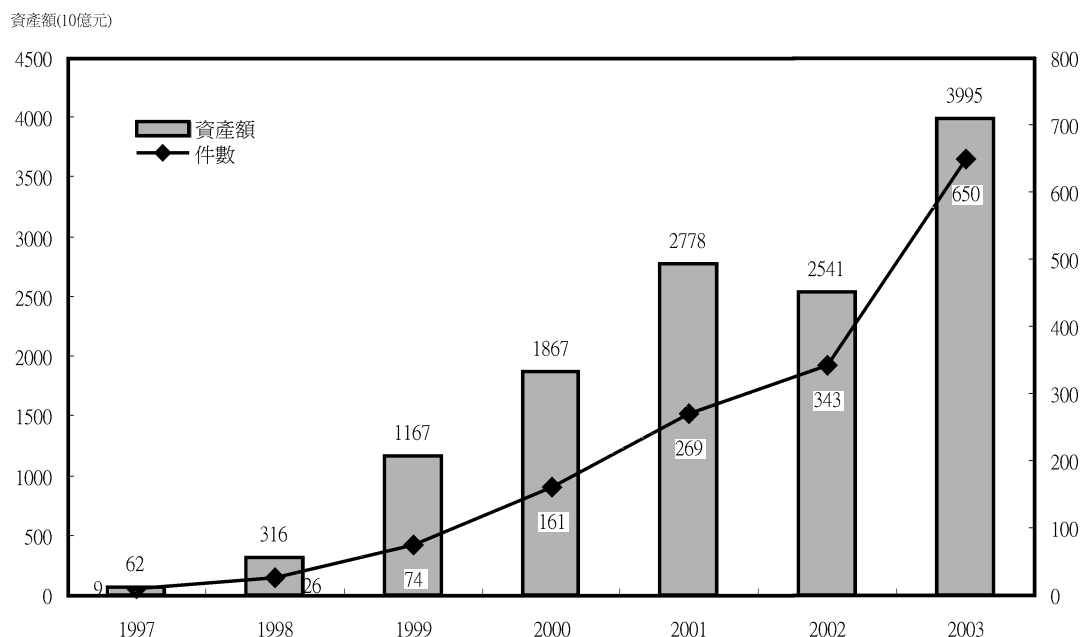
資產運用型的投資對象為實質不動產及不動產的信託受益權，在特定目的事業中為投資法人、投資信託(J-REIT)，其所依據的法律為投信法，主要的投資商品為投資證券、投資法人債等。

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。

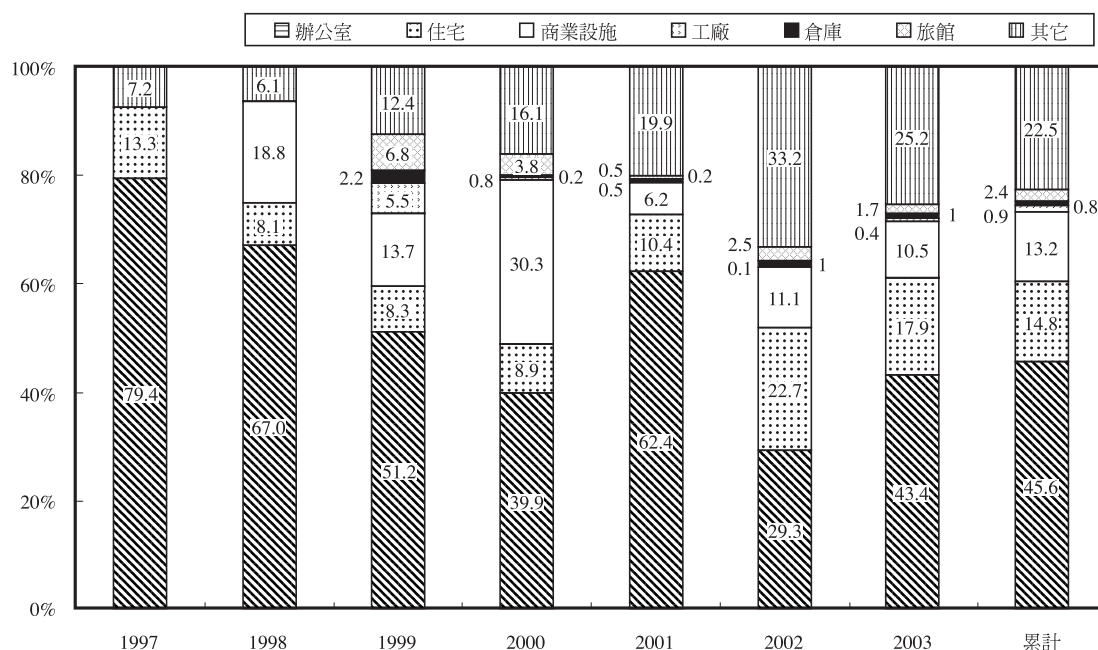
### (三) 日本不動產證券化市場之實施成果

根據國土交通省所進行的實績調查結果為基礎，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(見圖四、圖五)：

1. 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，



圖四 不動產證券化的實施成果



圖五 不動產證券化的產品類型

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。

2. 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。
3. 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。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。

#### (四) 小結

日本不動產證券化協會(Association for Real Estate Securitization, ARES)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。

### 三、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，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。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，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。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，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。

### (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，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。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。

#### (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，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，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。

#### (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，日本不動產證券化實施對不動產市場所產生的意義如下：

1. 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。
2. 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，由於缺乏可運用的投資方式，不動產證券化意味著投資多樣化的可能。
3. 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。
4. 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。
5. 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。

6. 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：

#### (1) 不動產證券化今後的發展

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。

#### (2) 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。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爲；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，不動產市場資訊更爲公開透明，進而促使不動產市場的機制更爲健全。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啓示作用，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，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啓示，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啓示，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爲類似，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爲順利。

## 四、結論與建議

### (一) 結論

#### 1. 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。

## 2. 日本資產流動化型(SPC)實施經驗對台灣資產信託的啓示

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。

## 3. 日本資產運用型(J-REIT)實施經驗對台灣投資信託的啓示

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，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。

## 4. 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啓示

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。

## 5. 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爲；再加上不動產相關資訊揭露更爲公開透明，不動產市場的機制更爲健全，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爲重要。

### (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：

1. 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利，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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。

6. 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。
7. 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。
8. 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。

## 註 釋

- 註1：參見「不動產證券化HandBook,2004」16頁。
- 註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%。
- 註3：同註1，11-12頁，此五項基本要件為日本不動產證券化協會(ARES)所提出。
- 註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。
- 註5：至2004年8月，又新增二家，共計14家股票上市的J-REIT。
- 註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。
- 註7：根據國土交通省之調查，至2003年日本不動產證券化已達12.7兆日圓(不動產證券化Handbook，2004，p20)。
- 註8：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。
- 註9：根據國土交通省之調查，至2003年日本不動產證券化已達12.7兆日圓(不動產證券化Handbook，2004，p20)。
- 註10：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。
- 註11：14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)。
- 註12：分別參見14檔J-REIT個別網站資料。
- 註13：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。
- 註14：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。
- 註15：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。
- 註16：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。
- 註17：國土交通省(2004年)「土地白書」，130頁。
- 註18：同註17，132-133頁。
- 註19：同註2。
- 註20：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。
- 註21：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。

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	國內稅入法(IRC)	所得稅法	法人稅法
制	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
度	紐約(NYSE)、American、NASTAs	多倫多(TSX)	Euronext阿姆斯特丹
體	證券交易所	各州證券交易委員會	金融市場監督局(AFM)
系	監督機關	是	是
	集團投資架構	否	是
基	上市/非上市	兩者均可	兩者均可
金	兩者均可	兩者均可	兩者均可
型	(內部運用型佔大半)封閉型	兩者均存在	封閉型
能	兩者均可	有大型、內部小型、兩者運用型	兩者均可
REIT	法人、信託	法人、信託	法人、信託
之	非金融機關、保險公司，並被視為國內	在加拿大在在之unit信託，事業目的限定	AFR之認可
適	法人課稅之，由一名以上的員工或由受託者營運	為不動產的取得、保有、維持、改良、管理	
格	無	無	BV18萬歐元
條	無	無	NV45萬歐元
件	100名	150名	無
	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%

國名	美國	加拿大	荷蘭
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
收入	75%以上	80%以上	無
要件	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%
REIT 導管性的架構	Pass-through	Pass-through	Pass-through
的課稅	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)
稅	35%	信託稅率29%	34.5%
關係	是	是	是
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	173	22	8
資料	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)	Société d' Investissement a` Capital Fixe Immobilie`re (SICAFI)	Société d' Investissements Immobiliere Cote`es(SIIC)	Listed Property Trust (LPT)
制定時期	1995	2003	1971
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
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	兩者均可	內部運用型	外部運用型
基金之型態	法人等	法人	信託
REIT之適格條件	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(合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

國名	比利時	法國	澳洲
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)
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
REIT的課稅關係	Pass-through 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	非課稅 課稅免除收益以外為法人稅課稅	Pass-through 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
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
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
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
REIT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。	由金融通貨廳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
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值的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)



國名	日本	新加坡	韓國
資產收入要件	75%以上為對不動產的投資(上市基準)、其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
REIT 導管性的架構	Pass-through	非課稅	Pass-through (CR)
的 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	
稅 關 係	30%	22%	27%
一般法人稅率	是	無資本利得課稅	是
出賣不動產所得	以一般所得課稅		一般的法人稅率
資本利得之課稅	一般法人稅率		
對外國股東之源泉稅	原則20%	原則22%	原則27.5%
上市數	12	3	7
市場資料	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
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)
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
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
REIT之組織要件	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

國名	馬來西亞	香港	土耳其
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投資，其限度為總資產之10%	對於國外不動產(不動產持分)之
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
REIT 導管性的架構	可轉嫁	無	非課稅
的 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
稅 關 係	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
上市數	3	0	9
市場資料	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

不動産証券化協會(ARES)

2004 《不動産証券化Handbook》初版，日本，社團法人不動産証券化協會。

不動産流通近代化センター

2004 《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)，二版，日本，大成出版社。

片岡隆

2000 《不動産ファイナンス入門》(Real Estate Finance)，初版，日本，中央経済社。

住宅産業新聞社

2003 《住宅経済データ集》，初版，日本，株式会社住宅産業新聞社。

佐藤一雄

2004 《不動産証券化之実践》，初版，日本，ガイヤモン社。

前川俊一

2003 《不動産経済学》，(Chapter 2)，初版，日本，株式会社プロGRESS。

国土交通省

2004 《土地白書》，初版，日本，独立行政法人国立印刷局。

国土交通省

2004 《国土交通白書》，初版，日本，株式会社ぎょうせい。

開発型不動産証券化研究会

2004 《開発型不動産証券化之知識與實際》，再版，日本，株式会社ぎょうせい。

澤田考士

2004 "J-REITの三年間を振り返って", *II ARES*, p3-13。

Matsumura, Toru

2000 "Preparing the Information Infrastructure for the Real Estate Securitization Market," *NLI Research*, NLI Research Institute, 143.

Matsumura, Toru

2001 "How Real Estate Securitization is Stimulating Investment Transactions—Prospects for the Formation of a Real Estate Investment Model," *NLI Research*, NLI Research Institute, 152.