

# 不動產證券化與市地開發之研究(上)\*

張 金 鶚\*\*      白 金 安\*\*\*

## 摘 要

國內近年來證券市場與房地產市場的飆漲與大落，引起了社會大眾的重視。由於國內投資理財風氣的逐漸盛行，遂有人試圖結合房地產與證券兩種投資工具進行所謂的「不動產證券化」。唯國內許多相關法令制度尚未建立，許多觀念——不論反對或讚成不動產證券化，均缺乏清楚的認知與嚴謹的討論。儘管如此，目前許多類似不動產證券化的作法，業者正積極的規劃進行，為能根本解決問題，同時考慮未來房地產的發展與都市土地開發上的影響，乃引起本文的提出。

由於不動產本身具有不可移動性，非常昂貴及不可分割等特性，再加上不動產投資不易變現且需專業知識與大量時間，人力的投入等缺點，造成不動產投資發展的瓶頸，然而在許多投資市場中，為加速吸收資金及其流通速率，證券化已是普遍趨勢，因此為突破不動產投資的發展瓶頸，不動產證券化是未來重要趨勢。

不動產證券化簡單的說即是將不動產變成證券形態。一般不動產證券化可分為兩種形態：一種為合夥方式，稱為不動產有限合夥（Limited Partnership）或合夥企業（Syndication）；另一種為信託方式，稱為不動產投資信託（Real Estate Investment Trust）。其兩種方式的主要共同點是不動產均

---

\* 本文乃接受行政院國科會補助研究（NSC-79-0301-H004-08），特以致謝。

\*\* 作者為本校地政系專任教授

\*\*\* 作者為中興大學都市計畫研究所碩士，目前任職中國建築經理公司

為多數人共同出資擁有，且以證券方式為憑證，同時將出資所有權與專業經營權彼此分開；其主要的差異前者是合夥關係其資產財務不需對外公開，當然也缺乏中古交易市場（Secondary Market），而後者為信託關係其資產財務必需對外公開，當然也就有中古交易市場。

本文展現了不動產證券化的重要性與可行性，並對都市土地的開發與影響予以討論，值得政府相關單位的重視，建立制度，以為因應社會的未來發展。

## ABSTRACT

In recent years, Taiwan's economy has prospered successively. The per capita income is increasing gradually. In private sector the capital is abundant. On the contrary, the private investment channel is limited. Therefore, how to offer diverse investment selection and solve excess liquidity problem are essential issues.

People in Taiwan had preference for real estate, but they were constrained by not enough money, time, and expert knowledge. Consequently, there are eager to be offered managerial service. Real estate securitization just can satisfy investor such demand. This research include the feasibility of the domestic real estate securitization; the comparison of real estate investment trusts and real estate limited partnership by means of the U.S. and Japan's experience; the operation system of real estate securitization, and suggestions for future institution. Finally, the system will be applied in urban renewal and focus on the issue of the property right exchange and distribution. It will promote the government to joint private sector to develop urban land public projects.

Keywords: Real Estate Securitization, Urban Land Development, Real Estate Investment Trusts, Real Estate Limited Partnership, Urban Renewal

## 壹、緒 論

### 一、研究動機與目的

隨著經濟的持續繁榮，國民所得的逐漸增加，個人理財觀念的興起，加上國人對不動產的一份執著與偏愛，卻囿於對不動產的認知有限，缺乏足夠的時間，財力與必備的專業知識

，因此潛在著相當的需求服務，來提供經營管理的服務，以滿足一般投資大眾的需要，且由於不動產在本質上有區位固定與大規模經濟單位的大量投資等特性，致使不動產市場投資金額龐大、市場流動性差等，易形成不動產投資瓶頸，導致市場為財團壟斷，而造成土地資源的浪費，因此為促進市場資金的流通與專家經營方式，提高土地資源的有效利用，遂有證券化的趨勢。

不動產證券化簡而言之，即是將對不動產之投資轉變為證券形態，使投資者與標的物之間，由直接之物權關係，轉為持有債權性質之有價證券，藉以結合不動產市場與資本市場，使不動產的價值由固定的資本形態轉化為具有流動功能的資本性證券，以擴大投資參與層面。

而由於都市的發展中，民間業者對不動產開發扮演著舉足輕重的角色，故在不動產證券化的理念下，如何利用民間資源？促使資金、不動產及專業知識的有效利用為重要的課題，因此本研究動機可歸納為以下各點予以說明。

(一)因囿於不動產本質的限制，使其投資易生瓶頸，導致市場為財團壟斷，而形成土地資源的浪費，故如何提高市場參與的公平性為重要的課題。

(二)國內不動產證券化之研究尚屬探索階段，因此有關觀念與作法有待澄清與建立。

(三)促使市地有效利用往往需要大規模的整體性開發，而此有賴於民間資源的引入，故如何藉由不動產證券化引入民間活力參與市政建設亦為重要的課題。

本研究由不動產證券化的基本理念論起，且就國內環境背景，及參考國外不動證券化之主要制度，針對不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, 簡稱REIT）及不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership），研擬規範性的運作方式，使不動產證券化之理念能公平、有效的落實於制度面，並將此應用於都市更新中，針對都市更新權利變換之權益分配的課題，加以模擬運作，以為政府結合民間力量，從事市地開發之參考。

綜合上述，歸納本研究之主要目的，在於：

(一)針對國內環境背景，建立不動產證券化之經營體系，使不動證券化之理想落實，並對此制度的建立作整體性的建議，以供政府部門制訂法令時參考。

(二)提供一般大眾對於不動產投資多樣化的管道，避免不動產市場為企業集團所壟斷，並健

全市場機能，使社會資源分配趨於公平、公益的原則。

(三)藉由不動產證券化運作方式於都市新權益變換中的模擬操作，提供政府結合民間資源參與市地開發的參考。

## 二、研究範圍

### (一)問題層次的說明與界定

於本研究中，就不動產證券化「與」市地開發的「關聯性」而言，其問題可分成三個層次來看：

第一層次：不動產證券化為何用於市地開發？

第二層次：不動產證券化如何用於市地開發？

第三層次：不動產證券化對市地利用的影響為何？

由於國內不動產證券化於不動產投資信託與不動產有限合夥的制度尚未建立，對這方面的研究也尚屬探索性的階段，且受限於研究時間，故本研究著重於第一、二層次的探討，於第三次僅以上述二者之運作方式，就不動產之有效利用做探討。

### (二)證券化的詮釋與界定

將財貨予以證券化，而謀求資本之流通，乃現代經濟生活之趨勢，就有價證券之基本原理，所謂的證券化，乃權利與證券成不可分之一體，雖然兩者之結合程度，有完全與不完全之別，然大體上均應由證券而觀察權利，於此關係稱之證券化，（註一），而依金融的角度而言，證券化是金融工具能將社會財富貯蓄轉換成具有流通性的金融資產之條件，其必須能使流通容易，並能獲得大眾的信任，因此證券化需具有下列特徵：（註二）

- 1.發證債務人須有卓越之信用。
- 2.須有明確的形式與條件。
- 3.須單位化、細分化。

---

註一：鄭玉波總主編 民法債編論文選輯（下）史尚寬 有價證券之研究 73年7月 P136。

註二：黃天麟著 金融市場 76年12月 P12。

由上述之分析可知，同樣之概念從不同的向度審視，雖反應其學域不同的特質，然無礙其真義，而本研究乃從不動產證券化的觀點著手，其所謂的「證券化」乃採米勒（Hiller）與貝斯（Betts）之說，指細分不動產利益或其他商業利益於有組織的市場中之安全的證券交易程序(The process of dividing real estate interests or other business interests into securities traded in an organized market)（註三），而非一般坊間的報章雜誌採字面之直釋，將不動產之產權以出售持分的方式經營歸之為「證券化」（註四），而忽略證券化之真諦。

### 三、相關文獻回顧

#### (一)國外相關研究文獻

由於美國不動產證券化較為發達，且相關文獻易於取得，因此依照不動產證券化的兩種主要形態；即不動產投資信託與不動產有限合夥，就其有關文獻予以探討。且因1986年以後，美國稅法的修正，對上述兩者之影響甚巨，故本研究之文獻回顧乃以稅法修正之後為主。茲分析如下：

##### 1.不動產投資信託事業

關於不動產投資信託之研究文獻，依其探討內容，可歸納為如下幾類：

##### (1)事業整體之分析說明

如Greer Farrell（1988）Stephen P.Jarchow（1988）Gaylow Greer（1989）Haight G. Timothy（1987）等，所著文獻著重於事業整體性的分析說明。

##### (2)經營層面的探討

如Cheng F.Lee and James B. Kau（1987）研究股利支付策略對不動產投資信託事業的證券價格影響，Michael E. Solt and Norman G.（1985）對經營決策、財務操作與

---

註 三：John H. Miller, Richard M. Betts, MAI, The Impact of Securitization on real Estate Appraisal, The appraisal Journal, October 1986, P524。

註 四：陳忠慶 不動產證券化將成流行趨勢 財訊 79年2月號 P384。

激勵費用 ( Incentive fees ) 相關性的探討。

### (3) 投資層面的探討

如 Nancy Dunnan ( 1987 ) 對不動產投資信託事業的投資參與予以分析，建議其證券的選購應考慮其事業投資的性質、投資的多樣化、經營的績效、債務情況與股利分配等，K.C.Chen Daniel Tzang ( 1988 )，研究不動產投資信託受利率的影響情形，發現抵押權型較權益型敏感。

## 2. 不動產有限合夥事業

依其文獻對該事業探討內容的不同，亦可歸納如下幾類：

### (1) 事業整體之分析說明

如 Hal Katersky and klara katersky ( 1989 ) , Greer Farrel ( 1988 ) , Gaylon Greer ( 1989 ) 等，所著文獻對此制度有整體性的分析說明。

### (2) 投資層面的探討

如 Steven D. Kapplin and Arthur L. Schwartz, Jr. ( 1988 )，將公開型之不動產有限合夥 ( Public L.P. ) 之投資報酬與其他投資工具做比較，而發現其報酬低於國庫券 ( T-bills ) 與普通股票。Howard F. Jackson Jr. ( 1985 ) 針對不動產有限合夥發行規約 ( Offering Memorandum ) 之內容予以分析，建議投資標的之選取，須經由顧問 ( consultant ) 或估價師 ( appraiser ) 擔任，並須完成估價報告書，Ronald C. Rogers and James E. Owers ( 1985 )，將公開型不動產有限合夥之投資報酬與直接投資不動產比較，發現其投資報酬率較低，故其投資誘因乃為節稅。

### (3) 法令規範的分析：

如 Stephen P. Jarchow ( 1988 ) 於所著文獻中，對有限合夥事業之組成，經營運作之相關法令予以分析說明。

## (二) 國內相關研究文獻

國內目前有關不動產證券化的研究，仍屬探索性階段，大都見於報章雜誌率性與即興式的述說，而缺乏有系統嚴謹的研究。以下茲就本研究內容相關之三項主要課題，即不動產投

資信託、不動產有限合夥、與權利變換方式，將有關之文獻予以分析整理如下：

### 1.不動產投資信託

國內有關不動產投資信託之研究文獻非常有限，且僅為概念性的介紹，如鄭素卿（1988）所著之「美國金融制度及其監督與管理」一書中，曾略加說明，然文中有關法令規範之敘述與現行美國對該事業之規定有所出入，如關於投資權益之分配、收益來源之規定等。

而除上述之外，國內文獻對此事業之有關報導大都載於報章雜誌，此因乃國內證券投資信託事業方肇始於民國72年，目前只有四家證券投資信託公司經營此項業務，然對於不動產投資信託事業至今仍未開辦，並對此事業之研究尚屬起步階段，因此有關報導僅常見於坊間報章雜誌，惟其名詞之引用、理念之介紹相當紛陳，其理念實為不動產投資信託，然其作法絕非所謂的「短期經營、見好就脫手」者（註五）。在美國不動產投資信託事業之規範，明白規定其不得短期持有不動產以獲價差，並對其收益來源，有嚴格的規範，因此未來國內不動產投資信託事業之建立，在架構上仍應參考目前證券投資信託事業之運作方式，惟其並非直覺地將標的物移植，而由證券轉換成不動產，慎視兩者本質上的差異，以避免不動產投機行為的發生。

### 2.不動產有限合夥

國內對不動產有限合夥的研究，大都偏向於法律關係上的探討，而對國內不動產有限合夥事業之建立，在法令規範之適用性上，存在著不同的看法，其分析整理如下表1-1：

而此認知上的差異主要源自兩國法制的不同，如於美國有限合夥本身具有獨立法人人格，可將不動產登記於其名下，且其投資契約依證券法之規定為有價證券，故於運作上，除非符合某些規定，否則必須受證交法規範等，然從其事業之組織型態來看，應類似於我國民法上之隱名合夥當屬無疑。

### (三)權利變換方式

---

註 五：其所謂房地產共同基金是一種限定用途的共同基金，與一般所謂共同基金不同之點，在於一般共同基金大都投資於股票、債券，而房地產共同基金則僅限於房地產的開發、經營、買賣等項目的投資。而為一中期投資工具。參閱 李文雄 新時代雜誌 78年1月 P33。

國內目前有關於權利變換方式應用於都市更新之主要文獻有楊伯耕（1984）；以臺北市中山區紹安段為例，探討權利變換運作之可行性，孫思俐（1987）利用財務分析法，比較分析區段徵收方式與權利變換方式之差異，並研擬權利變換施行之政府配合措施，黃國堅（1988）研擬適合國內之產權處理模式，主要包含權利人權利價值之計算方式，權利變換原則及產權處理方法等。

而為提高更新區內原權利人之權利價值，本研究擬針對權益分配的課題透過證券化的運作，建立證券化的權利變換方式，以供政府從事更新事業的參考。

表1-1 國內有關不動產有限合夥事業研究分析表

研究者	主 要 觀 點
葉繼斌 (78年)	有限合夥制度，於我國民法及特別法，均無此規定。
羅怡德 (79年)	有限合夥的概念是國內法律未曾規範的一個特殊組合。
林永汀 (79年)	其法律性質，應係屬我民法債篇規定之「隱名合夥」。
王泰升 (77年)	類似於我國之「隱名合夥」。

資料來源：參閱（註六）

## 貳 不動產證券化之基本理念

### 一、不動產證券化之意義、目的、特性與基本原理

在研究不動產證券化的課題之下，首先應認清的前題是「不動產何以需要證券化？」，於此，則有賴於對不動產的本質與證券的意義，做進一步的剖析，藉以探索「證券化」的原由，進而瞭解不動產證券化的意義，與其達到證券化後所顯示出來的特性。

註 六：參閱 葉繼斌 美國不動產有限合夥投資 移民與投資 78年9月 P42，羅怡德 美國「有限合夥」的簡介 律師雜誌 79年1月 P60，林永汀著 房地產法律談續二篇 79年4月 P321，王泰升著 從所有與經營論公開發行公司之法制 興大77碩論 P31。



## (一)不動產的意義與特性

### 1.不動產的意義

不動產 (Real Estate) 一詞，有廣、狹二義的解釋。廣義而言，舉凡土地、土地改良物，及由之衍生的所有權，與分析不動產有關的知識 (實質、經濟、法律等) 及不動產商業活動型態，皆包含在不動產定義之內；狹義解釋，僅指土地、土地改良物，及由之衍生的所有權。前者所強調者為提供廣泛不動產知識，作為決策與行動之基礎，後者著重於使用土地及改良物的人類活動。(註七)

依我國民法第六十六條所規定：「稱不動產者，謂土地及其定著物。」蓋從狹義之解釋。其內涵為土地與附著其上而不易與之分離之改良物，如房屋，以及附著於土地抽象的權利觀念。然此規定卻有其缺陷存在，如預售屋地產的界定問題，因此於內政部所研擬的房地產仲介管理條例草案二稿中，對房地產的定義為「指土地、或即將建造或建造中或已完成之建築改良物」。乃明確的將預售屋納入管理條例之規範中。

### 2.不動產的特性

不動產之有異於一般經濟財貨主要在於其有下列特性：(註八)

- (1)不可移動性：此即「不動」產之顧名思義，也是不動產投資因素中，大家最關心的區位因素，因其無法因應市場的需要而變動，所以不動產投資應較關心地區性市場 (Local Market) 的理由在此。這特性為其與一般商品最大不同之處。
- (2)異質性：因為區位條件、建築型式、鄰里環境等各個因素都可能不相同，因此不動產商品無法像其他商品達到均質性，而生產完全相同的不動產，這便產生不動產市場價格不容易統一的結果。
- (3)昂貴性：不動產投資，金額往往非常龐大，常常是許多人一生中所購買或投資最貴的商品，也因為相當昂貴，並非一般人所能投資或購買的對象。
- (4)長久性：不動產不易損壞，生命週期很長，一般房屋建築物有五、六十年，土地則幾乎無

註 七：參閱 謝潮儀、黃進雄編著 不動產經濟學導論，民國72年11月初版 P1。

註 八：主要參考張金鶚 房地產的世界，民國79年10月，遠流出版。

限，因此增加一般人不動產的投資意願。

(5)不可分割性：投資不動產不可能像黃金股票般分割購買，進而一旦投資其一不動產，投資者不僅僅投資該不動產本身，也同時投資購置了其週圍環境、公共設施、鄰居關係等。因此投資不動產應認清不動產整體（Real Estate Package）內涵。

(6)投資與消費雙重性：不動產不像黃金股票只有投資性，不動產也同時可以居住使用產生消費性，因此深獲投資者的喜好，增加房地產的投資意願。

## (二)不動產市場的特性

不動產市場因不動產本身具有不可移動，異質等上述的性質乃造成其獨有的特性。（註九）

- 1.易形成各種不同的次市場（Submarket）：因不動產的異質性與不可移動性，其市場通常按使用型態，區位，價格，屋齡（預售或成屋）等分成各種不同的次市場進行分析交易。
- 2.私下交易，資訊不易公開：由於不動產多為私下個別交易，一般無法獲知真正交易價格，交易資訊不易獲得，不動產因而不易產生競爭性的市場結構，造成投資應特別重視不動產資訊之掌握。
- 3.市場的供應調整緩慢：由於土地取得、施工期限等限制因素，不動產市場短期較沒有彈性，但長期還是有彈性，即當需求銳減時，供給卻無法因應而造成價格下滑與激烈的競爭，而需求突然激增時，亦難以立即調適，於是價格暴漲，投機滋生。
- 4.市場有景氣循環的現象：因為不動產的供需有所延遲，也因不動產與其他各經濟產業相互影響，不動產易產生景氣循環的現象。
- 5.市場的公共介入強：不動產市場受到都市發展、公共建設、都市計算法規，甚而貸款或賦稅等財經政策的強烈影響，因此投資者應對公共政策及計劃保持相當敏感。

## (三)證券之意義與種類

---

註九：同註八。

不動產證券化之所謂「證券」(Security)是「有價證券」的簡稱，是表示財產的證明文件，以記載權利的行使、處分、讓渡和占有為必要條件。依我國證券交易法第六條之規定：「本法所稱有價證券，謂政府債券及依本法公開募集、發行之公司股票、公司債券及經政府核准之其他有價證券」。

然從法制的觀點來看，目前有價證券在我國各法律中並無統一性的概念，即使證交法對證券之定義規定也並非有價證券意義的統一性規定，雖然證交法對證券有定義的規定，但證交法各個條文中所使用的證券用語，依照其各別不同的規範目的，所指稱的證券範圍並不全然相同，因此學者在使用有價證券此名詞時，多沿襲已成爲德、日學者通說的Brunner對有價證券所下的定義，而將有價證券定義爲「表彰具有財產價值的私權證券，其權利的發生、移轉或行使、須全部或一部依證券爲之」(註一〇)。

就證券的分類方式而言，從經濟機能的角度可將有價證券分成貨幣性證券、財貨性證券與資本性證券等三種(註一一)。其內容分述如下：

- 1.貨幣性證券：作爲信用、支付手段之用，記載對於某定額貨幣請求權之有價證券，例如支票、本票、銀行券等。
- 2.財貨性證券：爲了使財貨容易處分，記載對於特定財貨請求權的證券，例如：商品券、載貨證券、提單等。
- 3.資本性證券：爲了籌措資本、投資等目的，記載對於特定部份的資本、利潤請求權的證券，例如：股票、公司債等。

因此由上述可知不動產證券化後其表彰權利價值之有價證券，若依其性質與類別進一步的區分之，即屬資本性證券。

#### (四)不動產證券化之意義

由於不動產的投資需要相當的專業知識，與大量的時間、人力的投入，再加不動產本質上有不可移動、不可分割與非常昂貴等特性，易造成投資風險的過度集中，因而形成不動產

---

註一〇：參閱 王惠光 論證券交易法上的有價證券 興大法研77年碩論 P11。

註一一：同註一〇 P20。

投資的瓶頸，為促進市場的流動性，擴大投資參與層面，以加速吸收資金及其流通率等，遂有不動產證券化的趨勢。

因此所謂不動產證券化的意義，乃將對不動產之投資轉變為證券形態，投資者與標的物之間，由直接的物權關係，轉為持有債權性質之有價證券，使不動產的價值由固定的資本形態，轉化為流動性之資本性證券，以結合不動產市場與資本市場，而此理念落實於經營運作層面時，即可依以證券形式自資本市場所募集而來之基金，直接或間接的方式參與不動產之經營而析論之。

- 1.直接參與不動產經營：乃謂不動產之經營以證券形式募集資金，如採出售股票、受益憑證方式，並以此做分配經營損益的依據，而該「股票」或「受益憑證」有轉讓的特性，具有市場的流通性，而達到所謂的「動產化」、「證券化」，如美國之權益型不動產投資信託（Equity REIT）
- 2.間接參與不動產經營：乃以證券形式來募集資金為專營不動產之長期金融中介機構，以融資方式間接參不動產市場，此經營之投資收益與風險仍繫之於不動產市場景氣之變動，而投資人之證券同樣具有移轉交易的自由，如美國之抵押權型不動產投資信託（Mortgage REIT）。

#### (五)不動產證券化之目的

藉由不動產證券化後，投資經營者可於資本市場取得融資，除可促進資金的有效流通外，且不動產本身也可在資金充裕的條件下達到有效的開發與利用，因此不動產證券化的主要目的可分別由積極與消極兩個層面，予以說明。

##### 1.積極的目的

- (1)促進不動產之有效利用：藉由所有與經營分離的運作，在專業知識與資金充裕配合的情況下，使不動產達到有效的利用。
- (2)促進資金之有效利用：不動產投資經營者，經由證券形式自資本市場取得資金，除可擴大投資參與層面外，證券本身即具有變現性、流通性，如此融資方式，即可促進資金的循環、達到有效的利用。

## 2.消極的目的

### (1)避免土地資源為財團把持，形成市場的壟斷。

藉由證券化的運作，可擴大不動產市場的參與層面，增加其競爭性，使大多數人能分享土地資源的創造的收益，而避免市場為少數財團所壟斷的現象發生。

### (2)藉由運作的透明化與有關管制措施的配合防止土地投機。

於不動產證券化的運作過程，由於財務須對投資大眾公開，因此有助於政府門對此事業的管理，再加上對所募集資金於不動產投資運作的限制配合，可防止土地投機炒作為的發生。

### (3)透過專家經營的方式，健全市場的機能。

不動產的投資經營透過專家的操作，可使市場趨於穩健，有助於健全市場機能。

### (4)提供多樣化的投資管道，分散投資風險。

對投資者而言，將直接投入不動產的資金，相對的投資於不同的有價證券，可藉由適當的投資組合而降低投資風險。

### (5)經營者得以證券形式的募集資金，解決融資問題。

藉由不動產證券化的運作經營者即可以證券形式自資本市場取得營所需資金，而不必完全依賴銀行的抵押款或建築融資，因此有助於經營上資金融通問題的解決。

## (六)不動產證券化的特性

不動產經由「證券化」後，從實質的觀點可歸納下列幾點特性：

- 1.流通性：由於持有之股票或受益憑證等，具有移轉交易的自由，使不動產的價值，由固定資本形態，轉化為流動的資本性證券，有助於投資者資金的流通。
- 2.變現性：由於不動產移轉需時甚久，且手續繁雜、變現性差，藉由證券化的運作後，可縮短移轉交易的時間，而提高其變現性。
- 3.公平性：證券每單位的認購金額小，故便於小額投資人投資，因此可擴大市場參與層面，提高個人參與不動產市場的機會，使市場免於被壟斷。
- 4.專業化：不動產的經營管理由具有專業知識的人員來提供服務，投資者不必參與經營，

透過此專業化的運作，可提高經營的績效。

- 6.分散風險：對個別投資者而言，由於不動產的投資往往需要大的金額，因而形成風險的過度集中，經由證券化後，透過資金聚合的大數法則原理（The Law of Large Number）可以達到個人財力難及風險分散。

### (七)不動產證券化之基本原理

不動產證券化基本原理的分析，乃在於探討不動產證券化的現象中，所存在的共同法則，此客觀事實的存在，於本質上即可提升經營主體運作上的經濟效益，以下茲就企業所有與企業分離、及資金聚合的大數法則，加以說明，並剖析其內涵。

#### 1.企業所有與企業分離

##### (1)具分離模式之定義

於企業組織內，將投資與經營之職能加以區分，各由不同的人們為之，即所謂「企業所有與企業經營分離」模式。（註一二）

##### (2)具分離模式之型式

###### a.不動產有限合夥人

其一般合夥人具表決權，但無權參與日常業務之經營控制，否則就須與經理合夥人，同負財務上責任，因此雖由一般合夥人提供大部分資金，然而由經理合夥人控制經營。

###### b.不動產投資信託

不動產投資信託之資本，原則上由投資人出資，而其受益憑證可自由轉讓，雖投資人有盈餘分配請求權，但其對信託財產的管理無從置喙，同時信託財產之法律上所有權的歸屬，及事實上的排他性的控制權，皆由受託人所擁有，亦可認為企業所有與分離之現象。

##### (3)所有與經營分離之經濟面分析

###### a.擴大資本規模

---

註一二：王泰升著 從所有與經營分離論公開發行公司法制 興大77年法研碩論 P13。

基本上，企業之所有經營的分離，乃證券市場得以存在與繁榮的主因，透過證券市場，企業得以迅速、大量的籌集所需資金，壯大資本規模（註一三），由於不動產開發有大規模經濟單位的特性，因此透過證券化資金募集的運作，得以擴大資本規模，滿足投資經營的需要。

#### b. 投資者的價值取向

投資者以資本參與投資，主要在於獲得投資的利得，其選購該種證券的誘因，在於公司業績的顯示其有良好的經營體系，因此投資的取向在於獲利而非去參與經營。且投資者散居各地或其本身另有事業，對於參與故有不便。

#### c. 專業化經營的趨勢

由於不動產的經營管理涉及多方面的知識，且藉由證券化的資金募集，致使公司資本規模擴大後，其經營上已趨向複雜化、專業化，已非專才不足以應付，一般投資者是否具此能力，不無可疑，且由變動不居的投資人偶然的多數決定經營事項，並不符合現實經濟的原則。

### 2. 資金聚合的大數法則

大數法則（The Law of Large Number）或稱大數規律，就是在大數目裡，呈現出規律性現象，數目愈大，規律性愈穩定正確，所以在大數目裡，可以觀察到穩定的損失率（註一四）。即同事件出現的次數愈多，其實際發生的結果，愈與過去無數次經驗導致的預期結果相近。為金融保險的手段之一。

因此依據經濟原理，任何一種中介組織的出現，皆因為存在某種比較利益（註一五），不動產證券化利用資金聚合（pooling）的大數法則原理，可以達到個人財力難及的風險分化與收益極大，若再輔以專業人才的經營管理，則更可藉「經濟規模」降低交易成本與人力資源。

---

註一三：同註一二 P31。

註一四：湯俊淵著 保險學三民書局印行 76年9月 P23。

註一五：陳師孟 當前金融的亂與治 中國時報 3版 78年 7月17日。

## 二、不動產證券化之主要方式與型態

由於上述不動產的本質與市場的獨特性，衍生出投資上的瓶頸，遂有證券化的興起，然而「如何將其證券化？」方能使其達到動產化、證券化的特性。就此而言不動產證券化主要可分為兩種形態：一者是信託形態，即不動產投資信託（Real Estate Investment Trusts），一者是合夥形態，為不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership），以下謹就兩者分別析述之。

### （一）不動產投資信託

#### 1. 投資、信託與投資信託

##### （1）投資

投資一詞有廣狹二義，廣義的投資定義是為獲得未來可能的值而犧牲當前既有的價值（註一六）說。惟狹義之投資，則專指投資於生產事業，也即為生產事業之股東或有此種股票。以金錢為信託財產稱信託資金，以信託資金謀取利潤者，亦為一般所稱之投資（註一七）。

##### （2）信託

信託（Trust）乃為他人利益管理財產之一種制度，世界各國均有信託之理想，因為在古代各國只要人民擁有財產，皆可能發生財產管理或繼承等問題。換言之，自古代個人擁有財產之「私有財產制度」確立時，信託之意念即已開始（註一八）。而依我國信託法第二次草案第一條規定「稱信託者，謂委託人財產權利轉移或設定受託人。使受託人依信託目的為受益人管理處分信託財產。」

##### （3）投資信託

---

註一六：同註二。

註一七：王寶蒞 信託投資之法的認識 法學叢刊第129期 77年1月 P97。

註一八：徐國香著 信託法研究 五南圖書出版公司 民國75出版 P1。



所謂投資信託，係多數投資者共同匯集基金，而此基金由專業的管理者來營運，使基金具安全性，並使其獲得較高收益性的投資，其利益則由投資者分享的一種制度（註一九）。由此可知投資信託乃利用資金的聚合（Pooling），透過專業的經營，使其成爲以最小風險獲取最大利潤的機構，而其投資的原則乃按分散風險之投資組合方式運作。

## 2. 不動產投資信託

此乃1960年美國國會通過不動產投資信託法案後創設之金融機構，藉以有價證券募集一般小額投資人之資金投資於不動產，其證券形式主要爲股票或受益憑證，依組織方式之不同而有所差異，而此募集而來的基金本身爲非課稅之主體，然其機構之組織方式、資產內涵、收益來源、收益分配等須符合嚴格之規定，而投資人則可依本身之條件，於證券市場選購合適之證券參與不動產投資，如此除具有變現流通的功能外，尚可擴大投資參與層面。

## (二) 不動產有限合夥

### 1. 合夥、有限合夥

有限合夥（Limited Partnership）係源自康孟達（commendam），類似歐陸及我國「隱名合夥」（註二〇），其有限合夥人並不實際參與公司經營，實際控制公司經營的是經理合夥人（General Partner）（註二一），此情形符合Howey原則中「靠他人努力而獲利」的原則，因此有限合夥是證券化無疑，但一般的合夥（General Partnership），則因每一合夥人均加入經營而非證券化（註二二）。以下就我國現有法制規範，對合夥與穩名合夥做進一步探討。

#### (1) 合夥

合夥有兩種意義，一者指合夥契約而言，一者指合夥團體而言（註二三），本文探討者乃民法第677條之規定：「稱合夥者，謂二人以上互約出資以經營共同事業之」。

---

註一九：同註一八 P103。

註二〇：註二一：王泰升著 從所有與經營分離論公開發行公司法制 興大78年法研碩論 P42。

註二二：同註四 P42。

註二三：鄭王波 民法債篇各論下冊 三民書局73年版 P637。

而此一般性的合夥，所有的合夥人在出資利益的分配與承擔風險上已達成了協議，與合夥所產生利潤及虧損後，皆由合夥人負完全責任。

### (2) 隱名合夥

依民法第700條之規定乃當事人約定，一方對於他方所經營之事業出資，而分受其營業所生之利益及分擔其所生之損失之契約。

因而可知隱名合夥主要是投資人將資金交由他人經營，僅以獲取利潤為目的，雖必須分擔經營的風險，但是損失與責任只限於出資部分，因出資的合夥人不出登記，所以成為僅出資但不參與經營的隱名合夥人。出名登記的營業人對外代表承擔一切因營業所應負的責任，而隱名合夥人有監督查帳的權利。

### (3) 合夥與隱名合夥的差異

由現行的法制觀點，隱名合夥雖亦有合夥字樣，似為合夥之一種，但實際上兩者不同：（註二四）

- a. 隱名合夥人為營業人而出資，出資後其權利即移屬於出名營業人（民法702條），而合夥人之出資，則為合夥人全體之共同共有（民法665條）。
- b. 隱名合夥人之營業，則為出名營業人所獨占隱名合夥人僅有檢查權，而無執行之權（民法671條）。
- c. 隱名合夥契約對外原則上不生關係，故隱名合夥人就出名營業人所為之行爲對於第三人無任何權利與義務（民法704條），而合夥人對外則均為權利義務之主體，尤其對於合夥債務應連帶負其責任（民法708條）。
- d. 隱名合夥無團體性，故其關係之終了不曰解散，而曰終止（民法708條），而合夥則具有團體性，故其關係之終了，不曰終止，而曰解散（民法692條）。

### 2. 不動產有限合夥

在美國不動產有限合夥事業，於各州皆有其有限合夥事業法案加以規範，其成立為至少一名經理合夥人和一名以上的一般合夥人，而經理合夥人則可為公司法人，其以不動產為投

---

註二四：同註二三 P708。

資標的物，而此事業本身為非課稅之主體，由經理合夥人負責經營管理，且對合夥事業負責任，其一般合夥人無權參與合夥事業之經營控制，但享有表決權，其負擔之風險也以出資部份為上限，即對於債務僅限於所出的資本額，但有權檢查帳冊，並可要求經理合夥人定期報告業務及財務狀況。

### 三、不動產證券化與有關觀念之比較分析

#### (一)不動產信用（金融）證券化

不動產信用證券化或謂不動產金融證券化，此乃不動產金融往往稱為不動產信用之故（註二五），而國內不動產金融證券化一詞最早見於民國40年，黃通、羅醒魂所編譯之土地金融論，為瞭解此系統與本研究不動產證券化之差異，特就不動產信用及不動產信用證券化之意義、不動產信用證券化之主要形式，說明如下，並將此與本研究之不動產證券化做一比較分析。

##### 1.不動產信用之意義

不動產金融機構以本身資產或貸款所得之債權；化為證（債）券，使固定呆滯之土地或建築物，抑或農作改良物，透過此種信用，變成活潑流動之資金，亦即以不動產價值或權利為擔保，予以證券化，再以抵押信用的方式，借貸資金，使不動產價值，轉化為流動的貨幣資本以利各項生產資金之週轉，此謂之不動產信用或不動產證券信用。而此種證（債）券債權者不必經債務者的通知及承諾與請求，得自由將證券上之權利讓與他人，被讓與者亦同樣得自由讓與他人，且此種讓與間之權利關係受法律的障。（註二六）

##### 2.不動產信用證券化之意義

不動產信用證券化由學理上之解釋，其含義有二：（註二七）

---

註二五：劉幹青編著 不動產金融之理論與實務——兼論專業銀行金融債券之發行 73年10月再版 P43。

註二六：同註二五 P167。

註二七：同註二六。

(1)不動產本身或其所有權之證券化

其為創制一種中價證券，作為不動產所有權之表徵，使不動產之價值從固定的資本形態中，轉化為流動的貨幣資本，重返於流通行程，此種證券為物權之抵押證券，債權人與債務人之關係是直接的。

(2)不動產抵押權及債權之證券化

此亦係創制一種有價證券，作為不動產抵押權及債權之表徵，使膠著於不動產登記簿上之抵押權，獲得流動性（銀行資產的流動性），即不動產銀行以其本身資產及貸款所取得之抵押債權為總概括的發行債券，持券人與抵押人間，並無直接物權之關係，僅有間接的債權關係。

3.不動產信用證券化之主要形式

不動產信用證券化落實於制度面主要的形式，可由含有物權性質之抵押證券及具有債權性質之不動產債權予以說明之。

(1)抵押證券

此所謂之抵押證券，係為不動產所有權之表徵，乃買賣贈予，繼承等原因、取得不動產所有權時，地政機關即據以發給，代替以前的所有權狀，該證券在未加背書設定抵押以前，為虛擬的債權，與一切實際債權無涉，及發生借貸關係時，借款人（所有權人）持券邀同貸與人（債權人）至地政機關辦妥設定過戶手續後，則將此券交與抵押權人，此時即取得該不動產之抵押權並從屬依存於債權，而該不動產仍由原所有權人繼續保有使用、收益之權，與傳統之抵押權有關規定完全適用，不過因有虛擬之要因，脫離所有權而為抵押擔保附隨於債權以供清償保證之用，此抵押券為含有物權性質之證券，借款關係之確定須辦妥過戶登記等手續後，始為有效，故該項證券不得在證券市場買賣，或充公務上之保證。因此證券內容應載明不動產價值、實際貸放金額、借款利率、借款期限、抵押權順序及權利變動情形等。（註二八）

(2)不動產債券

此所謂不動產債券，為專業銀行按其本身性質，以所有之總資產及貸款所取

註二八：同註二七 P200~205。

得之債權，作綜合概括的擔保所發行之金融債券。此種債券，發行銀行對每一持券人負償還之責，持券人對於銀行貸款擔保品無直接的物權關係，僅有間接的債權關係，不需負擔風險，並可坐收到期債息，如需變現，可於證券市場出售，或向銀行質押，其融資性與安全性高。（註二九）

#### 4.與不動產證券化之比較分析

經由上述之說明，可知現今所謂之不動產信用證券化，乃常指不動產銀行藉由不動產證券化，證券資金化原理，發行有價證券以為資金的融通而此不動產信用證券化之機構主體為銀行本身，與本論文之不動產證券化之機構主體為不動產投資經營者，於實質內涵有所差異，其主要的區別如下表（2-1）所示：

表2-1 不動產信用證券化與不動產證券化之比較分析表

項 目 \ 種 類	不動產信用（金融） 證 券 化	不動產證券化
證券之主要目的	透過銀行信用創造的功能，將不動產之抵押權予以證券化，以供資金融通。	藉由不動產證券以結合資本市場與不動產市場，促進不動產與資金之有效利用。
證券形式與性質	此有價證券，如抵押證券、不動產債券等，前者因含物權性質不得於證券市場買賣，而後者則可。	此有價證券如股票、受益憑證，可於證券市場交易為資本性證券。
經營主體	銀行本身。	不動產投資經營機構（雖美國契約型不動產投資信託事業，有銀行參與，然其為受託人身份，主要為資產保管機構）
融資對象	無特別限制。	不動產經營者（以美國權益型不動產投資信託為例，其雖為中長期之金融中介機構，然是以融資方式間接參與不動產之經營）
於不動產市場所扮演的角色功能	只為單純的融資功能。	直接參與不動產市場經營、或以融資方間接參與

資料來源：本研究整理

在藉由上述之比較分析，可知不動產信用證券化與本研究之不動產證券化對不動產市場而言，不動產信用證券化之主要為單純的融資角色，其資金融通的來源，得自於銀行信用創

註二九：同註二七 P189。

用的功能，以其抵押債權證券化，使資金得以流動化，目前所謂金融證券化的理念與之神似（註三〇）。而本研究所述之不動產證券化者，乃不動產投資經營機構以證券形式募集資金，其所募集之資金，除可以融資方式參與不動產市場外，尚可直接參與不動產之投資經營，政府可藉此機構之有效管理，達到導正市場機能，促進土地資源有效利用的積極目的。更何況現國內一般金融機構所辦理之不動產抵押貸款，其資金來源，多仰賴活期或定期存款，銀行金融體系資金常感不足，實無法擔當未來不動產長期大規模的巨額開發融資，而造成整體性的、有計劃的大規模開發案的停滯，如此現象俟銀行開放民營後，各銀行收受存款之資金務必相形減少，而更將凸顯此嚴重課題，為有效解決此一問題，國內不動證券化乃必然的趨勢。

且純就理論而言，普通銀行實不應以存款為資源而承做抵押貸款，蓋存款係一種流通資本（Circulating Capital）應可隨時提取，其不宜於不動產之長期投資，事甚顯然，不動產所有者之希望，為投資資本（Investment Capital），供給此種資本之源泉，應由不動產金融機構求之於抵押債券。而當此金融機構以其不動產抵押權與債權證券化後，其所形成之流通市場，在美國稱之為中古抵押權易市場（The Secondary Mortgage Market）（註三一），於一般機構投者，如抵押權型之不動產投資信託，藉其發行之證券向一般大多數人募集之資金，予以購買持有，而此體系的建立，便可促進資金有效的循環利用。

## （二）不動產投資機構之股票之上市

我國目前股票已公開上市之不動產投資機構是否為不動產證券化之說，其理念之澄清有

---

註三〇：金融證券化之定義及分類人言言殊，然則一般而言其意義二：

1. 狹義之證券化：即放款債權證券化，係指抵押權經由證券化，使資金得以流動化。
2. 廣狹之證券化：指以證券形式籌措資金。

近年來，歐美國家企業機構及金融機構證券化業務成長迅速，不僅銀行本身之債權證券化，亦將企業所有之債權證券化，然後將此類證券讓售投資者，以賺取差益。

參閱：李儀坤輯 證券化與企業金融 臺灣經濟金融月刊 第25卷第7期 78年7月20日P16。

註三一：Secondary Mortgage Markt中文譯名不一，有直譯為次級抵押權交易市場，其本意指銀行將顧客申請抵押貸款之抵押權，再置於一抵押市場中，公開將原有之抵押權轉售或再抵押給其他銀行或金融機構，以獲得資金局可加以靈活Real Estate Investment，P739。

助於觀念上的明朗化。其一般不動產投資機構之有限公司組織型態，公司除發行普通股股票外，依財務政策而定尚可發行特別股、公司債或商業本票，其均屬證券化之一種（註三二）。因公司以不動產為經營標的且以證券形式自資本市場取得資金，其證券本身具有高度的流通性，應是證券化無疑。在此為更深究其與一般未公開發行股票者之區別，針對其流通性質，擬由所謂公開化的程度區別析論之。

一般而言，我國的股份有限公司，以股票發行公開化的程度區分可分為三種：（註三三）

#### 1.未公開發行公司

由於其股票並不對不特定人發行，一般的投資大眾，無從取得該等公司之股票，其公司內投資股東極少，公司實際運作的基礎，經常即在於股東間的相互信賴具有「閉鎖性」。（註三四）

#### 2.未上市公開發行公司

理論上股票既已公開向不特定人發行，一般投資大眾即易以資本參與進入公司，但由於臺灣目前股票店頭市場較小（註三五），公開發行未上市之股票，其流通性有限，一般投資大眾仍難以取得其公司之股票。

#### 3.上市公開發行公司

其股票係唯一為臺灣一般投資大眾所得以輕易取得者，惟其股票公開發行之數額有限（註三六）

上述三類公司之區別，其中關鍵因素，乃股票的流通性，而就不動產投資機構而言，此

---

註三二：參閱中華建築經理公司研發部資料，談不動產金融化、證券化及國際化 77年12月4日。

註三三：王泰升著 從所有與經營分離論公開發行公司法制 興大78年法研碩論 P108。

註三四：閉鎖性乃謂公司股東間因血緣、友情等而結合，維持其互信賴的關係，排除任意第三人加入公司。

註三五：民國71年10月4日，國內店頭市場才正式成之。參閱黃天麟著 金融市場 三民書局 78年9月P212。

註三六：就目前上市公開發行公司，民營建類第一類股票，只有國泰建設、國產實業、太平洋建設、東雲建設、第二類股票只有國揚建設、保固建設。

也直接影響其證券化的程度，然而有些公開發行股票之公司，其股權仍相當集中於極少數的控制集團，一般投資大眾能分享公司利潤十分有限，因此就結合不動產市場與資本市場及利益分配的觀點來看，成效不彰且一般投資參與層面有限，因而此類機構在的證券化的屬性上仍在著爭議，然此只是證券流通程度上的差異，於理論上仍為證券化之一種。而閉鎖性公司，基本上並無證券流通市場的存在，且其證券持有人通常亦即事業之經營者，因此就經濟實質的觀點，應非證券化。而此不動產投資機構之證券化，基本上乃源自公司內部的財務政策，其收益主要仍歸於少數的董、監事身上，與本研究不動產證券化源之於不動產本質上的特性限制，且其收益大部分配給投資人，故在證券化的原義上仍有所不同，而非本研究探討的範疇，然此為值得再繼續討論的課題。

#### 四 小結

由於國內不動產證券化的研究尚屬探索階段，而有關報導只見於報章雜誌即興式的論述，缺乏有系統的深入探索，因而眾說紛紜，以至形成了觀念上的混淆與誤導，有鑑於此，本章的主要目的在於闡釋不動產證券化的基本理念，希望藉此探討的結果能更清礎的呈現不動產證券化的真諦，茲將本部份研究所得歸納其重要結論如下所述：

(一)藉由對不動產證券化之意義、目的、特性與基本原理等，各種層面的探討與界定，可知不動產證券化於運作上必須具備具下列基本要素：

##### 1.投資的單位化

不動產經由證券化的運作後，其投資價額需予以單位化，以便藉由價額的小單位化，使投資人可依其能力與需要認購單位數額，彌補不動產投資往往需巨額資金，而易形成投資瓶頸的缺陷。

##### 2.權益的可分割性

因不動產在本質上具有不可分割的特性，因此在權益的轉讓上有所限制，經由證券化的運作後，其投資的權益須具有可分割性，以便投資者可依其需要出售部份單位的權益以求變現，使資金得以有效流通。

##### 3.證券形式的權益表彰



即不動產經由證券化的運作後，投資人投資持有的權益須為證券的形式，而非其他如不動產的持分，因產權持分的出售與購買，本質上即是不動產的交易，其擁有的權益是不動產所有權而非有價證券。

#### 4.中古交易市場（The Secondary Market）的存在

即投資人購買持有的有價證券本身須有後續交易市場的存在，使其便於流通轉讓，具有變現的功能，以促使資金的有效利用。

#### 5.運作的透明化

由於不動產證券化落實於經營層面乃所有與經營分離的模式，因此其投資經營決策與財務等，必須對投資大眾公開，使投資人能依其風險承擔的能力選購證券參與投資，並可於運作的過程中瞭解經營的損益，以供投資人參考確保投資權益。

- (二)不動產證券化的主要型態可分為二種：一者為信託形態即不動產投資信託事業，另一者為合夥形態即不動產有限合夥事業，二者皆是以證券形式募集資金，然就證券流通性與現性及其運作的透明化程度而言，前者則優於後者。
- (三)就不動產投資機構是否為不動產證券化？可依其股票發行之公開化程度所區分的三類類型而認定之。第一，就上市公開發行公司而言，其為證券化無疑。然目前國內股票公開發行之數量有限。第二，就未上市但公開發行公司而言，此類股票之流通有限，一般投資大眾仍難以取得其公司股票，然就理論上而言，仍為證券化。第三，閉鎖性公司而言，因其基本上並無證券流通市場的存在，故就實質上的觀點而言，應非屬證券化。
- (四)有關不動產信用證券化與本研究不動產證券化相異性的比較分析中，不動產信用證券化之經營主體主要為銀行本身，其要之目的乃透過銀行信用創造的功能，將不動產抵押債權予以證券化，以供資金融通，其與本研究之不動產證券化有不同，然如何建立國內中古抵押權交易市場（The Secondary Mortgage Market），在國內銀行開放民營後，各銀行收受存款之資金相形減少的情形下，為值得繼續深入研究的課題。
- (五)經由不動產證券化基本理念的探討，可歸納其主要的優缺點如下：

##### 1.主要的優點

(1)就社會整體而言

- a.可促進不動產之有效利用。
- b.可促進資金之有效流通利用。
- c.提供多樣化的投資管道，以疏導過剩的游資。
- d.健全不動產市場機能，避免壟斷行爲的發生。
- e.提高市場參與的公平性。

(2)就不動產經營者而言

- a.得以發行證券形式，取得資金解決融資問題。
- b.藉由專兼知識的提供，取得經營服務報酬。

(3)就投資者而言

- a.提高投資的變現性與流通性。
- b.可經由適當的投資組合，分散投資風險。
- c.可藉由專業化的經營，提高投資收益。

2.主要的缺點

(1)缺乏不動產經營、處分的自主性。

藉由不動產證券化的運作，投資人乃購買證券的方式參與不動產投資，而非直接購買不動產本身，因此不動產標的之經營、處分的權利，則受到相當大的限制，無法依其願意而決定之。

(2)證券市場景氣變動的風險

因不動產證券化後，投資人持有的乃證券本身，若其為公開上市發行的形式，證券的價值除受經營不動產收益的影響外，亦將受到證券市場景氣波動的影響。

(3)基金募集不成的風險

不動產證券化之基金募集乃受市場的景氣，標的物的性質，經營決策等等因素而影響投資者參與的意願，其募集作業未必能如期順利達成，因此當無法完成所需資金而宣告解散時，經營者則必須負擔作業上的費用損失，而投資人則需負此期間已付資金的利息損失。

(4)基金經理不佳的風險

經營者對基金運作的良窳直接影響投資人的收益，而投資人於認購證券參與投資的過程中，只有參考公開說明書中，有關經營者的簡介與過去操作不動產的經歷，來認定其是否勝任經營的能力，但即是以往有良好的表現也未必保證將來事業的營運績效，故就此觀點而言，投資人仍須承擔基金經理不佳的風險。

(六)就不動產證券化的基本理念而言，未來國人對此證券化運作方式的進行，於觀念和認知上須面臨以下兩個課題：

#### 1. 國人對不動產產權觀念上的限制問題

長久以來，國人對「有土斯有財」的觀念根深蒂固，對不動產本身有著一份執著與眷念，然經由不動產證券化的運作後，個人投資持有的證券而非不動產本身，因此在觀念上，於短期間恐較難以接受，惟隨著個人理財觀念的改變，只要不動產證券化的運作，能滿足個人的投資收益，此運作方式仍將為國人所接受。

#### 2. 國人對不動產證券化認知的問題

由於國內不動產證券化的研究誠屬探索性階段，加上報章媒體率性的報導而眾說紛云，導致一般直覺反應經由不動產證券化後，將造成土地的投機或使得大量資金流入市場而造成不動產的再度飆漲，而忽略不動產證券化之理念，其落實於經營層面時，在制度上，對其運作有相當嚴格的規範，使導入市場資金能有效促進不動產的開發利用，且運作的過程中，經營者只依資產比例收取服務費用，而大部分的創造收益仍由一般投資大眾分享。

## 參、國內不動產證券化經營體系之建立

本文主要乃就不動產證券化的兩種主要形式，即不動產投資信託事業及不動產有限合伙事業，針對其運作架構與流程、參與者之主要任務、資金的募集與運用、及政令的探討與政府的配合措施等課題，配合國內環境背景，建立其經營體系，使其能模擬運用於市地開發之中，因此其重心著重於操作（Operation）層面，而非對制度整體的建立做全盤的論述。

### 一、不動產投資信託事業

國內不動產信託事業經營體系的建立，主要乃參考美國不動產投資信託制度、我國證券投資信託事業，及國內不動產交易體制等因素，而此事業之建立涉及層面既深且廣，故基於本研究目的，文中著重於操作層次的探討，依上述四個課題析述之。

### (一)運作架構與流程

#### 1.組織型態

我國不動產投資信託事業應採何種組織型態？為建立經營體系的第一步，而就國內證券投資信託事業而言，於「證券投資信託事業管理規則」對證券投資信託事業之定義，雖未能明顯看出我國採公司型或契約型，唯從其他條文觀之，我國立法政策應採契約型無疑義（註三七）。再者由於「公司型」之組織，其投資信託公司兼具保管機構之機能，其結構上，僅包含二當事人，即公司與股東，而規範當事人法律關係者為公司章程，其組織結構涉及層面較複雜，且由於契約型保管機構對基金經理公司違反「信託契約」或有關法令，或有違反之虞之指示，不僅得不依該指示辦理，且應向證管會報告，因此具有監督功能（註三八）。基於此制衡作用的考量及其運作方式的借鏡，故本研究之組織型態乃採契約型者。即以信託契約之型態集合投資人之資金成一基金，以不動產投資信託事業為委託人，指示基金保管銀行即受託人，運用基金為不動產投資，此種契約型態之結構包括了三個當事人，投資人（受益人）、不動產投資信託事業（委託人）及保管銀行（受託人），而三者之權義關係，則以信託契約規範之。

#### 2.基金之處理方式

由於不動產投資信託所發行之受益憑證，依投資人得否買回而區分為開放型與封閉型，前者乃投資人得隨時請求受益憑證之發行者，依其淨資產價值買回持有之受益憑證，而不動產投資信託事業亦得追加賣出或發行受益憑證，而後者乃投資人不得請求受益憑證發行人買回持有之受益憑證，只能於證券交易所集中交易，且其發行亦不得追

註三七：1.參閱 陳春山 證券投資信託契約法律問題之研究 75年7月 興大法研碩論 P17。

2.依證券投資信託事業管理規則第二條，所謂證券投資信託事業，指發行受益憑證募集證券投資信託基金，並運用證券投資信託基金從事證券投資之事業。

註三八：同註三七 P277。

加發行或賣出受益憑證，而此兩種型態，對不動產投資信託之經營影響甚大，茲將其差異分析如下：

- (1)投資者承擔風險的不同：封閉型之受益憑證持有人，因其憑證之交易須透過證券交易市場，因此其價格乃由市場交易決定，故其憑證價格除受不動產市場之景氣影響外，尚可能受證券市場景氣波動的影響，而開放型之受益憑證價格仍依淨資產價格而定，則較無此慮。
- (2)中古交易市場的差異：封閉型之受益憑證乃透證券交易所上市買賣，因此轉手交易的對象為另外投資人，而開於型之受益憑證，則要求公司買回。
- (3)受益憑證價格決定方式不同：由於不動產價值，不若股票價值可由當日證券交易市場之收盤價格得知，因此開放型之受益憑證的價值，受限於估價技術，只能於某固定期限予以重估，以決定憑證的價值，而封閉型受益憑證之價值，經由上市後，即由市場交易之價格決定。
- (4)經營風險的承擔不同：開於型之受益憑證，因公司負有買回的義務，因此當不動產市場不景氣時，將承受極大的購回壓力，故相對提高經營的風險，而封閉型者則無此慮。

### 3.運作架構之建立

國內不動產投資信託事業作架構之建立，可參考證券投資信託事業之運作方式而擬訂，如圖（3-1）所示，其為不動產投資信託公司兼具不動產投資業務之決策與執行。或者再參考美國不動產投資信託制度，配合國內建築經理公司之機能而擬訂，如圖（3-2）所示，其乃不動產投資信託公司具有不動產投資業務之決策權利，而其日常有關不動產之經營執行的業務，則委由建築經理公司辦理，而委其經理之主要理由，可由以下幾個層面來探討。

- (1)就政府監督權責而言：由於不動產之經營業務，所屬之管理機構為內政部，而發行受益憑證，募集基金之事宜為財政部證券管理委員會所管轄之職權，若不動產投資信託公司本身兼具不動產經營之業務執行，則此事業就現行政府之監督權責較難畫分且不易執行。

(2)就不動產投資信託公司本身而言：不動產投資信託本質上即具有不動產及金融業務的特性，因此若將不動產經營執行的業務委由建築經理公司來操作，由其擬訂經營運作之建議，而不動產投資信託公司本身保有經營決策之權利，就專業分工角度而言，將有助於市場之開發利用。

圖3-1 國內不動產投資信託經營運作架構建議圖

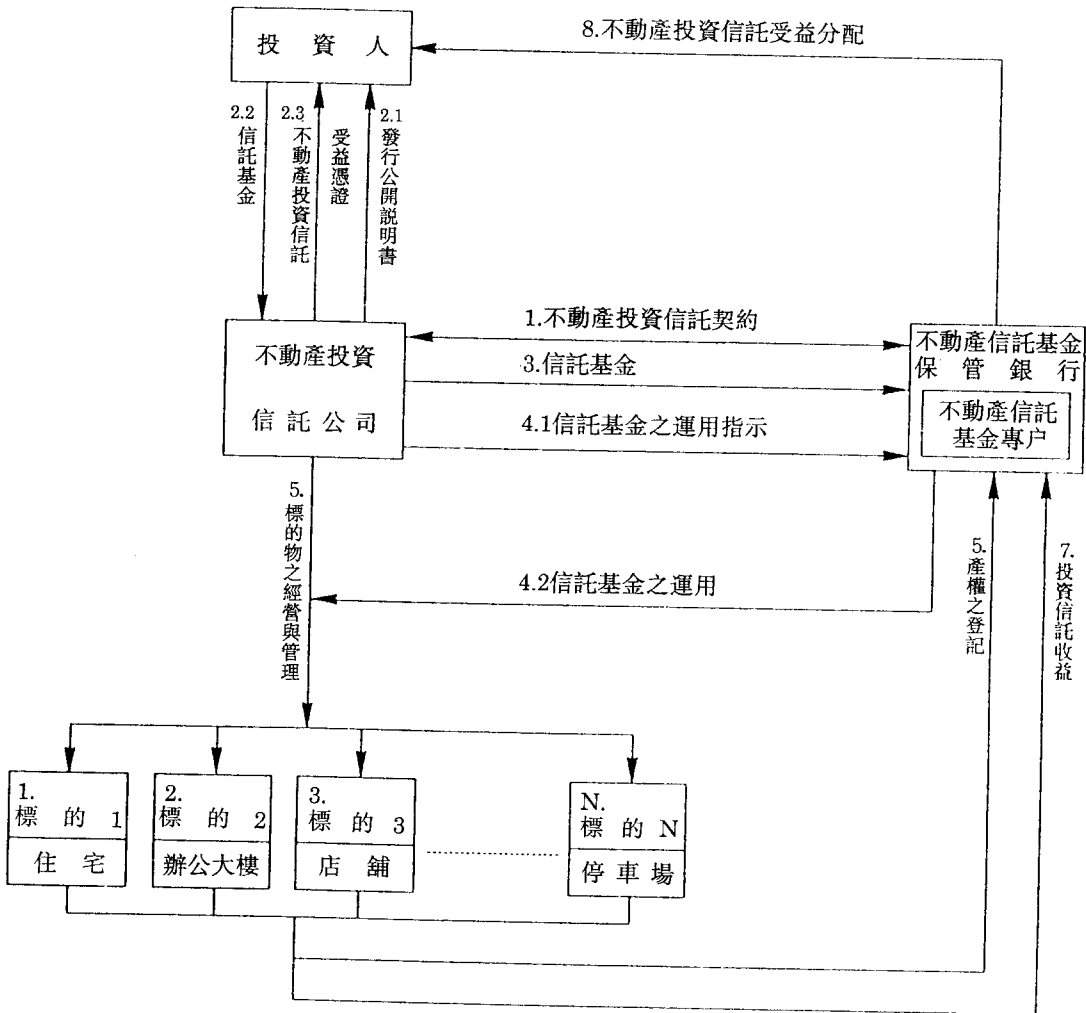
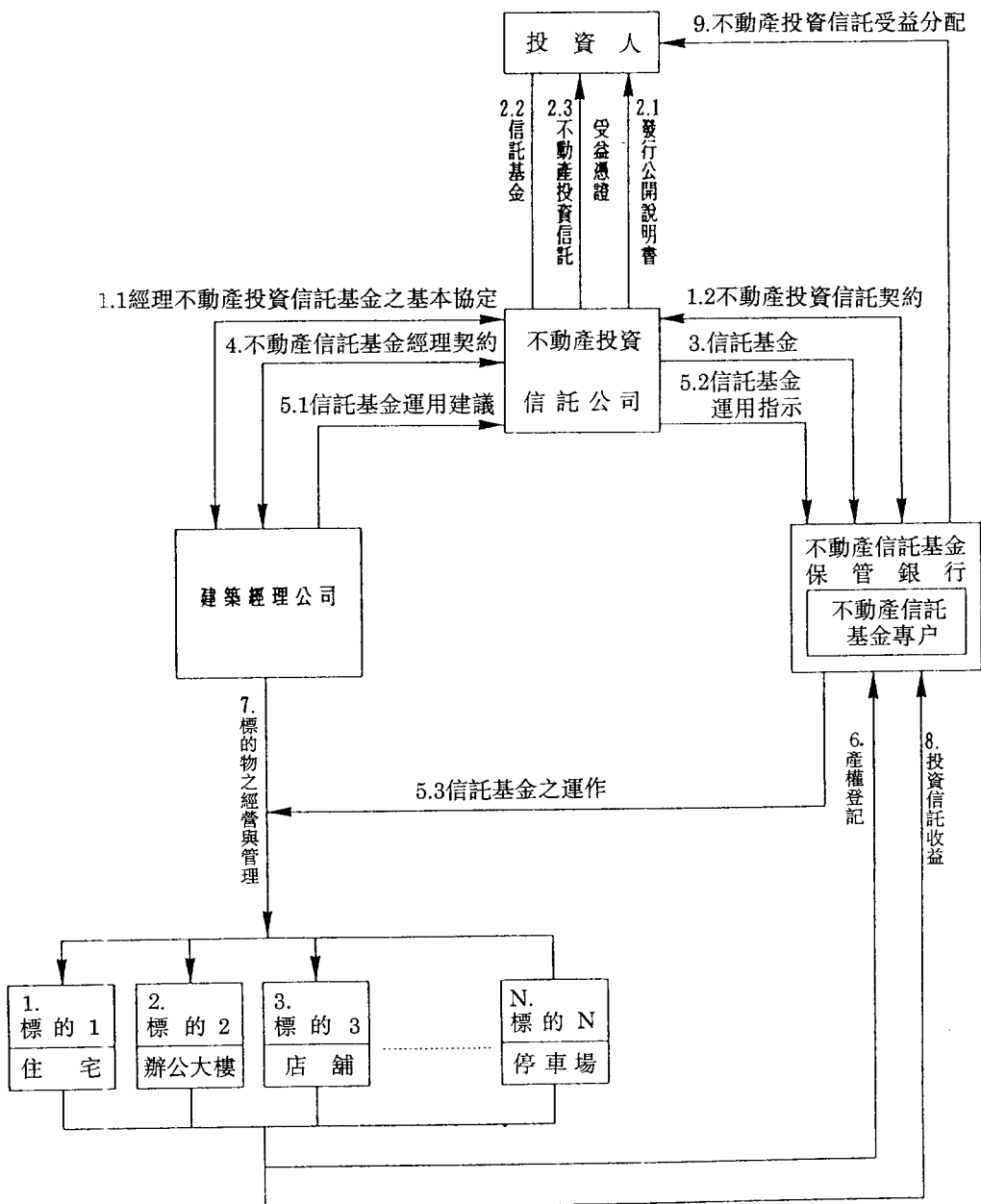


圖3-2 國內不動產投資信託經營運作架構建議圖



(3)就建築經理公司本身之機能而言：於美國不動產投資信託事業之運作，不動產之經營管理則委由不動產顧問（advisor）來擔任，其參與主要是基於專業分工的理由，而國內不動產顧問公司層次參差不齊，機能不一，故擬由建築經理公司來擔任此角色，因其本身即具有經營管理的顧問功能，且有較完備的法令規範。

故基於現行體制的配合與專業分工的理想，本文以下之流程說明、參與者之主要任務、及法令探討與政府的配合措施，乃建議採圖（3-2）所示之運作架構。

#### 4.流程說明

- (1)不動產投資信託公司及保管銀行簽訂不動產投資信託契約之前，應與建築經理公司簽訂經理不動產投資信託基金之基本協定，並至少簡附下列文件，報經財政部證管會核准。
  - a.受益憑證發行計劃。
  - b.不動產投資信託契約。
  - c.受益憑證樣本。
  - d.公開說明書。
- (2)不動產投資信託公司應於不動產投資信託契約核准後，依證管會核准之發行日，發行當次之受益憑證，並依規定編製公開說明書，而其受益憑證之銷售，則可委由證券承銷商行銷。
- (3)於發行受益憑證所募集之信託基金，則登記為基金保管銀行名義下某不動產投資信託基金專戶。
- (4)不動產投資信託與建築經理公司簽訂不動產信託基金經理契約。
- (5)建築經理公司依公開說明書所載明之標的物的種類，做市場研判、財務分析等規劃作業，以擬訂信託基金運用建議提供不動產投資信託公司，由其做投資經營決策，且指示保管銀行進行信託基金之運用。
- (6)將所取得標之物之產權登記於不動產信託基金專戶名下。
- (7)建築經理公司依不動產投資信託公司所作成之經營決策，進行業務之操作如標之物之開發、出租、出售等事宜。



(8)標的物衍生之投資信託收益登記於不動產信託基金專戶名下。

(9)保管銀行按不動產投資信託契約之規定，將收益分配給投資人。

## (二)參與者之主要任務

### 1.不動產投資信託公司

(1)與信託基金保管銀行簽訂不動產投資信託契約。

(2)製作不動產投資信託基金之公開說明書。

(3)研擬受益憑證發行計畫。

(4)向證管會申請核定不動產投資信託契約、受益憑證發行計畫、公開說明書。

(5)發行受益憑證、募集信託基金。

(6)與建築經理公司簽訂不動產信託基金經理契約。

(7)為不動產投資信託基金作投資決策。

(8)製作公告信託基金的運作報告書與財務報表。

(9)決定基金之盈餘分配，並負責製作名冊，交保管銀行支付受益人。

(10)製作受益人名簿，並接受受益人之轉讓登記。

(11)接受受益憑證持有人之買回要求，並通知保管銀行支付之。

(12)負責召集受益人大會。

(13)信託契約終止後，清算信託財產，並分配之。

### 2.基金保管銀行

(1)不動產投資信託基金之保管。

(2)發行受益憑證之簽證。

(3)信託基金財務報表之簽署。

(4)接受不動產投資信託公司之指示，處分信託財產。

### 3.建築經理公司

(1)與不動產投資信託公司簽訂信託基金經理契約。

(2)向不動產投資信託公司提出信託基金之運用計畫。

(3)執行不動產投資信託公司有關不動產投資經營之決策。

(4)定期向不動產投資信託公司提出營運情況報告。

#### 4.受益人

(1)出資購買受益憑證。

(2)持有人之受益憑證可於證券市場上移轉交易或要求公司買回。

(3)依其所持有之受益憑證，享受或負擔信託財產之盈虧。

### (三)資金之募集與運用

#### 1.資金之募集

不動產投資信託基金的募集，乃經由受益憑證之發行而取得，依照目前證券投資信託事業受益憑證之發行，需經由保管銀行簽證，而此作業可得到兩種效果；一者取信投資大眾，使其安於投入資金，再者保管銀行隨時悉知該證券投資信託資金之總額，加強其對信託財產之控制（註三九）。因此不動產投資信託受益憑證之發行亦需經由保管銀行簽證，至於其發行方式受及受益憑證應載內容，則分別析述如下：

##### (1)發行方式

受益憑證之發行，依證管會之規定「發行人募集有價證券時，應承諾將不低於所募集有價證券總額百分之二十之證券，委託證券承銷商包銷或代銷」（註四〇），而所謂包銷或承銷之分別，依證券交易法第71條與第72條所示，前者乃指承銷商於承銷期間屆滿後，對於約定銷之有價證券，未能全數銷售時，自行認購其剩餘額之謂，後者是指承銷商於承銷期滿後，對於約定代銷之有價證券，未能全數銷售時，得將剩餘數額之有價證券，退還給發行人之謂。

##### (2)受益憑證之內容

不動產投資信託之受益憑證，係表彰不動產投資信託之受益權，其發售前須經由保管銀行簽證，為使購買受益憑證之投資人對該不動產投資信託有所瞭解，並使之與其他

註三九：李少麟 證券投資信託制度之研究 67年7月 台大法研碩 P150。

註四〇：參閱 發行人申請募集與發行有價證券審核準則第四條。

受益憑證有所區別，受益憑證之內容應載明下列事項：（註四一）

- a. 不動產投資信託基金名稱、受益權單位總數、發行日期及得否追加發行之意旨。
- b. 不動產投資信託事業及基金保管機構之名稱、地址。
- c. 本受益憑證之受益權單位數。
- d. 購買每一受益權單位之金額及費用。
- e. 運用不動產投資信託基金投資不動產之基本方針及範圍。
- f. 不動產投資信託基金定有存續期間者，其期間。
- g. 受益權單位淨資產價值之計算及公告方法。
- h. 受益人請求買回受益憑證之程序、時間、地點、買回價金及買回費之計算之式，不動產投資信託事業給付買回價金之時間、方式。
- i. 不動產投資信託事業及基金保管機構所受報酬之計算方法。給付方式及時間。
- j. 不動產投資信託基金投資收益分配之項目。時間及方式。
- k. 不動產投資信託基金不再存續時，基金之清算方法及受益人請求返還金額之計算方法，給付方式及時間。
- l. 如為記名方式受益憑證者，受益人之姓名。
- m. 不動產投資信託契約變更、終止之程序及其公告方法。

## 2. 基金之運用

### (1) 運用方式

不動產投資信託以發行受益憑證方式，自資本市場取得信託基金，投資於不動產市場，使不動產在資金充裕的條件下達到有效的利用，故基金之運用方式，因其介入市場的型態，又可分為下列兩種：

- a. 直接參與不動產經營：即不動產投資信託事業以募集而來的資金直接投資標的物本身，而進行開發、出租或出售等方式，以創造收益。
- b. 間接參與不動產經營：即以募集而來的基金，以融資方式參與不動產之開發，而依與

---

註四一：參閱 證券投資信託基金管理辦法第11條，其受益憑證應載內容之規定。

開發者所擬之協定，分享開發後所得之收益。

## (2)運用限制

不動產投資信託事業因其募集之資金龐大，為防止其利用募集之資金從事不動產的短期炒作，因此基金之運用必須有所限制，而限制的方式可參酌美國不動產投資信託關於收益的規範，即不動產持有期間未達四年而出售的收入，不得超過總收入的30%，否則便課以重稅，取消有關該事業的優惠措施。

## (3)損益的分配

信託財產損益之負擔俱應歸於受託人，此乃信託法之特色（註四二），因此不動產投資信託公司與保管銀行，除依信託契約之規定分別取得經理費用與保管費用外，其信託收益扣除其他一切費用後，應分配給投資人。

## (四)法令的探討與政府的配合措施

經由不動產投資信託的運作，可緊密結合資本市場與不動產市場，而於經營與所有分離，及專業分工的情形下，以進行各類型的市地開發，甚且包含大型的公共建設，皆可透過此運作方式，結合民間力量來進行開發，但由於國情、法令規章不同，全盤移植國內，顯係不可行，必須加以檢討有關配合措施及法令，故本文茲就兩者分別析如下：

### 1.法令的探討

由於不動產投資信託的經營乃發行有價證券募集資金，因此依據證券交易法第二條之規定：「有價證券之募集、發行、買賣，其管理、監督依本法之規定，本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定」。而此所謂之有價證券，須依據證券交易法第六條規定，除公司股票、公司債券外，應經政府核定者，才能算是有價證券，故從不動產投資信託之操作層面而言，其存在著下列兩個層次的法令課題：

- (1)證券之募集與發行：即不動產投資信託受益憑證為有價證券須經由政府核定，否則其募集與發行將違反證券交易法第22條之規定；而違反該法者不僅涉及證券交易秩序之證券

---

註四二：同註三九 P168。

管理行政問題，而且已經涉及到違反證券交易法第175條規定之刑事責任問題。

(2)事業之管理與監督：雖依證券交易法第二條規定，可用該法來規範不動產投資信託事業，然對基金之操作而言，其規範也只限於有價證券募集發行及買賣，而該事業之管理與監督，則有待政府進一步的規範。

## 2.政府的配合措施

國內不動產投資信託事業之建立，如何使其合理的運作，發揮其正常的功能，以結合民間資源有效的從事市場開發，則有賴於政府的配合措施，茲將有關配合事析述如下：

- (1)有關事業建立事宜：國內目前已有證券投資信託事業，而有關此事業之規範，乃根據行政院72年5月及8月相繼發佈之證券投資信託事業管理規則，與證券投資信託基金管理辦法，此雖以行政命令規範證券投資信託諸等事項，或較簡便（註四三），然基於立法時效之考慮，可以此方法，規範有關國內不動產投資信託經營運作。
- (2)有關事業課稅事宜：由於不動產投資信託事業基金之運用為避免涉及不動產短期炒作，須有相當之限制，而在此限制下，需慮及該事業於不動產市場的競爭能力與本質上事業體之收益為歸收益人所有，而不動產投資信託公司與保管銀行只分別取得經理費用的保管經費，其基本上為信託行為，故其經營主體須有相當之稅制優惠，以避免重複課稅。

## 二、不動產有限合夥事業

不動產有限合夥為近年來國內報章雜誌常見的名詞，而在美國不動產有限合夥為集資投資的證券化模式，其運作上在各州皆有相當完備的法令加以規範與配合，因此就此事業在國內的建立而言，其涉及的層面亦相當的廣泛，故為配合國內法制，本節擬針對操作層次，由基本理念論起，依序析述運作架構與流程、參與者之主要任務、資金的募集與運用、及法令的探討與政府的配合措施。

### (一)基本理念

在美國不動產有限合夥事業，由於受各州之有限合夥法案所規範，因此參與者權義關係

---

註四三：同註三七 P299。

清礎，使得投資雙方有保障，而就國內不動產有限合夥事業之建立而言，因囿於國情與法令規範的不同，不可能是全盤的移植，故此事業之建立，在理念上首先必需澄清下列兩個課題。

### 1. 證券之認定

於美國證券法規中關於證券範圍之規定，如1933年之證券法（Securities Act of 1933），1934年之證券交易法（Securities Exchange Act of 1934），1978年之聯邦證券法典（Federal Securities Act）及1985年公布之統一證券法（The Uniform Securities Act），皆包含投資契約（investment contract）（註四四），而依美國最高法院在Howey一案中，所確立投資契約認定的四個原則為：

- (1) 必須投入資金。
- (2) 資金必須投入一個共同事業。
- (3) 是爲了求得利潤。
- (4) 利潤單純來自於共同事業發起人或第三人的努力。

因此不動產有限合夥事業的有限合夥人並不實際參與公司經營，實際控制公司經營的是經理合夥人，這種情形符合Howey原則中「靠他人努力而獲利」的原則，故在美國有限合夥是證券無疑（註四五），因此於操作上除非符合免於聯邦，或州證管會註冊登記之規定則必須按證券法令來辦理。

而我國依證券交易法第六條之規定，除公司股票、公司債券外，應經由政府核定者，才能算是有價證券，然目前政府並未將投資契約視爲證券而納入證交法之規範。

### 2. 事業建立之配合依據

---

註四四：1. 美國1933年證券法第二條第一項將證券定義爲任何票據、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、債權憑證、任何分享利潤協議之參與或權利證書、擔保品、信託債券、公司成立前認股證明、可轉讓股份、投資契約、表決權信託證書、證券寄託證書、石油、天然氣或其他礦權中部分未分割權利、或任何一般通認爲證券之權益或文作，或上述各種證券之利益參加分配書，臨時權利憑證、收據、股份認購書、股份認購權之證書或權利。

2. 參閱 王惠光 論證券交易法上有價證券 興大法研碩論 78年6月 P27。

註四五：參閱同註四四 P36。

國內不動產有限合夥事業之建立，其法令規範之適用性頗多爭議，或謂有限合夥制度，我國民法及特別法均無規定（註四六）。此有限合夥的概念是國內法律未曾規範的一個特殊組合（註四七）。或謂其法律性質，應係屬我國民法債篇所定之「隱名合夥」（註四八）。或類似於「隱名合夥」（註四九）。

而上述理念上的差異在於美國有合夥事業，除非操作上符合有關的規定，否則必須於聯邦或州政府證管會註冊登記，如公開型的不動產有限合夥則需登記，必時證券銷售前需製訂公開說明書，而透過證券承銷商行銷，且美國的有限合夥，其本身可做一個獨立人人格，因此產權可登記於有限合夥事業名下。而我國的隱名合夥本身在法律上並不承認其有獨立的法人人格，隱名合夥事業本身，不具權利能力，其產權乃登記於出名合夥人名下，然從有限合夥整個組織型態來看，應類似我國民法上的隱名合夥當屬無異，故國內不動產有限合夥事業之建立，擬依此法令之規範予以建立且以私下型之不動產有限合夥為例。

## （二）運作架構與流程

### 1. 運作架構之建立

由於公開型之動產有限合夥（Public L.p.）為先集資再尋標的物，故投資風險高，因此國內不動產有限合夥運作架構的建立，主要乃參考美國私下型不動產有限合夥（Private L.p.）之運作模式及配合國內民法債篇隱名合夥之有關規定而成，其建議如圖（3-3）所示。

### 2. 流程說明（參閱圖3-3）

(1) 由經理合夥人，研判市場情況尋找合適的投資標的物。

(2) 不動產有限合夥事業之發起人通常即是經理合夥人，其於資金募集前製作投資說明書，載明經理合夥人之經歷、標的物之區位、面積等特性及及每單位之金額及最小投資額度

---

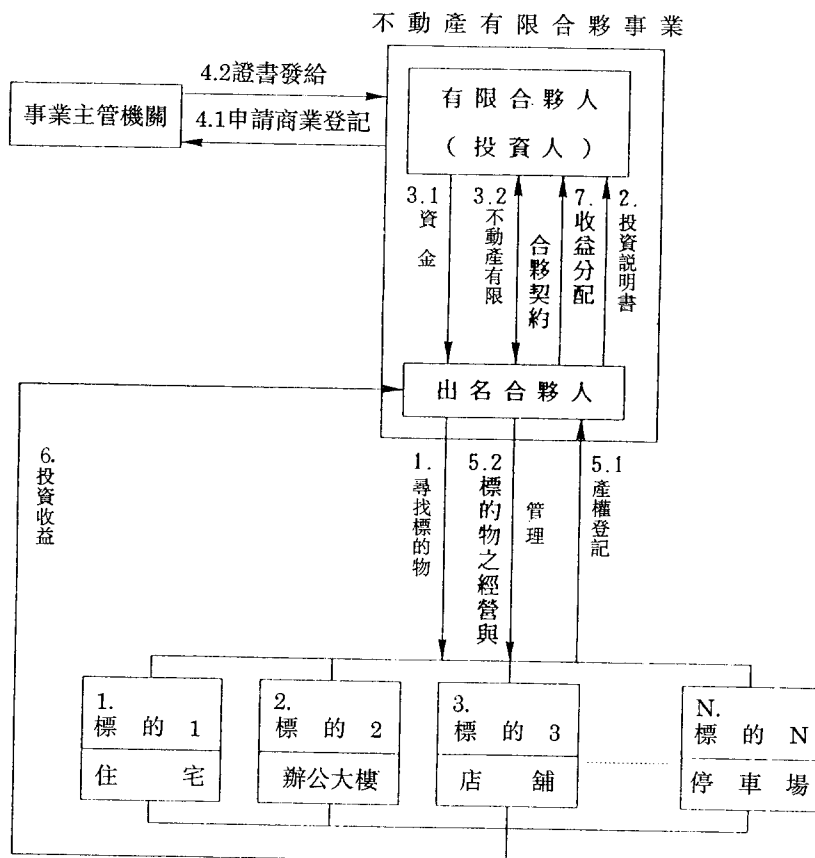
註四六：參閱 葉繼斌 美國不動產有限合夥投資 移民&投資 78年9月 P42。

註四七：參閱羅怡德美國「有限合夥」的簡介律師法律雜誌79年1月 P60。

註四八：參閱林永汀著房地產法律談續（二）篇 79年 4月12日永然文化出版股份有限公司 P231。

註四九：王泰升 從所有與經營論公開發行公司之法制 興大77年碩論 P3。

圖3-3 國內不動產有限合夥事業運作架構建議圖



等，提供給投資人參考。

- (3) 投資人依其意願認購投資單位，與經理合夥人簽訂不動產有限合夥契約。
- (4) 由經理合夥人負責向事業主管機關申請商業登記，取得營業許可證書。
- (5) 經理合夥人取得依投資說明所載明之標的物，並將產權登記於其名下，且由其負責標的物的經營與管理。
- (6) 不動產有限合夥事業的收益，主要源自標的物的租金收入及屆時出售後的資本的利得。
- (7) 經理合夥人依約將收益按投資人認購單位之多寡比例，予以分配。



### (三)參與者之主要任務

#### 1.經理合夥人

- (1)研判不動產市場情況、尋找合適的投資標的，並製作投資說明書以供投資人參考。
- (2)與投資人簽訂有限合夥契約，且負責向事業主管機關申請商業登記。
- (3)負責有限合夥事業的經營管理，並於其中取得服務費用，且對該事業負有無限的責任。
- (4)依契約之規定提供財務報告與業務給有限合夥人。
- (5)於經營期間，計算不動產有限合夥事業的收益，依約定將收益分配給有限合夥人。
- (6)負責召開有限合夥事業會議。
- (7)標的物出賣後，依約將收益分配給有限合夥人。

#### 2.有限合夥人

- (1)以出資方式參與不動產有限合夥事業。
- (2)依約按投資單位之多寡，接受有限合夥事業之損益分配。
- (3)對有限合夥事業，享有檢查業務、查帳的權力。
- (4)表決變更有限合夥契約內容。

### (四)資金的募集與運用

#### 1.資金的募集

不動產有限合夥為集資投資的運作模式，此於經理合夥人確定投資標的物之後，即製作投資說明書以供投資人參考，投資人如認為合適，即以出資方式認購投資單位參與有限合夥事業，與經理合夥人簽訂有限合夥契約，以下茲就投資說明書及有限合夥契約之主要內容說明如下：

##### (1)投資說明書

不動產有限合夥之投資說明書，至少應包含下列各項：

##### a.經理合夥人

介紹經理合夥人之背景、經驗與教育程度事項，使投資人確認其是否有能力擔任該職務。

b.標的物之說明

標的物之區位、面積、可行性，及鄰近自然、人文環境之分析等。

c.標的物之開發計劃

若投資標的物涉及開發時，須載明規劃構想、預計開發期間，及開發方式等。

d.發行的條件

即募集資金的總額、每單位的金額、最小投資單位、發行日期、預定的經營期限等。

e.收費的方式

載明有限合夥事業的各項費用，如管理費、人事費、顧問費、銷售費用，並說明收費的標準與收費方式。

f.預計報酬率

由市場的景氣情況、貸款利率、貸款額度、稅負等等因素的考量，預估可能的投資報酬率。

g.損益的分配方式

說明有限合夥事業之損益分配原則，及收益分配的日期等。

h.財務桿槓的應用

是否借由舉債經營，其貸款額度、利率大小等須予以說明。

i.投資風險的說明

載明經營期間可能面臨的風險，使投資人瞭解其是否有承擔的能力。

j.投資人之其他權益

如表決權、查閱業務、帳冊，及持分單位移轉交易等事項。

(2)不動產有限合夥契約

a.有限合夥事業的目的名稱。

b.經理合夥人及有限合夥人的出資方式與出資比例。

c.經理合夥人的責任。

d.有限合夥人的責任。

e.經理合夥人及有限合夥人的權限與決議權。

f.合夥經營事業的會計決算時期。

g.經理合夥人及有限合夥人的合夥損失、利益及其分配方法與分配成數。

## 2.運用方式

不動產有限合夥事業乃以不動產為投資標的，而由經理合夥人負責事業之經營，然其資金之投資運用，必須符合有限合夥契約之規範，且其營業之項目必須符合事業申請登記之事項，經理合夥人如變更有限合夥契約的營業方針時，或逾越原定營業的範圍時，係屬變更有限合夥契約之範疇，必須先經有限合夥人之同意（註五〇）。

## 3.損益的分配

不動產有限合夥事業的損益分配，主要乃依契約之規定，其損益之計算時期與分配原則分別說明如下：（註五一）

### (1)損益的計算時期

依民法第707條第1項規定：「經理營業人，除契約另有訂定外，應於每屆事務年度終計算營業之損益，其應歸隱名合夥人之利益，應即付之」，因此該事業之損益計算時期有二：

- a.依有限合夥契約規定。
- b.於每屆事務年度終。

### (2)損益的分配原則

#### a.利益的分配

計算損益的結果，如確定有利益，其應歸屬於有限合夥人之利益者，經理合夥人應即支付，如應歸有限合夥人之利益而未支取者，有限合夥人仍得隨時支取，不得認為係有限合夥人出資之增加，但如另有約定者，則依其約定。

#### b.損失的分配

計算損益，如確定有損失，其應由有限合夥人分擔之損失，應就其出資額減去分

---

註五〇：同註四八 P325。

註五一：同註四八 P308。

註五二：同註四八 P300。

配的損失額，使其出資額減少分配，有限合夥人不負增資的義務。

### (五)法令的探討與政府的配合措施

#### 1.法令的探討

由於國情、法令規範的不同，國內不動產有限合夥事業之建立，於法制上除了上述證券的認定問題外，尚有以下值得探討的課題：

(1)資金的募集：若依78年7月銀行法之修正，所增定的第29條之1：「以借款、收受投資，使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金額不相當之紅利、利息、股息、股票存款，謂向不特定多數人收受存款或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行爲」，此當違反第29條之1規定者，依該法第125條之規定處一年以上七年以下有期徒刑，得併課新臺幣三百萬元以下。

然因不動產有限合夥為集資投資的運作模式，故銀行法之修正致使該事業於資金募集上產生極大的限制，而有窒礙難行之虞。

(2)產權的登記：在美國有限合夥為法人，因此標的物之產權登記於合夥事業名下，當我國民法中之隱名合夥人不具法人資格，因此產權登記於經理合夥人名下，當經理合夥人發生債務糾紛時，則必將波及有限合夥事業之經營，因此投資人需承擔較高的投資風險。

(3)經理合夥人的資格：依我國公司法第13條第1項前段之規定，公司不得為他公司無限責任股東或合夥事業之合夥人，因此公司不得為不動產有限合夥事業之經理合夥人，而此規範有異於美國不動產有限合夥事業中，公司可為經理合夥人之規定。

(4)重複的課稅：美國不動產有限合夥事業免徵營業所得稅，只課個人所得稅，而在國內除課個人所得稅外，仍須徵營利事業所得稅。

#### 2.政府的配合措施。

就國內不動產有限合夥事業的建立而言，則有賴政府採取下列措施予以配合：

(1)有關資金募集的配合

依銀行法第29條規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款，受託經理信託資金…」，所謂「法律另有規定」，是否應包括民法隱名合夥規定，目前司法實務上尚無確切的見解（註五二）。因此為使不動產有限合夥事業能有效的運作，在募集上應予以較寬的限制。

## (2)有關稅制的配合

若有限合夥事業之收益，悉數分配給投資人，而無累積之情事，有限合夥則為稅之管道，本身應免於課徵營利事業所得稅，以免重複課稅。

## 三、小 結

本部份的主要目的在於針對不動產投資信託事業與不動有限合夥事業，就其運作架構與流程、參與者之主要任務、資金的募集與運用，及法令的探討與政府的配合措施等，配合國內環境背景建立其經營體系，茲歸納本部份研究所得的重要結論，敘述如下：

- (一)就不動產投資信託事業而言，其經營體系之建立主要乃參考美國不動產投資信託制度、國內證券投資信託事業之運作方式，及配合建築經理公司之機能而擬定，為採契約型的方式，由不動產投資信託公司，負責發行受益憑證募集資金與經營運作決策等，信託銀行負責基金的保管，建築經理公司則負責執行不動產投資信託公司有關不動產投資經營的決策。
- (二)就不動產有限合夥事業而言，其經營體系的建立，主要乃參考美國私下型不動產有限合夥（Private L.P.）之運作模式及配合國內民法債篇隱名合夥之有關規定而成，該事業之成立須申請商業登記，而由經理合夥人負責有限合夥事業的經營管理，且對該事業負有無限的責任，而有限合夥人則以出資方式參與不動產有限合夥事業，對該事業有檢查事務、查帳等權力，且所承擔之風險以出資額為限。
- (三)由於受限國內的法令規範，不動產有限合夥事業於產權的登記上須登記於經理合夥人名下，相對提高投資人的風險負擔，且其投資權益的流通性有限，投資契約是否為證券？都有待政府的認定與規範，因此未來國內不動產證券化發展，應朝不動產投資信

---

註五二：同註四八 P324。

託事業的經營型態。(未完下期刊登)