國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

我國不動產證券化條例之實務運作問題與修法建議－以不動產投資信託基金為中心

Practical Issues and Logislative Reforms of the Real Estate Securitization Act ：Focusing on the Study of Real Estate Investment Trusts

國立政治大學 National Chengchi University

指 導 教 授 ： 林國全 博士

研 究 生 ： 黃千守 撰

中 華 民 國 １０８ 年 ７ 月

DOI:10.6814/NCCU201900929

謝辭

有幸就讀國立政治大學法學院碩士在職專班，並可以撰寫以我國不動產證券化及不動產投資信託基金為主題的法律論文，是我人生中追求及實現夢想的重要歷程，衷心感謝老天爺賜予我這樣的機會，我的心中充滿無盡的感謝。

感謝林國全教授允諾擔任我的碩士論文指導教授，我非常崇拜林國全教授，每次上課及問題討論，總是我得到無數啟發與收穫。也非常感謝林國全教授、胡韶雯副教授及臧正運助理教授等 3 位口試委員，在口試過程中給予我的諸多改善建議及修正意見。

另外，我要感謝台新金控郭瑞嵩教授、遠在美國的高弘大哥、國泰世華銀行的長官及同仁，及以前台新銀行的同事，在我 4 年求學的過程中給予我的支持與鼓勵。如果沒有您們的體諒及包容，我無法在工作及求學中取得適切的平衡。

在國立政治大學法學院碩士在職專班求學的 4 年中，我要特別感謝我的媽媽、大姐及兩位弟弟的支持及協助。如果沒有您們的幫忙及理解，我不可能擁有追求及實現夢想的自由及勇氣。謝謝您們，我愛您們。

最後，我要感謝你，你就是我生命中不期而遇的美好風景。因為遇見你，讓我在每一個失眠的黑夜，選擇以專心撰寫論文的方式，冷靜務實的面對自己的人生。因為遇見你，讓我重新省思生命的真諦，我決定以你為榜樣，努力讓自己成為一個更好、更良善的人。希望有一天當你看到這份謝辭的時候，能夠知道並理解我的承諾，時間會證明一切。你對我來說，真得很重要。

黃千守　謹誌於

國立政治大學法學院

碩士在職專班

中華民國 108 年 8 月 10 日

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

中文摘要

自 2003 年 7 月 23 日不動產證券化條例實施迄今已近 15 年，我國的不動產證券化市場仍有長足努力及發展的空間，本文針對不動產投資信託基金於實務面運作的困境與問題，及法律規範面的落差與限制，提出建議。期許就我國不動產投資信託基金之受託機構與不動產管理機構之權責分工及決策流程、不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放、不動產投資信託基金投資海外不動產的開放及不動產投資信託基金之稅制等 4 個面向，探討我國不動產證券化條例之修法方向及監理建議，以協助我國不動產證券化市場之發展。

本文認為不動產證券化條例修法之優先目標，首應針對不動產證券化條例直接進行修法，或由金管會依職權發布行政命令，直接規定並要求擔任不動產投資信託基金之不動產管理機構必須為公開發行公司，以明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程。且本文認為不動產證券化條例修法之長期目標，則應以簡化不動產投資信託基金投資海外不動產之調查工作及作業程，及降低國內法人獲配收益之租稅負擔為重心。

本文期許透過健全不動產證券化條例之法律規定，塑造更有利於我國不動產證券化市場發展的發行市場及監理環境。也期待透過本文，為健全不動產證券化市場盡一分心力，讓不動產證券化條例可以發揮保護廣大投資人並促進發展不動產經濟之最終目的。

關鍵字：證券化、不動產證券化、不動產證券化條例、不動產投資信託基金、不動產資產信託、受益證券、受託機構、不動產管理機構、開發型之不動產或不動產相關權利

DOI:10.6814/NCCU201900929

Abstract

Since the implementation of Clauses of the Real Estate Securitization Act on July 23, 2003, nearly 15 years have passed, the real estate securitization market in Taiwan still has a lot of room for hard work and development. This paper addresses the difficulties and problems in the operation of real estate investment trusts in practice, and the gap and limitation of law. It is expected that the division of authority and decision-making process of the trustees and real estate management institutions of Taiwan's real estate investment trusts, the opening of real estate or related rights of real estate under development and overseas, and the taxation of real estate investment trusts. In order to assist the development of the real estate securitization market in Taiwan, we will discuss the revision direction and supervision suggestions of Taiwan's real estate securitization regulations.

This paper believes that Clauses of the Real Estate Securitization Act should be directly amended according to the act, or Financial Supervisory Commission shall issue an administrative order directly specifying and requiring the real estate management institution to act as a real estate investment trust fund to be a public offering company. To clearly define the division of authority and decision-making process of the trustee and the real estate management agency. Moreover, this paper believes that the long-term goal of the amendments to the Real Estate Securitization Ordinance should focus on simplifying the investigation and operation of real estate investment trust funds to invest in overseas real estate and reducing the tax burden of domestic corporate income.

This paper hopes to create a distribution market and supervision environment that is more conducive to the development of Taiwan's real estate securitization market through Clauses of the Real Estate Securitization Act. It is also expected that through this article, we will improve the real estate securitization market, so that Clauses of the Real Estate Securitization Act can be the ultimate goal of protecting the majority of investors and promoting the development of the real estate economy.

Keyword：Securitization, the securitization of real estate, Clauses of the Real Estate Securitization Act, Real Estate Investment Trusts (REITs), Real Estate Asset Trust (REAT), Beneficiary securities, Trustee, Real estate management institution, Real estate or related rights of real estate under development

DOI:10.6814/NCCU201900929

目　　錄　　頁次

第一章　緒論　1

第一節　研究動機與目的　1

第一項　研究動機　1

第二項　研究目的　2

第二節　研究範圍及方法　4

第一項　研究範圍　4

第二項　研究方法　5

第二章　各國對不動產投資信託基金之監理　9

第一節　受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程　9

第一項　美國　9

第二項　新加坡　40

第三項　香港　14

第二節　不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放　18

第一項　美國　18

第二項　新加坡　20

第三項　香港　21

第三節　不動產投資信託基金投資海外不動產的開放　24

第一項　美國　24

第二項　新加坡　25

第三項　香港　26

第四節　不動產投資信託基金之稅制　28

第一項　美國　28

第二項　新加坡　31

第三項　香港　34

第三章　我國不動產投資信託基金之發行現況　37

第一節　受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程　42

第一項　受託機構　42

DOI:10.6814/NCCU201900929

第二項　不動產管理機構　45
第二節　不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放　47
第一項　投資時程之限制　47
第二項　投資標的之限制　48
第三項　投資標的所占比重之限制　49
第三節　不動產投資信託基金投資海外不動產的開放　50
第一項　法令規範　50
第二項　風險評估　51
第四節　不動產投資信託基金之稅制　54
第一項　與受益人有關之稅負規定　54
第二項　與受託機構有關之稅負規定　55
第三項　受益人獲配基金收益之稅負課徵彙整　55
第四章　我國不動產投資信託基金之現況問題與監理建議　57
第一節　不動產投資信託基金面臨的困境與問題　57
第一項　錯誤的監理架構及規範核心　57
第二項　缺乏配套與期待鬆綁的開發型投資　79
第三項　窒礙難行的海外不動產投資及風險　87
第四項　受益人沈重的租稅負擔　88
第二節　對不動產投資信託基金之監理建議　88
第一項　明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程　88
第二項　放寬私募不動產投資信託基金投資開發型不動產之限制　92
第三項　簡化不動產投資信託基金投資海外不動產之調查工作及作業程序　93
第四項　降低國內法人獲配收益之租稅負擔　94
第五章　結論與建議　95
第一節　結論　95
第二節　建議　95
參考文獻　99

DOI:10.6814/NCCU201900929

表　目　錄　　頁次

表 1：國內已發行之 10 檔不動產投資信託基金之發行現況　40
表 2：受益人獲配基金收益之課稅方式　56
表 3：我國不動產投資信託基金閒置資金之運用情形及占發行受益證券之比重　62
表 4：我國 7 檔不動產投資信託基金之閒置資金運用情形　63
表 5：我國 7 檔不動產投資信託基金因信託財產評價產生之未實現重估利益情形　66
表 6：基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔之信託財產因清算程序之處分情形　67
表 7：終止信託契約並進行清算前、後年度之期末每單位基金資產淨值　68
表 8：我國受託機構及不動產管理機構之報酬計算方式　69
表 9：7 檔不動產投資信託基金可投資國外不動產及不動產投資信託基金之限額　86
表 10：營利事業投資不動產投資信託基金或股票之稅負差異比較　88

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

圖　目　錄　　頁次

圖 1：美國 UPREITs 架構之關係圖　25

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

第一章　緒論

本章緒論主要包括研究動機與目的、研究範圍及方法等兩個章節，本文將針對不動產證券化條例施行數年後，於現行運作中衍生之實務問題，參酌美國、新加坡及香港等地之作法，對我國不動產投資信託基金（Real Estate Investment Trusts，REITs）於不動產證券化條例之法律規範與實務執行上的落差，期許透過本文能夠提供主管機關更多的修法方向及監理建議，也期待我國的不動產投資信託基金的交易市場能夠更加活絡，發行市場能夠蓬勃發展。

第一節　研究動機與目的

第一項 研究動機

一般而言，所謂不動產證券化（Real Estate Securitization）係指「以不動產本身之價值及其衍生之利益為基礎發行證券，自資本市場募集資金以投資經營不動產，結合不動產市場與資本市場的過程」。[1]

不動產證券化之基本架構係將投資人與其所投資之不動產間之法律關係，由投資人直接持有不動產所有權之物權關係，透過發行市場上其他專業機構的參與，將發行機構（委託人或創始機構）所持有的龐大不動產，移轉至受託機構名下，並將不動產或不動產相關權利的投資、處分及管理等功能，委由專業的不動產管理機構進行管理。

在不動產證券化的過程中，受託機構發行不動產投資信託基金之受益證券向社會一般投資大眾募集資金，待資金募集完畢後，再由受託機構向創始機構交付不動產買賣價金並取得不動產或不動產相關權利之所有權。而創始機構則真實除列帳上持有之不動產部位，並透過不動產的出售行為取得大筆不動產變現價

[1] 臺灣證券交易所，活絡我國不動產證券化市場之研究，2003 年 10 月，第 1 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

金。

此項將不動產由原先僵固性之資產型態轉化為流動性之有價證券型態，同時運用來自於社會大眾因投資不動產投資基金受益證券所募集之資金，透過不動產管理機益的專業管理，發揮不動產之使用價值，並進而為不動產投資信託基金受益證券之投資人創造穩定之租金收益率與現金收益分配。

換言之，不動產證券化係將一個或數個龐大而不具流動性之不動產，透過細分為較小單位並發行有價證券予投資人之方式，達到促進不動產市場及資本市場相互發展之目標。不動產證券化對投資人之好處，主要是可透過不動產證券化方式，以小額資金參與過去無力參加大面積且金額龐大之不動產投資，同時擁有變現性與流通性，並由受託機構及不動產管理機構運用專業能力為投資人選擇適當不動產標的，加以管理、運用或處分，以增加收益。其對不動產所有者之好處，在於透過募集社會大眾資金之方式，以解決不動產開發所需龐大資金之問題，或藉以先行回收資金，將資金作更有效率之運用。[2]

誠如前段所述，不動產證券化對投資人之好處，在於投資人可透過不動產證券化方式，以小額資金參與過去無力參加大面積且金額龐大之不動產投資，同時擁有變現性與流通性。既然如此，本文認為投資人在不動產證券化市場的投資應該得到更加完善的保護，而這也是本文對於不動產投資信託基金於不動產證券化條例提出修法及監理建議之主要研究動機。

第二項 研究目的

我國不動產證券化發行市場最活絡的年代是在 2004 至 2007 年度，國內第一檔不動產投資信託基金為 2005 年 3 月發行之「富邦一號」。就我國之不動產證券化市場而言，2005 年至 2007 年可謂不動產投資信託基金發行之顛峰期，在短短

[2] 不動產證券化條例立法草案總說明。

DOI:10.6814/NCCU201900929

的 4 年期間的全盛時期，國內的不動產投資信託基金對外公開募集的檔數達到 8 檔之多。其中主要之受託機構包括：土地銀行、兆豐銀行及台新銀行等 3 家，而各檔不動產投資信託基金之不動產管理機構則分別有：富邦建經、國泰建經、新昕國際、誠品、宜陸開發及台嘉國際等 8 家。[3]

之後，國內的不動產證券化市場自 2007 年起歷經超過 10 年的冰凍期，甚至已經申請掛牌上市（櫃）的基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔不動產投資信託基金紛紛透過受益人會議，決議終止信託契約並進行清算，以向主管機關申請下市（櫃）。此段期間國內的不動產證券化市場幾無任何令人驚豔的好消息，一般投資人僅能感嘆國內的不動產行情逐漸升溫，但利於一般投資小眾參與的不動產投資信託基金受益證券之發行市場卻完全沒有新的募集案件。直到 2018 年 6 月 21 日由王道銀行發行圓滿一號及 2018 年 12 月 5 日由京城銀行發行樂富一號[4]，我國的不動產證券化市場似乎才又乍現一線生機與曙光。

國內不動產證券化之發行市場如此冷清，追根究底雖因我國近年來不動產市場行情顯有低迷萎縮之市況，然而主要仍歸根於我國不動產證券化條例之規範與目前我國不動產投資信託基金之實務運作及主管機關監理，實際上仍有極大的落差所致。

本文擬就我國不動產投資信託基金之受託機構與不動產管理機構之權責分工及決策流程、不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放、不動產投資信託基金投資海外不動產及不動產投資信託基金之稅制等面向，探討我國不動產證券化條例之修法方向及監理建議。期許透過健全不動產證券化條例之法律規定，塑造更有利於我國不動產證券化市場發展的發行市場及監理環境。也期待透過本文，為健全不動產證券化市場盡一分心力，讓不動產證券化條例可以發揮保護廣

[3] 黃千守，實施 IFRS 我國不動產投資信託基金會計處理之研究，國立臺北大學會計學系碩士論文，2014 年 6 月，第 3 頁。

[4] 公開資訊觀測站（http://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 24 日）

DOI:10.6814/NCCU201900929

大投資人並促進發展不動產經濟之最終目的。

第二節　研究範圍及方法

第一項 研究範圍

本文之範圍主要以下列 4 個構面，進行探討及分析：

一、 受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

主要參酌美國、新加坡及香港等國之不動產投資信託基金於進行不動產投資決策流程之運作，對照我國現行不動產投資信託基金之受託機構及不動產管理機構於進行不動產投資決策之差異，進行比較及分析，並提出相關修法及監理建議。

二、 不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放

我國雖然已經於不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 1 款及第 2 款及本條例第 17 條第 5 項之條文中明文規範，依本條例募集之不動產投資信託基金得投資於開發型不動產或不動產相關權利，但因實務運作上仍有諸多問題，因此截至目前我國尚未有任何一檔不動產投資信託基金將募集之資金用於投資開發型不動產或不動產相關權利。

而美國、新加坡及香港等國之不動產投資信託基金於募集及投資開發型之不動產投資案件，早已累積多年之豐富經驗。故擬以美國、新加坡及香港等國之不動產投資信託基金參與投資不動產開發型案件做為借鏡，對照我國現行不動產證券化條例第 17 條之規定與差異進行分析，以提出相關修法及監理建議。

三、 不動產投資信託基金投資海外不動產的開放

DOI:10.6814/NCCU201900929

我國不動產證券化條例並未明文規定不動產投資信託基金可否投資海外不動產，但因金管會已於 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令開放我國不動產投資信託基金投資海外不動產，但其中仍然有許多執行上的困難點及問題，故本文擬就問題進行探討及分析，並提出相關建議。

四、 不動產投資信託基金之稅制

我國不動產市場普遍存在房價上漲但租金收入始終漲不動的怪異現象，再加上近年部分縣市政府調高地價稅及房屋稅的課稅基礎或稅率，造成持有不動產的成本節節上升，導致國內不動產投資信託基金之投資報酬率普遍不甚理想，這也是國內已有 3 檔不動產投資信託基金選擇下市（櫃）及辦理清算的主要原因之一。

再者，我國自 2016 年 1 月 1 日實施房地合一新制以後，持有土地出售不但需要課徵土地增值稅，而且出售土地之交易所得已經由舊制時代的免稅所得變為房地合一新制後的應稅所得，因此總機構在我國境內之營利事業於出售土地時，須課徵 20%之所得稅。

不適當的稅制，造成不動產投資信託基金持有不動產及處分不動產的稅負過於沈重。故，本文擬就不動產投資信託基金之相關稅制進行探討，期能對不動產投資信託基金適用稅制之調整及改善有所幫助。

第二項 研究方法

依我國不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 3 款之規定，所謂不動產相關有價證券，係指受託機構或特殊目的公司依該條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券，其資產池（asset pool）含不動產、不動產相關權利或不動產擔保貸款債權者。

雖然我國在不動產證券化條例中已明文規定不動產相關有價證券包括由受

DOI:10.6814/NCCU201900929

託機構或特殊目的公司所發行或交付之受益證券或資產基礎證券，但就該條例中各項條文之規範多已明確載明我國目前只有受託機構得受託管理及處分信託財產，並募集或私募我國現行不動產投資信託基金及不動產資產信託（Real Estate Asset Trust，REAT）之受益證券。是以我國之不動產投資託基金或不動產資產信託之證券化，均係建立於信託架構下之機制。也因此，我國截至目前仍未允許透過特殊目的公司發行資產池包括不動產、不動產相關權利或不動產擔保貸款債權之受益證券。

依不動產證券化條例第 4 條第 2 項之規定，目前我國可以擔任受託機構者，以信託業法所稱之信託業為限，且須設立滿 3 年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。故，本文亦將以建構於信託機制上之不動產及不動產相關權利的證券化作為探討之主軸，合先敘明。

再者，依不動產證券化條例第二章不動產投資信託、第一節不動產投資信託基金之募集及私募、第 16 條之規定，我國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。惟，截至目前我國現於上市集中交易市場掛牌的 7 檔不動產投資信託基金均係為封閉型基金，而未有募集附買回時間、數量或其他限制開放型基金之情形。而不動產證券化條例第三章不動產資產信託第 36 條之規定中，雖然針對不動產資產信託有諸多直接準用不動產投資信託基金之規定，但對於該條例之第 16 條卻未準用，亦即我國不動產資產信託並不需要以封閉型基金為限，而為開放型基金。

不動產資產信託乃是不動產所有權人（委託人）移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，由受託機構或承銷商公開募集或向特定人私募資金，並向投資人（受益人）交付受益證券。承銷商向投資人所募集的資金，再轉交給不動產所有人。不動產資產信託的受益證券，是將大樓切割成一張張「債券」，以債權的方式，由證券化的發行機構支付本金與利息給投資人，到期後把本金償還給投資

DOI:10.6814/NCCU201900929

人，是屬於長期固定收益的投資工具。在利率走揚時發行，對於不動產業者最有利，但是如果房地產景氣為跌勢，不動產業者較為不利。[5]

不動產證券化商品主要分為兩類，包括：「不動產資產信託」（REAT）及「不動產投資信託」(REITs)。其差別在於不動產資產信託像債券，有固定收益，但門檻較高，資金至少需數百萬，為大戶法人所投資；不動產投資信託（REITs）像基金，除有固定配息外，也可享有資產價值波動的資本利得，只要是一般俱備小額資金的投資人，均可進場投資。

不動產投資信託之本質係為「權益」，受益證券之持有人係為「受益人」以享有「受益權」的方式，對不動產投資信託基金有收益分配請求權。而不動產資產信託之本質係為「債券」，受益證券之持有人係為「債權人」並以「債權」的方式，經由證券化的發行機構支付本金與利息收入給受益證券之持有人，待到期後再將本金予以償還，係屬於長期固定收益的金融投資工具。因不動產資產信託於本質上與不動產投資信託有明顯的不同，故不動產資產信託並不在本文之探討範圍內，合先敍明。

綜觀世界各國不動產證券化之發展歷程，美國的不動產證券化的起源最早，也是目前不動產證券化最為活絡之發行及交易市場。而我國不動產證券化條例於 2003 年 7 月 23 日於立法之初，由於新加坡及香港之不動產投資特性與我國民情類似，因此我國主要係參考新加坡及香港於不動產證券化之立法及監理情形。因此，本文將以美國、新加坡及香港等三地於不動產證券化之相關法令規範為主要參考依據，進行探討、比較及分析。

本文擬以我國不動產證券化條例之修法方向及主管機關現行之監理制度，參酌美國、新加坡及香港之法令規範，並搭配於我國集中交易市場上市之 7 檔不動

[5] Money DJ 理財網 財經知識庫，https://www.moneydj.com/KMDJ/wiki/wikiViewer.aspx?keyid=abfee9ed-0eff-4b37-92ef-cedacbc58b87，最後瀏覽日期：2019 年 4 月 6 日。

DOI:10.6814/NCCU201900929

產投資信託基金之運作及監理現況，作為本文進行探討與分析之主軸。並擬就我國不動產投資信託基金之受託機構與不動產管理機構之權責分工及決策流程、不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放、不動產投資信託基金投資海外不動產的開放及不動產投資信託基金之稅制等面向，探討我國不動產投資信託基金於不動產證券化條例中未來之修法方向及對主管機關之監理提出實務運作上所遇瓶頸與困境之相關建議。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

第二章　各國對不動產投資信託基金之監理

第一節　受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

第一項 美國

美國不動產投資信託基金得以公司、信託或協會為架構之法人組織型態建立。目前在美國紐約證券交易所上市的不動產投資信託基金絕大多數係為公司型。這類公司型的不動產投資信託基金基於經營效率之考量大多採內部管理，亦即美國的不動產投資信託基金之發起人多為自然人，並由自然人出資設立公司，而後再由這些公司向美國證券交易所申請上市。

美國聯邦政府並未有訂定全國統一之公司法，再加上美國各州之州政府對於該州之公司法及信託法對於不動產投資信託基金之規範亦不盡相同，因此不動產投資信託基金的設立，通常均會依據該州是否對於不動產投資信託基金提供較為優越待遇之州法，而選擇於該州設立公司，以取得更多行政或租稅方面之優惠。例如：美國德拉瓦州及馬里蘭州之公司法即提供發起人較簡便之設立程及其他優惠。[6]

誠如前述，美國的不動產投資信託基金絕大多數係為公司型，且大多採內部管理機制。亦即在不動產投資信託基金之公司內部即有管理團隊直接對於擬進行之投資標的進行各項評估作業，除了結合不動產顧問、不動產仲介商及投資銀行等外部機構，尋找及評估各項可能的投資機會，也包括評估承租人之信用、了解不動產所在地之當地市場行情及發展潛力。所有不動產的投資及處分係透過公司內部各層級之核准程序，並以公司之董事會為最終核決單位。

[6] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 21 頁至 22 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

由此可知，美國採公司制之不動產投資信託基金並沒有受託機構及不動產管理機構之區分，而美國公司制不動產投資信託基金之投資決策流程反而比較類似我國一般上市（櫃）公司之運作機制，原則上由具備專業能力之管理階層進行投資決策，並由董事會或受託人及內部相關組織（例如：審計委員會）監督管理階層之決策，而不動產投資信託基金之受益人，原則上並沒有參與投資決策之權限。綜上可知，目前美國不動產投資信託基金之運作架構均是透過公司的內部管理機制為主，且對董事之資格有一定條件之限制。

相較於美國不動產投資信託基金之架構及運作模式，我國的不動產投資信託基金本身並不具獨立法人格，而係由受託機構進行不動產投資信託基金之發起與募集，且目前實務上均係委託外部之不動產管理機構進行不動產及不動產相關權利之管理及投資決策建議。因此，就美國目前不動產投資信託基金之以公司制內部管理為主之實務運作型態，與我國現行受託機構及不動產管理機構之運作架構並不相同，亦無受託機構與不動產管理機構間之權責劃分及決策流程之運作情形可供參考。

第二項 新加坡

新加坡不動產投資信託基金之主管機關為金融管理局（Monetary Authority of Singapore，MAS），並以新加坡發布之不動產基金設立準則（Guidelines of Property Trust）作為管理不動產投資信託基金之運作及募集的主要法律規範。

在新加坡交易所上市並以投資不動產為主者，除不動產投資信託基金之外，尚有商業信託（Business Trusts）此一模式。雖然也有部分不動產證券化之研究人員將商業信託歸類為不動產投資信託基金之一，但近期不動產證券化之研究認為商業信託與不動產投資信託基金之適用法規及架構截然不同，商業信託亦不若不動產投資信託基金享有新加坡稅務局規定之股利分配免稅優惠，且依新加坡證券交易所之分類，新加坡之不動產投資信託基金亦不包括以商業信託成立之不動

DOI:10.6814/NCCU201900929

產信託（Property Trusts），故本文不擬探究新加坡之不動產商業信託模式。

新加坡之不動產投資信託基金通常為集合投資計畫（Collective Investment Schemes）架構，可以透過「單位信託」（Unit Trust）或公司組成。目前在新加坡之不動產投資信託基金可以自行選擇上市或不上市，但是以現行新加坡稅務局之規定，只有在新加坡上市之不動產投資信託基金才可享有相關租稅優惠。因此截至目前為止，所有在新加坡發行之不動產投資信託基金均選擇在新加坡證券交易所上市，且均是以單位信託方式組成，並受證券暨期貨準則（Securities and Futures（Offers of investments）（Collective investment schemes）Regulations 2005）、集合投資計畫準則（Code on Collective Investment Schemes）、資本市場服務執照持有人之不動產投資信託管理機構準則（Guideline to all holders of a capital markets services license for real estate investment trust management）及新加坡證券交易所上市準則等法規之規範。

在新加坡由集合投資計畫所架構的不動產投資信託基金，與我國之證券投資信託基金架構頗為相似，基本上均須由主管機關所認許之不動產管理機構（或管理機構）申請募集，並由獨立於受託機構之外的不動產管理機構（或管理機構）管理不動產投資信託基金或證券投資信託基金之信託財產。茲就新加坡不動產投資信託基金其受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程，說明如下：

一、 受託機構之權限

（一）營運義務

依集合投資計畫準則第 2 條之規定，受託機構應獨立於管理機構，且應公正為集合投資計畫進行所有交易。其相關之營運中義務包括如下：

1. 向 MAS 報告違法行為。

DOI:10.6814/NCCU201900929

2. 於受益人請求提供帳戶或報告之紙本時，於 2 週內提供之。

3. 計畫終止或到期後 2 週內，向 MAS 提交書面通知，說明相關資產及收益如何處分及分配等情形。

4. 保存報告的副本於其註冊辦公室 6 年，並提供任何受益人查閱。[7]

（二） 注意義務

依集合投資計畫準則之附錄 6 第 3.2 條之規定，受託機構必須盡相當之注意，以確保如下：

1. 基金擁有之資產係合法且具可出售之產權。

2. 代表基金簽訂之重大契約係合法有效並得依相關條款進行強制執行。

3. 管理機構對基金資產安排適當的保險。[8]

二、 不動產管理機構之權限

（一）集合投資計畫準則第 3.1 條

1. 保存管理機構對受託機構所為關於表決權如何行使之指示記錄。

2. 關係人交易，例如：管理機構不得將基金之資金投資於自己或其關係企業發行之證券、不得將集合投資計畫之資金貸予關係企業，不得購買由管理機構或其關係企業所擁有之不動產等規定。

[7] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 83 頁。
[8] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 83 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

3. 進行許可投資交易時，應符合基金的目標及方向。

4. 管理機構於進行交易時，應考慮所有的情況為最佳執行。

5. 安排實質投資人確實收取帳目、報告及相關聲明。

6. 於符合相關條件下操作衍生性金融商品。

7. 應自行評估信用評等，而非單純採用外部信用評等機構所為之評等。儘管兩者都必須採用全球認可之標準，惟若兩者評估結果有差異時，管理機構應採用較低之評等。

8. 不得透過集合投資計畫以操作自己的投資，並使之對於許可投資之管理造成重大影響。

（二）集合投資計畫準則第 3.2 條

1. 依相關程序支付受益人申請贖回的資金。

2. 有利益衝突之虞時，應與受託機構討論表決權之行使。

3. 就基金之重大變更，通知主管機關及受益人。

4. 如管理機構無法決定某一事件是否為重大變更之情形時，應於事件發生前 1 個月期間內，通知 MAS 及受益人該變動之內容。

5. 除符合一定條件外，針對信託契約之修改，管理機構應取得受益人修改信託契約之特別決議。

6. 管理機構不得取得基金因執行國內、外交易而取得之退佣或其他優先回饋；管理機構原則上不得取得證券互惠行為之對價，但若是用以協助管理機構提供計畫之投資顧問或相關服

DOI:10.6814/NCCU201900929

務、相關交易之執行是以市場最佳之條件成交、且經理人非為取得而進行不必要之交易等情況者，不在此限。

7. 不得收受任何物品或服務（例如：招待旅遊、住宿或娛樂）等。[9]

綜上所述，新加坡不動投資信託基金的不動產管理機構係由 MAS 進行監管，並由 MAS 依相關規定向不動產管理機構核發執照。由於新加坡目前訂定甚多法規及準則，因此新加坡對於不動產管理機構的監管頗為嚴格。目前實務上，若不動產管理機構欲為其所管理之不動產投資信託基金發布各項公告及訊息時，不動產管機構亦須依循 MAS 所發布之各項規定進行。

第三項 香港

香港的不動產投資信託基金係指由香港證券及期貨事務監察委員會（Securities and Futures Commission，以下簡稱：香港證監會），依香港證券及期貨條例第 104 條之規定所認可的集體投資計畫（Collective Investment Schemes）[10]。香港證監會並未發布統一或標準之集體投資計畫準則，而係依各種不同類別的集體投資計畫發布各種不同的守則。因此個別基金的管理機構及受託機構均須獲得香港證監會之認可，並遵循「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」及「基金經理操守準則」之規定。

由香港證監會所頒布的「房地產投資信託基金守則」是不動產投資信託基金最主要的監理規範，依據「房地產投資信託基金守則」第 3.1 條之規定，香港的不動產投資信託基金係以信託方式組成，並且主要用於投資不動產項目的集體投

[9] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 86 頁至 87 頁。

[10] 香港的集體投資計畫（Collective Investment Schemes）包括：單位信託及共同基金（Unit Trusts & Mutual Funds）、不動產投資信託基金（Real Estate Investment Tursts）、與投資有關的人壽保險計畫（Investment-Linked Assurance Schemes）、集資退休基金（Pooled Retirement Funds）、強積金集成信託計畫（MPF Master Trust Schemes）、強積金集資投資基金（MPF Pooled Investment Funds）、及紙黃金計畫（Paper Gold Schemes）等項。

DOI:10.6814/NCCU201900929

資計畫。

香港房地產投資信託基金屬於契約型，具有信託所有權與利益分離、信託財產獨立的特點。具體表現在：第一，房地產投資信託基金的資產必須以信託形式持有，同時與託管機構、管理公司、相關實體以及其它集體投資計畫的資產分開處理；第二，必須委任經香港證監會批准的獨立託管機構，以信託形式持有相關計畫的資產，同時監察管理公司的活動是否符合該計畫的有關組成文件及適用於該計畫的監管規定；第三，必須委任經香港證監會批准的管理公司，對信託資產進行專業管理。[11]

由此可知，香港的不動產投資信託基金必須以信託形式持有，且不動產投資信託基金所擁有的資產，在法律形式上係由受託機構持有，但卻與受託機構或不動產管理機構所持有的資產有所區分並獨立設帳，並由受託機構與不動產管理機構管理及執行不動產投資信託基金之信託財產及營運等相關事宜。且香港之不動產管理機構亦受香港證監會之管理，此點與新加坡相同。

另，香港的不動產投資信託基金相較於臺灣，其最大的不同之處在於臺灣的不動產投資信託基金只能由受託機構直接持有信託財產，但是在香港的不動產投資信託基金，除了由受託機構直接持有信託產之外，香港的「房地產投資信託基金守則」亦允許不動產投資信託基金透過特殊目的公司（Special Purpose Vehicle，以下簡稱：SPV）持有信託財產，但是對於 SPV 持有信託財產則於「房地產投資信託基金守則」第 7.5 條另外設有相關限制及規範。直接持有信託財產的不動產投資信託基金與透過 SPV 持有信託財產的不動產投資信託基金相較，其於不動產投資信託基金的架構設計上並無不同，惟一主要的差異即在於由受託機構所持有的信託財產，轉變為持有 SPV 的股權。而且依規定，SPV 除了持有信託財產之外，不得再擁有其他業務。

[11] 東方財富網，專題研究：香港基金業現狀及給我們的啟示，2015 年 7 月 6 日。（http://fund.eastmoney.com/news/1596,20150706523927673.html，最後瀏覽日：2019 年 5 月 18 日）

DOI:10.6814/NCCU201900929

就香港交易所上市的不動產投資信託基金進行瞭解，目前在香港交易所上市的不動產投資信託基金大多為透過信託架構，並以 SPV 方式持有其所投資之信託財產。探究此種架構設計之主要目的，主要在於稅務安排的稅負考量。在此架構設計下的香港不動產投資信託基金，藉由 SPV 間接持有香港不動產者，將就該不動產所產生之收益課徵利得稅，但該 SPV 則免徵物業稅。關於香港於不動產投資信託基金稅負之課徵情形，請參見本章第四節第三項之相關說明。

香港不動產投資信託基金之不動產投資、管理或處分等決策流程，主要係依循房地產投資信託基金守則及信託契約之規定進行。依房地產投資信託基金守則的規定，不動產管理機構的主要責任為投資符合該不動產投資信託基金目標的不動產標的，而受託機構的主要責任則為確實執行管理公司的投資指示。依房地產投資信託基金守則之規定，除非不動產管理機構有關的指示、銷售文件、組成文件與房地產投資信託基金守則或一般法律之規定有所衝突外，受託機構必須執行不動產管理機構的投資指示。[12]

香港不動產投資信託基金的經營係由不動產管理機構主導，受託機構僅係受託保管信託財產及執行不動產管理機構交辦之投資指示，亦不擔任覆核或批准的角色。再者，香港之法規範也允許不動產投資信託基金設計適當的獎酬制度，以鼓勵不動產管理機構投注更多心力為不動產投資信託基金之受益人創造更大的實質經營成效。

換言之，香港不動產投資信託基金的制度及運作頗為類似臺灣的證券投資信託基金。亦即，在證券投資信託基金之架構下，具備專業之基金經理人對基金投資之經營成效及結果負完全責任，故基金經理人在擬定投資決策之後，並不需要事先徵求受託機構之同意。而受託機構則僅負保管信託財產及監督基金經理人之法令遵循是否確實落實，且是否有無因基金經理人因法令遵循問題，以致有損及

[12] 香港，房地產投資信託基金守則第 4.2 (e)：「受託人必須執行管理公司的投資指示，但有關指示與銷售文件、組成文件、本守則或一般法律的規定有所衝突的除外。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

投資人權益之情事。

因此，香港證監會在監督不動產投資信託基金之運作時，主要係直接監督不動產投資信託基金之不動產管理機構，畢竟不動產投資信託基金之整體經營成果係由不動產管理機構負責，而非受託機構。也因為不動產投資信託基金之經營成果完全由不動產管理機構負責，並直接影響不動產管理機構之報酬，故不動產管理機構有充分的誘因，並致力於提升不動產投資信託基金之營運績效及收益率。這一點與我國主管機關對現行受託機構及不動產管理機構的監理制度有極大的差別，概依我國現行之不動產投資信託架構，我國之不動產管理機構雖依其專業對不動產投資信託基金所持信託財產之投資、處分及管理提出建議，但依我國現行不動產證券化條例之規定，不動產管理機構並不受我國主管機關之監理，而且也因此衍生頗多不動產投資信託基金實務運作上的問題與困境。

香港的不動產投資信託基金，舉凡一般日常營運之交易事項，抑或與不動產投資、管理及處分等攸關之重大事項，須依房地產投資信託基金守則之規定，經由受益人會議進行決議。在此之前，不動產管理機構必須依照房地產投資信託基金守則之規定，對此類重大交易事項為揭露，而採行的揭露方式分為公告或通函兩種類型。茲就房地產投資信託基金守則第 10.4 條及第 8 章之規定，舉例重大之應公告事項節錄如下：

1. 價值超逾該計畫資產總值的 15%的交易（關連人士交易除外）。[13]

2. 涉及該計畫的房地產項目的服務的交易（關連人士交易除外），而該項交易的價值超過緊接有關交易之前 12 個月內該計畫已承諾就有關服務而使用或已使用的支出的合計總值的 15%。[14]

[13] 房地產投資信託基金守則第 10.4 (e)條。
[14] 房地產投資信託基金守則第 10.4 (f)條。

DOI:10.6814/NCCU201900929

3. 建議出售由購入起計不足兩年的房地產項目。[15]

4. 其中若涉及關係人交易者，則應依房地產投資信託基金守則第 8 章與關連人士進行的交易之規定進行揭露。

在香港不動產投資信託基金架構下，該地區之法律明文規定受託機構與不動產管理機構的責任與義務。不動產之管理及投資決策係由具有不動產專業之管理機構職司，受託機構之角色主要在「執行管理機構之投資指示」及必要之「監督」，除管理機構之投資或處分決策係重大而須經受益人會議決定或顯然違背法令等情事外，受託機構對於管理機構已經其委任之估價師評估價格合理性後之決策，即不須再為二次審查，如此一來，其決策及執行顯然較符合專業分工及效率。[16]

第二節　不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放

第一項 美國

依據美國國內稅收法之規定，不動產投資信託基金應符合下列要件，才能適用國內稅收法之租稅優惠規定：

一、 收入要件

（一） 至少 75%的總收入係來自於不動產租金收入、不動產抵押貸款之利息收入，及出售或處分不動產利得等項。

（二） 至少 95%的總收入係來自於前述 75%總收入所規定之各項股利與利息收入、及出售或為其他處分股票及證券之收入。

[15] 房地產投資信託基金守則第 10.4 (g)條。

[16] 中華民國信託商業同業公會，不動產投資信託基金市場之研究—以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例，2002 年 8 月，第 92 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

二、 資產要件

在課稅年度中每一季度結束時，不動產投資信託基金至少有 75%的總資產價值，係由不動產、現金、現金項目（包括：應收帳款）及政府證券組成。

三、 分配原則

不動產投資信託基金至少 90%的年度收入，必須以發放股利的方式分配給受益人。

誠如前述，美國因 75%、95%的收入要件及 75%資產要件之規定，導致美國甚少不動產投資信託基金直接投資於不動產開發型案件。惟，若係透過不動產投資信託基金與不動產開發商合作，成立合資事業投資及開發不動產，因合資之組織多半為合夥或公司，其因此所產生的收益則為股息，故可符合 95%的收入要件規定。

在美國可以透過合夥或公司的方式與他人共同進行不動產的開發，並且經由合資找到不同專長及領域的專業成員及整合資源，對於不動產開發成功的機率往往大為提升。自 2000 年以後，美國不動產投資信託基金與其他市場參與者透過合資方式開發不動產之模式，近年來有快速成長之趨勢。[17]

美國非成文法國家，故各種投資工具之發展迅速且彈性，故不動產投資信託基金在美國不動產開發扮演極為重要的角色，提供另一種融資及投資管道。美國對於不動產投資信託基金投資於開發型不動產之基本態度係鼓勵開發完成後繼續持有，並藉經營獲利。故開發型不動產之投資金額、標的、開發行為等均無明文規定，其制度開放而有彈性。[18]

[17] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 25 頁。
[18] 胥博懷，開發型不動產證券化之研究，國立政治大學碩士論文，2010 年 1 月，第 81 至 86 頁及第 100 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第二項 新加坡

依據新加坡集合投資計畫準則附錄 6 第 7.1（b）條的規定，除非新加坡的不動產投資信託基金決定於完工後自行持有該開發中的不動產，否則依新加坡現行法令之規定，並不允許新加坡的不動產投資信託基金以單獨、與他人合資、或透過投資未於新加坡交易所上市的不動產開發公司的方式進行不動產的投資與開發。

再者，依集合投資計畫準則附錄 6 第 7.1（c）及（d）條的規定，新加坡的不動產投資信託基金不得投資於空地及抵押貸款[19]，但仍可投資於業經主管機關核准興建或其他未完全開發之不動產（uncompleted property development）的空地。所謂未完全開發之不動產，係指未經相關主管機關發放「臨時佔用許可證（temporary occupation permit）」或類似證明者。原則上，不動產開發活動及投資於未完全開發不動產之總合約價值[20]，不得超過不動產投資信託基金總資產之 10%，僅有在下列情況之下，其可以例外持有超過不動產投資信託基金總資產之 10%，但最高亦不得超過不動產投資信託基金總資產的 25%上限。

一、 最高可達不動產投資信託基金總資產 15%之額度內（additional allowance），限用於重建該不動產投資信託基金已持有至少 3 年之現有不動產，且該不動產投資信託基金必須於完成重建後繼續持有該不動產至少 3 年。

二、 不動產投資信託基金就重建特定不動產事宜取得受益人會議之具體許可，且此處所稱「具體許可」，係指於不動產投資信託基金「每次」欲利用該總資產 15%之額外部分時，都必須「每次」均取得受益人會議之許可。[21]

另外要注意的是，依新加坡之規定，即使不動產投資信託基金符合上列投資

[19] 此處之抵押貸款並不包括抵押擔保證券。
[20] 此處之總合約價值，係指依契約約定之總購買價款，而非指按工程進度支付之價款。
[21] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 93 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

開發型不動產之要件，亦應就其他投資標的限制或是收入來源限制等是否符合相關規範，進行完整的適法性審查。

針對新加坡之集合投資計畫準則將不動產投資信託基金投資於開發型不動產案件之上限，訂為不得超過不動產投資信託基金總資產之 10%，有其他的研究人員認為乃因新加坡相較於亞洲其他已開發國家，對於不動產投資信託基金投資於開發型不動產案件之態度較為保守。此種態度可能係著眼於積極保障受益人之權益，避免不動產開發案件的高風險影響不動產投資信託基金的穩定收益與低風險之特性。[22]

儘管如此，若站在促進不動產開發的角度來看，採行過多的限制勢必將大降低開發型不動產證券化案件的募集與經營效益。例如：新加坡不允許不動產投資信託基金投資於不動產之整修、翻新與改建，不僅因該等開發之風險已屬較低而無排除之必要，對於土地價值之再利用亦屬不利。故與其就投資標的、投資比例等事項為根本性之規範，倒不如透過對於新加坡不動產投資信託基金之行政管理（例如：申報生效等行政手段）為彈性化、個案化之處理，應更有助於提升資金投入不動產開發創造高經濟效益之同時，對於風險之有效控管。無論如何，現行總資產 10%之投資上限，似過於嚴格而應予放寬。[23]

國立政治大學 National Chengchi University

第三項 香港

依 2014 年 7 月香港證監會「有關修訂房地產投資信託基金守則的諮詢總結」第 I 部中：建議為投資發展中物業或從事物業發展活動引入靈活性乙節，香港證

[22] 廖士毅，不動產投資信託基金投資標的之研究—以開發型不動產為中心，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2008 年 8 月，第 149 頁。

[23] 廖士毅，不動產投資信託基金投資標的之研究—以開發型不動產為中心，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2008 年 8 月，第 149 頁；范姜建仲，臺灣不動產證券化的創新策略—一個從國外經驗與本土歷程出發的探討，國立臺灣大學建築與城鄉研究所碩士論文，2006 年 6 月，第 41 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

監會於該節第 14 點及第 15 點之回應如下：

第 14 點：正如諮詢文件所強調，證監會重視房地產投資信託基金作為主要投資於房地產項目以向投資者提供來自定期租金收入的回報投資工具的性質，並關注到物業發展投資及相關活動附帶的風險。[24]

第 15 點：因此，在制訂這項建議時，證監會採納了審慎的方針，提出一系列附帶規定及措施，以維持房地產投資信託基金明確的性質及處理相關風險。有關附帶規定及措施包括但不限於 10%資產總值上限、物業發展完成後兩年的最短持有期、投資於空置土地的限制，及規定無論在任何時候，房地產投資信託基金的資產總值至少 75%均必須被投資於產生定期租金收入的房地產項目。[25]

由於在舊法房地產投資信託基金守則第 7 章規定，投資計畫的投資標的僅限於投資房地產項目。2014 年香港證監會經徵詢一般投資大眾後，其於當年 8 月公告修訂後之房地產投資信託基金守則第 7.2 條及第 7.2A 條，則已規定得於不超過計畫資產總值之 10%範圍內，香港的不動產投資信託基金得投資於空置土地，並從事或參與不動產的投資與開發活動。

茲將香港房地產投資信託基金守則第 7 章：投資限制及股息政策之主要條文規定，節錄如下：

第 7.1 條：該計畫主要投資於房地產項目。

（1）有關的房地產項目一般必須可產生收入。無論在任何時候，該計畫的資產總值至少 75%均必須被投資於產生定期租金

[24] 2014 年 7 月，香港證監會，有關«修訂房地產投資信託基金守則»的諮詢總結第 I 部，證監會回應第 14 點，第 2 頁。

[25] 2014 年 7 月，香港證監會，有關«修訂房地產投資信託基金守則»的諮詢總結第 I 部，證監會回應第 15 點，第 2 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

收入的房地產項目。

（2）該計畫可以購入空置及沒有產生收入或正在進行大規模發展、重建 或修繕的建築物的未完成單位，但（a）這些房地產項目的累積合約價值連同（b）下文第 7.2A 條所述的物業發展費用，無論在任何時候均 不得超過該計畫的資產總值的 10%。上（a）項所指的累積合約價值，應包括根據為有關目的而訂立的合約而進行的收購事項的所有相關成本。[26]

第 7.2 條：該計畫被禁止投資於空置土地，除非管理公司已證明有關投資是屬於按下文第 7.2A 條可進行的物業發展中不可或缺的部分以及屬於該計畫的投資目標或政策範圍內。[27]

第 7.2A 條：該計畫不得從事或參與物業發展及相關活動，除非該計畫作出的所有物業發展的投資總額 （“物業發展費用”），連同根據上文第 7.1 條註（2）購買的房地產項目未 完成單位的累積合約價值，無論在任何時候均不超過該計畫資產總值的 10% （“10%資產總值上限”）。就此而言，投資於物業發展及相關活動並不包括修繕、加裝及裝修。[28]

[26] 香港，房地產投資信託基金守則，第 7.1 條及其註（1）、（2）。
[27] 香港，房地產投資信託基金守則，第 7.2 條。
[28] 香港，房地產投資信託基金守則，第 7.2A 條。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第三節　不動產投資信託基金投資海外不動產的開放

第一項 美國

如本章第二節不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放第一項美國所述，美國是一個非成文法國家，因此美國不動產投資信託基金的營運及投資，原則上係依各該檔不動產投資信託基金的公司章程或信託契約的規定而訂。若為依公司型架構者，則以公司章程之規範為主；若為依信託型架構者，則依信託契約之規定而行。

傘形合夥不動產投資信託基金（Umbrella Partnership REITs；以下簡稱 UPREITs）在 1990 年代的美國開始盛行，目前在美國的不動產投資信託基金，絕大多數都是以 UPREITs 的型態做為架構。UPREITs 之架構係由不動產投資信託基金和持有不動產之房地產公司、其他不動產所有權人、或不動產管理公司組成有限合夥（limited partnership），由房地產公司及其他不動產所有權人提供不動產予有限合夥，以換取可轉換為不動產投資信託基金股份的有限合夥之合夥單位（units）而成為有限合夥人，有限合夥人並有權於嗣後將合夥單位轉換為不動產投資信託之股份，而享有一般不動產投資信託基金受益人之待遇。[29]

在 UPREITs 的架構之下，不動產投資信託基金並未直接持有不動產，而係透過取得有限合夥單位而間接持有不動產。其關係圖，請參見如下：

[29] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 8 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

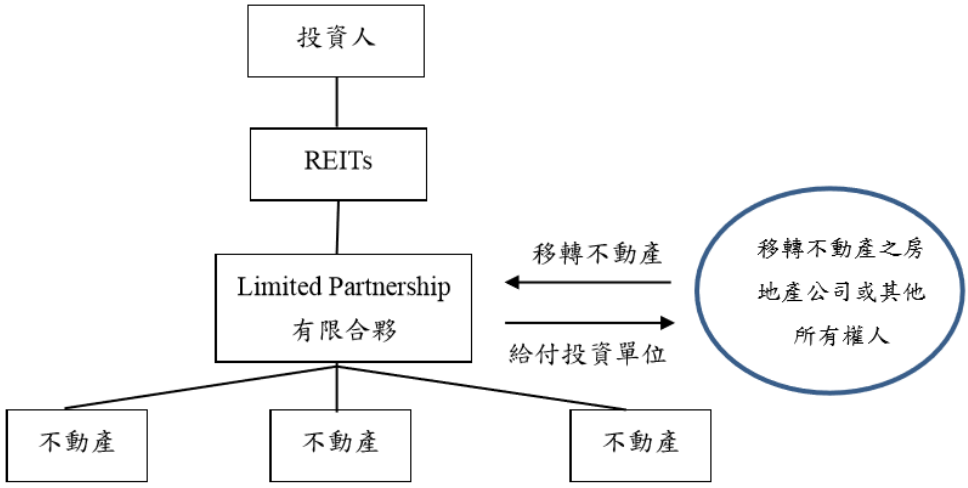

圖 1：美國 UPREITs 架構之關係圖[30]

美國目前在 UPREITs 為不動產證券化主流之情況下，通常在美國的不動產投資信託基金本身並不直接持有不動產，而係透過其他主體間接持有不動產，並進行相關投資與管理。例如：以 Gramercy Property Trust Inc.[31]為例，Gramercy Property Trust Inc.係採透過與 GPT Property Trust L.P. 之有限合夥，投資海外不動產。GPT Property Trust L.P. 於 2014 年 12 月利用有限合夥成立 Gramercy European Property Fund 之私募不動產基金，以投資位於歐洲各地之辦公室及零售業不動產標的，並且經由不斷收購的方式，取得更多的海外不動產。[32]

第二項 新加坡

依據新加坡集合投資計畫準則附錄 6 第 6.1（a）條之規定，新加坡的不動產投資信託基金的不動產投資範圍，包括位於新加坡境內及境外之不動產標的。因此，新加坡不動產投資信託基金的不動產投資標的與種類甚為廣泛，且不動產的

[30] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 8 頁。

[31] Gramercy Property Trust Inc.（GPT：US）創立於 2004 年，總部位於紐約市，另外在密蘇里州的 St. Louis 和賓州的 Jenkintown 有辦公室，是一家不動產投資信託公司。公司投資美國房地產在工業和辦公室物業來創造它的投資組合。公司原名為 Gramercy Capital Corp。該公司因被 Blackstone Real Estate Partners VIII L.P.收購，已於 2018 年 10 月下市。（Money DJ 理財網財經知識庫 https://www.moneydj.com/kmdj/wiki/wikiViewer.aspx?keyid=c3131e5c-27ba-49e5-bd54-9e3aa34e88af，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 19 日）。

[32] Gramercy Property Trust Inc.，2016 年 12 月 31 日年報，第 46 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

所在地理位置亦涵括全球五大洲。

按新加坡交易所在其官方網站所揭露的資訊 SGX REITs & Property Trusts，截至 2018 年 11 月 30 日止，在新加坡交易所掛牌上市的不動產投資信託基金共有 42 檔，其中 100% 投資於新加坡境內不動產標的之不動產投資信託基金僅有 10 檔。[33]換言之，純粹持有新加坡境內不動產標的之不動產投資信託基金，其佔比僅有 23.81%。

再者，就最近 2 年的變動情形觀之，新加坡不動產投資信託基金在 2017 年掛牌上市者 32 檔，其中 100% 投資於新加坡境內的不動產投信託基金計有 12 檔。[34]由此數據之變動可知，雖然新加坡的 2018 年度不動產投資信託基金發行及上市的檔數較 2017 年度增加 10 檔，增加的幅度為 31.25%，但是純粹投資於新加坡境內的不動產投資信託基金反而減少了 2 檔，減少的幅度約為 9.83%。

目前新加坡之不動產投資信託基金，其海外投資不動產的區域範圍橫跨大洋洲（例如：澳洲、紐西蘭及馬爾地夫）、亞洲（例如：中國、印度、印尼、南韓、香港、日本及馬來西亞等國家）、歐洲（例如：英國、德國及愛爾蘭）、及美洲（例如：美國）[35]，其投資不動產標的之地理區域相當廣大。

第三項 香港

香港證監會早於 2005 年 6 月修訂後的房地產投資信託基金守則中，訂定有「關於證監會認可的房地產投資信託基金的海外投資的應用指引」（以下簡報：應用指引），其中最重要的核心即於香港證監會撤銷對於海外投資地域的限制，

[33]資料來源：新加坡交易所官方網站，本研究彙整，資料截止日：2018 年 11 月 30 日。（SGX REITs & Property Trusts，www.sgx.com/wps/wcm/connect/67ec0b14-b429-4f95-b5f5-129eb20c6df1/SGX+REIT+and+Property+Trusts+Insights+-+Eng.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=67ec0b14-b429-4f95-b5f5-129eb20c6df1；最後瀏覽日期：2019 年 5 月 19 日）。

[34] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 94 頁。

[35] 同上 32。

DOI:10.6814/NCCU201900929

讓香港的不動產投資信託基金可以投資於全球各地的不動產。[36]

應用指引中對於香港不動產投資信託基金著重的規範重點在於就海外投資而設的保障措施（包括：管理公司的資格、盡職調查、估值），及加強揭露風險及特定的海外事宜（包括：銷售文件及通函、估值報告及財務報表）等 2 項。

由於不動產投資信託基金投資的不動產標的涉及跨境投資，因此香港證監會，對於不動產管理機構必須具備管理海外不動產的能力與經驗尤為重視。應用指引第 2 條即明確規範：「管理公司應具備所需的勝任能力和經驗，以及有效的內部監控和風險管理系統，以便在有關的海外司法管轄區內投資及管理物業，並須遵守規管其在投資管理業務時作為中介人的操守的適用法例及規例。投資於海外物業的決定必須純粹為持有人的最佳利益而作出。管理公司對持有人負有的責任及職責不得因有關計畫投資於海外物業而有任何減損或削弱。雖然管理公司可以轉授其職能，但卻不能轉授或推卸其在管理計畫方面的責任及職責」。[37]

關於證監會在評估管理公司是否有能力投資及管理海外物業時，其會考慮的因素，茲予舉例如下：[38]

一、 管理層的成員組合。

二、 主要人員及高級管理層的專業知識，以及職員在該計畫所投資或擬投資的司法管轄區內投資及管理有關物業及該物業種類方面的勝任能力、知識及經驗，及將時間和集中力專注於投資及管理該等物業的能力。

三、 管理公司及其主要人員在作為集體投資計畫或上市投資工具的經理方面的

[36] 香港證監會網站，關於證監會認可的房地產投資信託基金（房地產基金）的海外投資的應用指引草擬本的諮詢總結，2005 年 6 月 16 日（https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=05PR13；最後瀏覽日期：2019 年 5 月 19 日）。

[37] 房地產投資信託基金守則，關於證監會認可的房地產投資信託基金的海外投資的應用指引，第 2 條。

[38] 房地產投資信託基金守則，關於證監會認可的房地產投資信託基金的海外投資的應用指引，第 11 條。

DOI:10.6814/NCCU201900929

監管及／或紀律處分紀錄。

四、 管理公司或其主要人員在其擬投資的海外司法管轄區內投資及管理有關物業種類的往績紀錄。

五、 管理公司的營運制度及合規標準。

六、 管理公司的會計及內部監控制度。

七、 管理公司為應付海外司法管轄區內可能出現的突發事故，並處理因而可能影響計畫在該司法管轄區內所作投資的任何衝擊的應變計畫。

八、 管理公司的財政資源。

九、 管理公司從隸屬的集團所獲得的技術及人力資源的性質及程度。

第四節　不動產投資信託基金之稅制

第一項 美國

美國不動產投資信託基金的發起與美國稅法的發展及修法，有密不可分的關係。美國不動產投資信託基金的發展尤受稅法的修改影響甚深。早期美國於其國內稅收法即明訂，於符合一定條件下，始得享受稅制上的優惠，且相關稅制並與時俱進的進行修正。[39]不動產投資信託基金得以在美國蓬勃發展的重要原因之一，即為政府提供的優惠稅制。詳言之，在導管理論（pass through）下，不動產投資信託基金本身享有免稅的優惠，而只有在利益分配予投資者始徵收稅捐，如此可避免雙重課稅之不利益。[40]在導管理論之下，認為信託係委託人為受益人之利益，將信託利益移轉予受益人之一種導管。學術界及實務界普遍認為信託導管理論比較符合實質所得者課稅原則，也可以防止將信託變成避稅管道之操作，所以廣為

[39] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 27 頁。
[40] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 28 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

目前施行信託之國家所採行。受託人取得所有權，只是屬名義形式移轉，受託人並不享有運用信託財產實際獲得之經濟上利益，故其行為並不應課稅。

以下將就美國在不動產投資信託基金之稅制及其稅負優惠措施，說明如下[41]：

一、 不動產投資信託基金本身之稅負優惠[42]

（一）分配予股東之股利，可作為不動產投資信託基金本身公司稅之扣抵。

（二）未分配之可課稅收益應繳納公司稅。

（三）若不動產投資信託基金未將原始收入之 85%及淨資本利得之 95%予以分配，則在未分配之範圍內應適用及課徵 4%之貨物稅。

（四）美國大部分的州法均是遵循美國聯邦法的規定，然而部分州法可能在特殊情況下，限制分配及扣減之適用規定。除此之外，各州仍可能對不動產投資信託基金及其營運體有各式非所得稅性質課稅（non-income taxes）之規定。

二、 扣繳規定之稅負優惠[43]

（一）不動產投資信託基金之股東若為境內投資人，其於獲配收益時無須辦理扣繳；但當股東為外國人時，則須就其獲配收益之 30%辦理扣繳。再者，若處分美國不動產股份之資本利得，於分配予外國人股東時，應就歸屬於外國股東之資本利得及非資本利得，扣繳 35%之稅款。

[41] 以下主要參酌臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 28 至 29 頁及 Compare and Contrast Worldwide Real Estate Investment Trust（REIT）Regimes，PWC，2017 年 7 月，第 75 頁至 76 頁。

[42] 同前註 40。

[43] 同前註 40。

DOI:10.6814/NCCU201900929

（二）持有美國的不動產投資信託基金若是因分配資本而返還予股東的部分，須按總收益扣繳 15%的稅款。但若該不動產投資信託基金係由美國境內的公司所控制，且該不動產投資信託基金所持有的股份非以美國不動產股份為主，並取得美國稅務局（Internal Revenue Service，IRS ）減少扣繳稅費之證明或不動產投資信託基金係為公開發行者，則不適用前開按總收益扣繳 15%稅款之規定。

三、 國內投資人之稅負優惠[44]

美國參議院與眾議院相繼於美國時間 2017 年 12 月 20 日通過稅改法案，法案並立即送至川普總統簽署。因此，目前美國國內投資人因投資不動產投資信託基金所獲配之收益，最高可課徵 37%之所得稅；而美國國內公司因投資不動產投資信託基金所獲配之收益，目前為單一稅率 21%。[45]

四、 外國投資人之稅負優惠[46]

外國股東必須就資本利得或處分股份之相關稅負，向美國 IRS 辦理所得稅申報，即使該筆所得已全部為就源扣繳亦須辦理申報。外國公司之資本利得收益或出售股份之扣繳稅款，可扣抵實質性之美國稅收 35%加上分公司利得稅。

個人或不動產信託須就資本利得收益適用最高 20%的扣繳稅率。若出售由美國國內管理且公開交易的不動產投資信託基金股份，則為免稅。

五、 持有不動產之物業稅優惠[47]

美國的不動產投資信託基金持有不動產時，無須課徵物業稅。[48]而不動

[44] 同前註 40。
[45] 美國稅改重點解析，勤業眾信聯合會計師事務所，勤業眾信通訊 2018 年元月號（https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/tax/articles/2018-outlook-internationaltax.html；最後瀏覽日期：2019 年 5 月 19 日）。
[46] 同前註 40。
[47] 同前註 40。

DOI:10.6814/NCCU201900929

產投資信託基金持有不動產所產生之收益部份，若將租金收入用於分紅則享有免稅收入之優惠，但不動產投資信託基金投資之子公司若有管理收入，則仍應課稅。

第二項 新加坡

新加坡之相關法令並未強制在其境內募集之不動產投資信託基金必須在新加坡交易所上市，但是基於新加坡境內之優惠稅制考量，新加坡之不動產投資信託基金目前皆選擇於新加坡交易所掛牌上市。以下將就新加坡不動產投資信託基金本身及受益人之觀點，說明新加坡不動產投資信託基金之相關稅制如下：[49]

一、 不動產投資信託基金本身之稅負優惠[50]

在新加坡稅務局（Inland Revenue Authority of Singapore，IRAS）核准之前提下[51]，新加坡之不動產投資信託基金得就其分配予單位持有人之應稅收入，享有「稅收透明待遇」（tax transparency treatment）。在取得稅收透明待遇之情況下，新加坡不動產投資信託基金分配予單位持有人之應稅收入，將由單位持有人而非受託機構負擔納稅之義務。當不動產投資信託基金有部分比例之收入未分配予單位持有人時，新加坡稅務局才會向受託機構課稅。

不動產投資信託基金來自於新加坡境外的股利收入，在符合相關要件的情況下，得依新加坡所得稅法（Income Tax Act，ITA）第 13（8）條之規

---

48 在美國一般持有不動產，須依所持有不動產價值的 1%至 3%，課徵物業稅。

49 以下主要參酌新加坡所得稅法（Income Tax Act，ITA）、臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 99 至 101 頁及 Compare and Contrast Worldwide Real Estate Investment Trust（REIT）Regimes，PWC，2017 年 7 月，第 55 頁至 56 頁。

50 同前註 48。

51 依新加坡所得稅法第 43（2）條及 IRAS e-Tax Guide：Income Tax Treatment of REITs and Approved Sub-Trusts 之相關規定，受託機構享有稅收透明待遇之條件為：1、受託機構於取得收入之同一年度，分配至少 90%應稅收入予單位持有人。2、受託機構、管理機構或發起人依規定填寫 IRAS e-Tax Guide：Income Tax Treatment of REITs and Approved Sub-Trusts 第 10 條之申請表單。3、受託機構、管理機構共同遵循新加坡所得稅法第 45G 條及 IRAS e-Tax Guide：Income Tax Treatment of REITs and Approved Sub-Trusts 附錄 2 之規定。

DOI:10.6814/NCCU201900929

定，免徵來自於新加坡境外之股利收入所得稅。惟，若該境外股利收入並不符合上開第 13（8）條規定之要件，又或者該境外收入並非股利收入（例如：股東貸款所收取之利息收入），新加坡不動產投資信託基金得再視是否符合新加坡所得稅法第 13（12）條之規定，而免徵該項所得之稅負。

依新加坡所得稅法第 10E 條之規定，新加坡不動產投資信託基金所收取之租金收入，或其他相關收入將可能被視為以投資為本業所賺取之收入。惟，依新加坡所得稅法第 10E 條之規定，新加坡之不動產投資信託基金在尚未產生課稅所得之前，不得將特定年度之虧損用以扣抵，亦不得對尚未產生收益之不動產投資信託基金提列折舊費用。

關於新加坡不動產投資信託基金於分配收益時之扣繳情形，茲予說明如下：

（一）應稅收益之分配

依新加坡所得稅法之規定，不動產投資信託基金分配予以下之單位持有人時，無須辦理所得稅之扣繳：

1. 新加坡之稅務居民。
2. 依新加坡公司法（COMPANIES ACT）設立於新加坡境內之公司。
3. 經核准無須課稅而得收取該項分配，並設立於新加坡境內之分公司。
4. 依新加坡其他法律規定，設立在新加坡之法人。

依新加坡所得稅法之規定，不動產投資信託基金分配予非新加坡之稅務居民時，依 10%之稅率予以扣繳完稅；分配予非

DOI:10.6814/NCCU201900929

新加坡之稅務居民企業時，則依 17%之稅率進行扣繳，惟若於 2020 年 3 月 31 日以前分配者，則其扣繳率為 10%。

（二）其他收益之分配

新加坡之不動產投資信託基金分配以下各項收益給所有單位持有人時，享有免稅之優惠：

1. 已於受託機構階段完稅之所得。

2. 資本利得。

3. 因持有國外資產而依所得稅法第 13(8)條或第 13(12)條之規定而免徵所得稅之收入。

4. 由新加坡當地公司所獲配之股利收入。

二、 受益人之稅負優惠[52]

（一）居住在新加坡境內

1. 個人受益人

不動產投資信託基金分配予受益人之收益，依新加坡所得稅法之規定係為免稅。但若不動產投資信託金係自應稅收入分配，且該受益人係以作為其交易收入或透過合夥方式收取收益者，此時該獲配之收益仍應依新加坡現行之稅率予以課稅。

單位持有人出售其所持有之單位，而獲得之任何收益，只要非屬新加坡境內繼續交易或營業者，將不會有課稅之問題。惟，若單位持有人以繼續性交易方

[52] 同前註 48。

DOI:10.6814/NCCU201900929

式處分其所持有之單位，其所獲得之收益係為應稅所得。

2. 法人受益人

不動產投資信託基金分配應稅收益給依新加坡法律設立之境內法人，依新加坡所得稅法之規定，其所得稅稅率為 17%。若係分配應稅收益以外之其他收益，依新加坡所得稅法之規定，係為免稅。

（二）居住在新加坡境外

1. 個人受益人

依新加坡所得稅法之規定，不動產投資信託基金分配予非新加坡之稅務居民時，依 10%之稅率予以扣繳完稅。

2. 法人受益人

依新加坡所得稅法之規定，不動產投資信託基金分配予非新加坡之稅務居民企業時，則依 17%之稅率扣繳完稅，惟若於 2020 年 3 月 31 日以前分配者，則其扣繳率為 10%。

第三項 香港

關於香港不動產投資信託基金之稅制，茲予說明如下：[53]

一、 不動產投資信託基金直接在香港持有不動產，並從中賺取租金收入者，應

[53] 以下主要參酌 2018/19 香港稅務概覽，PWC，2018 年 3 月、臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 132 頁及 Compare and Contrast Worldwide Real Estate Investment Trust（REIT）Regimes，PWC，2017 年 7 月，第 26 頁至 27 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

就其所賺取之租金收入，課徵及繳納 15%的香港物業稅。

二、 不動產投資信託基金藉由 SPV 間接持有香港不動產者，將就該不動產所賺取之收益，課徵 16.5%的利得稅，而該 SPV 通常可以免徵物業稅。

三、 不動產投資信託基金從香港境外之不動產，所賺取之收益及資本利得，原則上免徵物業稅及利得稅。

四、 由 SPV 分配之股息，一般係免徵利得稅。

五、 不動產投資信託基金分配之股利或利息，一般無須扣繳。

六、 由不動產投資信託基金獲配之股利，原則上係為免稅。

七、 資本利得稅制

（一）利得稅

出售不動產投資信託基金之資本利得，原則上係為免稅。但若係在香港從事貿易經營或投資業務者（包括：收購及處分不動產投資信託基金），須就處分不動產投資信託基金之資本利得，課徵利得稅。

（二） 印花稅

1. 香港係依不動產投資信託基金之轉讓價格的 0.2%（分別由轉讓方及受讓方繳納 0.1%）課徵印花稅。

2. 轉讓不動產投資信託基金，依現行規定須繳納 5 元港幣之固定印花稅。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

第三章　我國不動產投資信託基金之發行現況

我國不動產證券化條例於 2003 年 7 月 23 日首次由總統公布並於公布當日施行，期間不動產證券化條例曾經於民國 2009 年 1 月 21 日、2015 年 2 月 4 日及 2017 年 12 月 6 日共經過 3 次的修法歷程。不動產證券化條例將不動產證券化分為「不動產投資信託（REITs）」及「不動產資產信託（REATs）」兩種方式。不動產投資信託係將投資人信託的金錢投資於不動產；而不動產資產信託則是將所有人信託的不動產將其證券化後，向受益人出售受益權。[54]

不動產證券化條例草案在 2002 年 6 月 5 日經立法院一讀通過，隨後在 2003 年 7 月 9 日於立法院二讀前，經過立法院朝野黨團協商的結果，保留原始草案中關於「開發型不動產」為投資標的之相關條文未予通過外，不動產證券化條例正式通過我國立法院之三讀程序。由此可知，我國之不動產證券化條例僅允許「已開發、有固定收益」[55]之不動產及其相關權利為不動產證券化條例之投資標的。我國在完成不動產證券化條例的立法程序後，也進而確立我國不動產證券化之立法係採「信託型」之觀念與投資架構，另參考美國不動產投資信託制度、我國「共同信託基金管理辦法」及「金融資產證券化條例」的部分規定，以及日本之法制架構與實務經驗，將不動產證券化的型態分為不動產投資信託及不動產資產信託二大制度，確定不動產證券化法律架構。[56]

誠如前述，我國不動產投資信託基金原則上採信託型架構，亦即由受託機構擔任發行主體，並委託外部之不動產管理機構管理及處分信託財產。由於受託機構並非經營不動產之專業機構，因此我國實務上受託機構均係將不動產及不動產相關權利，委託交由不動產管理機構進行管理、投資、及處分等相關事宜。而

[54] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 179 頁。
[55] 同上 53。
[56] 臺灣證券交易所，活絡我國不動產證券化市場之研究，2013 年 10 月，第 126 頁至 127 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

受託機構則透過選任不動產管理機構之機制、否准不動產管理機構所提之投資計畫等各項程序，以監控不動產管理機構之管理及評估不動產管理機構之職責是否有效落實。相關詳細介紹，請參見本章第一節受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程之說明。

直到 2009 年 1 月 21 日我國的不動產證券化條例進行第 1 次修法時，主管機關為活絡不動產市場，增加不動產籌資管道，及架構利於不動產開發的環境，方於當時之不動產證券化條例修法的條文中，增設開發型不動產或不動產相關權利得為不動產投資信託基金投資之標的。相關詳細介紹，請參見本章第二節不動產投資信託基金投資開發型不動產案件之說明。

我國不動產的租金收益率相較於各國普遍偏低，亦即我國不動產的房價長期處於溫和、穩定上漲的趨勢，但是不動產出租的市場行情卻始終沒有太大波動或漲幅。由於不動產投資信託基金的投資標的主要以具有穩定租金收入之不動產或不動產相關權利為主要之收入來源，為提升不動產投資信託基金之租金收益率及投資報酬率，因此金管會於 2016 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號令正式鬆綁及開放我國不動產投資信託基金得投資國外不動產及國外不動產投資信託基金。惟，目前我國不動產投資信託基金在投資國外不動產及國外不動產投資信託基金之金額，仍有一定的管控與限制。相關詳細介紹，請參見本章第三節不動產投資信託基金投資海外不動產的開放之說明。

目前在不動產投資信託基金發展較為蓬勃的國家，其稅賦課徵制度之規劃在不動產投資信託基金之推展上，無疑都是最大利器及優勢；反之，如果一個國家的稅賦課徵制度明顯對不動產投資信託基金或其受益人不利時，則通常該國的不動產投資信託基金亦較為停滯。相較之下，我國在不動產投資信託基金之稅制顯然有進一步檢討或評估修法調整其稅制之可能性，相關說明請參見本章第四節不動產投資信託基金之稅制。

DOI:10.6814/NCCU201900929

不動產證券化條例於 2003 年在立法院三讀通過之後，富邦一號隨即在 2005 年 3 月首先申請掛牌上市，成為臺灣第一檔發行之不動產投資信託基金。隨後於 2005 年 10 月及 12 月，又分別有國泰一號及新光一號申請掛牌上市。2006 年則有富邦二號、三鼎、及國泰二號等 3 檔不動產投資信託基金申請掛牌上市，並有基泰之星這檔不動產投資信託基金申請掛牌上櫃。惟，自 2007 年 5 月駿馬一號發行之後，臺灣的不動產證券化市場旋即沈寂數年之久，始終未有新的不動投資信託基金申請發行。直到 2018 年 6 月 21 日由王道銀行發行圓滿一號，及 2018 年 12 月 5 日由京城銀行發行樂富一號之後，我國的不動產證券化市場似乎才又乍現一線生機與曙光。截至目前為止，我國在上市集中交易市場掛牌交易的不動產投資信託基金共有 7 檔，請參見表 1。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 1：國內已發行之 10 檔不動產投資信託基金之發行現況—1/2

檔　　次	1	2	3	4	5
項　　目	富邦一號	國泰一號	新光一號	富邦二號	三　　鼎
上市(櫃)日期	2005.03	2005.8	2005.12	2006.04	2006.06
基金規模	80.9 億	139.3 億	113.0 億	70.2 億	38.5 億
創始機構	富邦建設 明東實業 道盈實業	國泰人壽	新光人壽	力勝開發 忠興開發 台北富邦銀行 富邦人壽 富邦產險	大陸工程 誠品公司 頂好企業
受託機構	土地銀行	土地銀行	兆豐銀行	土地銀行	台新銀行
不動產管理機構	富邦建經	國泰建經	新昕國際	富邦建經	誠品公司
信託財產	富邦人壽大樓 富邦天母大樓 富邦中山大樓 潤泰中崙大樓	台北中華大樓 台北西門大樓 喜來登飯店	台南新光三越 天母傑仕堡 新光國際大樓 台證金融大樓 新光信義華廈 新光中山大樓	潤泰中崙大樓 富邦民生大樓 富邦內湖大樓	前膽 21 大樓 香檳大樓 誠品物流大樓
備　　註					已於 2012 年 4 月獲臺灣證交所之核准，完成下市及清算程序。

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 1：國內已發行之 10 檔不動產投資信託基金之發行現況—2/2

檔　　次	6	7	8	9	10
項　　目	基泰之星	國泰二號	駿馬一號	圓滿一號	樂富一號
上市(櫃)日期	2006.08	2006.10	2007.05	2018.06	2018.12
基金規模	24.7 億	72.0 億	42.8 億	30.0 億	105.8 億
創始機構	基泰建設	國泰人壽	國產實業 中興保全 惠普公司 中鼎工程 嘉泥建設 嘉新資產	高青開發 鼎晟不動產 新東北電力	新台茂環球 林來于 邱泰翰 邱柏翰 邱雅靖 邱雅琦 邱泰玲
受託機構	土地銀行	兆豐銀行	兆豐銀行	王道銀行	京城銀行
不動產管理機構	宜陸開發	國泰建經	台嘉國際	信義全球	晶華公寓
信託財產	世紀羅浮大樓 內湖商旅大樓	民生商業大樓 世界商業大樓 安和商業大樓	國產實業大樓 中鼎大樓 漢偉資訊大樓	板信銀行家大樓 台南 Focus 流行館	台茂購物中心 大都市國際中心 國內 REITs
備　　註	已於 2012 年 2 月獲櫃檯買中心之核准，完成下櫃及清算程序。		已於 2015 年 4 月獲臺灣證交所之核准，完成下市及清算程序。		

【資料來源】：公開資訊觀測站，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 21 日。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第一節 受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

第一項 受託機構

一、 法定資格

依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 8 款[57]之規定，受託機構係指得受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構。同條第 2 項[58]則規定，所稱之受託機構以信託業法所稱之信託業為限，設立滿 3 年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。而同條第 3 項[59]並進一步規定，僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，主管機關應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。

二、 主要工作

（一） 辦理不動產投資信託基金之募集或私募

依不動產證券化條例第 6 條[60]之規定，受託機構募集或私募不

[57] 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 8 款：「受託機構：指得受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構。」

[58] 不動產證券化條例第 4 條第 2 項：「前項第八款所定受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。」

[59] 不動產證券化條例第 4 條第 3 項：「僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，主管機關應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。」

[60] 不動產證券化條例第 6 條：「受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券，應檢具下列書件，向主管機關申請核准或申報生效；其審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項之處理辦法，由主管機關定之：一、不動產投資信託計畫。二、不動產投資信託契約。三、不動產投資信託契約與定型化契約範本異同之對照表。四、公開說明書或投資說明書。五、不動產投資信託基金經營與管理人員符合主管機關規定之證明文件。六、設有信託監察人者，其信託監察人之名單、資格證明文件及願任同意書。七、受託機構董事會決議募集或私募不動產投資信託受益證券之議事錄。八、信託財產之管理及處分方法說明書。委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件。九、受託機構填報及會計師或律師複核之案件檢查表。十、律師之法律意見書。十一、其他經主管機關規定之文件。主管機關於審核前項書件時，應洽商中央目的事業主管機關出具意見書。不動產投資信託基金有

DOI:10.6814/NCCU201900929

動產投資信託受益證券，應檢具下列書件，向主管機關申請核准或申報生效；其審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項之處理辦法，由主管機關定之：

1. 不動產投資信託計畫。

2. 不動產投資信託契約。

3. 不動產投資信託契約與定型化契約範本異同之對照表。

4. 公開說明書或投資說明書。

5. 不動產投資信託基金經營與管理人員符合主管機關規定之證明文件。

6. 設有信託監察人者，其信託監察人之名單、資格證明文件及願任同意書。

7. 受託機構董事會決議募集或私募不動產投資信託受益證券之議事錄。

8. 信託財產之管理及處分方法說明書。委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件。

9. 受託機構填報及會計師或律師複核之案件檢查表。

10. 律師之法律意見書。

11. 其他經主管機關規定之文件。

發起人者，發起人對於其所提供受託機構辦理受益證券之募集、發行或私募之資料，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。發起人違反前項規定，對於該受益證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。發起人擬讓與之不動產或不動產相關權利有設定抵押權者，發起人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

依不動產證券化條例第 7 條之規定，受託機構擬於國外募集或私募不動產投資信託基金投資國內不動產者，於申請核准或申報生效募集、追加募集或私募前，應先報請中央銀行同意。

（二） 依不動產投資信託計畫經營不動產投資信託業務

依不動產證券化條例第 9 條第 1 項[61]之規定，受託機構應依主管機關核准或向主管機關申報生效之不動產投資信託計畫，經營不動產投資信託業務。

且受託機構募集不動產投資信託基金之權利義務，應依循信託業商業同業公會所定受託機構募集不動產投資信託基金之定型化契約範本，此觀不動產證券化條例第 12 條規定：「信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產投資信託基金之定型化契約範本，報請主管機關核定。受託機構募集不動產投資信託基金，其不動產投資信託契約之訂定及修改，就受益人權益保障之程度，不得低於主管機關所核定之不動產投資信託定型化契約範本」即明。[62]

三、權責分析

綜上所述，我國不動產證券化條例對不動產投資信託基金之監理架構，係以受託機構為規範主體，即受託機構不但係不動產投資信託基金募集發行受益證券及申請送件之主體，亦為信託財產管理及處分之法定權責機構，有關基金之公告事項及受益人會議事項，均由受託機構為之。[63]

[61] 不動產證券化條例第 9 條第 1 項：「受託機構應依主管機關核准或向主管機關申報生效之不動產投資信託計畫，經營不動產投資信託業務。」

[62] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 188 頁。

[63] 中華民國信託商業同業公會，不動產投資信託基金市場之研究—以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例，2002 年 8 月，第 89 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第二項 不動產管理機構

一、 法定資格

依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 12 款[64]之規定，不動產管理機構係指受受託機構委任管理或處分信託財產之不動產投資業、營造業、建築經理業、不動產買賣租賃業或其他經主管機關核定之機構。同條第 4 項則規定，不動產管理機構，應符合一定條件，並與受託機構簽訂記載其職權、義務、責任及應遵行事項之委任契約書。同條第 5 項[65]並進一步規定，關於不動產管理機構應符合的一定條件及委任契約書之應記載事項，由信託業商業同業公會洽商相關不動產管理機構之商業同業公會擬訂，報請主管機關核定。

二、主要工作

（一）於受託機構之授權範圍內對信託財產進行管理或處分

依不動產證券化條例第 6 條第 1 項第 8 款[66]之規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券時，其應檢附主管機關進行審查的書面文件，包括「委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件」。

（二）就不動產投資信託基金之投資標的向受託機構提出具體個案之投資建議及投資分析報告

[64] 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 12 款：「不動產管理機構：指受受託機構委任管理或處分信託財產之不動產投資業、營造業、建築經理業、不動產買賣租賃業或其他經主管機關核定之機構。」

[65] 不動產證券化條例第 4 條第 5 項：「前項一定條件及委任契約書之應記載事項，由信託業商業同業公會洽商相關不動產管理機構之商業同業公會擬訂，報請主管機關核定。」

[66] 不動產證券化條例第 6 條第 1 項第 8 款：「信託財產之管理及處分方法說明書。委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

依不動產證券化條例第 4 條第 5 項[67]之規定，中華民國信託商業同業公會（以下簡稱：信託公會）訂定有「受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點」，且信託公會依前開作業要點訂定「受託機構委任不動產管理機構辦理不動產投資信託業務委任契約範本」第 5 條「委任事項範圍與管理服務」第 2 項載明：「於信託契約第____條所規定本基金之投資標的、基本方針及投資策略範圍內，向受託機構提出具體個案之投資建議及投資分析報告，以供受託機構作成投資決定，並經受託機構核可後執行之。前開投資分析報告應記載分析基礎、根據及建議。除投資決定紀錄應由受託機構製作外，不動產管理機構應提供投資分析報告、執行紀錄、控管報告及檢討報告。」

三、權責分析

綜上所述，依不動產證券化條例之規定，目前法令允許由受託機構直接對不動投資信託基金之信託財產進行管理或處分，但也同時允許受託機構得另行委任具有不動產專業之管理機構，由管理機構在受託機構授權之範圍內，進行信託財產之管理及處分，故不動產管理機構雖然對不動產投資信託基金所持投資標的及不動產，進行管理及投資策略與投資計畫之擬定，惟架構上仍須受到受託機構之監督，其投資策略及管理建議，均須經過受託機構之審查及核准後才可進行。

另外，在主管機關之監理職能上，目前依不動產證券化條例之規定，係由受託機構向主管機關直接負責，至於在不動產信託基金之信託架構中扮演不動產及不動產相關權利之投資、處分或管理相關事宜之投資策略及建議的不動產管理機構，依我國現行之法規範，我國的不動產管理機構並不受我國主管機關之管控及監理，而係奠基於與受託機構之委任關係負委任範圍之向受託機構行使相關權

[67] 同前註 65。

DOI:10.6814/NCCU201900929

責。

而受託機構因非不動產管理之專業，但又肩負法令及主管機關所賦予之龐大行政責任，故其在不動產及不動產相關權利之投資、處分或管理等決策上，易傾斜偏向風險較低或行政責任較輕之決策方案，惟此類決策方面往往並非以受益人之較佳收益為考量。

相較新加坡及香港對其參與不動產投資信託基金管理之不動產管理機構之監理及管制，我國在實務運作上的確也因此產生諸多問題及影響。我國在不動產證券化之法規範設計上，或有進一步思考修改法令或調整不動產管理機構於不動產投資信託基金之角色，相關詳細說明，請參見第四章第一節不動產投資信託基金面臨的困境及問題。

第二節 不動產投資信託基金投資不動產開發型案件的開放

依不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 1 款及第 2 款[68]之規定，不動產投資信託基金可以投資之標的包括：開發型或已有穩定收入之不動產或開發型或已有穩定收入之不動產相關權利。茲將投資不動產開發型案件之相關規範明如下：

第一項 投資時程之限制

依不動產證券化條例第 17 條第 4 項之規定[69]，不動產投資信託基金投資於開發型之不動產或不動產相關權利時，如須取得建造執照者，應於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用該基金款項。

[68] 不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 1 款及第 2 款：「不動產投資信託基金，以投資或運用於下列標的為限：一、開發型或已有穩定收入之不動產。二、開發型或已有穩定收入之不動產相關權利。」

[69] 不動產證券化條例第 17 條第 4 項：「不動產投資信託基金投資於開發型之不動產或不動產相關權利時，如須取得建造執照者，應於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用該基金款項。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

第二項 投資標的之限制

依不動產證券化條例第 17 條第 5 項[70]之規定，募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以下列各款標的為限：

一、 都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。

二、 促進民間參與公共建設法所稱公共建設。

三、 經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。

尤應注意的是，依不動產證券化條例第 17 條第 5 款[71]已明文規定，上列 3 款之限制僅適用於「募集」不動產投資信託基金時方有適用，故若採私募之不動產投資信託基金，自不受上列 3 款限制。

再者，依不動產證券化條例第 17 條第 7 款[72]之規定，開發型不動產或不動產相關權利，不得為下列標的：

一、 政府、公股占 20%以上事業、政府直接或間接控制之基金或法人參與投資比率合計超過 10%者。

二、 政府承諾承擔其債務或保證其營運收益者。

又，依不動產證券化條例第 17 條第 8 款[73]之規定，同條第 7 款所定標的，不

[70] 不動產證券化條例第 17 條第 5 項：「募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以下列各款標的為限：一、都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。二、促進民間參與公共建設法所稱公共建設。三、經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。」

[71] 同前註 70。

[72] 不動產證券化條例第 17 條第 7 項：「前二項之開發型不動產或不動產相關權利，不得為下列標的：一、政府、公股占百分之二十以上事業、政府直接或間接控制之基金或法人參與投資比率合計超過百分之十者。二、政府承諾承擔其債務或保證其營運收益者。」

[73] 動產證券化條例第 17 條第 8 項：「前項所定標的，不含下列事項：一、依促進民間參與公共建設法第二十九條規定由主辦機關就公共建設非自償部分補貼其所需貸款利息或投資其建設之一部。二、提供不動產參與都市更新。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

含下列事項：

一、 依促進民間參與公共建設法第 29 條[74]規定，由主辦機關就公共建設非自償部分補貼其所需貸款利息或投資其建設之一部。

二、 提供不動產參與都市更新。

第三項 投資標的所占比重之限制

依不動產證券化條例第 17 條第 6 款[75]之規定，募集及私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之一定比率；其一定比率，由主管機關會同相關中央目的事業主管機關分別定之。惟採募集方式者，該比率不得超過 30%。

我國金管會依不動產證券化條例第 17 條第 6 款之規定，業已於 2017 年 6 月 30 日以金管銀票字第 10600146140 號令函釋，募集或私募不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利之比率上限規定如下：

一、 募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之 15%。

二、 私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之 40%。但投資於促進民間參與公共建設法所稱公共建設或經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設者，不在此限。亦即，若採私募之不動產投資信託基金於投資公共建設時，得不受該不動

[74] 促進民間參與公共建設法第 29 條：「公共建設經甄審委員會評定其投資依本法其他獎勵仍未具完全自償能力者，得就其非自償部分，由主辦機關補貼其所需貸款利息或按營運績效給予補貼，並於投資契約中訂明。主辦機關辦理前項公共建設，其涉及中央政府預算者，實施前應將建設計畫與相關補貼，報請行政院核定；其未涉及中央政府預算者，得依權責由主辦機關自行核定。第一項之補貼應循預算程序辦理。」

[75] 不動產證券化條例第 17 條第 6 項：「募集及私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之一定比率；其一定比率，由主管機關會同相關中央目的事業主管機關分別定之。惟採募集方式者，該比率不得超過百分之三十。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

產投資信基金信託財產價值之 40%上限的限制，而為 100%。

第三節 不動產投資信託基金投資海外不動產的開放

第一項 法令規範

為促進我國不動產投資信託基金投資標的之多元化、活絡不動產投資信託基金市場，並擴大我國投資大眾之理財管道，金管會於 2016 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號令，開放我國不動產投資信託基金得投資國外不動產投資信託基金及國外不動產。

在開放不動產投資信託基金投資國外不動產投資信託基金方面，金管會於 2016 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號令明文規定如下：

一、國外不動產投資信託基金為不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 5 款[76]所稱經主管機關核准得投資或運用之標的。

二、投資國外不動產投資信託基金併計投資於其他受託機構或特殊目的公司依不動產證券化條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券及資產基礎證券總額，不得超過基金淨資產價值 25%。

三、投資單一國外不動產投資信託基金之金額，不得超過基金淨資產價值 5%。

四、投資國外不動產加計投資國外不動產投資信託基金之總額，不得達基金淨資產價值 50%。

此外，在開放投資國外不動產的部分，包括開放國內不動產投資信託基金可透過 100%持有特殊目的公司（special purpose vehicle，SPV）股權之方式投資

[76] 不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 5 款：「不動產投資信託基金，以投資或運用於下列標的為限： 五、其他經主管機關核准投資或運用之標的。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

國外之不動產，以及增訂相關應記載事項與應備書件等相關規定。[77]

第二項 風險評估

為擴大不動產投資信託基金投資標的，金管會於 2016 年 3 月 22 日以金管銀票字第 1054000053 號令放寬我國不動產投資信託基金得投資於境外不動產，並明定受託機構募集或私募 之不動產投資信託基金涉及投資境外不動產時，不動產投資信託計畫應記載之內容。[78]

惟依該規定不動產投資信託基金投資境外不動產須於不動產投資計畫載明確定之投資標的，再向主管機關申請核准，時程過於冗長，致該規定訂定以來，尚無不動產投資信託基金投資境外不動產，為提高實務運作彈性，使不動產投資信託基金之投資標的多元化，並透過投資資訊之充分揭露，兼顧保障投資人權益，以利不動產投資信託基金市場之健全發展，爰修正前揭規定。[79]為改善前揭問題，金管會遂於 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令，並廢止金管會於 105 年 3 月 22 日發布之金管銀票字第 1054000053 號令。2018 年 8 月 17 日發布之金管銀票字第 10702730300 號令，於本次之修正重點如下：[80]

一、配合部分國家及地區不動產交易習慣，將境外不動產相關權利納入我國不動產投資信託基金得投資之境外標的範圍，並簡化不動產投資信託計畫應記載之內容。

二、增訂不動產投資信託基金公開說明書應記載內容。

三、鑒於不動產或不動產相關權利之交易金額龐大，為保障受益人權益，受託機

[77] 節錄自金管會 2016 年 2 月 23 日發布之新聞稿，標題：開放我國 REITs 得投資國外不動產投資信託基金及國外不動產，（https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201602230002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 23 日）

[78] 不動產證券化條例第 6 條、第 8 條及第 9 條之解釋令修正總說明。

[79] 同上 78。

[80] 同上 78。

DOI:10.6814/NCCU201900929

構應於交易前對交易對象及標的善盡調查及瞭解責任。

四、鑒於我國相關主管機關尚無從對國外不動產標的進行實質審查， 且為提高業者實務作業彈性，明定交易完成後報請主管機關備查 時點及文件。

金管會 107 年 8 月 17 日金管銀票字第 10702730300 號令，對於我不動產投資信託基金投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信 託基金時之主要規定，茲予節錄如下：

一、受託機構募集或私募之不動產投資信託基金，倘涉及投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金時，其不動產投資信託計畫應載明境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金之投資處理程序，其內容至少應包括下列項目：

（一）投資方針及策略。

（二）投資地區、類型、架構之評估分析內容說明。

（三）投資標的之評估、交易及作業處理程序。

（四）基金風險管理措施。

二、受託機構募集或私募之不動產投資信託基金，倘涉及投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金時，應於公開說明書或投資說明書揭露投資地區政治經濟變動風險、當地法令制度及標的類型市場概況。

三、不動產投資信託基金涉及投資境外不動產或不動產相關權利者，受託機構應於交易前對交易對象及標的善盡調查及瞭解責任。

四、受託機構募集或私募之不動產投資信託基金，倘涉及投資境外不動產或不動產相關權利，受託機構應於交易完成後 15 個營業日內，檢附下列文件報主管機關備查：

DOI:10.6814/NCCU201900929

（一）投資標的說明，其內容應載明所購置不動產或不動產相關權利之類型、地點、金額、投資架構及資金來源。

（二）修正後公開說明書或投資說明書。

（三）專業估價者出具之估價報告書。

（四）律師出具之法律意見書，該意見書至少應包括下列事項：

1. 不動產所有權或不動產相關權利所適用之法律及監管架構，受託機構在當地法律規定之範圍內，對其所有之標的進行使用、收益、處分、退出投資等權利之適法性、有效性及確定性。

2. 不動產所有權或不動產相關權利及不動產他項權利等物權之取得、設立或變更，有無相關不動產登記制度或其他保障制度可對抗第三人。

3. 不動產或不動產相關權利買賣或租賃等交易相關合約之適法性、有效性及確定性。

4. 購買之不動產或不動產相關權利無因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件涉及產權。

5. 合約及協議糾紛之處理方式。

6. 該不動產之所有人或不動產相關權利之權利人是否為受託機構、不動產管理機構、持分達 10%以上之受益人之利害關係人。

（五）如透過特殊目的公司持有境外不動產或不動產相關權利者，應由會計師出具投資架構稅務事項之會計意見書。

（六）前揭出具意見書之律師與會計師，應出具聲明書聲明與受託機構、不動產管理機構、持分達 10%以上之受益人及不動產之所有人或不動產

DOI:10.6814/NCCU201900929

相關權利之權利人無國際會計準則第 24 號所定之關係人之情事。

（七）專門職業及技術人員出具之投資標的已有穩定收入之證明文件。

（八）專門職業及技術人員出具之投資標的已有穩定收入之證明文件。

第四節 不動產投資信託基金之稅制

第一項 與受益人有關之稅負規定

與不動產投資信託基金受益人有關之各項稅負，其課徵規定如下：

一、不動產證券化條例第 49 條

依本條例規定發行或交付之受益證券，其買賣或經受託機構依信託契約之約定收回者，免徵證券交易稅。

二、不動產證券化條例第 50 條

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。

依前項規定分配之信託利益，為受益人之所得，按利息所得課稅，不計入受託機構之營利事業所得額。

第一項利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額[81]。

三、所得稅法第 14 條之 1 第 2 項第 2 款

自中華民國 99 年 1 月 1 日起，個人取得下列所得，應依第 88 條規定

[81] 依所得稅法第 24 條第 4 項之規定，自中華民國 99 年 1 月 1 日起，營利事業持有依金融資產證券化條例或不動產證券化條例規定發行之受益證券或資產基礎證券，所獲配之利息所應計入營利事業所得額課稅，不適用金融資產證券化條例第 41 條第 2 項及不動產證券化條例第 50 條第 3 項分離課稅之規定。

DOI:10.6814/NCCU201900929

扣繳稅款，扣繳率為 10%，不併計綜合所得總額：

（二）依金融資產證券化條例或不動產證券化條例規定發行之受益證券或資產基礎證券分配之利息所得。

四、所得稅法第 24 條第 4 項

自中華民國 99 年 1 月 1 日起，營利事業持有依金融資產證券化條例或不動產證券化條例規定發行之受益證券或資產基礎證券，所獲配之利息所應計入營利事業所得額課稅，不適用金融資產證券化條例第 41 條第 2 項及不動產證券化條例第 50 條第 3 項分離課稅之規定。

第二項 與受託機構有關之稅負規定

一、不動產證券化條例第 52 條

依不動產資產信託契約約定，信託土地於信託終止後毋須返還委託人者，於信託行為成立移轉土地所有權時，以委託人為納稅義務人，課徵土地增值稅，不適用土地稅法第 28 條之 3 規定。

二、不動產證券化條例第 51 條

不動產投資信託或不動產資產信託以土地為信託財產，並以其為標的募集或私募受益證券者，該土地之地價稅，於信託關係存續中，以受託機構為納稅義務人。其應納稅額之計算，就該信託計畫在同一直轄市或縣（市）轄區內之所有信託土地合併計算地價總額，依土地稅法第 16 條規定稅率課徵地價稅。

第三項 受益人獲配基金收益之稅負課徵彙整

有關受益人獲配收益時之課稅方式，請參見表 2。

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 2：受益人獲配基金收益之課稅方式

課稅主體	境內或境外	日　期	課稅方式
個　　人	中華民國境內居住之個人	2009.12.31 以前	依 6 %分離課稅並完稅
		2010.1.1 以後	依 10 %分離課稅並完稅
	非中華民國境內居住之個人	2009.12.31 以前	依 15%分離課稅並完稅
		2010.1.1 以後	依 15%分離課稅並完稅
營利事業	在中華民國境內有固定營業場所之營利事業	2009.12.31 以前	依 6%分離課稅並完稅
		2010.1.1 至 2017.12.31	依 10%扣繳稅款，所獲配之利息所得應計入營利事業所得額，按 17%課稅。
		2018.1.1 以後	依 10%扣繳稅款，所獲配之利息所得應計入營利事業所得額，按 20%課稅。（註）
	在中華民國境內無固定營業場所之營利事業	2009.12.31 以前	依 15%分離課稅並完稅
		2010.1.1 以後	依 15%分離課稅並完稅

（註）：但營利事業課稅所得額在 50 萬元以下者，分 3 年逐步調高至 20%。亦即 2018 至 2020 年營利事業課稅所得額在 50 萬元以下者，其營利事業所得稅稅率分別為 18%、19%及 20%。

【資料來源】：所得稅法第 14 條之 1 第 2 項第 2 款、所得稅法第 24 條第 4 項、各類所得扣繳率標準第 2 條第 3 項第 3 款、各類所得扣繳率標準第 3 條第 4 項第 2 款，勤業眾信通訊 2018 年元月號，稅務篇：2018 年不可不知的新法規，本文彙整。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第四章　我國不動產投資信託基金之現況問題與監理建議

第一節　不動產投資信託基金面臨的困境與問題

第一項 錯誤的監理架構及規範核心

承前第三章第一節受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程所述，相較於同採信託型架構之不動產投資信託基金的新加坡及香港，我國在不動產投資信託架構下的受託機構與不動產管理機構，在本質上及權責上與新加坡及香港有莫大的差異，而這樣的差異也造成我國與新加坡及香港於不動產證券化市場上的淒涼與榮景的反差。

在新加坡及香港的不動產投資信託基金之信託架構下，此兩國之法律均有明文規定受託機構及不動產管理機構的權責與義務，其中最明確的規範即在於受託機構與不動產管理機構職司之明確性。新加坡之集合投資計畫準則及香港之房地產投資信託基金守則均有明確規定，不動產之管理及投資決策係由具有不動產專業之不動產管理機構負責，而受託機構的主要功能係在「執行不動產管理機構之投資指示」及為必要之「監督」，除非不動產管理機構的投資、管理、或處分決策係為重大而須經受益人會議決議或與一般法律之規定有衝突外，新加坡及香港的受託機構並不對不動產管理機構有過多的行政管理干預。

相較於新加坡及香港對於不動產管理機構之法律明文規範，我國不動產證券化條例中並未對不動產管理機構之職能及固有權限有明確之條文規範。不動產管理機構在不動產證券化過程中的存在，完全僅是基於受託機構之委任，這樣的情況亦與我國證券投資信託基金之規範係由負責基金操作之證券投資事業負法

DOI:10.6814/NCCU201900929

律上之主要權責，有所不同。

在我國不動產證券化條例之規範架構下，係由不動產投資信託基金之受託機構負法律上之主要權責，於此法律規範之下，非為不動產管理專業之受託機構卻要審核由專業不動產管理機構所提出的投資標的、投資策略、及投資計畫，且受託機構必須就不動產投資信託基金之信託財產的投資及管理成果，負營運上的責任。而以不動產管理機構而言，其乃本質上對信託財產之運用、管理及投資做出實質專業判斷及建議之人，但不動產管理機構卻無須面對主管機關的監理及投資大眾對於不動產投資基金投資及管理成果的檢視。由此可知，受託機構及不動產管理機構在權責分工及投資決策之角色，顯然甚為失衡。

自我國第 1 檔發行之不動產投資信託基金富邦一號於 2005 年 3 月募集成立以來，由於受託機構及不動產管理機構在不動產證券化條例中，所規範的權責分工及決策流程之明顯失衡，在過去 13 年間已經對我國不動產證券化市場及不動產投資信託基金之發展造成巨大的影響及傷害，茲就實務上已經產生的困境及問題，舉例說明如下：

一、定期信託財產價格合理性評估面臨繁複的審流程及核決程序

不動產投資信託基金對於信託財產之市場價值波動，會由不動產管理機構委任專業之不動產估價師，就不動產投資信託基金所持有信託財產之價值進行價格合理性進行定期性的評估。惟，依現行不動產證券化條例之規範，受託機構對於已經由不動產管理機構委任不動產估價師就信託財產出具之價格合理性意見，仍須由受託機構設置之信託財產評審委員會報告進行審核，並提報至受託機構之董事會就信託財產之主要內容進行評審。

如此繁複的二次審查及核決流程，雖然突顯我國不動產證券化條例及主管機關對於不動產投資信託基金其信託財產市場價格波動與評審的重視，但卻也相對顯示出由非專業機構審核專業機構的邏輯性問題，亦無法達到

DOI:10.6814/NCCU201900929

權責分工及執行上的效率。

茲舉例國泰一號（按：受託機構為土地銀行；不動產管理機構為國泰建經）於 2019 年 3 月 15 日於公開資訊觀測，公告受託機構設置之信託財產評審委員會報告董事會 2018 年第 4 季評審信託財產之主要內容，予以條列例示如下：[82]

（一）2019 年 3 月 15 日臺灣土地銀行股份有限公司第 6 屆第 10 次董事會議決議：報告洽悉。

（二）本行信託財產評審委員會結果：通過。

（三）評審基準日：2018 年 12 月 31 日。

（四）臺灣土地銀行股份有限公司受託經管國泰一號不動產投資信託基金（Cathay No.1 REIT，證券 編碼 01002T）

1. 委託人：本基金為股權性質，並於臺灣證券交易所上市交易，委託人及受益人為不特定投資大眾。

2. 受託日期：基金成立日期：2005 年 9 月 23 日，上市日期：2005 年 10 月 3 日，信託期間：本基金為永續經營，無存續期間。

3. 初始投資標的：

(1)喜來登飯店(全棟)：臺北市忠孝東路一段 12 號房地。

(2)台北西門大樓(全棟)：臺北市武昌街二段 77 號房地。

(3)台北中華大樓(全棟)：臺北市中華路一段 88 號房地。

4. 信託資產：

[82] 以下資料之來源為我國公開資訊觀測站（http://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 21 日）。

DOI:10.6814/NCCU201900929

(1)不動產(土地及房屋)：新臺幣 26,122,000,000 元。

(2)信託專戶餘額：新臺幣 106,120,851 元。

(3)定期性存款：新臺幣 480,000,000 元。

(4)應收款項：新臺幣 75,112,789 元。

(5)其他：新 臺幣 171,955,089 元。

以上 5 項合計金額（即資產總值）為新臺幣 26,955,188,729 元。(107/12/28 本基金每受益權單位淨值為新臺幣 18.86 元，當日證交所收盤價為新臺幣 14.86 元）

5. 基金運用情形：

(1)主要投資：本季內無主要投資。

(2)閒置資金運用：本季內共轉存定存新臺幣 300,000,000 元。

(3)收益分配情形：本季無收益分配。

(4)其他：有關台北中華大樓都更進度，於 2018 年 10 月 11 日取得容積移轉許可證明並 2018 年 11 月 27 日取得臺北市政府都市更新事業計畫核定函。

6. 現有三棟大樓（喜來登飯店、台北西門大樓及台北中華大樓），其價值並無變動。

二、空有鉅額閒置資金卻無法進行有效之投資及運用

受託機構非為投資管理專業，但又肩負法令及主管機關所賦予之龐大行政責任，故其在不動產及不動產相關權利之投資、處分或管理等決策上，

DOI:10.6814/NCCU201900929

易傾斜偏向風險較低或行政責任較輕之決策方案，惟此類決策方面往往並非以受益人之較佳收益為考量。

由於受託機構及不動產管理機構在權責分工的失衡及繁複流策流程，不動產管理機構在閒置資金的運用及投資策略上亦相對較為保守，依不動產證券化條例第 18 條之規定，不動產投資信託基金閒置資金之運用，應以下列各款方式為限：

（一）銀行存款。

（二）購買政府債券或金融債券。

（三）購買國庫券或銀行可轉讓定期存單。

（四）購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據。

（五）購買經主管機關核准之其他金融商品。

目前除了富邦一號及富邦二號等 2 檔不動產資投資信託基金有投資業經主管機構核准之不動產受益證券之外，其他各檔不動產投資信託基金之閒置資金均係存放在銀行（包括：活期存款及定期存款），以賺取銀行之利息收入，請參見表 3。

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 3：我國不動產投資信託基金閒置資金之運用情形及占發行受益證券之比重

項目	2018/12/31 銀行存款餘額	2018/12/31 金融投資餘額	銀行存款及金融投資合計	2018/12/31 本檔發行之受益證券餘額	銀行存款及金融投資佔發行受益證券比重
富邦一號	582,509,297	552,866,630	1,135,375,927	5,830,000,000	19.47%
國泰一號	586,120,851	-	586,120,851	13,930,000,000	4.21%
新光一號	642,238,020	-	642,238,020	11,300,000,000	5.68%
富邦二號	1,169,982,960	54,060,270	1,224,043,230	7,302,000,000	16.76%
國泰二號	482,977,806	-	482,977,806	7,200,000,000	6.71%
圓滿一號	56,473,910	-	56,473,910	3,000,000,000	1.88%
樂富一號	3,111,171,063	-	3,111,171,063	10,581,700,000	29.40%

【資料來源】：公開資訊觀測站，各檔不動產投資信託基金 2018 年 12 月 31 日財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 23 日。

惟，全球長年處於低利率時代，我國中央銀行已經連續多年維持利率凍漲的型態，近幾年我國銀行存款之利率極低，所以此 7 檔不動產投資信託基金 2018 年度將閒置資金運用於投資不動產受益證券及銀行存款後之換算為全年度之投資報酬率僅有 0.11%至 1.44%的水平，2018 年度投資報酬率之中位數為 0.54%及 0.57%平心而論，這樣的投資報酬率實在很難令受益人滿意。我國 7 檔不動產投資信託基金之閒置資金運用情形及 2018 年度於銀行存款及金融投資操作之投資報酬率，請參見表 4。

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 4：我國 7 檔不動產投資信託基金之閒置資金運用情形

項目	2018/12/31 銀行存款餘額	2018/12/31 金融投資餘額	銀行存款及金融 投資合計	2018 年度 利息收入總額	換算全年度之投 資報酬率（註）
富邦一號	582,509,297	552,866,630	1,135,375,927	16,370,636	1.44%
國泰一號	586,120,851	-	586,120,851	3,329,849	0.57%
新光一號	642,238,020	-	642,238,020	3,628,793	0.57%
富邦二號	1,169,982,960	54,060,270	1,224,043,230	4,671,741	0.38%
國泰二號	482,977,806	-	482,977,806	2,622,818	0.54%
圓滿一號	56,473,910	-	56,473,910	164,057	0.54%
樂富一號	3,111,171,063	-	3,111,171,063	282,579	0.11%

（註）：其中圓滿一號及樂富一號係分別於 2018 年 6 月 15 日及 2018 年 11 月 30 日成立，故 2018 年度投資報酬率之計算，業已換算為全年。

【資料來源】：公開資訊觀測站，各檔不動產投資信託基金 2018 年 12 月 31 日財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 23 日。

雖然將不動產投資信託基金的閒置資金擺放在銀行，完全符合不動產證券化條例第 18 條的規範，看起來也似乎是一個相當安全的作法（風險極低），而受託機構本身也隸屬於銀行的信託單位，自然對銀行的運作熟悉度，及銀行存款的風險度較易於掌控，但是閒置資金每年存放在銀行的結果，卻僅能賺取微薄的利息收人。對持有不動產投資信託基金之受益人而言，如此沒有經營效益的閒置資金運用方式，及毫無投資策略的投資管道，實在令人感到扼腕。

三、無法善用資金籌措管道適時投資或處分不動產標的

再者承前二所述，就算我國銀行存款的利率水準長期偏低，相對的，

DOI:10.6814/NCCU201900929

其亦反應我國金融機構的放貸利率亦長期處於偏低的水位。若市場上有適當的不動產投資標的，受託機構及不動產管理機構理應善用銀行資金之融通管道，適時為不動產投資信託基金投資具有增值空間或可帶來穩定租金收益之不動產或不動產相關權利之投資標的。惟，令人遺憾的是目前我國現行 7 檔不動產投資信託基金，除了圓滿一號及樂富一號係為 2018 年 6 月 15 日及 11 月 30 日成立之外，其餘富邦一號等 5 檔不動產投資信託基金，自成立後其所持有之不動產或不動產相關權利之標的，均不曾有任何的新增或變動，請參見表 1 各檔不動產投資信託基金所持有之信託財產部位。

如今，肇因於受託機構及不動產管理在權責分工的傾斜，受託機構由於要擔負面對主管機構管控及監理的壓力，因此受託機構必須就不動產投資信託基金之信託財產的投資及管理成果，負營運上的責任。不動產管理機構雖為不動產投資與管理的專業團隊，但只可對信託財產之運用、管理及投資做出實質專業判斷及建議，亦無須面對主管機關的監理及投資大眾對於不動產投資基金投資及管理成果的檢視。結果權責分工執行到最後的結果，往往是多一事不如少一事，多做多錯、少做少錯、不做不錯的消極思維。

對參與投資不動產投資信託基金之受益人而言，我們期待的是受託機構及不動產管理機構可以善用受益人參與募集及發行受益證券之資金，將這些資金用以投資更具有經濟效益的不動產或不動產相關權利之投資標的。對照美國、新加坡及香港等國家的不動產投資信託基金在不動產投資標的多樣性及變動性，目前我國 7 檔不動產投資信託基金所持有之信託財產，均為各創始機構當時參與該檔不動產投資信託基金證券化時，所移轉之原始投資標的，自始未曾改變。

我國 7 檔不動產投資信託基金的受託機構及不動產管理機構，對於其

DOI:10.6814/NCCU201900929

所屬不動產投資信託基金的信託財產布局與投資策略，顯然過於消極。雖然係因不動產證券化條例中對於受託機構及不動產管理機構的權責分工及決策流程的規範過於傾斜，卻是我國不動產證券化市場無法快速蓬勃發展的一大困境與難題。

四、變相以終止信託並進行清算，以達成受益人分配信託財產已實現增值利益之投資目的

承前三所述，不動產投資信託基金之受託機構及不動產管理機構，應於不動產之市場價格行情上漲時，適時處分既有之不動產投資標的，再以處分不動產投資標的所收之現金部位持續購入新的不動產投資標的，如此不動產投資信託基金的受益人才有參與及享受不動產投資信託基金信託財產增值的好處，亦即受益人可參與分配不動產投資信託基金的信託財產增值利益。

令人遺憾的是，受託機構及不動產管理機構往往著眼於不易於市場上取得類似現時持有的不動產投資標的，因此目前已經在我國發行的 10 檔不動產投資信託基金（其中：基泰之星、三鼎及駿馬一號已經分別於 2012 年及 2015 年下市（櫃）並完成清算程序），截至目前為止，未曾有任何一檔不動產投資信託基金曾經處分其信託財產中之不動產部位。

雖然這 10 檔不動產投資信託基金的每單位基金期末資產淨值，隨著所持不動產標的之市場行情逐漸上升，經由不動產估價師對該所屬不動產部位估價的鑑價結果，於不動產投資信託基金的財務報告上真實反應不動產投資信託基金其所持不動產價值的增加，但是除非受益人將其所持之該檔受益證券於集中交易市場出售，否則無法實現其因持有受益證券所彰顯的不動產增值利益。

除了圓滿一號及樂富一號因係於 2018 年才剛成立之不動產投資信託基金之外，其餘各檔不動產投資信託基金自成立日迄今，其信託財產（包

DOI:10.6814/NCCU201900929

括：受益證券、不動產及無形資產—地上權）截至 2018 年 12 月 31 日止，其信託財產增值利益占總資產之比重約為 29.92%至 43.15%，其占總資產之比重頗高。而截至 2018 年 12 月 31 日止，每單位基金未實現之重估增值利益除富邦二號較低僅有 4.73 元之外，其餘各檔每單位基金未實現之重估增值利益，更高達 7.20 元至 8.86 元，每單位基金之實現利益相當的高。關於我國目前 7 檔不動產投資信託基金，截至 2018 年 12 月 31 日因信託財產評價產生之未實現重估增值利益情形，及其占各不動產投資信託基金總資產及發行受益證券比例，請參見表 5。

表 5：我國 7 檔不動產投資信託基金因信託財產評價產生之未實現重估利益情形

項目	2018/12/31 信託財產重估增值	2018/12/31 總資產	信託財產重估增值利益佔總資產比重	2018/12/31 每單位基金未實現之重估增值利益	2018/12/31 每單位基金期末資產淨值
富邦一號	4,198,063,895	13,001,850,064	32.29%	7.20	18.15
國泰一號	11,122,992,670	26,953,183,737	41.27%	7.98	18.85
新光一號	8,804,804,291	25,278,424,761	34.83%	7.79	17.63
富邦二號	3,453,693,683	11,541,474,313	29.92%	4.73	15.16
國泰二號	6,379,732,949	14,784,496,290	43.15%	8.86	19.63
圓滿一號	115,161,723	3,243,586,427	3.55%	0.38	10.53
樂富一號	0	10,589,917,745	0.00%	0.00	9.93

【資料來源】：公開資訊觀測站，各檔不動產投資信託基金 2018 年 12 月 31 日財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 23 日。

再者，我國不動產投資信託基金於集中交易市場之交易量甚低，因此一般受益人若欲出售其所持有之受益證券部位，亦不易在集中交易市場上以較佳之價格售出。因此，受益人若想藉由直接於集中交易市場出售受益

DOI:10.6814/NCCU201900929

證券，以反應其因持有受益證券之不動產增值利益，在操作方面有實務上的困難。

也因此，詭異的事情由此揭開序幕，靈活的受益人召開受益人會議，決議終止信託契約並進行清算，由於不動產投資信託基金所持有的信託財產（主要係為不動產）因清算而處分，故持有該檔不動產投資信託基金受益證券之受益人，透過終止信託契約並進行清算，間接實現及反應其因持有受益證券所賺得的不動產增值利益。既然透過現有的不動產信託機制，難以經由受託機構、不動產管理機構及主管機關的參與及核准，適時處分或投資信託財產，選擇終止信託契約並進行清算不啻是一個爭議較少、效率較好的處理方式。

以基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔業已終止信託契約並進行清算之不動產投資信託基金觀之，透過清算程序之進行，受託機構將不動產投資信託基金所持有之信託財產處分後，對受益人其所持有之每單位受益證券可分配之不動產動產增值利益分別為 3.64 元、13.39 元及 9.90 元，請參見表 6。

表 6：基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔之信託財產因清算程序之處分情形

項目	清算分配日	信託財產處分價格	信託財產帳面餘額	處分利益	發行受益證券（單位數）	處分每單位基金可分配之不動產增值利益
基泰之星	2012.2.24	3,330,000,000	2,429,981,578	900,018,422	247,000,000	3.64
三　　鼎	2012.4.20	8,927,256,323	3,767,876,088	5,159,380,235	385,179,000	13.39
駿馬一號	2015.4.24	8,354,123,500	4,115,209,709	4,238,913,791	428,360,000	9.90

【資料來源】：公開資訊觀測站，基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔不動產投資信託基金於清算分配日當年度之財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5

DOI:10.6814/NCCU201900929

月 23 日。

對受益人而言，清算信託產不僅可帶來豐厚的已實現不動產增值利益，而且在該檔不動產投資信託經受益人會議決議通過終止信託契約及進行清算程序當時，該檔不動產投資信託基金在集中交易市場的價格行情，亦同時快速上升並反應透過終止信託契約並進行清算，對受益人所帶來的好處，請參見表 7。亦即，受益人經由受益人會議決議，變相以終止信託契約之方式，完成清算不動產投資信託基金，以達成受益人分配信託財產已實現增值利益之投資目的。

表 7：終止信託契約並進行清算前、後年度之期末每單位基金資產淨值

項目	清算分配日	清算分配日期末每單位基金資產淨值	決定清算前一年度期末每單位基金資產淨值
基泰之星	2012.2.24	13.62	10.83
三　　鼎	2012.4.20	21.21	12.08
駿馬一號	2015.4.24	19.91	15.30

【資料來源】：公開資訊觀測站，基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔不動產投資信託基金於清算分配日當年度之財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 5 月 23 日。

五、小結：

依不動產證券化條例之規定，金管會係為我國不動產投資信託基金之主管機關，目前實務上辦理不動產投資信託基金之募集時，係由隸屬於金管會之銀行局為不動產證券化案件之審核主體，亦即募集不動產證券投資信託金時，先由臺灣證券交易所或財團法人櫃檯買賣中心於審核後核發上

DOI:10.6814/NCCU201900929

市或上櫃同意書後，再函報金管會之銀行局申請核准。

我國於 2004 年不動產證券化條例立法當時，確立以信託為不動產證券化之法律架構，不動產證券化之募集、管理、投資及處分不動產之權責機構為受託機構，並得由受託機構委託不動產管理機構管理、投資及處分不動產，故在現行不動產證券化條例之架構，受託機構係為不動產證券化條例之規範主體。依不動產證券化條例第 3 條第 1 項之規定：「本條例所稱主管機關，為金融監督管理委員會。」而金管會銀行局雖非受託機構之主管機關，但卻實際統合相關業務，實務上係由銀行局負責監管受託機構。

在現行法規架構下，幾乎所有不動產投資信託基金之重要投資決策，均須經過受託機構之決定及核准，雖然受託機構擔負絕大多數不動產證券化條例所賦予的工作及義務，但係依信託契約所載之約定給付受託機構有限之報酬，亦即擔任受託機構者之權責義務繁重，行政管理風險偏高，但所受之報酬卻有限。關於我國目前集中交易市場7檔不動產投資信託基金，其受託機構及不動產管理機構於信託契約規定之報酬計算方式，請參見表 8。

表 8：我國受託機構及不動產管理機構之報酬計算方式

項　　目	受託機構	不動產管理機構
富邦一號	受託機構報酬，依信託契約規定係自其擔任本基金受託機構之日起，至受託機構停止擔任本基金受託機構之日止，按本基金資產價值之每年 0.0575%之比率，逐日累計計算。	管理機構報酬，依信託契約規定係按本基金資產中不動產與不動產相關權利價值（不計入其上之擔保物權或負債）以每年 0.02%之比率，逐日累計計算所得之金額。
國泰一號	受託機構報酬自其擔任本基金受託機構之日起，至受託機構停止擔任本基金受託機構之日止，報酬計算方法如下：按本基金總資產價值之每年 0.05%之比率，逐日累計計算。	本基金之不動產經營與管理係委任國泰建築經理股份有限公司為之，不動產管機構報酬計算原係按本基金總資產價值，採用級距方式計算，未滿 60 億元部分，按每年 0.2%之比率，60 億元以上部分，按每年 0.05%之比率，逐日累計計算。茲因

DOI:10.6814/NCCU201900929

項　　目	受託機構	不動產管理機構
		管理事務更加複雜，原報酬計算方式不符時宜，故自 2016 年 4 月 6 日雙方同意更改報酬計算係按本基金總資產價值 0.12%之比率，逐日累計計算。
新光一號	本基金之受託機機報酬，自其擔任本基金受託機構之日起，至停止擔任本基金受託機構之日止，107 年度係按本基金總資產價值年率 0.0425%之比率，逐日累計計算，並自本基金成立日起每月給付乙次。	本基金之不動產管理機構之管理報酬，自其擔任本基金不動產管理機構之日起至停止擔任本基金不動產管理機構之日止，係按本基金總資產價值年率 0.15%（不含加值型營業稅）之比率，逐日累計計算，並自基金成立日起每月給付乙次。
富邦二號	受託機構報酬自其擔任本基金受託機構之日起，至受託機構停止擔任本基金受託機構之日止，係按本基金資產價值之每年 0.0575%（含稅）之比率，逐日累計計算。	本基金之不動產經營與管理係委任富邦建築經理股份有限公司為之，管理報酬係按本基金資產價值，以每年 0.03%（營業稅另計），逐日累計計算，管理報酬自本基金成立日起每月給付乙次。
國泰二號	1. 受託機構得求支付受託機構報酬，其計算方式如下：自其擔任本基金之受託機構之日起（含）至停止擔任本基金之受託機構之日（不含）止，按本基金總資產價值，以每年 0.042%之比率（含營業稅），逐日累計計算。 2. 第 1 款所定之報酬，於次曆月第五個營業日（含）前以新台幣由受託機構自本基金撥付之。 3. 受託機構之報酬得經受益人會議決議增減之，但不得以臨時動議提出。 4. **<u>受託機構不得收取績效獎金。</u>**	1. 本基金之基金資產管理及不動產管理工作係委任國泰建築經理股份有限公司辦理，不動產管機構報酬計算原係按本基金總資產價值，採用級距方式計算，未滿 60 億元部分，按每年 0.2%之比率，60 億元以上部分，按每年 0.05%之比率，逐日累計計算。 2. 依國泰二號 2018 年度財務報表暨會計師查核報告之揭露內容，2018 年度不動產管理機構報酬係按本基金總資產價值年率 0.17%之比率（不含營業稅），逐日累計計算。 3. **<u>不動產管理機構不得收取績效獎金。</u>**
圓滿一號	1. 受託機構報酬，自其擔任本基金受託機構之日起至受託機構停止擔任本基金受託機構之日止，按本基金總資產價值每年 0.06%之比率，逐日累計計算，並自本基金成立日起每曆月給付乙次。 2. **<u>受託機構績效報酬</u>：受託機構依現行法令規定，如年度 12 月 31 日（下稱「選定日」）之每一受益權單位之淨資**	1. 不動產管理機構之管理報酬，自其擔任本基金不動產管理機構之日起至停止擔任本基金不動產管理機構之日止，係按本基金總資產價值年率 0.10%之比率（含加值型營業稅），逐日累計計算，並自基金成立日起每月給付乙次。 2. **<u>不動產管理機構之績效報酬</u>： 不動產管理機構依現行法令規定，如年度 12 月 31 日（下稱「選定日」）之每一受益**

DOI:10.6814/NCCU201900929

項　　目	受託機構	不動產管理機構
	產價值，高於前次受益人會議同意發放績效報酬提案之每一受益權單位之淨資產價值時（提案標準），本基金受託機構得於最近一次受益人會議提案收取績效報酬。績效報酬收取每年以一次為限。受託機構得按本基金淨資產價值每年 0.03%之比率，逐日累計計算績效報酬。	**權單 位之淨資產價值，高於前次受益人會議同意發放績效報酬提案之每一受益權單位之淨資產價值，高於前次受益人 會議同意發放績效報 酬提案之每一受益權單位之淨資產價值時（提案標準），本基金不動產管理機構得於最近一次受益人會議 提案收取績效報酬。績效報酬收取每年以一次為限。不動產管理機構得按本基金淨資產價值每年百分之 0.03%之比率，逐日累計計算績效報酬。**
樂富一號	1. 本基金之受託機機報酬，自其擔任本基金受託機構之日起至停止擔任本基金受託機構之日止，係按本基金總資產價值年率 0.11%（含稅）之比率，逐日累計計算，並自本基金成立日起每月給付乙次。 2. **<u>受託機構績效報酬：</u>受託機構依現行法令規定，如年度 12 月 31 日（下稱「選定日」）之每一受益權單位之淨資產價值，高於前次受益人會議同意發放績效報酬提案之每一受益權單位之淨資產價值時（提案標準），本基金受託機構得於最近一次受益人會議提案收取績效報酬。績效報酬收取每年以一次為限。受託機構得按本基金淨 資產價值每年 0.03%之比率，逐日累計計算績效報酬。**	1. 本基金之不動產管理機構報酬，自其擔任本基金不動產管理機構之日起至停止擔任本基金不動產管理機構之日止，自本基金成立之日起前三個年度係按本基金總資產價值年率 0.15%（不含稅）計算而得；前述三個年度屆滿後係按本基金總資產價值年率 0.20%（不含稅），逐日累計計算，並自基金成立日起每月給付乙次。 2. **<u>不動產管理機構之績效報酬：</u> 不動產管理機構依現行法令規定，如年度 12 月 31 日（下稱「選定日」）之每一受益權單 位之淨資產價值，高於前次受益人會議同意發放績效報酬提案之每一受益權單位之淨資產價值時（提案標準），本基金不動產管理機構得於最近一次受益人會議提案收取績效報酬。績效報酬收取每年以一次為限。不動產管理機構得按本基金淨資產價值每年 0.03%之比率，逐日累計計算績效報酬。**

【資料來源】：公開資訊觀測站，各檔不動產投資信託基金於募集時之公開說明書及 2018 年 12 月 31 日財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙整，最後瀏覽日期：2019 年 7 月 6 日。

DOI:10.6814/NCCU201900929

本文經檢視及閱覽目前於我國集中交易市場掛牌之 7 檔不動產投資信託基金於募集受益憑證當時之公開說明書及其 2018 年 12 月 31 日之財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文並將此 7 檔不動產投資信託基金其受託機構及不動產管理機構之報酬計算方式，予以彙整如表 8 所示。由表 8 所示之我國受託機構及不動產管理機構之報酬計算方式，可以發現我國主管機關對於受託機構及不動產管理報酬監理之演變，及受託機構及不動產管理機構其報酬計算方式之現況，茲予說明如下：

（一）未有收取績效報酬之規定：

於 2005 年 3 月至 2006 年 4 月上市之富邦一號、國泰一號、新光一號及富邦二號等 4 檔不動產投資信託基金，其信託契約對於受託機構及不動產管理機構之績效報酬(績效獎金)均未有任何規定。既然信託契約未有明文規定，受託機構及不動產管理機構自無收取績效報酬之契約依據。

（二）禁止收取績效報酬：

於 2006 年 10 月上市之國泰二號，其於 2012 年 10 月 26 日召開國泰二號受益人會議修訂信託契條文及配合修訂內容變更不動產投資信託計畫，並於 2012 年 12 月 26 日於公開說明書增補相關資訊。其中，國泰二號於其新修訂之信託契約中增訂「**受託機構及不動產管理機構不得收取績效獎金**」之規定。

（三）開放收取績效報酬：

我國金管會依據不動產證券化條例授權訂定「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」(以下簡稱本處理辦法)，於 2003 年 9 月 30 日發布施行以來，嗣後歷經 2004 年 6

DOI:10.6814/NCCU201900929

月 3 日及 2010 年 4 月 1 日等 2 次修正。直到 2015 年 9 月 17 日為第 3 次修訂時，為提供受託機構與不動產管理機構興利之誘因，以利其管理信託財產，提升不動產投資信託基金運用績效，金管會爰修正本處理辦法第 12 條規定，刪除第 1 項第 2 款，放寬受託機構與不動產管理機構得收取績效報酬；另為避免收取績效報酬導致受託機構及不動產管理機構之道德風險，參考香港「房地產投資信託基金守則」、新加坡「Code on Collective Investment Schemes」、及「證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法」規定，並審酌中華民國信託業商業同業公會之建議，增訂第 3 項有關收取績效報酬應遵守之規定。[83]

本處理辦法第 12 條第 3 項規定：「不動產投資信託基金之受託機構或不動產管理機構收取績效報酬，應遵守下列規定：一、績效報酬應適當合理，就非屬受託機構或不動產管理機構經營管理能力部分，不宜收取績效報酬。二、每年最多可收取一次績效報酬。三、信託契約應明確約定績效報酬計算方式（含計算績效基礎）及收取範圍，並揭露於公開說明書或投資說明書。四、受託機構或不動產管理機構收取績效報酬，應以書面說明業績表現、收取績效報酬之理由及確定收取之金額，提經受益人會議決議通過。五、績效報酬應於不動產投資信託基金之淨資產價值超逾計算績效基礎淨資產價值時方可收取。六、首次提案收取績效報酬之計算績效基礎，係該不動產投資信託基金前一年度平均淨資產價值。其後提案收取績效報酬時，應以前次受益人會議提案之淨資產價值為計算績效基礎。」

因此，分別於 2018 年 6 月及 12 月掛牌上市的滿圓一號及樂富

[83] 受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法於 2015 年 9 月 17 日修訂第 12 條之修正總說明（最後瀏覽日期：2019 年 7 月 6 日）。

DOI:10.6814/NCCU201900929

一號於其信託契約中，已明文規定受託機構及不動產管理機構依信託契約之規定，得提案受益人會議收取績效報酬。

而接受受託機構委任且具有不動產管理專業之不動產管理機構，依現行不動產證券化條例之規定，其卻非金管會銀行局之監理對象，有關不動產管理機構之資格條件及委任契約之重要內容，僅能依不動產證券化條例第 4 條第 4 項及第 5 項之規定，由信託公會洽商不動產管理機構之商業同業公會擬訂命令後予以規範。故，金管會銀行局僅能間接透過對受託機構之監理，對不動產管理機構進行監督及管理。此亦顯示，我國受託機構及不動產管理機構在權責分工、權利義務及受監理之行政強度，相較新加坡及香港現行之監理制度及作法，有頗大之偏差及失衡。

再者，不動產證券化條例之主管機關銀行局本身所轄之業務繁多，不動產及不動產相關權利之投資、管理及處分根本非其專業（有言者，不動產證券化條例之主管機構應為我國內政部，就不動產之專業管理能力似較為妥適。），但礙於其為主管機關之監理地位，因此從不動產證券化條例自 2003 年 7 月 23 日施行以來，銀行局對於受託機構及其不動產證券化之相關業務的管理始終採取極為保守及嚴格的監理態度。

主管機關保守及嚴格的監理態度，亦可由我國遲至 2016 年及 2017 年才陸續開放我國不動產投資信託基金得以投資於海外不動產及開發型之不動產案件，獲得佐證。又即使金管會及銀行局最後迫於受託機構、不動產管理機構及廣大受益人對不動產投資信託基金發展的殷切期待，對不動產投資信託基金投資於海外不動產及開發型之不動產案件予以開放，但是主管會仍設有諸多門檻及限制，致使不動產管理機構仍難以發揮不動產管理專業、始終無法在不動產投資信託基金的投資、管理及處分之策略規劃大顯身手，長久積習累弊的結果，亦導致受託機構對不動產投資信託基金採

DOI:10.6814/NCCU201900929

行更消極的經營管理及運作模式。

我國不動產投資信託基金實務運作的結果，徵結點在於法規監理架構及規範核心之錯置，蓋不動產投資有其專業性，且須以創造價值及追求報酬率為目的，並非僅在於分配現金，與金融資產證券化下資產信託之情形不同。金融資產證券化體系下，受託機構主要任務係將持有之金融資產所產生之現金流分配出去，受託機構並不經營與創造價值；惟於不動產投資信託架構下，受託機構之專業應係擔任保管角色，職司資產保管，不動產投資之專業則應委由不動產管理機構進行管理。[84]

惟，我國現行不動產證券化條例因係採信託架構，故係以受託機構為規範之權責主體，並由受託機構擔負絕大部分之責任及義務，但其在不動產專業上卻不若不動產管理機構之專業，因此亦衍生受託機構缺乏積極性誘因及充分動機，而未對其所屬之不動產投資信託基金進行積極管理與經營的問題，致使不動產投資信託基金之經營發展始終未能因應市場趨勢，無法達到投資人預期之經營成果，也導致我國不動產投資信託基金在長久以來一直未能蓬勃發展，甚至有基泰之星、三鼎及駿馬一號等 3 檔不動產投資信託基金，最終選擇終止信託契約、進行清算及申請下市（櫃）的黯然結果。

第二項 缺乏配套與期待鬆綁的開發型投資

一、投資於開發型之不動產或不動產相關權利時，須待領得建造執照後，不動產投資信託基金始可投注資金

2009 年 1 月 21 日我國不動產證券化條例進行第 1 次的修法，本次修法的最亮點即在於開放將開發型不動產及不動產相關權利納入不動產投資

[84] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 212 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

信託基金的投資範圍。以當時的時空背景及市場氛圍，主管機構期待過不動產證券化條例之修法，塑造有利於國內不動產開發之環境，增加不動產之籌資管道及管理機制，並藉以活絡不動投資市場。

惟，若以開發型不動產或不動產相關權利作為投資標的，不動產投資信託基金首先必須面對的兩大難題：

（一）期間冗長

開發型不動產及不動產相關權利的開發期間通常耗時甚久，而期間越久的開發型案件對不動產投資信託基金及其受益人而言，通常其風險越高。

（二）收益極低

不動產投資信託基金對大部分的受益人最具吸引力的一點即在於穩定之收益率，惟尚在開發期間案件可能根本無法產生任何收益，甚至建造完成後亦須要經過招商及試營運（或試轉）方可逐漸產生收益，因此並不甚符合不動產投資基金及受益人對收入穩定性之需求。

再者，尚且受限於不動產證券化條例第 17 條第 5 項[85]之規定，募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以下列各款標的為限：

1. 都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。

2. 促進民間參與公共建設法所稱公共建設。

[85] 同前註 70。

DOI:10.6814/NCCU201900929

3. 經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。

由此可知，在不動產證券化條例尚未有明文規定之情形下，採募集方式之不動產投資信託基金，若欲投入不動產或不動產相關權利之開發案件，仍有投資標的上的限制，只能限縮在符合不動產證券化條例第 17 條第 5 項所規範之都市更新或公共建設案件。

都市更新案件（以下簡稱：都更案件）雖為符合不動產證券化條例第 17 條第 5 項所規範之可投資開發型不動產標的，然都更案件若配合都市更新條例之規定，自劃定都更單元開始至建造完成大約需耗時 8 年，期間收益率、投資意願均低，但費用、融資條件嚴苛且利息高。[86]

而不動產證券化條例第 17 條第 4 項[87]又規定，不動產投資信託基金投資於開發型之不動產或不動產相關權利時，如須取得建造執照者，應於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用該基金款項。亦即，不動產投資信託基金之資金，若欲投資於開發型之不動產或不動產相關權利時，必須待該項建造標的取得主管機關核發之建造後，不動產投資信託基金才可動撥資金投注於該項開發標的。

就都更案件在實務上之運作情形，不動產證券化條例第 17 條第 4 項顯然是一個非常不合時宜（又或者不食人間煙火）的法律條文，概絕大多數的都更案件最需要資金投入的時間點通常皆為案件初期，如果這些都更案件皆已達取得建照之階段，開發商為何此時還需要不動產投資信託基金的參與及資金投入？既然最艱難的階段，開發商都已經挺過，試問這個時候開發商又怎麼會同意讓不動產投

[86] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 210 頁。
[87] 同前註 69。

DOI:10.6814/NCCU201900929

資信託基金或其他投資人加入，而讓其自身之獲利被稀釋？故，截至目前為止尚未有任何一檔公開募集的不動產投資信託基金，投入開發型不動產或不動產相關權利之都更案件或公共建設案件。

二、雖放寬私募不動產投資信託基金之投資比例為 100%，但仍限制僅能投資於法律規範之公共建設類型開發案

另，金管會 2017 年 6 月 30 日以金管銀票字第 10600146140 號令函釋，募集或私募不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利之比率上限。募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之 15%。私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之 40%。但若採私募之不動產投資信託基金於投資公共建設時，得不受該不動產投資信基金信託財產價值之 40%上限的限制，其投資比例放寬為 100%。

金管會於 2017 年 6 月 30 日以金管銀票字第 10600146140 號令函釋，雖然開放私募之不動產投資信託基金於投資公共建設時，其投資比例得放寬為 100%，但是仍然限縮私募之不動產投資信託基金僅能投資於屬於「公共建設」型態之開發型不動產，此點甚為可惜。若能搭配我國經濟發展或社會福利政策的推動與施行，適度放寬私募不動產投資信託基金之投資範圍，或許可對不動產投資信託基帶來更多元化的投資管道及協助政府推動更多有利於人民的經濟發展或社會福利政策。例如我國政府為因應人口老化問題，一直在長照方面的議題有諸多努力，但是如果能夠適度開放募集或私募之不動產投資信託基金參與長照設施或長照機構之開發案件，不啻更能發揮更大的效益。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第三項 窒礙難行的海外不動產投資及風險

我國於不動產證券化之施行採投資標的明訂原則，若非於不動產證券化條例第 17 條第 1 項明文規定之投資標的，則不動產投資信託基金就不得投資該項不動產標的。主管機關決定開放國內之不動產投資信託基金投資海外不動產，主要係因我國不動產市場之租金行情相較國際主要國家長期呈現偏低的實況，而國內的不動產市場又缺乏具商業性及穩定性之投資標的（例如：具有穩定租金收益之商大樓或大賣商場），因此金管會於 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令正式開放我國不動產投資信託基金得投資境外不動產及不動產投資信託基金。

主管機關期許藉開放不動產投資信託基金投資海外收益率較佳之不動產，以有效提升不動產證券投資信託基金收益率，進而擴大及鼓勵國內投資人或持有不動產之創始機構參與投資不動產投資信託基之意願（例如：我國之壽險業者除可擔任創始機構將其所持之海外不動產投資標的提供參與不動產證券化之外，亦或可參與不動產投資信託基金於募集或私募投資海外不動產時成為其受益人），以活絡我國之不動產證券化市場。

惟依該規定不動產投資信託基金投資境外不動產須於不動產投資計畫載明確定之投資標的，再向主管機關申請核准，時程過於冗長，致該規定訂定以來，尚無不動產投資信託基金投資境外不動產，為提高實務運作彈性，使不動產投資信託基金之投資標的多元化，並透過投資資訊之充分揭露，兼顧保障投資人權益，以利不動產投資信託基金市場之健全發展，爰修正前揭規定。[88]為改善前揭問題，金管會遂於 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令，並廢止金管會於 105 年 3 月 22 日發布之金管銀票字第 1054000053 號令。

遺憾的是不管是金管會 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令，

[88] 同前註 78。

DOI:10.6814/NCCU201900929

抑或 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令的公布或施行，我國正式開放投資海外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金迄今已逾 3 年，惟我國截至目前除尚未有受託機構於募集或私募之不動產投資信託基金涉及投資國外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金之外，目前於我國臺灣證券交易所上市之 7 檔不動產投資信託基金，亦均無投資國外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金之情形，請參見表 1。探究現行實務運作，主要係因以下困境及問題所致，茲予說明如下：

一、與不動產投資「斡旋實務」脫節的法令規範

依金管會 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令第 1 點規定，涉及境外不動產、不動產相關權利或不動產投資基金時，其不動產投資信託計畫書應載明之投資處理程序，至少應包括：投資方針及策略、投資地區、類型、架構之評估分析內容說明、投資標的之評估、交易及作業處理程序及基金風險管理措施等內容，亦對參與國外不動產投資標的之投資之專業律師及會計師有相關規定。繁複的調查及作業程序，在實務運作上有相當高的難度，茲予舉例說明如下：

（一）不動產投資信託計畫應載明之事項

依據金管會 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令第 2 點規定，受託機構募集或私募之不動產投資信託基金，倘涉及投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金時，其不動產投資信託計畫應載明境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金之投資處理程序，其內容至少應包括：投資方針及策略、投資地區、類型、架構之評估分析內容說明、投資標的之評估、交易及作業處理程序及基金風險管理措施。

對照金管會 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令

DOI:10.6814/NCCU201900929

第 2 點關於不動產投資信託計畫應載明確定之投資標之規定，雖意欲避免不動產投資信託基金投資國外不動產，需變更不動產投資信託計畫載明確定之投資標的，須經受益人會議同意後，再提出相關書件資料向主管機關申請核准所需之冗長期間等問題，然而以我國目前不動產投資信託基金之運作模式，因已涉及投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金，故依 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令第 2 點規定，其不動產投資信託計畫亦應載明投資標的之評估、交易及作業處理程序及基金風險管理措施，此時受託機構縱使無須召開受益人會議，惟依不動產證券化條例第 57 條第 1 項第 3 款之規定觀之，難道此可謂非屬「其他足以影響受益人權益之重大情事」？

再者，尚且不論前段所述是否仍屬「其他足以影響受益人權益之重大情事」之事項而須召開受益人會議，依 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令第 4 點之規定，不動產投資信託基金涉及投資境外不動產或不動產相關權利者，受託機構應於交易前對交易對象及標的善盡調查及瞭解責任。金管會雖於 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令並廢止 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令，但對於不動產投資信託基金涉及投資境外不動產或不動產相關權利時，受託機構仍應就該交易之對象及其交易對其持有不動產或不動產相關權利之情形，仍應善盡調查及瞭解責任，似乎並未有任何明顯的差異或改變。

故投資境外不動產或不動相關權利所花費之調查時間，及不動產管理機構審核國外不動產標的與受託機構之董事會通過募集（或私募)及決議投資國外不動產等複雜的申請流程與漫長的作業時間，初估至少仍約須費時 6 至 8 個月。

DOI:10.6814/NCCU201900929

金管會雖於 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令並廢止 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令，但探究其規範內涵仍未與不動產交易市場之一般交易法則及商業慣例允合。不動產之賣方怎麼可能苦苦等待買方 6 至 8 個月的作業期間，而不動產之買方又怎麼願意在交易根本尚未明朗之前就提早揭露不動產之交易資料，更何況不動產的交易仍尚未確定即予揭露，可能因此反而招致不動產市場上的其他投資人加入競爭。

再者，6 至 8 個月的漫長作業期間，將使不動產之買方及賣方均因此而增添不必要的額外匯率波動風險，也提高不動產交易可能因過早曝光而提前破局之風險。

（二）支付斡旋金與投資標的明確性的衝突與兩難

一般不動產之交易實務上，通常均有支付斡旋金之約定。試問若現實交易情境中，若發生以下情事時該如何解決：

1. 若不動產投資信託基金為價格協商而支付斡旋金，將來若因主管機構審查期間過於冗長導致不動產買賣交易破局，則不動產投資信託基金業已支付斡旋金所產生的損失，將由何人負擔？

2. 若不動產投資信託基金支付之斡旋金數額過於龐大，未來的確無法排除不動產投資信託基金或其投資人藉主管機關審查作業時間過長導致不動產交易破局之理由，向主管機關提出法律訴訟之可能。

3. 若不動產投資信託基金在價格協商過程中並未支付斡旋金，則自無「確定之投資標的」可言。試問，此時受託機構又該如何於不動產投資信託計畫載明「投資標的之評估、交易及作業處理程序」，

DOI:10.6814/NCCU201900929

以提供主管機關進行審核？

4. 再者，2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令所要求之應備文件及資料，仍然甚為繁複；與 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令所要求之應備文件及資料相較似無太大落差。在不動產投資信託基金尚未支付斡旋金之前，不動產之賣方又怎麼可能配合提供完整詳細之資料予不動產之買方。試問，主管機構又如何期待不動產投資信託基金若涉及投資境外不動產或不動產相關權利時，受託機構可以於交易完成後 15 個營業日如此短暫的期間內，備妥 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令第 5 點所要求備齊供主管機關備查之全部文件？

5. 又，我國之主管機關之審查原則上仍以書面審查為主，實務上極少進行實地查核，則主管機關又該如何透過書面審查，核實文件內容及國外不動產標的之真實性？而主管機關如此的審核程序，是否反而因此承擔不動產投資信託基金投資國外不動產時不必要的審查失誤風險，而引致未來的受益人集體訴訟可能性？

二、借入款項之可投資標的為不動產相關權利而非不動產相關有價證券

依金管會 2016 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號令第 2 點之規定， 國外不動產投資信託基金為不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 5 款所稱經主管機關核准得投資或運用之標的。由此觀之，我國不動產投資信託基金若意欲投資國外之不動產投資信託基之並無不可。惟，依現行已發行之各檔不動產投資信託基金之信託契約，均有須將收益之 90%以上進行分配之相關規定，因此不擬增額募集前提下僅能透過對外融資之方式，以借入款項投資於國外不動產投資信託基金，以增加我國不動產投資信託

DOI:10.6814/NCCU201900929

基金之投資收益。

惟，依我國不動產證券化條例第 19 條第 1 項之規定，受託機構得依不動產投資信託契約之約定，以信託財產借入款項。但借入款項之目的，以不動產或不動產相關權利之取得、開發、營運，或以配發利益、孳息或其他收益所必需者為限。從不動產證券化條例第 19 條第 1 項之條文觀之，以信託財產借入款項，僅得用以投資「不動產或不動產相關權利」。惟，其所謂之「不動產相權利」似僅指為不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 2 款所規定之「不動產相關權利」,而未包括不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 3 款所規定之「不動產相關有價證券」。

故，我國不動產投資信託基金若擬以對外融資之方式，投資國外之不動產投資信託基金，以增加我國不動產投資信託基金之投資收益，在適用之法源上顯有困難。概，我國不動產證券化條例第 19 條第 1 項之規定，於立法或後續修法之時或有疏漏，既然我國不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 3 款，已將「不動產相關有價證券」納入規範，則不動產證券化條例第 19 條第 1 項之現行規定，顯有修法之必要。

三、由受託機構 100%持有特殊目的公司的困難度太高

依金管會 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000530 號令之規定，不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 1 款所稱不動產投資信託基金投資或運用於已有穩定收入之不動產，包括得於國外成立特殊目的公司投資國外不動產，該特殊目的公司係指由不動產投資信託之受託機構所持有，並以投資國外地區不動產為目的且不得經營其他業務之公司。

由前揭金管會 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000530 號令之規定可知，該特殊目的公司必須係由受託機構 100%所持有之子公司，而該子公司係以投資國外地區之不動產為目的且不得經營其他業務。目前在我國

DOI:10.6814/NCCU201900929

集中交易市場上市的 7 檔不動投資信託基金之受託機構分別為土地銀行、兆豐銀行、王道銀行及京城銀行等 4 家銀行，請參見表 1。

依我國現行信託業法第 3 條[89]之規定，銀行經主管機關之許可兼營信託業務者，可適用信託業法之規定。就目前實務之運作情形，我國之信託業務幾乎全係由銀行業者所兼營，而信託業務不過是銀行業者眾多業務範圍及內容的其中一小部分。嚴格說起來，目前在我國集中交易市場上市的 7 檔不動投資信託基金的受託機構並非土地銀行、兆豐銀行、王道銀行及京城銀行等 4 家銀行，而是這 4 家銀行的信託部。若僅因該銀行之信託部因擔任不動產投資信託機構之受託機構，宥於該不動產投資信託基金擬於國外投資不動產，而須由擔任不動產投資信託基金受託機構之銀行，為了眾多銀行業務中的其中一小部分的信託業務，就正式成立一家特殊目的公司，其所耗費之額外成本及行政作業並不低廉？

而且如此運作機制，不動產投資信託基金之受益人對攸關其境外不動產投資收益分配之特殊目的公司，完全沒有任何監控或治理機制，反而與境外不動產投資完全無關之銀行股東會握有對特殊目的公司監理之功能。概，不動產投資信託基金雖係由受託機構，透過持股 100%之特殊目的公司投資境外不動產，但此特殊目的公司與不動產投資信託基金仍僅係「委任關係」。

四、投資國外不動產加計不動產投資信託基金之總額不得超過基金總資產之 50%之限制

依金管會 2016 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號令第 5 點之

[89] 信託業法第 3 條：「銀行經主管機關之許可兼營信託業務，適用本法之規定。證券投資信託事業及證券投資顧問事業依證券投資信託及顧問法之規定兼營信託業務之特定項目，其符合一定條件者，或證券商兼營信託業務之特定項目，應申請主管機關許可；經許可者，適用本法除第十條至第十五條、第三十八條至第四十條及第四十三條以外之規定。前項信託業務特定項目之範圍、申請主管機關許可應具備之資格條件、不予許可與廢止許可之情事、財務、業務管理及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

DOI:10.6814/NCCU201900929

規定，我國不動產投資信託基金投資國外不動產加計投資國外不動產投資信託基金之總額，不得達基金淨資產價值 50%。

以我國目前在集中交易市場上市的 7 檔不動產投資信託基金，其截至 2018 年 12 月 31 日止之基金淨資產價值觀之，若我國不動產投資信託基金投資國外不動產加計投資國外不動產投資信託基金之總額，不得達基金淨資產價值 50%，則依目前其淨資產規模，此 7 檔不動產投資信託基金實務上可以投資海外不動產及國外不動產投資信託基金之額度，除了國泰一號具有 131 億元及新光一號具有近 100 億元較高之投資限額之外，其餘 5 檔不動產投資信託基金可進行投資海外不動產及不動產投資信託基之限額，與國外大型不動產標的之市場行情相較仍有頗大之價格落差，而不甚充足。請參見表 9。

表 9：7 檔不動產投資信託基金可投資國外不動產及不動產投資信託基金之限額

項　　目	2018 年/12/31 淨資產	可投資國外不動產及不動產投資信託基金之限額＝基金淨資產價值*50%
富邦一號	10,578,590,022	5,289,295,011
國泰一號	26,255,939,270	13,127,969,635
新光一號	19,925,313,041	9,962,656,521
富邦二號	11,073,461,262	5,536,730,631
國泰二號	14,136,022,483	7,068,011,242
圓滿一號	3,159,218,038	1,579,609,019
樂富一號	10,509,345,950	5,254,672,975

【資料來源】：公開資訊觀測站，各檔不動產投資信託基金 2018 年 12 月 31 日財務報表暨會計師查核報告及信託財產管理及運用報告書，本文彙

DOI:10.6814/NCCU201900929

整，最後瀏覽日期：2019 年 7 月 6 日。

我國相關法令及主管機關對於投資國外不動產及不動產投資信託基金在額度上仍有限制，主要係考量我國投資國外不動產尚無足夠經驗，爰折衷開放而有投資總額之限制，惟此限制無疑增加選擇標的之困難，未來仍應可酌情放寬[90]。

第四項 受益人沈重的租稅負擔

2003 年 7 月 23 日不動產證券化條例立法之初，原於該條例第 50 條第 3 項規定，利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。

惟，依所得稅法第 24 條第 4 項之規定，自 2010 年 1 月 1 日起，營利事業持有依金融資產證券化條例或不動產證券化條例規定發行之受益證券或資產基礎證券，所獲配之利息所應計入營利事業所得額課稅，不適用金融資產證券化條例第 41 條第 2 項及不動產證券化條例第 50 條第 3 項分離課稅之規定。因此，國內營利事業持有不動產投資信託基金獲配利息收入時，其實質稅負為營利事業所得稅 20%。而依所得稅法第 42 條之規定，公司、合作社及其他法人之營利事業，因投資於國內其他營利事業，所獲配之股利或盈餘，不計入所得額課稅。亦即，國內營利事業若投資同於上市（櫃）集中交易市場之標的，但在租稅上的負擔卻差異甚大，請參見表 10。

對於法人投資人（即：營利事業）而言，相同現金殖利率之投資標的，當以選擇投資上市（櫃）公司股票，在稅負上較為有利。更何況，我國不動產投資信託基金之收益率（現金殖利率）約僅 2%至 3%左右。因此，我國不動產投資信託基金，對一般法人投資人的市場吸引力普遍偏低。

[90] 臺灣證券交易所，探討我國不動產產證券化之法制架構，2018 年 5 月，第 210 頁。

DOI:10.6814/NCCU201900929

表 10：營利事業投資不動產投資信託基金或股票之稅負差異比較

比較項目	不動產投資信託基金	上市（櫃）公司股票
所得性質	利息所得	股利所得
課稅方式	依 10%扣繳稅款，獲配之利息所得應計入營利事業所得額，按 20%課稅，但依法扣繳之稅款得自營利事業所得稅結算申報應納稅額中減除。	所獲配之股利或盈餘，不計入所得額課稅。
實質稅率	20%	免稅

【資料來源】：本文彙整。

第二節　對不動產投資信託基金之監理建議

第一項 明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

我國於 2004 年不動產證券化條例立法當時，確立以信託為不動產證券化之法律架構，不動產證券化之募集、管理、投資及處分不動產之權責機構為受託機構，並得由受託機構委託不動產管理機構管理、投資及處分不動產。故在現行不動產證券化條例之架構，受託機構係為不動產證券化條例之規範主體，而金管會銀行局雖非受託機構之主管機關，但卻實際統合相關業務，實務上係由銀行局負責監管受託機構。

在現行法規架構下，幾乎所有不動產投資信託基金之重要投資決策，均須經過受託機構之決定及核准，雖然受託機構擔負絕大多數不動產證券化條例所賦予的工作及義務，但係依信託契約所載之約定給付受託機構有限之報酬。

再者，依第四章我國不動產投資信託基金之現況問題與監理建議、第一節不動產投資信託基金面臨的困境與問題、第一項錯誤的監理架構及規範核心、五、

DOI:10.6814/NCCU201900929

小結之所述，雖然 2015 年 9 月 17 日為「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」之修訂時，為提供受託機構與不動產管理機構興利之誘因，以利其管理信託財產，提升不動產投資信託基金運用績效，金管會已修訂「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」第 12 條之規定，放寬受託機構與不動產管理機構得收取績效報酬，但我國目前於集中交易市場上市的 7 檔不動產投資信託基金中，目前僅有於 2018 年 6 月及 12 月上市之圓滿一號及樂富一號，於其信託契約中有明文規定受託機構及不動產管理機構之績效報酬。其餘 5 檔不動產投資基金，雖法已有明文放寬受託機構與不動產管理機構得收取績效報酬，惟包括富邦一號、國泰一號、新光一號及富邦二號等 4 檔不動產投資信託基金之信託契約仍則未有績效報酬之明文規定。更甚者，國泰二號更曾於 2012 年 10 月 26 日召開受益人會議，並通過國泰二號之受託機構及不動產管理機構不得收取績效獎金之決議。

反之，接受受託機構委任且具有不動產管理專業之不動產管理機構，依現行不動產證券化條例之規定，其卻非金管會銀行局之監理對象，有關不動產管理機構之資格條件及委任契約之重要內容，僅能依不動產證券化條例第 4 條第 4 項及第 5 項之規定，由信託公會洽商不動產管理機構之商業同業公會擬訂命令後予以規範。故，金管會銀行局僅能間接透過對受託機構之監理，對不動產管理機構進行監督及管理。

對照香港證監會在監督不動產投資信託基金之運作時，主要係直接監督不動產投資信託基金之不動產管理機構，畢竟不動產投資信託基金之整體經營成果係由不動產管理機構負責，而非受託機構。也因為不動產投資信託基金之經營成果完全由不動產管理機構負責，並直接影響不動產管理機構之報酬，故不動產管理機構有充分的誘因，並致力於提升不動產投資信託基金之營運績效及收益率。

而新加坡不動投資信託基金的不動產管理機構係由 MAS 進行監管，並由

DOI:10.6814/NCCU201900929

MAS 依相關規定向不動產管理機構核發執照。由於新加坡目前訂定甚多法規及準則，因此新加坡對於不動產管理機構的監管頗為嚴格。

本文認為，我國不動產證券化市場的困境與問題，其根本的解決之道即在於參考新加坡及香港之作法，並修改不動產證券化條例中明訂不動產管理機構之角色及功能。其具體建議及作法茲予說明如下：

一、不動產投資信託基金之不動產管理機構，應納入我國金管會之監管範圍，並以金管會之證期局為其主管機關。蓋，不動產管理機構並非金融業，但因我國目前不動產投資信託基金之運作模式，與我國之證投信基金並無太大差異，且證期局對於證投信基金之管理經驗及對其管理機構之監理實務，亦相對較熟稔。故參考國內證投信基金之作法，同以金管會之證期局作為不動產管理機構之主管機關，應較為妥適。

二、修改我國不動產證券化條例，於條例中明文規定不動產管理機構之角色及功能，捨棄目前以受託機構為決策主體之規範架構，改以不動產管理機構為決策主體，但提高及增加不動產管理機構之資格條件，以強化不動產管理機構之適格性，同時賦予不動產管理機構相對稱的權利及義務，進而明確我國不動產證券化中受託機構與不動產管理機構之權責分工及決策流程。

三、具體作法及配套措施

（一）具體作法：

建議針對不動產證券化條例直接進行修法，或由金管會依職權發布行政命令，規定並要求擔任不動產投資信託基金之不動產管理機構必須為公開發行公司。如此一來，不動產管理機構既為公開發行公司，自應接受金管會證期局之監督與管理，也達成我國主管機

DOI:10.6814/NCCU201900929

關直接監管不動產管理機構之最終目的。

強制要求不動產管理機構之公開發行，不但有效提升主管機關對不動產管理機構之監理力度，也直接強化不動產管理機構之資訊透明度。

（二）配套措施：

目前我國 7 檔不動產投資信託基金之不動產管理機構均尚未辦理公開發行，不論之直接針對不動產證券化條例直接進行修法，或由金管會依職權發布行政命令進行規範，亦應要求擔任此 7 檔不動產投資信託基金之 5 家不動產管理機構，儘速補辦公開發行程序。

本文認為有效且可行之配套措施，可予採行如下：

1. 給予 3 年補正期間

要求富邦建經、國泰建經、新昕國際、信義全球及晶華公寓等 5 家不動管理機構，必須於不動產證券化條例修法後或由金管會依職權發布行政命令後之 3 年內，完成補辦公開發行程序，成為公開發行公司。

2. 搭配強制退場機制

若現行擔任此7檔不動產投資信託基金不動產管理機構之富邦建經、國泰建經、新昕國際、信義全球及晶華公寓等 5 家不動管理機構，無法在規定之 3 年期限內成為公開發行公司，則該不動產管理機構將喪失擔任不動產投資信託基金不動產管理機構之適格性，該不動產投資投資信託基金依不動產證券化條例或金管會依職權發布之行政命令，受託機構應即召開受益人會議，重新

DOI:10.6814/NCCU201900929

選任不動產管理機構。

第二項 放寬私募不動產投資信託基金投資開發型不動產之限制

本文認為公共建設之開發與建設通常耗時數年而未有收益，且其投資風險亦較高，以現行不動產投資信託基金本身就有收益率普遍偏低的問題，若再投資於公共建設案件，實務上可能會加劇不動產投資信託基金收益率的惡化，此對於參與募集之受益人至為攸關不可輕忽。因此，我國金管會依不動產證券化條例第17條第6款之規定，業已於2017年6月30日以金管銀票字第10600146140號令中規定，募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之15%。本文認為是項規範，應屬妥適。

惟，參與私募之不動產投資信託基金之應募人係為限於銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或專業投資機構，此類專業投資機構及法人本身對於風險之承擔能力亦較高，亦有足夠的專業能力評估其參與公共建設等類型開發型案件之風險及報酬。因此2017年6月30日以金管銀票字第10600146140號令中，雖然規定私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之40%，但若該私募之不動產投資信託基金投資係投資公共建設時(亦即依促進民間參與公共建設法第29條之規定或提供不動產參與都市更新者)，則可不受不得超過該基金信託財產價值之40%，而放寬為100%。本文認為是項規範，雖頗值讚許，但應放寬私募不動產投資信託基金可於基金信託財產價值之100%範圍內，全數參與投資開發型案件之類型，並搭配我國經濟發展或社會福利政策的推動與施行，應能發揮更大的經濟效益。

本文認為，我國主管機關應放寬私募不動產投資信託基金案件參與投資開發型案件之類型，茲舉例如下：

DOI:10.6814/NCCU201900929

一、搭配我國經濟發展政策：離岸風力發電開發案件、綠能產業開發案件。

二、搭配我國社會福利政策：安養設施開發案件、長照機構開發案件。

第三項 簡化不動產投資信託基金投資海外不動產之調查工作及作業程序

金管會於 2018 年 8 月 17 日發布金管銀票字第 10702730300 號令並廢止 2016 年 3 月 22 日金管銀票字第 10540000531 號令，新的規定雖然簡化若干作業程序，但是就實務面操作可能遇到的問題，仍頗為複雜且調查及作業時間可能耗時甚長。雖然金管會方於 2018 年 8 月 17 日發布新的規定，時至今日也才經過 9.5 個月，短時間之內還要再進一步放寬投資國外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金的相關規範可能性不高。但本文認為針對不動產投資信託基金投資國外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金，仍有以下調整及改善的空間：

一、將「不動產相關有價證券」納入不動產證券化條例第 19 條第 1 項所規定借入款項之投資範圍

納入我國不動產投資信託基金若擬以對外融資之方式，投資國外之不動產投資信託基金，以增加我國不動產投資信託基金之投資收益，在適用之法源上顯有困難。概，我國不動產證券化條例第 19 條第 1 項之規定，於立法或後續修法之時或有疏漏，既然我國不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 3 款，已將「不動產相關有價證券」納入規範，則不動產證券化條例第 19 條第 1 項之現行規定，顯有修法之必要。

二、調整改由不動產管理機構 100%持有特殊目的公司

承本章第二節第一項之建議，不動產投資信託基金之不動產管理機構，應納入我國金管會之監管範圍，並以金管會之證期局為其主管機關。並且

DOI:10.6814/NCCU201900929

修改我國不動產證券化條例，於條例中明文規定不動產管理機構之角色及功能，捨棄目前以受託機構為決策主體之規範架構，改以不動產管理機構為決策主體，但提高及增加不動產管理機構之資格條件，以強化不動產管理機構之適格性。

準此，由受託機構 100%持有之特殊目的公司，則應該調整為由不動產管理機構 100%持有之特殊目的公司，除可解決銀行為特定信託業務轉投資設立非金融業相關之 100%子公司的監理問題之外，不動產管理機構因係直接 100%持股特殊目的公司，故其對投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金的管理將自然形成「直接式的一條鞭管理」，相較由不動產管理機構對由受託機構持股 100%特殊目的公司之間接管理，其於不動產之專業職能，應可發揮更大之管理效率及營運成效。

第四項 降低國內法人獲配收益之租稅負擔

受益人由不動產投資信託基金獲配之收益，在稅法上係界定為利息所得，其性質與一般投資人由上市（櫃）公司獲配之股利所得，本質上確有不同，故不動產投資信託基金之受益人若要比照所得稅法第 42 條之規定，享有免稅之待遇似不可能，就所得屬性之本質評之亦不合理。

惟，本文建議對於國內法人持有不動產投資信託基金受益證券所獲配之收益，宜回復 2003 年 7 月 23 日不動產證券化條例立法之初，原於該條例第 50 條第 3 項規定，利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。亦即，國內法人於獲配不動產投資信託基金之收益時，由受託機構依現行 10%之稅率，對國內法人分離課稅即予完稅，國內法人無須再將該筆獲配之收益併計至其營利事業所得額，而課徵 20%之營利事業所得稅。對於國內法人而言，相信會有較高的興趣及意願，增加對國內不動產投資信託基金之投資。

DOI:10.6814/NCCU201900929

第五章　結論與建議

第一節　結論

自 2003 年 7 月 23 日不動產證券化條例實施迄今已近 15 年，我國的不動產證券化市場仍有長足努力及發展的空間，本文就以下 4 個面向的探討，針對不動產投資信託基金於實務面運作的困境與問題，及法律規範面的落差與限制，提出建議期許有助於就以下 4 個面向的探討及改善，協助我國不動產證券化市場發展：

一、明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

二、放寬私募不動產投資信託基金投資開發型不動產之限制

三、簡化不動產投資信託基金投資海外不動產之調查工作及作業程序

四、降低國內法人獲配收益之租稅負擔

本文更希望藉由對不動產證券化條例之修法及監理建議，進一步提高我國不動產投資信託基金募集或私募之數量，進而為我國有興趣藉由持有不動產投資信託基金受益證券，以實現投資不動產夢想的投資人，創造一個市況活絡的受益證券集中交易市場。

第二節　建議

關於我國不動產投資信託基金於不動產證券化條例之修法及監理建議，本文就修法及監理的重要性及迫切性，建議區分優先及長期目標，予以推動。茲予說明如下：

一、優先目標及建議

（一）明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程

DOI:10.6814/NCCU201900929

我國不動產投資信託基金於不動產證券化條例中，對於受託機構及不動產管理機構錯誤的監理架構及規範核心，係為最嚴重的問題，亦是大部分不動產證券化發展瓶頸或困境的根源。故，本文認為首務之急，即是明確規範受託機構及不動產管理機構之權責分工及決策流程。

1. 不動產投資信託基金之不動產管理機構，應納入我國金管會之監管範圍，以金管會為主管機關，而由證期局為業務局。

2. 修改我國不動產證券化條例，於條例中明文規定不動產管理機構之角色及功能，捨棄目前以受託機構為決策主體之規範架構，改以不動產管理機構為決策主體。

3. 具體作法及配套措施

(1)具體作法

本文建議針對不動產證券化條例直接進行修法，或由金管會依職權發布行政命令，直接規定並要求擔任不動產投資信託基金之不動產管理機構必須為公開發行公司。

(2)配套措施

A. 給予 3 年補正期間

目前我國 7 檔不動產投資信託基金之不動產管理機構均尚未辦理公開發行，依法給予 3 年補正期間，要求富邦建經、國泰建經、新昕國際、信義全球及晶華公寓等 5 家不動管理機構，必須於不動產證券化條例修法後或由金管會依職權發布行政命令後之 3 年內，完成補辦

DOI:10.6814/NCCU201900929

公開發行程序，成為公開發行公司。

B. 搭配強制退場機制

若不動管理機構無法在規定之 3 年期限內成為公開發行公司，則該不動產管理機構將喪失擔任不動產投資信託基金不動產管理機構之適格性，該不動產投資投資信託基金依不動產證券化條例或金管會依職權發布之行政命令，受託機構應即召開受益人會議，重新選任不動產管理機構。

（二）放寬私募不動產投資信託基金投資開發型不動產之限制

放寬私募之不動產投資信託基金可於基金信託財產價值之 100% 範圍內，全數參與投資開發型案件之類型，並搭配我國經濟發展或社會福利政策的推動與施行，方可發揮較大之經濟效益。本文茲予舉例如下：

1. 搭配我國經濟發展政策：離岸風力發電開發案件、綠能產業開發案件。

2. 搭配我國社會福利政策：安養設施開發案件、長照機構開發案件。

二、長期目標及建議

（一）簡化不動產投資信託基金投資海外不動產之調查工作及作業程序

1. 將「不動產相關有價證券」納入不動產證券化條例第 19 條第 1 項所規定借入款項之投資範圍

修改我國之不動產證券化條例第 19 條第 1 項之規定，以使

DOI:10.6814/NCCU201900929

不動產投資信託基金向外借入款項，投資於國外之不動產投資信託基金時，有明確之法源依據。

2. 調整改由不動產管理機構 100%持有特殊目的公司

承前，本文建議改以不動產管理機構為不動產投資信託基金之決策主體，故不動產投資信託基金投資境外不動產時，亦應相對調整由不動產管理機構 100%持有特殊目的公司股份。

不動產管理機構因係直接 100%持股特殊目的公司，故其對投資境外不動產、不動產相關權利或不動產投資信託基金的管理將自然形成「直接式的一條鞭管理」，相較由不動產管理機構對由受託機構持股 100%特殊目的公司之間接管理，其於不動產之專業職能，應可發揮更大之管理效率及營運成效。

（二）降低國內法人獲配收益之租稅負擔

基於提升國內法人參與不動產投資信託基金之募集、私募或集中交易市場交易，本文建議回復 2003 年 7 月 23 日不動產證券化條例立法之初，原於該條例第 50 條第 3 項規定，利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。

DOI:10.6814/NCCU201900929

參考文獻

一、中文專書

1. 王志誠、信託法，五南，2018 年 8 月。

2. 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，新學林，五版，2018 年 2 月。

3. 余雪明，證券交易法－比較證交法，2016 年 9 月。

4. 曾宛如，證券交易法原理，元照，六版，2012 年 8 月。

5. 劉連煜、新證券交易法實例研習，元照，2018 年 9 月。

6. 劉連煜、現代公司法、新學林、2018 年 9 月。

7. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，2017 年 9 月。

8. 謝哲勝、陳亭蘭，不動產證券化—法律與制度運作、翰蘆、2006 年 5 月。

二、期刊論文

1. 李智仁，我國實施不動產證券化之法制問題探析，集保月刊，第 124、125 期，2004 年 3、4 月。

2. 游啟璋，不動產證券化法制架構與適用，證券暨期貨月刊，第 21 卷第 10 期，2003 年 10 月。

3. 游啟璋，不動產證券化條例解析，財團法人金融聯合徵信中心，金融風險管理季刊，2003 年 9 月。

4. 鄭華菁、洪崇恩、賴芸汶，臺灣不動產證券化之現況與主要國家之

DOI:10.6814/NCCU201900929

比較，證交資料 571 期，2009 年 11 月。

三、學位論文

1. 胥博懷，開發型不動產證券化之研究，國立政治大學碩士論文，2010 年 1 月。

2. 范姜建仲，臺灣不動產證券化的創新策略—一個從國外經驗與本土歷程出發的探討，國立臺灣大學建築與城鄉研究所碩士論文，2006 年 6 月。

3. 黃千守，實施 IFRS 我國不動產投資信託基金會計處理之研究，國立臺北大學會計學系碩士論文，2014 年 6 月。

4. 廖士毅，不動產投資信託基金投資標的之研究—以開發型不動產為中心，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2008 年 8 月。

四、研究報告

1. 中華民國信託業商業同業公會，信託業因擔任受託人而為公司之董事或大股東時，如何適用公司法制之研究及建議，2018 年 2 月。

2. 中華民國信託商業同業公會，不動產投資信託基金市場之研究—以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例，2002 年 8 月。

3. 臺灣證券交易所，探討我國不動產證券化之法制架構，2018 年 5 月。

4. 臺灣證券交易所，活絡我國不動產證券化市場之研究，2013 年 10 月。

5. 行政院經濟建設委員會委託研究計畫，不動產證券化條例之法案研究，2002 年 3 月。

DOI:10.6814/NCCU201900929