

## 第七章 國內類似不動產證券化之案例討論與問題分析<sup>1</sup>

在我國「不動產證券化條例」尚未正式立法完成之前，國內可以說尚無一套完整的不動產證券化制度。但是我國不動產業者為利於不動產開發個案之籌資或銷售，亦嚐試過許多類似不動產證券化之個案，其型態主要可歸類如下：

- 1、將不動產切割為細小單位以獨立產權出售
- 2、以共同持分出售
- 3、出售共同持分並包租
- 4、出售共同持分、包租，且投資人得買回
- 5、出售共同持分、包租、包買回

以上五類，其中僅部分符合證券化中「細小化」之條件，或符合「憑證化」、「細小化」、「規格化」等條件，並無任何案例符合最嚴格定義之證券化。本章將就國內過去最具代表性之類似不動產證券化案例加以討論。

### 第一節 類似不動產證券化案例討論

#### 第一項 財神大酒店

民國六十九年的財神大酒店，為我國首宗的類似不動產證券化的案例。開發公司藉由「你買你的、我租我的，五年之後，通通還給你」的方式行銷，以吸引投資人，銷售業績頗佳。建物結構體完工之後的包租期間由於業主的財務問題，未能履行租賃合約，致使投資人必須

---

<sup>1</sup> 本章主要參考張金鵬，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月三版；臧大年，謝哲勝，連錫安，張靜怡合著，不動產證券化，翰蘆圖書出版有限公司，88年3月初版；莊孟翰，台灣不動產證券化之成敗宇國內外案例之借鏡，全國律師，第六卷第七期，91年7月；陳文林，我國不動產證券化之展望，證券市場發展季刊，81年10月；廖咸興，李阿乙，梅建平合著，不動產投資概論，華泰書局，83年9月出版；謝哲勝，不動產證券化之研究，台大法學論叢第二十七卷第一期，86年12月；王有康，不動產證券化之研究，台灣土地金融季刊，第三十四卷第二期，86年6月；王俊人，不動產證券化之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，88年7月。

自行協調處理酒店營運方向。但由於投資人數眾多，而彼此就系爭標的物又有獨立產權，使所有投資人之協調一直未能達成共識。直至近幾年由政府介入後才獲得解決。

### 一、 運作方式

- 1、 系爭土地位於臺北市仁愛路與敦化南路口圓環邊，地主為眾利投資公司。
- 2、 眾利公司將土地規劃興建飯店後，保留建物之地下一、二層及地上一、二、三層部分和公共設施產權，之後將建物其餘產權（即樓上套房）連同部分土地持分切割為小單位，以預售方式出售。
- 3、 投資人購買之標的物，其中建物部分具有獨立產權，每單位面積為 9 至 15 坪，總價為 80 到 150 萬，土地部分則為共同持分。
- 4、 投資人購買標的物之同時，即與業主簽訂遠期租賃契約。租期五年，於完工交屋後開始生效。五年內的營運收入歸業主所有，但業主依約定期支付投資人套房租金，投資人對酒店無經營權。
- 5、 前述租賃契約期滿後，如業主有意續租必須另行締結租賃契約。

### 二、 類型分析

- 1、 財神大酒店的銷售模式是將不動產切割細小化後出售，因為投資人購買的乃是具有獨立產權性質的不動產，持有建築物的所有權狀，所以並不符合廣義證券化（即憑證化）之定義。充其量指能算是一個小坪數的不動產交易，此與一般小套房之交易差不多，屬於不動產實質資產之買賣。
- 2、 本例中投資人購買不動產同時，即與業主簽訂遠期租賃合約。由於租賃期間限為五年，且租賃期滿業主並無續租義務，故此租賃合約與不動產證券化無關。

- 3、因而，投資人於參與此開發案之財務行為共有二項，一為購買一筆小坪數的不動產，一為簽訂一遠期租賃契約。投資人應付的款項即為不動產價格加上遠期租賃合約的價值。從此，可以判斷投資人實付的金額是否過高。
- 4、從業主的角度而言，業主所從事的財務行為也有兩項，一為出售不動產，二是簽訂遠期租賃合約。若以資產負債表的角度而言，由於遠期租賃契約並不影響資產負債表，業主實際從事的財務行為為只有出售不動產一種，其目的為資產轉換。

### 三、 相關問題

- 1、投資人的買價應為不動產的價格加上遠期租賃合約之現值，若投資人以高於此金額之價金購入，則顯有不公。
- 2、投資人購買的標的物僅為某大樓內特定套房的產權，並不包括公共設施的共同持分，顯然不符合一般不動產使用上的基本要求。
- 3、在遠期租賃合約有效期間，投資人必須承擔業主違約的風險。
- 4、同一棟建築物內產權過於分散，會產生協調規劃不易，所有權人各行其是的現象，造成建築物雜亂不堪，降低整體建築物之價值。

#### 第二項 太平洋花蓮鳳蝶計劃

鳳蝶計劃係太平洋建設公司與其關係企業太平洋房屋及大洋投資公司合作，於民國七十八年在花蓮推出的土地共有預售案。投資人預購土地共有權，而賺取未來土地出售後的資本利得。由於本案投資人與太平洋建設公司並不實際從事土地開發，只是持有土地待價而

沽，坐享增值利益，而有觸及銀行法第二十九條第一項<sup>2</sup>及平均地權條例第八十三條<sup>3</sup>之虞，太平洋建設公司為避免觸法而中途叫停。

## 一、 運作方式

- 1、 太平洋建設公司提供土地，大洋投資負責企劃運作，提供開發資金，雙方簽訂合作契約。
- 2、 大洋投資公司委託太平洋房屋公司公開期間之持分銷售。
- 3、 太平洋房屋以預售方式銷售土地之單位持分權與投資人，投資人承購投資單位繳納訂金之同時須與大洋投資簽訂「委託代購、代售土地持分」契約，大洋公司負責契約期間維護管理及三年後之土地標售。
- 4、 投資人於繳納簽約金時須與太平洋建設簽訂「土地持分預定買賣契約書」，投資人根據委託代購、代售土地持分契約書，於簽約一年後即可自由轉讓，而將此權益讓與他人。
- 5、 三年後大洋投資公司依約公開標售土地時，太平洋建設先將土地過戶給投資人，再辦理移轉至標購者名下。但萬一土地市價低於所設定之第三次底標時，太平洋建設負責以每坪 15.24 萬元之價格買回。
- 6、 標售所得扣除合約規定之稅費及大洋公司百分之十的服務費後，按投資比率分配給投資人。

## 二、 類型分析

- 1、 本例中，不動產之實際交易發生在前述運作的第五階段，當大洋投資公司於三年後成功標售土地，即依據與太平洋建設簽訂之合作契約及與投資人簽訂之委託代購代售契約，將土地產權自太平洋建設移轉予投資人，再移轉給標購者。由此可見，投資人僅擁

---

<sup>2</sup> 銀行法第二十九條第一項：「除法律另有規定者外，非銀行不得收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。」

<sup>3</sup> 平均地權條例第八十三條：「以經營土地買賣違背土地法律，從事土地壟斷、投機者，處三年以下有期徒刑並得併科七千元以下罰金。」

有短暫的所有權。而實際購買土地的人乃三年後的標購者。所以單就土地交易之事實而言，土地第一次買賣（由太平洋建設移轉至投資人）由於投資人購買的是共同持分，屬於廣義不動產證券化中的出售共同持分。而第二次移轉（由投資人移轉給標購人）則為證券化之還原。從整個土地買賣之結果言之，土地只是由太平洋建設移轉給最後之標購者，屬於單純的土地交易而與證券化無關。

- 2、從投資人的角度而言，投資人等於同時簽了兩項遠期契約：一是遠期土地買入契約，交易對象是太平洋建設，交割日期未定。交割價格為每坪 12 萬元。但與一般遠期契約不同的是，這個遠期買入契約，投資人必須於簽訂之同時或之後的半年內，預付全部的價款（其中一部份可以向太平洋建設借貸）。二是遠期土地出售契約，交易對象是標購者（若三拍流標，則交易對象變為太平洋建設），交割日期未定，交易價格亦未定，但不低於每坪 15.24 萬元，但是由於投資人必須繳納售價的百分之十的服務費給大洋投資，所以投資人的實際出售所得不低於每坪 13.716 萬元。

雖然兩契約之交割日期及遠期出售契約之交易價格均未定，但彼此交割日期極為接近且交割價格因太平洋建設保障最低購回價格而存在對投資人有利之差異，在假設沒有違約風險且不考慮稅費負擔的情況下，投資人等於從事了一宗套利交易。而與一般套利不同的是，在此例中投資人必須先預付遠期買入合約的價款。

- 3、投資人面對的風險共三種：一是遠期買入交易的違約風險，由於遠期買入合約投資人已預付價款，當太平洋建設違約不履行交割義務時，會因為投資人簽約對象僅為大洋投資，而使得債權債務關係更加複雜，對投資人也更不利。二是遠期賣出契約的違約風險，當標售失敗而太平洋建設不願意按約定價格履行買入義務時，投資人必須承擔投資損失。此時投資人擁有土地共同持分，但如何協調眾多投資人共同開發實屬不易。三是投資人必須面對利率上漲之風險，由於投資人已預付遠期買入合約的款項，而且

有一定之保障報酬率，若投資人的資金成本或市場利率大於該保證報酬率時，投資人實際上將遭受損失。

4、從業主之角度言之，業主的財務行為可依三年後是否可以順利完成標售而分為兩種變化：

(1) 當三年後土地成功標售時，業主實際上所從事之財務行為是以預收貨款的方式從事遠期土地出售交易，其中預收貨款的折價為實際銷售價額減去每坪十二萬的部分。

(2) 三年後若土地標售失敗時，業主實際上所從事之行為即為融資，這種型態類似於前面所介紹的「出售持分、包租、包買回」不動產證券化類型。但不同點有二：其一是本例中僅為土地持有，並不從事土地開發建設，因此沒有包租事實。二是本例中出售持分是以預售之方式進行，投資人並不實際持有不動產產權，其投資人負擔之風險較大。

5、有關問題：

(1) 太平洋建設以預售之方式銷售土地，投資人付出全部價款後卻未能取得土地持分權，對投資人毫無保障且違交易常理（違反平均地權條例第八十一條<sup>4</sup>）。

(2) 投資人之簽約對象為大洋投資公司，但土地買賣對象為太平洋建設，當太平洋建設不履行土地出賣人之義務時，投資人與業主間之權利義務關係複雜，對投資人不利。

(3) 投資人購買之土地並不從事開發利用，僅待價而沽坐享增值，違反平均地權條例第八十三條<sup>5</sup>。

(4) 太平洋建設之保障買回價格是否合理，仍值得考慮。以投資人承擔之高風險，投資人之報酬率應屬偏低。

---

<sup>4</sup> 平均地權條例第八十一條：「土地買賣未辦竣權利移轉登記，承買人再行出售該土地者，處應納登記費二十倍以下之罰鍰。」

<sup>5</sup> 平均地權條例第八十三條：「以經營土地買賣違背土地法律，從事土地壟斷、投機者，處三年以下有期徒刑並得併科七千元以下罰金。」

### 第三項 太平洋建設豐原「豐洋百貨」

七十九年太平洋建設的「登豐理財計劃」即豐原「豐洋百貨」是一個成功的商場不動產持分銷售案。本案位於台中縣豐原市博愛路與復興路口，基地面積 1,243 坪，建物總樓地板面積為 11,180 坪，為一地上十一樓，地下三層之商業百貨大樓。其最大特色在於業主維持擁有不動產產權之 51%，可以主控整個百貨商場之營運，投資人將所購買的共同持分交付管理公司營運，本身並不實際參與經營業務，而僅領取收益分配。

#### 一、 運作流程

- 1、 本百貨大樓共區分為太平洋建設自營系統（地下三樓及地上五至十一樓全部），共有持分系統（即豐洋百貨公司；地下一、二層及地上一樓至四樓）則規劃為 10,000 個單位，每單位三十萬元，由投資人和業主共同持有。
- 2、 在共有持分系統（即豐洋百貨）部分，共切割為 10,000 個單位，業主保留 51%的單位，將其餘 49%的單位以共同持分方式出售，投資人並不擁有獨立的產權。為了計算方便，太平洋建設將投資單位區分為四種規模：金卡 300 萬元、銀卡 150 萬元、紅卡 90 萬元、綠卡 30 萬元。卡的顏色代表投資人的投資規模和受益分配的大小，例如金卡投資人的投資權益是銀卡投資人之二倍，依此類推。
- 3、 成立「豐洋百貨管理公司」接受業主及投資人共同委託，負責本商場實際營運管理，該公司之經理人由握有商場不動產權比率 51%之業主指派。
- 4、 投資人購買共同持分後，必須將持分委託交付「豐洋百貨管理公司」管理營運。
- 5、 豐洋百貨管理公司負責百貨實際營運，包括擬定百貨經營方向、出租個別樓層或櫃位、服務、警衛及清潔人員之僱用、結算攤位租金和經營損益。並將營業收益扣除成本費用、利息、稅負後，

將盈餘分派給投資人。

- 6、投資人定期分配領取商場經營盈餘，太平洋建設（業主）或豐洋百貨管理公司並不保證收益盈餘分配之多寡，而以實際經營績效分配盈餘。
- 7、投資人若不想繼續擁有持分而想賣斷，則太平洋建設對該持分有優先承買權。

## 二、 類型分析

- 1、這種以出售共同持分同時交付委託管理公司負責實際經營的類型較近似於日本的「組合式不動產小口化」。茲將日本組合式不動產小口化和本案例之運作流程比較其差異如下：
  - （1）日本之組合式不動產小口化是以組成之「任意組合」負責自土地開發、興建到建物完成後的租賃業務。本案例中，太平洋建設負責百貨公司之興建，而豐洋百貨管理公司則負責百貨營業管理。
  - （2）本例中，太平洋建設擁有產權之 51%，並具有聘任百貨管理公司經理人之權，足以主導百貨經營業務。而日本「組合式不動產小口化」由於原地主並不一定保有過半之不動產權，而成立之「任意組合」經理人及經營方向係由不動產共同持分所有權人共同決定。
  - （3）日本「組合式不動產小口化」成立之「任意組合」對於不動產之經營並不限定於百貨商場，而以辦公室、出租住宅為主。
- 2、本例亦與美國「私下型有限合夥」有若干類似之處，兩者皆為事先確定不動產投資標的物及經營策略之後再對大眾集資，皆有一主要合夥人主導不動產經營業務，其他合夥人不參與經營僅分配收取盈餘。但兩者亦有差異如下：
  - （1）美國「私下型有限合夥」之經理合夥人及有限合夥人權利



義務關係均有法律規定，其中有限合夥人以出資額為限對合夥事業負責。而本例中，投資人、太平洋建設公司和豐洋百貨管理公司之間的關係因我國的相關法令規定仍未周全，所以對投資人較無保障。

(2) 美國「私下型有限合夥」，過去曾有賦稅上之優惠，投資人可以藉由有限合夥達到節稅之目的，而本例中之豐洋百貨管理公司因為課稅主體，在有營業利潤時需先扣繳營利事業所得稅，而分配給投資人之盈餘又必須繳納個人綜合所得稅，行成雙重課稅之現象，對投資人較為不利。

- 3、 在不動產分割銷售方面，由於投資人出資購買不動產之持分，是一種經過細小化和規格化之有價憑證，所表彰的價值是不動產整體產權之若干分之一，並不具有獨立產權的性質。投資人可以將持分任意轉讓而不會影響產權的完整性，所以符合不動產證券化之廣義定義。另外，因為本例之共同持分憑證發行數量有限且不能於公開市場交易，流動性較差，所以此證券並不符合證券化之嚴格定義。

### 三、 相關問題探討

- 1、 因本例為近幾年來我國類似不動產證券化個案中少數成功的案例，其經營成功的主要原因在於業主仍保有過半的不動產產權。這種類型的優點可以歸納如下：
  - (1) 業主保有多數產權，可以主導百貨商場未來的經營方向，在統一的規劃管理之下，整個商場的品質會較高且不會有紊亂的情況發生，經營績效較佳，不動產的整體價值較高。
  - (2) 以經營管理的角度言之，業主保有多數的產權會促使業主投注更多心力於商場的經營。使得經營績效更好。
  - (3) 投資人僅出資而不參與商場的經營，而實際經營業務由具有百貨經驗的專業人員負責，可以達到專業分工的效果。
  - (4) 投資人依照實際營業收益來分配盈餘，是一種較穩健之盈

餘分配方式。若投資人採取回租方式將共同持分租回而領取固定租金收益，將使百貨公司的固定支出大大提高，增加經營的風險。

- 2、本案例中，投資人將所購買之不動產共同持分委託豐洋百貨管理公司從事商場經營應屬於信託行為，而太平洋建設和投資人間的權利義務關係又屬於有限合夥關係。但國內之相關法令如「不動產有限合夥法」尚未建立，相關賦稅又有重複課稅之問題，對投資人和業者之保護均不充分。

#### 第四項 威京建設台北「亞太萬仕商務會館」

亞太萬仕商務會館座落於台北市信義計畫區，推出期間為民國八十三年底，是一個同時以會員權益和股票收益為誘因吸引投資人的不動產開發計劃。投資人出資購買「君華開發公司」股票並擁有會員權益，間接擁有不動產的所有權。雖然本案因為投資單位金額過於龐大且投資人對於出租套房之獲利性有疑慮，在資金之募集上並未成功。但是這種以公司形式（不同於我國其他案例之以共同持分之方式）從事開發、管理不動產的開發計劃，仍值得本文加以探討：

##### 一、 運作流程

- 1、成立「君華開發公司」，資本額二億五千萬元整，負責亞太萬仕商務會館之開發與經營。威京集團並將位於台北市松高路與松仁路口之土地共 2,468 坪移轉登記給君華開發公司。
- 2、君華開發公司將土地規劃興建為地上十六層、地下四層之綜合性商業大樓、包括 220 個出租套房、聯誼會、停車場等。並組織亞太萬仕商務會館聯誼會，從事舉辦兩岸經貿企業交流聯誼等活動。
- 3、同時，君華開發公司將本身公司股份切割成 3,300 個單位，保留其中 20%~25%後，將其餘之部分出售給投資人。投資人出資購買持分單位，每單位 180 萬元（必須於簽約後四個月內繳清），其中包

括：

- (1) 君華開發公司股票 46,000 股 (換算約每股 32.6 元)
- (2) 亞太萬仕商務會館入會費 20 萬元 (投資人為創始會員，免繳入會費)
- (3) 亞太萬仕商務會館會員保證金 30 萬元，保證金可於退會時無息退還。

- 4、亞太萬仕商務會館於八十三年底開工，完工後由君華開發公司統一管理經營，藉由會館出租租金收入，聯誼會收入、入會費等多項經營項目，作為未來股票增值與股利發放之來源。君華開發公司之股票預計於五年後上市。
- 5、投資人 (股東) 所持有之股票可自由轉讓。
- 6、投資人股東可於會館經營一年後，要求君華公司「附加百分之十」之條件買回，即以每單位 (46,000 股) 165 萬之價格買回。

## 二、 類型分析

- 1、本類型投資人之投資標的物可簡單區分為「君華公司股票」及「亞太萬仕聯誼會會員權益」二部分。其中會員權益以繳付三十萬元保證金之方式取得，而真正有關不動產證券化的部分乃是以一百五十萬元取得君華開發公司之股票。以下本文即以本與美國之「公司型不動產投資信託；REIT」做比較如下：

(1) 法令規範：公司型 REIT 與本例最大之不同在於美國公司型 REIT 必須遵守證券交易法、內地稅則和不動產投資信託法的規範。這些規範包括：所有權分散、不動產相關資產組合、不動產相關收益和收益分配規範等。尤其收益分配之規範，美國稅法規定 REIT 必須將 95% 以上之收益分配給投資人，才能享受 REIT 賦稅

豁免之優惠。而本例中，君華投資公司與投資人間並沒有有關收益分配之約定，所以並不必將收益全部分配給投資人。

(2) 公開交易：除非符合私下發行之規定，美國 REIT 憑證（股份）均被視為證券而必須於集中交易市場交易，所以較具流動性。而本例中君華開發公司股票尚未上市交易，投資人持有君華公司之股票其財務流動性自然較低。

(3) 資訊揭露：美國公司型 REIT 股票之公開發行必須遵守美國證券交易法規之規定，達到充分揭露之要求。本例中，君華開發公司雖為公開發行公司（資本額二億五千萬元），但因尚未上市，有關投資政策與財務的揭露均未達到充分揭露之要求。

(4) 經理人：本例中之業主（即威京公司），藉由持有君華開發公司 20%~25% 之股份成為公司最大股東而掌握決策經營權。而 REIT 的實際運作中，發起人擔任 REIT 之經理人負責投資決策，但不動產實際經營業務則另外委託不動產管理公司負責。

(5) 稅負優惠：美國對於 REIT 之賦稅優惠頗為嚴格，但符合這些規範之事業則可以享受賦稅豁免之優惠，即本身並不成為課稅之主體。但是我國稅法對於不動產投資事業並無類似規定，所以本例中君華開發公司必須依法繳納營利事業所得稅。

2、本例與一般經營不動產業務之公司型態亦頗為類似，而其不同之處如下：

(1) 投資人參與的時機不同：一般投資人發起成立建設公司或不動產開發公司，是依照我國公司法股份有限公司設立之相關規定辦理。而本案例中，投資人是以前普通股增資股東之身分入股參與投資，按君華開發公司成立於民國七十六年，當初成立之資本額為二億五千萬元。本案推出之時間為八十三年，投資人以每單位（四萬六千股普通股）一百五十萬元之金額，以現金增資的方

式入股成為股東。

(2) 投資人享有營運滿一年後可以每單位 165 萬元出售持股給君華開發公司之權利，此與一般投資不動產開發公司不同。

### 三、 相關問題討論

#### 1、 適法性

(1) 以「會員股權」募集資金之方式，雖不致抵觸銀行法第二十九條第一項「除法律另有規定者外，非銀行不得收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。」等不當募集資金之違法情事，但投資人對高總價之投資金額仍抱持保留態度。

(2) 不出售土地及建物而採取出售股權之方式，並不違反現在平均地權條例之原則，且可省去不動產買賣所負擔之土地增值稅，以及迴避未登記產權不可出售之問題。

(3) 契約內容並不附帶保障投資報酬率之約定，亦無利潤計算之方式說明，完全以契約自由之原則達成買賣約定，並不違反消費者保護法對定型化契約之限制。

2、 投資人以「溢價增資新股東」的身分投資參與君華開發公司經營，理應對投資的公司有充分的了解，以對認購的價格是否合理有所認識，這些了解包括：

(1) 公司董事、經理人的背景以及過去對不動產的經營績效。

(2) 公司的財務報表。

(3) 其他資產負債表帳外的重要資訊，如或有負債、抵押權設定，遠期合約等。

不過本案中，投資人在投資當時均未能充分了解公司之財務狀況。例如，君華開發公司在推出本案前，已將本案標的土地向泛亞商業銀行、台灣第一信託投資公司及遠東商業銀行設定抵押權

貸款 27.36 億元，這些並未充分揭露之重要訊息會使投資人產生錯誤的決策。

- 3、從君華開發公司舊有股東之權益而言，以每股 32.6 元溢價增資，其價格是否合理，是否產生股權稀釋等影響。

### 第五項 祐捷建設內湖「歐洲共同仕場」

民國八十年以來，國內房地產景氣低迷，標榜包租、買回和保證高額報酬率的商場持分銷售模式，再度成為房地產業界的熱門話題。這種銷售模式，是以持分為銷售單位，每一持分單位並沒有獨立的產權，可以較低的單價出售，而頗受投資人的歡迎。其中最引人注目的便是民國八十三年祐捷建設推出的「歐洲共同仕場」個案。

#### 一、 運作架構及實際發展狀況

- 1、祐捷建設擁有座落於內湖成功路四段巷內的建地，規劃為百貨商場，其中一至三樓共 2,180 建坪，細分為六千個單位銷售，每個單位售價三十萬元。
- 2、投資人購買持分單位同時與業主簽訂遠期租賃合約，租期六年，自商場完工開幕開始生效，每年租金維持分單位價格之 12% (即 36,000 元)，投資人於簽約付款同時取得委託土地銀行付款之祐捷建設本票十二張。
- 3、投資人於六年租期屆滿時可有三種選擇如下：
  - (1) 續租
  - (2) 以原價賣回業主
  - (3) 以當時鑑價金額直接入股參與經營無論投資人選擇何種方案，業主於租約期滿後，業主皆能確定保有經營權。

- 4、 本案在推出後，順利售出四千二百個單位，祐捷建設順利取得十二億八千萬元之資金於是開始進行商場之建設開發。民國八十四年初商場興建完畢，更名為「詩丹達爾百貨」同時開幕營運，不過此時業主仍未將不動產產權辦理過戶登記給投資人。
- 5、 民國八十四年六月，祐捷建設發生跳票，負責人逃往國外，原本應於六月支付給投資人第一期租金也未能兌現。投資人開始要求辦理產權過戶，不過因為相關不動產早已被業主設定抵押權給其他債權人，因而使投資人遭受極大之損失。

## 二、 類型分析

- 1、 本例中之不動產銷售方式，是以共同持分為銷售單位，每一單位所表彰的乃是全體不動產價值之六千分之一。經過這一簡單的分割銷售過程，不動產之實質資產即轉變為具有憑證性質之持分憑證，符合不動產證券化之廣義定義。不過因相關憑證並無公開市場可供轉售，故其流動性較低，而不符合不動產證券化之狹義定義。
- 2、 投資人購買單位持分時即與業主簽訂遠期租賃契約，此後依約領取固定租金收益。這種投資行為可以按未來之變化而分為三種情況：
  - (1) 投資人於六年租約到期後選擇續租給業主，在這種情況下投資人擁有以再投資收益率為 12%之權利。若持續選擇續租，則投資人類似於購買一票面利率 12%之永續債券。
  - (2) 投資人於六年租期屆至時選擇原價賣回或入股，此時投資人類似於購買一票面利率 12%，面值三十萬元且按面值發行的有擔保可轉換公司債。

3、從業主的角度而言，這種以銷售單位持分的方式出售不動產產權，其實類似於發行「有擔保可轉換公司債」融資。但其中略有不同的是：

(1) 有擔保可轉換公司債以公司不動產為擔保，而持分銷售乃將不動產產權移轉給投資人，二者在保障程度及稅費負擔上略有不同。

(2) 有擔保可轉換公司債的轉換比率於發行時即加以明訂，而此例中轉換價值需視轉換當時單位持分之鑑價而定。

(3) 可轉換公司債到期時，投資人可以選擇轉換為公司股票或按面值領回現金，而本例中投資人除了這兩項選擇外，尚可以選擇續租（即以同樣的報酬率再投資）。

(4) 一般有擔保公司債之發行價值與擔保品價值有一定之成數關係，而此成數與發行者之信用狀況有關，通常其發行價值不超過擔保品之價值。但本案之標的物以附近區域之一般行情為每坪三、四十萬元之價格擔保了每坪八十二萬五千元之債，顯有未當。

### 三、 有關問題

1、投資人之風險考量，可以從下列三點言之：

(1) 擔保品的保障性：本例中投資人以獲得不動產產權之方式取得相同於擔保品之保障，此與一般有擔保債券擔保品所有權仍在證券發行人手中不同，投資人的保障性較佳<sup>6</sup>。但是，本例中擔保品之價值與一般借款額度之成數相差太大，投資人則因此承擔了相當大之風險。

(2) 收益率的穩定：業主以年租金 12%為保障收益，以當時一般有擔保公司債殖利率為 7~9%或一般百貨業租金為營業額的 6~8%而

---

<sup>6</sup> 但投資人亦為不動所有權人，需負擔一定之房屋稅，則為其缺點。



言，此保障報酬率有偏高之現象。而且在本例中投資人擁有比一般有擔保公司債更多的選擇權利，此保障報酬率更顯得偏高，亦隱含了日後的倒帳風險。

(3) 從流動性風險而言：投資人持有之單位持分，由於沒有公開之交易市場且數量不多，投資人必須承擔相當大之流動性風險。如前所述，相較於不動產公平市價而言，過高的貸款成數給予業主相當高的違約誘因，同時偏高的保證租金又使業主經營困難，遂使得本案最後以業主倒帳潛逃收場。

- 2、投資人於業主跳票潛逃時，仍未擁有不動產之產權，致使投資人求償無門，血本無歸。此乃肇因於標的不動產並未信託與第三人，或由公正第三人專案管理，而仍置於業主之任意處分權下，以至於發生業主將係爭不動產設定抵押向銀行貸款，而該貸款銀行因擁有抵押權而優先於投資人就該抵押品受償，終使得投資人血本無歸。
- 3、在業主潛逃之後，原負責經營之經理人已不存在，投資人所擁有之共同持分憑證亦不得代業主為經營管理。
- 4、投資人以不動產共同持分轉換為公司股份，則有可能分別違反了公司法第一百五十六條<sup>7</sup>、第一百六十一條<sup>8</sup>、及證券交易法第六條、第二十二條之規定<sup>9</sup>。
- 5、本案在銷售時，業主為能順利募集資金，曾採取許多促銷或宣傳手法，誤導投資人的判斷。藉以提高本身的信用等級以獲得投資

---

<sup>7</sup> 公司法第一百五十六條第五項：「股東之出資，除發起人之出資及本法令有規定外，以現金為限。」

<sup>8</sup> 公司法第一百六十一條第一項：「公司非經設立登記或發行新股變更登記後，不得發行股票」

<sup>9</sup> 證券交易法第六條第一項：「本法所稱有價證券，謂政府公債、公司股票、公司債及經財政部核定之其他有價證券。」第二十二條第一項：「有價證券之募集與發行，除政府債券或經財政部核准之其他有價證券外，非經主管機關核准或向主管機關申報生效後不得為之；其處理準則，由主管機關定之。」

人的信任。

(1) 一次開具十二張由土地銀行為擔當付款人之商業本票，作為未來投資人領取租金之擔保，誤導投資人以為所持本票為土地銀行保證付款之本票。惟根據我國票據法之立法精神，擔當付款人並不負任何保證承兌之責任，投資人雖取得土地銀行為擔當付款人之本票，仍不能提高該本票之信用地位。

(2) 於簽約之當時取得有會計師、律師見證之合約書，誤使投資人以為與業主簽訂之合約，有律師和會計師之保證，而能確保業主履行合約義務。但由於契約見證在法律上只能做為契約存在之證明，見證會計師與律師並不保證當事人均能按照合約內容履行。故當業主潛逃時，擔任見證人之會計師和律師並不負任何保證責任。

(3) 於本案公開銷售、開工及完工開幕時，業主曾多次邀請政府高官、商界聞人到場致詞或剪綵，這種做法亦誤導以為本案是合法經營、政府推動或是財團支持，以提昇業主在投資人心目中之信用地位。但實際上，這些政商名流的參與不過是業主的促銷手段，而與業主的信用毫無關係。

我國以不動產證券化為名銷售不動產共同持分之案例，業主往往故意釋放種種誤導投資人之訊息，藉以提高本身之信用以順利募集資金。反觀美國聯邦與州證管會皆會要求 REIT 或 RELP 發起人做到充分的資訊揭露。我國則因相關法令不足，不但無法要求業主做到充分之資訊揭露，甚至到這幾年來才有公平交易法和消費者保護法約束業主之不實廣告。

## 第二節 我國類似不動產證券化案例失敗原因檢討

為了突破以往不動產投資單位金額過大，募集小額投資人之資金不易之困境，自六十九年起我國即有類似不動產證券化（實大多為不

動產細小化)之案例推出，也都曾經造成一時之轟動，不過也幾乎都以失敗收場。這些不動產業者企圖集資投資於不動產開發，不過始終由於欠缺相關的集資法令依據，其下場，有被認定為違反證券交易法而遭取締者；有以違反公司法、銀行法而遭取締者；有為顧全公司形象而中途喊停者。而投資大眾，貪圖於高報酬的廣告誘因，到最後卻絕大多數都是血本無歸。

這些過去的案例帶給社會大眾對於不動產證券化很大的負面觀感，國人甚至於常常將不動產證券化跟違法吸金的公司地下投資公司聯想在一起。以下即針對我國類似不動產證券化之各案就其成敗之原因做一探討。

### 第一項 成功案例的特點

前一節介紹之個案中，唯一成功的案例是太平洋建設於台中豐原推出的「登豐理財計劃」(豐洋百貨)，其成功之原因，除了業主信用較佳之外，仍有下列重要因素：

#### 一、業主保有多數產權：

業主保有多數產權，可以主導百貨商場未來經營之方向，在統一的規劃管理之下，才能將商場的經營品質維持在一定之水準之上，也才能提昇經營績效，不動產的價值也較高。業主保有大多數的產權也會促使業主投入更多心力經營商場以追求本身之利潤最大，可免經營者有怠惰之可能。

#### 二、所有權與經營權分離

投資人僅出資而不參與管理經營，而實際經營管理由具有百貨業專業經驗之人負責，可達到專業分工之成效。

#### 三、視經營績效分配盈餘

投資人依照實際營業利潤來分配盈餘，是一種較穩健之盈餘分配方式。若投資人採取回租之方式將共同持分租回而領取固定收益，將使百貨經營之固定支出提高，增加倒閉之可能性。

## 第二項 失敗案例之檢討

在以上諸多失敗的案例中，我們可以從法令規制角色、投資人及業主三個向面歸納其主要原因如下：

### 一、欠缺法令規制

在大多數個案中，吾人幾乎看不到政府的角色，也無完整的法令加以規範。在沒有適當法令的規範下，守法的業者不願從事不動產證券化，而使不肖業者得以遊走法律邊緣，投資人的權益更無法獲得保障。在現有的法律環境之下，不動產證券化的法律行為牽涉到三個層面，吾人可以看出相關之法令十分之欠缺：

#### 1、資金募集方面：

銀行法第二十九條規定：「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、公眾財產或辦理國內外匯兌業務」，第二十九條之一規定：「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顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」而當違反第二十九條之規定者，依該法第一二五條之規定處一年以上七年以下之有期徒刑，得併科新台幣三百萬元以下之罰金。由於之前我國並未有不動產證券化之相關特別法律規定，因此在不該當「其他法律另有規定者外」之情況下，相關業者很容易觸犯銀行法第二十九條之「非法收受存款罪」。因此，我國如欲推動不動產證券化，於法制上需訂立一特別法，以排除銀行法相關處罰規定之適用<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> 張金鶚，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月，139~140頁

## 2、證券發行方面

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，適用公司法及其他法律之規定。」而此所謂之有價證券，必須如前文所述，依證券交易法第六條之規定經財政部核定，否則亦將有違法之虞。

## 3、賦稅方面

有關不動產交易、受益憑證買賣及盈餘發放所牽涉之稅負問題，在之前的稅制下，不動產證券化亦無相關之租稅優惠。

## 二、就投資人而言

### 1、無從監督審核不動產業者之經營

以上這些個案之不動產業者，往往透過行銷包裝手法，以專家之姿態出現，且政府並未介入審核管制，再加上不動產開發經營事涉複雜，一般投資大眾並無法判斷業者是否具有足夠之不動產專業能力。對於業者的諸多說法，亦無從判斷其真偽，相對處於資訊不充分之情況下<sup>11</sup>。而業者是否盡善良管理人之注意義務及信託法理上之忠實義務，努力經營該投資案，其財務資訊是否透明化，亦全憑業者之良心，投資人之投資相對處於極大之風險中，亦需付出極高之代理和監督成本。

### 2、投資權益無次級市場

前述之個案中，業者雖無禁止投資人將其權益轉讓之契約約定，且依我國民法第二九四條第一項之規定，此又非屬不得轉讓之債權，因此投資者可將其債權任意轉讓與第三人。惟由於此類不動產投資之相關權益，欠缺公開交易之次級市場，因此投資人於有轉讓需求時只能透過私下之管道找尋買者，不但流動性極差，且有可能遭受極大之差價損失。

---

<sup>11</sup> 不但業者之財務狀況投資人難以得知，系爭標的不動產是否已由業者另行設定抵押予銀行，以至於影響系爭不動產對於投資人債權之擔保價值，恐怕一般之投資人亦欠缺相關之危機意識。

此外，部分個案之投資人所購買者為持分單位，依法雖取得持分單位之產權，但因此僅係共有權益，抽象的存在於投資標的不動產的每一部份，並無特定部分可供實際管領佔有使用。同時，由於每位個別投資人所持分比率非常小，即使進行分割，用益之價值也低。另如亞太萬仕會館以招收會員之方式進行促銷，因為會員人數之多寡如無規範，而任由業者之任意膨脹，每位會員之權益亦形同被稀釋。

### 3、業者違約時，投資人求償無門

前述這些個案之所以僅能稱為類似不動產證券化之個案，其中一重大原因即在於業者未將投資標的不動產與其自身分離（即本文第四章第一節第二項所探討之「資產分離」制度），亦即未將標的不動產與業者之個別風險隔離。在國外的不動產證券化個案中，最重要的就是透過特殊目的機構之制度，將不動產信託移轉與該機構，而將信託財產與不動產業者之破產風險分開，該信託財產可完全作為投資人投資權益之擔保。之前，國內並無信託法之施行，業者亦未將相關財產移轉與公正第三人。投資人與業主間只因簽訂買賣契約而存在債之關係，不論投資人購買之標的為獨立之不動產權或不動產之共有持分，一但業者經營不善發生財務危機時，除了投資人已辦妥不動產權之移轉登記外，只能依債之關係向業者求償，或參與破產財產之分配，並無物權之保障，投資人權利之保障相當薄弱。

### 4、預售方式所潛藏之風險

前述各案中，其買賣多為預售之方式，即從買賣契約之簽訂，頭期款價金之支付到標的不動產之實際移轉登記予投資人，期間大多長達三年以上。或許投資案推出之初，業主並無意詐害投資人之權益，但從簽訂契約到實際交付不動產間的三年間，也許業主的財務情況惡化，導致到最後業主會以倒帳違約收場。

### 三、就業者而言

#### 1、產權細分造成管理經營不易

前述國內之個案其最主要之精神便在於不動產所有權之分割，透過這種細小化之過程降低投資人投資金額之門檻，以便廣泛吸收游資。就此，雖然符合不動產證券化之部分基本精神。但由於投資人數眾多，若投資人對不動產之經營方針存在重大歧異時，將很難達成共識。且由於債權僅具有對人效力，若投資人將持分所有權讓與第三人，業者恐難以向該第三人主張買回、租回之權限，勢必將造成管理經營上之不便。

#### 2、產權細分預售方式之適法性

有部分個案考量產權分割過細造成經營管理不便，而導致失敗之教訓，遂研議以預售之方式將土地售出，但不移轉所有權於投資人，並保證三年後獲利之做法。只是如此一來，難保不觸犯銀行法第二十九條、第二十九條之一及平均地權條例第八十三條之嫌。

#### 3、業者無租稅之優惠

就外國之不動產證券化法制而言，不動產為證券化之目的所作之移轉登記（如信託登記），有免徵土地增值稅之優惠。其特殊目的機構也經常有免徵營利事業所得稅以避免雙重課稅之優惠。反觀國內之前並未有相關之優惠措施。

### 第三節 小結

以上之個案幾乎都是商業或休閒不動產，這種型態之不動產其成功之道在於整體之規劃與日後經營管理之品質。不幸的是，除了太平洋建設之「豐洋百貨」個案，業主掌握了百分之五十以上之不動產產權而能完全主導掌控全案之經營品質及走向外，其他個案之業主幾乎都是儘量細分產權並售出更多產權以吸收最多之資金，而造成日後經營管理或有債務糾紛時善後處理之困難。

以一穩健之建設公司言之，不動產個案之開發應以不動產抵押貸款再加上自有資金作為全案之週轉使用方為正途。當然也只有較正派經營且信譽卓著之公司可以在個案開發階段向銀行取得較大之信用。以上這些個案之業者可能是在自有營運資金不足，銀行貸款之取得又有困難之情況下，才以採取近乎游走法律邊緣之方式包裝行銷不動產，希望以高獲利、穩賺不賠之號召為誘餌，以細分買賣單位，降低投資門檻為手段，吸引無知之大眾投資，以挹注開發初期之資金缺口。投資人一則利慾薰心，貪圖高利。一則欠缺保障交易安全以確保債務履行之知識，在許多個案中都落得血本無歸之下場。本文認為當初這些個案之推出僅只是一種利用人性貪念之不動產創新行銷手法，證券化之精神及完整交易架構並非業者當初考慮之重點，諸多文獻及學者將之稱為「類似不動產證券化之個案」則似有未妥。