

第八章 我國「不動產證券化條例草案」之研討

第一節 前言

我國產、官、學界對不動產證券化之探討緣起甚早，但多是著眼於順應國際金融自由化之風潮¹。而近二、三年來，「不動產證券化條例草案」之所以會有較明確之立法進度，則是因近幾年來，特別是九二一地震之後，國內之房地產市場持續低迷，幾乎所有之中大型建設公司均陷入財務危機。連帶所及，以不動產抵押貸款為主要放款業務的金融機構，其呆帳比率亦居高不下，幾乎要引發另一波金融風暴。因而，藉推動不動產證券化提高不動產相關權利之流動性，以進一步紓解不動產業者及金融業者之困境，遂又成為當今政府拼經濟之重點政策。也因此，我國最近這二、三年所推動之不動產證券化相關立法工作²，除了延續政府推動金融自由化之政策外，亦相當程度地係為解決不動產相關業者當前燃眉之急。

而不動產證券化在國外雖已行之有年，在國內則未有相關成功之案例。而先前國內一些不動產細分化之案例不但不成功，反而讓國人對不動產業者一些創新的投資方式觀感不佳。再加上長年以來，不動產買賣糾紛層出不窮，因之如何改變國人對不動產業者之觀感及對不動產直接擁有所有權之偏好，使這項新穎的金融制度得以順利移植國內，本文認為其關鍵在於如何提昇投資人相關投資財產的流動性、交易的安全性以及提供投資人稅負上等其他誘因。透過本章以下之探討，將可略窺我國「不動產證券化條例」草案立法架構上，處處可見此三項考量。

¹ 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，133頁；林世淵，我國未來金融資產及不動產證券化發展之方向，證交資料，第三九九期，84年7月，4頁；陳尹章，金融資產證券化法制架構之研究，中興大學法律研究所碩士論文，91年7月，1頁。

² 廣義言之，包括以完成立法之「金融資產證券化條例」及目前仍在立法院審議中之「不動產證券化條例」草案。

第二節 我國「不動產證券化條例草案」之體例簡介³

我國「不動產證券化條例」草案（以下簡稱「本草案」）共分八章，包括總則、不動產投資信託、不動產資產信託、受益證券、受益人會議及信託監察人、稅務、行政監督、罰則及附則計六十八條。其架構及要點如下（草案及說明詳附錄一）：

一、總則及一般規範⁴

- 1、本條例之立法目的，在於發展國民經濟，藉由不動產證券化以有效開發利用不動產，提升環境品質，活絡不動產市場，並保障投資。不動產證券化應優先適用本條例之規定，本條例未規定者依其他法律規定。（草案第一條及第二條）
- 2、不動產證券化之主管機關為財政部，若涉及其他相關事項由該事項之目的事業主管機關規範。（草案第三條）
- 3、定義本條例中所使用之相關名詞定義，並規定依本條例募集或私募之受益證券為證券交易法第六條所稱之有價證券。（草案第四條及第五條）
- 4、受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券，應向主管機關申請核准或申報生效；若為公開募集者，主管機關並應洽經證券主管機關核准；並明定申請或申報時應檢具之書產信託之計畫及契約應記載事項；其於國外募集或私募不動產投資信託基金或不動產資產信託受益證券投資於國內不動產者，並應先取得中央銀行同意。（草案第六條至第八條、第十條、第二十九條、第三十一條、第三十三條及第三十六條）
- 5、原則以募集封閉型基金為限，經核准後可有條件募集開放型基金。（第十六條）
- 6、規範資金運用範圍為不動產及相關之租賃權、地上權及不動產相關有價證券等，並限制閒置資金運用範圍。（第十五、十

³本節主要參考王文宇，不動產證券化法制評析，法令月刊，第五十三卷第五期，30~31 頁

⁴王文宇，不動產證券化法制評析，法令月刊，第五十三卷第五期，30 頁

七、十八條)

7、規範有關受託機構委任不動產開發或管理機構契約終止之要件(第五十六條)

二、「不動產投資信託」及「不動產資產信託」專章

根據草案之設計，我國推動不動產證券化係採信託制度之架構⁵，並依據美、日兩國之經驗導入「不動產投資信託」及「不動產資產信託」二大類型。而所謂「不動產證券化」係指受託機構依據本條例之規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為(第四條)。而所謂「不動產投資信託」架構，主要係參考美國之不動產投資信託(REIT)制度⁶，由受託機構向投資人募集資金而成立不動產投資信託基金後，用以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關之有價證券或其他主管機關核准之標的。並發行不動產投資信託受益憑證，以表彰投資人對信託財產之權利。不動產投資信託所得之利益由全體受益人依不動產投資信託契約約定共享。至於「不動產資產信託」之架構，則是借鏡日本模式之「資本流動化法」之制度，由委託人(通常是不動產所有權人)將其所持有之不動產或不動產相關權利信託予受託機構後，以所信託之不動產或不動產相關權利為標的，發行不動產資產信託受益憑證予投資人，受託人並依不動產資產信託契約自行或委託不動產開發或管理公司進行不動產之管理、開發或處分。受益人則依不動產信託契約之約定享有不動產資產信託之信託利益⁷。

以下為本草案有關此二制度之相關條文：

- 1、不動產投資信託基金既以投資不動產為主要目的，其投資或運用之標的限於不動產及與不動產相關之權利或有價證券等。其投資或運用於現金、政府債券、不動產、不動產相關權利及不動產相關有價證券之最低比率、投資於有價證券之比率及金額上限與流

⁵ 詳本文附錄一「不動產證券化條例」草案總說明

⁶ 架構亦近似於國內之證券投資信託基金，只是投資標的以不動產相關之權利為主。

⁷ 楊育純，游千慧，不動產證券化條例草案之探討(二)，現代地政，91年8月，39頁。

動性資產之範圍及比率，均授權主管機關定之。（草案第十七條及第二十條）

- 2、為促使不動產投資信託基金妥善運用信託財產及增加基金操作靈活度，不動產投資信託基金之間置資金得運用於一定之金融商品。為便利受託機構籌措開發不動產所需資金，受託機構得依信託契約之約定，並為不動產開發、營運目的之需要，以信託財產借入款項，並以信託財產設定抵押權或其他擔保物權；擔保物權之權利人僅得對信託財產於擔保物權之設定範圍內，聲請法院裁定後強制執行；必要時，主管機關得訂定借入款項之比率上限。（草案第十八條及第十九條）
- 3、受託機構運用不動產投資信託基金進行之不動產交易金額達一定金額以上，及不動產資產信託之信託財產，均應由專業估價者估價；超過新臺幣三億元以上，應由兩位以上之專業估價者進行估價，且專業估價者不得為交易當事人之關係人或實質關係人。（草案第二十二條、第三十四條及第三十六條）
- 4、受託機構不得為保證、放款、提供擔保或與該受託機構所設立之各不動產投資信託基金及不動產資產信託間從事交易；並限制受託機構投資於有價證券或其他金融商品之比率。（草案第二十五條）
- 5、受託機構所設之信託財產評審委員會應至少每三個月評審信託財產一次並公告之；受託機構募集或私募之各個不動產投資信託基金彼此間會計獨立，且該基金與受託機構之自有財產或其他信託財產間不得相互流用。（草案第二十六條及第二十七條）
- 6、依不動產資產信託契約移轉之財產權，以不動產及不動產相關權利為限；另該信託之委託人應提供相關書件予受託機構，供投資人辨識可能承擔之風險。（草案第三十條）
- 7、不動產資產信託之委託人不得為受託機構之利害關係人，但委託人有數人，且具有利害關係之委託人就信託財產所占持分及持有擔保物權持分之合計比率未達百分之二十時，不在此限。（草案第三十五條）

三、投資人保護

- 1、由專業估價師出具投資標的之估價報告，若總金額為三億元以上由二位估價師進行估價；估價值若差異百分之二十以上由估價師公會協調之。（第二十二條）
- 2、規範受託機構利害關係人之迴避。（第三十五條）
- 3、規範資金之運用。（第二十五條）
- 4、設置信託財產評審委員會，每三個月參考估價報告評審信託財產之價值，並公告之。（第二十六條）
- 5、每日公告每單位受益證券淨資產價值。（第二十六條第五項）

四、突破現行法令之障礙

- 1、信託財產出租排除土地法第九十七條租金不得超過申報地價百分之十，以及民法第四四九條租期上限為二十年之規定。（第二十四條）
- 2、排除信託業法第二十六條之限制，得以信託財產借入資金，惟應以不動產開發、營運所必須者為限。（第十九條）

五、租稅優惠

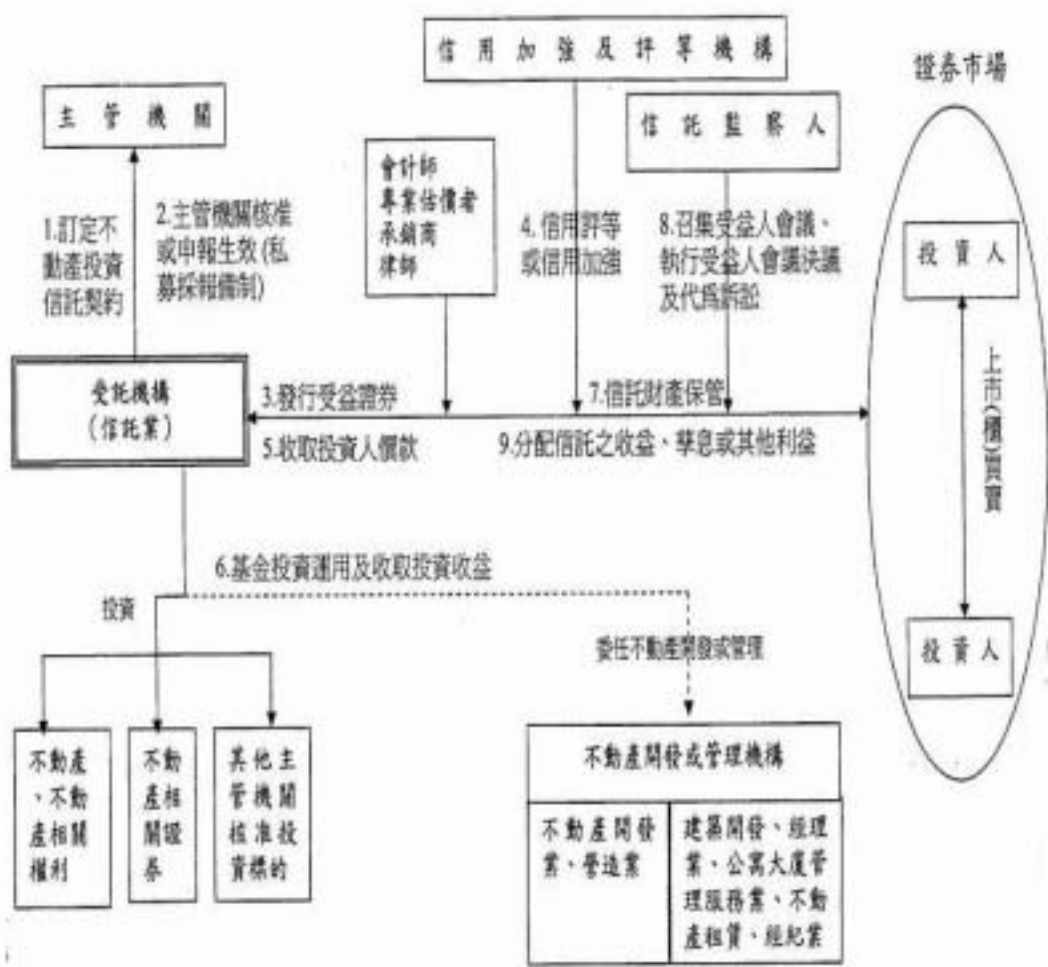
- 1、本條例之受益證券免徵證券交易所得稅。（第四十九條）
- 2、信託利益僅於實際分配之年度課征投資人所得稅，免除雙重課稅。（第五十條）
- 3、地價稅按基本稅率千分之十計徵，無須累積合併計算。（第五十一條）
- 4、授權地方政府訂定審核規範，減免地價稅及房屋稅：於開發期間無法使用者免徵；開發期間仍可使用者減半徵收；開發完成後減半徵收二年。（第五十二條）
- 5、信託財產之建築物耐用年限可縮短二分之一計算折舊費用。（第五十三條）



產開發
造業

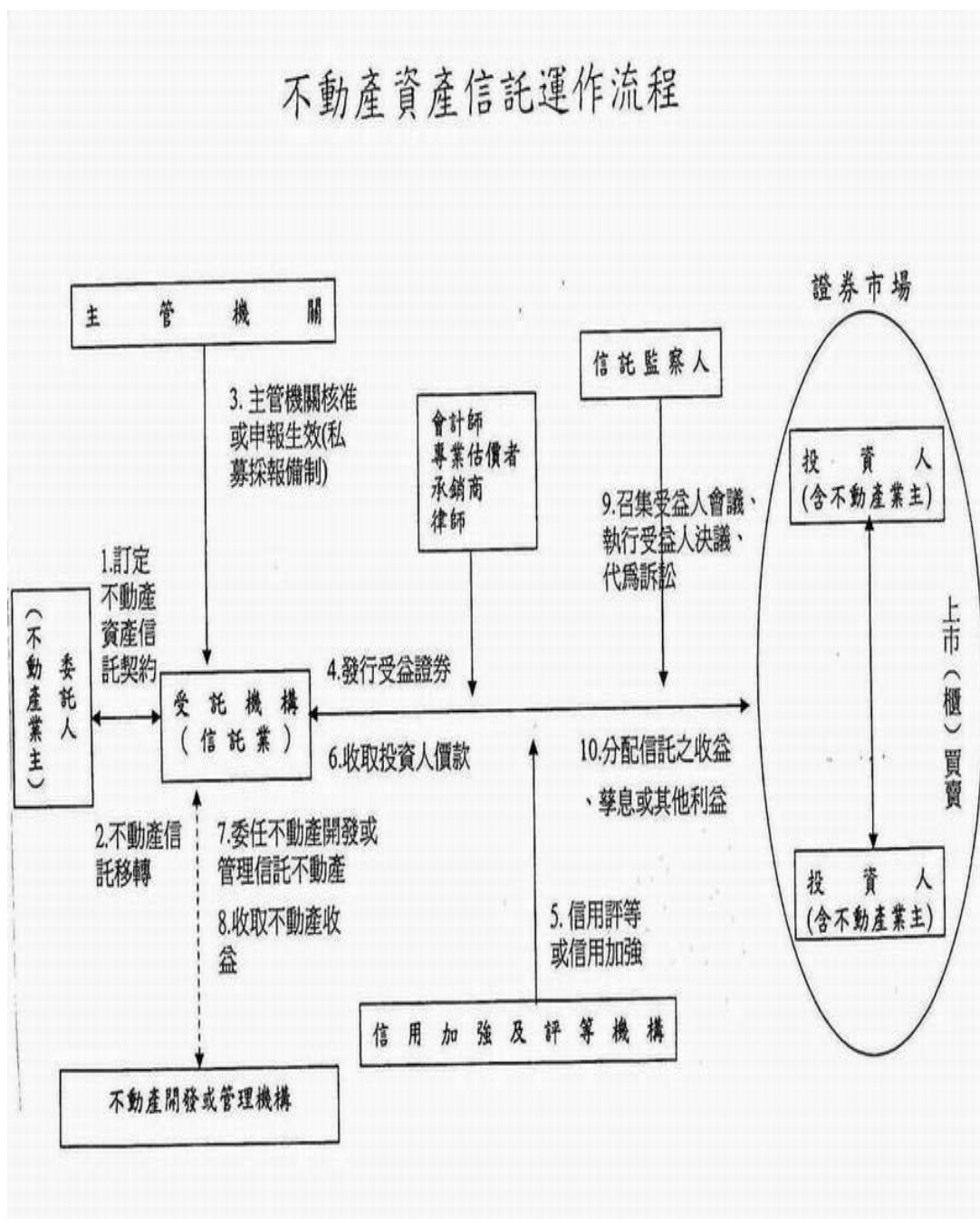
建築
業、
理服
產租

不動產投資信託運作流程



資料來源：不動產證券化研討會實錄，台灣金融研訓院，91年4月，3-23頁

圖 8-2: 不動產投資信託運作流程



資料來源：不動產證券化研討會實錄，台灣金融研訓院，91年4月，3-24頁

第三節 不動產證券化條例草案之評析

第一項 信託財產強制執行之禁止

本條例中對不動產證券化體制之設計捨「公司制」而就「信託制」，其主要之考量當係藉信託法中有關信託財產獨立性之規定藉以保護不動產證券化過程中之交易安全。而有關信託財產獨立性之規定，就其不屬於受託人遺產及破產財團，且禁止抵銷、限制混同之規定，其條文上殆無疑義⁸。需深究者，蓋信託財產禁止強制執行之適用範圍。

按我國信託法第十二條第一項規定：「信託財產不得強制執行，但基於信託前存在於該財產之權利，因處理信託事物所生之權利或其他法律另有規定者，不在此限。」對於信託財產之獨立性定有明文。然而對於信託財產強制執行之禁止規定，究係適用於委託人之債權人、受託人之債權人或二者兼而有之，通說與實務上之見解是否存有差異，實需加以深究。以下將從學說、實務見解及條文架構上探討該項規定之真義：

一、學說

依學界之相關論著，大多贊同對信託財產強制執行之禁止規定適用受託人之債權人及委託人之債權人⁹。亦有僅言及對受託人之債權人有所適用，而未探討委託人之債權人適用之問題¹⁰。

二、實務見解

(一) 贊成見解

⁸ 信託法第十、十一、十三、十四條參照。

⁹ 方嘉麟，信託法之理論與實務，月旦出版社，85年2月，44~45頁。陳春山，我國信託法制之發展，律師通訊，204期，23頁。王文宇，信託法原理與信託業法制，月旦法學雜誌，65期，89年10月，27頁。詹森林，信託法之基本問題——最高法院判決與信託法規定之分析比較，律師通訊，204期，54、55頁。

¹⁰ 賴源河，王志誠合著，現代信託法論，五南圖書出版公司，90年6月，70~71頁。宗樑，日本信託法信託財產之兩大特性，23頁。林學晴，我國信託法律關係下受託人與信託財產之關係，中正大學法律研究所碩士論文，91年6月，108~109頁。

由於我國之信託法始於八十五年一月立法完成，非但最高法院並未就此問題著有判例，其他各級法院亦無相關之判決。然信託法公佈前，最高法院曾有一判決對於委託人之債權人聲請對信託財產聲請強制執行者，該院認為是項聲請為無理由。蓋

「受託人在法律上為信託財產之所有人，本院著有先例。本件被上訴人既主張上訴人甲公司（委託人）就係爭土地所有權與上訴人（受託人）有信託關係存在，則被上訴人以其對於甲公司之執行名義而聲請查封登記為乙名義之係爭土地，自為法所不許」（七十二年台上字第三五二九號判決）。

（二）反對見解

然台灣高等法院高雄分院九十一度抗字第一五八號民事裁定對於信託財產強制執行之禁止對於委託人之債權人是否適用之問題卻持反對意見，該案之理由書略謂：「按對信託財產不得強制執行，但基於信託前存在於該財產之權利，因處理信託事務所生之權利或其他法律另有規定者，不在此限，信託法第十二條第一項定有明文。所謂『對信託財產不得強制執行』應係指受託人之債權人對於信託財產不得強制執行，不包括委託人之債權人在內，否則如認委託人之債權人對於信託財產亦不得強制執行，無異係鼓勵債務人假信託之名而行逃避強制執行之實，應非當初立法本意。」

三、立法理由及條文架構

（一）立法理由

信託法草案中對於第十二條第一項之說明為：「信託財產名義上雖屬受託人所有，但受託人係為受益人之利益管理處分之，故受託人之債權人對信託財產不得強制執行。但為保障信託關係前已生之權利及維護交易之安全，依下列權利取得之執行名義可例外對信託財產強制執行：1、就信託財產因信託前存在於該財產之權利（例如抵押權）；2、因處理信託事務所生之權利（如修繕信託財產之修繕費債權）。」

就此項說明觀之，立法之初似有以明示其一，排除其他之法理，限制信託財產禁止強制執行之規定，僅受託人之債權人有其適用。

（二）條文架構

該項條文有關「但基於信託前存在於該(信託)財產之『權利』」之但書規定，「權利」也者，當指存在於信託財產上且經登記公示之抵押權，就此除了前揭立法說明之明示外，亦有學者持此看法¹¹。蓋委託人之債權人對信託財產有抵押權，此屬常態，亦符合我國民間企業之融資慣例。反觀，受託人之債權人對於系爭信託行為完成前恰於信託財產上擁有抵押權者究屬例外或偶然。顯然，此項但書規定係針對委託人之債權人且於系爭信託財產上有抵押權之情況而設，既保障委託人之該抵押債權人權利，亦無損於我國民法物權（抵押權）優先於債權（信託契約）之本旨。因抵押權皆經公示登記，對於相關當事人之交易安全亦有所保障。準此，該項但書規定既係針對委託人之債權人而設，則其本文規定亦應對委託人之債權人有所適用，方符情理。亦即，委託人之債權人除於信託前對信託財產有抵押權，否則亦不得直接對信託財產強制執行。

四、小結

不動產證券化制度之主要精神即在於投資者將原有直接持有不動產所有權（物權）之投資型態轉變為間接持有不動產相關收益之受益請求權（債權）之投資型態。投資人權利之保護在此一方面即已經較為薄弱。若投資標的之信託財產仍存在被委託人之普通債權人追及之可能，無疑的又加深了投資的風險。對於不動產證券化之推行必又減低其誘因。

從以上之分析可知，我國信託法第十二條第一項本文規定之適用範圍，實務見解與學說間存在著相當大之差異。而這項不確

¹¹ 賴源河，王志誠合著，現代信託法論，五南圖書出版公司，90年6月，70~71頁。

定性對於「不動產資產信託」類型證券化之成敗將有關鍵性之影響。以目前我國不動產業界之實際情況觀之，市場上既有之建設公司，其不動產除了大多經設定抵押向金融機構融資之外，其公司本身也因其他營業或財務活動而負有未經抵押擔保之普通負債。這些未經擔保之債務內容，不管是否已經債權人取得執行名義，皆因欠缺公示制度而使投資大眾無法事先得知¹²。

雖然本草案第三十條第三項規定：「委託人應提供債務明細之書面文件予受託機構，並定一個月以上之期限，公告債權人於期限內聲明異議，並將聲明異議之文件予受託機構。」，然以委託人為建設公司為例，企業法人之民事責任或債務關係，並非僅止於為信託行為時可以明見之契約責任，其他尚有因營業活動所導致之侵權行為責任，甚或契約違約時之懲罰性賠償。這些債務關係勢必無法於為信託行為時與以公告，以杜絕日後債權人異議，並撤銷信託行為或對信託財產強制執行之可能。

再以我國之司法實務觀之，若有委託人之債權人持執行名義向法院之民事執行處聲請對委託人之信託財產強制執行，由於信託法第十二條第一項的模糊規定，執行處之法官為避免因未即時扣押系爭信託財產導致執行名義人之權益受損而使法官罹於違法之嫌，通常會先就系爭信託財產為扣押命令再待委託人提出抗辯救濟。然因不動產信託受益證券若已經在證券交易所掛牌上市，而該信託財產竟遭到扣押查封，消息一傳出，必定引起市場上之恐慌性賣壓，投資人權益幾乎沒有保障。不管日後該項扣押查封是否可被除去，恐怕再也沒有投資人敢投資不動產證券了。

若我國之信託法制無法隔絕信託財產委託人之普通債權人對信託財產之強制執行。則投資人無法衡量投資標的之風險，就無

¹² 雖然在會計資產負債表之資訊揭露上，會有「或有負債」之相關揭露，但這一部分於實務上是由簽證會計師向負責代理訴訟之律師函證，而由律師以其主觀認定勝訴之可能性，及敗訴可能之給付金額。而未經起訴繫屬之或有負債，外部投資人根本無從得知。因此投資人對於公司實際上未經公示之債務，特別是侵權行為債務及契約違約懲罰性賠償之部分即擔負著相當大之風險。

法評定投資標的之價值（格）¹³。如此一來，「不動產資產信託」型之受益證券若非失其市場性而乏人問津，要不就是投資人僅能以極低之價格購買，都將導致此類型不動產證券化之失敗。

第二項 信託財產抵押權暫緩實行

以我國不動產業之現況而言，絕大多數之不動產（含土地與成屋），均已經所有權人（即業主）向金融機構設定抵押貸款。如前所述，因信託法第十二條第一項但書之規定，於信託前存在於信託財產上之權利（如抵押權）可對信託財產強制執行。如此一來，亦陷該項信託無法完成其信託目的之可能，此對投資人亦是一大風險。

為了隔離信託財產與委託人之風險，以提供投資人更大之保障，並確保該項信託於信託期間內不會因信託財產原抵押權人實行抵押權而無法完成其信託目的，因此於本草案第三十條第二項規定：「前項之財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之同意書。」

此項彈性規定雖顯係欲解決目前台灣不動產業之實況，其可值深究如下：

- 一、 信託財產之抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之同意應加以登記公示，使得是項同意於信託契約存續期間具有對世效力，絕對保障信託財產之獨立性。否則若只是一紙當事人間之書面同意書而僅具債之效力，對投資人之保障仍嫌不足。因若抵押權人違約實行抵押權，而無登記限制以為門檻，屆時又勢必要勞動信託利害關係人（委託人、受託人或受益人即投資人）提出抗辯以為救濟。
- 二、 目前提供不動產抵押貸款之銀行處理違約放款之方式不

¹³ 資產之價格依其存在之獲利風險、違約風險及流動性風險而決定之。

外：1、於以拍賣裁定取得執行名義後，直接實行抵押權，拍賣抵押不動產。然因需先預繳一筆可觀之強制執行費用，且目前國內不動產市場持續低迷，即使拍賣底價已經低到僅有設定金額之三、四成，仍大多以流標收場。2、將不良債權以低價出售給資產管理公司，再由資產管理公司催收債款或實行抵押權。以上這二種方法皆考量在最短期間內收回部分資金，且於認列損失後打消呆帳。

而本草案中之「不動產資產信託」類型證券化似乎提供這些債權銀行另一方案。可惜的是，法人投資機構（銀行、壽險業、各類型基金）應為不動產證券化之重要投資人，這些投資法人之意願將相當程度影響證券化之成敗。而這些投資法人在投資決策上，為了降低再投資風險，通常比較偏好投資標的證券存續期間（duration）達二、三十年以上之證券。即在這二、三十年之存續期間內，可以擁有穩定且可預估之收益，而不至於因證券發行人之贖回或信託財產被強制執行而終止信託，而使其收益風險增加。

也因此，即便這些投資法人認同信託財產抵押權人以出具同意書於信託存續期間內不實行抵押權之變通方式，然也勢必要求該信託期間必須達二、三十年以上。而以目前這些抵押債權銀行的經營型態而言，要這些銀行的經營者（董事會）同意於二、三十年內不就擔保財產實行抵押權，實行上恐有困難，一則是因為風險太大，二則為每件抵押債權之金額可能多則數億，也就導致此項彈性設計之可行性不高。

三、抵押權人縱使出具承諾不實行抵押權，該項承諾因無登記無拘束第三人之效力，抵押權人如將其債權移轉第三人，除當事人於債權讓與時有特約，抵押權不隨同移轉，而視為抵押權之消滅事由外，抵押權隨同債權移轉第三人，第三人仍

可實行抵押權，而不受原讓與人承諾不實行抵押權之拘束¹⁴。

四、 小結

以當今台灣不動產業之現況而言，較具開發價值之不動產標的上未存有抵押設定者可能少之又少，再以目前各不動產業者（建設公司）和貸款銀行之互動關係觀之，不動產所有權人有能力清償貸款以塗銷抵押設定者亦不多見。再以金融機構在歷經金融風暴後於今願以其他替代條件出具於信託期間不實行抵押權者亦很難期待。而即使抵押權人同意於信託期間不實行抵押權，由於該項同意並無對世效力。以上種種，將使得本草案第三十條第二項之規定很難以完全達成保護投資人之目標。

第三項 單軌制或雙軌制

在本草案擬定之過程中，對於我國不動產證券化之機制係採美制「不動產投資信託」之單軌制，或加上日制「不動產資產信託」而成為雙軌制曾有一番爭論。反對「不動產資產信託」論者略謂美制「不動產投資信託」已行之有年，且為最成功之範例。而日制「不動產資產信託」由於其發起人為不動產業主（所有權人），其制度設計與利益導向上對投資人較為不利¹⁵。此問題就下列三個構面探討之：

一、 發起人動機

如前文所述，本草案之立法動機除了因應金融自由化之世界趨勢外，最重要之原因在於解決我國當前因不動產長期不景氣所造成之不動產相關產業之經營困境¹⁶。詳其實，我國當今不動產建設開發公司所面臨之最大困境在於資產流動性不足，不但無法支付銀行之貸款利息，更面臨貸款到期之還本壓力。按我國建設公司

¹⁴ 游啟璋，不動產證券化法制解析，月旦法學，第八十八期，91年9月，158頁。

¹⁵ 楊育純，游千慧，不動產證券化條例草案之探討（三），現代地政，91年9月，44~45頁。

¹⁶ 本文第一章第一節參照。

所能取得之最大資金融通蓋為以不動產為擔保品之一年期短期借款，每一年貸款到期時再與貸款銀行達成協議繼續展延。而不動產業之營業週期（即從購入土地到建築完工銷售後取回資金之期間）動輒三、四年以上，從而使得不動產業經營之財務調度上每每形成「以短支長」之窘境。在不動產業處於榮景或持平之時期，貸款銀行通常願意展延到期貸款，但只要不動產業每況愈下或某一家建設公司一有風吹草動，則在一年期短期借款到期後，貸款銀行往往就以擔保品價值縮水為由，要求追加擔保品。更有甚者，即不再同意展延貸款而要求建設公司償還本金，形成所謂「抽銀根」之情況，而使建設公司限於極大之經營危機。而「不動產資產信託」證券化制度就為建設公司之困境提供一個解決方案。因為，透過信託契約之約定，以「不動產資產信託」證券化之方式所取得之資金，至少於信託期間（可約定為長於不動產業營業週期之期間）內，不動產業者無償還本金之壓力，可以讓不動產正常銷售或出租，而不會有這幾年來為了要因應銀行之抽銀根，而將持有之不動產大幅降價求售，造成不動產業雪上加霜之惡性循環。就此一觀點而言，當今之不動產業者應有極強烈之動機發起「不動產資產信託證券化」以獲取穩定之資金。

而美制之「不動產投資信託」型證券化，其運作方式相當類似於我國現行之證券投資共同基金，其發起人動機在於資金之提供者（即投資者）。由得經營不動產投資信託基金之機構擔任發起人向投資大眾發行受益憑證以募集資金，再將該基金投資購買不動產或其相關權利，或將基金貸放予不動產開發業者。此種基金依本草案之規定雖以封閉型為原則而有其相當之穩定性，相關資金也可提供不動產業者之所需，但該基金與不動產業者間之借貸可能也是一年期之短期借款，換言之，建設公司只是將借款對象由原來之銀行改變為「不動產投資信託基金」，其面對無法取得長期資金以配合其現金流量所造成之財務風險仍無法改善。

且在此種制度之下，不動產業者僅處於被動之角色，其扮演主動

角色者為資金提供者（即投資大眾）。以當前不動產業極端不景氣而前景又不明之情況下，除非以相當知名之商業不動產（如台北信義計畫區之一一大樓或高鐵車站）為投資標的作號召，否則欲成功募集相當金額之「不動產投資信託基金」也恐非易事，即發起人之動機不強，亦無法解當前不動產業之燃眉之急。

就長遠之角度觀之，「不動產投資信託」證券化方式對於暢通不動產業者之資金募集管道已經多年實務之肯定。但就解決當前我國不動產業界之經營困境而言，「不動產資產信託」證券化之方式似乎又比較可能扮演積極性之角色。

二、投資人之風險分散

論者有謂「不動產資產信託」證券化將誘使投資人投資於單一不動產而使得風險過於集中，不利於投資人之利益。然而不動產證券化之精神即在於投資金額單位化及細小化，以往不動產投資者每一筆投資金額均相當龐大，平均而言，在台北市區購買一戶公寓住宅往往得花上新台幣六、七百萬，但是如果將相同金額分散購買二、三十個不同標的之「不動產資產信託」受益憑證，則亦可達到相當之風險分散效果。反觀，若投資人將該數百萬之投資金額購買同一之「不動產投資信託基金」受益憑證，雖然該信託基金可投資於諸多不同之不動產以分散風險，但是該基金經理人之專業能力與信用操守無異又是「不動產投資信託基金」投資者之另一風險。把所有之資金投資在一相同之「不動產投資信託基金」亦難逃風險過度集中之厄運。總而言之，「不動產資產信託」之投資者可以透過購買不同不動產標的資產信託受益憑證之方式來達到分散風險之目的，而不必去負擔「不動產投資信託基金」經理人之代理成本。

此外，既然發展不動產證券化之目的在於提供投資人以較小金額投資於不動產之機會，以進一步達成享受不動產永續經營之穩定收入，因此，完整的持有整個不動產的產權並加以規劃應用，應

遠比把資金分散在不同不完整的個案更有效益¹⁷。不動產證券化是希望藉聚集小額游資達成持有不動產永續經營之效果，並不是希望利用所募集之資金進行頻繁之不動產交易，此與一般共同信託資金的運用原則不同。所以即使初期是以不動產投資信託之方式募集資金，最終還是會轉型為不動產資產信託，只是受益憑證持有人不斷換手，該基金所購入之不動產仍由受託機構或其委託之經營管理者持續經營管理。如果不動產證券化施行之後，不動產投資信託成為主流，而其基金經理人操作基金模式仍與股票型基金操作模式相同，也就是不停地在不動產市場裡買進賣出，其結果只是換一群人來炒作不動產，對於不動產市場之穩定與環境品質之提昇實毫無幫助。

初期不動產投資信託基金之規模充其量只不過數十億，而最有可能成為初期投資標的之優質商業大樓或高級住宅社區總金額動輒上百億，如果還要考量風險分散，則頂多只能投資一些低價之住宅產品或某商業大樓之幾個樓層，投資標的因無法取得完整之產權，對於該不動產所能主張之權利僅同於一個區分所有權人，該不動產之經營管理無法作整體規劃，則有礙於創造該不動產之附加價值，這絕非不動產證券化所欲見到之結果。

如前所述，不動產透過資產信託之方式，將資產與原所有權人之破產或債務風險隔離，對於不管是不是透過購買「不動產投資信託」受益憑證之方式的不動產投資人而言都是一項保護，也相當有助於降低不動產投資者之風險。

三、更多樣的市場機制是提昇資產流動性之前提

無可諱言的是，「不動產資產信託」之發起人是以不動產所有權人為主，在發起人動機較強烈且因其為不動產所有權人而於整個機制之運作中立於主動之地位，因而制度設計本身即有可能傾向於保護原不動產所有權人之利益，投資人會相對處於資訊之劣勢

¹⁷ 陳棠，謝慧鸞，不動產證券化條例相關爭議及課題，全國律師，91年7月49~50頁。

地位。然就法制面而言，任一項制度必有其利弊二面，端視如何興利除弊。而就經濟面而言，任何一項資產，多一種市場可連結供、需雙方，對於該資產之流動性就多一項助益。該項制度之風險迴避，投資人亦應擔負相當之責任，或說是建立相當之正確觀念，高期待報酬率之代價就是高風險，不動產市場尤然。此財務面之鐵律恐無法由法制面全然排除，亦不可讓投資者之風險規避過度倚賴政府之作為。

四、小結

我國推動不動產證券化之目的除了是因應金融自由化之國際趨勢外，更重要的是解決當前不動產相關產業之經營困境。因此，推動「不動產資產信託」動機應會比「不動產投資信託」更為強烈，亦就是，在本草案立法完成之後，可以想見的是，不動產業者透過「不動產資產信託」證券化方式來籌資之個案應會紛紛出籠。至於投資者之風險集中問題，可透過投資人將資金分別投資在不同之「不動產資產信託基金」之方式而加以分散。若再從藉由多元市場之建立以提昇資產流動性之觀點，本文認同本草案「不動產投資信託」及「不動產資產信託」之雙軌並行制。

第四項 受託機構之不動產經營能力

由於我國不動產證券化係採信託關係，受託機構以信託業為限¹⁸，由於信託業法定義的信託業者主要是以金融機構，特別是銀行業¹⁹。因此，可以推論未來推動不動產證券化之要角將是銀行業。不過於本草案審擬之過程中，反對由銀行業擔任不動產證券化之主角者，主因是多數銀行缺乏不動產專業人才，其將無法依循市場法則推動不動產證券化業務²⁰。

而認同由信託業擔綱不動產證券化之重責大任者，其主要認為，本草

¹⁸ 本草案第二條說明。

¹⁹ 信託業法第三、十、十三、十五條參照。

²⁰ 王文宇，論不動產證券化得組織架構，實用月刊，91年4月，48-49頁。

案之重點除了不動產開發外，「證券化」及「流通性」也是重要關鍵，由於受託機構係向不特定之大眾公開募集發行受益證券，涉及廣大投資人之權益，稍一不慎，即可能造成證券市場之動盪不安，甚而影響社會經濟。因此主張必須是受到高度管理和高度信賴之行業方得承作。而信託業本身因受信託法、信託業法及相關法令之約束，不論是內部管控、會計制度及風險管理均受法規上之嚴格規範，為高度管控之行業，亦能獲得社會大眾之信賴，對於推動不動產證券化之起步，較容易讓投資人接受而勇於投資²¹。特別是我國先前一些類似不動產證券化個案的失敗教訓，再加上購屋糾紛一直高居消費糾紛案件之榜首，全體社會對不動產交易制度之信賴感相當欠缺，因而由高度管控之信託業主導初期之不動產證券化業務，社會大眾之接受度應較高。

另有論者認為「證券化」為一相當複雜之過程，因此建議鼓勵信託業與不動產業透過企業關係相互協助，並在信託證照考試中加考不動產相關專業知識來彌補信託業者有關不動產專業不足之缺點²²。

其次是獨立性之問題，銀行本身所擁有之不動產與行內信託部門受託管理之不動產，同受銀行董事會監督，其獨立性與專業性將有問題。再者是權責問題，銀行為彌補專業性不足之問題，勢必將與不動產業者合作，使不動產業者具有主導權，而銀行或信託業者只是形式上之主導者，相關權責問題將難以規範。

就此問題，有學者認為既然訂定專法以推動不動產證券化，就應由特許行業經營，此特許行業具備不動產開發專業知識、財務經營管理知識，以及信託專業知識。美國所稱 SPC (Special Purpose Company) 即特許公司，需具有不動產開發經營之專業知識，而非銀行或受託業者之消極受託，且缺乏不動產專業知識，在此情形之下便不會產生利益團體角力競爭。同時，初期可開放較多之特許公司，不論是建築投資業或銀行業，彼此站在平等立場，一方面促進市場有效競爭，另一

²¹ 楊育純，游千慧，不動產證券化條例草案之探討（二），現代地政，91年8月，41頁。

²² 張宏賓，不動產證券化研討會實錄，台灣金融研訓院，91年4月，5-6頁。

方面可增進投資大眾之權益²³。

本文則認為，不動產開發經營所牽涉之專業知識可說包羅萬象，諸如土地開發²⁴、建築規劃、土木營造、廣告銷售、不動產登記、房屋貸款、室內裝潢、庭園造景、大樓管理、商場規劃等等，任何不動產專業人才絕對均需長達數年之實務養成，且其養成過程必須倚賴很多現場實務經驗²⁵，而非透過書面理論之研討可竟功。更絕非一朝一夕或在證照考試中即可培養出相關之專業人才。且不動產證券化對既有之不動產業者而言其最大意義在於提供一有別於傳統銀行貸款之直接金融管道，嚴格上言之，亦屬於其財務運作之一環。而不動產業本身即屬於一資金密集之產業，各公司均不乏金融財務之專業人才。以不動產專業知識之養成難度和信託業務、證券化之專業知識養成難度相較，本文毋寧相信欲由現有之信託、銀行業者培養不動產之專業知識恐有一道難以逾越之門檻。然而考量我國不動產證券化正處於起步階段，且不動產業者這幾年來予投資人之可信度不高，因此本文認為應採由信託業者及由不動產業者另行成立之「特殊目的公司」並行之制度，以兼採其長²⁶。

第五項 不動產證券化之賦稅優惠

以往一般民眾欲投資不動產而享受不動產增值之利益可有二種方法，其一是直接購買不動產，其二是購買不動產業者（建設公司）之股票間接參與不動產投資。此二種傳統之投資方式如就賦稅負擔觀之，與本草案之賦稅優惠規定之間的差異可簡單整理如下表：

²³ 張金鵬，不動產證券化研討會實錄，台灣金融研訓院，91年4月，5-3頁。

²⁴ 此之「土地開發」僅狹義指尋找適合開發之土地，並做開發財務預測，並排除各項法律上之限制而實際上取得標的土地之過程。

²⁵ 筆者這九年來即需耗費大量時間與建築師討論建築規劃，或到建築工地了解施工品質。

²⁶ 本文寧可相信，關於是否僅信託業者可經營不動產證券化業務，在草案擬定階段必有一番爭論。因為每一個不動產信託財產必都是一筆龐大之金額，相對的受託人必有相當可觀之受託報酬收入。

表 8-1：個人各種不動產投資方式之賦稅差異

投資方式 賦稅項目	購買不動產證券	直接購買不動產	購買建設公司股票
證券交易稅	免徵	無	千分之三
利益分配所得稅	個人所得稅	(僅於賣出時徵收土地增值稅)	公司所得稅及個人所得稅雙重課稅
地價稅	千分之十(免累進)	千分之十並得累進	千分之十並得累進
縣市政府之減免規定(地價及房屋稅)	可享有	無法享有	無法享有
建物折舊年限	可案法定年限縮短二分之一	按法定年限	按法定年限
契稅	免徵	有	間接負擔
土地增值稅	免徵	有	間接負擔

資料來源：本文整理

本草案為提昇投資人之誘因而有許多推動不動產證券化之賦稅優惠規定，諸如免徵證券交易所所得稅、避免公司與個人雙重課稅、地價稅免累進、相關不動產可享縣市政府之房屋稅及地價稅特別減免規定、建物折舊年限縮短等分別規定於本草案第四十九至五十三條。而就實務運作而言，投資本草案所規定之不動產證券亦可能免除契稅及土地增值稅之負擔，此二部分雖未明列於草案條文中，卻為實務運作之必然且影響重大。僅就契稅及土地增值稅之賦稅差異探討如下：

一、 不動產買賣契稅

依我國契稅條例之規定，不動產因買賣而取得所有權，應由買受人申

報繳納契稅²⁷。如果投資人以直接購買方式投資不動產的話，就必須負擔高達契約價格百分之七點五之契稅²⁸。而即使以購買建設公司股票而間接投資不動產，因之前欠缺如本草案所規定之「不動產資產信託」制度，建設公司之各項營業也都或多或少牽涉到契稅之負擔。因契稅是針對不動產買賣之契約行為所課征²⁹，信託行為並非契稅之課征對象。投資人若透過不動產證券化之模式投資不動產將可避免契稅之負擔。特別類似日本租賃型土地信託³⁰之「不動產資產信託」方式，整個運作交易過程中幾乎完全不會牽涉到契稅問題，對於處於「薄利時代³¹」之今天，此項契稅上之優勢將對有心投資於不動產的投資者產生相當之吸引力。

二、 土地增值稅

投資人以買賣方式直接投資不動產時所必須負擔之另一項稅賦為土地增值稅³²，為因應信託法訂定後之登記實務，土地法於九十年修訂後，我國之不動產做信託移轉登記時，稅捐單位僅做「查欠³³」之動作而不必就信託移轉登記課征相關之土地增值稅。此項就不動產信託移轉登記土地增值稅之優惠對於建構在「信託」架構下之本草案無疑的又是對投資人的一項誘因。

²⁷ 契稅條例第二條第一項、第四條參照。

²⁸ 契稅條例第三條第一款參照。

²⁹ 行五八判三七一號參照。

³⁰ 本文第六章第二節第一項參照。

³¹ 指企業之毛利及儲蓄之利率均相當低迷之時代。

³² 土地稅法第二十八條規定：「已規定地價之土地，於土地所有權移轉時，應按其土地漲價總數額徵收土地增值稅。」

³³ 即清查信託移轉登記之不動產有無積欠地價稅或房屋稅。