

第六章 國外不動產證券化發展之概況

不動產證券化在外國（特別是美、日二國）已行之有年，相關之證券也在投資市場上扮演著舉足輕重的地位。美國自一九六〇年代起的不動產投資信託（REIT）更是不動產證券化之濫觴及典型代表¹。相較而言，日本的土地信託制度雖然起步較晚，制度本身也有不少缺失，但其制度設計卻可能更貼近我國當今不動產業之狀況。他山之石，可以攻錯。本章主要將探討國外不動產證券化之發展狀況，針對美國不動產證券化之二大型態：即不動產投資信託事業及不動產有限合夥事業，就此兩種事業在美國之發展沿革、相關法令規範及經營運作方式加以探討。再如，日本有關不動產證券化之發展也頗具歷史，型態亦多，雖不見得與本文前述不動產證券化之定義相符，但其宗旨及運作方式亦有可採之處，亦一併介紹之。

第一節 美國的不動產證券化²

第一項 美國不動產投資信託

美國不動產投資信託事業（REIT）為其不動產證券化之主要發展形式之一。所謂「不動產投資信託」制度是指發行「不動產投資信託」的受益憑證，向投資者募集資金，運用於不動產及其相關權利之投資，再將所得之利益分配給投資者³。美國不動產投資信託成立於一九六〇年，其最大之誘因乃信託事業本身為一非課稅主體，投資人可免雙重課稅。

¹ 張金鵬，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月，50頁

² 本節主要參考張金鵬，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月；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；周賢榮，美國不動產證券化及其借鏡，美國月刊，81年4月；林世淵譯，美國之不動產投資信託，證券市場發展季刊，第十六期，81年10月；林世淵，美國金融證券化之發展，證券市場發展季刊，第十六期，81年10月；張祥瑞，呂建宏，不動產證券化後估價業之定位—兼論評估REIT受益憑證公平市價之原則與方法，財稅研究，89年7月；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；臧大年，資產證券化—美國之經驗，證券市場發展季刊，第16期，81年10月。

³ 臧大年，謝哲勝，連錫安，張靜宜合著，不動產證券化，翰蘆圖書出版有限公司，88年3月，20~21頁

不動產投資信託事業的主要特色為增加金融機構的營業項目，對於不動產業者可以提供貸款，尤其在長期資金的融通上，更是扮演著重要的中介角色。在不動產證券化運作的體制上，投資信託事業更是充分發揮所有者與經營者分離的精神，廣大的投資者為資產擁有者，受託人或董事負責營運方針的擬定。而實際經營管理，則交由專業的管理顧問公司負責，以便於提昇營運績效。而投資的標的物不只限於不動產一項，政府所發行的債券，或是其他不動產投資信託事業所發行的證券，都是可以投資的標的。美國的不動產投資信託制度在整個財金體制上，將資本市場與不動產市場聯繫起來，結合成一個重要的營運型態。

一、不動產投資信託的意義

美國的不動產投資信託事業 (Real Estate Investment Trusts ; 以下簡稱 REIT) 成立於 1960 年⁴，係以成立基金或公司的方式發行受益憑證或股票，直接向投資大眾集資，再交由基金經理人投資於不動產有關的事業。此構想源自於共同基金 (Mutual Fund)，意圖透過資金的結合，達到個人財力難以企及之鉅額不動產投資。

不動產信託事業的最大特色在於該事業本身被視為免稅的主體，惟其組織方式、投資內容、收益來源與收益分配等，均需符合美國內地稅則和美國財政部所設的一些嚴格規定。但在實際運作上，所有從事不動產相關投資之組織法人，只要竭力符合上述門檻條件，均可以自稱為 REIT 並向美國財政部申請免稅優惠。

二、不動產投資信託的發展演進

綜觀美國 REIT 的發展，深受美國經濟景氣和法令的影響，其發展演進過程，依其資產規模的榮枯，可以區分為五個階段⁵：

⁴ 嚴格言之，「不動產投資信託」最早在十九世紀在美國麻州以信託的方式產生，其目的在於規避州法禁止以投資為目的而取得不動產之規定。因為以信託方式投資不動產不必繳納法人稅，故此一持有不動產的乃迅速的普及。但聯邦法院於一九五三年判決以信託方式投資不動產應該與公司一樣繳納法人稅，遂使不動產投資信託站告式微。參閱王俊人，不動產證券化之研究，中正大學法律研究所碩士論文，88 年 7 月，39 頁。

⁵ 張金鵬，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88 年 9 月，58-61 頁

1、緩慢成長階段（1960~1967 年）

REIT 首先立法於 1960 年美國之內地稅則（Internal Revenue Code），同年美國國會通過 REIT 法案，而為此制度奠定法律基礎。在此時期，只允許權益型不動產投資信託（Equity REIT；EREIT）之設立，市場的需求呈現緩慢成長。至 1967 年為止只有 38 家不動產投資信託事業成立。

2、快速成長階段（1967~1974 年）

美國於 1967 年允許抵押權型不動產投資信託（Mortgage REIT；MREIT）設立，由於當時證券（公司債或政府公債）市場利率過高，但金融機構存款利率因受限制而無法跟著提高，因而發生資金流往證券市場的現象。這使得在這一階段期間 REIT 的資產規模成長了將近二十倍，其中權益型有 209 家成立，抵押權型有 113 家成立。於 1973 年到 1974 年間其資產規模成長了 45%。

3、迅速沒落的階段（1975~1980 年）

由於短期間快速的成長，多數公司未能做有效的投資策略管理，加上利率提高衝擊不動產景氣，致使 REIT 的資產規模不斷的萎縮，由 1974 年的高峰期迅速萎縮至 1977 年的 77 億美金的規模。萎縮幅度達 62.4%，同時其市場的證券價格與投資人分配的股利也一直下滑。

面臨景氣蕭條，大多數的 REIT 被清算。美國於 1976 修正的稅法中，將基金收入總額需 75% 跟不動產相關的規定，擴大其相關範圍。且若來自於非不動產的總收入超過 25%，在有合理的原因之下也可免於受罰。另外，於 1976 年以後由原 90% 的淨收入需分配給股東，於稅法修訂後改為 95%，期能健全市場，避免持續的惡化。

4、逐漸復甦階段（1981~1985）

由於前期的危機衝擊，使 REIT 經營上更加講求投資的多樣性以求降低投資風險，如資產負債結構中負債比率由以前的 70% 降為 50%。更重要的是，銀行的借款與商業本票等短期借款只佔總借款的 25%，提高負債中藉由自身資產抵押的長期性貸款的比重，有助於風險管理⁶。許多 REIT 甚至於以很少或沒有利用財務槓桿來降低風險。

5、最近發展階段（1986 年以後）

1986 年的稅法改革涉及多數關於不動產的相關規定，而此影響有利於 REIT 發展的投資者包括：REIT 成立的第一年，有關資產與所得的有關規定予以放寬、租金收入的重新界定。此外取消不動產有限合夥的稅負優惠後，使得 REIT 的吸引力相對提高。REIT 的資產規模於 1991 年達到 460 億美金的規模。其中約有 51% 投資於長期不動產抵押貸款，約有 40% 投資購買實質資產，其餘的資產則為持有現金或分散於各種資產。

四、相關的法律規定

不動產投資信託的基金本身被視為免稅的主體，而其組織方式、投資內容、收益來源及收益分配等，均需符合一些嚴格的規定。而其主要的法律規範乃為內地稅則 856~860 與美國財政部的相關規定⁷，茲將要項分述如下：

（一）有關組織方面的規定

1、組織型態（Form of Organization）：

REIT 之組織必須為公司、信託、或一視同課稅主體之協會（association），其為一人或一人以上之董事或受託人所管理。

⁶ Timothy Haight.G, REIT: New Opportunities in Real Estate Securities, 1987, p24

⁷ Jarchow Stephen.P., Real Estate Investment Trusts: Tax, Securities, and Business Aspects, 1988, p293

2、股票與所有權：

(1) REIT 之證券需可移轉交易，且於可課稅年度中至少有 335 天（即十一個月以上），其證券持有人至少需 100 人。且合夥、公司、信託、退休基金與其他中介機構皆視為一人。

(2) 於可課稅的下半年中，半數或半數以上的 REIT 證券不得為五人或五人以下之個人或團體所持有。

(3) REIT 證券持有人區分為消極的投資人（Passive Investor）和積極的參與者（Active Participant），惟負責 REIT 經營管理之積極參與者持股比率不得高於 35%。

(4) 為有助於上述 1、2、3 項之達成，REIT 應紀錄有關證券權屬資料。

(二) 投資規範

1、資產組合：至少 75% 的信託資產需投資於不動產、抵押放款、其他 REIT 證券、現金或政府債券。

2、多樣化：除上述項目外，REIT 所擁有其他公司發行之證券或已發行在外之表決權證券，分別不得超過其資產價值之 5% 或 10%。

(三) 收益規範

1、至少 75% 的毛收入需來自於

(1) 不動產出租租金收入

(2) 不動產抵押貸款的利息收入

(3) 出售不動產之收入

(4) 擁有其他 REIT 證券所產生的利益

(5) 不動產節稅收益

(6) 貸款承諾費

(7) 源自於以不動產抵押貸款，但因倒帳而抵押不動產經由法院拍賣之收入

2、至少 95%的毛收入需源自：

- (1) 上述 75%毛收益來源所訂之項目
- (2) 股利與股息收入
- (3) 出售股票或其他債券之收入

3、至少 30%的毛收入不得源自：

- (1) 不動產投資持有期間未達四年即再售出的收入
- (2) 股票或債券持有期間未達六個月即再出售之所得

(四) 收益分配規範

REIT 的可課稅所得除資本利得與確定的非現金可稅收益外，至少 95%需以股利的方式分配給投資人⁸。

(五) 公開發行規範

美國 REIT 之公開發行必須向證券管理委員會 (SEC)，以及所在州的證券主管機關註冊。對於發行的要件、發起人的責任多有嚴格的規定。REIT 證券首次公開發行之註冊登記，要求詳細揭露 REIT 之投資政策、與投資政策有關之活動、不動產之描述、每個財產處理之訊息、經理公司與投資顧問間之關係，以及其他一般證券發起人所應揭露之項目等。此外，REIT 也可私下募集而無須登記。不過，私下募集之投資人人數上限為三十五人。

(六) 州證券法之規定

REIT 證券無論公開發行或私下募集，均須向發行當地之州政府申請註冊

四、不動產投資信託之類型

美國的不動產投資信託與證券投資信託（共同基金）模式及

⁸ 為進一步保障 REIT 之投資人，於 1976 年以後由原 90%淨收入需分配給股東，於稅法修訂改為 95%，期能更健全市場並保障投資人權益 參 Grearl & Farrel, Investment Analysis For Real Estate Decision, 1988, 2nd edition, p463

管理架構均相當類似，只是信託資金投資的標的不同。其分類依組織型態、投資標的、資產規模的擴充、時間長短、有無舉債加以區分：

(一) 依組織型態分類：

1、公司類型

公司型態之投資人即為股東，其以資金投資公司，取得之憑證為股票。資金成為公司之自有資產，再運用此筆資產投資於不動產，但其公司組合及運作仍需符合 REIT 之各項相關規定。

2、契約型態

契約型態之投資人即為受益人，其以信託契約之關係募集眾人之資金形成共同基金，再投資於不動產。受益人取得之憑證為受益憑證，共同基金之資產與募集公司之資產完全獨立，此類型之信託財產必須由保管機構保管。

表 6-1: 公司型與契約型 REIT 之比較

組織型態	公司型	契約型
比較項目		
投資人之地位	股東	受益人
投資人資金之屬性	公司之資產	信託財產
證券形式	公司股票	受益憑證
資金運用管理依據	公司章程	信託契約
投資之計算	自成計算主體，一般投資人以股東或公司債權人身分參與利潤分配。	以一般投資人計算，受託人僅領取定額服務費。
事業經營主體	股份有限公司、信託或協會	股份有限公司、信託或協會

利益之分配	分配股利	分配信託利益
-------	------	--------

資料來源：吳承康，台灣發展不動產證券化之研究，台灣大學財務金融研究所碩士論文，85年7月

(二) 依投資標的分類

1、權益型

權益型 REIT 其資產組合中有關不動產實質資產之投資應超過 75%，其投資標的物之所有權屬於整個信託基金。主要收入來源為不動產出售之資本利得和不動產出租之租金收入。

2、抵押權型

抵押權型 REIT 其資產組合中對不動產開發公司之放款、不動產抵押貸款債權或抵押貸款債權證券合計應超過 75%。此種 REIT 係間接參與不動產之經營，並非直接投資於不動產本身。貸款利息為主要收入來源，接近於一般債券投資，故其價值與利率變動有密切關係。

3、混合型

顧名思義，此種 REIT 之投資標的包括不動產本身及不動產抵押貸款，亦即權益型和抵押權型之混合。其投資比率究係不動產高或不動產抵押貸款高，則視市場需求而調整。

表 6-2: 權益型、抵押權型及混合型 REIT 之比較

型態	權益型	抵押權型	混合型
比較項目	REIT	REIT	REIT
投資標的	不動產所有權	抵押貸款債權 或融資貸款債權	二者兼有
收益來源	租金收入	利息收入	二者兼有
收入穩定性	高	低	中

投資風險	高	低	中
市場參與的角色	直接參與不動產經營	貸款給不動產經營業者，為金融仲介者角色	二者混合
影響收益穩定之因素	主要是不動產景氣	主要為利率	二者皆有

資料來源：吳承康，台灣發展不動產證券化之研究，台灣大學財務金融研究所碩士論文，85年7月

(三) 依發行規模能否擴大分類

1、封閉型

封閉型 REIT 之發行規模固定，投資人若有現金需求時，可以至公開市場售出持有之股票或受益憑證，而不能要求 REIT 以淨值贖回。同時，為保障投資人的權益不被稀釋，這種 REIT 成立後不得另外新募資金。

2、開放型

開放型 REIT 與封閉型之不同，是在於開放型的發行規模可以視經濟景氣狀況而增加發行（亦即現金增資）。

(四) 依時間長短分類

1、定期型

定期型 REIT 於成立時即明定存續期間，屆時即處分投資資產並依股票或受益證券之持有比率分配與投資人。因此存續期間即將到期時，REIT 的市價會與當時的淨值相當接近，不過，經營的期限尚可於經營期中或期限將至時，由證券持有人表決是否延長經營期限。由於 REIT 之證券於市場交易之價格，往往不能反應其真正的淨值，尤其是權益型 REIT。因此，投資人為避免市價與淨值折價過大，以及為分享屆時資產清算時不動產之增值利益，此明確期限的經營方式，有越來越

受歡迎之趨勢。

2、不定期型

不定期型 REIT 係不定期出售資產再轉購其他資產，若經營績效良好，其存續期間沒有限制。投資人購買這種 REIT 可以不斷收取不動產投資利益。

(五) 依有無舉債分類

1、舉債型

大多數的 REIT 除了發行憑證募集資金外，均會以所擁有的不動產辦理抵押貸款以增加財務槓桿。美國 1991 年 REIT 整體負債權益比率（負債除以權益）達 1.75，可見運用財務槓桿之普遍。

2、未舉債型

未舉債型之 REIT 不使用財務槓桿，完全以自有資金購買不動產，而不再將不動產辦理抵押貸款，以擴充資產規模。

(六) 依是否指定用途分

1、指定用途型

指定用途 REIT 於發行之時即需公開說明擬投資之資產類型，因此投資人可完全了解 REIT 資產之種類，經過評估後再決定是否參與投資，以降低投資風險。

2、未指定用途型

未指定用途型 REIT 於發行之時未公開說明投資之資產類型，待募妥資金後再評選投資之標的，因此，投資人較難掌握或評估風險，完全仰賴投資顧問機構之規劃。

五、REIT 之主要特性

REIT 之主要特性可分述如下

1、金融仲介之角色

REIT 並不一定直接參與不動產的經營，然其可以藉由募集而來之資金，予以不動產經營業者資金上之融通，如抵押權型及混合型之 REIT 便是如此。此長期的金融仲介者角色，為其主要特性之一。

2、經營與所有之高度分離

REIT 事業之經營管理分別委由董事長（公司制）或受託人（契約制），受託人甚至可以將經營管理權再委託（複信託）給專業之不動產經營管理公司。藉由專業化之運作，可提升經營績效，也因此促成不動產經營之專業化發展。

3、投資標的物之多樣化

由於不動產業為長期之經營投資，故其資金之投入與回收往往存在著相當大之時間差異，使經營者之流動性不佳。為避免不動產市場短期炒作之風，往往對不動產短期交易有諸多限制。為彌補這項限制所帶來之流動性風險，特別准許 REIT 投資其他 REIT 之證券或政府債券，而不僅限制於不動產之投資，因此具有標的物多樣化之特色。

4、有效結合不動產市場與資本市場

REIT 藉由股票或受益憑證之上市，由資本市場取得資金，再以之直接經營或間接融資之方式投入不動產市場，使資本市場與不動產市場得以有效結合。

5、分散風險

由於不動產的投資往往需要巨額之資金，因此風險非常集中，經由證券化後，可將經營者之風險分散出去。

6、公平性

證券每單位之認購金額小，便於小額投資人之投資，可以

擴大市場參與層面，免於不動產市場被壟斷。

第二項 美國不動產有限合夥

美國的有限合夥制度於一八八二年於紐約州正式立法實施，美國有限合夥制度為聯合企業組織（Syndication）的一種⁹，因其事業本身為非課稅主體（Non-taxable Entity），具有節稅功能，故此證券化模式深受不動產投資者所喜愛。1986年美國稅法改革（Tax Reform, 1986），內地稅則（IRC）之修正造成不動產有限合夥賦稅上之優惠消失，而使本制度之發展受到關鍵性之影響。

一、不動產有限合夥之意義

不動產有限合夥制度（Real Estate Limited Partnership; RELP），係由至少一名經理合夥人（General Partner）及一名以上之有限合夥人（Limited Partners）所組成，以不動產投資經營為目的。經理合夥人負責事業之經營並負無限清償責任，而有限合夥人則僅出資，除有權依約分享事業之損益及檢查帳冊之權利外，並不實際參與事業的經營。其責任負擔亦以其出資額為限。RELP之投資主體為合夥事業，其運作架構基本上與REIT相同，即由合夥組織透過投資銀行將受益權出售給投資者以籌措資金，然後以該資金投資於不動產，再將其營業收益分配給投資人。

以下將REIT與RELP比較如下表：

表 6-3: REIT 與 RELP 異同比較表

類型 比較項目	不動產投資信託 REIT	不動產有限合夥 RELP
組織實體資格	其組織需為公司、信託，或一視同公司之課	為合夥關係，在法律上必須有別於公司等課

⁹ Jarchow Stephen. P., Real Estate Sydication Securitization After Tax Reform. 1988, p95

	稅主體，原則上具有法人組織之特性(契約型除外)：永續生命、有限責任、自由轉讓、集中管理。年度報表要符合收入和股利的分配規定。	稅主體的資格。通常有期間限制、出名合夥人負無限責任，轉讓受到限制。要符合 IRS 規範和明確的利息、所有權和淨值的檢定。
投資組合和收入的規定	至少 75%的資產必須是不動產；總收入之 75% 必須來自租金，總收入的 20%可來自包括股利、利息、銷售股票和證券的所得。	該事業受各州有限合夥事業法案之規定，其資產組合與所得來源並無限制，然依其事業性質仍以不動產為主。
收入分派規定	至少 95%之課稅收入必須分派與投資人	沒有限制，能保留所有收入再投資
有關資產持有時間之限制	至少 70%總收入必須不能來自持有期間不足六個月之股票、證券銷售所得或持有四年以下之不動產銷售所得。	沒有限制
主要決策者	受託人(契約型)或董事會(公司型)	原則上為經理合夥人，但當合夥契約有明定時，某些主要決策需經由全體有限合夥人之表決。
有關管理參與之限制	投資人不得參與經營業務，由受託人或事業負責經營決策，亦可授權顧問公司或不動產投資信託之職員；又不動產投資信託不許做	由經理合夥人管理，但某些重要決策需經全體有限合夥人之決議；有限合夥人參與管理違反有限合夥的控制檢定時，則不再僅負

	財產管理，必須委任給獨立之財產管理公司。	有限責任，而需視同經理合夥人。
課稅所得處理	僅課個人所得稅	僅課個人所得稅
課稅損失轉嫁	部分可轉嫁與投資人	原則上全部轉嫁與投資人
資本累積	因必須將至少 95%之收入分派與投資人，因此很難累積資本。	沒有分派收入之限制，因此可以完全累積資本
交易市場	主要為證券交易所和店頭市場	有些合夥的股份在證券交易所或店頭市場交易。
事業存續期間	分定期型和不定期型	通常必須為定期
股東權利	由公司法或信託法而來之股東或受益人權力	由每一合夥契約而定之獨特性權利
發起人或經理合夥人之責任	有限責任，視公司法和信託法而定	無限責任
運作之透明化	高(財務運作需對大眾公開)	低(財務運作僅需對合夥人公開)
證券之流通性	可上市交易，流動性較佳	有所限制，且其次級市場較小
受益權屬之形式	股票或受益憑證	合夥權益
權益於銀行質押	可	不可

資料來源：余金林，不動產投資信託之研究----兼論在台灣實施之可行性，輔仁大學管理研究所碩士論文，81年7月，24~28頁

二、不動產有限合夥的演進發展

不動產有限合夥制度結合了資本市場與不動產市場，在其發展的過程中深受相關法令規章的影響與限制。有關不動產有限合

夥制度之演進如下¹⁰：

- 1、最早於 1882 年，美國紐約州立法實施但因法規與普通法令牴觸，而囿於法院對此條文的狹隘解釋，因此不能充分保障投資者的「有限責任」。
- 2、1916 年，統一州法委員會（Commission on Uniform State Law）提出統一有限合夥法案（ULPA），此法案明確規範投資者的權利義務，載明有限合夥人的責任僅以出資額為限，為有限合夥制度奠定了發展的基礎。
- 3、1976 年 8 月，全國統一州法委員會（The Nation Conference of Uniformed Limited Partnership Act）中通過修正統一有限合夥法案，規範合夥人的角色及證明書的格式。
- 4、自 1976 年至 1986 年，美國藉由有限合夥方式投入不動產的資金年成長率達 34%，至 1986 年達 86 億美元的高峰¹¹。
- 5、1986 年美國租稅改革，修正的內地稅則，將所得區分為消極的和積極的二種¹²，限制有限合夥投資虧損折抵投資人其他非投資性課稅所得，並將不動產投資加速折舊的優惠及不動產出售的資本利得優惠稅率取消。此外，並延長不動產可折舊部分之折舊年限。因此，經此稅負改革之後，以有限合夥投資不動產的誘因可說是消失殆盡，使得該事業之發展受到不利的影響。投資人投資不動產有限合夥事業，便從賦稅上的優惠，轉向偏重於經營的投資報酬。

¹⁰ 張金鵬，白金安，不動產證券化，永然文化出版，88 年 9 月，75~76 頁。

¹¹ Greal & Farrel, Investment Analysis For Real Estate Decision, 1988, 2nd edition, p254

¹² 美國 1986 年內地稅則之修訂，將個人之所得與損失種類區分為積極和消極二種。所謂積極的所得是指如工資、薪水等所得。而消極的所得和損失是指源自於股票、債券等投資的損益。在計算可課稅的所得時，不同種類之所得與損失不得相互抵減，亦即來自於投資損失等消極損失不得扣抵薪資所得等積極所得。在此之前，個人可藉由有限合夥製造的帳面損失，分配給投資人，以抵減個人年度的所得稅額。而稅制改革後這種不動產有限合夥的賦稅利益就消失了。

- 6、由於租稅優惠的誘因消失，在 1986 年以後不動產有限合夥之資金規模大幅下降，至 1990 年僅剩下 15 億美金的資產規模。相對而言，另一不以節稅效果為主要投資誘因的不動產投資信託的投資金額僅因不動產不景氣而緩慢下降。

三、不動產有限合夥之類型

不動產有限合夥依其發行規模、投資不動產的種類、和能否公開交易而區分如下：

(一) 私下型的有限合夥

所謂私下型的有限合夥，是指發起人在發起成立不動產有限合夥時即已確定投資的標的物，投資人可以清楚的了解標的物的情況，甚至可能被邀請到標的物現場去參觀，以作為投資的決策參考。此類型又稱為確定資產的聯合企業組織 (Specific Asset Syndication)。在實際運作上，通常是發起人本身原本即擁有投資標的物的所有權，藉由不動產有限合夥的運用而能對外募集資金從事該不動產的開發，同時發起人又能保有不動產的經營權。

私下型有限合夥通常為區域型的發行，每單位的金額大，一般每單位的價金約為 5 萬至 10 萬美金，而投資者的人數較有限，整體募集資金規模較小，且先付費用較少，傾向於投資單一標的。

(二) 公開型的有限合夥

所謂公開型的有限合夥，係指發起人以投資某類型不動產標的，而藉由發行證券形式集合一群投資人，並募得資金。而此時投資人只了解標的物的種類，但未能確定掌握未來的投資標的。此種形式又稱為盲目聚合的聯合企業組織 (Blind Pool Syndication)，其通常是全國性的發行，每單位的金額較小，一般每單位為一千美金，最少投資五或十個單位，而

募集的總金額大，投資人數眾多，標的物區位多樣化，募集所花費經費較高，費用有時高達 30%至 40%的募集金額，致使真正投入標的物的金額減少很多，而且投資人僅能依據發起人過去的不動產經營紀錄及對標的物的種類做投資決策的參考，較不利於投資人。因此，政府對這種有限合夥的規範較嚴謹。例如這種形式的不動產有限合夥在美國中西部證券委員會協會又被稱為不明確資產計劃 (Nonspecified Property Programs)，其對此運作有嚴格之規定如下：

- 1、最小的總發行額需為 100 萬美金
- 2、發行期間不得超過一年
- 3、在兩年內所有資金必須運用於投資否則必須償還投資人
- 4、發起人需有五年不動產的操作經驗與兩年的經營所投資財產類別的經驗
- 5、有詳細的季報及年報提供給投資者

從發起人動機的角度來看，發起此類公開型有限合夥之主要目的在於以專業知識服務投資人賺取服務費。而投資人參與之主要誘因除前述賦稅上之優惠之外，在於可以運用少量資金投資不動產同時又能達到分散風險的目的。

(三) 上市型有限合夥

不動產有限合夥之第三種類型是上市型有限合夥。這種類型的性質與公開型的有限合夥相同，但規模更大，投資人也更多。與前二類型最大的不同是在於這類型的參與憑證，可以像股票一樣在公開市場交易。參與這種類型的投資人一方面可以享受不動產有限合夥在賦稅上的好處，另一方面又可以獲得與投資一般股票一樣的流動性。

由於賦稅上的龐大誘因，上市型有限合夥曾經一度受到投資人和有限合夥發起人的熱烈響應。不過在美國 1986 年內地稅則修正後，這種類型源於不動產有限合夥賦稅上之優惠

就消失了。該次修正對上市型有限合夥最大的影響是規定：所有新成立的上市型有限合夥組織必須與一般公司一樣視為可課稅主體，而在此之前所成立之上市型有限合夥組織在1987年起同樣必須視為可課稅主體，不得享有稅負優惠。

表 6-4: 私下型、公開型及上市型不動產有限合夥 (RELP) 之比較

類型	私下型 RELP	公開型 RELP	上市型 RELP
比較項目			
發行範圍	區域性	通常為全國性	全國性
單位金額	大	小	小
發行規模	小	大	最大
投資人數	少	多	最多
募集所需費用	低	高	高
區位之多樣化	低	高	高
投資人參考文件	發行契約	公開說明書	公開說明書
公開上市	否	否	是
流通性	低	較佳	高
聯邦證券交易委員會 (SEC) 之登記	不必	若是全國性發行則要	要

資料來源：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，88年3月，26頁。

第三項 美國土地信託

美國的土地信託制度和一般傳統的信託模式並不相同，典型的操作模式有下列幾種：

一、土地開發融資

由不動產開發業者購買一塊素地，將該素地租給一家由該開發業者組成之公司，並將該土地之所有權信託移轉給一位受託人。依據信託契約，受託人發行土地信託受益憑證，而由委託人（即該開發業者）銷售該受益憑證，所得之資金用來改良土地。受託人收取該土地改良物之租金後，負有將租金收入給付受益憑證持有人固定報酬之義務，並將剩餘資金用來買回受益憑證，使開發業者之實質所有權（對信託財產之受益權）所受之負擔解除。

二、公寓經營管理

將公寓建築物之所有權移轉給受託人，由受託人經營管理，但如果委託人或承租人認為受託人不適合管理，也可以另請公寓管理人來經營管理，此時受託人的義務就只是為了保護所有權人或承租人的利益而保有所有權而依照公寓管理人之指示。但也可能積極賦予受託人經營管理之義務，例如利用公寓經營旅館事業。此一類型之土地信託之目的，主要為管理上之方便。

三、共同事業之中間人

經營土地買賣業務之不動產業者將買賣標的移轉給一位受託人，中立之受託人用來保護共同事業之進行及每一位參與者之利益。其目的在可減低每一位參與者將土地出售牟利或阻礙共同事業進行之可能性。

四、土地分割出售

在美國某些地方，土地分割信託（土地信託之一種）是被都市或住宅開發業者用來達成購買土地和出售土地之目的。即開發業者和計劃將土地分割和改良之土地所有權人間，成立買賣契約，約定將土地之所有權移轉給一位受託人（一般均為法人），成立信託契約。出賣人享有未付部分價金金額之受益權，而給開發業者或其指定之人享有其餘之受益權。開發業者給付一部份價金給出賣人，剩餘未付之部分價金，並非設定抵押權向銀行貸款以償還出賣人，而是讓出賣人對信託財產取得受益權。而受託人

之義務則是將土地分割出售所得價金用來償還開發業者對出賣人之債務。土地買受人也是土地開發業者和管理者，改良、促銷並出賣分割後之土地，在符合信託契約之條件下，受託人有義務將分割之土地移轉給買主。

土地信託取代開發業者之土地貸款，避免將土地權利證書放在第三人處加以保管之麻煩，卻也保障購買房屋建築基地之大眾於履行契約時可以取得完整之所有權。土地分割信託藉由信譽良好之信託業者介入買賣雙方保證，無疑地增強了土地買受人對出賣人之信用。

第二節 日本的不動產證券化¹³

第一項 日本的土地信託

日本所謂的土地信託，為日本信託業法所規定「土地及其定著物」及「地上權、土地之租賃權」信託之一種。亦即土地信託是不動產信託之一種。其意義為權利人（委託人）將其土地上權利信託移轉與信託業者（受託人），信託業者則依信託契約為受益人（可能為委託人或第三人）之利益，就土地為管理或處分信託財產之法律關係¹⁴。而其發展沿革可以下列幾階段分述之：

一、發展過程

日本土地信託的構想，最早於一九二二年時即已提出，但至一九八四年才開始開辦，其間的演變，可詳如下表所示：

¹³ 本節主要參考張金鵬，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月；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；李儀坤，日本不動產證券化，台灣經濟金融月刊，第五十三卷第十期，88年10月；李儀坤，日本不動產證券化之研究，信用合作，88年10月；劉慶庭，日本不動產證券化的發展，市場與經營，89年9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；林麗香，日本不動產證券化之法律規制，證券市場發展季刊，第十六期，81年10月。

¹⁴ 陳俊樵，日本土地信託之研究，人與地，第七十八期，79年6月，24~33頁。

表 6-5:日本土地信託之發展過程

時間	發展情況
一九二二年	土地信託構想的提出
一九六八年	制定都市再開發法時，運用土地信託從事都市再開發。
一九六九年	信託協會發表土地信託之住宅構想
一九七二年	為呼應田中內閣的「日本列島改造計劃」，信託業者提出活用土地信託制度興建中高層住宅的構想，並要求大藏省與建設省提供低利的資金，及稅制上予以優待。
一九七三年	信託大會檢討以出租住宅之建設為目的之土地信託，同年要求土地信託制度之早日實現，
一九七四年	因石油危機而步入經濟不景氣，土地信託構想因此停滯。
一九八二年	產業構造會議提案建議以土地信託供給住宅用地之對策
一九八三年	臨時行政調查會討論到土地信託制度，由信託協會設置「土地信託制度專門委員」，從事法制及實務二方面之研究並商議業務之規範
一九八四年	住友信託銀行正式開辦土地信託業務

資料來源：張金鶚，白金安合著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月三版，177頁

二、迅速發展的誘因

1、民間資金的投入

日本於一九八二年十月提出「民間活力」的口號，希望藉由民間企業的活力，取代政府或地方自治體，從事都市開發計劃及大型公共設施建設，因此土地信託便成為政策中的重要項目。

2、建立民眾對土地信託觀念的認知

土地信託制度為一種新的制度，為突破社會大眾對傳統土地所有

權的觀念，藉由教育大眾著手，建立共識，取得民眾對此制度之信賴，使信託業務能順利推行。

3、不動產稅制的改變

由於不動產之固定資產稅逐漸增加後，致使未利用土地之所有人在重稅的壓力下，必須尋求有效的土地開發利用之道。而透過土地信託的方式開發，既不必出售土地，又可獲得土地開發利益，正符合土地所有人之利益。

4、節省不動產業者開發土地之費用

日本於石油危機之後，土地取得成本不斷增加，故對不動產業者形成經營上之瓶頸，而藉由土地信託制度，不動產開發業者不需一開始就付出龐大之資金去購買土地，大大降低不動產開發之資金門檻，故為不動產業者所歡迎。

三、日本土地信託之類型與架構

（一）租賃型

租賃型為日本土地信託之基本型態，也是目前最普遍之信託型態。其主要目的在於信託財產的管理。委託人除於信託終了時，仍可保有原土地所有權外，於信託期間尚有信託銀行定期支付信託收益，其架構可敘述如下：

- 1、受託人（信託銀行）先就受託土地及週遭環境，相關法令的限制及承租市場做詳細的調查，而參考委託人之意願，作成建物之簡易設計、事業計劃及收支計劃等企劃案，俟雙方對此企劃認為滿意時，即簽定以互相合作以促其達成事業化為目的之土地信託基本協定，但亦有不簽訂基本協定而直接簽訂土地信託契約者。
- 2、受託人與委託人雙方就土地信託事業內容及信託條件充分協商後，於達成合意時，即簽訂土地信託契約。受託人除受土地之信託外，並辦理土地所有權之移轉登記及信託事宜。
- 3、土地所有人因土地之信託，取得信託受益權，而成為信託受益

人。

- 4、 受託人與建築公司簽訂承造契約，而於建築物建築完成時，辦理建物之所有權保存登記及信託登記。
- 5、 受託人就建築物建造所需之資金，向金融機構借款。
- 6、 向建築公司支付建築工程款。
- 7、 受託人依信託目的，將建築物出租予承租人。
- 8、 受託人負責建築物之管理維護，受託人常將建物之管理維護委託給大樓管理公司，而簽訂管理契約。然此事宜應事先於信託契約中明訂。
- 9、 受託人負責向承租人收取租金等，而從此收益中支付稅款、貸款利息、保險費及管理費等費用後，償還本金並扣抵信託報酬。
- 10、 受託人應依信託契約所訂之日期辦理信託決算，並將收益金作為信託收益分配交付受益人。
- 11、 委託人需要資金時，可將信託受益權之一部或全部讓與他人。
- 12、 受託人於信託期間終了時，將信託財產（土地及建物等）以現況交付受益人，其與承租人之租賃契約應由受益人承受，並塗銷土地及建物之信託登記，及辦理所有權移轉登記與受益人。

（二）分售型

相對租賃型之土地信託方式而言，分售型主要在於信託財產之收益來自於出售資產之收入而非出租資產之租金收入，其運作架構一部與前述租賃型運作架構 1 至 6 項相同。第 7 項後之做法分述如下：

- 7、 委託人如需資金時，可將受益權之一部或全部讓與法人或投資人等，以取得資金。
- 8、 受託人以出賣人身分負責出售不動產，並與買受人簽訂買賣契約，負責收受出售價款並負責交付不動產與買受人，並辦理分售之有關業務。
- 9、 受託人從出售價款中支付建造價款、貸款本息及銷售房屋所需費用，扣抵受託人之信託報酬後，將其剩餘款項作為信託收益分配交付受益人，而終結信託關係。

（三）等價交換型

等價交換是將土地所有人所提供之土地，透過信託銀行，委由開發業者進行開發建設。於建設完成後，依據土地所有者與開發業者之出資比率，分配建築物之所有權。換言之，土地所有人出售土地之部分所有權，並且比照市價換取等值之完工後建物所有權，此等價交換方式與我國之合建換屋相似，所不同者在於等價交換型之土地信託，委託人需先將土地所有權形式上移轉給受託人（信託銀行），而由其依信託目的，再委由開發業者建設。

其次，等價交換型之土地信託與日本之都市再開發法中之權利變換方式（又稱等價交換方式，或立體重劃方式）之主要差異在於，權利變換方式中出資參與都市更新計劃者，只能依其價金之比率，分配建築物之所有權，而不能分配土地之所有權，以免土地所有權複雜化。

（四）共同事業型

此類型之土地信託，係因土地之所有人和租地所有權人（指土地承租人），面對混雜老舊的街道，希望與鄰近居住者，共同規劃整建，以利於商業的發展和居住環境的改善，並提昇土地的價值。或由於繼承或其他原因而經過多次分割成凌亂不整之土地，希望進一步對其加以整合開發，以利事業發展。

由此可知，此信託動機之原意乃在於土地所有人為促進土地之有效利用，而產生自發性的更新、開發。此作業過程中，土地的整合利用，涉及個人利益的調整與均衡，即可藉由權利變換之方式進行。而以土地信託開發之方式，可以減少不必要之爭執，有助於開發利用目的之達成。

四、土地信託之優、缺點

（一）優點

日本土地信託隨其類型不同，各有其特殊之優點。但就整體而言，其優點如下：

1、就土地所有權人而言：

(1) 土地所有權人雖無資金，卻不必於實質上放棄土地所有權，仍可有效利用所擁有之土地。

(2) 土地所有權人將土地信託與信託銀行，以做全盤的經營開發規劃，藉此所有權與經營權分離的形式，以及專業化的經營管理，即可按信託收益分配方式而享有土地開發利益。

(3) 土地所有權人於信託期間需要資金時，可以將信託受益憑證之一部或全部轉讓，也可以將信託受益權供擔保而借入款項，以獲取資金，大大提高投資者財產之流動性。

(4) 貸款所支付之利息與建築物之折舊費用，在稅務上與辦理自己開發時一樣，能以費用計列抵減可稅所得金額。此外，在受益權繼承時，其估價係以信託財產估價，並能扣除與信託財產相關之債務後始予計算遺產稅。

(5) 信託契約不受委託人或受益人繼承或破產等事件之影響，因此可保持開發營運本身之獨立自主。

2、就社會經濟面言之：

(1) 促進土地資源之有效利用：就日本而言，有效利用狹小的國土其重要性無可爭議，利用土地信託方式促進國土之有效利用，符合全體國民之利益。

(2) 誘發建設投資，以振興景氣及擴大國內需求：以土地信託方式促進土地利用，通常均會帶動建設之投資，而建築業又素有火車頭工業之稱，因此能刺激全面性之景氣，進而擴大國內之需求。

(3) 借重專家以促進土地之均衡利用：借重專家以促進土地之均衡利用，可促進社會整體採取有秩序而均衡之土地利用，亦有助於辦理新市街計劃及新社區之形成。

(4) 在土地政策上具有至高之意義：辦理土地信託並非買賣土地，過程中並無牽涉或突顯地價之問題，因此不會導致地價之上漲。此外，土地信託在都市更新及區域開發等集體性之土地利用當中，具有中立性調整手段之功能，作為當事人間之仲介，以形成合理之土地利用關係。

(二) 缺點：

- 1、開發資金調度的問題：信託銀行就受託土地開發所需資金之調度，通常是借自於內部之其他信託帳款或固定資產，此雖可獲得資金調度上之便利，惟如果有其他利息較低且更簡易之貸款途徑而不去利用，將造成委託人權益之損失。且視信託契約之內容，恐有違日本信託法第二十二條忠實義務之虞，或有違善良管理人之義務。
- 2、土地開發的規範問題：為避免不動產業者藉此制度將土地產權以持分售予投資人，再以自益信託之方式委由受託銀行開發，然卻藉土地信託之名，而行待價而沽之實的炒作行為發生，則有賴於對土地信託的開發行為有所規範與限制。

依據資料顯示，日本土地信託自一九八四年由住友信託銀行開始，此項業務便急速擴增。至一九八七年六月全日本已達三七七件，至一九八八年更達九百件。又以土地信託方式興建之建築物涵蓋各種使用用途。其委託興建者包括個人、法人、中央政府及地方自治團體等。特別是日本國鐵為清償債務，必須處分其所有之土地，並避免因此導致地價高漲之現象，也靈活運用了租賃型與分售型之土地信託。

此外，民間業者更是充分結合土地信託與共有持分權等概念，推出許多商業不動產證券化之商品，帶動日本商業不動產證券化市場之蓬勃發展。換言之，不動產業者將所推出的投資商品細分化、單位化，提供投資人以小額資金來共同參與商業不動產之投資計畫。只是在有關商業不動產證券化的架構上，由於實際上業者交付投資人的受益權證書及持分所有權並無次級市場，是以證券化並不包括輾轉買賣的過程。

第二項 住宅貸款債權信託

住宅貸款債權信託乃日本住宅金融公司將本身持有之住宅貸款債權信託給信託銀行某一特定期間，並發行受益權證書轉讓給一般投資大眾，以達成住宅貸款債權流動化。住宅金融公司可利用此種金融債權之信託，進行長期住宅貸款之再融資。此種制度於一九七三年導入，其運作約略如下¹⁵：

- 一、住宅金融公司金本身持有之住宅貸款債權信託給信託銀行，並簽訂信託契約。
- 二、信託銀行基於信託契約，將受益權證書交付給住宅金融公司（此時住宅金融公司擁有全部之受益權）。
- 三、住宅金融公司將全部受益權分為信託期間到期時需償還之第一受益權及信託期間到期時尚未償還之第二受益權。並將第二受益權出售給投資大眾，收回資金。
- 四、住宅金融公司將出售第二受益權所得之資金再承作新的住宅貸款。
- 五、住宅貸款者將償還金存入與住宅金融公司業務合作之銀行。
- 六、該銀行將償還金匯入住宅金融公司之帳戶。
- 七、住宅金融公司將償還金交付信託銀行。
- 八、信託銀行從償還金扣除信託報酬及各項費用之後，對第一受益者（住宅金融公司）償還本金及收益，對第二受益者支付收益。
- 九、信託期間終了時，對第一受益者支付收益之同時，亦交付剩餘本金以收回受益權證書；對第二受益者則支付金錢收回受益權證書。

第三項 住宅抵押證書

本制度建立於一九七四年，係由金融機構將其所承辦性質相同之

¹⁵林世淵，我國未來金融資產及不動產證券化發展之方向（一），證交資料，84年7月，18頁。

附抵押權住宅貸款予以發行住宅抵押證書。其目的在於促進住宅貸款債權流動化，並藉以收回貸款資金。

一、茲將其商品特性分述如下：

(一) 法律形式：學者認為住宅抵押證書，屬於一種債權讓與契約之證書。由於住宅抵押證書買賣對象之限定性且雙方皆有證券金融之專業知識，無須予以特別保護。因此，事實上也無特別法律規制存在。且住宅抵押證書非證券交易法上之有價證券，故無證券交易法之適用，從而證券業者不能經營相關業務。

(二) 發行方法：發行人與購入人間訂定附抵押權住宅貸款債權轉讓基本契約，藉以發行住宅抵押證書。

(三) 發行當事人：發行機構有銀行、信用合作社、保險公司、其他金融機構及住宅金融公司，有關讓與貸款債權之債權管理、收款業務由發行機構代理。

(四) 流通方式：受讓機構禁止再行轉讓，可要求發行機構履行買回義務。

(五) 投資人：住宅抵押證書之受讓機構限為銀行、信用合作社、其他金融機構。

(六) 優點：發行人因負保證責任、買回義務，故發行人以銀行等金融機構為限，故本商品安全性極高。

(七) 缺點：發行人有關買回事務所需處理之成本極高，致造成住宅抵押證書收益性偏低。此外，該證書禁止轉售，缺乏流動性，承擔利率變動風險，並受到期前還款之影響。

二、運作架構

(一) 發行住宅抵押證書所須之債權，應為銀行並附保證保險之抵押貸款債權（以該金融機構為原債權人為限），該貸款債權之轉讓需先取得債務人之承諾。

(二) 發行機構應與受讓機構簽訂至少包含以下內容之基本契約：

- 1、受讓機構對受讓之貸款債權不得再行轉讓。
- 2、有關轉讓貸款債權之管理、繳款事務仍由發行機構代理，有關債權證書、其他相關文件仍由發行機構繼續代理占有，受讓

機構不能對債務人直接行使債權人之權利。

3、發行機構在原轉讓貸款債權之最後到期日前，於轉讓一定期間（至少五年）後，可要求讓與機構買回原轉讓之貸款。

（三）由於係依民法上指名債權轉讓方式，需事先得到債務人之承諾。

第四項 抵押證券

抵押證券係指表彰抵押權與其所擔保債權之有價證券而依抵押證券法規定由土地登記業者所發行。

一、其商品特性茲分述如下：

（一）法律形式：抵押證券與票據相同，對特定人可具名。證券上載明債務履行事項之指名證券。然票據為無因證券，本證券則因證券效力受原因行為有關之抵押權、債權之有效性所影響，而屬於要因證券。

（二）期間：本證券之發行依原債權還款期間而定，原則上自三年迄三十年。三十年以上則以相對交易為多。但銷售時，抵押證券公司常考慮投資人之便利，故期間多設為一至三年。

（三）發行方式：如抵押權人與設定抵押人之間，對於有關抵押證券發行方面有特別之約定時，應由抵押權人向登記事務所申請發行。

（四）發行當事人：抵押權人向登記事務所申請發行後，該抵押證券交由抵押證券保管機構保管。而將收受之保管證與類似借據之抵押權證明書一併交與投資人。

（五）流通方式：抵押證券原以背書轉讓為原則，實際上抵押證券公司與投資人買賣後，由抵押證券業者以買回或中途解約的方式，由抵押證券業者仲介流通。中途解約時，由抵押證券公司收取解約補償費。

（六）投資人：每筆為五十萬或一百萬日圓，個人投資者亦可購入，且可與定期存款、個人年金、土地信託、各類貸款組合，可參與投資人之層次分布廣泛。

（七）優點：

- 1、藉由抵押證券公司之仲介，販賣單位小額化，個人投資者易於投資。
- 2、抵押證券由於政府管理法令嚴謹，排除不良業者，安全性高。

(八) 缺點：

- 1、目前由於各抵押證券個別性強，投資人需承擔債務人提前還款之風險。
- 2、可為發行抵押證書之債權以都市計劃區內土地之抵押貸款債權為限。

三、架構

(一) 抵押證券公司在接到興建大樓、中高層住宅之購買資金的借款申請時，評估其具開發成效，即就該不動產進行評價，並且以其不動產設定抵押權，核發貸款。

(二) 抵押證券公司在登記所申請證券之發行，登記所待提出異議之期間一過，即發給證券。抵押證券由保管機構保管，而保管機構發給保管證。

(三) 所發給的原始抵押證券必須經過背書才可銷售轉讓。不過實務上投資者購買抵押證券，但業者僅交付保管而已。

第五項 不動產小口化商品

一、 意義

日本的「不動產小口化商品」¹⁶係指將不動產所有權轉換成共有持分權，利用信託或民法上「組合」之架構採行一致的管理、運用、處分，使不動產成為容易投資的商品。亦即日本的不動產公司將大廈、公寓、旅館、購物中心之所有權予以分割成小單位之持分，分售給投資者，並以不動產的租金收入或處分利益分配給投資者。目前的架構方式可分為「信託型」及「組合理」。

¹⁶ 「不動產小口化」並不是統一之名稱，有些學者對這種不動產證券化類型直接稱呼為「信託型不動產證券化」及「組合理不動產證券化」，如蔡宗義，〈不動產證券化之土地開發策略〉，台灣經濟研究月刊，第十六卷第二期，82年2月，28~30頁），王肇蘭〈不動產證券化觀念介紹及制度建立〉，財稅研究，第二十五卷第五期，82年9月，165~168頁）

型為將共有持分權信託給信託銀行，換取受益憑證。信託銀行將建築物出租，再將租金收入扣除手續費之餘額以信託利益分配給投資人，此亦稱「共有持分權信託」。「組合型」為以共有持分權出資，組成民法上之任意組合，經營不動產，此亦稱「任意組合方式」。茲詳述如下：

二、 信託型不動產小口化商品

日本信託型不動產小口化商品之基本架構為：

- 1、 不動產公司將不動產標的物分割成極小眾多之持分權單位，分售給多數投資者，並向投資者收取資金。
- 2、 全部投資者將共有持分權信託給銀行，並向信託銀行領取受益憑證。
- 3、 信託銀行將不動產全部出租給原不動產公司，由其管理並收取租金。
- 4、 原不動產公司經營管理不動產，亦即再租給承租人，向各承租人收取租金。
- 5、 信託銀行將收取之租金以信託利益分配給受益憑證之持有人（投資者）。
- 6、 信託銀行於信託期滿時，將信託不動產全部出售，再將所得價款分配給投資者。

三、 組合型不動產小口化商品

日本組合型不動產小口化商品之基本架構為：

- 1、 不動產公司將土地建物之共有持分權分售給投資者，向投資者收取資金。
- 2、 投資者以共有持分權出資與不動產業者合資成立「任意組合」，組成成員包括有限合夥人及經理合夥人，經理合夥人由不動產公司擔任，負責不動產之經營。

- 3、 「組合」再將不動產出租給不動產公司，並收取租金分配給投資者。
- 4、 不動產業者再將不動產出租給承租人，並向各承租人收取租金。
- 5、 「組合」在經營一段期間之後，可由「組合」成員同意將不動產出售，再將出售所得按比率分配。

不論是「信託型」或「組合理」的不動產小口化商品乃是將不動產所有權或共有持分權與以細分化，以證券（受益憑證）之方式售予投資者，經由資本市場回收資金。而信託型與組合理之最大差別為應用信託方式使不動產具有完整性，不會因投資者意見不一致或破產而導致產權的不安定。而組合理由於類似有限合夥，極有可能因各合夥人（即「組合」成員）間之意見不合而失敗。