

## 【專題二】

# 淺談我國不動產投資信託制度之 現況與發展

呂盈錄（證期局專員）

### 壹、前言

我國於 92 年通過不動產證券化條例，為「不動產投資信託」（Real Estate Investment Trust, REIT）提供法源依據，嗣為促進我國都市更新及公共建設，並兼顧不動產投資信託基金之安全性，更於 98 年 1 月開放 REIT 可投資開發型不動產，並為鼓勵 REIT 投資國外不動產，我國再於 105 年 3 月開放投資國外不動產等，惟自 94 年首檔 REIT 上市，市場過去 16 年累計僅有 10 檔 REIT 上市掛牌交易，其中 3 檔已清算下市，現僅剩 7 檔仍在掛牌交易。

有鑑於我國不動產證券化市場未若日本、新加坡及香港等亞洲各主要不動產證券化市場活絡，又我國現行 REIT 採信託架構發行，與日本、新加坡及香港等 REIT 市場主要係採基金架構發行不同，本文期望藉由簡要介紹我國不動產投資信託制度之沿革與現況，以及未來可採行或發展方向等，使讀者對我國不動產證券化市場有進一步的瞭解，並期望能藉由本文之介紹，能對我國不動產證券化市場貢獻棉薄之力。

## 貳、我國 REIT 市場現況

現行我國不動產證券化之法令依據為不動產證券化條例，該條例於 92 年 7 月 23 日正式發布實施，我國第一檔 REIT 富邦一號即於 94 年 3 月上市，同年亦陸續有國泰一號與新光一號上市；其後，95 年至 96 年間則依序有富邦二號、三鼎、基泰之星、國泰二號及駿馬一號等 5 檔 REIT 發行；但自駿馬一號上市後，我國有長達 10 年左右的時間，未再有其他 REIT 發行，其中基泰之星、三鼎及駿馬一號更分別於 101 年及 104 年經受益人會議決議清算，直至 107 年才有圓滿一號及樂富一號接續上市，總計我國過去 18 年來僅有 10 檔 REIT 發行，現僅剩 7 檔 REIT 仍在集中市場掛牌交易，規模約新臺幣 970 億元。

圖表一、我國 REIT 發行概況（110 年 6 月 30 日）

名稱	受託機構	管理機構	上市	下市	發行額（億元）	規模（億元）
富邦 R1	土地銀行	富邦建經	94/03/10	-	58.3	112
國泰 R1	土地銀行	國泰建經	94/10/03	-	139.3	261
新光 R1	兆豐商銀	新昕國際	94/12/26	-	113	200
富邦 R2	土地銀行	富邦建經	95/04/13	-	73	113
三鼎	台新銀行	誠品公司	95/06/26	101/03/30	38.5	-
基泰	土地銀行	宜陸開發	95/08/14	101/02/03	24.7	-
國泰 R2	兆豐商銀	國泰建經	95/10/13	-	72	143
駿馬 R1	兆豐商銀	台嘉國際	96/05/15	104/04/08	42.8	-
圓滿 R1	王道銀行	信義全球	107/06/21	-	30	31
樂富 R1	京城銀行	晶華公寓	107/12/05	-	105.8	110
合計						970

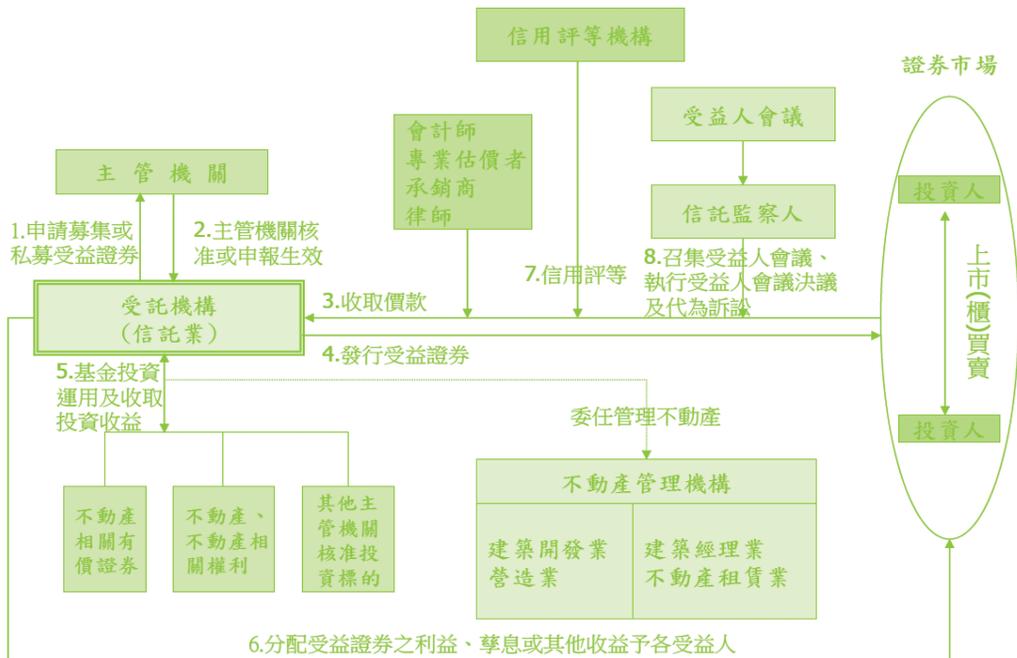
若由我國 REIT 集中市場之交易量觀之，自 94 年首檔 REIT 上市以來，REIT 之成交量最高係出現於 95 年時，約達新臺幣 250 億元，占我國集中市場總成交總量之 0.103%，而 REIT 成交量則於 107 年達歷年最低約 42 億元，僅占集中市場總成交量之 0.013%。反觀亞洲各主要市場，新加坡 S-REIT 於 109 年底募集之檔數已達 43 檔，規模約新加坡幣 1,000 億元，市值約占新加坡整體資本市場之 12%。日本 J-REIT 於 109 年底募集之檔數約為 62 檔，規模約 17 兆日元，成交量則約占日本資本市場之 2%。

## 參、我國 REIT 之法制架構與規範

### 一、投資架構

依不動產證券化條例發行之 REIT 主要係採「信託型」投資架構，由受託機構擔任發行主體，並以投資不動產、不動產相關權利及不動產相關有價證券為主，信託架構 REIT 係由受託機構保管及管理運用 REIT 資產，惟實務上受託機構會再將其管理職能委由不動產管理機構管理並提供投資建議，例如國泰 R1 及國泰 R2 委由國泰建經公司管理，富邦 R1 及富邦 R2 則委由富邦建經公司管理。下圖為我國現行 REIT 發行架構之簡要示意圖。

圖表 2、我國 REIT 法制架構示意圖



### 二、設立流程

我國 REIT 上市審查程序通常先透過安排機構向金管會銀行局簡報證券化架構，再由受託機構（信託業）備妥相關書件送證券交易所、櫃檯買賣中心、金管會銀行局及各目的事業主管機關，證券交易所或櫃檯買賣中心於確認相關書件完備後，由臺灣證券交易所或櫃檯買賣中心併其審查意見及上市或上櫃同意函，轉報金管會銀行局，再由金管會銀行局洽受託機構向各目的事業主管機關簡報，俟各目的事業主管機關回復相關意見

後，金管會銀行局原則於一個月內進行准駁，相關上市審查程序一般約需 12 個月。

### 三、投資標的

依 92 年 9 月 2 日台財融（四）字第 0924000790 號函，REIT 投資或運用於現金、政府債券及不動產證券化條例第 17 條第 1 項第 1 款至第 3 款之不動產、不動產相關權利及不動產相關有價證券之投資標的金額，合計不得低於該基金淨資產價值之 75%，此即為我國 REIT 現行投資之核心原則，而 REIT 投資標的依不動產證券化條例第 17 條第 1 項規定，係以下列標的為限：

- （一）開發型或已有穩定收入之不動產或不動產相關權利：開發型之不動產或不動產相關權利一般無法為 REIT 帶來立即且穩定之收入，投資風險較高，我國於 106 年 6 月 30 日以金管銀票字第 106001461450 號函，要求募集之 REIT 投資開發型不動產或不動產相關權利上限為 15%，私募 REIT 投資上限則為 40%，但私募 REIT 若投資公共建設則可放寬到 100%。又為鼓勵 REIT 投資國外不動產，我國於 105 年 3 月 22 日以金管銀票字第 10540000530 號函，解釋「已有穩定收入之不動產」係包括得於國外成立特殊目的公司（Special Purpose Vehicle, SPV）投資國外不動產，惟該 SPV 公司須由受託機構 100% 持有。
- （二）不動產相關有價證券：依不動產證券化條例第 4 條第 3 款規定，不動產相關有價證券指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或資產基礎證券，其資產池含不動產、不動產相關權利或不動產擔保貸款債權者。現行不動產相關有價證券主要包括 REIT、不動產資產信託（REAT），以及商業用或住宅用不動產抵押貸款證券（CMBS 或 RMBS）。
- （三）閒置資金之運用：依不動產證券化條例第 18 條規定，閒置資金包括銀行存款、政府債券或金融債券、國庫券或銀行可轉讓定期存單，以及一定等級以上信用評等之商業票據。
- （四）其他經主管機關核准投資或運用之標的：例如金管會 105 年 3 月 2 日金管銀票字第 10540000410 號函，放寬 REIT 得投資「國外不動產投資信託基金」，惟仍有相關投資限制，如投資國外單一不動產投資信託基金不得超過基金淨

資產價值之 5%；投資國外不動產與國外不動產投資信託基金合計數，應小於基金淨資產價值之 50%，投資國內不動產相關有價證券與國外不動產投資信託基金合計數，不得超過基金淨資產價值之 25%。

由下表可知，現行我國 7 檔 REIT 主要投資目的仍以不動產為主，且不動產占 REIT 資產總值均達 80% 以上：

圖表 3、我國 REIT 主要投資標的占資產總值比率（110 年 6 月 30 日）

	不動產標的	資產總值 (%)
富邦 R1	富邦人壽大樓、富邦中山大樓、潤泰中崙大樓	90.5
國泰 R1	喜來登飯店、台北西門大樓、台北中華大樓	95.2
新光 R1	新光天母傑仕堡大樓、新光國際商業大樓、台証金融大樓、 台南新光三越百貨大樓、新光信義華廈、新光中山大樓	97.9
富邦 R2	富邦民生大樓、富邦內湖大樓、潤泰中崙大樓	87.2
國泰 R2	民生商業大樓、世界大樓、安和商業大樓	96.6
樂富 R1	台茂購物中心、大都市國際中心、NASA 科技總署大樓、 觀音物流中心、永樂酒店	84.7
圓滿 R1	板信銀行家大樓、台南 FOCUS 時尚流行館	94.7

#### 四、受託機構與管理機構資格條件

受託機構為 REIT 之發行主體，依不動產證券化條例第 4 條第 2 項規定，所稱受託機構以信託業法所稱之信託業為限，須設立滿三年以上，並應經金管會認可之信用評等機構評等達一定等級以上。另依信託業設立標準第 3 條，申請設立信託公司，其最低實收資本額為新臺幣 20 億元，發起人及股東之出資以現金為限。但依不動產證券化條例規定僅辦理不動產投資信託業務之信託公司，其最低實收資本額為新臺幣 10 億元。

REIT 受託機構通常會將其管理職能委由不動產管理機構執行，依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 12 款規定，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。另依據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規定，受託機構辦理不動產投資信託業務，如將不動產投資信託基金管理與運用業務委由不動產管理機構執行時，其選任之不動產管理機構應至少配置符合一定條件

之專職基金資產管理人員與專職不動產管理人員各一名以上人力，選任時並應符合下列各款規定：

- (一) 加入中華民國建築經理業商業同業公會。
- (二) 最低實收資本額應達新台幣五千萬元。
- (三) 於國內外從事不動產相關之投資或資產管理業務達三年以上，且績效卓著者；或雖設立未滿三年，惟持有該不動產管理機構超過 50% 以上股份之法人股東，於國內外從事不動產相關之投資或資產管理業務達三年以上，且績效卓著者。

## 五、稅賦

為活絡我國不動產證券化市場並鼓勵投資人積極參與 REIT 市場，不動產證券化條例於訂定時對於 REIT 多有給予稅賦優惠，惟基於金融商品稅賦衡平之考量，所得稅法於 99 年修正後，部分 REIT 稅賦優惠即予取消或調整，茲分述目前 REIT 相關課稅規定如下：

- (一) 證券交易稅：依不動產證券化條例第 49 條規定，REIT 免徵證券交易稅。
- (二) 利息所得：所得稅法於 99 年修正公布前，REIT 利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，並採 6% 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。所得稅法於 99 年公布施行後，個人投資 REIT 之利息所得改採分離課稅 10%，營利事業則應併計營利事業所得額課稅。
- (三) 地價稅：依不動產證券化條例第 51 條規定，REIT 地價稅應納稅額之計算，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，依土地稅法第十六條規定稅率課徵。
- (四) 土地增值稅：依不動產證券化條例第 52 條規定，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。

## 六、REIT 發起人

發起人之定義，依不動產證券化條例第 4 條第 16 款規定：「指受託機構申請或申報募集或私募不動產投資信託基金時，已確定投資之不動產之所有人、不動產相關權利

之權利人或現金出資人。」，我國現存於集中市場交易之 REIT 共計 7 檔，而多數發起人與不動產管理機構均為關係企業，茲列示我國現行 7 檔 REIT 之管理機構與發起人關係如次：

圖表 4、我國現行 REIT 管理機構與發起人關係比較表

	管理機構	發起人	是否屬關係企業
富邦 R1	富邦建經	富邦建設、明東實業、道盈實業	是
國泰 R1	國泰建經	國泰人壽	是
新光 R1	新昕國際	新光人壽	是
富邦 R2	富邦建經	臺灣力勝開發、忠興開發、台北富邦銀行、富邦人壽、富邦產險	是
國泰 R2	國泰建經	國泰人壽	是
圓滿 R1	信義全球	鼎盛不動產開發、新東北電力高壓設備、高青開發	否
樂富 R1	晶華公寓	新台茂環球、林來于等自然人	否

實務上，REIT 發行時，市場投資人亦相當重視其背後發起人資歷，透過發起人持續提供新物件或對既有物件提供收益支持等，確保 REIT 資產得以持續增值並維持穩定之收益率。基於 REIT 發起人與不動產管理機構多為關係企業，為避免相關利益衝突並保障受益人權益，不動產證券化條例第 6 條第 3 項規定：「不動產投資信託基金有發起人者，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」。另同條第 4 項規定：「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。」

## 七、利害關係人交易

我國現行不動產證券化條例對於 REIT 進行關係人交易並無具體規範，而由於 REIT 僅能由信託業發行，又信託業須受到信託業法有關信託業從事信託財產管理之相關利益衝突規範。例如信託業法第 25 條第 1 項即規定，信託業不得以信託財產購買本身或其利害關係人之財產等；另信託業法第 27 條亦規定，信託業除依信託契約之約定、或事先告知受益人並取其書面同意外，不得以信託財產與利害關係人為第 25 條第 1 項以外之其他交易。是以，我國現行 REIT 受限於信託業法相關規定，原則無法進行利害關係人交易。

## 八、REIT 會計與淨值

依不動產證券化條例第 44 條之 1 規定，受託機構應分別於每營業年度終了及不動產投資信託計畫執行完成後四個月內，就不動產投資信託基金作成經會計師查核簽證之資產負債表、損益表、信託財產管理及運用之報告書，向信託監察人報告，並通知各受益人。是以，現行 REIT 所持有之不動產，原則係每年辦理重新估價，以利依前揭規定出具財務報表。另為利投資人即時取得 REIT 淨值資訊及瞭解其真實價值，不動產證券化條例第 26 條第 6 項亦規定，受託機構應於每一營業日計算，並於機構所在地之日報或依金管會規定之方式公告前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。

前揭書表或淨值之公告方式，係依 95 年 03 月 06 日金管銀（四）字第 09585005781 號令，於公開資訊觀測站或中華民國信託業商業同業公會之網站辦理公告。

## 九、REIT 借款

為利 REIT 基金規模成長，不動產證券化條例第 19 條規定，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。至於借入款項之比率上限，則依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 11 條規定，依 REIT 信用評等訂定 15%、25%、35% 及 50% 之差異化比率上限。

## 肆、我國 REIT 未來發展方向

探究我國 REIT 市場日益萎縮之原因，主要為我國不動產市場租金收入偏低，REIT 採信託架構發行由受託機構主導，惟受託機構未必具有不動產投資專業，致業者經營心態趨於保守，發行 REIT 意願低落，導致 REIT 未受投資人青睞，市場成交量難以提升等，未來若能借鏡亞洲各主要市場 REIT 成功發展因素，相信我國 REIT 仍有很大的成長改善空間，謹提出相關建議如次：

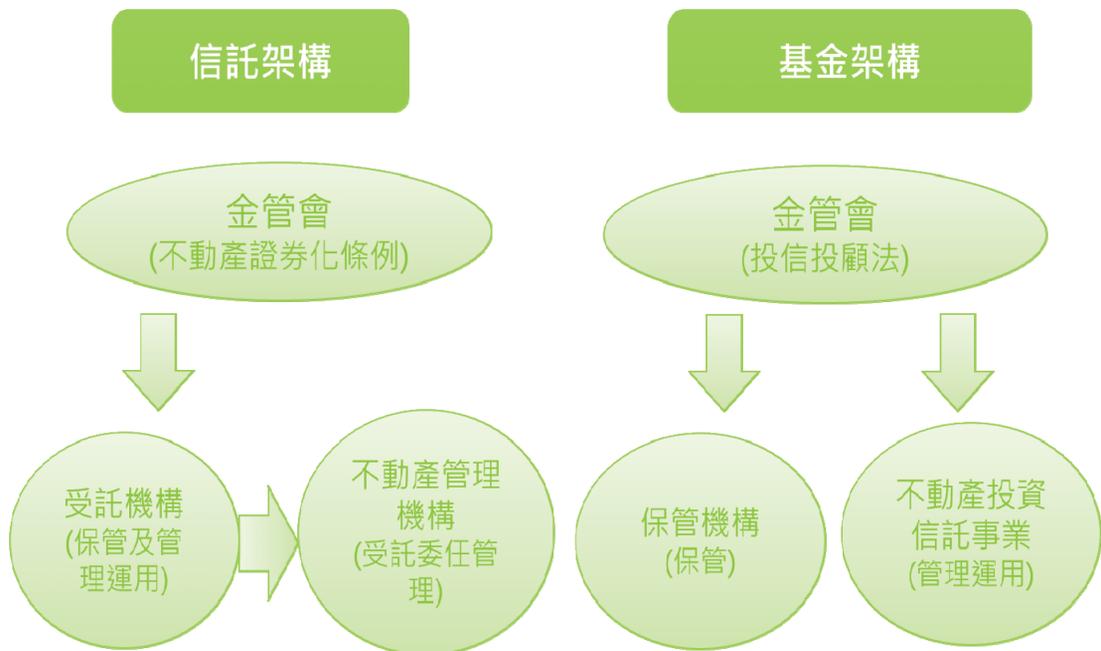
### 一、我國 REIT 可兼採基金架構發行

我國現行不動產證券化條例對於 REIT 之法律架構、監管及運作機制均由受託機構主導 REIT 之營運，採信託架構發行，惟我國受託機構未必具有投資管理不動產專業，其核心之投資管理職能全數委由管理機構辦理，又囿於法令課予受託機構相當職責，其勢必嚴格審查投資且採保守原則，此與受託機構應以受益人最大利益為前提執行業務有

悖，亦不利於 REIT 資產增值。

金管會證券期貨局刻正參考日本、新加坡及香港等地之不動產投資信託制度，開放 REIT 採基金架構發行，新增「不動產投資信託事業」得募集及私募不動產投資信託基金，並與我國現行信託架構 REIT 併行，未來我國 REIT 將兼採基金架構發行，基金架構 REIT 將由不動產投資信託事業擔任管理機構主導營運，將有助於聚焦管理機構之資格條件及專業管理能力，至於受託機構則專注於保管及以受任人角色，為受益人權益把關。業者亦可選擇透過基金架構或信託架構發行 REIT，營運架構將更具彈性。

圖表 5、採行雙軌制下我國 REIT 法制架構示意圖



二、提供投資標的予 REIT 之不動產所有人扮演關鍵角色，宜有相關誘因鼓勵其持續支持 REIT

從投資人角度而言，優質的不動產才能確保基金收益穩定性，REIT 成立時提供投資標的予 REIT 之不動產所有人聲譽及其是否可持續提供穩定物件來源，均可影響投資人的投資決定。由國外 REIT 發展經驗可知，提供投資標的予 REIT 之不動產所有人為影響 REIT 成敗的關鍵因素，我國未來若開放 REIT 採基金架構發行，應考量制定相關誘因以鼓勵提供投資標的予 REIT 之不動產所有人釋出良好物件並持續給予 REIT 財務支持。

### 三、允許 REIT 進行關係人交易，並建立內控制度避免利益衝突

我國現行不動產證券化條例，由受託機構擔任發行主體，因利益衝突與信託業法之考量，REIT 之發起人不得為受託機構之關係人，亦未允許 REIT 購買本身或其利害關係人之財產，業者在缺乏集團的支援下，導致其發行 REIT 意願低弱。金管會證券期貨局刻正修法開放 REIT 採基金架構發行，未來基金架構 REIT 可進行關係人交易，將有助於 REIT 永續成長，至於所衍生之利益衝突問題，則可透過建全的內部控制制度及公司治理規範，如要求管理機構設立獨立董事或審計委員會、要求關係人交易金額達一定比率者應經受益人會議決議通過，以及要求應辦理公告等方式進行，以提升投資人信心。

### 四、估價制度應有明確規範，確保 REIT 評價公平合理

不動產能否獲得合理估價，對於 REIT 受益人權益影響甚巨，特別於 REIT 進行利害關係人交易時，如何確保不動產估價師出具公平合理之估價報告，則為未來 REIT 發展勢必面臨之主要挑戰之一，我國關於不動產估價程序，現行係依循不動產估價之相關規範辦理（如我國不動產估價師之估價方法應符合不動產估價技術規則等），未來若開放 REIT 採基金架構發行，對於 REIT 不動產估價師之選任條件（含獨立性）與退任事由等，以及相關估價方法之採用等，均宜訂有相關明確規範。至有關 REIT 利害關係人交易部分，亦可參考我國公開發行公司取得或處分資產處理準則「關係人交易」專章規範，要求取得專業估價者之估價報告及會計師意見，並將取得或處分資產之目的、必要性及預計效益等，提董事會通過及監察人承認。

### 五、營造友善 REIT 投資環境，以利產品多元化

我國未來若開放不動產投資信託事業採基金架構發行 REIT，應營造適合國外發起人前來投資 REIT 之環境，以吸引國外開發商來臺設立不動產投資信託事業並發行 REIT。再者，我國未來亦可考慮進一步開放投資架構，吸引國外開發商與我國不動產投資信託事業合作，以利提升我國 REIT 資產規模，並有助於我國業者熟悉海外不動產市場，以提升我國 REIT 赴海外投資之動機。

### 六、適度簡化 REIT 審核程序

目前於我國申請發行 REIT 之主管機關為金管會銀行局，依「受託機構募集、私募、追加募集、追加私募不動產投資信託及資產信託受益證券申請案審查作業流程」辦理，審查作業流程須包括二次簡報、發送金管會證券期貨局及各審查單位表示意見，以及分

送各目的事業主管機關進行實質審查等，而金管會銀行局之准駁，仍需視各單位之回覆意見而定，審查單位若有相關疑慮，均需再洽業者進行說明，業者反映審查程序較不具效率，影響其發行意願。

未來我國若開放 REIT 採基金架構發行，可考慮由 REIT 之管理機構或受託機構事前洽請其他目的事業主管機關同意，待向主管機關申請發行時，即可簡化前述分別發送各審查單位進行審查之情形，以利業者掌握送件時程。亦可參酌新加坡 S-REIT 審查方式，由金管會與證交所或櫃買中心針對 REIT 審查分工合作，例如由主管機關就法規面 REIT 進行檢核，證交所或櫃買中心則就資訊揭露、發行計劃、資產管理機構內部控管制度、資金運用與收益分配計畫合理性等內容進行實質審查，以提升審查效率。

### 七、REIT 借款比率可適度調整

我國不動產證券化條例第 19 條及金管會銀行局發布之「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」係以不動產投資信託基金之信託財產信用評等等級區分借入款項上限，目前最高為 50%，惟參考亞洲各主要 REIT 市場均未以信用評等規定分級設定上限。我國未來若開放 REIT 採基金架構發行，或可參考國外簡化作法，不依信用評等等級區分 REIT 借款上限，僅於法規訂定借款比率上限（如 45%），並要求管理機構應於內部控制制度定期檢視其借款情形及合理性，以及訂定借款比率之警示標準及達警示標準後之因應措施，定期向基金管理機構董事會報告。

## 伍、結論

為提供投資人多元投資管道、提升資產管理產業競爭力，活絡我國不動產證券化市場，並協助總體經濟發展，金管會證券期貨局借鏡日本及新加坡等地不動產投資信託制度成功發展經驗，研議修正證券投資信託及顧問法，開放 REIT 得採基金架構發行，金管會證券期貨局業於 110 年 1 月 20 日辦理證券投資信託及顧問法條文修正草案預告，預告期間 60 日，預告終止日為 110 年 3 月 22 日，續於 110 年 7 月將修法草案依行政程序送行政院審查中，本次修法草案預期最快可於 110 年底前送立法院審查。

期望未來基金架構 REIT 可藉由專業管理、提升資產配置彈性、明確權責劃分及提升公司治理制度等方式，為我國資本市場注入另一股活水，進一步活絡我國不動產證券化市場。相信在基金架構與信託架構雙軌制 REIT 併行下，將有助於我國不動產證券化市場與國際接軌，並邁向一個新的里程碑。