

【專題一】

淺談日本及新加坡不動產投資信託制度

葉信成（證期局稽核）

呂盈錄（證期局專員）

壹、前言

我國於 2003 年 7 月 23 日發布實施「不動產證券化條例」，提供法源依據，開放信託業從事不動產證券化業務。法規開放初期，適逢房地產歷經多年不景氣，商用不動產市場交易衰退，業主有較高意願將不動產進行證券化，2005 年至 2007 年間有 8 檔 REIT 發行。

國內自 2007 年之後，主要都市之商用不動產價格開始大幅上漲，賣方傾向直接於交易市場快速處分不動產，而缺乏採行證券化意願。另一方面，因商用不動產之租金漲幅有限，且未與不動產交易價格同幅度成長，導致安排機構難以尋得適合報酬率之不動產，REIT 市場發行及規模成長近乎停滯狀態，2012 年至 2015 年間有 3 檔 REIT 進入清算程序，過去 18 年累計僅 10 檔 REIT 上市掛牌交易，現僅存 7 檔仍在上市交易。

銀行局為發展我國 REIT 市場，過去持續檢討不動產證券化條例及相關法規，於 2015 年至 2019 年陸續修法及發布函令，簡化信託架構 REIT 之募集發程序、放寬投資限制、放寬可投資標的範圍，但因臺灣近年高房價及低租金現象使受託機構不易在國

內尋找報酬率高的適合標的進行投資，REIT 投資報酬率約 2.5% 左右，租金收益率低而影響 REIT 報酬，加上 REIT 管理決策權在受託機構，受託機構經營心態保守，以及現行稅制不利基金合併，導致 REIT 市場發展遭遇瓶頸。

日本及新加坡開始發展 REIT 市場時間與我國差不多，二國現已成為亞洲前二大 REIT 市場，目前日本共有 62 支 REIT，總市值約 17 兆日圓，分派收益率約有 4%，新加坡共有 43 支 REIT，總市值約新加坡幣 1,000 億元，分派收益率約有 6%。

日本及新加坡等 REIT 市場發展熱絡，除具彈性投資架構及稅收優惠，其不動產證券化法制與監管架構，兼顧健全基金治理與內部監督機制，以及基金操作彈性及經營效率性，值得作為優化改革國內 REIT 法制與監管方式參考與借鑒。

圖表 1 國內上市 REIT 基本資料

基金名稱	發起規模	受託機構	管理機構	發起人	標的類型
富邦 1 號	58.3 億元	土地銀行	富邦建築經理	富邦建設、明東實業、道盈實業	商辦、住宅、商場
國泰 1 號	139.3 億元	土地銀行	國泰建築經理	國泰人壽保險	飯店、商場、賣場及商辦
新光 1 號	113 億元	兆豐商銀	新昕國際	新光人壽保險	住宅、商場、商辦
富邦 2 號	73.02 億元	土地銀行	富邦建築經理	力勝開發、忠興開發、台北富邦銀行、富邦產險、富邦人壽	商辦、廠辦
國泰 2 號	72 億元	兆豐商銀	國泰建築經理	國泰人壽保險	商辦
圓滿 1 號	30 億元	王道銀行	信義全球資產管理公司	高青開發公司、鼎晟不動產開發公司及新東北電力高壓設備公司	商辦、商場
樂富 1 號	105 億元	京城銀行	晶華公寓大廈管理維護公司	新台茂環球公司、林來於、邱泰翰、邱柏翰、邱雅靖、邱雅琦、邱雅玲	商辦、商場

圖表 2 國內 3 檔已下市（櫃）REIT 的基本資料

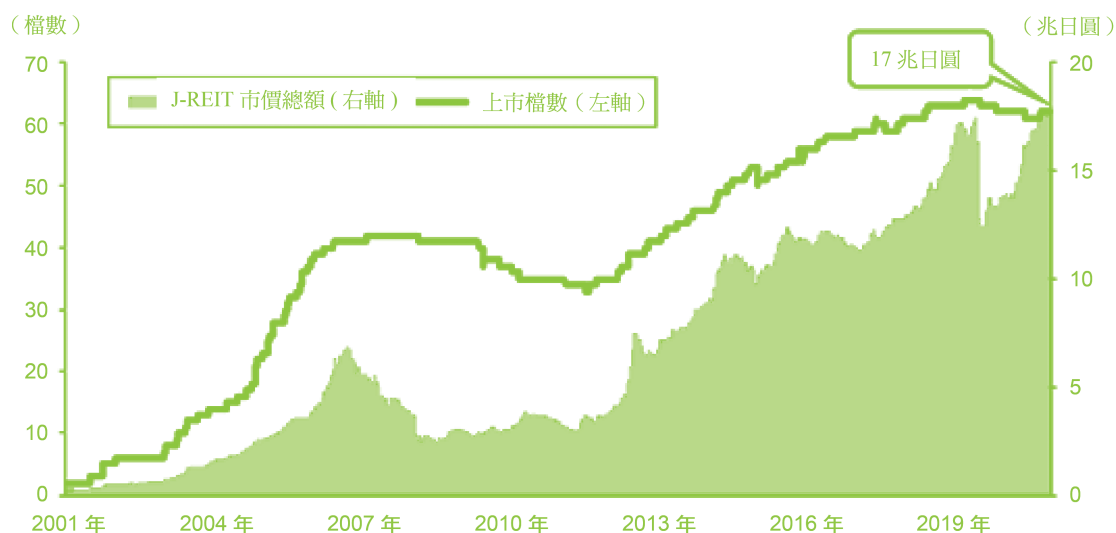
基金名稱	下市（櫃）日期	受託機構	管理機構	發起人	標的類型
駿馬 1 號	2015 年下市	兆豐商銀	台嘉國際	國產實業、中興保全、惠普、中鼎工程、嘉新資產、嘉泥建設	辦公大樓、廠辦
三鼎	2012 年下市	台新銀行	誠品	大陸工程、頂好企業、誠品公司	商辦、商場、物流中心
基泰之星	2012 年下櫃	土地銀行	宜陸開發	基泰建設	商辦、商務旅館

貳、市場發展概況

一、日本 REIT 市場發展歷程與概況

日本 1990 年經濟衰退，土地價格大幅滑落，投資人對不動產投資失去信心後，極力推展不動產證券化，1995 年訂定不動產特定共同事業法，1998 年訂定資產流動化法，1998 年修正證券投資信託法引入證券投資法人制度，2000 年將證券投資信託法修正投資信託及投資法人法，引入不動產投資法人制度，東京證交所 2001 年制定不動產投資信託上市規則，J-REIT 市場開始第一年有 2 檔 J-REIT 上市，但前 2 年市場發展不熱絡，之後歷經擴大期（2003~2007）、低迷期（2007~2011）、再擴大期（2012~2015）。

圖表 3 J-REIT 上市檔數與市價總額



2003 年至 2007 年間是日本 REIT 蓬勃發展期間，截至 2008 年 5 月，已有超過 40 檔 REIT 產品，但 2008 年因次貸危機及信用緊縮使日本 REIT 一度陷入低迷與混亂，甚至在 2008 年出現第一支破產的 REIT。日本金融廳 2012 年成立工作小組及檢討法規，2013 年至 2014 年期間修正金融商品取引法及投資信託及投資法人法，放寬投資海外不動產規定、提升資金調度彈性、調整合併會計與稅務制度，因而在金融危機發生後，日本 REIT 發展重回成長軌道，且 REIT 合併與收購需求持續增加，2014 年 J-REIT 市場規模突破 10 兆日圓，成為全球第二大不動產證券化市場。

截至 2021 年 8 月，日本基金市場共有 14,034 檔基金，資產管理規模達 281 兆日圓，其中公募基金有 5,986 檔，私募基金有 8,048 檔，公募基金依發行基金架構，可分為「契

約型投信」與「投資法人」二種。公募投資法人 69 檔基金中又可再細分為不動產投資法人及基礎建設基金。上市 J-REIT 目前有 62 檔，均採投資法人架構發行，資產管理規模約 11 兆日圓，私募 REIT 有 41 檔，資產管理規模約 2.5 兆日圓。

圖表 4 日本投資信託及投資法人發行數統計數據（截至 2021 年 8 月）

類型	項目	資產管理規模 (單位：百萬日圓)	基金檔數
投資信託合計		281,319,302	14,034
公募投信	公募投信	168,795,764	5,986
	契約型投信	157,638,980	5,917
	投資法人	11,156,784	69
	不動產投資法人	11,019,205	62
	基礎建設投資法人	137,579	7
	私募投信	112,523,539	8,048
	契約型投信	109,978,213	8,007
不動產投資法人	2,545,326	41	

二、新加坡 S-REIT 市場發展概況

早於 1986 年，新加坡房地產市場顧問委員會即已提出在新加坡開發房地產投資信託的理念，嗣新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）於 1999 年 5 月公布「不動產基金設立準則」（Guidelines of Property Trust），據以管理不動產投資信託之運作。斯時新加坡知名地產商嘉德置地集團將旗下四座知名商場組合成嘉茂商場信託（CapitaLand Mall Trust），惟當時因投資需求有限，公開發行之情形不甚熱烈，直至後來將該檔基金之價格調低、降低公開募集之數量、配息率調升後，於 2002 年 7 月重新於新加坡交易所（Singapore Exchange Limited, SGX）上市，成功設立了第一支 S-REIT。2002 年 11 月，騰飛公司（Ascendas）更緊迫在後設立了騰飛信託（Ascendas REIT）。

新加坡自 2002 年 CapitaLand Mall Trust 上市以來，S-REIT 即呈現持續成長的趨勢，至 2005 年共有 7 檔的不動產投資信託基金在新加坡證交所上市。2006 年至 2007 年更是有多達 13 檔的新加坡不動產投資信託基金上市，惟因嗣後受到全球金融海嘯之影響，

2008 年至 2009 年僅有一檔新加坡不動產投資信託基金上市，直到 2010 年後才有新的 S-REIT 發行。金融海嘯後，為求多元分散與成長，擴展投資至亞洲各區域，目前 S-REIT 投資地區已遍及歐、美、亞、澳。

下圖為 2002 年至 2020 年 S-REIT 市值發展情形，由下圖可知，除於 2008 年金融海嘯期間 S-REIT 市場規模略有衰退外，其成長幅度相當大，近 10 年加權平均成長率約達 15%。截至 2020 年底，已有 43 檔 S-REIT 於 SGX 上市，且市值已超過新加坡幣壹仟億元（約新臺幣 2.3 兆元），占新加坡整體資本市場約 12%。

圖表 5 S-REIT 市場發展概況



參、REIT 發行架構與法律依據

一、日本 REIT 發行架構與法律依據

依據日本投資信託及投資法人法規定，日本 REIT 組織架構之法律形式除採投資信託方式，亦可採投資法人方式發行，但實務上日本上市 REIT 均採用投資法人的組織架構，而私募 REIT 多採用不動產投資法人之方式發行。

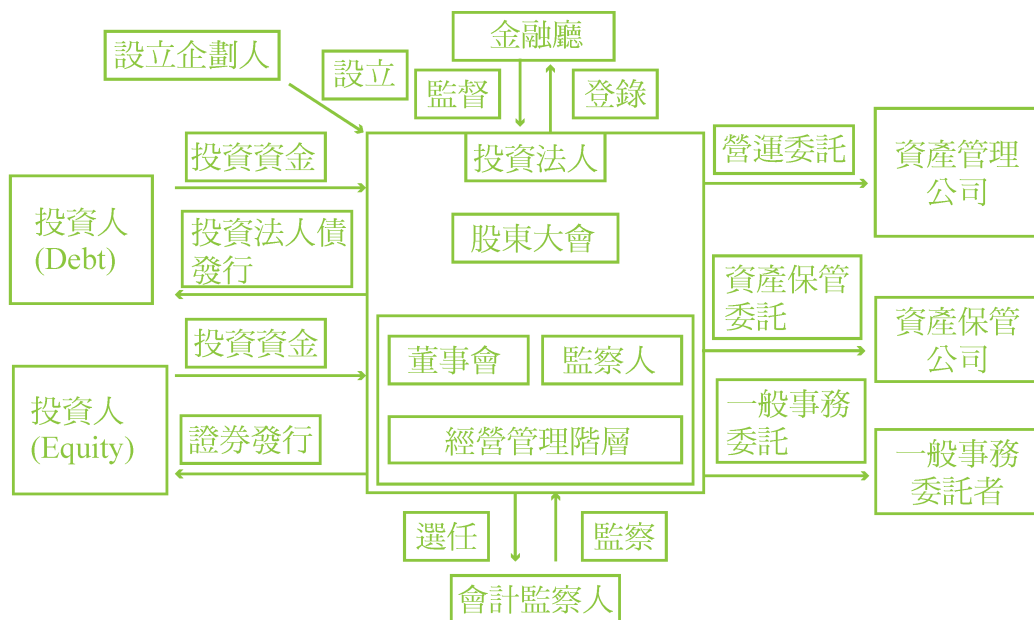
日本 REIT 採用外部管理模式，資產管理業務委託予第三方資產管理公司，該資產管理公司必須嚴格遵守日本投資信託及投資顧問法相關監管規定，並依法負擔忠實與注意義務，另 REIT 名下資產保管及行政事務管理也必須分別委託第三方機構處理，實務上多由信託銀行擔任資產保管公司，至行政事務管理者資格法律未做特別規定，實務上

可由資產管理公司或信託銀行擔任此項工作。

日本 REIT 與資產管理公司簽署之資產管理協議必須經過股東大會的同意，且股東大會需要決定委任執行董事（executive directors）負責公司的運作，委任會計師（auditors）檢查執行董事的工作狀況。REIT 的董事會負責監督執行董事的履職情況，並在一些情形下有權解除執行董事的任職。

日本 REIT 可以採用公開交易或不公開交易方式進行，但大部分的日本 REIT 都選擇公開發行股票，並在東京證券交易所上市，作為 REIT 主體之投資法人，其最低實收資本為 1 億日圓，日本 REIT 的設立工作具體均由資產管理公司負責。

圖表 6 日本 REIT 採投資法人制度的發行架構



二、新加坡 REIT 發行架構與法律依據

S-REIT 受新加坡證券暨期貨法（Securities and Futures Act）之集合投資計劃規範（Code on Collective Investment Schemes, CIS Code），S-REIT 係由管理機構及受託機構成立，主要投資於不動產及不動產相關權利等。另因 S-REIT 係於新交所上市，故管理機構亦被要求應遵循新交所上市指引（SGX listing manual）及上市公司之公司治理規範（Code on Corporate Governance）。

新加坡於 1999 年設立了 S-REIT 的制度，當時是亞洲第一個國家引進，2008 年因發現 S-REIT 管理機構的重要性，因而開始進行牌照管理制度（Licensing Framework），以規範並監督管理機構。S-REIT 為一集合投資計劃，如擬向公眾公開發行，需向 MAS 尋求授權（Authorization），並揭露公開說明書。

S-REIT 通常係集合投資計畫之架構，在 SGX 上市且以投資不動產物件為主，S-REIT 皆為封閉式基金，由受託人代表受益人持有 S-REIT，又 S-REIT 必須將至少 90% 的收入分配給投資人（實務上分配 100%），本身不能有營運活動，且至少有 75% 之資產須投資於不動產，借貸上限 50%。

而在新交所上市以投資不動產為主者，除 S-REIT 外，另一模式即以投資不動產為主之商業信託（Property Trust）模式，商業信託類似信託型態的公司，本身可進行營運管理活動，且不以投資管理不動產為限，也可投資港口，公路橋樑等基礎建設。目前商業信託並無強制分配收益之規定，也沒有借貸上限。

圖表 7 我國、日本及新加坡 REIT 法制比較

項目\國別	我國	日本	新加坡
法源	不動產證券化條例	投資信託暨投資法人法	證券期貨交易法、集合投資計劃法
起始時間	2003	2000	1999
主管機關	金管會	金融廳 FSA	金融管理局 MAS
法律型態	信託架構	基金架構（投資法人、投資信託）	基金架構（集合投資計畫、商業信託）
基金管理機構	受託機構（僅限信託業）	不動產投資信託管理公司，或稱資產管理公司（取得投資運用業執照及住宅用地建築物交易業執照）。	基金管理公司（取得資本市場服務執照）

肆、REIT 設立審查流程

一、日本 REIT 設立審查流程

日本 REIT 在設立投資法人前，通常由 REIT 發起人（sponsor）先設立資產管理公司。從新設資產管理公司，至不動產投資法人募集完成開始運用止，審查與準備時間需

要略超過 1 年之時間。

申請流程大致分為四個階段：①新設資產管理公司，約須 6-10 個月；②資產管理公司以設立企劃人身分向金融廳辦理不動產投資法人新設申報以及登記程序，約須 2 個月；③向證交所申請上市審查，約須 3 個月；④進行公開募集資金程序，約須 1 個月。

圖表 8 日本 REIT 設立審查流程



新設資產管理公司，應向國土交通省取得「住宅用地建築物交易業」之執照，並取得「可受全權委託代理交易」之認可，同時應向金融廳取得「投資運用業」執照登記，並加入投資信託協會後，始可辦理不動產投資法人之資產運用業務。當資產管理公司受託管理一個以上不動產投資法人時，應向金融廳申請執照許可事項變更。主管機關審核重點在確認資產管理公司已建立嚴謹的治理組織架構、內部控管程序、人員設置適足適任性，並瞭解投資方針、不動產管理方針、投資法人成長戰略，主管機關透過檢視管理機構提交的成長戰略，瞭解 REIT 未來投資不動產標的的計畫。

投資法人設立時必須訂定章程，敘明投資策略、投資範圍與標的種類，金融廳在審查投資法人設立或登記時未特別要求申請者詳列個別不動產明細，而係在證交所執行 REIT 上市審查階段，申請者才須列明基金投資不動產標的明細，並應對外揭露個別標的資訊。

上市程序審查重點，證交所會就 REIT 資產規模（總資產達 50 億元以上，淨資產達 10 億元以上）、組成標的（至少 70% 基金資產投資於不動產）、投資人分散（投資

單位達 4000 單位，投資人達 1000 人以上）等條件進行形式審查，之後面談發起人、資產管理公司負責人、投資法人董事會成員，就資訊揭露內容、營業計劃、資產管理公司內部管理體制、資金運用與收益分配計畫合理性等內容進行實質審查。

二、新加坡 S-REIT 設立審查流程

S-REIT 上市審查程序約 6 至 9 個月，先由 SGX 審查再向 MAS 申請，另可能視個案再審酌詢問國家發展部（Ministry of National Development）、貿易和工業部（Ministry of Trade and Industry）等相關單位。此外，由於實務上一家管理機構管理一檔 REIT，所以也要同步向 MAS 申請設立 REIT 管理機構，審核時間約須 4 個月。

S-REIT 成立時通常已確定欲購買之物件，並會將購買物件標的向 MAS 提出申請，於成立後若變更購買物件標的，亦須再向 MAS 提出申請，至於成立後若欲新增其他投資標的，即無須再向 MAS 提出申請。投資標的之估價部分係由 SGX 與新加坡測量及估價學會（Singapore Institute of Surveyors and Valuers）合作確認估價報告之合理性。

MAS 以審查公開說明書（prospectus）為主，審查重點包括所持資產的品質優劣、風險揭露、財務機制是否足以支持所規劃之收益率，以及發起人（sponsor）是否承諾給予財務支援等。對於 S-REIT 管理機構的審查重點則包括股東及發起人是否有負面新聞等紀錄、人員是否適任，及其所具備的專業與經驗等。

SGX 則依其上市準則審查 S-REIT 之上市申請案，審查重點包括 S-REIT 是否符合上市標準如受益人分散情形、資產規模、資訊揭露要求、估價及財務狀況等。

圖表 9 S-REIT 之上市流程



伍、發行上市後的監管機制

一、日本 REIT 發行上市後的監管機制

(一) 基金治理架構

為確保 REIT 運作不會因違反法規而損及投資人權益之情形，日本主管機關在基金管理運作上強化其內部治理與外部監督機制。

在外部監督方面，資產管理公司在從事管理 REIT 業務方面，適用投資信託及投資法人法、金融商品取引法、宅建業法，並同時受到日本金融廳及國土交通省監管，因 REIT 掛牌上市經過證交所審查，資產管理公司被要求加入投信協會，故投信協會與證交所也扮演外在監督角色。在 REIT 取得處分不動產或定期評估資產價格部分，也可能衍生利益衝突，投資信託及投資法人法第 201 條引入不動產鑑定士第三方獨立角色，協助資產管理機構就資產價格進行合理判斷。

在內部治理方面，REIT 以投資法人架構發行，投資法人本身不得雇用人員，且須將資產運用委託資產管理公司，資產保管職能委託予資產保管公司，一般行政事務亦須委外執行，投資法人依日本公司法規定應設有股東會（投資主總會），並由股東會分別選任董事會成員，董事會成員分為執行役員及監督役員二類（相當於董事與監察人角色），監督役員人數須超過執行役員，由監督役員負責監督執行役員業務執行，為強化監督役員功能，投資信託及投資法人法第 100 條規範監察人資格，原則不得為設立企劃人或其利害關係人。

日本 REIT 發起人通常為資產管理公司之主要股東，而資產管理公司之管理人員經常由發起人指派或轉任，易生利益衝突疑慮。為管理此類利益衝突，法令明定與利害關係人交易之限制（投資信託及投資法人法第 195 條、第 201-2 條）、禁止委託有利害關係之業者（投資信託及投資法人法第 200 條）、資產管理公司從事特殊交易應向投資法人交付書面報告的情況（投資信託及投資法人法第 203 條）

資產管理公司接受投資法人委託從事 REIT 資產管理運用，為確保投資決定之客觀性、合理性，資產管理公司在取得主管機關許可執照，被要求建構完備內部規程，例如要求應設置有外部委員參加之法令遵循委員會及投資

委員會，法令遵循委員會須有外部獨立委員（通常即為律師，且須與發起人無利害關係），投資委員會亦須設置不動產鑑定士等外部委員。

倘擬購入不動產時，應先由個別部門提案，再由遵循主管確認符合法令且無任何疑義，再送交法令遵循委員會討論及審查，嗣再提交投資委員會決定是否進行投資，藉由不同單位及外部人員審查，以避免損及投資人權益。

REIT 收購不動產時，應有獲取當地國家 / 地區和不動產的資訊之措施。具體而言，資產管理公司將由資產管理公司本身或其所信賴之業者進行投資標的獲利能力和成長性之經濟調查，並將①依不動產估價報告進行之不動產估價之調查、②依工程報告進行之不動產狀況調查及③依據法律盡職調查進行不動產所有權關係之法律調查委由個別專家進行。此外，在獲得上述②中的工程報告時，應選定獨立於交易對手和資產管理公司、具實績且值得信賴之的第三方公司。

倘為利害關係人交易，則尚須再提交投資法人董事會決議，而如前述，設立投資法人的要件上，需有董事會三人，實務上三人以上的二人應分別為獨立的律師及會計師，也是不得與發起人（Sponsor）有關係，故在關係人交易時，更再加上一層投資法人之董事會決議，藉此避免損及投資人權益。

（二）投資範圍與限制

日本 REIT 必須按照投資信託及投資法人法的規定執行不動產投資業務。在東京證券交易所上市的 REIT，所持資產還需符合東京證券交易所的相應要求。

投資信託及投資法人法規定，REIT 只能夠投資與不動產相關的資產、現金和現金等價物。不動產相關的資產可以是房地產、不動產信託受益權、不動產租賃權（leaseholds of real property）、土地租賃權（leasehold of land），地上權和地下空間權利（underground rights）。REIT 不得從事導致其承擔居住用地開發和房屋建造義務的交易，不得開展不動產投資以外的業務，不能夠設立除總部以外的其它辦公室，也不得聘用公司員工。

根據東京證券交易所的要求，REIT 的上市須符合下列條件：①不動產及不動產的信託受益權資產占全部所管理資產的 70% 以上；②不動產、不動產信託受益權、不動產關聯資產及流動資產占全部所管理資產的 95% 以

上；③淨資產價值（net asset value）達到 10 億日元；④全部資產價值達 50 億日元；⑤ 10 大股東（持有人）合計所持股票比例不得超過 75%。

此外，為了取得稅收優惠的資格，日本 REIT 必須將至少 90% 的可分配利潤（distributable profit）分配給投資者，且持有的其他公司的股份不得超過該公司全部股份的 50%。另日本稅法要求 REIT 在每一財務年度期末必須保持 50 名以上股東或信託單位持有人。如果在財務年度結束時 50% 以上的股票為單一股東持有（含關係人共同持有），則該公司將會被認定為家族公司，因此喪失 REIT 的稅收優惠待遇。

圖表 10 我國與日本對公募 REIT 投資範圍與限制規範比較

	我國（不動產證券條例）	日本
投資範圍	不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券	房地產、不動產租賃權、土地租賃權，地上權和地下空間權利、不動產信託受益權
可否投資海外不動產	可，投資海外不動產加計海外 REIT 總額不得達基金資產價值 50%	可
可否投資開發型不動產	可，投資開發型不動產不得超過基金資產價值之 15%	可（投資開發型不動產多為基礎建設基金）
不動產佔總資產比例	至少 75%	至少 70%
租金收入佔總收益比例	無	無
收益分配要求	可分配收益 90% 以上	可分配利潤 90% 以上
資產分散性	單一不動產初始投資金額不超過基金投資不動產總金額 45%	無
所有權要求	任 5 人持有 REIT 受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之 50% 以上	前 10 大股東不得超過發行單位 75%、其他股東達 1,000 人以上
融資規定	借款總額不得超過基金資產價值之 15%~50%	無限制槓桿比例

（三）關係人交易與利益衝突防範措施

REIT 發起人（Sponsor）經常為管理機構之主要股東，通常為不動產建築開發商，管理機構與發起人間具緊密合作關係，發起人可確保 REIT 獲得穩定物件來源，當不動產投資標的老舊致租金收益率降低，REIT 可將老舊物件再賣回發起人或委託其整修，發起人因 REIT 委託業務增加營業收入。

日本主管機關在法律明文限制較具爭議性關係人交易，但考量發起人在 REIT 運作中扮演重要角色，關係人交易不可避免，要求關係人交易必須經過一定審查程序，並透過強化投資法人治理結構，要求業者建立利益衝突防範措施及第三方鑑價機制，確保交易公平性。

投資法人董事會設置 3 名以上董事，擔任監察役的董事人數應超過執行役董事人數，且監察役董事應具有獨立性，不得與管理機構或發起人有利害關係，管理機構內部應設置法令遵循委員會及投資委員會（其中應有獨立專家），與關係人進行交易時，須取得法令遵循委員會及投資委員會同意

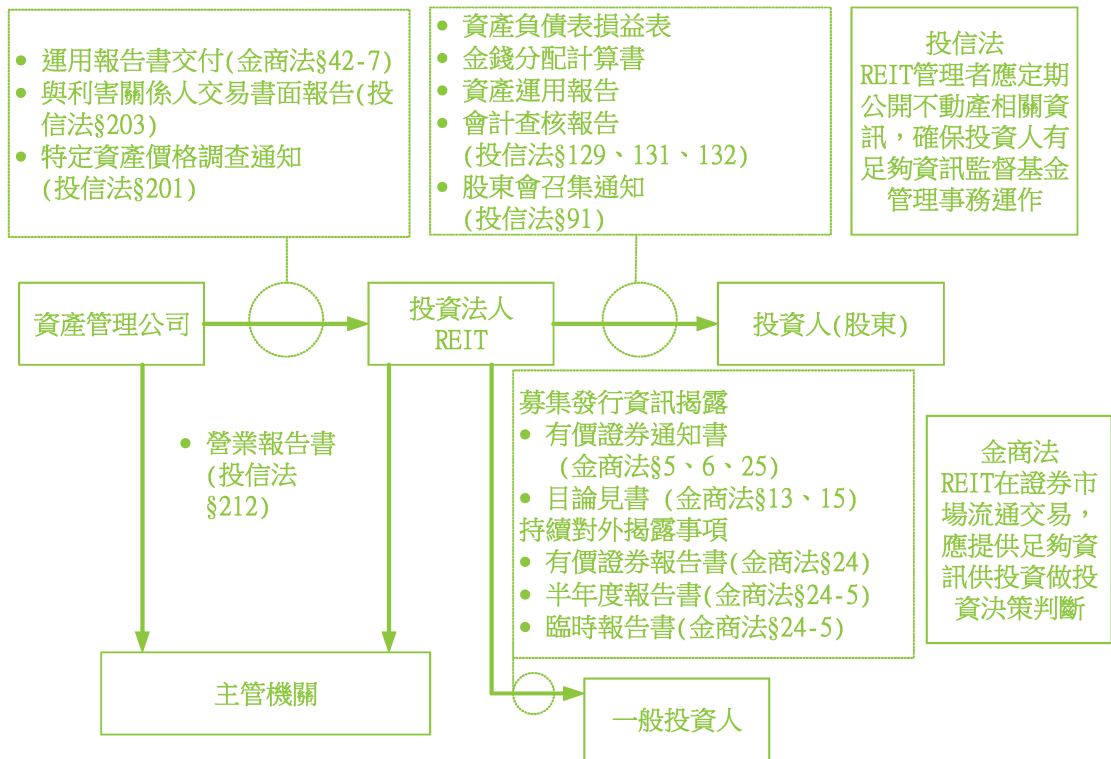
投資法人與關係人進行交易，管理機構應依投資信託及投資法人法第 201 條請獨立專家進行鑑價。在不動產交易價格合理性判斷原則部分，若投資法人自關係人取得不動產時，交易金額應落在不動產鑑定評價金額以下，若係將不動產出售予關係人時，交易金額應高於不動產鑑定評價金額。

資產管理公司與其董事等不得與不動產投資法人間進行交易。除法令另有規定外，資產管理公司不得與不動產投資法人間，或與其受託運用之其他投資法人、私募基金等進行交易。

（四）資訊揭露

日本 REIT 資訊揭露規範可參照投資信託及投資法人法及金融商品取引法，規範目的係為強化管理機構、投資法人、投資人與主管機關資訊流通，使投資法人有足夠資訊監督管理機構，投資人有足夠資訊進行投資決策判斷，主管機關有足夠資訊監理投資法人與管理機構運作。

圖表 11 日本 REIT 資訊揭露規範



投資信託及投資法人法中的資訊揭露主要有二部分：投資法人對投資者的資訊揭露以及投資信託業者對投資法人的資訊揭露。前者的規定在於投資法人需將資金運用成果告知現投資者，以及在投資者執行監查時所必要的資訊揭露。具體的規定如：決算期間結束後，投資法人必須將資產運用報告書，或會計相關資訊告知現有投資者，並且通知召開投資者總會及相關文件內容。後者的規定在於投資信託委託業者必須每三個月一次以上向投資法人告知資產運用交易的內容，在特別重要的交易中，有關與利害關係人的交易，出賣特定資產的價格等的交易狀況均需報告。

金融商品取引法中資訊揭露規範主要有二部分：募集發行揭露、繼續揭露。募集發行揭露部分，係指投資法人資金的募集或出賣時，必須在發行市場中提供必要的資訊以作投資判斷。「持續性揭露」則指在流通市場中必須提供必要的資訊以作為投資判斷。如：有價證券報告書、半年度的報告書、臨時報告書等。

二、新加坡 S-REIT 發行上市後運作機制

（一）投資範圍與限制

S-REIT 主要為一穩定收益性工具，依據 CIS Code 附錄 6 第 7.1 (a) 條，S-REIT 應將資產的 75% 以上投資於有收入之不動產，且來自於「非租金收入」之收益須少於 10%。S-REIT 除非擬於完工後繼續持有該物件，否則基本上不得進行不動產開發（CIS Code 附錄 6 第 7.1 (b) 條），亦不得投資於空置土地及設定抵押之土地（CIS Code 附錄 6 第 7.1 (c) 條）。若從事不動產開發，其從事開發之合約金額不得超過 S-REIT 資產的 10%（CIS Code 附錄 6 第 7.1 (d) 條），但若符合下列情形得提高至 S-REIT 資產的 25%：（1）限於 S-REIT 已持有該不動產逾三年，且 S-REIT 於完成重建後須繼續持有該不動產至少三年；（2）須取得受益人會議之核准。實務上，新加坡 S-REIT 的開發案件通常係使用於所持有之物件之重建或增建，較少純素地之開發案件。

S-REIT 擬於新交所主板上市，其市值應達新加坡幣 3 億元以上，且管理機構應建立一套完善的內部控制制度，管理機構之董事會必須有三分之一以上由獨立董事所組成。

另受益權單位分散標準部分，新交所要求 S-REIT 市值小於新加坡幣 3 億元者，其流動在外單位數應占總發行單位數之 25%；S-REIT 市值為新加坡幣 3 億元以上未達 4 億元者，其流動在外單位數應占總發行單位數之 20%；S-REIT 市值為新加坡幣 4 億元以上未達 10 億元者，其流動在外單位數應占總發行單位數之 15%；S-REIT 市值達新加坡幣 10 億元以上者，其流動在外單位數應占總發行單位數之 12%；且不論市值大小，S-REIT 之受益人人數均應達 500 人以上。

此外，為了取得稅收透明待遇的資格，S-REIT 符合將可分配收益 90% 以上分配予受益人且借款總額不得超過基金資產價值 50% 等條件，S-REIT 即得適用稅收透明待遇，於此稅收透明待遇之下，關於 S-REIT 分配予受益人之應稅收入，將由受益人而非受託機構負擔納稅義務。S-REIT 收益未分配的部分，才會向受託機構課稅。

圖表 11 我國與新加坡對公募 REIT 投資範圍與限制規範比較

	我國（不動產證券條例）	新加坡
投資範圍	不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券	有收入之不動產及不動產相關資產
可否投資海外不動產	可，投資海外不動產加計海外 REIT 總額不得達基金資產價值 50%	可，藉由彈性投資架構鼓勵投資海外，可 100% 投資海外不動產
可否投資開發型不動產	可，投資開發型不動產不得超過基金資產價值之 15%	可，投資開發型不動產以於完工後繼續持有者為限，最高不得超過基金淨資產價值 25%
不動產佔總資產比例	至少 75%	至少 75%
租金收入佔總收益比例	無	90%，不得自他處取得超過其基金淨資產價值 10% 之收入
收益分配要求	可分配收益 90% 以上	可分配利潤 90% 以上
資產分散性	單一不動產初始投資金額不得超過基金投資不動產總金額 45%	無
所有權要求	任 5 人持有 REIT 受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之 50% 以上	流動在外單位數應占總發行單位數之 12%-25% 不等，受益人人數應達 500 人以上
融資規定	借款總額不得超過基金資產價值之 15%~50%	借款總額不得超過基金資產價值之 50%

（二）管理機構職責

S-REIT 為一信託架構，管理職能委託管理機構行使，同時有受託機構代表 S-REIT 執行簽約等事項。S-REIT 成立時，係由受託機構與基金管理機構間簽訂合約，二者職能不同。S-REIT 管理機構職責主要包括必須為受益人整體最大利益執行業務、須採取一切措施避免利益衝突情事發生，以及須確保管理機構遵守所有適用之法律規定及行為準則等。另依據 CIS Code 第 3.2 條規範，管理機構執行業務時應負之義務包括：依相關程序支付受益人

申請贖回的資金；有利益衝突之虞時，應與受託機構討論表決權之行使；就基金之重大變更，通知 MAS 及受益人；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；管理機構原則上不得取得證券互惠行為之對價（soft dollars）等。

再者，新加坡法令雖未規定同一發起人應設立不同管理機構管理不同 S-REIT，惟實務上新加坡每檔 S-REIT 均有一個管理機構，並無一管理機構同時管理二檔以上 S-REIT 之情況，MAS 亦認為同一管理機構若欲管理二檔以上之 S-REIT，需有充足之資源及能力管理，而事實上管理不同類型 S-REIT 之管理機構，其所需資源並不相同且可能會有利益衝突問題，故而實務上一管理機構仍以管理一檔 S-REIT 為宜。

（三）受託機構責任

S-REIT 之成立須由管理機構與受託機構簽訂合約，新加坡 S-REIT 為契約型，受託機構代表 S-REIT 持有資產、開立銀行帳戶、監督管理機構以確保其遵循信託契約規定並為 S-REIT 持有人最佳利益執行投資管理業務。受託機構所擔任之職責如下：

1. 保管資產

即為直接持有或透過 SPV 或信託方式間接持有 S-REIT 資產、辦理開戶及管理 S-REIT 銀行帳戶、確保合法持有物件及確保 S-REIT 資產已有適當保險。

2. 監督管理機構

受託機構應確認管理人遵守相關法律規定，包括確保基金管理機構為受益人最大利益行事、確保基金管理機構遵守信託契約及公開說明書條款，與基金管理機構相互合作及建立營運程序，例如基金管理機構與借款銀行協商借款後，協商結果必須提供給受託機構並經其同意。

3. 建立營運程序

受託機構必須建立營運備忘錄（operating memorandum）詳述與基金管理機構間之營運事項，營運備忘錄主要內容包括取得或處分資產之提案報告、預算編列及會計程序、資產評價程序、收益取得與配發程序、資產運作

程序、負債管理程序、爭議處理程序、訊息發布程序、顧問委任程序、重大契約程序、利害關係人交易程序、營運備忘錄載明之其他事項等，惟各檔 S-REIT 仍可能或有差異。

(四) 利害關係人交易

至於利害關係人交易部分，若交易金額小於 S-REIT 淨值 3%，則受託機構應進行追蹤；若交易金額介於 S-REIT 淨值 3 至 5% 之間，受託機構應公布相關資訊；若交易金額大於 5%，則受託機構須召集受益人會議。若與利害關係人簽訂租賃契約或財產管理契約，則區分為境內外，於境內由受託機構執行利害關係人租賃契約或財產管理契約、管理機構給予建議判斷是否為正常交易，並提供審計委員會及薪酬委員會議事錄及市場比較分析供受託機構參考；境外情形，由 SPV 簽訂境外租賃契約及財產管理契約（惟其簽訂合約仍須經受託機構同意）、每季提交利害關係人交易資料給受託機構以供查閱，受託機構對於境內外資產均負有受託人義務。

(五) 資訊揭露規範

因 S-REIT 均於 SGX 上市，背後受益人人數眾多，為保障受益人權益及減少資訊不對稱現象，新加坡針對 S-REIT 訂之資訊揭露規範，均應比照上市公司要求，目前主要係依 SGX 上市規則等辦理，其應揭露之資訊如次：

1. 與 S-REIT 有關且重大影響受益人權益之情事。
2. 董事或高階主管發生異動時。
3. S-REIT 收購及處分不動產資訊、關係人交易資訊等。
4. S-REIT 收益分配細節。
5. 財務報告（SGX Listing Rule 705），SGX 要求上市 S-REIT 必須揭露年度及半年度財務報表，S-REIT 市值大於新加坡幣 7,500 萬元者，另要求應出具第一季及第三季之財務報告。
6. 永續報告書（Sustainability Reporting，SGX Listing Rule 711），永續報告書應包括內容如主要之環境（Environment）、社會（Society）及治理（Governance）因素；相關政策之執行情形及績效表現；董事會執行情形等。

7. 公司治理報告（SGX Listing Rule 710），包含主要薪酬政策、會計及審計事項及股東聯繫事項等。
8. 利害關係人交易（SGX Listing Rule 905），包含利害關係人及其交易細節、利害關係人交易後續追蹤情形以及對受益人之利益說明。
9. 績效費，如績效費之評估及收取方式。
10. 其他重要訊息（SGX Listing Rule 703），包含必要時揭露以避免誤導市場上投資人及重大影響證券價值之資訊等。

陸、結論與建議

鑑於日本、新加坡等 REIT 市場均採基金架構發行，由管理機構主導 REIT 營運，且亦提供稅賦優惠，為進一步活絡我國不動產證券化市場，金管會爰推動 REIT 採基金架構發行，期許基金架構 REIT 能帶來下述效益：

- 一、增加 REIT 營運架構彈性，引入專業管理團隊：基金架構 REIT 將引入具不動產投資管理專業之不動產投資信託事業，對 REIT 進行專業積極管理，有效強化管理能力。
- 二、分離保管及管理責任，使權責劃分明確：基金架構 REIT 將由不動產投資信託事業專責管理，REIT 資產則由信託業負責保管及監督，有別於信託架構 REIT 係由信託業同時保管及管理運用 REIT，再委任不動產管理機構（例如建經公司）提供投資建議，將使權責劃分更明確。
- 三、簡化 REIT 審查流程，協助基金永續成長：基金架構 REIT 將透過簡化追加募集程序，確保取得優先購買權與收益支持，以及允許彈性投資架構鼓勵投資海外不動產等方式，確保 REIT 規模持續成長，並獲取穩健的收益率。
- 四、提升資產配置彈性：參考日本及新加坡 REIT 不動產之主要來源多為不動產開發商或發起人，且多與 REIT 管理機構屬同一集團或利害關係人，基金架構 REIT 將開放得進行關係人交易，透過交易方式多元化，以利 REIT 活化資產。
- 五、活絡不動產證券化市場，帶動總體經濟發展：基金架構 REIT 將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，並引進國外資金前來投資，帶動總體經濟發展，並期望將我國打造成為亞太 REIT 掛牌中心。