

行政院及所屬各機關出國報告
(出國類別：考察)

不動產證券化與政府公共建設財源
籌措

服務機關：行政院經濟建設委員會

出國人職稱：稽核

姓名：陳永明

出國地區：美國

出國期間：民國 89 年 8 月 17 日至 8 月 30 日

報告日期：民國 90 年 3 月 7 日

「不動產證券化與政府公共建設財源籌措」摘要

本報告對美國不動產證券化之運作，包括其發展演進、證券化之種類及其優、缺點等均作充分的描述及分析，並就國內過去的不動產證券化案例舉證說明，最後並就美國實施之經驗，提出國內實施不動產證券化應有之建議，包括：

- 一、法規之修正：現今實施不動產證券化主要法源依據為「信託法」及「信託業法」，配合該法之完成立法，應儘速配合修正相關法令，如銀行法、公司法、證交法...等。
- 二、建立信用評等制度：扶植一公正客觀的信用評等公司亦是「不動產證券化」不可或缺的一環。我國第一家評等公司—中華信用評等公司，民國 86 年始成立，政府宜扶植使其建立起評等結果之權威性，以獲致投資人及受評企業之充分信賴。
- 三、建立次級市場規模：不動產證券化制度推動的必要前提在於其次級流通市場須達一定的規模，方能吸引投資人願意將資金投注在不動產持分或其受益憑證上。
- 四、落實公平土地估價制度：目前國內對不動產或土地估價仍難以產生為社會大眾接受的制度或標準，實有必要

儘速落實專業土地估價師鑑價制度，建立不動產證券化的社會公信力。

五、修訂土地稅相關法規：一旦實施不動產證券化，投資者若將其股權或債權移轉，是否涉及巨額之土地增值稅，仍存疑義，應於相關法規中修訂或闡明，如能將土地增值稅納入所得稅，改課資本利得稅，應是一勞永逸之作法。

六、應強制信託擔保：為保障投資者之權益，並建立不動產證券化的信心，應將投資資金（或共同基金）與投資不動產之標的物強制信託。

七、訂定適當的換股標準：政府辦理公共建設之土地徵收，對於不領取現金地價，而願意選擇換股憑證之地主，應以換股標準從寬之原則作為獎勵；惟換股標準如何訂定，政府應詳加研擬。且「換股憑證」應視為有價證券，可在市場流通，才能吸引地主選擇「換股憑證」之意願，亦是以不動產證券化挹注公共建設財源之方式。

不動產證券化與政府公共建設財源籌措

目 錄

頁 次

| | |
|---------------------------------|----|
| 壹、 前言 | 1 |
| 貳、 美國不動產證券化之發展 | 3 |
| 一、 不動產投資信託制度 | 3 |
| 二、 不動產有限合夥制度 | 14 |
| 參、 國內不動產證券化之演進 | 18 |
| 一、 財神酒店 | 19 |
| 二、 歐洲共同仕場 | 22 |
| 三、 高鐵計畫 | 25 |
| 肆、 美國不動產證券化之啟示 | 28 |
| 一、 就得方面 | 28 |
| 二、 就失方面 | 31 |
| 伍、 本次考察對國內推行不動產證券化之感想 | 34 |
| 陸、 結論與建議 | 38 |
| 柒、 附錄 | 42 |
| 一、 考察行程表 | 42 |
| 二、 考察模擬問題 | 43 |

壹、 前言

台灣由於土地資源有限，加上前幾年房地產價格飆漲，不動產業者在土地開發上面臨嚴重的瓶頸，在開發成本鉅幅

提高的情勢下，建築產業遭受到巨大的衝擊。一般而言，建築業者除了自有資金、銀行融資及採預售方式籌措資金外，亦有部份業者採取模擬「不動產證券化」(securitization of real estate)方式來募集資金，其中尤以商業不動產較為常見，如商場、飯店、百貨公司等。

至於公共建設如高速鐵路、捷運站聯合開發等，其土地取得，除採取區段征收、直接征收或市地重劃等方式外，「土地證券化」的構想也不斷為主辦單位或幕僚單位所提出，並且引起廣泛的討論，但遺憾地迄今仍無成功的案例。

惟在時代趨勢的推波助瀾下，無可避免的，「不動產證券化」應是未來台灣不動產投資與開發運用上一個新的發展趨勢；然就現階段台灣關於「不動產證券化」的實際發展而言，不僅相關之稅賦、管理、市場等制度未臻完備，即使對「不動產證券化」的瞭解，不論就理論或實務上，在政府部門、學術單位、傳播媒體，以及投資大眾之間，其認知與想法也存在著相當大的差距，制度推動上仍存在若干瓶頸。

不動產證券化在美國已施行數十年，且已廣泛運用於商業上，制度運作亦頗為成熟，其運作模式及法令規範等，均值國內建制及推動不動產證券化制度之參考。亦是本考察報

告的主要目的。

貳、美國不動產證券化之發展

不動產證券化，係將對不動產之投資轉變為對證券型態之投資，投資人與標的物間，由直接的物權關係轉變為持有權益或債權性質的有價證券，使不動產的價值由固定性的資本型態，轉化為流動性的證券型態，以結合不動產市場與金融資本市場。藉由不動產證券化，投資人可於金融資本市場取得資金，除可促進資金之有效流通外，且不動產本身亦可在資金充裕的條件下達到有效的開發與運用。

美國不動產證券化主要有二種方式：一為不動產投資信託(Real Estate Investment Trust; REIT);另一為不動產有限合夥(Real Estate Limited Partnership; RELT)。前者以投資信託的形式，將共同基金投資於不動產;後者由一名以上之經理合夥人與有限合夥人共同組成，以投資經營不動產為主要目的，類似我國民法中之隱名合夥，茲分別介紹美國實施此二種不動產證券化制度之狀況如下：

一、不動產投資信託制度(REIT)

美國不動產投資信託制度(Real Estate Investment Trust，以下簡稱REIT)，起源於1960年，REIT類似共同基金，係透過發行股份或受益憑證的方

式，向大眾募集資金，不過所從事者為不動產專項投資，原來小額投資人所無法達成之投資目的，透過聚合 (Pooling) 大眾資金的作法，間接使得小額投資人也成為鉅額不動產之部份所有權人，享有不動產之收益與增值。

(一) 發展沿革

REIT 的發展過程，若依其資產的榮枯，可概分為三個階段：

1. 第一階段(1960 - 1974)

美國國會於 1960 年通過 REIT 法案，並修改內地稅則 (Internal Revenue code)，當時只允許成立權益型 REIT (Equity REIT)，至 1968 年又開放抵押權型 REIT (Mortgage REIT)，據 1973 年估計，權益型 REIT 與抵押權型 REIT 分別成立了 209 家及 113 家。

在 1970 年代初期，REIT 之主要資產為土地開發和建築貸款，主要負債則為短期商業本票和銀行借款。由於當時的建築貸款利率高達 13% 至 16%，而發行商業本票之利率卻很低，兩者利差大，REIT 之投資報酬率極高；致使 REIT 資產迅速膨脹，資產由 1968 年之 10 億美元，迅速擴

張至 1974 年之 205 億美元。但之後因商業本票利率大幅調高，REIT 現金調度即面臨壓力，且因投資風險未適時分散以及受不動產不景氣的衝擊，導致許多 REIT 被迫宣告破產。

2. 第二階段(1974--1986)

REIT 自 1975 年起資產持續萎縮，開始進入沒落期，至 1980 年達最低點，資產總值縮小至 70 億元。在此期間 REIT 亦不斷調整體質，改變經營方針及資產負債結構。在 1980 年代之資產結構，土地開發和建築貸款僅占 1%，不動產持有占 45%；而負債方面之商業本票和銀行借款也調整為負債總額之 25%，並以抵押權為主。此一轉變在於以租金和不動產權益為主要收入來源，同時運用不動產抵押借款，以降低短期票據借款之比例。

3. 第三階段(1986 以後)

1986 年稅法修正(The Tax Reform Act of 1986)，對於 REIT 之發展有提高收益的正面作用，其修正重點在於將投資總額的計算方式由原先的實際投資數額(Actual Investment Amount)改按減除通貨貶值後價值(Fast depreciation write-offs)計算。同時，課稅計算方式

也將加速折舊 (accelerated cost recovery) 改為直線折舊 (straight-line depreciation) , 即一般不動產折舊週期為 19 至 31.5 年之間, 而 REIT 被認為可以有 40 年的折舊期間。

為配合法制的修正, 對 REIT 的經營管理亦作若干的放寬與優惠, 使得 REIT 收益提高。此與其他不動產投資工具比較, REIT 無異成為投資不動產最佳的選擇。

(二) 相關法令的規定

不動產投資信託基金本身被視為免稅的主體, 因此, 美國政府訂有一套嚴格的法律規範, 其主要的法令依據為內地稅則 (Internal Revenue Code), 茲分述如下:

1. 有關組織方面

(1) 組織型態: REIT 之組織必須為公司 (corporation)、信託 (trust)、或一視同公司的課稅主體之協會 (association), 其為一人或一人以上的董事 (directors) 或受託人 (trustees) 所管理。

(2) 股票與所有權 (Stock and Ownership):

A. REIT 的證券須具有流通性, 且於可課稅年度中

(taxable year)至少有 335 天證券持有人最少須 100 人以上，且公司、合夥、信託、養老金信託與其他中介(intermediaries)皆視為 1 人。

B. 於可課稅的下半年中，半數或半數以上的 REIT 證券不為 5 人或 5 人以下所持有。

2. 有關投資方面

A. 資產組合：至少須持有 75%於不動產、抵押放款、其他 REIT 證券、現金或政府債券。

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

3. 有關收益方面

A. 至少 75%的總收益(gross income)需來自：

(1) 不動產的租金收入。

(2) 不動產抵押貸款的利息。

(3) 出售不動產的收入。

(4) 擁有其他 REIT 證券的收益。

(5) 貸款承諾費 (commitment fee)。

(6)源自以不動產抵押，因其未償還而由法院拍賣的收入。

B. 至少 95%的總收益需源自：

(1)上述 75%總收益所規定的各項。

(2)股利與利息收入。

(3)出售股票或其他債券的收入。

C. 至少 30%的總收益不能源自：

(1)不動產持有期間未達四年出售的收入。

(2)股票或債券之持有期間未達 6 個月出售的所得。

4. 有關收益分配方面

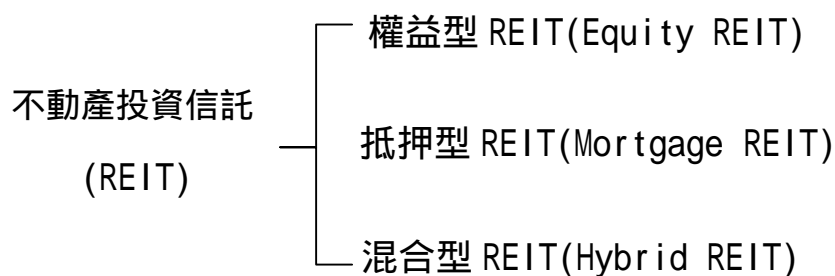
收益至少 95%必須以股利(dividends)分配給投資人。

(三)REIT 的種類

美國不動產投資信託的種類約可區分為下列數種：

1. 依投資內涵分

REIT 依其內涵可分為權益型、抵押型及混合型三種，分別說明如下：



(1) 權益型(Equity REIT)

即向公開市場募集大眾資金，直接投資經營收益性之不動產，其投資標的物之所有權隸屬於整個信託基金，至於投資人之主要收入來源則為租金及買賣不動產的利潤。投資標的物通常為公寓、辦公大樓、工業區、醫療中心餐廳、旅館、娛樂中心等。

(2) 抵押型(Mortgage REIT)

即向公開市場募集大眾資金，間接參與不動產的經營，此種主要係資金投資於抵押權或貸予不動產開發公司，而非直接經營不動產本身，其功能與不動產金融機構極為類似，投資標的通常為住宅區、遊樂區、商業區之開發融資等。

(3) 混合型(Hybrid REIT)

混合型不動產投資信託，其投資標的包含不動產與抵押權，在業務經營上為上述權益型及抵押型之組合，投資組合較具多樣性。

2. 依組織型態分：

(1) 公司型態

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 之各項規定。

(2) 契約型態

將 REIT(信託人)與保管銀行(受託人)間所簽訂以不動產投資為標的之信託契約之受益權加以分割(單位化)，投資人取得者為受益憑證。

3. 依是否可贖回分

(1) 封閉型

封閉型 REIT 投資人不得要求發行公司贖回受益憑證或股權，其欲轉讓受益憑證或股權時必須在公開市場出售。

(2) 開放型

開放型 REIT 投資人可要求發行公司購回受益憑證或股權，其贖回價格係以當時每單位淨值為準。

4. 依經營期限分

(1) 定期型

定期型 REIT 於成立時即明定經營期限，必須在規定的期限內處分投資標的物，並將其收益分配給全體投資人，由於受益憑證的價格係以所投資不動產標的之時價為基準，因此，投資人可就 REIT 所投資不動產之價值予以評估之。

(2) 不定期型

相對於定期型之 REIT 即為不定期型之 REIT，所謂不定期型係可將出售不動產標的及貸款收益再轉投資於其他不動產標的，不受期限之限制。

5. 依用途分

(1) 指定用途型

指定用途型 REIT 投資於不動產或抵押權時，應公開說明所投資資產之特性，因此，投資人可於投資 REIT 前，事先評估該信託不動產之可行性。

(2) 不指定用途型

此一類型之投資係預先募集資金，再從事不動產或抵押權投資。因此投資人無法事先評估該投資計畫的可行性，只能依發起人或經理人過去所從事的投資記錄作為

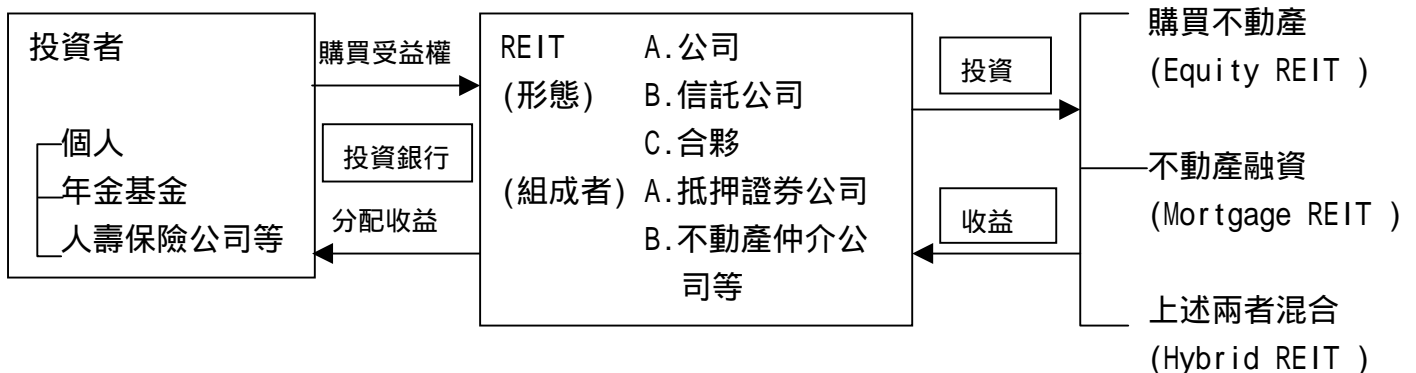
投資決策的依據。

(四) REIT 之經營運作

有關 REIT 的運作架構，可整理如下圖，茲分別說明如下：

1. 投資人以購買 REIT 受益憑證或股票之方式進行投資，資金之募集可經由投資銀行提供。
2. 投資人必要時可透過證券交易所進行受益憑證之買賣。
3. REIT 將所募集之投資人資金，用以購買不動產或融通予不動產業者，或者兩者兼而有之。
4. REIT 可同時享有所得收益及資本收益。
5. REIT 可避免雙重課稅，並可將全部收益分配給全體投資人。

不動產投資信託(REIT)之架構圖



(五) REIT 之主要特徵及優點

1. 金融中介的角色:REIT 並不一定直接參與不動產的經營，可藉由所募集的資金，予以不動產業者資金上的融通，如抵押權型與混合型的 REIT 便是如此，此長期的金融中介角色，為其主要特性之一。
2. 經營權與所有權分離:REIT 之投資人為出資者，其事業之經營管理委由受託人負責，而藉此經營權與所有權分離的專家經營方式，可提升營運績效。
3. 投資標的物的多樣化:由於不動產投資，其資金的投入與報酬的回收，往往存在著相當的時差，為彌補法規對 REIT 不動產短期交易的限制，而准予投資其他 REIT 的證券，或政府債券等，不限制只准於投資不動產，此標的物的多樣化亦為 REIT 主要的特色之一。
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的上市，而由資本市場取得資金，再直接參與經營或間接融資的方式介入不動產市場，使不動產市場與資本市場得以有效的結合。

二、不動產有限合夥制度 (Real Estate Limited Partnership, 簡稱 RELP)

美國不動產有限合夥係由經理合夥人 (General partner) 與有限合夥人 (Limited partner) 所共同組成，其人數至少在兩人以上。有限合夥制度中之經理合夥人負責資金的投資運用與事業之經營管理，對於合夥事業之負債，具有無限清償責任；至於有限合夥人則僅需出資，無權干預投資事業之經營與管理，對於合夥事業之負債，其清償責任僅以出資為限。

美國的有限合夥制度於 1882 年在紐約州正式立法實施，在 1988 年達於高峰，其後則因稅法修正，導致投資報酬遞減而告式微。

(一)發展演進

在美國有限合夥事業的發展，受相關法令的影響甚深，而其中最主要為統一有限合夥法案 (ULPA) 與內地稅則 (IRC)，前者明定出名合夥人與有限合夥人之權利與義務，並界定有限合夥事業與第三者間法律關係，而內地稅則主要規範有限合夥事業的稅務，茲分

別說明如下：

1. 統一有限合夥法案：1916 年統一州法委員會 (Commissions on Uniform State Laws) 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，載明其以出資參與有限合夥事業，而勿須負該事業對外的責任，因此奠下了不動產有限合夥發展的基礎。
2. 內地稅則：1986 年美國內地稅則之修正對不動產有限合夥事業有著關鍵性的影響，在此之前 10 年內美國藉由此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 億美金。而稅法的修正，將個人一般所得 (incomes) 與投資股票，債券的損失 (losses) 明確區分，明定如損失源自股票、債券等投資，不能折抵該年非此類的所得；但得以累計損失計入來年，以折抵此項收益。此修正使得原本藉此投資工具以獲得節稅目的誘因消失，故事業經營的訴求，由稅的利益轉至投資報酬的利益取向，使得該事業成長受到嚴重影響。

(二)RELP 的種類

不動產有限合夥組織基本上可分為下列兩種型態：

1. 公開型的有限合夥 (Public Limited Partnership)

此乃有限合夥之發起人以投資某類型不動產為標的，而藉由發行證券形式募得資金，投資人只瞭解標的物的種類，但未能確切掌握未來的投資標的，此型式通常是全國性的發行，每單位金額小，但募集的總金額大，投資人數多，標的物的區位多樣化，募集成本較高，投資人僅能依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。

2. 非公開型的有限合夥 (private Limited Partnership)

非公開型的不動產有限合夥，乃發起人可以透過購買的選擇權 (option); 或完全的權屬 (outright ownership)，使投資者可清楚的瞭解該標的物的情況，甚至可能被邀請至實地參觀，以做為投資的決策依據，此類型通常為區域性的發行 (local offerings)，

每單位的金額大，而投資人數較有限，募集總金額亦較小，傾向於投資單一的標的。

3. 兩種類型之差異比較

前述兩種之有限合夥，不論是發行範圍、每單位金額、募集規模、投資人數多寡...等，均有明顯的差別，茲將兩者之差異比較臚列如下表。

不動產有限合夥公開型與非公開型比較分析表

| 項 目 \ 種 類 | 公開型有限合夥 | 非公開有限合夥 |
|-----------|---------|---------|
| 發行範圍 | 通常為全國性的 | 區域性的 |
| 每單位金額 | 小 | 大 |
| 募集規模(金額) | 大 | 小 |
| 投資人數 | 多 | 少 |
| 募集成本 | 高 | 低 |
| 區位之多樣化 | 高 | 低 |
| 投資人參考文件 | 公開說明書 | 發行契約 |

參、國內不動產證券化之演進

觀諸美國實施不動產證券化之發展，不動產證券化的最大優點在於結合不動產市場與資本市場，使不動產價值由固定之資本型態轉為流動之權益型態，充分發揮「資本證券化、證券大眾化」的功能，使小額投資人也可經由資本市場參與不動產投資，同時不動產市場亦可藉此擴大資金來源，順利進行籌資。

國內過去亦有業者曾試圖引進美國不動產證券化的模式運用於國內，但遺憾地，或受限於法令的束縛，或因國情的不同，並無令人滿意的成績；甚至連備受世人矚目的高鐵土地開發計畫，亦曾擬議以土地證券化模式，創造政府與地主共享土地開發成果，但最終依舊功敗垂成。因此，本報告亦擬蒐集國內過去類似不動產證券化的案例，做一探討，以瞭解其運作方式，並試圖發掘其失敗的原因，作為往後政府實施不動產證券化制度設計的參考。

一、財神酒店

(一)個案資料

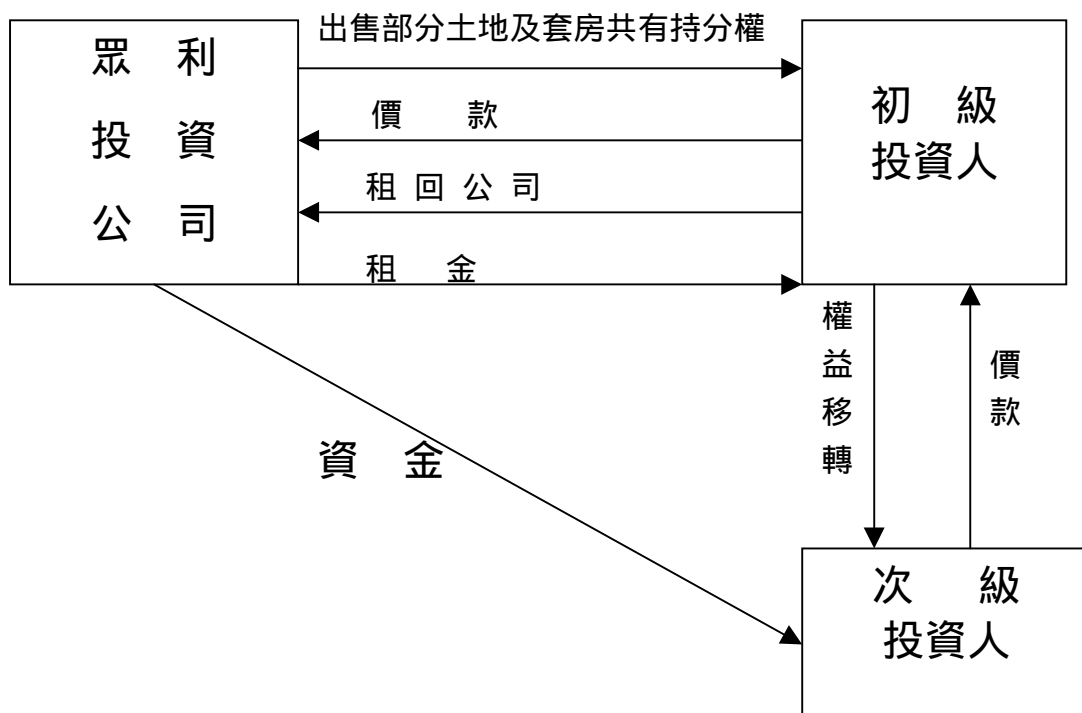
1. 推案時間:六十九年十二月。
2. 基地面積:374 坪。
3. 產品規劃: (1)地下一、二層:行政部門。
(2)地上一、二、三層:餐飲營業部門, 規劃有中西餐廳、咖啡廳、國際商品中心、室內汽車廊道、銀行、郵電服務等。
(3)餘分三九三個單位套房出售。
4. 單位售價:80~150 萬。
5. 持分面積:9~15 坪/單位。
6. 投資公司:眾利投資公司。
7. 基地座落:台北市仁愛路與敦化南路口。

(二)運作流程

1. 土地取得: 由眾利投資公司取得所需土地。
2. 規劃興建: 由眾利投資公司規劃興建(原以套房分售, 後改為出售包租之方式經營)。
3. 區分產權: 將不動產之土地持分權與建物所有權單位化、細分化。
4. 公開銷售: 以預售方式將區分後之產權銷售予投資人。

5. 簽訂契約：於買賣合意時簽訂不動產買賣契約及投資公司五年包租還本契約。
6. 經營管理：投資公司負責酒店之經營管理，並將套房和租金收入按月支付給投資人。
7. 權益轉讓：投資者可在一年後之經營期間內將權益轉讓。
8. 約滿還本：五年約滿後租賃關係消滅，如再續租則重新訂約。

(三) 運作架構及流程



(四) 個案特點：

1. 運用預售制度取得營建基金。

2. 運用“出售租回”模式降低營運成本及風險。
3. 包租還本的經營方式，個別投資人可獲得土地持分所有權。
4. 經營業者與投資人間在營運期間依租賃契約維持租賃關係。
5. 經營權、所有權與收益權獨立。

(五)問題分析

1. 產權複雜：不動產產權複雜，一旦經營者發生財務危機，各投資人意見不易整合，不動產難以處分。
2. 缺乏監督：財神酒店之經營管理權在於投資公司，營運狀況未透明化，而投資人無監督權，權益缺乏保障，此為台灣不動產證券化產品之共同問題。
3. 流通受限：投資權益雖可轉手交易，但缺乏公開之次級交易市場，僅由私下轉讓，流通性有限。
4. 分配不公：業者出售套房持分，但保留公共設施部份，而通道使用權，水電及空調自主權仍歸業者，對投資人而言，顯失公平。

二、 歐洲共同仕場

(一)個案資料

1. 總建坪數: 約 2180 坪
2. 區分單位: 6000 個, 每單位土地持分 0.06 坪, 建物 0.4 坪
3. 總銷售金額: 18 億元
4. 推出時間: 八十三年六月
5. 單位售價: 初期卅萬, 後期卅三萬
6. 產品規劃: 位於內湖麥當勞商圈「雄關」大樓內(住宅用地), 規劃為地上一樓、地下一、二樓之三層樓面精品商場, 地下三樓為停車場。
7. 付款方式: 訂金 5 萬, 簽約金 20 萬, 尾數 5 萬

(二) 投資權益

1. 包租保證: 前六年, 每年 12% 包租保證, 開公司本票(捷立建設)十二張, 每半年兌現一張。
2. 保證買回: 六年期滿後, 可選擇續約, 或以卅萬(原價)賣回給公司
3. 紅利分享: 前六年可分得商場經營獲利的稅前純利 5%, 續約後, 除年息 12% 外, 另追加稅前純利為 10%。
4. 股東優惠: 購買三個單位, 送半年購物九折卡一張。
六個單位, 送一年九折卡一張。
九個單位, 送永久九折卡一張。

(三)個案特點

- 1.投資方式採產權持分出售，集中經管管理。
- 2.投資收益為包租租金加股東紅利且產權可轉讓。
- 3.建商保證買回及二年(第七、第八年)的觀察期。
- 4.投資權可轉手交易，然所開立的包租本票長達六年，流通性仍有限。

(四)焦點探討：

- 1.基地位於住宅用地而非商業區，違反都市計畫分區使用管制規則，無法取得合法之商場營業執照。
- 2.總面積 2180 坪分為 6000 個單位，每單位售價 30 萬，換算每建坪約 82.5 萬元，超出當時行情甚多。
- 3.買賣價金分三次付清，最後一次付款為 83 年 12 月 31 日，但約定不動產產權於 84 年 6 月 30 日以前辦妥移轉登記，空檔期長達半年，此期間產權未經任何信託，投資人權益毫無保障。
- 4.契約中約定「買賣價金不因事後買賣標的物之實測面積與登記不符而互相找補」有違公平交易原則。
- 5.本案負責人於 84 年 6 月初發生巨額跳票，潛逃國外，且投資人對產權過戶爭議不斷，投資人權益未獲絲毫保障。

三、高鐵計畫

高鐵計畫為配合新市鎮開發的需求，在設置的十個站中，除南北兩端的台北、高雄外，其餘的桃園、新竹、苗栗、台中、彰化、雲林、嘉義、台南等八個站，皆負有開發新市鎮的使命，也因此皆規劃有數百公頃之「高鐵車站特定區」。政府以往執行公共建設，土地取得往往是爭議最大、抗爭最多的重要因素，亦是興建公共建設最大的痛。因此，高鐵車站特定區的土地徵收乃研擬以「土地證券化」模式，讓地主亦有機會參與高鐵特定區的開發，政府則可減少土地徵收經費。但由於高鐵開發時間長，不確定因素高，地主接受意願低，且當時信託法及信託業法皆未成立，主辦單位愈研究發現問題愈多，最終仍功敗垂成。今高鐵已決定由民間投資興建，是否仍有土地證券化之空間，則頗值討論。

(一) 土地證券化運用於公共建設之優點

前已述及，不動產證券的最大優點在於結合不動產市場與資本市場，並發揮「資本證券化、證券大眾化」之功能，使小額投資人也可經由資本市場參與不動產投資，同時不動產市場亦可藉此擴大資金來源，順利進行

籌資；如將其運用在公共工程建設投資，應可產生以下幾項利益：

1. 減少用地取得困難，可降低資金成本與土地徵收之困擾。
2. 開發利潤可經由證券化方式，由地主及所有投資者共同分享。
3. 可兼收穩定地價之功效。
4. 可保留政府原有之土地產權。
5. 委由民間專業經營，大幅提高營運效率與服務品質。

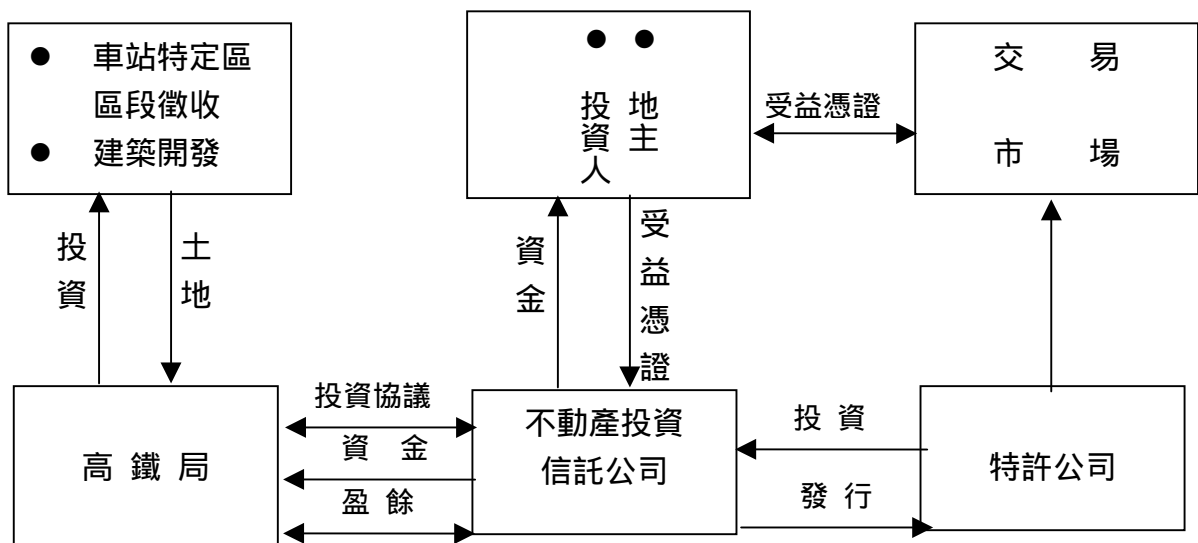
(二) 高鐵興建與不動產證券化之運用

高鐵縱貫台灣十四縣市，全長三百四十五公里，總興建經費高達四千億元，係目前世界上最大的 BOT 案，也是國內首次採取 BOT 民間投資興建模式的公共建設個案，目前此一投資案已確定由「台灣高鐵聯盟」得標。規劃中之路線共設置台北、桃園、新竹、苗栗、台中、彰化、雲林、嘉義、台南、高雄等十站，預估每日載運量將超過三十萬人次，沿線除台北及高雄車站與台鐵共構外，其他八站都規劃有數百公頃之「高鐵車站特定

區」，因此，其未來投資與發展遠景具有相當之潛力，隱藏了無限的商機。

如今，國內首宗採 BOT 方式之龐大高鐵工程已要確定由「台灣高鐵聯盟」集團投資興建，其站區開發可採取不動產證券化方式(如下圖)，讓全國民眾都可透過資本市場共同參與投資，相信此一跨世紀重大建設必能在舉國上下同心協力之配合下，再度開啟台灣交通運輸之歷史新頁。

高鐵不動產證券化流程圖



肆、美國不動產證券化之啟示

美國不動產證券化實施多年以來，雖已獲得投資大眾普遍的認同，然其間得失，亦有不少值得探討之處。

一、 就得方面：

(一)經濟面：

1. 調整不動產投資觀念

傳統的不動產投資係以擁有不動產之所有權為主，實施不動產證券化之後，即可將其轉換為共有持分權的形態，而在信託法及信託業法之規範下，達成正常的營運與管理。此一概念之形成益加凸顯不動產證券化之功能。

2. 增加投資管道：

以往社會游資大多以股票、外匯、基金等投資金額較小的商品為主要對象，對於投資利潤較高，金額較大的不動產標的物，即使明知是良好的投資時機，也無法逕自參與，不動產證券化無異提供了另一嶄新的投資商品與投資管道。

3. 建立不動產資本市場：

不動產證券化之後，由於產權及投資金額之細分

化，並且得以在資本市場自由流通，由此所建立起來的不動產資本市場，使不動產投資之資金來源可不必完全仰賴金融機構，甚至可以免於政府貸款政策調整之直接衝擊。

4. 加速公共建設

由於不動產證券化之投資資金可直接經由資本市場籌措，因此，不論是都市之開發或更新，抑或重大之公共建設，對現階段政府財政困難之際，正可藉此方式而加速推動，以減輕政府財政負擔。

5. 擴大發行市場：

不動產證券化所需的資金如果過於龐大，可將其觸角延伸至海外，以確保投資計畫之順利進行。

(二) 社會面：

1. 促進社會資金之有效運用：

不動產證券化可將不動產投資與社會游資做一有效的結合與運用，既可增進不動產有效的開發利用，亦可促進社會資金之結合與運用。

2. 減少住宅市場之假性需求：

以往個人從事房地投資，除傳統的投資性產品

外，亦不乏住宅型產品，不動產證券化之後，便可將此一資金引導至商用不動產，從而減少住宅市場之假性需求，促進有限土地資源之有效利用。

3. 避免財團壟斷資源：

不動產證券化之實施，由於投資商品與投資金額之細分化，一般社會大眾均可就個人能力範圍參與投資，從而降低財團挾其雄厚資金，獨自壟斷市場之局面。

(三) 經營者：

1. 籌資容易：

由於不動產市場與資本市場之結合，經營者可透過資本市場籌措資金，而不再非得仰賴金融機構不可，此一管道不但可提供大量的資金來源，並且亦可降低資金的運用成本。

2. 所有權與經營權分離：

不動產證券化與傳統投資方式最大的不同點是所有權與經營權分離，當可延聘專業人士參與經營，俾進一步提升營運效益。

(四)投資者：

1. 參與投資機會：

不動產證券化不但可以小額資金參與較大規模之投資開發個案，更可在兼顧變現性與流動性之前提下，達到普遍性的目的，較能吸引一般社會大眾之投資。

2. 提供節稅機會

美國不動產證券化的投資者，著眼於節稅效果者眾，此不但對投資者甚為有利，也是促使不動產證券化成功運作之重要因素。

二、 就失方面：

(一) 初期報酬偏低：

不動產投資最大的缺點是投資金額龐大，並且開發期間較長，尤其有些大型個案更得分區分期開發，開發期間長達十年以上者司空見慣，此與股票市場之投資特性相較，不動產證券化開發階段以及營運初期投資報酬率偏低的情況，常令社會投資大眾採取觀望態度。

(二)流動性受限：

由於受到不動產特性的限制，加以社會大眾對於不動產證券化投資之選擇較側重於公司之信用背景以及經營管理能力，因此，其流動性自然受到較多限制，次級市場之流通性恐不若其他產品活絡。

(三)側重商用不動產，不重公共建設

在美國，商用不動產在整個不動產投資領域一向最受青睞，其因不外增值潛力雄厚及收益較快，因此，常見促銷廣告以高租金收入與高增值效益做為主要訴求，而其標的則集中於出租公寓、辦公大樓、觀光旅館、購物中心、商場等。公共建設因回收慢，欲推動不動產證券化困難度較高。

(四)風險評估不易：

不動產市場除經濟性因素外，受非經濟因素影響程度也很大，尤其近年來，世界不動產價格之起伏變化，更是頻頻跌破專家眼鏡，無形中大幅提高投資與經營之風險，連帶亦波及不動產證券化之運作。

(五)價格評估偏高：

由於不動產證券化所投資開發之標的物往往偏

重於商用不動產，因此，估價時極易從高認定，加以商用不動產如經營管理得當，增值的可能性也較大，然一旦遭逢不景氣的衝擊，不僅價格跌幅大，偶一不慎，清理拍賣的結果，所有投資者勢必落得血本無歸；最近日本及國內不動產景氣長期低迷所衍生的後遺症，當是最佳的借鏡。

伍、本次考察對國內推行不動產證券化之感想

不動產證券化之運用在國外已行之有年，當前我國經濟成長快速，不僅民間投資市場，即便政府各大公共建設，均需仰賴龐大的資金來源，鑑往知來，一旦我國不動產證券化合法之後，各界應如何因應，謹就本次考察美國之感想臚列如下，以供參考：

(一) 正確的投資觀念：

國內欲以不動產證券化的方式來從事不動產的投資經營之前，首先應有永續經營的基本觀念，如此，才能重視景氣動向，事先做好營運計畫，而不致中途夭折。

(二) 重視經營管理：

不動產證券化所涉層面極廣，絕非一般建築投資個案，只是單純的將建築物興建完工，再將產權移轉給購屋者，即大功告成；不動產證券化尚須仰賴良好的經營管理，才有可能產生盈餘，尤其是不動產證券化的標的物規模均較大，所需資金也較多，開發初期若非有良好的規劃，恐難吸引投資大眾的青睞。

(三) 應公平評估價格

不動產證券化要能確實可行，首應重視土地價格評估之公正性，以前述台北市內湖成功路之「歐洲共同仕場」為例，換算每建坪約為 82.5 萬元；以「住三用地」而言，此一售價豈非天價，此亦為失敗之主要原因。

(四)兼顧營運監督與信用評等

不動產證券化不僅要計畫具體可行，並且營運過程更應公開化、透明化，尤其資金流程更需有一專責機構全程監督，否則所募集的資金極易被挪用，而影響日後的整體營運。

(五)所有權與經營權分離

不動產證券化成功的主要關鍵在於所有權與經營權之分離，如此，才能貫徹專業經營的基本準則，而這也正是以往國內模擬不動產證券化失敗之主因。

(六)土地之合法使用：

當前國內商用建築違規使用情況極為普遍，常見者例如違章建築、違反土地使用分區管制等；「歐洲共同仕場」在住宅區經營百貨公司便是典型的違規案例。

(七)勿膨脹投資報酬率：

國外不動產證券化之投資均著眼於正常的投資報

酬以及節稅效果，而國人則往往側重於不確定的增值效益，導致許多的投資個案均過份強調投資報酬率，這也正是極待導正的不正確概念。

(八) 建立次級市場：

不動產證券化的大前提必須次級流通市場達到一定的規模，方能使投資者願意將資金投注在不動產持分或其受益憑證上，以方便流通轉手。

(九) 應側重節稅而非增值：

美國不動產證券化投資的主要目的，除正常的投資報酬率之外，尚著眼於節稅，而非不動產之增值，國內多年來模仿不動產證券化的個案，都是因過於強調高投資報酬率而遭致失敗的命運。

(十) 公共建設之投資運用：

公共投資所需資金均相當龐大，而當前中央政府負債已高達兩兆餘元，加以現階段政府財政困難，在推動公共建設上，不動產證券化可廣為運用。

(十一) 都市更新之投資運用：

由於都會區之快速發展，老舊市區逐漸呈現衰頹，不論是居住品質或商業經營，均面臨相當的瓶頸，尤其

是在地價高昂、寸土寸金的情況下，若非有龐大的投資資金，勢難順利推動都市更新理想，不動產證券化，應可將其運用於都市更新之投資領域。

陸、結論與建議

不動產證券化在美國已施行多年，相關法規制度也相應齊全，惟在國內至今市場制度與規模尚未建立，自從民國六十六年民間首次引入模擬不動產證券化之觀念而投資經營之「財神酒店」一案失敗後，雖有數個個案陸續在國內各地推出，惟成功者卻寥寥無幾，主要原因乃在相關法令缺乏，投資者之權益未能充分保障，加以市場制度與次級市場規模尚未建立，致使投資人信心未能建立。

在美國，不動產證券化本為因應商業需要而生，運用於政府公共建設者寡，國內公共建設如欲以不動產證券化方式推動，應僅限於商業機能較重或具自償性之計畫，如國宅、觀光遊憩開發、金融中心開發....等，其成功機會較高。如能借助於公共建設之推動，而促使「不動產證券化」相關制度及早建立，應可建立國人之投資信心，不但政府可籌得公共建設財源，二則亦可以順勢推展不動產證券化之流通市場，對促進經濟發展亦必有助益。

不動產證券化欲在國內順利推動與發展，實仍有待制度之儘早建立與多方面因素之配合，就現階段而言，下列幾大目標及重點無疑是最為迫切而必要的：

一、法規之修正

現今推動不動產證券化之主要法源依據為「信託法」及「信託業法」，惟相關法規之配合修正亦刻不容緩，如銀行法、公司法、證交法...等，以作為制度建立之基礎。

二、建立信用評等制度

國內過去模擬不動產證券化推出的個案多以商場規劃為主，為吸引投資人，競相以高報酬率、短期回收、包租為承諾，並有年獲利率 12%保證者，但最後卻發生負責人捲款潛逃或中途轉手變賣等情勢，追根究底，無一公正客觀之評等公司代投資人把關，亦是重要原因之一。因此，扶植一公正客觀的信用評等公司亦是「不動產證券化」不可或缺的一環。我國在民國 86 年成立的中華信用評等公司，係結合美國的標準普爾公司 (Standard & Poors) 及國內的台灣證券交易所、台灣集保公司、櫃檯買賣中心、證券及期貨發展基金會、金融聯合徵信中心、中華徵信所等股東組成。對欲建立公正、客觀的信用評等制度，應是跨出一大步，對爾後不動產證券化的推動，應是一大助力。

三、建立次級市場規模

不動產證券化制度推動的必要前提在於其次級流通市場須達一定的規模，方能吸引投資人願意將資金投注在不動產持分或其受益憑證上，以方便流通轉手，如此，不動產證券化方有成功的可能。

四、落實公平土地估價制度

由於不動產證券化是以不動產為投資主體，對於其價值之評鑑應訂出一套公平、容觀之標準，以召公信；目前國內對不動產或土地估價仍難以產生為社會大眾接受的制度或標準，實有必要儘速落實專業土地估價師鑑價制度，由其專業考試及格並領有執照的土地估價師配合信託制度，建立不動產證券化的社會公信力，以利推行。

五、修訂土地稅相關法規

稅費課徵攸關盈餘多寡與投資意願，以土地增值稅為例，目前土地稅法中規定土地增值稅於“土地所有權移轉或設定典權時須予課徵”，而一旦實施不動產證券化，投資者若將其股權或債權移轉，是否涉及巨額之土地增值稅，仍存疑義，應於相關法規中修訂或闡明，

如能將土地增值稅納入所得稅，改課資本利得稅，應是一勞永逸之作法。另對於不動產證券化應用於公共建設之投資獎勵，如地價稅、土地增值稅及綜合所得稅之減免等，亦應詳予規範。

六、應強制信託擔保

為求保障參與投資者之權益，並建立不動產證券化的信心，應將投資資金(或共同基金)與投資不動產之標的物強制信託，並對其標的物產權詳予查核，將來一旦發生經營不善而致虧損時，得由信託機構儘速妥善處理，以保障投資人之權益。

七、訂定適當的換股標準

公共建設若欲以不動產券化方式推動，其成敗關鍵應在於地主之換股標準。對於選擇不領取現金地價補償費之地主，政府可發給換股憑證，以便未來可憑證換取定額股票。而換股標準如何訂定，仍有待政府詳加研擬。此外，「換股憑證」是否可視為有價證券，於市場流通轉讓，亦是地主是否願意選擇換股憑證的重要因素。因此，現行證券交易法所規範之有價證券範圍包含經財政部核定之其他有價證券，似可由財政部以解釋令

來含蓋其中，以利地主選擇「換股憑證」，此亦是以不動產證券化方式，取得公共建設財源的方法之一。