

著作權聲明：

本文的全部或一部已登載於 集保月刊 第 124、125 期(2004 年 3、4 月)

我國實施不動產證券化之法制問題探析

李智仁

壹、前言

近年來國內不動產市場持續低迷，不僅對於營建業產生鉅創，亦連帶影響相關產業，金融業亦因抵押擔保資產價值縮水，致使金融資產品質欠佳，對於國內經濟發展已產生不利影響。有鑑於此，政府積極推動各項促進房地產市場之相關工作，以提振房地產市場景氣，如民國八十九年度核定實施之「健全房地產市場措施」、土地增值稅減半徵收二年、開放外資購置不動產、完成「不動產估價師法」及相關子法、地政士法、修正不動產經紀管理條例與土地法等。尤其值得注意者，近來重要經濟發展方案或會議，迭有推動不動產證券化之建議，此最為業者所關心¹。然而為因應市場需求，不待立法通過，其實早已有許多類似之案例出現，例如民國六十六年之金像獎電影院案、民國六十九年之財神酒店案、民國七十九年之太平洋鳳蝶計畫案、民國八十四年之歐洲共同仕場案、以及知本富野度假村案等等，這些案例囿於法令限制，只能做到憑證化、小口化（細小化），與單位化（規格化）之程度，並非真正的不動產證券化。蓋當時缺乏有關此種證券發行與管理等方面之法律規章，又無相關制度如運作透明化或監督機制等予以配合，並且缺乏投資資訊，使投資者易受投資選擇之誤導²。加上欠缺完備法制，無法對於投資人加以保護，亦無從監督審核業者之營運，前開案例大多流於失敗之命運。

去（民國九十二）年七月立法院召開臨時會審議財經六法，不動產證券化條例乃其中一項法案，在國內瀰漫拼經濟之氣氛下，立法院終於通過不動產證券化條例，並於七月二十三日經總統公布施行。推行此制之相關子法與行政命令，正由有關單位（財政部）陸續公告中，俾利適用。本文嘗試從不動產證券化之法制沿革，探討現行不動產證券化條例架構下之我國機制所可能面臨之制度面與法律面之相關問題，並建議日後該制度可能選擇之方向作為結論。

¹ 參閱王文字，〈不動產證券化法制評析〉，《法令月刊》，第五十三卷第五期，二〇〇二年五月，第二八頁。

² 參閱殷章甫，〈中、美、日三國不動產證券化之發展概況〉，《台灣土地金融季刊》，第三十三卷第一期，一九九六年三月，第一一頁；謝哲勝、陳亭蘭，〈不動產證券化條例簡介與評釋〉，《法學叢刊》，第一九二期，第五九頁。

貳、不動產證券化之基本概念

探究不動產證券化之議題，自然必須明瞭其意義所在，進而探討制度之存在實益，甚而追本溯源其制度之原生型態與背景，並分析組織架構之特色，方能知其梗概，而得以深入分析相關問題。以下試說明不動產證券化之相關基本概念。

一、不動產證券化之意義、誘因與定位

所謂「不動產證券化」，乃將對於不動產之投資轉變為證券型態，亦即投資者與標的物之間，由傳統直接之物權關係，轉變為債權關係之有價證券的持有，此使得不動產的價值由固定之資本型態，轉化為流動性之資本性證券，以結合不動產市場與資本市場，而此理念落實於經營運作層面時，即可以證券形式自資本市場所募集來之基金，以直接或間接方式參與不動產投資³。不動產證券化之優點不少，舉其荦荦大者如⁴：（一）分散投資風險：按傳統投資房地產方式，所需資金較為龐大，處理方式多為出租或閒置等待良機再予出售等。若實施不動產證券化，投資者將可選擇辦公大樓、商場、遊樂場等各式各樣之商品，且能利用投資組合分散投資風險；（二）抑制投機買賣，提高投資效益：經由專業化經營與透明化之市場運作，得以遏止土地投機炒作之不正常現象發生；（三）吸引民間參與，減輕政府負擔：實施不動產證券化，有助於政府募集社會大眾資金共同參與開發建設，加速公共建設推展；（四）擴大投資參與層次，避免財富不均：房地產投資需要龐大資金，無形中成為少數財團之特權，對於一般社會大眾而言，僅能望屋興嘆，無法參與，更導致社會貧富差距愈來愈大，透過不動產證券化，將投資標的物予以單位化，則形成人人均可投資之方式。

詳言之，不動產證券化對於資產擁有者及投資人均有誘因，並可謂互蒙其利。對於資產擁有者而言，最大的誘因在於增加流動性與稅賦上之優惠二項，此制之實施，使其在降低不動產擁有數量，增加現金與資產流動性之同時，能免除資產轉換所得之稅賦。對於證券之投資者，其主要誘因在於：（一）免徵證券交易稅；（二）信託利益每年分配；（三）投資人所得稅依規定扣繳率（目前訂為 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⁵。也因此，不動產證券化制度之推動備受矚目，其理自明。

至於不動產證券化於資產證券化體系中之定位如何？論者有依一九八九年日本證券交易審議會基本問題研究會之中間報告書，將資產證券化稱為「金融證

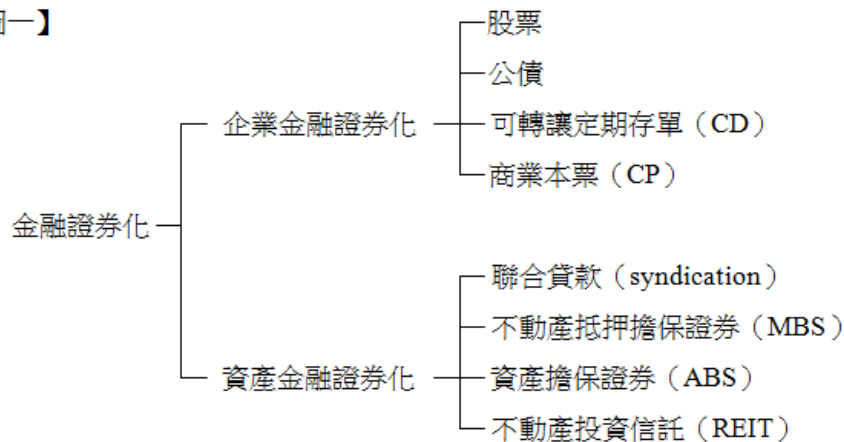
³ 參閱王文字，〈資產證券化之意義、基本型態與相關法律問題〉，收於氏著《金融法》，元照出版社，二〇〇一年五月，第一一頁。

⁴ 參閱夏正鐘，〈台灣不動產證券化之發展與推動〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第四頁。

⁵ 參閱王文字，〈論不動產信託與不動產證券化之分際〉，發表於「不動產證券化學術研討會」，民國九十二年十二月十一日，於國立臺灣大學財經法研究中心。

券化」，並區分「企業金融證券化」與「資產金融證券化」二類⁶。其區分類型之標準，主要是以運用證券之型態，及其在資本市場調度資金的普遍化現象作為分類依據。其分類如【圖一】所示：

【圖一】



說明：表中不動產抵押擔保證券(MBS)與資產擔保證券(ABS)係以債權為基礎之資產證券化。前者所投資之債權為房貸相關債權，後者之標的則包括信用卡貸款、汽車貸款、學生貸款、商業性不動產抵押貸款、租賃、應收帳款、債券或權益證券、不良債權……等等。至於 REIT 是美國國會於一九六〇年立法允許金融機構以共同基金方式向投資人集資，共同投資不動產或不動產抵押債權之證券化模式。

但假使兼顧「證券化主體」及「資產性質」，並將之列為分類標準，則複雜許多(如【圖二】所示)。

【圖二】



本文贊同【圖二】之分類，原因乃其分類之考量層次正確且嚴謹故也。此外，

⁶ 參閱周湧盛，《日本金融證券化之研究》，淡江大學日本研究所碩士論文，一九九二年六月，第二章第三頁。

揆諸不動產證券化條例第四條第一項第一款定義該條例所稱不動產限於「土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物。」，併觀金融資產證券化條例第四條第一項第二款之規定可知，債權及不動產擔保物權應屬於金融資產證券化規範之範疇，而不動產證券化條例所規範之標的則以不動產及限制物權為主，基此之故，上開【圖二】亦較符合現行法制狀況，本文採之。至於不動產證券化之類型，因各國基於其本國之需要而有不同之設計，容於下文中詳述之。

二、不動產證券化之發展沿革

不動產證券化在先進國家早已行之有年，從基本之架構區分，在美國有不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REIT）、不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership, RELP）及土地信託（Land Trust）等制度；日本則區分為「資產運用型」與「資產流動型」二種⁷。但深究之乃名殊實同，蓋所謂「資產運用型」，乃匯集多數投資人之資金，由專門之運用業者，將投資運用各種資產所得之收益向投資人分配之結構，美國制度中之不動產投資信託與不動產有限合夥制度屬之；而所謂「資產流動型」，即美國之土地信託，則是藉由特定資產之移轉，透過特定機構，將資產小額化、證券化，而出售予投資人之手法⁸。我國不動產證券化條例之訂定，乃繼受美國及日本二國之相關法制，故有說明之必要。

（一）美國法制

美國不動產證券化之主要方式有三種，亦即不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REIT）、不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership, RELP）與土地信託（Land Trust）。分述如下：

1. 不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REIT）

不動產投資信託創制於一九六〇年，美國國會通過不動產投資信託法（the Real Estate Investment Trust Act of 1960），而同年通過之內地稅法，則賦予 REIT 賦稅之優惠，促使其迅速發展。此制並於一九六八年至一九七四年銀行利率管制時期達到高峰，根據美國國家不動產投資信託協會（NAREIT）之報告顯示，至二〇〇〇年時該類信託總值已達一千三百八十七億美元，呈現驚人之成長。該類信託如同共同基金一般，係透過發行股份或受益憑證之方式向大眾募集資金，不過所從事者為不動產專項投資，讓小額投資人所無法達成之投資目的，透過大眾集資之作法，間接使小額投資人成為鉅額不動產之部分所有權人，享

⁷ 參閱「不動產證券化條例總說明」。

⁸ 田村幸太郎編著，《不動產證券化の法務》，シグマベイスキャピタル株式會社，第一版第二刷，二〇〇一年二月，第五三頁。

有不動產之收益與增值⁹。其類型倘依投資內涵可區分為權益型（equity REIT）、抵押型（mortgage REIT）與混合型（hybrid REIT）。前者至少百分之七十五之投資資產必須是不動產，其主要收益為租金或買賣不動產之交易利潤；中者至少百分之七十五為不動產抵押貸款，主要收益為可分享貸款者之開發部分經營獲利；後者顧名思義，即投資標的包含不動產及抵押貸款之不動產投資信託¹⁰。此外，不動產投資信託雖名為信託，但實際操作型態並非皆為信託方式，也有以公司型態出現者。故若依組織方式之不同，可區分為契約型與公司型二類，契約型者係將信託人與受託人締結以不動產投資為標的之信託契約的受益權加以分割，使投資人取得表示此種權利之受益憑證；公司型者則設立以不動產投資為目的之股份有限公司，使投資人取得公司股份而具有股東身份，公司再將收益以股利之形式予以分配。

此項制度具有租稅優惠、資金集中、流動性高、投資多元化及分散風險等特性¹¹，因此自一九六〇年建制以來即蓬勃發展蔚為風潮¹²，所投資之總資產規模日益擴大，至今美國無疑已是不動產投資信託發展最成功之國家。

2. 不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership, RELP）

此制度見於一八八二年之紐約州法，於一九八六年達到高峰。其投資主體為合夥事業，其他運作架構基本上與 REIT 相同，即由合夥機構透過投資銀行把受益權出售予投資者以籌措資金，然後以該資金投資於不動產，再將其營業收益分配與投資人。詳言之，不動產有限合夥制度係由至少一名一般或經理合夥人（general partner）與一名以上之有限合夥人（limited partner）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擔無限清償責任；有限合夥人則僅負擔出資，除有權依約分享事業之損益及檢查帳冊之權利外，不實際參與事業之經營，其資產負擔亦以其出資額為限。但此種方式因為有限合

⁹ 參閱莊孟翰，〈台灣不動產證券化之成敗與國內外案例之借鏡〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第一三至一四頁。

¹⁰ 參閱臧大年、謝哲勝、連錫安、張靜怡，《不動產證券化》，一九九九年三月，翰蘆圖書出版有限公司，第二一頁；汪銘生、李泳龍、楊永和，〈台灣地區不動產投資信託運作模式建立之研究〉，《台灣土地金融季刊》，第三十九卷第一期，二〇〇二年三月，第三頁。

¹¹ 參閱鄭仁哲，〈不動產投資信託之初探〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第一八頁。

¹² 其實在一九七〇年代，發展迅速之 REIT 也曾有發展趨緩之情形，其原因為：一、REIT 禁止自行管理資產，而須委由第三人管理，但早期經理公司處理資產之表現差強人意；二、其後稅法修正，有限合夥（limited partnership）對許多潛在投資人而言，提供較 REIT 更多有利之賦稅優惠；三、一九七〇年代之經濟不景氣，也妨礙了 REIT 從現有資產維持固定成長。但所幸一九八六年之租稅改革法案（the Tax reform Act of 1986）則使 REIT 有復甦之景象，主要是因其放寬了早期一九六〇年之稅捐限制規定，讓 REIT 本身亦可經營管理該資產，並且不動產有限合夥（RELP）也被列為課稅主體，加上一九七五年及一九七六年之國會修正案也放寬許多原 REIT 之法律規定，因此於九〇年代後，REIT 更加蓬勃發展。See Jack H. McCall, A Primer on Real Estate Trusts: The Legal Basis of Reits, The Tennessee Journal of Business Law, 2 Transaction 1 (spr. 2001), p.2.轉引自謝哲勝、陳亭蘭合著，《不動產證券化——法律與制度運作》，二〇〇三年八月初版，翰蘆圖書出版有限公司，第一〇頁註 1。

夥法案與聯邦及州之證券法令修正，規定投資人之所得不能利用動產有限合夥事業節稅，導致投資報酬遞減而告式微¹³。且嚴格以言，不動產有限合夥之投資契約（investment contract），雖符合美國之「證券」定義，但此種契約於我國之認定上乃「證書」性質，並非有價證券¹⁴，因此 似乎不宜認定為不動產證券化。

3. 土地信託（Land Trust）

美國所謂之土地信託與傳統信託模式並不相同，除將所有權之法律上權能以及一些純粹管理上之義務移轉給受託人外，所有權之其餘權能幾乎均保留給受益人。其操作模式大致上有土地開發融資、公寓（cooperative apartment houses）經營管理、共同事業中間人、土地分割出售等數種¹⁵。

（二）日本法制

一九九五年通過「不動產特定共同事業法」，鼓勵一般投資人參與不動產市場之投資，但其投資憑證並非證券交易法上之有價證券，欠缺流動性，基本上並非不動產證券化。一九九八年日本推動金融大改革，同年六月通過「特定目的公司資產流動法」，允許一般投資人透過特殊目的公司（Special Purpose Company, SPC）方式進行金融資產證券化活動。二〇〇〇年修正「資產流動化法」，引入特殊目的信託（Special Purpose Trust, SPT）制度，與 SPC 制並行。近年來亦通過「證券投資信託法」，引入「公司型」投資信託制度，與日本原有之證券投資信託制度所採取之「契約型」投信制度雙軌並行。該法並開放證券投資信託法人及證券投資信託得投資一定比例之不動產，透過證券投資信託法人及證券投資信託選擇投資適當之不動產標的，進行專業投資管理，此即所謂之「資產管理型」不動產證券化制度，嗣後方引進「資產運用型」之不動產證券化制度¹⁶。

「資產流動型」之不動產證券化乃將資產轉換為資金之類型，其法律依據為「資產流動化法」與「信託業法」；「資產運用型」之不動產證券化類型，簡言之乃投資信託之運用，亦即匯集投資人之金錢，用以投資不動產之類型，在組織架構上亦有公司型與信託型之分，法源依據則是「投資信託法」。此外，尚有將債權、不動產之所有權等，以組合之方式，甚至不透過媒介而自行發行憑證募集資金之商品模式¹⁷，許多國內文獻亦以「不動產證券化」名之，惟充其量僅可稱為

¹³ 參閱王有康，〈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，民國八十六年六月，第一三五頁。

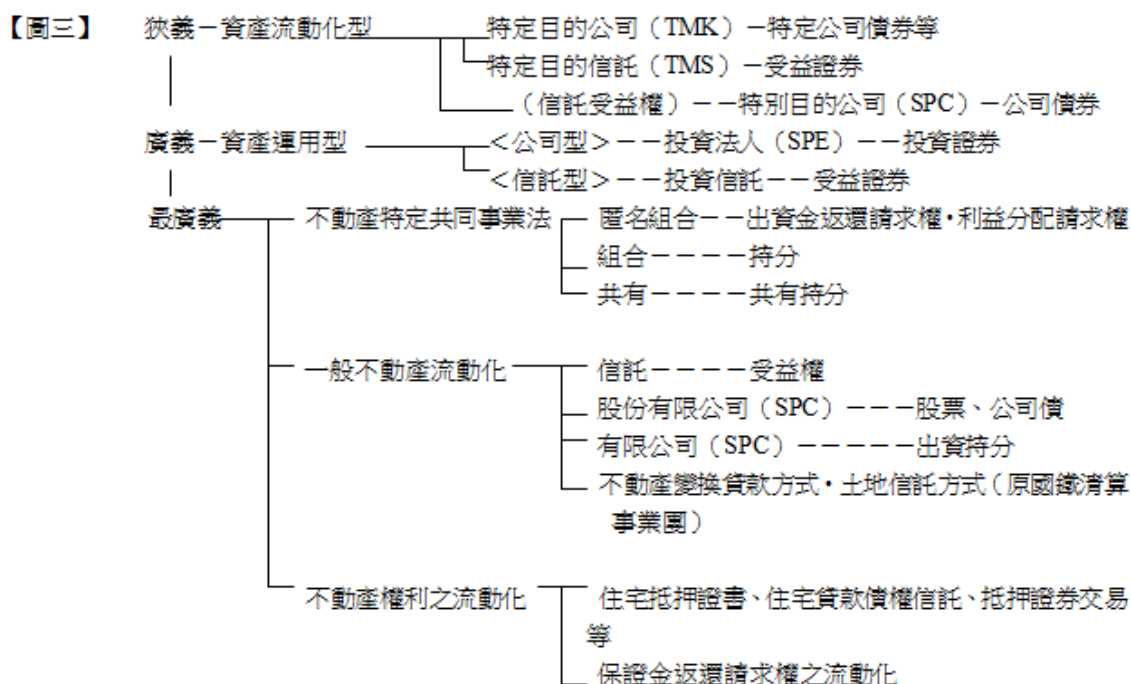
¹⁴ 參閱臧大年、謝哲勝、連錫安、張靜怡，前揭書，第二〇頁註 2。

¹⁵ 詳細說明請參閱前註書，第二六至三一頁。

¹⁶ 參閱王文宇，前揭註 1 文，第三一至三二頁；佐藤一雄，〈不動產證券化市場の實情〉，收於東京弁護士會弁護士研修センター運營委員會編《不動產の證券化》，商事法務研究會發行，平成十四（二〇〇二）年二月十三日初版第一刷，第一五七至一六一頁。

¹⁷ 如（1）住宅抵押貸款債權信託：一九八八年開辦，乃由銀行、住宅金融專業公司以不同條件之多數住宅貸款債權彙總後交付信託，信託業受託管理該債權後，向銀行、住宅金融專業公司發

廣義之不動產證券化。日本學者片岡義廣綜合日本諸多型態之不動產證券化（或類似證券化），將其區分為狹義、廣義以及最廣義之「不動產證券化」如下，有助於體系之辨明：



資料來源：東京弁護士會弁護士研修センター運営委員會編，《不動產の證券化》，商事法務研究會發行，平成十四（二〇〇二）年二月十三日初版第一刷，第六二頁（此部分為片岡義廣律師講授）。

（三）我國法制與發展軌跡

為提振房地產市場景氣，穩定不動產金融，民國八十八年「強化經濟體質方案」、民國八十九年「健全房地產市場措施」及民國九十年經發會產業組共同同意

行受益權證書（亦可將受益權讓與年金基金帳戶），使住宅貸款債權資金化；(2) 住宅抵押證書：於一九七四年由大藏省銀行局函示核准發行。本證書係由持有不動產抵押貸款債權之金融機構將多數條件相同之貸款債權彙總後，予以轉讓所發行之證書，其目的在促進貸款債權流通化，並藉以回收貸款資金。其發行人限於金融機構，受讓人也僅限於普通銀行、相互銀行、信用金庫、保險公司等金融機構；(3) 抵押證券：起源於一九三一年八月制訂之抵押證券法，目的在協助地方銀行資金之操作，促使不動產抵押貸款債權流動化，但因手續繁雜一直未有進展。直到抵押證券法之修訂後，專業抵押證券公司成立後，本證券市場始為成長。其架構係由證券公司自借款人處接受不動產為抵押擔保之借款申請時，與借款人約定抵押證券發行特約，並據以向土地登記所申請發行；(4) 處分型土地信託：處分型土地信託之出現，是日本國鐵於清償債務，處分其所有土地時，為避免地價高漲之現象，所採取之土地信託方式，其架構係以國鐵事業集團與信託銀行間之土地信託契約為基礎；(5) 不動產小口化商品：斯類商品乃以信託方式發行受益憑證使該筆不動產流動化，例如將辦公大樓或住宅大樓等建物本身與土地之所有權小口化分割，將持份分散予多數投資者而對共有持份權依信託契約委託信託銀行管理，據此發行受益憑證交予投資者。但必須注意者，將不動產劃分為小額投資單位，固然可令其具備細小化與規格化之特性，使小額投資人得以參與投資，享受利潤並分散風險，此點與不動產證券化所欲達成之目的並無不同。惟因其移轉時流通市場較小，而應有部分之移轉登記更有稅賦之問題，且因曠日持久，亦常無法達到證券流通之目的。是故，此項制度於日本亦迭經學者專家提出再造方案加以改善。參閱莊孟翰，前揭文，第一四至一五頁。

見中，皆將不動產證券化之實施，列為重要工作項目之一。經建會為推動不動產證券化，除積極協商財政部及內政部儘速推動外，並於民國九十一年初完成「我國推動不動產證券化土地信託及房地產抵押權次級市場之研究」，供相關機關參考辦理¹⁸。而因應市場之高度需求呼聲，復因立法上有所阻力，於一九九八年十月二十二日訂定「都市更新條例」時，便將不動產投資信託挾帶進入該條例，以都市更新投資信託之型態，提前為不動產證券化提供法源依據。一九九九年五月十四日，財政部又正式公布「都市更新信託投資公司監督及管理辦法」及「都市更新投資信託基金募集運用及管理辦法」二子法以健全都市更新投資信託制度之機制，然其僅係針對為促進都市土地有計畫之再開發利用所為之規定，並非適用於所有不動產之有效開發利用。復因都市更新信託投資公司設立之門檻過高，國內業者找不到任何一家符合資格。因此，都市更新投資信託並無真正運用，若要落實不動產證券化，仍應有一部針對不動產證券化推行加以規範之法律¹⁹ ²⁰。

之後，為促進我國金融資產證券化市場之發展，財政部先參考日本「資產流動化法」之立法體例，擬定「金融資產證券化條例」草案，並由行政院送請立法院審議，並於民國九十一年七月二十四日公佈施行。惟金融資產證券化條例中得以證券化之資產並未包括一般不動產在內，為進一步促進不動產資產之流動化，並活絡不動產市場及資本市場之交易，嗣後行政院亦完成「不動產證券化條例」草案，送請立法院審議。本條例配合「金融資產證券化條例」之規定，並考量不動產特性，引入前述「資產流動型」之「不動產資產信託制度」。再者，依現行信託業法成立之信託業可向不特定多數人募集共同信託基金，投資一定之投資標的，另依財政部所公布「共同信託基金管理辦法」第二十二條之規定²¹，共同信託基金亦可投資不動產。因此，參考美國不動產投資信託制度及我國共同基金管理辦法及金融資產證券化條例之部分規定，於不動產證券化條例引入「資產運用

¹⁸ 參閱夏正鐘，前揭文，第五頁。

¹⁹ 參閱謝哲勝、陳亭蘭，〈不動產證券化條例簡介與評釋〉，《法學叢刊》，第一九二期，第五九至六〇頁。

²⁰ 對於都市更新投資信託之可行性，亦有學者認為，雖然該項信託是不動產開發之證券化，但本質上則不然。因為都市更新投資信託公司具有一種特許公司之性質——身兼推動政府都市更新計畫之責任，需為更新計畫募集資金，以投入更新計畫之進行。若政府能落實投資信託機制，或另行設計可行之模式（如加入某種保證機制），則都市更新投資公司之受益憑證，實可成為我國推動不動產證券化商品之敲門磚。在此都市更新投資信託之過程中，投資人可以專案投資角度來衡量某地區都市更新計畫之風險和預期報酬，並根據衡量結果，提出合理之要求收益率。同時在雙重信託架構下推動都市更新計畫，不論是投資人或更新地區地主，都可以受益人身份透過受益人會議，來監督整個更新計畫之進行，與更新完成後信託收益之分配，以確實保障自為受益人之權利。參閱陳明吉，〈都市更新投資信託可行性之研議及其對房地產參與角色的影響〉，《台灣金融財務季刊》，第三輯第二期，民國九十一年六月，第五七頁。

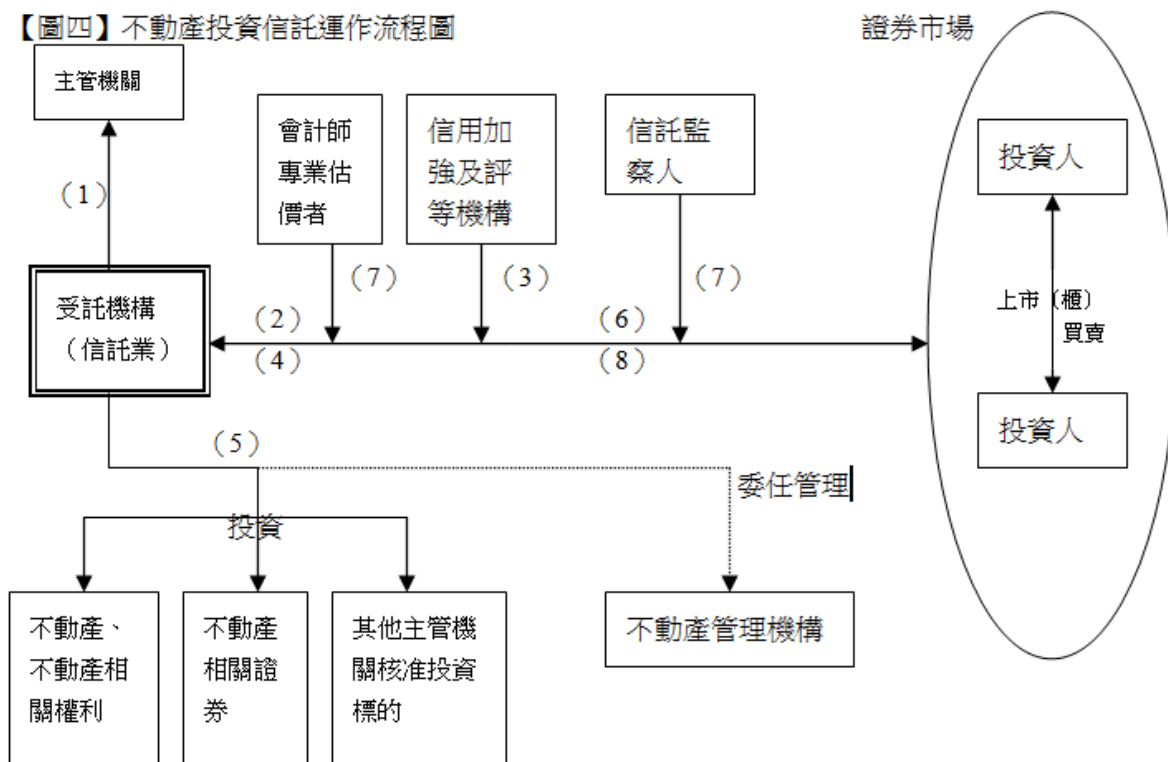
²¹ 共同信託基金管理辦法第二十二條第二項：「共同信託基金信託財產之運用，以下列範圍為限：……八、動產及不動產。」

型」之「不動產投資信託」制度²²。該條例於民國九十二年七月九日經立法院三讀通過，並於同年七月二十三日公佈施行，共計八章六十八條條文，為我國不動產證券化之推動提供法源依據。

三、組織架構介述

(一) 現行條例所採類型與理由

不動產證券化條例之二大架構是「不動產投資信託」(第二章)與「不動產資產信託」(第三章)，前者係由複數之投資人信託金錢，而用以投資不動產；後者則是由所有人信託不動產，基於信託契約，向投資大眾出售複數化之受益權。而不動產投資信託與不動產資產信託之不同，乃在前者於投資人購買受益證券時，不動產可能尚未特定，而後者則已特定；而二者之相同點則是二者受益證券皆表彰由不動產投資所生之信託受益權。詳言之，所謂「不動產投資信託」係由受託機構依不動產證券化條例之規定成立不動產投資信託，向特定人私募交付或向不特定人募集發行不動產投資信託受益證券，以獲取資金用以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資之標的，以收取投資收益。其流程以【圖四】表示：



資料來源：參考謝哲勝、陳亭蘭，〈不動產證券化條例簡介與評釋〉，《法學叢刊》，第一九二期，第六二頁；夏正鐘，〈台灣不動產證券化之發展與推動〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第七頁。

²² 參閱王文字，前揭註 1 文，第二八頁。

不動產投資信託之運作流程如圖所示，以下依編碼序號說明流程如下：(1) 首先，受託機構應檢具書件，包括不動產投資信託計畫、不動產投資信託契約等報請主管機關核准或申報生效（不動產證券化條例〔以下簡稱「條例」〕第六條）；如於國外募集或私募，尚應報請中央銀行同意（條例第七條）；另需注意條例第八條至第十二條關於不動產投資信託計畫及契約之應載事項等相關規定；(2) 受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付²³不動產投資信託受益證券，相關規定見條例第十三條至第十六條與第三十七條至第四十六條，而不動產投資信託基金，原則上以封閉型基金為限（條例第十六條）；(3) 由信用評等機構（rating agencies）為信用之評等或加強。按信用評等是證券化過程成功之重要因素之一，信用評等之引進可建立證券之資產等級與風險分散之觀念²⁴，而不動產證券化下之信用評等，其評等方向有三：一是發行機構本身之評等；二是證券之評等；三是所移轉之不動產或不動產相關權利之資產價值²⁵。但評等之重點並非受託機構，而是落在不動產或相關權利所產生之現金流量，對該受益證券投資人之收益上²⁶。(4) 收取投資人之價款；(5) 受託機構得運用不動產投資信託基金自為投資或委由不動產管理機構而為投資，相關規範見諸條例第十七條至第二十五條，其中應注意者乃第二十條（流動性之要求）與第二十五條（風險分散之要求）關於投資限制之規定；(6) 信託財產之保管；(7) 在證券化過程中，信託監察人（若有選任者）得召集受益人會議、執行受益人會議決議及代為訴訟（條例第四十七條、第四十八條），並且在此過程中，專業人員如律師、會計師、不動產估價師、地政士……等之配合，亦是不動產證券化獲致成功不可或缺之要素；(8) 最後，受託機構應分配信託之收益、孳息或其他利益予投資人。如此，不動產投資信託之流程堪稱完整進行完畢。

我國不動產證券化條例中另一種不動產證券化之架構模式為「不動產資產信託」，其係由委託人（如不動產業主）移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向特定人私募交付或向不特定人募集發行不動產投資信託受益證券，以表彰受益人對於信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立信託（條例第四條第一項第四款）。其流程如【圖五】：

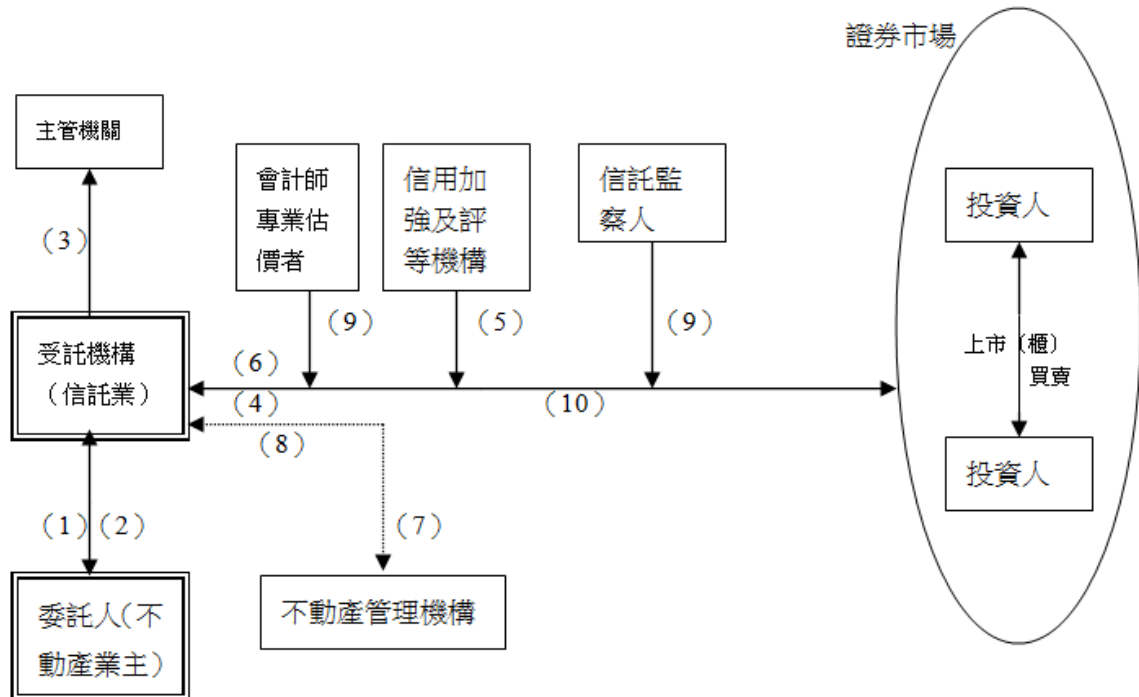
²³ 私募（private placement）制度與公募同為募集資金之管道，可增加企業籌集資金之運用，並可降低籌集資金之成本，程序上亦較為簡便。此制度對於不動產證券化過程之影響，請參照郭土木，〈不動產證券化私募制度相關問題之簡介〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第二八至三五頁。

²⁴ 參閱張華平，〈日本資產證券化經驗對台灣之建議〉，《全國律師》，二〇〇二年十一月，第四八頁。

²⁵ 參閱謝哲勝、李福隆，〈台灣推動不動產證券化之相關措施〉，《台灣金融財務季刊》，第三輯第二期，二〇〇二年六月，第一二至一三頁。

²⁶ 參閱吳光雄，〈信用評等機構將如何在金融資產證券化中扮演其角色〉，《全國律師》，二〇〇二年八月，第七六頁。

【圖五】不動產資產信託運作流程圖



資料來源：參考謝哲勝、陳亭蘭，〈不動產證券化條例簡介與評釋〉，《法學叢刊》，第一九二期，第六四頁；夏正鐘，〈台灣不動產證券化之發展與推動〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第七頁。

不動產證券化條例第三章（第二十九條至第三十六條）係關於不動產資產信託之規定，茲依圖示編碼順序，敘明不動產資產信託之運作流程：(1) 由受託機構與委託人訂定不動產資產信託契約；(2) 委託人將不動產移轉予受託機構；(3) 受託機構檢具書件，包括不動產資產信託計畫、不動產資產信託契約等申請主管機關核准或申報生效（條例第二十九條），受託機構依第二十九條規定向主管機關申請核准或申報生效前，應先洽請專業估價者就不動產資產信託之信託財產，依不動產估價師法之規定出具報告書（條例第三十四條）；(4) 發行受益證券；(5) 信用評等或加強；(6) 收取投資人價款；(7) 委託管理不動產或相關權利；(8) 收取不動產收益；(9) 信託監察人及專業人員之任務同前，不另贅述；(10) 受託機構分配信託之收益、孳息或其他利益予投資人。

以上二種型態之信託模式即為不動產證券化條例所架構之我國不動產證券化類型，但此際不難滋生疑義，即為何僅採取信託模式而捨公司模式作為架構基礎？採取信託架構有何優勢？前一問題容於下文（參、一、(一)）中討論，後一問題的答案為，不動產證券化條例採用信託之模式，除了具有一般信託之優點外，亦屬營業信託，因此受有信託業法加強保護規範之保障²⁷。揆諸信託之特色，基於信託財產之獨立性²⁸，得避免受託人之債權人對於信託財產之追索；信託財

²⁷ 參閱謝哲勝、陳亭蘭，前揭註 12 書，第三九頁。

²⁸ 所謂信託財產之獨立性，並非指信託財產得與他法律主體產生法律關係，而係指其受信託目

產之同一性，亦擴張了受益人可享權利之範圍。而信託業法三種信託資金收取模式中，僅該法第二十九條之共同信託基金管理可謂係商事信託，此亦即不動產證券化條例中不動產投資信託之模式，財政部就信託業法第二十九條所頒佈之「共同信託基金管理辦法」亦有許多規定納入不動產證券化條例中，在一般民事信託並無此種規定，而不動產投資信託與不動產資產信託，均為商事信託之性質，受信託業法之規範，故有加強投資人保護與主管機關監督之功能²⁹。綜言之，不動產證券化較之於一般商事信託，又多了某些優勢，如監控面之加強（如條例第八條、第二十二條、第三十一條、第三十四條、第四十八條……等）、稅賦之優惠（如條例第四十九條、第五十一條等）以及現行法限制之排除（如條例第十九條、第二十四條）等，以期落實條例之制定目的。

（二）當事人間之法律關係

在我國不動產證券化條例下，「不動產投資信託」之架構係類似美國依商事信託法理所成立之信託，而「不動產資產信託」則是類似美國之土地信託及日本的特定目的信託。而信託法及信託業法等規定，在不動產證券化條例並未明文排除，因此原則上得以適用，但仍需因應條例架構之信託模式之不同區辨適用與否。

從條例之架構可知，此二種類型共通之信託契約當事人有二，一為委託人兼受益人之投資大眾，另一則為受託機構³⁰。基此，受託人方面其所享受之權利與權限為報酬請求權（信託法第三十八條第一項、條例第二十八條第一項、第三十六條準用）、費用償還請求權（信託法第三十九條第一項、條例第二十八條第二項、第三十六條準用）、受益證券募集或私募權限（條例第六條、第十三條、第三十六條準用）、信託基金之運用權（條例第十八條、第三十六條準用）與信託監察人之選任權（條例第四十八條第一項）³¹。其所負擔之義務有³²：1.善良管理人義務（信託法第二十二條、信託業法第二十二條、條例第九條、第二十五條等）；2.忠誠義務（信託法第三十四條、信託業法第二十二條、第二十五條、條例第二十五條第一項）；3.分別管理義務（信託法第二十四條第一項）；4.自己管理義務（信託法第二十五條、條例第三十三條）；5.書類設置義務（信託法第三十一條第一項、條例第十五條、第三十六條準用等）；6.定期報告義務（信託業法第十九條第二項）；7.就信託財產為信託登記之義務（信託業法第二十條第一項、條例第三十條）；8.信託財產評審委員會之設立義務（信託業法第二十一條、

的之拘束，於信託目的範圍內得加以管理處分之謂也。參照四宮和夫，《信託法》，有斐閣，昭和五十五年，第七三頁。

²⁹ 同前註 27 書，第四三頁。

³⁰ 同前註，第五〇頁。

³¹ 不動產證券化條例第四十八條第一項允許受託機構選任信託監察人之規定，是否妥適不無疑義，此問題將於以下篇幅中討論之。

³² 參考前註 27 書，第五四至五九頁。

條例第二十六條、第三十六條準用)。

契約之另一造當事人即委託人兼受益人，其權利之行使基於條例第二十四、二十五條之規定，必須由受託機構或信託監察人召集之受益人會議決議或由信託監察人行使之，透過此種模式行使之權利有撤銷權（信託法第十二條、第十八條參看）、歸入權（信託法第二十四條第三項、第三十五條第三項參看）、同意權（信託法第十五條、第二十八條參照）、信託之變更終止權（信託法第十五條、條例第十一條、第三十六條準用）、損害賠償請求權（如信託法第二十三條、信託法第三十五條第三項）等；此外，亦有受益人得基於自身利益個別行使之權利如請求買回受益證券權（條例第十六條）、受益證券轉讓權（條例第六條、第四十五條、第三十八條、第三十九條）等。相對地，受益人依不動產證券化條例第二十八條第一項（第三十六條準用）規定：「受託機構得向受益人收取辦理不動產投資信託業務之手續費及報酬。」³³，是為受益人之支付報酬義務。

（三）與相類似制度之區別

綜據前述，我國不動產證券化條例之架構模式有由受託機構向投資人募集發行受益證券，以獲取資金用以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的，以收取投資收益之不動產投資信託（資產運用型），以及委託人（如不動產業主）移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，由其募集發行受益證券，以表彰受益人對於信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之不動產資產信託（資產流動型）二種。就發行受益憑證募集信託基金並運用其從事商品投資之特質觀之，不動產證券化中之不動產投資信託與證券投資信託有類似之處；就所投資之標的為不動產一點觀之，又與都市更新投資信託制度相近；另外，與之相仿的制度尚有土地信託。不動產證券化制度與前揭制度實有區別之必要，其實益在於確認不動產證券化制度有前開制度所無之不可取代性，否則逕依既有制度加以設計發展即可，毋須疊床架屋、另立名目，徒增適用上之困擾。茲比較相關制度如次：

1. 不動產投資信託與證券投資信託

不動產投資信託與證券投資信託制度極為類似，就形式上觀之，其具有組織

³³ 信託法第三十八條第一項規定：「受託人係信託業或信託行為訂有給付報酬者，得請求報酬。」，另依不動產證券化條例第四條第二項之規定知，該條例所稱受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，因此委託人自有給付報酬之義務，又此為自益信託，故可謂受益人亦有支付報酬之義務。但有疑問者，在於受益人既已繳納購買受益證券之價金，為何尚須支付報酬？然窺探制度本質以觀，受託機構所從事者乃信託財產之管理運用，而非信託財產之損益歸屬主體，其為受託人管理運用財產之目的無非是為取得報酬，因此本應賦予其報酬請求權。另可從不動產證券化條例第二十八條第一項後段出發，該項規定為：「受託機構得……逕於不動產投資信託之信託財產中扣除支付之。」，因此信託財產本為受益人之出資所構成，故實質上受益人已負擔此項經營事業之報酬。參閱何佩芬，《證券投資信託法制現代化之研究》，中國文化大學法律研究所碩士論文，一九九八年六月，第七六頁；謝哲勝、陳亭蘭合著，《不動產證券化——法律與制度運作》，二〇〇三年八月初版，翰蘆圖書出版有限公司，第六六頁。

方式與受益權證券化之相似性，在實質上不論是基金之募集發行、操作流程或業務之管理亦有相似之處。而其主要差別除投資標的不同外，仍不無其他相異之處如³⁴：(1) 架構上證券投資信託之當事人包括證券投資信託事業、基金保管機構與投資人三方，不動產投資信託依條例之規定僅有信託業及投資人二方，倘依「受託機構募集或私募不動產投資信託及資產信託受益證券處理辦法」第十八條之架構，與另一金融機構訂立委託代收及委託存儲價款契約，則亦將有基金保管機構；(2) 此外，有許多見諸證券投資信託基金管理辦法與證券投資信託基金管理規則，卻未規範於不動產證券化條例者，如兼職之限制（管理規則第六條）、事業活動之限制（管理規則第四十三條）、對於基金資產之比率要求與保持方式（管理辦法第十五條）、基金買回之規範（管理辦法第二十條、第二十一條）與行政監督之相關規範（管理規則第五十四條）等，條例未明訂之部分，有待日後條例相關子法與規定加以規範。

2. 不動產投資信託與都市更新投資信託制度

承前述，都市更新投資信託制度乃不動產證券化條例立法前，引進「不動產證券化」概念之機制，其運作模式係採取條例中不動產投資信託之設計，但嚴格說來二者在立法目的、投資標的與運作架構上仍有差異。首先，就目的而言，都市更新條例第一條即陳明都市更新之目的在於「促進都市土地有計畫之再開發利用，復甦都市機能，改善居住環境，增進公共利益。」，而不動產證券化之目的則在藉由證券化之方式提高不動產的流動性，增加不動產籌資管道，以有效開發利用不動產；投資標的方面，不動產投資信託與都市更新投資信託制度之融資目的相同，但就所欲開發不動產之範圍則有廣狹之不同，前者針對全部之不動產，後者之投資標的則限於與都市更新有關之不動產與證券；組織架構上，都市更新投資信託之運作關係人包括投資信託公司、信託機構（受託人）與投資人（受益人），投資信託公司及信託機構皆立於受託人之角色，而投資人則係委託人兼受益人之身份。不動產證券化條例下，信託機構則兼為基金運用及管理之角色，另依主管機關所草擬「受託機構募集或私募不動產投資信託及資產信託受益證券處理辦法」草案中第十七條之規定，受託機構募集有價證券應委託金融機構代收價款並訂立委託存儲價款合約書，信託機構也不保管信託財產（私募情形例外），則二者在架構上則幾乎沒有區別³⁵。

3. 不動產證券化制度與土地信託制度³⁶

(1) 不動產投資信託與土地信託之比較：

A. 不動產投資信託之本質為「金錢信託」，而土地信託之本質為「實物信

³⁴ 參閱謝哲勝、陳亭蘭，前揭書，第三三至三四頁。

³⁵ 同前註，第二八頁。

³⁶ 參閱張淑華，〈淺論不動產投資之新模式〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第五八至五九頁。

託」；

- B. 不動產投資信託之信託財產為「現金」，土地信託之信託財產為「土地所有權」；
- C. 不動產投資信託之信託人為「不特定投資大眾」，土地信託之信託人為「特定土地所有權人」；
- D. 不動產投資信託之受託人為「信託法上所稱之信託業，並經主管機關認可信用評等一定等級以上者為限」，土地信託之受託人為「信託銀行(或公司)」；
- E. 不動產投資信託之信託目的為「不動產證券(中長期)投資組合」，土地信託之信託目的為「信託土地之開發」；
- F. 不動產投資信託之受益人為「受益證券持有人」，土地信託之受託人為「土地所有權人或其繼承人、指定人」；
- G. 不動產投資信託於存續期間之收益分配為「當期投資淨收益」，於契約終止時之收益為「不動產證券增值利得」；土地信託於存續期間之收益分配為「當期租金淨收益(出租型)」，於契約終止時之收益分配為「土地及建物所有權」；
- H. 不動產投資信託之業務誘因為「投資單位金額小、受益證券公開交易、資產流動性高、不動產中長期實質利得」，土地信託之業務誘因為「土地免費改良、專業經營、獲利可期」。

(2) 不動產資產信託與土地信託之比較：

- A. 不動產資產信託之本質為「實物信託」，而土地信託之本質亦為「實物信託」；
- B. 不動產資產信託之信託財產為「現金」，土地信託之信託財產為「土地所有權」；
- C. 不動產資產信託之信託人為「特定土地所有權人」，土地信託之信託人亦同；
- D. 不動產資產信託之受託人為「信託法上所稱之信託業，並經主管機關認可信用評等一定等級以上者為限」，土地信託之受託人為「信託銀行(或公司)」；
- E. 不動產資產信託之信託目的為「藉由發行或募集受益證券，以開發經營受託之不動產」，土地信託之信託目的為「信託土地之開發經營」；
- F. 不動產資產信託之受益人為「受益證券持有人」，土地信託之受託人為「土地所有權人或其繼承人、指定人」；
- G. 不動產資產信託於存續期間之收益分配為「當期投資淨收益」，於契約

終止時之收益為「不動產證券增值利得」；土地信託於存續期間之收益分配為「當期租金淨收益（出租型）」，於契約終止時之收益分配為「土地及建物所有權」；

- H. 不動產資產信託之業務特性為「直接、主動從市場上公開募集不動產中長期投資、開發基金，並善加利用」，其誘因為「投資單位金額小、受益證券公開交易、資產流動性高、不動產中長期實質利得」，而土地信託之業務特性為「由信託銀行（或公司）取代開發、建築業者之角色，自行受託經營」，其誘因則為「土地免費改良、專業經營、獲利可期」。

四、小結

不動產證券化制度於先進國家行之有年，亦獲得明顯之成效，而我國在金融相關法制上往往是繼受國家之角色，因此如何落實斯項機制，端賴完備的法制建構與健全的配套機制加以把關。上文中陳明不動產證券化之相關基本概念，並分析法制援引國（美國及日本）之相關法制，進而討論現行法制架構模式，肯認透過證券化所達致之憑證化、細小化、規格化、流通化與透明化等機能³⁷，輔以信託架構所賦予之投資保障，實有助益不動產市場活絡，增加投資人之投資興趣，並且此制亦有別於既有之投資機制，因此不動產證券化制度之推行勢屬必然，也將促使證券化市場掀起另一波投資熱潮³⁸。職是之故，現行不動產證券化條例與相關規定是否全備，制度設計與法律適用上有無疑義，則有探討之必要。

參、我國實施不動產證券化所面臨之問題

一、制度設計面疑義

現行不動產證券化條例所揭櫫之運作模式為不動產投資信託與不動產資產信託二者，制度設計上未如同外國法制採取信託型（契約型）與公司型雙軌並行之方式，其理由安在？僅以信託模式為架構之導管是否充足？又關於不動產資產信託之設計有無必要？也曾引發學者專家間極大之爭議。再者，不動產投資信託之推動，是否考量到其資金之來源？另外關於相關之配套措施如鑑價制度如何成

³⁷ 參閱張金鶚、白金安合著，《不動產證券化》，永然文化出版股份有限公司，民國八十八年九月，第一六七頁。

³⁸ 據估計，民國九十三年起，包括不動產證券化，以及房貸、信用卡及現金卡等金融資產證券化商品將陸續登場，估計至少有五百億元之證券化商品即將推出。不動產證券化方面，嘉新水泥及遠雄集團已分別與台灣工業銀行完成簽約，其中嘉新國際萬國商業大樓之證券化商品預計於民國九十四年第一季發行，金額約在二十五億元左右；遠雄金融中心證券化（約三十億元）則在第二季登場。目前積極籌畫不動產證券化商品者，還包括新光、富邦、國泰等金融控股集團旗下人壽及銀行大樓，以及台北一〇一金融大樓、新光三越信義三館等不動產標的。參見民國九十二年十二月十四日聯合報 C1 版〈證券化商品熱 明年至少推五百億〉。

形，均屬制度設計上之重要問題，將於以下篇幅討論之。

(一) 導管限於信託架構是否充足

相較於前述美國及日本就不動產資產組織型態之多元選擇，我國現行之不動產證券化條例僅承認信託型之不動產證券化機制，其立法理由為：「避免本條例草案內容過於複雜，以及影響公司法制之契合」³⁹。此外，學者專家復認為特殊目的公司（SPC）之運作，在財務上與母公司無法分離，倘若運作失敗即無破產機制可管，與金融資產證券化不同。按母公司與子公司於產權處理過程中，子公司融資時仍會算入母公司總歸戶，不能算真的破產，財務也無法獨立運作，因此SPC之融資在台灣應僅限於傳統專案融資（project loan）之模式，無法證券化⁴⁰。

惟學者質疑我國現行信託法制至今未臻健全，舉凡信託財產歸屬或登記等問題，執行時均遭遇困難，許多英美信託法理亦未為我國所普遍接受⁴¹，仍有研究空間。因此不動產證券化之導管（conduit）限於信託架構，是否過於僵化而失之彈性，不無疑義。觀乎前開論述，發展不動產證券化之國家似乎鮮有限制不動產證券化之組織架構類型，此外，放諸韓國與日本近年來之實務發展，多已改採公司型來推動此項證券化，亦可佐證限於信託型並非合宜⁴²。本文建議為期使不動產證券化制度得以健全，對於架構型態加以限縮或可避免機制過於繁複，導致監理失衡，但此畢竟不足以成為拒絕採取公司型架構之有力理由，因此為避免設計過於僵化，並提供投資人投資選擇之彈性，於未來修法時似應考量納入公司型不動產證券化機制，俾臻完備。

(二) 不動產資產信託之設計是否必要

此項課題曾引發極大爭議，基本上可區分為否定說、肯定說以及修正肯定說，茲敘明如下：

1. 否定說⁴³：

(1) 就不動產資產信託之特性加以觀察，有如下之缺點：

- A. 不動產資產信託方式因風險集中於單一個案，對於投資人較無保障。
- B. 受託機構必須一併考量持有不動產或不動產相關權利之委託人權益，則受益人權益能否得到周全之保障不無疑慮。

³⁹ 「不動產證券化條例草案」立法理由參看。

⁴⁰ 參閱財團法人不動產資訊中心籌備委員會所主辦「資產信託證券化論壇」會議記錄，議題四，民國九十一年七月十三日，財團法人不動產資訊中心。

Available at <http://www.realestate.org.tw/report/aa01-03.html?cat=E&cat2=EC> visited on 2004/1/26.

⁴¹ 如信託財產公示制度與信託財產之獨立性是否具有必然關係，此點在國內學者之認知上即有觀念上之歧異。參照王文宇，〈信託法原理與信託業法制〉，收於氏著《金融法》，元照出版公司，二〇〇一年五月，第六六至六八頁。

⁴² 參閱王文宇，〈不動產證券化法制評析〉，《法令月刊》，第五十三卷第五期，二〇〇二年五月，第三四頁。

⁴³ 張金鶚，政治大學地政系教授書面意見，「不動產證券化條例」草案評估，第二頁。轉引自謝哲勝、陳亭蘭，前揭文，第六五頁。

- (2) 就不動產投資信託之特性加以觀察：其投資選擇多樣化，收益範圍較廣。
- (3) 從外國法制發展加以觀察：美國不動產投資信託（REIT）制度即為一成功案例，顯見其確為一可行之制度；而日本之不動產證券化原採「資產流動型」，其後又引進「資產運用型」而包括投資信託之模式，即可見日本原來之制度無法完全滿足國內之需要。故從不動產證券化長期規劃之制度方向，不妨考慮直接採用美國之不動產投資信託之模式即可。

2.肯定說⁴⁴：

- (1) 從不動產證券化之目的加以觀察：不動產證券化之目的既在於募集小額資金達成不動產永續經營之效果，則完整的持有不動產產權並加以規劃運用，相較於把資金分散在不同不完整之個案更有效益。
- (2) 從不動產投資信託之操作方式加以觀察：若不動產投資信託方式成為主流，而且與股票型基金操作模式相同，僅不斷在不動產市場買進賣出，則可能造成炒地皮的效應，對不動產市場之穩定與都市環境品質之提升並無成效。
- (3) 從不動產資產信託初期規模加以觀察：初期不動產投資信託之基金募集規模不可能太過龐大，則選擇之標的物亦可能受限於募集規模，此時不動產之經營管理亦無法整體規劃，對創造不動產附加價值之助益不大。
- (4) 從國內股市型態加以觀察：在投資大眾對長期投資較不抱興趣、對相關法律亦不甚明瞭之情況下，會積極參與不動產證券化者，初期仍為專業機構或高資產個人。
- (5) 從信託機構角度加以觀察：信託業得提供不只一樣之產品，更能符合市場上不同投資人之需求⁴⁵。

3.修正肯定說⁴⁶：

修正肯定說認為不動產資產信託確有必要，但不認為不動產資產信託必然成為主流模式，並對反對意見加以評析，亦就肯定意見有所補強，以下分述之：

(1) 就反對意見之評析：

- A.投資風險之管控應著眼於標的物之選定與整體規劃，單純地分散投資標的物，並無法達到保障投資人權益之目的⁴⁷。
- B.以受託機構為委託人之權益考量為由可能忽略受益人之權利，顯然不符自益信託之法理。

⁴⁴ 參閱陳崇、謝慧鶯，〈不動產證券化對不動產開發之影響〉，《月旦法學雜誌》，第八十八期，二〇〇二年九月，第一六五至一六六頁。

⁴⁵ 參看中華民國信託商業同業公會，「『不動產證券化條例』草案法制架構研討會討論題綱擬答」，立法院法制局主辦「『不動產證券化條例』草案法制架構研討會」參考資料，二〇〇二年五月十四日，第二頁。轉引自謝哲勝、陳亭蘭，前揭書，第一二九頁。

⁴⁶ 同前註書，第一三〇至一三二頁。

⁴⁷ 參閱陳崇、謝慧鶯，前揭文，第一六六頁。

C.以外國之不動產投資信託制度之採行為由，顯然對於外國不動產證券化之制度不夠瞭解。按於美國也有所謂之土地信託，其大抵可分為權限保有信託（titleholding trust）與讓渡信託（conveyancing trust），前者又可分為受益權證券化之俄亥俄州型土地信託與未證券化之伊利諾州型土地信託，此亦為不動產證券化推行成功之案例。而日本同時推行「資產流動型」與「資產運用型」之資產證券化架構，乃是基於擴大資金調度者之選擇方法及提供投資者多樣商品可能性之觀點所為法制之調整⁴⁸，並非「資產流動型」無法因應其需要。

（2）肯定意見之再加強：

由於不動產資產信託與不動產投資信託構造上之不同，不動產資產信託一開始就不動產或相關權利之取得，是由信託行為取得，相較於不動產投資信託需依買賣或其他法律行為取得具有信託財產移轉不課稅及登記較為簡便單純之優勢，因此不動產資產信託實有存在之實益。

綜據前開見地，不動產投資信託制度於美國實行成功，顯見其架構上之完整性與實用性，縱令其並未設計不動產資產信託應無不妥之處，再者倘若信託制度步上軌道，當事人只需透過契約即可自由組織一信託關係以管理營運資產。而日本之所以特別規範，係基於法規環境之需求以及前揭資金調度與產品樣式之考量。持否定見解者，側重實行困擾之防免，持肯定說者則由不動產證券化之目的與不動產資產信託與不動產投資信託之比較角度出發，認為不應否認不動產資產信託制度存在之必要。二方見解各有所據，均值得傾聽，惟亦有學者認為針對不動產資產信託特別立法固有其優點（例如可以解決信託得為有價證券發行機構之疑義，詳後述），但條例之設計採取信託架構卻又衍生新的問題，已如前述，實可謂利弊參半⁴⁹。本文以為，現行法制下不動產資產信託之規劃為既成之事實，似應觀察實行後之成效，再行決定未來修法時之存廢。

（三）推動不動產投資信託之資金來源問題

基於滿足投資不動產之需求以及為求投資之證券化，美國遂有一九六〇年之內地稅法（Internal Revenue Code）與不動產投資信託法（Real Estate Investment Trust Act）之立法，不動產投資信託法更賦予不動產投資信託（REIT）與證券共同信託基金有相同之稅捐優待及與投資公司相同之規範，不論公司型或契約型之不動產投資信託均是信託基金與投資公司二種個體之結合。而法律亦賦予 REIT 可以使用各式融資工具，包括其所發行之特別股、公司債或可轉換公司債等不一

⁴⁸ 參閱稻本護昭，特定目的會社による特定資産の流動性に關する法律等の一部を改正する法律について，ジュリスト，No.1186，二〇〇二年十月，第七四頁。

⁴⁹ 參閱王文字，〈不動產證券化法制評析〉，《法令月刊》，第五十三卷第五期，二〇〇二年五月，第三七頁。

而足⁵⁰。此外，REIT 與機構投資者有緊密且多元之關係，此諸機構投資者有屬於金融機構之商業銀行、壽險業、互助儲蓄銀行，也有屬於投資法人之共同基金、退休基金等。前開機構投資者對於 REIT 所扮演之角色，有些為投資 REIT 股份之權益資金供給者，有些係放款予 REIT 之債務資金供給者，有些是同時扮演此二種角色之機構，如壽險公司與退休基金。反觀台灣，由於國內不動產市場體系不若美國健全，不動產資金供需之管道亦顯得單調許多，目前不動產市場主要之資金來源仍是金融機構⁵¹，對不動產之放款與少量之不動產直接投資為主。加上前開所述融資工具問題，均形成未來我國推動不動產投資信託之資金問題，有待解決。

學者認為，對於不動產投資信託之資金供給，我國一些機構法人所持之資金尚稱充裕，但由於可選擇之投資工具實屬有限，導致其所持資金並無法作有效利用，也不利於未來台灣不動產投資信託之資金取得，況且在不同不動產標的之開發、經營過程中會有不同之現金流量（cash flow）型態，不同之資金流量型態也代表著需要不同之融資工具加以配合。目前法令尚未對於台灣不動產投資信託可使用之融資工具作一明確規範，為謀求該制度能迅速且適宜地取得所需資金，俾使初期營運能早日步上軌道，建議政府參考美國 REIT 相關法令，允許其能有較多元之融資工具選擇。另外，審視法令對於金融機構與機構法人之投資限制，法令之嚴格將造成機構法人無法對資金作有效率之運用，亦建議主管機關能夠提高投資上限，以避免不利之影響⁵²。

（四）不動產估價機制之健全與否

不動產證券化條例針對不動產估價之問題設有相關規定，如為確保運用不動產投資信託基金於不動產或不動產相關權利之交易公平性與價格合理性，避免受益人權益遭受侵害，參酌都市更新投資信託基金管理辦法第八條第一項之規定，要求受託機構為達一定金額以上之交易前，必須洽請專業估價者提出估價報告書（條例第二十二條第一至三項、第三十六條準用）。其他必須為不動產估價之時機如：欲申請為不動產資產信託基金之募集時（條例第二十九條第九款、第三十四條）與信託財產評審委員會認為有必要或契約有約定時（條例第二十六條第一、二項、第三十六條準用），均於條例中加以明定。此外，對於不動產估價師從事不動產估價時，其作業程序、方法及估價時應遵循事項，依據不動產估價師法第十九條第一項規定，係由內政部訂定，內政部亦於民國九十年十月十七日以台

⁵⁰ 參閱陳明吉、羅容恆、王達榮，〈推動不動產投資信託之資金來源分析〉，《經社法制論叢》，第三十三期，民國九十三年元月，第八五頁。

⁵¹ 此處所指涉之金融機構是指依銀行法或其他有關法令組織登記、經營金融業務之機構，包括屬於貨幣機構之中央銀行、本國一般銀行、外國銀行在台分行、中小企業銀行、信用合作社、農漁會信用部，以及屬於其他金融機構之中華郵政公司儲匯處、信託投資公司與人壽保險公司。

⁵² 同註 50，第一一〇頁。

(九十) 內地字第 9077692 號令訂定「不動產估價技術規則」，對於估價作業程序、估價方法、宗地估價、房地估價、土地改良物估價、權利估價等，均有詳細之規範⁵³。為減少不動產證券化過程中因估價差異所肇致之困擾，不動產證券化條例亦於第二十二條(第三十六條準用)作有規範，明定估價金額爭議之處理方式、估價報告書作成期限以及估價人員獨立原則(財務會計準則公報第六號參看)。惟嚴格言之，條例之規範仍有補充之空間。

首先，針對不動產估價之時機，依條例之規定，僅有 1.不動產資產信託基金募集時；2.運用基金為不動產交易時以及 3.信託財產評審委員會之洽請三種情況，似仍嫌不足。學者認為在理論上，以下幾種情形亦有估價之必要⁵⁴：

- A.不動產或相關權利保有期間之估價：蓋並非僅有在不動產或相關權利未取得或取得之初需要估價，因不動產之價格並非恆常穩定，必須定期估算其價額，受託機構方能即時因應，也使投資人得隨時掌握投資不動產之現況，而避免遭受不測；
- B.受託機構所保有之特定資產讓渡時：此為一般不動產或相關權利為交易時之必然過程，非僅不動產證券化獨有；
- C.反對信託契約或信託計畫變更決議之受益人向受託機構行使受益證券收買請求權時。

因此，條例中所為不動產估價時機之必要，似有增列之必要。另外，針對前述不動產估價書之應記載事項部分，除在估價目的，應就不動產估價之原因，如是為特定資產之取得或讓與、各決算期價格之揭示、受益證券買賣價格之查定等為載明外，另應注意因應制度之特性，如鄰近地域市場分析、對象不動產及市場之將來預測內容與判斷根據、其他專家調查報告書似亦有載明之必要，以利瞭解整體投資環境之概況⁵⁵。故此，現行不動產證券化條例慮及不動產估價制度之建置，實屬正確，但倘若參酌上開建議而為適度之補強，相信更能促使制度更形健全。

(五) 其他

除前開所述外，亦有一制度相容性之問題值得探討，亦即不動產資產信託是否有可能以他益信託之方式設立？詳言之，信託依委託人是否即受益人本人可區分為自益信託與他益信託，而不動產信託也可分為自益型及他益型，似不難理解。然而，不動產資產信託是否可能以他益信託之方式加以設立，不無疑問。

學者認為，他益信託之受益人是委託人以外之第三人，基於信託係由委託人

⁵³ 引自張義權，〈不動產估價在不動產證券化中所扮演的角色與功能〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第三八頁。

⁵⁴ 謝哲勝、陳亭蘭，前揭書，第一六二頁。

⁵⁵ 同前註，第一六三頁。

所創設，信託財產也是由委託人所提供或出資而得，在他益信託中對於資產之處理應尊重委託人創設信託時之意思。於證券化時，證券必須可以轉讓，一旦轉讓，受益權亦隨同轉讓。在不動產信託中，當委託人並非受益人時，委託人可以限制受益權之轉讓，此與證券化之原則即生抵觸，故而證券化之不動產信託，委託人不得限制受益權之移轉。當表彰受益權之受益證券可以自由轉讓，取得受益證券之人即為受益人，付出對價經由市場取得證券之人，基於保護投資人之精神，當然應該繼承原受益人之權利，受託機構係為受益人（而非委託人）而管理信託財產，當不動產資產信託如有重大變更事項，應徵詢意見之對象也應該是受益人，並非委託人。況且，受益權既經證券化，委託人之投資亦已回收，對委託人而言信託目的亦已達成，如委託人有利他之想法，可將現金轉交第三人亦得實現其想法。再者，從事證券化之不動產信託，本是為投資獲利，而非為家人或保留家產為目的，此均應歸類於自利之行為，係屬自益信託。或有例外情形如委託人並未保留任何權利，而受益人可以自由轉讓受益權，受益人如欲以證券化之方式轉讓受益權理論上並無不可。然而在此情形下，受益證券之權利將由受益人移轉與受益證券買受人，並非由委託人或受託機構移轉，應由受益人和受託機構就此為協議，而非由委託人與受託機構協議。又因委託人並非受益人時，信託土地也無法返還予受託人，依條例第五十二條規定，必須繳納土地增值稅，而且既是他益信託，依遺產及贈與稅法第五條之一之規定，必須繳納贈與稅，所以以他益信託方式設立不動產資產信託，因缺乏誘因，幾乎不可能⁵⁶，此項見解可資贊同。

在其他制度面，為避免因資訊不對稱或不完全之逆向選擇效果，導致不動產證券市場之發展遭到扼殺，並輔導不動產證券化市場得以正常化發展，尚必須積極透過受託銀行內部管理資訊系統彙整各項信託資產營運管理資訊，再由外部公正專責機構建立具公信力之各類不動產資訊與指數，使投資大眾得以作為投資決策之基礎，因此日後亦應著眼於建置不動產信託與證券化業務之資訊管理機制⁵⁷。此外，信用評等與加強機構及資訊揭露制度之建構，亦應一併加以注意為是。最後，基於資產證券化之目的乃在排除創始機構之信用或營運績效風險，將創始機構所有之貸款債權或應收債權或不動產等，藉由重新組合架構，變成得以在金融資本市場上流通交易之證券商品，以向投資人籌措資金。因此，在架構資產證券化過程中，最重要之課題乃在於如何有效確實防止創始機構之信用或經營風險隨著資產移轉而移轉，以保護投資人，並提高證券信用等級而能廣為市場所接

⁵⁶ 參閱謝哲勝，〈不動產資產信託的法律關係〉，發表於「不動產證券化學術研討會」，民國九十二年十二月十一日，國立臺灣大學國際會議廳，第四至五頁。

⁵⁷ 相關討論可參閱張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧，〈他山之石，可否攻錯？——從美國不動產證券化經驗探討國內相關課題〉，收於《「不動產證券化學術研討會」論文集》，民國九十二年十二月十一日。

受，此即「真實買賣」(true sale)之判定問題⁵⁸。此課題對於保障資產之安全，與創始機構、受讓人及投資人之關係厥為密切，更影響資產證券化架構之完備，如何參酌外國法例與國際財務會計準則加以設計符合我國需求之認定制度，殊為重要。

二、法律適用面疑義

不動產證券化條例於民國九十二年七月二十三日公佈施行，日後將成為我國推動不動產證券化之重要法源依據。立法體例上採取制訂單行法之方式，而不若日本以「資產流動化法」涵蓋不動產證券化及金融資產證券化二者。而為達成條例之立法目的（第一條參看），建構一完備之法制體系實為重要，以下嘗試討論現行條例與相關規定所面臨之問題，提供法制層面之思考觀點。

（一）主管機關之監理適格

不動產證券化之主管機關究係誰屬，在草案研擬過程中即引起廣泛爭議。現行條例第三條第一項規定：「本條例所稱主管機關，為財政部。」其立法理由乃有鑑於「不動產資產證券化係採信託關係，受託機構以信託業為限，財政部為信託業之主管機關，且不動產證券化涉及受益證券之發行、交付及上市等相關問題，故本條規定本條例之主管機關為財政部。」觀乎我國財政部金融局為掌管金融活動、銀行業者、信託業務等相關範疇之主管機關，然不動產證券化亦涉及不動產交易市場及地政管理等事宜，此向來為內政部營建署執掌範圍，雖然條例第三條第二項規定：「本條例規定事項，涉及目的事業主管機關職掌者，由主管機關會同目的事業主管機關辦理。」，但學者認為此種「統一規定後再為例外規範」之立法，應以該例外情形發生頻率不高為前提。惟不動產證券化之二種類型，其涉及金融與不動產管理二領域程度均深，其主要活動亦非僅以金融相關事業為已足。換言之，「不動產投資信託」由銀行管理尚稱合理，財政部管理該投資相關之金融活動亦為妥適，然而「不動產資產信託」部分，其中牽涉不動產開發之成分居多，由財政部擔任主管機關未免有失牽強，將二者監理機關劃一，是否適宜誠值討論⁵⁹。本文認為在不動產投資信託與不動產資產信託範疇差異度頗高之情形下，似乎以分別指派適任之主管機關從事監理工作較妥，宜於日後修法時一併考量。

（二）受託機構作為有價證券發行主體之疑義

就實務之操作言，雖然不動產信託之信託財產委託人另有其人，銀行乃居於受託人之地位，而為不動產證券之發行機構。此作法固然合乎規定，但在一般大

⁵⁸ 可參閱鄭惠蓉，〈資產證券化有關資產移轉「真實買賣」之探討〉，《全國律師》，二〇〇一年十一月，第二三至三〇頁。

⁵⁹ 參閱王文字，前揭註1文，第三三頁。

眾之認定上，單從外觀將使其直覺地認為銀行係真正之主體即實質上提供財產之人，而產生混淆，實際上該不動產投資信託之信託財產並非銀行本身之自有資金，二者分別獨立，互不相干。一般投資大眾可能因為信賴發行機構（銀行）之自有資金及資產信用，而投資於其所發行之不動產有價證券，但實際上該自有資金並不提供該不動產投資信託任何擔保，即使日後不動產信託發生破產情事，發行銀行之自有資金對此亦不負責任。是若採用目前條例所規定之組織法則，容易引起一般投資人之混淆，誤認二者具有一定之相關性，甚至有銀行本身之資產作為資金擔保之誤解⁶⁰。

可能解決之道有二，其一在於直接賦予信託財產某種獨立性與主體性，放寬有價證券發行人之限制，畢竟一般大眾所關心者乃其投資之資產品質與回收可能，而非發行人為何者；然直接賦予信託財產主體性，或將對現行民法體系產生極大衝擊，或許將信託財產間接並列為主體之方式較為可行。另一解決途徑為在現行體系下，除了揭露受託機構外，亦將信託財產之名稱與狀況並列揭示，如此應可釐清投資人之疑慮，並有助益於不動產證券化制度之推行⁶¹。

（三）受託機構之適格與否

依不動產證券化條例第四條第二項之規定，受託機構以信託業法所稱之信託業為限。此項規定乃鑑於受託機構係向不特定之大眾公開募集發行受益憑證，涉及廣大投資人之權益，如有不慎極可能造成市場動盪不安，甚而影響社會經濟，因此限制由受到高度管理且受高度信賴之信託業方能承作，而信託業本身因受信託法、信託業法及相關法令之拘束，無論是內控內稽、會計制度與風險管理均受法規上相當嚴格之規範，為高度控管之行業，也較能獲得投資大眾之信賴⁶²。惟僅以信託業為受託人仍面臨以下之問題⁶³：1.信託業之專業知識與經驗不足：蓋不動產之開發與管理，以不動產業者較為嫻熟，對於市場狀況亦較瞭解，而信託業乃金融機構，非不動產之專業機構，由其擔任不動產證券化之推手，有可能因為知識經驗之不足而導致失敗；2.信託業擔任受託機構與發行機關之意願：現今信託業多為銀行信託部兼營，而銀行擅長者乃金錢信託，未必有意願碰觸不動產證券化，尤其資產信託部分風險性極高，銀行更可能持觀望保留之態度，更何況

⁶⁰ 參閱王文宇，〈論不動產信託與不動產證券化之分際〉，發表於「不動產證券化學術研討會」，民國九十二年十二月十日，第一一頁；另請併參王文宇，〈不動產證券化條例之評析與前瞻〉，《月旦法學雜誌》，第一〇一期，二〇〇三年十月。

⁶¹ 參閱王文宇，〈論不動產信託與不動產證券化之分際〉，發表於「不動產證券化學術研討會」，民國九十二年十二月十日，國立臺灣大學國際會議廳，第一一頁。

⁶² 中華民國信託商業同業公會，「『不動產證券化條例』草案法制架構研討會討論題綱擬答」，立法院法制局主辦「『不動產證券化條例』草案法制架構研討會」參考資料，二〇〇二年五月十四日，第一頁。轉引自謝哲勝、陳亭蘭合著，前揭註12書，第一〇二頁。

⁶³ 參照謝哲勝、陳亭蘭合著，前揭註書，第一〇二至一〇四頁；王應傑，〈如何建立「不動產證券化」運作機制〉，《全國律師》，二〇〇二年七月，第二二頁以下。

銀行發展金融專業以外之副業亦可能嚴重扭曲銀行之功能與體制；3.對不動產業者亦屬不利：按不動產業者乃真正對於不動產開發與管理具有專業者，因此應成為開發與管理之主導者，然在條例規定下，則需靠行未具專業之信託業，顯係本末倒置。再者，在條例規定下，不動產業者更立於不平等之契約地位，無主導性卻有責任重大，更影響不動產業者之開發與管理意願⁶⁴；4.將減少投資誘因：由於受託機構限於信託業，而一般信託業最低資本額高達二十億，又需信用評等達一定等級以上者，則推動不動產證券化之信託業家數有限，缺少競爭，無法降低發行成本，投資人可能因無利可圖，較不願意投資⁶⁵。

目前主管機關依不動產證券化條例第四條第三項之授權，就不動產投資信託與不動產資產信託業之設立門檻，規定於信託業設立標準。學者建議主管機關應藉此條例之授權訂立不動產投資信託與資產信託管理辦法，使不動產業者成為本條例之受託機構，即建立特許之不動產投資信託與資產信託業。雖有另行調整監理機制之可能，但由於全面開放，不動產證券化之受託人形成競爭，實有助於提升經營效率，對於國內不動產市場景氣顯有裨益⁶⁶。

(四) 受益證券與有價證券概念之混淆

不動產證券化條例第五條規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條⁶⁷規定經財政部核定之其他有價證券。」之所以如此規範，乃企圖解決一個問題：信託財產之法律地位在台灣並未釐清。尤其就受託機構所發行之受益證券，或其與投資人所成立之法律關係，或投資人所取得之受益憑證是否即為證券交易法下所定義之有價證券等問題，故有如此之規定。然實際上並非當然如此，因有價證券有其特殊構成要件（如持分化程度、契約條件標準化、具投資契約屬性），因此不能完全依賴法律來加以擬制，甚而令人起疑由擬制而成之「有價證券」是否能為投資大眾所認同之疑慮⁶⁸。

學者以為，此問題應著重法律關係之「經濟實質」而非「外觀形式」，換言之，關鍵係在於不動產信託關係之定位，而非證券化之形式。詳言之，本條例所承認之二種證券化類型，從不動產投資信託言，因其本質上類似於共同基金，將分散之小額投資人之個別少量資金，集成大量之資金，交由專業投資機構，投資於不動產及與其相關之權利或有價證券等標的。職是之故，大部分的不動產投資信託應被定位於「投資型」之有價證券，無論以何種形式發行募集，皆應受本

⁶⁴ 參看王文宇，前揭註1文，第三六頁。

⁶⁵ 李昇鑫，《我國實施不動產證券化之探討》，國立臺灣大學管理學院財務金融研究所碩士論文，二〇〇二年六月，第三四頁。

⁶⁶ 參照謝哲勝、陳亭蘭合著，前揭書，第一〇四頁

⁶⁷ 證券交易法第六條第一項規定：「本法所稱『有價證券』，謂政府債券、公司股票、公司債券及經財政部核定之其他『有價證券』，如此規定是否陷入循環論證，不無可議。

⁶⁸ 參閱王文宇，前揭註1文，第三九頁。

條例及證券交易法相關規定之約束。若從不動產資產信託言之，則無法一概而論，因資產信託所生之利益、孳息及其他收益並無一定之獲取方式，且是否屬於投資並無明確之界線劃分。故此，必須掌握前揭著重「經濟實質」之原則，視其性質受不同密度之規範而作個案之判斷（例如信託目的倘若僅為單純之管理、整頓不動產，而無涉及實質之經營用途，縱使以受益證券名稱出現，亦僅能定性為一般或證明性質之有價證券），並藉由主管機關以解釋方式或依賴司法之判解，形成實務上之操作基準。如此相信得以補充本條例之不足，並更契合於實際之運用⁶⁹。

（五）封閉型基金之妥適性

不動產證券化條例第十六條規定不動產投資信託基金原則上以封閉型基金為主，其立法理由在於不動產投資信託基金投資標的多為不動產，其流動性低，無法供投資人隨時贖回。然而也有人認為此一規定有待斟酌，因為目前台灣證券投資信託基金幾乎多採開放型基金，封閉型基金已屬少見，故是否考慮減低政府管制程度，交由市場機制自由決定其發行形式，即成問題。學者建議，在不動產證券化推行之初期，為維持基金之穩定性，採取此種規範仍屬妥適，但將來應逐步解除其限制，使受託機構亦得以募集開放型基金。而既然現行條例規定為封閉型基金，或許亦可考慮在一定情形下，明確規定賦予受益人請求買回之權利，如此將更能保障投資人之權益⁷⁰，本文贊同之。

（六）投資標的之範圍問題

行政院送請立法院審查之不動產證券化條例草案原規定，受託機構所募集之資金，得投資於開發、管理及處分信託財產。立法院審查時將之修改為僅限於管理及處分之行為，而不及於開發。三讀通過後之條文，更明文將土地開發案排除於證券化之標的之外，依條例第十七條第一項之反面解釋，不動產投資信託不能投資於尚待開發之土地，而尚待開發之土地也不得作為不動產資產信託移轉之財產權（第三十條第一項參看），亦即只限已有穩定收入之不動產及不動產相關權利才是不動產證券化之標的。至於何謂已有穩定收入之不動產或不動產相關權利，尚待主管機關依個案斟酌，其標準無非以有確定之現金流量者為限。如果不動產業已出租，並訂有一定期限之契約，其租金固屬穩定收入，但如收費之道路、橋樑或停車場等，其過路費、過橋費或停車費並不當然發生，是否可以認為屬於穩定收入，則不無疑問⁷¹。學者並且認為，類此規定之考量在於降低投資之風險，似有所據，然而投資風險其實可藉由其他配套措施加以排除。尚且從立法目的觀之，籌資用以有效開發利用不動產也是首要目的之一，將開發案排除，無疑地已

⁶⁹ 整理自王文宇，前揭註 61 文，第一〇頁。

⁷⁰ 參閱謝哲勝，陳亭蘭，前揭文，第六八頁。

⁷¹ 參閱游啟璋，〈不動產證券化法制架構與適用〉（本文尚未發表），第七頁。

將一半以上可為證券化之標的排除，蓋不動產開發才需要大筆資金，只為了管理不動產並不需要太多資金，而且已有穩定收入之不動產，資金需求並不高，即使有資金需求也可利用間接金融（向銀行借貸）而保有其產權，除非產權人有意出售，否則不動產投資信託基金也無法購買，如欲保留產權，可採不動產資產信託方式融資（但仍以產權人有資金需求為前提）⁷²。如此看來，於未來修法時，必須斟酌相關款項之標準甚而精緻化，並考量是否納入不動產開發案為證券化標的，方為正辦⁷³。

此外，不動產資產信託之信託財產為委託人依資產信託契約移轉不動產或不動產相關權利，依信託法第十二條之規定，對於信託財產不得強制執行，但基於信託前已存在於該財產之權利，不在此限。因此，不動產或不動產相關權利在信託前已經設定抵押權者，為了避免資產信託予受託機構後，因抵押權人聲請法院強制執行，損害投資人利益，依資產信託契約移轉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存續期間不實行抵押權之同意書（條例第三十條第二項）。但該條項僅見於不動產資產信託，是否適用於不動產投資信託？換句話說，不動產投資信託之投資標的，是否限於無抵押負擔之不動產，不無疑義。依文義上之解釋，似不受限制。但如前述，信託財產如有抵押權負擔，日後抵押權人行使抵押權時，勢將影響投資人之權益，故此基於保護投資人之觀點，應與不動產資產信託作相同之解釋，亦即應不許設定抵押權為是⁷⁴。

（七）監察人之選任問題

不動產證券化條例第四十八條第一項規定：「受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約或不動產資產信託契約之約定，選任信託監察人……。」，按該規定並依同條項後段規定準用金融資產證券化條例第二十三條第二項及第二十八條後，信託監察人係由「受益人會議」或「受託機構」選任，然此規定實有代商權。由受益人會議選任固無問題，但若由受託機構選任，恐將造成被監督者決定監督者之「球員兼裁判」情形，則信託監察人之功能能否發揮即滋疑義。學者專家建議應於將來修法時，應改成「由主管機關或受益人會議選任，受益人會議若未選任，由主管機關選任」為宜⁷⁵，本文肯認之。

（八）其他

除前開法制問題外，其實仍有許多問題有待發掘並深耕，例如關於土地登記

⁷² 同註 66，第一〇五頁。

⁷³ 同此見解，見陳明吉、羅容恆、王達榮，〈推動不動產投資信託之資金來源〉，《經社法制論叢》，民國九十三年元月，第一〇七至一〇八頁。該研究並認為我國不動產投資信託理想之投資標的應涵蓋庫存餘屋、都市更新、土地開發與商場、辦公大樓等四類不動產。

⁷⁴ 同註 71，第八頁。

⁷⁵ 參閱謝哲勝，陳亭蘭，前揭書，第八七頁。

規範上之不足、如何配合信託法理修正相關稅賦規定、專業人員配合不動產證券化推行在法制上之增訂……等，均為日後得以再加研究之課題。

肆、結論

不動產證券化之推動，其實早在民國七十年代便已開始，直迄近年來方有粲然大備之趨勢。制度驅動之始，所遭遇之問題勢必繁多，如何讓不動產證券化制度發揮其資產經營管理之成效，制度面與法規面之整備實為首要之務，不容忽視。在不動產權益市場，透過證券化之方式將使不動產投資生態改觀，而有別於以往之傳統投資方式，並且在證券化架構式融資（structured finance）之本質下，將特定資產作架構上之隔離（即資產分割 asset partitioning），以排除破產風險，兼具高度行政監督之功能，對於投資人之權益得予確保，對於不動產之開發管理，以至於不良債權擔保不動產之處理⁷⁶均有助益，未來之發展前景明確可期。

本文嘗試分析不動產證券化之基本概念，並介述相關法制以為對比，進而探究組織架構之特色與當事人間之法律關係，最後討論制度設計與法律適用上之疑義，深感此制度之龐大複雜，亦體會制度擘畫者之艱辛。未來制度之推動，仍有賴操作經驗之不斷累積，與機制上之不斷配合改進，相信必能達成不動產證券化有效開發利用不動產、提升環境品質、活絡不動產市場及保障投資之使命。（作者為本所資深顧問）

⁷⁶ 詳請參閱三國仁司，《不動產の證券化と方法——不良債權處理から不動産開發まで》，東洋經濟新報社，1998年5月8日第五刷。