

不動產投資信託基金市場之研究—
以香港、新加坡及美國之不動產
投資信託基金為例

受委託單位：協合國際法律事務所

計畫主持人：谷湘儀

共同主持人：莊國偉

研究人員：姜璿、賴冠妤

中華民國信託業商業同業公會委託研究

中 華 民 國 一 〇 一 年 八 月 十 六 日

目 錄

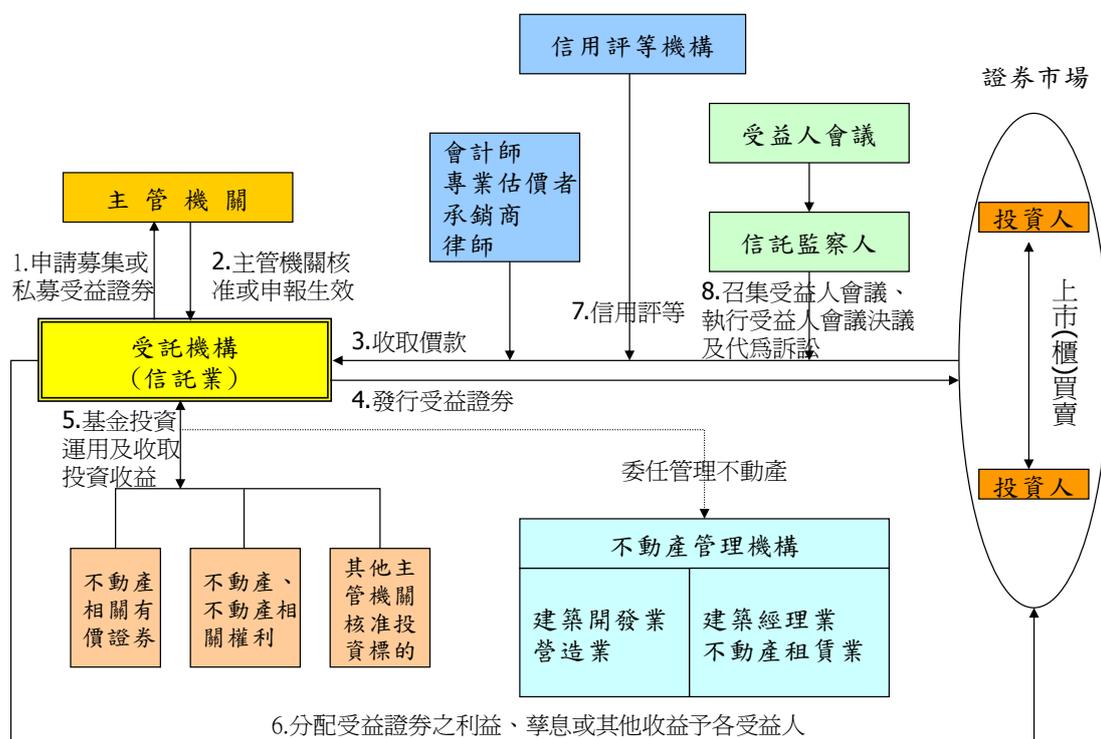
第一章 前言.....	1
第一節 研究背景及研究目的.....	1
第二節 研究架構及內容與研究方法.....	5
第二章 香港、新加坡及美國不動產投資信託基金市場研究.....	7
第一節 香港.....	7
第二節 新加坡.....	37
第三節 美國.....	60
第三章 我國不動產投資信託基金市場面臨之問題及建議.....	77
第一節 我國不動產投資信託基金市場面臨之問題.....	77
第二節 對我國不動產投資信託基金市場之建議.....	93
第三節 小結.....	104
第四章 結論.....	107
附表：香港、新加坡、美國及我國之 REITs 制度比較表.....	112

第一章 前言

第一節 研究背景及研究目的

不動產投資信託基金，依我國不動產證券化條例之定義，係指「向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，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而成立之信託」，換言之，即受託機構依不動產證券化條例規定成立不動產投資信託基金，發行受益證券向投資人募集資金，並將資金投資運用於不動產相關投資標的，受益人之收益來源包括租金所得及不動產處分之資本利得。我國不動產投資信託基金募集及受益證券發行之流程圖請參下【圖一】。

【圖一】我國不動產投資信託流程圖¹



¹ 資料來源：金融監督管理委員會銀行局網站，
<http://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=279&parentpath=0.8.119>。

我國自西元（下同）2003年7月23日不動產證券化條例公布實施以來，迄今共有八檔不動產投資信託基金經金融監督管理委員會（下稱「金管會」）核准，2005年3月1日富邦一號經金管會核准掛牌上市，成為我國第一檔不動產投資信託基金，同年度另有國泰一號及新光一號不動產投資信託基金，2006年度計有富邦二號、三鼎、基泰之星及國泰二號共四檔不動產投資信託基金陸續經核准，2007年度則有駿馬一號不動產投資信託基金。關於上述八檔不動產投資信託基金之基本資訊及現況，請參下【表一】。

【表一】我國八檔基金不動產投資信託現況²

基金名稱	受託機構/ 管理機構	標的	發行總額 (單位：新 台幣)	核准年度	淨值 ³	市價
富邦一號	土地銀行/富 邦建築經理 股份有限公 司	富邦人壽大樓、富邦 中山大樓、天母富邦 大樓、潤泰中崙大樓 部分樓層	58.3 億	2005.1	16.88	16.89
國泰一號	土地銀行/國 泰建築經理 股份有限公 司	喜來登飯店、台北西 門大樓、台北中華大 樓	139.3 億	2005.8	15.32	16.92
新光一號	兆豐商銀/新 昕國際股份 有限公司	新光天母傑仕堡大 樓、新光國際商業大 樓、台證金融大樓、 台南新光三越百貨 大樓、新光信義華廈 大樓、新光中山大樓	113 億	2005.11	14.94	12.58
富邦二號	土地銀行/富 邦建築經理 股份有限公 司	富邦民生大樓、富邦 內湖大樓、潤泰中崙 大樓（商業辦公部 分）	73.02 億	2006.3	13.97	13.02
三鼎基金 ⁴	台新銀行/誠 品股份有限 公司	前瞻 21 大樓、香檳 大廈部分樓層、誠品 物流大樓部分樓層	38.52 億	2006.5	14.57	14.10

² 本報告自行整理，截至2012年7月26日止。資料來源：公開資訊觀測站，<http://newmopsov.twse.com.tw/>。

³ 不動產投資信託基金之淨值及市價，除基泰之星與三鼎兩檔基金各自追蹤至其退場日之外(基泰之星：2012年2月3日終止上櫃；三鼎2012年3月30日終止上市)，其餘均以2012年7月26日之資料為準。

⁴ 三鼎於2010年10月28日通過清算決議，已於2012年3月30日終止上市，並於2012年4月10日公

基泰之星 ⁵	土地銀行/宜陸開發股份有限公司	基泰建設世紀羅浮大樓部分樓層、大湖商旅大樓	24.70 億	2006.5	13.62	13.17 ⁶
國泰二號	兆豐商銀/國泰建築經理股份有限公司	民生商業大樓、世界大樓、安和商業大樓	72 億	2006.8	15.32	14.61
駿馬一號	兆豐商銀/台嘉國際	國產實業大樓、中鼎大樓部分樓層、漢偉資訊大樓部分樓層	42.83 億	2007.3	13.15	13.14
總計			561.67 億			

我國不動產投資信託基金市場於 2005 年第一檔不動產投資信託基金首次問市時，曾吸引相當程度之申購熱潮，蓋利用證券化之方式將投資門檻較高而出租穩定之商用不動產單位化，降低了商用不動產之投資門檻，且當時投資人自基金獲分配之收益，不論係自然人或法人均得享有分離課稅之賦稅優惠⁷，因此，不但一般投資人躍躍欲試，不動產投資信託基金穩健獲利的特性更是大型法人機構資產配置標的之首選之一，故不動產投資信託基金於我國之發展初期甚為順利。惟自 2007 年駿馬一號核准上市以來，我國即未再有新的不動產投資信託基金問世，甚至基泰之星及三鼎不動產投資信託基金已陸續終止清算，市場規模不增反減，且我國不動產投資信託基金受益證券之市場流動性不佳，導致受益證券之交易價格大多均處於低於基金淨值或投資人申購價格之情形，對照我國都會區商用不動產之價格持續攀升，除進行基金清算分配外，不動產投資信託受益證券之投資人似未能受有不動產價格提升之利益，不動產投資信託基金之市場發展堪慮。

告清算分配基準日為 2012 年 4 月 7 日，清算分配發放日為 2012 年 4 月 20 日。

⁵ 基泰之星於 2011 年 5 月 6 日通過清算決議及計畫變更，已於 2012 年 2 月 3 日終止上櫃，並於 2012 年 2 月 13 日公告清算分配基準日為 2012 年 2 月 10 日，清算分配發放日為 2012 年 2 月 24 日。

⁶ 基泰之星已於 2012 年 2 月 3 日終止上櫃，故交易價格係以 2012 年 2 月 2 日為準。

⁷ 不動產證券化條例第 50 條第 3 項規定：「第一項利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額」。依所得稅法第 14-1 條第 2 項規定，個人持有不動產投資信託基金受益證券所獲分配之利息，不須計入個人綜合所得額，而得享有扣繳率 10% 分離課稅之優惠；惟依現行所得稅法第 24 條第 4 項，自 2010 年 1 月 1 日起，營利事業持有不動產投資信託基金受益證券所獲分配之利息，應納入營利事業所得額課稅，不適用不動產證券化條例第 50 條第 3 項分離課稅之規定。我國現行營利事業所得稅率為 17%。

雖然我國不動產證券化條例於 2009 年 1 月 21 日修正，除新增基金追加募集之規定外，並將開發型不動產或不動產相關權利納為不動產投資信託基金投資標的，希望透過結合商機龐大之都市更新計畫，增加不動產投資信託基金之運作模式，促進商品多元化之目的，惟即便修法納入開發型不動產，仍對投資標的及金額比例設下一定限制，以期達保障投資人之美意，但對於有意願投資於開發型不動產之不動產投資信託基金設下諸多限制，導致實務運作上可能缺乏彈性⁸，因此自不動產證券化條例 2009 年修正至今，市場上迄今尚無業者適用修正後規定投資開發型不動產，亦未有基金進行追加募集，修法成效仍未顯現。又近年來，主管機關雖陸續頒布或修訂「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」等相關子法，並有意使不動產投資信託基金之審查制度更加明確，同時保障投資人權益，然而市場發展顯未因法規之開放或周詳而增添動能，投資效益亦未因制度之發展成熟而更加提升，整體發展呈現停滯狀態，運作失靈。

我國不動產市場於 921 地震後沉寂多年，不動產證券化的開放適時發揮了活絡不動產市場的功能。然而近年來因兩岸政策開放等因素致不動產價格持續飆漲，對不動產投資信託基金市場之影響有待觀察，然而，各國的不動產市場均歷經市場變動等問題，相較之下，國外不動產投資信託基金(Real Estate Investment Trust, 國外不動產投資信託基金以下簡稱「REITs」)市場於近幾年來仍具備發展之動能，較我國更活潑多元，非如我國發展停滯；故本報告以鄰近我國且就 REITs 發展歷史較接近之香港、新加坡為例，以及 REITs 規模最大發展較悠久之美國為例，其等 REITs 市場均有成長，其發展變化值得觀察；再者，我國不動產證券化條例係以受託機構為規範主體，管理機構提供受託機構基金資產管理處分之建議，須受受託機構之監督，該模式與香港、新加坡等係以管理機構為規範主體顯有不同，在運

⁸ 不動產投資信託投資開發型民間參與案件之法令限制與排除，葉張基，中正財經法學，2011 年 7 月。

作模式上亦有明顯差異，由於運作模式將影響基金操作之效率，進而影響投資績效，故誠有必要分從市場面及規範架構面，了解國外不動產投資信託基金之制度運作細節，及與我國的差異，以釐清我國不動產投資信託基金市場停滯問題之原因。本報告即分別就香港、新加坡及美國之 REITs 制度進行研究，分析並介紹該些國家 REITs 之歷史沿革、法律制度及實務運作現況，針對目前我國不動產投資信託基金實務運作上所面臨的問題，從市場面、監理架構及基金管理層面，對於我國不動產投資信託基金之運作提出建議，以期活絡我國不動產投資信託基金市場。

第二節 研究架構及內容與研究方法

一、研究架構及內容

除本章前言外，本報告第二章將就香港、新加坡及美國之 REITs 市場進行研究，深入探討基金管理之規定及相關運作實務情形，包含受託機構與管理機構之分工與權責劃分、不動產投資、管理或處分之決策流程、受益人會議召開情形、不動產投資信託基金之財務操作彈性及融資程序、國外主管機關對不動產投資信託基金之監理方式、國外 REITs 對不動產市場之影響、國外 REITs 對金融市場之影響以及國外 REITs 之未來發展趨勢等，藉由深入了解國外制度，以供了解我國不動產投資信託基金市場發展停滯之原因；就國外（以香港、新加坡及美國為例）之研究結果，於第三章分析我國不動產投資信託基金實務運作上所面臨的問題，並說明我國與國外制度之差異，以對我國不動產投資信託基金制度提出建議。第四章就報告提出結論。

二、研究方法

本報告之研究方法包含：

(一) 探求國內實務運作狀況及問題：蒐集國內有關不動產投資信託基

金之文獻及資訊、研析法令，並以研究團隊參與我國不動產投資信託基金運作之經驗以及訪談市場參與者等方式，瞭解我國不動產投資信託基金之市場及運作現況，進而分析實務運作問題。

(二) 蒐集及整理國外有關不動產投資信託基金之法令及實務運作資訊：本報告蒐集並整理香港、新加坡以及美國三個國家 REITs 之規定以及實務運作資訊，以瞭解其他國家 REITs 發展之狀況與特色。

(三) 研擬對於我國不動產投資信託基金運作之建議：我國不動產證券化市場面臨發展停滯、受益證券流動性不足等問題，本報告擬參考國外不動產證券化之規定以及實務運作情形，分析不同市場之差異原因，再研擬對於我國不動產投資信託基金運作之建議，以提供相關單位參考。

第二章 香港、新加坡及美國不動產投資信託基金市場研究

第一節 香港

壹、市場概況

香港於 2003 年立法開放 REITs，自 2005 年香港第一檔 REITs 領匯房產基金上市後，同年陸續有泓富產業信託、越秀房產信託基金等兩檔基金上市，曾於香港掀起 REITs 之認購熱潮⁹。香港迄今共有九檔（其中一檔已申請下市¹⁰）REITs 曾於香港證券交易所（下稱「香港證交所」）上市，目前仍持續交易之八檔基金如下【表二】，截至 2011 年年底，八檔基金總計市值約 1321 億港幣¹¹。

惟香港 REITs 市場自 2007 年富豪產業信託上市後，因國際金融市場情勢不佳，香港亦受到金融海嘯之影響，沈寂將近三年，遲未有新的 REITs 問世，直到 2010 年，已於 2003 年 8 月在新加坡證交所上市之置富產業信託基金，以「介紹形式」¹²於香港證交所作「雙重第一上市」¹³。除此之外，首家以人民幣計價的香港 REITs，匯賢產業信託基金亦於 2011 年 4 月於香港證交所上市。

⁹ 證券時報，2008 年 8 月 19 日，<http://www.3money.cn/200808/19/6628.html>。

¹⁰ 2010 年 4 月 1 日，睿富房地產基金發布公告，其受益權人大會決議通過出售唯一資產北京佳程廣場、終止基金並下市，睿富房地產基金成為第一個向香港證交所申請下市的 REITs。惟目前睿富房地產基金於香港證交所為停牌(即暫停買賣)狀態，係因其申請下市之程序受原資產賣方田力向睿富房地產基金申請損害賠償之影響，無法將出售資產所得全數分配予受益人後下市。

¹¹ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止。資料來源：香港證交所，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfo/stockcode/eisdreit_c.htm。

¹² 係公司上市形式之一，為已發行股份的公司尋求新的上市地位，由於大眾持股量已達到法定規定的最低要求，故可省略公開招股程序，毋須發行新股或配售舊股，便可申請上市。該類上市並不涉及向公眾集資，只是公司藉此在特定證券交易所掛牌買賣。通常係一家已上市公司在另一證券交易所介紹形式上市，旨在增加知名度。一些封閉式基金公司，本身以私人方式集資後，也可能透過介紹形式在香港上市，以便股東套現。

¹³ 關於置富產業信託基金雙重第一上市之詳細內容，請參置富產業信託基金網站：http://www.fortunereit.com/chi/dual_listing.php。

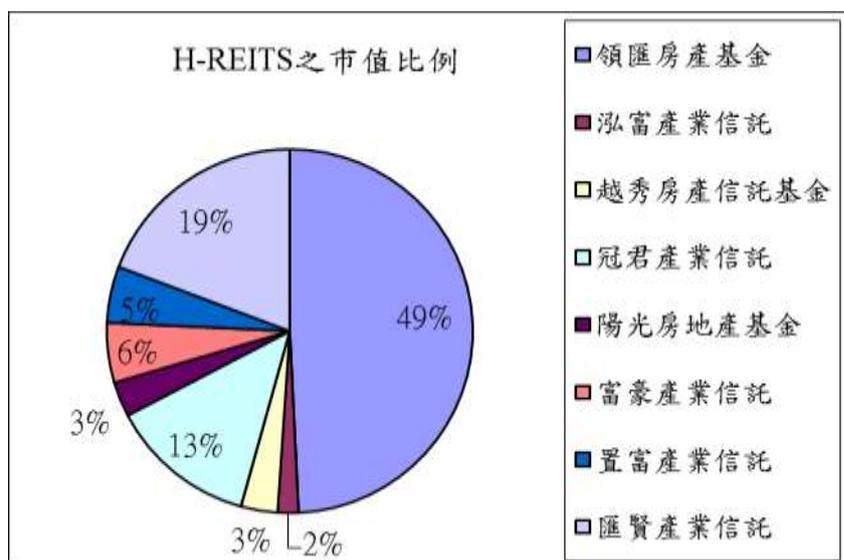
【表二】香港上市 REITs 總表¹⁴

上市日期	基金名稱	基金管理機構	股價 ¹⁵	投資標的	佔香港 REITs 市值比例
2005/11/25	領匯房產基金	領匯管理有限公司	28.75	綜合零售及停車場設施	49.23%
2005/12/16	泓富產業信託	泓富資產管理有限公司	1.78	廣場、工貿中心、辦公大樓	1.84%
2005/12/21	越秀房產信託基金	越秀房託資產管理有限公司	4.01	辦公大樓	3.24%
2006/5/24	冠君產業信託	鷹君資產管理(冠君)有限公司	3.47	商場、辦公大樓	13.02%
2006/12/21	陽光房地產基金	恒基陽光資產管理有限公司	2.56	辦公大樓、零售物業	3.10%
2007/7/30	富豪產業信託	富豪資產管理有限公司	2.15	酒店	5.30%
2010/4/20	置富產業信託	泓富資產管理有限公司	3.95	廣場、商場	5.03%
2011/4/29	匯賢產業信託	匯賢房託管理有限公司	4.12	廣場	19.24%

¹⁴ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止。資料來源：香港證交所，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfo/stockcode/eisdreit_c.htm。

¹⁵ 2012 年 2 月 24 日收盤股價，除匯賢產業信託係以人民幣計價外，其餘皆以港幣計價。

【圖二】香港上市 REITs 之市值比例¹⁶



參照上【圖二】，相較其他國家之 REITs 市場，香港市場之特色為八檔 REITs 中，最早上市之領匯房產基金市值(約為 650 億港幣)即占香港 REITs 總市值近 50% 之比例，股價亦係領匯房產基金一枝獨秀。領匯房產基金之產生係因香港房屋委員會¹⁷為解決其財政困難，而將其名下共 180 項之非核心資產，包含商場物業及停車場資產等予以出售，發起成為香港第一檔 REITs；領匯房產基金與其它由私人發起之 REITs 不同之處在於其組成之不動產眾多，規模遠較其它七檔 REITs 龐大，其股價亦遙遙領先其他各檔之香港 REITs，近一年之 EPS 達 7.22 元，股價淨值比為 1.11¹⁸，係香港目前唯一股價高於淨值之 REITs。

承上所述，領匯房產基金係香港市場中唯一股價淨值比高於 1 之 REITs，顯示出香港 REITs 其股價折價情況十分普遍（詳下【表三】），除領匯房產基金外，其餘七檔基金之股價皆較其每股淨值低出許多，其股價淨值比多介於 0.75 至 0.42 之區間，可知香港 REITs 之股價與我國同樣有市場低估之

¹⁶ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止。資料來源：香港證交所 <http://www.hkex.com.hk/>。

¹⁷ 香港房屋委員會為香港特別行政區政府轄下根據「房屋條例」成立獨立的法定組織，主要工作是策劃、興建及管理香港的出租公共房屋。

¹⁸ 香港雅虎財經，2012 年 4 月 5 日，<http://hk.biz.yahoo.com/p/hk/ratio/index.html?s=0823.HK>。

情形。

因香港 REITs 依法須每年分配收益金額，其每年分配之金額雖非如政府公債係分配固定之利息，惟基金之主要收入來源為不動產租金，而租金每年之變化幅度較小，故其收益金額相較於其他股票投資較為穩定，與公債之穩定收益分配之模式較為類似，惟香港 REITs 收益率卻較公債高出許多，根據統計資料顯示¹⁹，2011 年香港 REITs 之平均股利收益率為 5.58%，相較於香港 10 年期之公債收益率 1.47%，有更為優異之表現(詳下【表四】及【圖三】)。

【表三】香港 REITs 股價淨值比之比較表²⁰

基金名稱	股價淨值比
領匯房產基金	1.1132
泓富產業信託	0.5626
越秀房產信託基金	0.7051
冠君產業信託	0.4284
陽光房地產基金	0.4470
富豪產業信託	0.5466
置富產業信託	0.5309
匯賢產業信託	0.7461

【表四】香港 REITs 平均股利收益率及 10 年期公債平均收益率比較表²¹

年度	香港 REITs 平均股利收益率	香港 10 年期公債收益率
2007	7.7%	3.44%
2008	10.64%	1.19%
2009	6.47%	2.58%
2010	4.96%	2.86%
2011	5.58%	1.47%

¹⁹ CBRE，2012 年 2 月，Asia REIT Viewpoint，第 1 頁。

²⁰ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止，資料來源：bloomberg、置富產業信託 2011 年年報及匯賢產業信託 2011 年中期報告。

²¹ 本報告自行整理，資料來源：CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2007，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2008，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2009，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2010，第 1 頁及 CBRE，2012 年 2 月，Asia REIT Viewpoint，第 1 頁。

【圖三】香港 REITs 之平均股利收益率及 10 年期公債平均收益率走勢圖²²



與臺灣不動產投資信託基金之情況類似，香港 REITs 之發起人亦會持有該 REITs 之受益證券，如長實集團發起泓富產業信託及置富產業信託，其集團及關係企業即持有該些 REITs 受益證券相當之比例，管理機構亦多為發起人之關係企業，如泓富產業信託與置富產業信託之管理機構同為長實集團之關係企業，即泓富資產管理有限公司。

據香港證交所之統計，截至 2011 年 12 月 15 日為止，香港 REITs 的市場表現較 2010 年底全年成交金額成長近 23.67%²³，顯示 2010 年至 2011 年間香港不動產投資信託基金之市場仍然相當活絡，並持續有新的 REITs 問世。目前，相對於臺灣的不動產投資信託基金市場呈現之停滯狀態，香港 REITs 市場則穩定成長中。

貳、不動產投資信託基金法制架構

一、架構

香港 REITs 係屬香港證券及期貨事務監察委員會（下稱「證監會」）依

²² 本報告自行整理，資料來源：CBRE，REITs AROUND ASIA，2007 年至 2011 年各期第 1 頁。

²³ 香港證交所 2011 市場統計數據，第 3 頁，

https://www.hkgem.com/chi/newsconsul/hkexnews/2011/Documents/20111220news_c.pdf。

香港證券及期貨條例第 104 條認可²⁴之集體投資計劃²⁵。香港集體投資計劃²⁶ (Collective Investment Schemes) 包括單位信託及共同基金 (Unit Trusts & Mutual Funds)、不動產投資信託基金 (Real Estate Investment Trusts)、與投資有關的人壽保險計劃 (Investment-Linked Assurance Schemes)、集資退休基金 (Pooled Retirement Funds)、強積金²⁷ 集成信託計劃 (MPF Master Trust Schemes)、強積金集資投資基金 (MPF Pooled Investment Funds) 及紙黃金計劃 (Paper Gold Schemes) 等，該等基金或計劃皆須經證監會認可。香港集體投資計劃係規定於證券及期貨條例中，證監會並未發布統一之集體投資計劃法，而係針對各種不同類別之集體投資計劃發布各種不同之守則²⁸，個別基金計劃之管理機構或受託機構皆須符合守則及發牌資料冊等規定之要件，並獲證監會之認可，且遵守「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」及「基金經理操守準則」等準則之規定。

²⁴ 香港 REITs 申請認可係由證監會發給牌照之管理機構向證監會申請募集 REITs。

²⁵ 按香港證券及期貨條例附表一之定義：

集體投資計劃(collective investment scheme)係指

(a) 就財產作出並符合以下說明的安排(arrangement)；

(i) 根據有關安排，投資計劃者對所涉財產的管理並未每天的控制(day-to-day control)，不論他們是否有權就上述管理得到諮詢或有權就上述管理發出指示；

(ii) 根據有關安排—

(A) 上述財產整體上是由運作該安排(operating the arrangements)之人或代該運作安排之人管理的；

(B) 投資人給付之款項與用以付款給投資人之利潤或收益是匯集(pooled)的；或

(C) 上述財產整體上是由運作該安排之人或代該運作安排之人管理的，而參與者的投資和用以給付利潤或收益予參與者之資金是匯集的；及

(iii) 有關安排的目的或效益的目的或效益，是使投資人能夠分享或收取—

(A) 聲稱相當可能會從上述財產或其任何部分的取得、持有、管理或處置而產生的利潤、收益或其他回報，或聲稱從或聲稱相當可能會從任何該等利潤、收益或其他回報支付的款項；或

(B) 從上述財產或其任何部分的任何權利、權益、所有權或利益的取得、持有、處置或贖回而產生的，或因行使該等權利、權益、所有權或利益的任何權利而產生的，或因該等權利、權益、所有權或利益屆滿而產生的款項或其他回報；或

(b) 本條例第 393 條提述的公告訂明為按照該公告的條款視為集體投資計劃的安排，或屬於如此訂明為如此視為集體投資計劃的類別或種類的安排。

²⁶ 香港證監會網站統計資料，<http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/stat/d01.pdf>。

²⁷ 強制性公積金(Mandatory Provident Fund Schemes)，乃香港政府在 2000 年 12 月 1 日正式實行的一項政策，強制香港就業人口成立基金以作退休之用。強積金與退休金或普通公積金之不同在於強積金為終生性質，香港僱員要到 65 歲之後，或者出國移民等原因才能取回利益。資料來源：

<http://www.mpfa.org.hk/>

²⁸ 證監會針對集體投資計劃分別有「證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊」、「證監會強積金產品守則」、「集資退休基金守則」及「房地產投資信託基金守則」等相關規範。

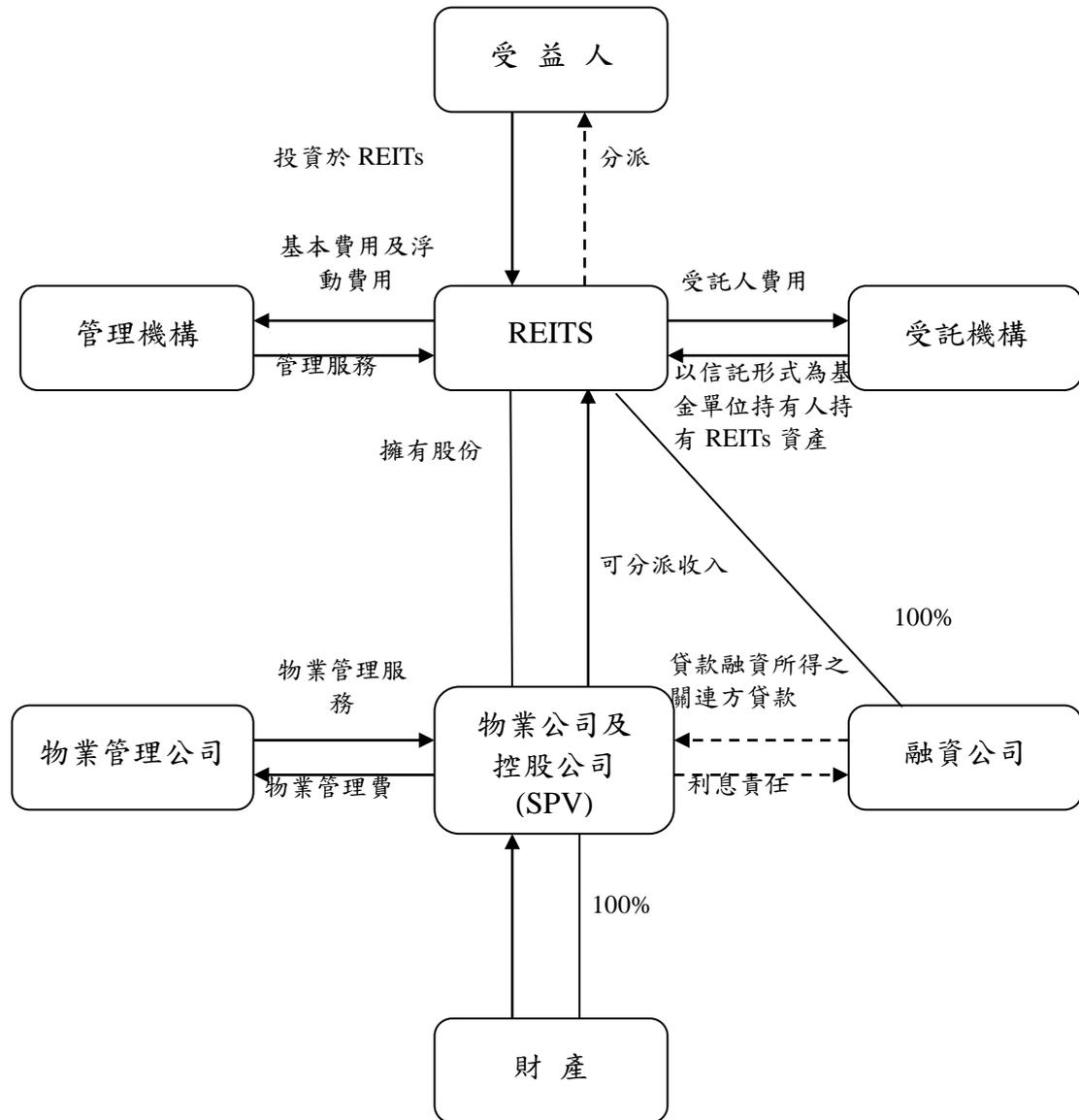
而香港 REITs 皆為信託型態與我國類似，其主要規範為證監會所頒布之「房地產投資信託基金守則」。依房地產投資信託基金守則的定義，香港 REITs 係以信託方式組成而主要投資於房地產項目的集體投資計畫，旨在向基金受益證券之持有人分配來自房地產的租金收入，基金則透過出售受益證券獲得的資金維持、管理其投資組合內之既有資產及購入新資產²⁹。因此，香港 REITs 之資產必須以信託形式由受託機構持有，並由管理機構、受託機構及其代理人管理並執行關於信託基金之運作事宜³⁰；惟與臺灣較為不同之處在於，除了由受託機構直接持有資產外，香港房地產投資信託基金守則亦允許透過特殊目的機構（下稱「SPV」）持有資產，惟對於 SPV 持有資產另設有相關限制³¹，其架構如下【圖四】。

²⁹ 房地產投資信託基金守則第 3.1 條。

³⁰ 香港 REITs 信託契約之簽約主體為受益人(即委託人)、受託機構及管理機構；香港 REITs 之地位為上市法團(listed corporation)，係由基金本身委任管理機構進行不動產管理及投資，與我國由受託機構另行與管理機構簽訂委任契約有所不同。

³¹ 房地產投資信託基金守則第 3.1 條。

【圖四】香港 REITs 架構圖³²



房地產投資信託基金守則對香港 REITs 的機構、收入、資產、分配等皆有相關的規範限制，分述如下：

1. 主體及機構限制：

(1) 基金須為信託形式³³；

(2) 其受託機構須從職能上獨立於 REITs 管理機構，並以受益人之利

³² 管理機構委任物業管理公司經營、維持、管理及推廣該等物業。

³³ 房地產投資信託基金守則第 3.1 條。

益為行為準則³⁴；

- (3) 基金須委託香港證監會所核准之公司為管理機構³⁵；
- (4) 基金須委託獨立的資產估價師³⁶；
- (5) 除經受益人大會決議通過外，基金新購入不動產之持有時間不得少於2年³⁷；
- (6) 基金須於香港證交所上市³⁸；
- (7) 基金可透過SPV持有房地產³⁹；
- (8) 基金須每年進行價估；倘REITs係以特定類型之房地產（例如商場或辦公大樓）命名，則REITs所持有之該類型不動產須占其非現金資產的70%以上。

2. 收入限制⁴⁰：

- (1) 基金須投資於可持續產生租金收入的房地產；
- (2) 基金收入須以房地產的租金為主要收入來源；
- (3) 基金所持有之資產倘為不產生收入之資產，該類資產不可超過基金淨資產的10%。

3. 資產限制⁴¹：

- (1) 基金可投資香港和海外可產生收入的房地產；
- (2) 基金不得投資於閒置土地及進行房地產之開發活動；
- (3) 基金可透過SPV投資於酒店或遊樂園；
- (4) 基金無法提供信貸、為任何他人承擔債務且無法於受託機構未事前同意之情況下以資產為其他基金以外之債務擔保；

³⁴ 房地產投資信託基金守則第4.3條。

³⁵ 房地產投資信託基金守則第5.1條。

³⁶ 房地產投資信託基金守則第6.1條。

³⁷ 房地產投資信託基金守則第7.8條。

³⁸ 房地產投資信託基金守則第3.6條。

³⁹ 房地產投資信託基金守則第7.5條。

⁴⁰ 房地產投資信託基金守則第7.1條。

⁴¹ 房地產投資信託基金守則第7.2條、第7.3條、第7.5條。

- (5) 基金無法購買任何負有無限債務的資產；
- (6) 基金原則無現金持有之限制。

4. 分配原則：每年須將至少 90% 之淨利潤分配予基金之受益人⁴²。

香港 REITs 之規模係遵守香港證交所之上市規範，因法規要求香港 REITs 皆須於香港證交所上市，而於香港證交所上市之條件為上市時市值至少達兩億港幣以及發行人已發行股票總額至少有 25% 須由一般投資人持有。

至於香港 REITs 的稅收部分，則依香港相關稅法之規定⁴³：

- (1) 由 SPV 持有的香港資產徵收 15% 的物業稅或 16.5% 的所得稅；
- (2) 由 SPV 分配的股利收入免稅；
- (3) 無資本利得稅；
- (4) 由國外資產取得之收入，不加以課稅；
- (5) 由 REITs 自行持有之物業倘有租金收入，則課徵 15% 之物業稅。

由前述架構說明可知，香港多數 REITs 皆有藉 SPV 持有資產，然以 SPV 持有資產於房地產投資信託基金守則中有其限制，依其規定：

- 1. 基金須合法並實際持有該 SPV；
- 2. 基金須擁有該 SPV 多數之所有權及控制權，且原則 SPV 須由基金獨資，然如須遵守海外的相關監管規定，始屬例外；
- 3. 該 SPV 註冊成立地之法律及公司治理標準應與香港公司所須遵循之標準相似；
- 4. 除因特別情況而獲證監會之允許，REITs 所擁有之 SPV 不可多於兩層之架構；
- 5. 該 SPV 之組織章程及該 SPV 之組織、交易及活動，皆不可違反房

⁴² 房地產投資信託基金守則第 7.12 條。

⁴³ Taxation of Real Estate Investment Trust: An Overview of the REIT regimes in Europe, Asia, the United States and Canada, KPMG, 2010。

地產投資信託基金守則之規定；

6. 各 SPV 之董事會成員須由受託機構委任；
7. 該基金與其所持有之 SPV 須委任相同之審計人員並採用相同之會計原則；
8. 倘該基金係投資於飯店、遊樂園或公寓式飯店時，則該投資須以 SPV 持有。

二、立法沿革

2003 年 3 月 7 日，香港證監會發表了房地產投資信託基金守則草案，徵求公眾意見，於同年 7 月 30 日，香港證監會正式公布房地產投資信託基金守則及有關「諮詢總結文件」(亦即房地產投資信託基金守則之相關辦法)，對 REITs 的設立條件、組織結構、從業人員資格、投資範圍及利潤分配等方面做出明確的規定。在 2003 年所頒布的守則中，香港 REITs 的投資地區僅限於香港地區，並參考美國法，REITs 每年必須將不低於 90% 的淨利以紅利形式分配給受益證券受益人，並且規定香港 REITs 必須繳納「物業稅」(Property Tax)⁴⁴，也因此香港 REITs 必須面臨所得稅及物業稅的雙重徵稅。

香港並於 2005 年 3 月 30 日發表「關於證監會認可的房地產投資信託基金的海外投資的應用指引草擬本的諮詢文件」，香港證監會並於同年 6 月 17 日公布修訂後之房地產投資信託基金守則，其中重要的修改包括允許投資非香港地區物業，並發布房地產投資信託基金的海外投資的應用指引，其中規定，所有香港 REITs 不論投資於香港地區或海外地區的物業，都應受到相同制度的規範，不應就不同司法管轄區而設立不同之規範。修正後的房地產投資信託基金守則並提高了 REITs 之融資上限，融資上限由原訂之基金資產總值的 35% 調高為 45%。

⁴⁴ 物業稅是向擁有香港物業出租而收取租金的人士徵收的稅項，以物業的應評稅淨值按標準稅率 16% 計算。<http://www.conpak.com.hk/Property-Tax.html>。

參、受託機構與管理機構之分工與權責劃分及決策流程

一、受託機構與管理機構之分工與權責劃分

(一)受託機構之責任

1. 受託機構之資格

依房地產投資信託基金守則之規定，香港 REITs 須為信託形式，且應委任證監會認可之受託機構⁴⁵。受託機構必須符合下列條件之一，始可成為受託機構⁴⁶：

- (1) 根據「銀行業條例」第 16 條的規定而獲發牌的銀行；或
- (2) 上述銀行的附屬信託公司；或
- (3) 在香港境外成立而獲證監會接納的銀行業機構或信託公司。

此外，香港 REITs 之受託機構須為依受託人條例第 77 條登記之信託公司，且帳目必須經獨立審計，已發行及實收資本及非分派資本儲備 (non-distributable capital reserves) 最少應為 10,000,000 港幣或等值外幣⁴⁷。受託機構必須聘用專業人員，該等專業人員必須具備 REITs 運作之相關經驗；受託機構所隸屬的集團必須具備良好聲譽；受託機構須曾在香港境外擔任 REITs 或其他類似性質基金之受託機構⁴⁸。且受託機構依法須獨立於管理機構，且管理機構亦必須獨立於受託機構⁴⁹。

2. 受託機構之權限

受託機構負有之責任係為受益人的利益而持有基金之資產，及監察管理機構的活動是否符合該基金的有關組成文件⁵⁰及適用於該基金的監管規定。此責

⁴⁵ 房地產投資信託基金守則第 4.1 條。

⁴⁶ 房地產投資信託基金守則第 4.3 條。

⁴⁷ 房地產投資信託基金守則第 4.4 條。

⁴⁸ 房地產投資信託基金守則第 4.6 條。

⁴⁹ 房地產投資信託基金守則第 4.8 條。

⁵⁰ 組成文件即銷售文件或信託契約，

<http://www.invested.hk/invested/tc/html/section/mrisk/faq/operators.html>。

任包括確保管理機構的所有投資活動均符合有關基金的投資目的和政策及其組成文件的規定，且符合受益人的利益⁵¹。

依據房地產投資信託基金守則第 4.2 條之規定，受託機構的一般責任為：

- (1) 確保該基金於出售、發行、購回及註銷其單位時，均依照組成文件的規定行事；
- (2) 確保依組成文件之規定，為受益人的利益持有該基金之所有資產並與本身之資產適當地分開處理；
- (3) 委任符合資格之總估價師，為該基金之房地產估價並編製估價報告
- (4) 執行管理機構的投資指示；
- (5) 確保該基金遵守主管機關據以認可之條件及其組成文件內之投資及借款限制；
- (6) 確保除於受託機構已取得其所委任及以書面指示之估價師提交之近期估價報告情況外，不得由受託機構或為受託機構購入或出售任何房地產項目；
- (7) 確保由該基金或替該基金進行之所有交易皆以公平之方式進行；
- (8) 向受益人發布報告（該報告須載入年度報告），以說明根據受託機構的意見表示管理機構是否於各重大方面依組成文件之規定管理該基金；若管理機構未依組成文件之規定管理該基金，該報告則須說明管理機構於哪些方面未符合有關之規定及受託機構就此行為所採取之措施；
- (9) 確保於認購單位之款項未收齊前，基金不會發行受益憑證；
- (10) 確保該基金就其房地產項目及為該資產簽立之合約具有適當法定物權，同時該合約皆須為合法、有效、具約束力及可由該基金或為該基金依相關條款進行執行；
- (11) 確保管理機構為該基金之房地產安排足夠的資產保險及公眾保險；

⁵¹ 房地產投資信託基金守則第 4.1A 條。

- (12) 確保估價師就有關期間發表年度估價報告時，就基金之每單位淨值加以計算並刊登於年度報告中；
- (13) 要求管理機構於合理可行的情況下，盡速向受託機構匯報其違反房地產投資信託基金守則的情形，於適當之情況下，受託機構須於接獲管理機構的匯報後，將有關違規情況通知證監會；
- (14) 負責委任該基金持有之所有 SPV 之董事會成員。

3. 受託機構之辭任及撤換

依房地產投資信託基金守則第 4.7 條規定，除非已委任新受託機構及其委任已事先獲得證監會批准，否則受託機構不可自動辭任。因此，受託機構的辭任必須在新的受託機構就任時始可生效。

又依香港 REITs 多數信託契約明定在下列情況下，管理機構可以事先向受託機構發出書面通知，撤換受託機構⁵²：

- (1) 倘受託機構清算或倘其任何資產獲指派接管人；
- (2) 倘受託機構停止經營業務；及
- (3) 倘基金單位持有人於根據信託契約之條文正式召開之基金單位持有人會議上以特別決議案正式通過，並且已向受託機構及管理機構發出最少 21 日之通知敘明有關之決定。

目前雖有受託機構辭任或撤換的相關規定及契約條款，惟目前香港實務上之受託機構並未有辭任或遭撤換之情況發生，香港 REITs 主要之受託機構分別為匯豐信託公司、德意志銀行及滙豐信託有限公司。

(二) 管理機構之責任

1. 管理機構之資格

⁵² 置富產業信託之信託契約另有規定於下列兩個情況，管理機構亦可以事先向受託機構發出書面通知，撤換受託人：

- (i) 受託人在管理機構發出合理通知後仍未能或忽略進行或履行信託契約施加予受託人的任何重大責任。
- (ii) 主管機關指示撤換受託人。

依房地產投資信託基金守則之規定，香港 REITs 本身應委任受證監會核准提供資產管理服務之公司為管理機構⁵³。因 REITs 之管理機構係提供不動產相關資產之管理，屬於香港「發牌資料冊」第 2.2 條第 9 類之特許業別，因此，擬從事 REITs 資產管理之機構必須獲證監會依「證券及期貨條例」發給牌照⁵⁴並獲其核准提供資產管理之服務⁵⁵。

管理機構取得執照之首要條件為必須是在香港註冊成立的公司或在香港公司註冊處註冊的海外公司，而屬於前述第 9 類之管理機構，倘管理機構之核准條件為不得持有客戶之資產時，則無最低資本額之限制⁵⁶，倘非屬前述情形而經核准之管理機構，其最低資本額為港幣 5,000,000 元。其次，係管理機構應擁有合適之業務架構、良好之內部監控系統及其所聘請之人員係具備管理經驗、證照或監管知識等專業資格，以確保管理機構執行 REITs 之業務計畫書之內容時，能適當地管理相關風險⁵⁷。證監會發給牌照之要件係規定在其所發布之「勝任能力的指引」(亦即管理機構向證監會申請牌照所應具備之資格)，並依下述各層面判斷是否發給牌照：

- (1) 企業管治，例如：是否具備適當之組織架構，權責是否清楚界定；
- (2) 業務範圍及風險範圍，例如：有關目標市場客戶、產品及服務類別的相關資料；
- (3) 風險管理及監控策略；
- (4) 風險管理政策及程序；
- (5) 匯報及監控職能；
- (6) 內部審計及監察職能；
- (7) 內部監控系統；

⁵³ 房地產投資信託基金守則第 5.1 條。

⁵⁴ 發牌資料冊第 1.2 條規定，除非有特定的豁免，否則任何人士進行受規管活動必須向證監會領取牌照或在證監會註冊。凡未領有所需牌照或註冊而在香港進行受規管活動或以香港的投資大眾為推廣對象，即屬觸犯嚴重罪行。

⁵⁵ 房地產投資信託基金守則第 5.3 條。

⁵⁶ 發牌資料冊第 6.4.1 條規定。

⁵⁷ 發牌資料冊第 6.4.2 條規定。惟同條規定其速動資金(即可即時變現之資產減流動負債之金額)最低數額需為港幣 10 萬元。

- (8) 利益衝突處理程序；
- (9) 資訊科技支援；
- (10) 聘用合乎資格之人員；

此外，隨著所管理之不動產數目之增加，尤其當不動產位於不同之司法管轄區時，管理機構必須具備質量倍增之資源及人員方能對資產進行適切之管理，證監會對管理機構所應具備之資源、專業知識及內部監控系統之要求也會相對應的提高。因此，證監會於審查擔任投資於海外資產之 REITs 之管理機構時，通常僅會准許該管理機構擔任一檔 REITs 之管理機構，並會視管理機構之特殊情況而額外加諸必要之條件⁵⁸。換言之，倘香港 REITs 持有海外資產，則證監會於一般情況下，其管理機構僅被准許管理該檔基金，無法同時為兩檔基金之管理機構。目前香港僅泓富資產管理有限公司同時管理兩檔基金，惟兩檔基金之資產皆位於香港，故方可同時擔任不同基金之管理機構。

2. 管理機構之權限

如前所述，管理機構之資格係受法律之規範，需遵守「證券及期貨條例」及其附屬法例的所有適用條文，以及證監會發布的守則及指引。經核准之管理機構如有任何失當行為，或非為適當人選，則證監會可處分該管理機構⁵⁹。是以，香港 REITs 之管理機構受到證監會嚴密之監管，同時香港 REITs 法令亦依集合投資之概念及專業分工之性質，對管理機構賦予較大之權限。

依據房地產投資信託基金守則第 5.2 條之規定，管理機構的一般責任為：

⁵⁸ 房地產投資信託基金守則第 5.3A 條。

⁵⁹ 發牌資料冊第 12.4 條透過《證券及期貨條例》第 198 條所訂有關行使紀律處分的權力的適當程序，證監會可針對受規管人士採取以下任何紀律行動：

- 撤銷或暫時吊銷牌照或註冊；
- 就受規管人士獲發牌或註冊進行的任何受規管活動或其中任何部分，撤銷或暫時吊銷該牌照或註冊；
- 撤銷或暫時吊銷向其授予成為負責人員的核准；
- 公開或非公開地譴責受規管人士；
- 禁止受規管人士申請牌照、註冊或申請核准成為負責人員等；及
- 罰款（最高可達 1,000 萬元或因有關行為所獲取的利潤或避免的損失的金額的 3 倍）。

- (1) 根據該基金組成文件之規定，純粹為受益人之利益管理該基金，同時亦要履行法律所賦予之義務；
- (2) 確保該基金資產之財政及經濟方面，皆為受益人之利益獲得專業管理，例如：
 - I. 制訂該基金之投資策略及政策並有效地管理與該基金有關的風險；
 - II. 決定該基金的借款限額；
 - III. 投資於符合該基金投資目標之房地產；
 - IV. 管理該基金的現金流量；
 - V. 管理該基金的財務安排；
 - VI. 制訂該基金的股息支付時間表；
 - VII. 為該基金之房地產安排足夠之物業保險及公眾保險；
 - VIII. 策劃租戶的組合及物色潛在租戶；
 - IX. 制訂及落實租賃策略；
 - X. 執行租約條件；
 - XI. 確保其遵守政府規範管理房地產；
 - XII. 履行租賃管理工作，例如管理租戶租用物業的情況及附屬配套設施，以及與租戶協商出租、退租、續租、租金檢討、終止租約及重新出租等事宜；
 - XIII. 進行租金評估、制訂租約條款、準備租約、收取租金及入帳、追收欠租及收回物業；
 - XIV. 確保並執行例行之管理服務，包括保安監控、防火措施、通訊系統及緊急事故管理；
 - XV. 制訂及落實有關樓宇管理、維修及改善之政策及方案；
 - XVI. 推動修繕並監察有關活動。
- (3) 確保該基金就其房地產項目及為該等資產簽立之合約具有適當法定物

權，同時該合約皆須為合法、有效、具約束力及可由該基金或為該基金依相關條款進行執行；

- (4) 實施適當政策及進行盡職審查，以確保管理機構僅於其審慎調查後始為投資行動。且涉及該基金投資或不投資於某一國家或資產之所有相關步驟、程序及決策，皆須妥善及清楚地以書面方式記錄，作為管理機構其留存紀錄職能之一部分。
- (5) 在香港留存或安排留存該基金及其所有之 SPV 及「聯權共有權」(Joint Ownership Arrangements)⁶⁰ 安排之簿冊及記錄，以及編製該基金之財務報表。有關報表須與該基金之簿冊與記錄相符，且係依房地產投資信託守則、組成文件及銷售文件之有關條文，或與該基金有關的通函 (Circular) 所編製，並且有關財務報表須真實及公平地反映該基金在該段財政期間結束時的狀況，以及該基金在截至當期所進行的交易。
- (6) 編製及發布報告。每一財政年度須最少出版兩份報告，有關報告必須在指定的期間內，發給所有受益人並呈交證監會存檔。
- (7) 確保香港公眾人士可於一般辦公時間內，於管理機構及其核准人士的營業地點，隨時免費查閱所有有關該基金的文件及有關該基金的上市程序的文件，並確保任何人在提出要求並支付合理費用後，可取得該等文件的副本。
- (8) 確保受益人就該基金之任何重大改變，例如增加管理費的標準、更改投資目標及建議撤回該基金的認可等，得到足夠之事先通知，及於適當之情況下，給予受益人投票權。
- (9) 確保遵守政府部門、監管機構、交易所或任何其他組織就該基金的活動或管理而發布的任何適用法例、規例、守則或指引。

⁶⁰ 以此方式購入物業的所有聯權共有人，均被整體視為同一擁有人，換言之，各人的權益或業權份數為均等。當其中一人身故，此人的權益將自動轉移至其他生存之聯權共有人，
http://www.hkcl.org/ch/topics/saleAndPurchaseOfProperty/basic_knowledge_of_land_ownership_in_hong_kong/q2.shtml。

然就管理機構的管理費用計算，每個香港 REITs 各有不同，有些基金係以浮動費率計算其管理費用，有些則係經受益人會議通過管理機構的管理費用數額。然而，無論管理機構之費率係以固定或是浮動計算，在變更管理費用的標準時，必須經由受益人會議之通過。此外，香港房地產投資信託守則規定 REITs 相關報告之編製及發布報告乃係管理機構之權責，實務上，REITs 例行運作上所須發布之通函及公告亦係由管理機構為之，並由管理機構發布受益人會議召集通知並召開受益人大會，向受益人報告經營情況，與臺灣由受託機構為基金例行運作之權責主體、並由受託機構召開受益人會議並負責相關報告義務之規範方式大不相同。由此可知，香港 REITs 之管理機構權限較大，惟如前述，其相對應之監管亦較為嚴格。

3. 管理機構之辭任與撤換

按房地產投資信託守則第 5.14 條之規定，在下列任何一種情況下，受託機構可以透過書面通知辭退管理機構：

- (1) 管理公司清算、破產或已有接管人被委任接管其資產或部分資產；或
- (2) 受託機構有良好及充分理由，認為撤換管理機構符合受益人的利益，並須以書面說明此事；或
- (3) 受益人通過普通決議，以撤換管理機構。

此外，管理機構亦必須在下列情況辭任⁶¹：

- (1) 組成文件規定的所有其他情況（而在此情況下之辭任將不會對受益人之權益帶來負面影響）；或
- (2) 證監會撤回對該管理機構的批准。

撤換管理機構的建議或決定，必須即時由受託機構通知證監會。並且管理機構辭任或被撤換時，受託機構必須盡快委任新的管理機構，而新管理機構的委任必須經受益人以普通決議批准及獲得證監會事先批准⁶²。

⁶¹ 房地產投資信託基金守則第 5.15 條。

⁶² 房地產投資信託基金守則第 5.16 條及第 5.17 條。

二、不動產投資、管理或處分之決策流程

香港 REITs 的不動產投資、管理或處分的決策流程，除依房地產投資信託基金守則之規定外，並依其信託契約之內容進行決策。此外，依房地產信託基金守則之規定，管理機構之責任包括投資於符合該基金的投資目標的房地產項目，而受託機構之責任為執行管理公司的投資指示。因房地產投資信託守則明確規定，除與銷售文件、組成文件、房地產投資信託守則或一般法律規定有所衝突外，受託機構執行管理機構的投資指示⁶³，與臺灣係由受託機構審議管理機構提供的增購、處分及管理計畫之情況不同。參考各檔基金之通函可知，實務上在無須經由受益人會議決議之交易，不動產投資、管理及處分多半由管理機構進行主導。由管理機構尋找投資目標的並向受託機構建議購買之資產，倘為須經受益人批准的交易或按照受託機構或管理機構的合理意見認為須取得受益人批准的交易，則應全體大會決議後，始得為不動產之投資、管理及處分。實務上依房地產投資信託基金所舉例之重大計劃標準判定是否須經受益人決議，其標準包括：

1. 價值超過該基金資產總值 15% 的交易⁶⁴；
2. 涉及該基金的房地產項目之服務交易，且該項交易價值超過有關交易之前 12 個月內，基金已承諾就有關服務之使用或先前已使用支出合計總值之 15%⁶⁵；
3. 關係人交易⁶⁶；
4. 出售購入年期不足兩年的房地產項目⁶⁷。

以香港上市期間最長且市值比例最高的領匯房地產投資信託基金為例，領匯產業信託於 2005 年在香港上市，由領匯管理有限公司為其管理機構，主要任務是負責制訂領匯房地產投資信託基金的投資及財務策略、收購和

⁶³ 房地產投資信託基金守則第 4.2 條。

⁶⁴ 房地產投資信託基金守則第 10.7 條第(b)項第(i)款。

⁶⁵ 房地產投資信託基金守則第 10.7 條第(b)項第(ii)款。

⁶⁶ 房地產投資信託基金守則第 10.7 條第(a)項第(vii)款。

⁶⁷ 房地產投資信託基金守則第 10.7 條第(a)項第(iii)款。

出售資產之政策並且為基金旗下資產組合的整體管理。領匯發售通函中即包括信託契約之重要條款，其中規定受託機構於收購任何土地後兩年內出售有關土地之任何部分或有關土地所附帶且構成總資產一部份之權益、認股權或其他權利時，應由基金單位受益人會議為特別決議。即在收購資產後兩年內出售該資產，則須經受益人會議之決議。

領匯產業信託於 2011 年共發布兩次與建議收購物業有關之通函⁶⁸，但兩次交易皆未超出基金資產總值之 15%，因此管理機構認為由買方訂立買賣協議及據此擬進行之交易無須由受益人批准，並根據管理機構提供予受託機構之資料及確認，受託機構亦認無須由基金單位批准。故兩次建議收購物業皆由管理機構作為買方與賣方就收購訂立買賣協議。

肆、受益人會議

於房地產投資信託基金守則中規定，基金必須依守則安排舉行受益人全體大會，此類似我國之受益人會議，並規範有關票數計算、法定出席人數及會議重開之期限。而基金受益人有權委派代表，特別決議之法定出席人數為 25% 已發行單位的受益人，普通決議之法定出席人數為 10% 已發行單位的受益人。並且規定若指定開會時間之後半小時內，出席人數仍未達法定人數，有關會議必須押後最少 15 天重開。親自或委派代表出席重開會議的受益人的數目，即成為重開會議的法定人數⁶⁹。是以，由須親自出席或委派代表出席之規定觀之，

⁶⁸ 領匯產業信託分別於 2011 年 6 月 9 日及 2011 年 12 月 22 日發布建議收購物業通函。

2011 年 6 月 9 日通函：領匯物業有限公司（「買方」）訂立買賣協議，據此若干南豐集團公司（「賣方」）同意出售而買方同意收購將軍澳南豐廣場的商業部分，代價為 1,170,000,000 港幣，連帶相關租約購入但不涉及產權負擔。代價加上收購物業的開支金額約為 65,000,000 港幣，有關款項將從領匯本身的現金及現有債務融資撥付。於成交後估計月入租金總額約為每月 4,210,000 港幣。

2011 年 12 月 22 日函：領匯同意以代價 588.4 百萬港幣收購目標公司之銷售股份及銷售貸款。目標公司為信和置業間接擁有之全資附屬公司，並為物業（位於香港新界將軍澳培成路 18 號「Maritime Bay（海悅豪園）」為一項綜合物業發展項目，包括建於平台上之兩棟住宅單位、地下及地下高層之商場及停車場，以及地庫樓層之停車場。）之唯一登記擁有人。代價連同約 6 百萬港幣之開支將全數由領匯本身現金及現有債務融資撥付。預計領匯之備考經調整負債對資產總值比率將由約 16.7% 變更為約 17.4%。物業之估算初始報酬率約為 4.8%。

⁶⁹ 房地產投資信託基金守則第 9.9 條第(b)(c)(d)項。

香港應未允許受益人會議以書面召開。香港實務上係由管理機構為該 REITs 發布通函及公告，由管理機構發布受益人會議召集通知並召開受益人大會向受益人報告經營情況⁷⁰。

在不同類別的受益人可能存在利益衝突時，則須為不同類別的受益人分別召開大會，受益人如對會議上討論簽訂合約的事務存有重大利益（而其利益有別於所有其他受益人的利益），則禁止受益人行使其投票權，在適當地召開及以不記名方式進行投票的會議上，75%或以上親自或委派代表出席及有權投票者若投票同意，則可通過特別決議⁷¹。

在必須獲得受益人批准的交易或按照受託機構或管理機構的合理意見認為須獲得受益人批准的交易時，應就該交易發布通函⁷²，凡須召開受益人全體大會，有關通函應於該大會舉行日期前 21 天（須以特別決議形式通過時）或 14 天（須以普通決議形式通過時）前發送予受益人⁷³。一般週年大會所討論之事項可能包括報告事項及決議事項，而管理機構報告之報告事項包括該年度之財務報告及經營績效，當期末經受益人會議決議所增購之資產，且報告旗下物業管理之績效，翻新物業之情況，及報告基金報酬之擬定。決議事項可能為同意管理機構購入基金單位，更換該基金之管理機構，更改基金之投資策略，交易事項，依領匯產業信託之情況，其管理機構董事之選任，亦由受益人進行決議⁷⁴。

必須或根據受託機構或管理機構的合理意見認為須由受益人在全體大會上通過的交易，依房地產投資信託基金守則所舉之例子，包括：

⁷⁰ 以領匯產業信託為例，其於信託契約中即明定管理機構將最少每曆年召開一次受益人大會，2011 年 7 月 13 日於香港世界貿易中心召開 2011 年基金單位持有人週年大會，當日已發行基金單位為 2,232,399,318 單位，出席單位數約為 1,285,869,900 單位。

⁷¹ 房地產投資信託基金守則第 9.9 條第(e)(f)(h)項。

⁷² 房地產投資信託基金守則第 10.6 條。

⁷³ 房地產投資信託基金守則第 10.8 條。

⁷⁴ 領匯房產基金 2011 年基金單位持有人週年大會之投票表決結果，通過選任馮鈺斌博士、高鑑泉先生、Michael Ian ARNOLD 先生為獨立非執行董事；反對選任盛智文博士為獨立非執行董事。

- (一) 發行根據規定須獲得受益人批准的新單位；
- (二) 進行合併或收購；
- (三) 出售購入年期不足 2 年的房地產項目；
- (四) 更換基金的管理機構；
- (五) 改變基金的一般特色或性質，例如基金的投資目標或政策；
- (六) 改變基金收費及費用的標準或結構（只限於須獲得受益人批准的情況）；
- (七) 進行根據房地產投資信託守則規定，須獲得受益人批准的關係人交易；
- (八) 要求撤銷基金的認可或取消其上市地位。

伍、不動產投資信託基金之監理

香港證監會是房地產投資信託基金的主要監管機構，所有房地產投資信託基金須先取得證監會認可始能於證券市場上市。而證監會認可的房地產基金受證監會的「房地產投資信託基金守則」及香港證交所發出的有關上市規則規範。香港 REITs 皆為香港法例第 571 章證券及期貨條例第 104 條獲認可之香港集體投資計劃，亦受證券及期貨條例之規範。不僅 REITs 本身，受託機構及管理機構皆應符合不同法律之資格規範。香港證監會與香港證交所就各自的監管角色做出清楚的界定，證監會是認可香港 REITs 作為集體投資計畫之監管機構，包括審核組成及銷售文件，以及持續監察該守則的遵行情況，香港證交所則負責香港 REITs 在香港證交所的上市事宜，包括審核上市事宜的文件、監督上市程序及監察上市規則的遵行情況。

香港 REITs 為獲證監會認可之集體投資計畫，故必須遵守上市規則總則及認可集體投資計畫之相關規範，每項集體投資計畫必須與香港證交所簽署一份正式協議，該協議的形式由香港證交所指定及規定⁷⁵，據此，協議

⁷⁵ 上市規則第 20.20 條。

的簽署人承諾遵行持續責任，作為集體投資計劃權益上市之條件。因此，香港 REITs 上市後依協議必須遵守相關持續責任。香港 REITs 為證券及期貨條例第 XV 部定義下之上市法團⁷⁶，根據「上市規則」載有發行人在其證券於香港證交所上市後須即遵從的相關持續責任，主要內容包括：

1. 一般揭露責任，包括有關即時公布預期屬股價敏感的資料⁷⁷
如可合理地預期有任何資料會影響證券在市場活動中的價格，上市發行人須在合理可行之情況下，盡速通知香港證交所及投資大眾；
2. 就香港證交所對發行人上市證券的價格或成交量異常波動或其他問題的查詢作出回應⁷⁸；
3. 隨時須遵從有關公眾人士持有上市證券數量的指定最低百分比⁷⁹；
 - (1) 原則：發行人已發行股本總額必須至少有 25% 由一般民眾持有；
 - (2) 例外：發行人已獲得「上市規則」第 8.08 (1) (d) 條下的公眾持股量豁免，則有關規定之百分比為 10%；
4. 優先購買權：香港不動產投資信託基金須事先在受益人大會上取得受益人同意，方可進行分配、發行或售出受益憑證⁸⁰；
5. 受益人週年大會及董事會會議的安排；
6. 財務資料的揭露⁸¹；
 - (1) 為保障投資者及提倡更高標準的財務彙報，以便投資者作出知情的投資決定，香港 REITs 須適時刊發其財務業績；

⁷⁶ 香港公司上市後，便取得所謂「上市法團」地位。上市法團具有獨立法人格，因此它本身的股份是在公開的交易所買賣，故此其股東投票委任的董事所組成的董事會，須向所有股東負責，http://www.hkej.com/template/marketdata/jsp/glossary_detail.jsp?SortOrder=3&SeqNo=33&lang=tc。

⁷⁷ 上市規則第 13.09 條。

⁷⁸ 上市規則第 13.10 條。

⁷⁹ 上市規則第 13.32 條。

⁸⁰ 上市規則第 13.36 條。

⁸¹ 上市規則附錄 16。

(2) 香港 REITs 必須在財政期間完結之日起計：不遲於 3 個月刊發年報；及不遲於 2 個月刊發半年度報告；

7. 通知香港證交所有關香港 REITs 的公司章程大綱或章程細則或同等文件的更動、其董事會或監事會的人事變動、附於任何類別上市證券的權利的更改、審計人員或會計年度結算日的任何變更、公司秘書或註冊地址的變動；
8. 發行人在刊發公告前須先將公告之草稿呈交香港證交所審閱；
9. 符合資格及變更通知。

受認可的 REITs 須持續符合證券及期貨條例及其附屬法例之規定，以及證監會發出之規則指引；且如上所述，在有情事變更情形發生時，通知證監會。

且香港證交所於批准發行人上市時會要求發行公司同意於下列情況下，如香港證交所認為有必要保障投資者或有利維持一個有秩序的市場時，得隨時暫停任何證券的買賣（停牌）或將任何證券下市（除牌）⁸²：

1. 發行人未能遵守「上市規則」，而香港證交所認為情況嚴重者；
2. 香港證交所認為公眾人士所持有的證券數量不足；
3. 香港證交所認為發行人沒有足夠的業務運作或相當價值的資產，以保證其證券可繼續上市；
4. 香港證交所認為發行人或其業務不再適合上市。

由於香港 REITs 為證券及期貨條例所定義之集體投資計畫，且亦受證券及期貨條例相關規範之監理，例如：證券及期貨條例授權證監會調查註冊人士的帳目及記錄。針對集體投資計畫，發出任何廣告、邀請或文件，必須經過證監會之同意，否則即屬於犯罪行為⁸³。

⁸² 上市規則第 6.01 條。

⁸³ 證券及期貨條例第 103 條；Frequently asked questions relating to real estate investment trusts issued by SFC，http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/faqs/products/REITs_FAQ_Eng-final_310108_link.pdf。

有關管理機構之監管，除依房地產投資信託守則之規定，並且須遵守「證券及期貨條例」及其附屬法例的所有適用條文，以及證監會發出的守則及指引，如「勝任能力的指引」及「適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引」等。且依法管理機構為上市法團之董事，管理機構之董事及最高行政人員分別為該上市法團之董事及最高行政人員。因此，有關上市法團董事之相關責任，管理機構亦受拘束。

陸、不動產投資信託基金之財務操作彈性及融資程序

一、投資項目及盈餘分配

香港 REITs 僅可投資於房地產項目，並且禁止投資於空置土地或從事或參與物業發展活動。此外，香港 REITs 不可以借出、承擔、擔保或以任何其他方式，就任何人的任何責任或債務承擔責任，或與任何人的任何責任或債務有關，同時亦不可以在獲得受託機構的書面同意之前，利用基金的資產為任何人的債務作擔保，亦不可以利用基金的資產作為任何責任、負債或債務的擔保並且不可以購入任何可能使其承擔無限責任的資產。

若基金的名稱指明某一類別的房地產項目，則該基金最少應將非現金增資的 70%，投資於該類房地產項目之上。並且香港 REITs 每年須向受益人分派不少於其可分派收入 90% 之金額。管理機構必須確保香港 REITs 無論何時均擁有每項不動產多數（50% 以上）擁有權及控制權⁸⁴。

實務上各檔香港 REITs 投資之資產包括商場、廣場、酒店、辦公大樓及零售物業等，並未有基金之名稱係指明某一類別的房地產。但某些香港 REITs 所投資之房地產種類較為集中，例如富豪產業信託即以酒店為主要投資之資產。

二、借款限額

⁸⁴ 房地產投資信託基金守則第 7.7A 條。

香港 REITs 可以為投資、融資或營運的目的，直接或透過其特別目的投資工具借入款項，但無論在任何時候，借款總額都不得超逾該計畫的資產總值的 45%。且基金可以將資產抵押作為借入款項的抵押品，但是必須在銷售文件內披露其借款政策，包括最高借款額及計算有關限額的基礎。實務上的八檔香港 REITs 的融資區間介於 0.6% 至 30.97%，並未超過 40%。

【表五】香港 REITs 負債比率統計表⁸⁵

基金名稱	負債比率
越秀房產信託基金	30.1%
陽光房地產基金	30.6%
置富產業信託	18.1%
泓富產業信託	29.8%
領匯房產基金	16.7%
富豪產業信託	30.97%
冠君產業信託	25.7%
匯賢產業信託	0.6%

柒、對不動產市場、金融市場之影響及未來發展趨勢

香港 REITs 除主要以投資香港本地為主的基金外，更有以中國地區的不動產作為主要投資標的之 REITs。此外，在香港許多大型房地產公司擔任不動產投資信託基金的發起人，而 REITs 是以受益證券在資本市場募集資金，再以直接經營或間接融資方式投資於不動產市場，可讓不動產業者藉由證券化來獲得資金再進行其他開發案，減輕開發之資金壓力，亦可達到活化資產的目的，有效地結合了不動產市場和資本市場。透過兩個金融市場之結合，有助於不動產開發商在大規模不動產開發中的資金取得，加速資本積累，促進土地的有效利用。

香港與我國同為亞洲國家，香港不動產交易價格高於我國且亦持續飆漲中，

⁸⁵ 本報告自行整理，資料來源：越秀房產信託基金 2011 年期中報告、陽光房地產基金 2011 年期中報告、置富產業信託 2011 年期中報告、泓富產業信託 2011 年期中報告、領匯房產基金 2011 年期中報告、富豪產業信託 2011 年期中報告、冠君產業信託 2011 年期中報告及匯賢產業信託 2011 年期中報告。

惟香港不動產交易價格雖高於我國，但其不動產租賃價格亦相對較高，故香港不動產投資信託基金之租金收益率較臺灣來得理想，根據「全球房地產指標」(Global Property Guide)之統計，香港 2011 年之房價與年租金比約為 31 倍，平均之租金收益率為 3.23%，租金收益率較臺灣 2011 年平均之租金收益率 1.57% 高出兩倍。根據統計，2011 年香港平均每月租金高達美金 6,235 元，為「全球房地產指標」統計之亞洲國家中最高。而臺灣 2011 年之每月平均租金為美金 1,117 元，為「全球房地產指標」統計之亞洲國家中最低，低於越南、馬來西亞、菲律賓等地，也顯示出香港 REITs 因租金較高，於尋找合適投資標的較臺灣為易。

依「全球房地產指標」之報導顯示 2011 年香港房價漲幅高達 17.49%，於亞洲國家中其漲幅僅次於印度，顯示出香港之房市目前處於蓬勃發展的情況，但也帶出 REITs 於香港本地尋找新標的之隱憂，若房屋租金之上漲無法跟上房價之上漲幅度，可能會有臺灣不動投資信託基金所面臨之難題，亦即出售資產所得較租金收益高出許多，出售後尋找標的之難度亦大幅增加。由於香港上市 REITs 之投資標的不可包括開發性不動產，可能窒礙財團參與並導致香港 REITs 增長速度並不明顯。惟香港與我國不同之處，係在香港 REITs 開放投資海外資產，因此在香港本地若面臨標的尋找困難之情況，極有可能往海外，特別是中國大陸尋找適合之投資標的。

由前述市場概況分析可知，REITs 相較於其他金融商品之配息及收益穩定，近期每年之平均股利收益率皆有 4% 以上，因此受到偏好穩定收益之投資人青睞。香港目前已有一檔不動產投資信託基金清算下市，惟其 REITs 的市場並未如臺灣呈現停滯的狀態，在香港房市回溫的情況下，2011 年 REITs 的平均股利收益率亦較 2010 年為高。根據統計 2011 年香港企業平均股利收益率為 3.9%⁸⁶，而前述統計之 2011 年香港 REITs 平均股利收益率為 5.58%，明

⁸⁶ 工商時報，2012 年 4 月 30 日，

<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20120430001021&cid=1212>。

顯高於香港企業之平均股利收益率。

REITs 儘管短期回報可能與傳統股票或債券存在相關性，但隨著投資時間愈長，REITs 的總回報與房地產直接投資的正相關性會愈來愈高，而與股票的相關性卻愈來愈低，甚至呈現負相關，顯示出投資人如在現有投資組合中配置部分 REITs，可望帶來分散風險的重大優勢⁸⁷。

REITs 使投資者有機會把握房地產市場的長期回報潛力，同時兼享證券的高流通性特點。根據統計顯示，REITs 能夠創造具有房地產直接投資特質的表現，包括商業地產所帶來的較高收益回報。香港 2011 年整體通貨膨脹率為 5.3%，2012 年預期之整體通貨膨脹率約回落至 3.5%，預計 2013 年至 2016 年香港核心通貨膨脹率平均為 3.5%⁸⁸。根據前述香港 REITs 平均股利收益率之統計觀之，在三至五年周期中，房地產和 REITs 擁有對抗通貨膨脹之影響，加入投資者於金融市場之投資組合中有助投資者對抗通膨的影響⁸⁹。因此，可能增加保守型投資人投資香港 REITs 之意願。

香港目前已有一檔不動產投資信託基金清算下市，惟其 REITs 的市場並未如臺灣呈現停滯的狀態，近兩年來持續有新 REITs 問世；加上 2011 年首家以人民幣計價的匯賢產業信託基金於香港證交所上市，近年中國打壓住宅房價，加上銀行緊縮融資條件，中國不動開發商將積極考慮將旗下位於中國之商用投資不動產，「打包」以 REITs 形式在香港推出作為融資工具，市場預期近年租金收益進入收成期的商場及商用大樓將成為首批 REITs 之投資標的首選。且隨著人民幣升值，人民幣 REITs 在香港上市可能成為未來趨勢⁹⁰，預期將來會有更多以中國大陸資產為主不動產投資信託基金在香港證交所上市籌資，中國大陸潛在的廣大不動產市場及資金，未來可能成為帶動香港 REITs 穩定成長之動能。雖然投資海外標的或發行外幣計價之 REITs，確實可能為市場注入新的投

⁸⁷ 香港文匯報，2011 年 9 月 9 日，<http://paper.wenweipo.com/2011/09/09/FK1109090004.htm>。

⁸⁸ 鉅亨網，2012 年 2 月 1 日，<http://news.cnyes.com/Content/20120201/KFIHDXSOEP6DU.shtml>。

⁸⁹ 香港文匯報，2011 年 9 月 9 日，<http://paper.wenweipo.com/2011/09/09/FK1109090004.htm>。

⁹⁰ 東方日報，2011 年 7 月 20 日，http://orientaldaily.on.cc/cnt/finance/20110720/00204_008.html。

資誘因，惟須注意的是，2010 年於香港下市之睿富房地產基金，其下市原因乃係因其投資之北京佳程廣場，於下市前之實際租金收入與租約記載應收取租金金額有約 2.78 億港幣之差額，因此疑似涉及租約欺詐等負面資訊，此後股價一路下滑，最後在 2010 年申請下市。因此，在預期將來會有更多以中國不動產為主之不動產投資信託基金於香港上市之同時，海外資產之投資管理及監管會成為香港主管機關之一大考驗，若市場上再有類似負面訊息產生時，可能影響香港投資人之信心。

第二節 新加坡

壹、市場概況

早在 1999 年新加坡即通過 REITs 之相關法制架構，新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，以下簡稱「MAS」）於 1999 年 5 月公布不動產基金設立準則，管理不動產投資信託之運行，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 CapitaMall Trust 上市，惟當時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、配息率調升後於 2002 年 7 月重新上市，才得到市場的認同。截至 2011 年底，新加坡境內之不動產投資信託基金目前共有 26 檔，市值約總計 275 億美元⁹¹，下【表六】為目前新加坡市值前十大之 REITs。

新加坡自 2002 年 CapitaMall Trust 上市以來，REITs 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券交易所（下稱「新加坡證交所」）上市。2006 年至 2007 更是有多達 13 檔的新加坡不動產投資信託基金上市，惟因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 年才有新的新加坡 REITs 發行，最近一檔上市的新加坡 REITs 則為 2011 年 4 月 27 日上市的 Mapletree Commercial Trust。目前新加坡 REITs 中，新加坡最大地產商嘉德置地集團（Capitaland）旗下總共有 CapitaMall Trust、CapitaCommercial Trust、Ascott Residence Trust、CapitaRetail China Trust 等四檔基金於新加坡證交所上市。而由新加坡淡馬錫集團控股之新加坡丰樹集團（Mapletree）旗下共有 Mapletree Logistics Trust、Mapletree Industrial trust、Mapletree Commercial Trust 等三檔基金上市且三檔市值皆於新加坡 REITs 排名前十。

新加坡 REITs 一開始即未對基金投資資產之區域加以限制，因此新加

⁹¹ CBRE，2012 年 2 月，Asia REIT Viewpoint，第 1 頁，
http://asia.cbre.com.hk/Research/SiteAssets/SitePages/MarketReports/Asia_REIT_Viewpoint_feb2012.pdf

坡 REITs 除投資的不動產種類多元外，投資之資產區域亦相當多元，如 Fortune Real Estate Investment Trust 之投資標的即位於香港，並且於 2010 年以介紹形式⁹²在香港證交所上市，成為第一檔在新加坡及香港兩地雙重第一上市之 REITs。其後陸續有以日本、印尼、印度、中國等地為主要投資資產之新加坡 REITs 上市。

【表六】新加坡前十大上市 REITs 總表⁹³

上市日期	基金名稱	基金管理機構	市值 ⁹⁴	主要投資標的	主要投資區域
2002/7/17	CapitaMall Trust	CapitaMall Trust Management Limited	5,859.43	購物中心	新加坡
2002/11/19	Ascendas Real Estate Investment Trust	Ascendas Funds Management Limited	4,191.01	辦公大樓、商場、廠房	新加坡
2004/5/11	CapitaCommercial Trust	CapitaCommercial Trust Management Limited	3,346.20	辦公大樓	新加坡
2004/12/9	Suntec Real Estate Investment Trust	ARA Trust Management (Suntec) Limited	2,711.21	辦公大樓、商場	新加坡
2006/4/28	K-REIT Asia	K-REIT Asia Management Ltd	2,348.11	辦公大樓	新加坡、澳洲
2005/7/28	Mapletree Logistics Trust	Mapletree Logistics Trust Management Ltd	2,183.69	物流房地產	新加坡、香港、日本、中國、馬來西亞、南韓、越南
2010/10/21	Mapletree Industrial trust	Mapletree Industrial Trust Management Ltd	1,889.43	廠房	新加坡
2006/7/19	CDL Hospitality Real Estate Investment Trust	M&C REIT Management Limited	1,654.70	飯店	新加坡、紐西蘭
2011/4/27	Mapletree Commercial Trust	Mapletree Commercial Trust Management Ltd.	1,623.45	辦公大樓、商場	新加坡

⁹² 為已發行股份的公司尋求新的上市地位，由於大眾持股量已達到法定規定的最低要求，故可省掉公開招股程序，不用發行新股或配售舊股，便可申請上市。

⁹³ 本報告自行整理，截至 2012 年 2 月 24 日止。資料來源：Bloomberg，www.bloomberg.com/。

⁹⁴ 單位：百萬新加坡幣（以下簡稱「新幣」）。

由於新加坡幅員較小，適合的投資標的相對有限，當新加坡本地資產之租金收益率不如預期時，REITs 可能因投資新加坡境內不動產而導致租金收益率被稀釋，例如 CapitaCommercial Trust 於 2012 年取得位於新加坡之投資標的 Twenty Anson 時，該標的現有之收益率僅有 2.6%⁹⁵，相較其 2004 年發行時所標榜之收益率 4.73% 低出許多。故新加坡 REITs 於境內不動產市場不佳時，傾向投資預期收益較高之海外資產，以維持 REITs 之績效，因此，新加坡 REITs 之特色即為其投資海外資產及境外投資人之比例均相當高。新加坡 26 檔 REITs 中，共有 17 檔 REITs 有投資海外不動產，所持有之海外不動產淨值佔新加坡 REITs 不動產淨值之比例高達 38%，顯示出新加坡 REITs 海外資產比例甚高，而海外資產多集中於其它亞洲及太平洋區域，如印度、中國、日本，澳洲等地。此外，經分析新加坡上市之 REITs 之投資人組成結構，僅三分之一之 REITs 之受益證券係由新加坡境內投資人所持有，顯示出新加坡境外投資人持有新加坡 REITs 受益證券之比例高達三分之二⁹⁶。

由近年新加坡 REITs 之平均股利收益率觀之，雖不如公債收益率穩定，但整體收益率較高，近五年平均股利收益率皆超過 5%。（詳參下【表七】及【圖五】）。根據統計，新加坡之 REITs 於 2011 年底其股價與淨值比低於 1 之基金共有 16 檔基金，其中更有 8 檔基金折價超過 30%，僅有 10 檔基金未有折價之情況（詳參下【表八】）。

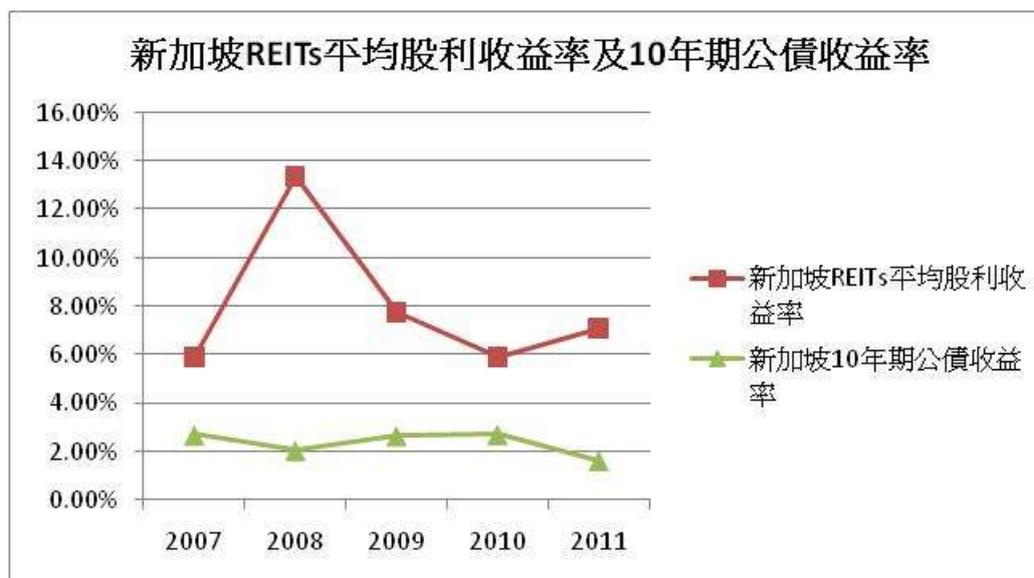
⁹⁵ J.P. Morgan Asia Pacific Real Estate Conference in Singapore, 2012 年 3 月 27 日，第 37 頁，http://cct.listedcompany.com/newsroom/20120326_184126_C61U_FD30B6E020465174482579CD0029A276.1.pdf。

⁹⁶ CBRE, 2012 年 2 月，Asia REIT Viewpoint, 第 3 頁。

【表七】新加坡 REITs 平均股利收益率及 10 年期公債收益率比較表⁹⁷

年度	新加坡 REITs 平均股利收益率	新加坡 10 年期公債收益率
2007	5.9%	2.68%
2008	13.39%	2.05%
2009	7.74%	2.66%
2010	5.88%	2.71%
2011	7.10%	1.62%

【圖五】新加坡 REITs 平均股利收益率及 10 年期公債收益率趨勢圖⁹⁸



⁹⁷ 本報告自行整理，資料來源：CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2007，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2008，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2009，第 1 頁、CBRE，REITs AROUND ASIA 2H 2010 第 1 頁及 CBRE，2012 年 2 月，Asia REIT Viewpoint 第 1 頁。

⁹⁸ 同前註。

【表八】新加坡 REITs 股價淨值比統計表⁹⁹

基金名稱	股價淨值比
AIMS AMP CAP Industrial Trust	0.782736
Ascendas India Trust	1.17849
Ascendas Real Estate Investment Trust	0.783088
Ascott Residence Trust	1.135714
Cache Logistics Trust	1.098901
Cambridge Industrial Trusts	0.83871
CapitaCommercial Trust	0.754777
CapitaMall Trust	1.153846
CapitaRetail China Trust	0.980469
CDL Hospitality Trusts	1.071875
First Real Estate Investment Trust	1.006211
Fortune Real Estate Investment Trust	0.501911
Frasers Centrepoint Trusts	0.62782
Frasers Commercial Trust	1.070922
IndiaBulls Properties Investment Trust	0.310421
K-REIT Asia	0.734127
Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust	0.660535
Mapletree Commercial Trust	0.914826
Mapletree Industrial trust	1.229167
Mapletree Logistics Trust	1.071429
Parkway Life Real Estate Investment Trust	1.226027
Perennial China Retail Trust	0.739437
Sabana Shar'ah Compliant Industrial REIT	0.880952
Saizen REIT	0.405714
Starhill Global REIT	0.648936
Suntec Real Estate Investment Trust	0.625

大量的新加坡 REITs 受益證券由機構投資人及發起人持有，以 Mapletree Industrial trust 為例，其於 2010 年時於新加坡證交所上市，當時發行單位共 594.9 百萬單位，488.77 百萬單位由機構投資人及發起人認購，106.15 百萬單位則由一般投資人認購¹⁰⁰，顯示出法人機構持股比例較高。

新加坡除上市之 26 檔基金外，許多大型地產集團亦私募房地產基金。

⁹⁹ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止。資料來源：<http://reitdata.com>。

¹⁰⁰ Channel news asia, 2010 年 9 月 29 日，
<http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/1084103/1/.html>。

如新加坡騰飛集團 (Ascendas)，旗下除有 Ascendas India Trust 及 Ascendas Real Estate Investment Trust 兩檔基金於新加坡證交所上市外，更有 Ascendas China Commercial Fund、Ascendas China Industrial & Business Park Fund、Ascendas India Development 及 Ascendas ASEAN Business Space Fund 等私募房地產基金分別投資中國、印度及其它亞洲地區之不動產¹⁰¹。而新加坡地產商嘉德置地集團 (Capitaland) 除前述四檔上市之基金外，其集團底下之 Capitaland Financial 共管理 15 檔私募之房地產基金及 6 檔不動產投資信託基金 (其中 2 檔於馬來西亞上市¹⁰²)，顯示出新加坡之私募房地產基金發展，係與新加坡上市之 REITs 齊頭併行，未如臺灣僅有上市之不動產投資信託基金。

貳、不動產投資信託基金法制架構

一、架構

新加坡 REITs 得以公司、集合投資計畫 (Collective Investment Schemes) 或商業信託 (Business Trust) 之型態存在，惟公司及商業信託型態之新加坡不動產投資信託基金在未得到主管機關核准前，不得援用「REIT」之名稱。以下就新加坡三種不同之不動產投資信託基金分述之：

(一) 公司型態

如果以公司法人設立，REITs 必須在新加坡證交所公開募集資金且在董事會中則必須包括兩名以上獨立董事。惟目前新加坡並無以公司法人型態設立之 REITs。

(二) 商業信託型態

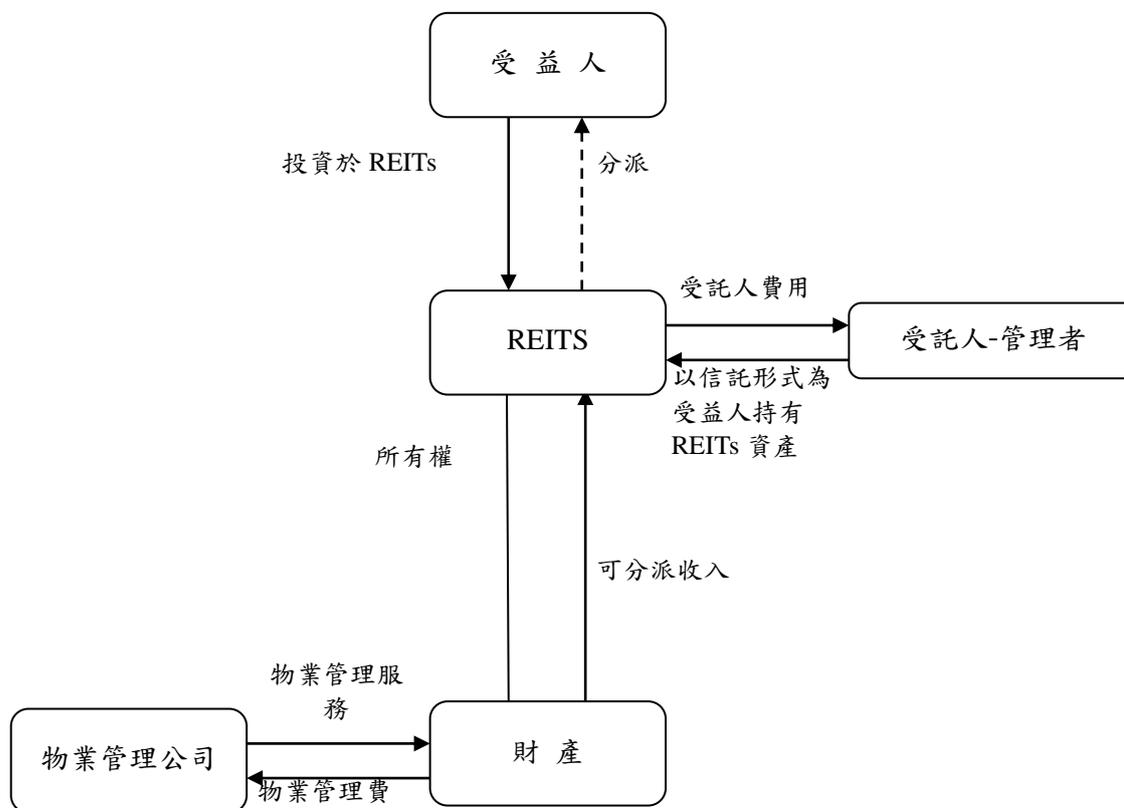
如果以信託形式設立 REITs，則可以公開或私下募集資金。而以商業信託型態成立之 REITs 係適用新加坡之商業信託法 (Business Trusts Act)，商業信託為介於公司及集合投資計畫間之形式 (如下【圖

¹⁰¹ 騰飛集團網站，<http://www.ascendas.com/english/investor/refm.asp>。

¹⁰² 嘉德置地集團網站，<http://www.capitaland.com/>。

六】)，由同一機構同時擔任受託人及管理者，信託契約存在於受益人與受託人—管理者（trustee-manager）之間，約定由受託人—管理者為整體信託單位受益人之利益管理、經營信託並持有信託財產¹⁰³。受託人—管理者須為公司，並僅能就其擔任受託人—經營者之地位，對經登記之商業信託為管理與經營，不得經營其他任何業務。而經登記商業信託之受託人—管理者，應確保其董事會之組成有依主管機關所規定之要求為之¹⁰⁴。且依商業信託法解任受託人—管理者之規定，解任應經由受益人以不少表決權總數之 4 分之 3 之同意為之，解任之門檻較集合投資計畫法解任管理機構及受託人為高¹⁰⁵，顯示出受託人—管理者於商業信託之運作佔有重要地位，亦全權處理該信託有關之事務及經營。

【圖六】新加坡商業信託架構圖



¹⁰³ 商業信託法第 2 條。

¹⁰⁴ 商業信託法第 6 條。

¹⁰⁵ 商業信託法第 6 條。

（三）集合投資計畫型態

依新加坡證券與期貨法第 321 條，新加坡金融管理局頒布集合投資計畫法（Code on Collective Investment Schemes）於總則中規範受託機構、管理機構、計畫名稱及限制、會計及報告、估價等相關規定，且針對不同類型之集合投資計畫於附錄中訂定特別規定，集合投資計畫法附錄包括貨幣市場基金（Money Market Funds）、避險基金（Hedge Funds）、保本基金（Capital Guaranteed Funds）、指數型基金（Index Funds）及不動產基金（Property Funds）等。

而不動產基金類型之集合投資計畫與我國不動產投資信託基金之架構類似（如下【圖七】），係由獨立於受託機構之管理機構管理信託財產。依新加坡證券暨期貨法之規定，所謂「核准計畫」為在新加坡境內設立的集合投資計畫¹⁰⁶，而採取單位信託形式之核准計畫須符合下列條件¹⁰⁷：

- (1) 具備符合所訂資格之經理人；
- (2) 具備同法所核准之受託機構；
- (3) 具備由管理機構及受託機構所簽訂符合法規之信託契約（trust deed）；
- (4) 該集合投資計畫、管理機構、受託機構必須符合證券期貨法及集合投資計畫法規的相關規定。

此外，依集合投資計畫法附錄六：不動產基金（Code on Collective Investment Schemes-Appendix 6：Investment: Property Funds）之規定，新加坡 REITs 須指定一位經新加坡金融管理局許可之受託機構。受託機構必須獨立於管理機構外，同時通常是符合金融體質健全、設立資本額為新幣一百萬以上之公司的條件。而管理機構必須是在新加坡境內依公司法設立之公開公司，同時必須具備五年以上管理不動產基金之經驗，並且必須為有

¹⁰⁶ 由 MAS 認可之管理機構向 MAS 申請募集 REITs。

¹⁰⁷ Securities and Futures Act section 286。

牌照之銀行或包含相關證券投資組合之投資顧問執照。管理機構得聘用擁有五年以上相關不動產投資或諮詢經驗之顧問，同時擔任行銷及管理不動產之工作，但顧問不得對 REITs 所購置或處分之標的進行估價，估價應由獨立之不動產專家提供意見，評估此交易是否為一般商業交易或者此交易對整體不動產投資信託是否有所偏頗，任何可能之損害或不利之結果，均應加以說明¹⁰⁸。又集合投資計畫法之附錄六中，即針對新加坡 REITs 的收入、投資資產等皆有相關的規範限制，分述如下：

1. 收入限制：

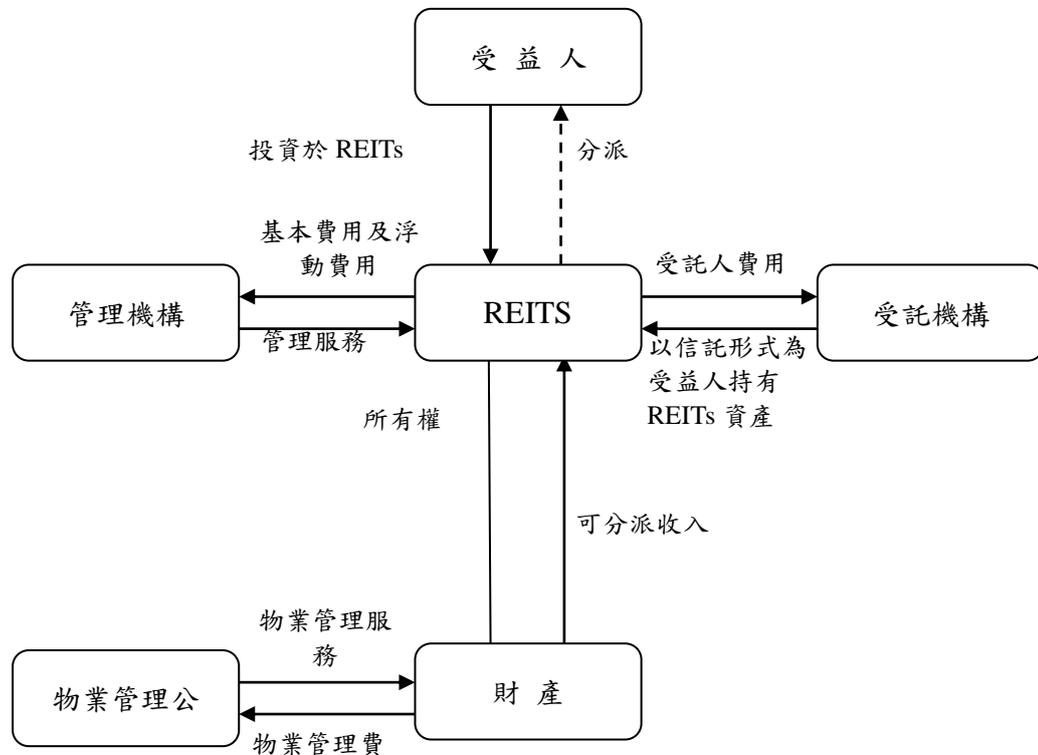
- (1)基金至少 75% 以上的資產應投資於產生收入的不動產；
- (2)基金對於特定證券、基金之投資不超過總資產之 5%；
- (3)基金所持有資產中不產生收入之資產不得超過基金淨資產之 10%。

2. 資產限制：

- (1)基金可投資新加坡和海外可產生收入的房地產；
- (2)基金不得投資空地或抵押貸款；
- (3)允許基金進行不動產開發，但該開發須基於基金資產組合之考量，於完工後自行持有；
- (4)基金如須投資空地後興建，或其他不動產開發案者應經核可，且此類不動產投資合約價值，不得超過基金總資產的 10%。

¹⁰⁸ 集合投資計畫法附錄六第 2.2 條。

【圖七】新加坡集合投資計畫架構圖



以上三種型態，若擬於新加坡證交所上市，則應遵守新加坡證交所之上市規範，並依上市手冊規定，於新加坡證交所主版上市者，其根據發行價和募集發行結束後之實收資本額計算之市值至少為 8,000 萬新幣。

目前共有 26 檔新加坡 REITs 皆為信託型態，其中更有 23 檔為集合投資計畫，僅有 Ascendas India Trust、IndiaBulls Properties Investment Trust、Perennial China Retail Trust 為商業信託，主要係因集合投資計畫提供相關稅賦優惠¹⁰⁹，使集合投資計畫之型態較為常見。

因新加坡實務上以集合投資計畫型態為多數，且集合投資計畫之型態亦與我國類似，故下述有關 REITs 之法規部分皆以集合投資計畫法為主。

二、立法沿革

新加坡 REITs 目前依新加坡證券期貨法 (Securities and Futures Act) 第

¹⁰⁹ 新加坡國稅局規定，不動產投資信託基金本身享有稅務優惠，股利分配則為免稅，但單位持有者需將股利併入個人所得稅或公司所得稅中計算。

321 條規定，自 1998 年 7 月，新加坡證交所審核委員會提出設立上市財產信託 (Listed Property Trust)，即新加坡 REITs，旨在增加市場投資種類及促進房地產市場之發展。此後新加坡金融管理局採納該建議。於 1999 年 5 月頒布不動產基金指引 (Guidelines for Property Funds)，並在 2001 年於證券期貨法對上市 REITs 做出相關規定。

於 2005 年 10 月 25 日 MAS 對不動產基金指引進行修改，修改內容包括加強對新加坡 REITs 管理機構的監管，及對管理機構之條件及人員監理加以規定。並且加強公司治理及資訊揭露，強調應揭露資產承租戶的相關資訊。亦通過允許持有資產部分所有權來促進海外併購，但須符合相關條件，又將舉債的限制放寬，使新加坡 REITs 經國際主要信評公司之評等符合相關規定後，其負債比例得從總資產比例的 35% 提高到 60%。此外，允許進行不動產開發，但該開發須基於 REITs 資產組合之考量，於完工後自行持有，並且比例不得超過總資產之 10%。

於 2007 年時不動產基金指引再度進行修正，加強相關揭露規範，並在法規所允許之固定期間管理合約提供相關指引，且對機構投資人折價認購做出限制，亦規範分配利益超過淨利時的相關保護措施及刪除投資單一不動產相關證券不得超過 REITs 總資產之 5% 之限制。在 2010 年 5 月，新加坡金融管理局提出集合投資計畫法的修正案，其修法之目的，係為增加管理機構管理基金時的彈性，並且加強投資人的保護¹¹⁰。

參、受託機構與管理機構之分工與權責劃分及決策流程

(一) 受託機構之責任

1. 受託機構之資格

新加坡 REITs 須委託經新加坡金融管理局許可之受託機構。受託機構必須獨立於基金經理人外，同時通常為符合金融體質健全，設立資本額於

¹¹⁰ MAS press release on Consultation on Proposed Amendments to the Code on Collective Investment Schemes, 2010 年 5 月 17 日。

新幣一百萬以上之公司等條件之公司。

2. 受託機構之權限

依集合投資計畫法之規定，受託機構應獨立於管理機構¹¹¹。受託機構應公正為計畫進行所有交易¹¹²。並且依同法第 2.3 條規定之受託機構營運中義務，包括：

- (1) 向 MAS 報告違法行為；
- (2) 向受益人按時提交帳目和報告；
- (3) 計畫終止或到期時，向 MAS 提交申請書；
- (4) 保存報告的副本於其註冊辦公室至少六年，並提供任何受益人查閱再依集合投資計畫法附錄六之規定，受託機構應善盡責任並且發揮其功能¹¹³。

並且附錄六第 3.2 條之規定，受託機構必須盡相當之注意以確保包括：

- (1) 基金擁有之資產合法且具可出售之產權；
- (2) 代表基金簽訂之重大契約係合法有效並得依相關條款進行強制執行；
- (3) 管理機構對基金資產安排適當的保險。

3. 受託機構之辭任與撤換

依據多數新加坡 REITs 信託契約明定，於下列情況下受託機構可以辭任或撤換：

- (1) 除新受託機構已被選任之情況外，受託機構不得自動辭任；
- (2) 下列條件下，管理機構可以事先向受託機構發出書面通知，撤換受託人；
 - (i) 倘受託機構清算、破產或倘就其任何資產指派接管人或就受託

¹¹¹ 集合投資計畫法第 3.1 條。

¹¹² 集合投資計畫法第 3.2 條。

¹¹³ 集合投資計畫法附錄六第 3.1 條。

- 機構指派司法管理人；
- (ii) 倘受託機構停止經營業務；
 - (iii) 受託機構在管理機構發出合理通知後仍未能或忽略進行或履行信託契約施加予受託機構的任何重大責任；
 - (iv) 受益人於根據信託契約的條文召開的受益人大會上以特別決議案正式通過，並且已向受託機構及管理機構發出最少 21 日的通知述明有關的決定；或
 - (v) MAS 指示撤換受託機構。

惟目前上市之新加坡 REITs 並未有更換受託機構之案例。

(二) 管理機構之責任

1. 管理機構之資格

依集合投資計畫法附錄六之規定，新加坡 REITs 的管理機構必須位於新加坡境內¹¹⁴，同時必須具備五年以上管理不動產基金之經驗。並且，經理人必須是有照之銀行或者擁有包含相關證券投資組合之投資顧問執照¹¹⁵。證券與期貨法之規定，集合投資計畫其管理機構必須為管理服務執照 (Capital Markets Services) 之持有者。MAS 係依資本市場服務執照及代表執照核發指引核發執照 (Guidelines on Criteria for the Grant of a Capital Markets Services License and Representative's License)。管理機構則須遵照由 MAS 所發布之「適當人選準則」(Guidelines on Fit and Proper Criteria)。MAS 會以下列標準決定相關人員 (relevant person) 是否適任：

- (1) 誠實、誠信和名譽；
- (2) 能力；
- (3) 財務狀況。

2. 管理機構之權限

¹¹⁴ 集合投資計畫法附錄六第 2.1 條。

¹¹⁵ 集合投資計畫法附錄六第 2.2 條。

集合投資計畫法規定第 3 條規範管理機構職責及業務執行上所負的義務，第 3.1 條規定管理機構之職責，包括：

1. 記錄之保存，例如管理機構對受託機構所為關於表決權如何行使的指示；
2. 基金資產的費用支出，例如經理人不應將投資基金之財產支付基金成立之相關文件所未規定之費用，或用於行銷或廣告活動；
3. 關係人交易，例如管理機構不得將基金之資金投資於自己或其關係企業發行之證券等；
4. 管理機構為基金進行交易時，應維持交易之獨立性，並符合基金的目標；
5. 管理機構在為交易時，應考慮所有的情況為最佳執行；
6. 安排受益人收到帳目、報告及相關聲明。

並依第 3.2 條之規定，管理機構執行業務時時應負之義務，包括：

1. 支付受益人申請贖回的資金；
2. 應備置帳目及營業報告；
3. 有利益衝突之虞時，應與受託機構討論表決權之行使；
4. 就基金之重大變更，通知主管機關及受益人，就何謂重大變更，集合計畫法之舉例如下：
 - (1) 在計劃說明書或信託契約中明確的投資目標、計畫重點或者管理機構投資方式的變更；
 - (2) 管理機構或受託機構報酬之增加；
 - (3) 應從基金財產支付或應由受益人承擔的其他費用或開支有較大數額的增加；
 - (4) 修訂信託契約或計劃說明書，以規定從基金財產支付報酬或費用的新形式；
 - (5) 基金管理機構、顧問或受託機構的更換、免職或委任；

- (6) 信託契約或計劃說明書規定的受益人權利或義務的改變，且此改變構成實質性的損害。
5. 於投資基金之重大變動前一個月期間內，通知受益人該變動之內容；
 6. 除符合一定條件外，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；
 7. 如有非其可控制之原因而違反附錄對借款上限或投資之各項準則時，管理機構應在獲悉有違反情事後三個營業日內通知主管機關此情事；
 8. 管理機構就基金所執行之交易而取得之退佣或其他優惠回饋不得列入自己之帳戶；管理機構原則上不得收受其他優惠回饋，但如所收受之回饋是用以協助管理機構提供計劃之投資顧問或相關服務，相關交易之執行是以市場最佳之條件成交，且經理人並非為符合取得其他回饋而進行不必要之交易等情況，不在此限；
 9. 管理機構得為基金之目的，指示受託機構借貸或籌資。

如上述，管理機構係由 MAS 監管並依相關規定核發執照，新加坡主管機關對於管理機構之監管嚴密，相關法令亦依管理機構之專業及功能，賦予管理機構主導不動產投資信託基金之權限，因而新加坡實務上亦係由管理機構為該 REITs 發布通函及公告。

(三) 不動產投資、管理或處分之決策流程

新加坡相關法令並未針對不動產投資、管理或處分之決策流程進行明確規定，因此，以在香港、新加坡兩地雙重第一上市的置富產業信託(Fortune Real Estate Investment Trust) 為例說明，其針對建議收購資產事項，依規定於 2011 年 12 月 28 日所發布之通函可知，管理機構係針對下列事項尋求基金單位受益人之批准，包括：

1. 收購事項（及完成據此擬進行的交易）；
2. 訂立及履行稅務契約（Deeds of Tax Covenant）；
3. 訂立及履行承諾及彌償保證契約¹¹⁶（Deeds of Undertaking and Indemnity）；
4. 訂立及履行彌償押金契約¹¹⁷（Deposits Deeds of Indemnity）；
5. 訂立及履行借款轉讓及債務轉讓契約；
6. 訂立及履行追認及加入契約。

管理機構會設定基金的投資策略方向，並向受託機構提出收購資產、多元化資產等建議，若須尋求基金單位受益人批准之收購事項，則應發布通函，召開特別大會，由基金受益人批准收購事項。置富產業信託 2011 年 12 月 28 日即針對關係人交易，發布通函徵求基金受益人之批准。

肆、受益人會議

受益人會議依集合投資計畫法附錄六的規定，一般週年大會應每年舉行一次，並且每次間隔不得超過十五個月，資產及營業報告則應於週年大會上呈現，且在週年大會上指派基金的審計人員，並在週年大會上決定其報酬。新加坡法律中並未如同我國有書面召開之規定。並且根據新加坡 REITs 受益人會議召開通知皆有說明，若受益人無法前往參加，則需指派其代表參加行使其投票權，顯示新加坡目前似無允許書面召開受益人會議之情況。新加坡實務上係由管理機構為該 REITs 發布通函及公告，由管理機構發布受益人會議召集通

¹¹⁶ 係以受託人、凌峰發展有限公司、喬星及 Wilmington Land Company Limited 為受益人的承諾及彌償（意即補償）保證契約（「承諾及彌償保證契約」）。根據各承諾及彌償保證契約，相關賣方將承諾就使用麗城花園物業第二期任何部分作為長者之家或安老院的潛在費用及罰款以及受影響租賃所產生的任何終止費，向凌峰發展有限公司、喬星及 Wilmington Land Company Limited 作出及承諾其獲得全數彌償。

¹¹⁷ 各項資產購買協議列明，作為轉讓相關賣方根據相關的租約及許用合約協議而持有的租賃押金的一項條件，就麗城花園其餘部分，控股公司及和富中心控股公司於完成時須簽立一項以相關賣方為受益人的彌償保證契約，內容有關倘麗城花園其餘部分控股公司或和富中心控股公司未能按照該等租約及許用合約協議退還有關押金予相關租戶及許用合約持有人而使麗城花園其餘部分賣方遭受的任何損失及損害。

知並召開受益人大會向受益人報告經營情況¹¹⁸。

並依證券期貨法、集合投資計畫法之規定，法定應召開受益人會議決議之事項包括：

- (一) 解任管理機構¹¹⁹；
- (二) 當管理機構建議之交易佔基金淨資產價值的 5% 以上時，必須得到受益人同意¹²⁰；
- (三) 修改信託契約¹²¹；
- (四) 解任審計人員¹²²；
- (五) 指示受託機構依證券期貨法第 295 條採取行動；
- (六) 撤銷基金上市。

個別基金得於首次公開發行時之基金說明書中另行規定應由受益人會議決定之事項，以新加坡最新上市的 Mapletree Commercial Trust 為例，其說明書中即規定基金管理機構的管理費用的增加或結構的改變，必須經受益人會議以特別決議通過。並且由於上市手冊的規範要求，管理機構的投資策略三年內必須一貫，除非經過受益人會議的特別決議通過等須經受益人會議決議之事項。

以新加坡最早上市的 Captiamall trust 為例，其每年召開受益人大會，除了例行承認 REITs 財務報告的事項外，表決討論之議題亦包括選任審計人員、授權管理機構發行受益證券、同意重大物業管理合約、同意增購資產等議題。

伍、主管機關對不動產投資信託基金之監理

新加坡金融管理局為新加坡 REITs 之監理機關，新加坡 REITs 大多數

¹¹⁸ 以 CapitaMall Trust 為例，除有應另行召開特別大會(extraordinary general meeting (EGM))之事由外，通常一年會召開一次週年大會。最近一次 2012 受益人週年大會係於 2012 年 4 月 12 日於 Raffles City Convention Centre 舉行，當日已發行基金單位總數為 3,329,223,000 單位，出席單位總數約為 2,416,764,658 單位。

¹¹⁹ 集合投資計畫法附錄六第 4.1 條。

¹²⁰ 集合投資計畫法附錄六第 5.2 條。

¹²¹ 集合投資計畫法第 4.2 條。

¹²² 集合投資計畫法附錄六第 4.1 條第(f) 項。

皆為集合投資計畫（Collective Investment Schemes），除須受集合投資計畫法之規範外，並受證券暨期貨法（Securities and Futures Act）及證券暨期貨法施行細則（Securities and Futures Regulations）等規範之監理。而若係商業信託型態之新加坡 REITs 則受商業信託法（Business Trusts Act）的規範限制。新加坡不動產投資信託基金皆有在新加坡證交所上市，故新加坡 REITs 亦受新加坡證交所所頒布之上市手冊（Listing Manual）中之監理規範之限制。

集合投資計畫法規為新加坡金融管理局為提高集合投資計畫之行政監督與控管，所制定之行政命令，針對各種集合投資計畫的架構、經理人受託機構之職責、投資限制、借貸限制、會計、報告揭露及淨值計算等事項作出規定。而集合投資計畫負責人如違反證券暨期貨法，將涉及刑責，但違反集合投資計畫法規並無刑事罰責，惟新加坡金融管理局可以考慮決定撤銷或暫停已經核准或認可的集合投資計畫或是拒絕授權或認可該負責人所提出新的集合投資計畫。

而受證券暨期貨法認可之新加坡 REITs 則受其監理規範之拘束，證券暨期貨法規定，證券暨期貨法第 285 條明定任何人不得就未依第 286 條經核准之集合投資計畫或依第 287 條經認可之集合投資計畫向大眾募集。違反此規定者，將被處以二年以下有期徒刑及/或新幣十五萬元以下之罰金；如連續違反者，則每日加罰新幣一萬五千元以下之罰金。

且依法上市的新加坡 REITs 須受上市手冊之規範，上市手冊中規定，上市者必須確實遵守即時資訊揭露規定。該規定賦予上市者迅速公布其重大資訊的責任，而所謂重大資訊包括¹²³：

1. 避免其證券出現虛假市場（false market）所必須的資訊資料。如果不向經常進行證券投資的人士提供會影響或可能會影響其決定是

¹²³ 上市手冊第 12.02 條。

否認購或購買或出售證券的資訊資料，極可能出現虛假市場。因此，發行人必須適時應要求對傳言進行澄清或證實；

2. 對該上市者股價可能造成重大影響之資訊。

根據上市規則中之規定，應及時揭露的重大訊息，包括：

- (1)共同投資事業之組成、合併或收購；
- (2)股利分派及盈餘宣佈；
- (3)近期盈餘改善或惡化的說明；
- (4)股票分割或股利發放；
- (5)獲得或喪失重要合約；
- (6)重要資產的購買或出售；
- (7)重要新產品之開發或重大發現；
- (8)公開或私下脫售大額增資股；
- (9)實際控制權或管理階層的重大變動；
- (10)公司股票買回；
- (11)大額借款；
- (12)債務協議、其他擔保協議或融資協議、買賣協議的違約事件；
- (13)重大訴訟；
- (14)資本投資計畫的重大改變；
- (15)與分包商、主要客戶或供應商之間發生的重大爭議；
- (16)公開收購其他公司之證券；
- (17)對集團的財務狀況和／或業績有顯著影響的資產進行價值評估；
- (18)員工選擇權之發行；
- (19)更換稽核人員。

如上市者無法或已無意願繼續遵守上市規則，或新加坡證交所認為係維持公正、秩序、效率市場所必須，或證交所認為適當者，或發行人沒有

上市證券者，新加坡證交所得不經上市者同意，逕予終止該上市者之上市資格。發行人可向交易所申請最長六個月的延緩下市，在該期間內應設法改善其所違反的上市要求，若期滿後未改善者不得再申請延長，必須依照規定下市。

另新加坡 REITs 之受託機構必須符合受託人條例之相關規範，而管理機構則應遵照由 MAS 所發布之「適當人選準則」。

陸、不動產投資信託基金之財務操作彈性及融資程序

一、投資項目及盈餘分配

依集合投資計畫法附錄六之規定，新加坡 REITs 至少須有 75% 的資產投資於產生收入的不動產、債券、或上市之非不動產類公司股票，且不得持有超過被投資標的權益的 5%。此外，新加坡 REITs 亦不能進行房地產開發活動，除非打算持有開發後的不動產。其不得投資空地或抵押貸款，如須投資空地後興建，或其他不動產開發案者須經核可，且此類不動產投資合約價值，不得超過資產價值的 10%。

2006 年 Ascendas Real Estate Investment Trust 投資 1.28 億新幣購買空地，且計畫建造兩棟零售倉庫設施，此為新加坡第一個投資空地後興建之 REITs 案例。當時 Ascendas Real Estate Investment Trust 之淨值為 26 億新幣，該筆投資金額係遵守法律規定，並未超過資產價值的 10%¹²⁴。

二、借款限額

新加坡 REITs 之融資比例（包含遲延給付之款項）不得超過 35%，惟若其取得、維持並揭露一定評等等級，依其評等法令允許之最高融資比例可達 60%。以下【表九】新加坡 Capitaland 旗下之四檔基金為例，其負債比率介於 32.76% 至 41.54% 間。

¹²⁴ The Business Times, 2006 年 1 月 25 日，
<http://property.st701.com/resources/articles/property/singapore-property-news/a-reit-unveils-128m-warehouse-projects/a/49458>。

【表九】Capitaland 旗下之四檔基金負債比率統計表¹²⁵

基金名稱	負債比率
CapitaMall Trust	41.54%
CapitaCommercial Trust	32.76%
Ascott Residence Trust	34.99%
CapitaRetailChina Trust	39.25%

柒、對不動產市場、金融市場之影響及未來發展趨勢

新加坡 REITs 之投資標的相當廣泛，包含商場、旅館、工業廠房、辦公大樓、車庫等不動產，由於一般商場、旅館、工廠等不動產之流動性較住宅為低，因此，藉由 REITs 之投資，得以活絡該些不動產市場，蓋不動產投資需要龐大的資金才得以進行，而 REITs 藉由自資本市場直接募集資金，購置相關不動產，故得提高其流動率。此外，新加坡 REITs 明文規定其主要收入為不動產之租金收入，因而 REITs 一旦購置新的不動產，亦因交易數額超過基金一定比例即須受益人同意之情況下，為賺取不動產價差而立即轉手出售之事鮮少發生，故可以抑制商場、辦公大樓等不動產價格的大幅波動，穩定相關不動產市場的價格。且新加坡 REITs 檔數較臺灣為多，基金之投資區域亦未有限制，亦為投資人提供多樣投資標的之選擇。

根據「全球房地產指標」(Global Property Guide) 之統計，新加坡之房價與年租金比約為 34 倍，平均之租金收益率為 2.94%，新加坡不動產 2011 年之漲幅亦有 8.49%，於「全球房地產指標」統計之亞洲國家中排名第四，僅次於印度、香港及泰國。新加坡其 2011 年每月平均租金高達 4,905 元美金，於「全球房地產指標」統計之亞洲國家中排名第三，僅次於香港及日本。

新加坡之平均租金收益率 2.94% 與前述之新加坡 REITs 之股利收益率 5% 來得低，其主要原因除因 REITs 之標的之租金可能較一般不動產為高外，

¹²⁵ 本報告自行整理，截至 2011 年 12 月 31 日止。資料來源：CapitaMall Trust，CapitaCommercial Trust，Ascott Residence Trust 及 CapitaRetailChina Trust 2011 年財務報告。

且新加坡未對其 REITs 之資產區域加以限制，海外資產之租金收益率相較於新加坡之平均租金收益率為高。因此新加坡許多發行上市之 REITs 所投資之資產區域十分廣泛，甚至及於海外，例如 CaptitalRetail China Trust 及 Pernial China Retail Trust 之資產池即以中國的資產為主，Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust 以印尼的資產為主，Ascendas India Trust 以印度的資產為主，Fortune Real Estate Investment Trust 則以香港的資產為主。

新加坡明確定位發展成為亞洲資產管理中心的目標，除致力於建立制度發展資產管理機構與培養人力外，新加坡並透過稅制的改變，刺激新加坡的資產管理市場，在 2009 年新加坡修改稅法，將符合條件的資產管理業者之資產管理收入或收取服務費部分之所得稅調降至 10%¹²⁶，深化資產業者在本地市場的經營，讓新加坡 REITs 的市場更為蓬勃發展。

新加坡 2011 年 12 月上旬推出對特定人士加徵房屋印花稅，由於外國人購買房產單價較高，因此此打房新措施將對高價房地產市場產生影響，但在東協經濟成長以及土地供給有限的帶動下，新加坡房價下跌空間有限，且新加坡 REITs 基本面穩定，加上低負債比與良好的公司治理，新加坡 REITs 股價在短線整理後將回歸基本面¹²⁷。

新加坡擁有完善的資本市場，共有來自全球各地約 800 家上市公司於新加坡證交所上市，新加坡國內市場規模雖小，卻是一個非常開放的經濟體，與全球緊密聯繫，因此全球金融危機及歐債問題所引發的市場波動亦對該國造成衝擊¹²⁸，使新加坡之金融市場商品亦隨全球景氣之變動有所波動。惟由前述新加坡市場概況分析可知，REITs 相較於其他金融商品之配息及

¹²⁶ Singapore fund management incentive, PWC, 2012 年 3 月

http://www.pwc.com/en_SG/sg/tax/assets/SGfundmgtIncentives_201204.pdf

¹²⁷ 經濟日報，2012 年 1 月 11 日，

http://money.udn.com/wealth/storypage.jsp?f_ART_ID=255435#ixzz1uYbgBkKC。

¹²⁸ 中時電子報，2012 年 4 月 10 日，

<http://tw.news.yahoo.com/%E5%A2%A8%E6%AF%94%E7%88%BE%E6%96%AF%E7%9C%8B%E4%B8%96%E7%95%8C-%E6%96%B0%E5%8A%A0%E5%9D%A1-%E6%9D%B1%E5%8D%97%E4%BA%9E%E5%B8%82%E5%A0%B4%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%AE%E9%BB%9E-213000210.html>。

收益穩定，近期每年平均股利收益率皆有 5% 以上，在金融市場受偏好穩定收益之投資人青睞。新加坡 REITs 投資區域廣泛，在全球房市回溫的情況下，2011 年 REITs 的平均股利收益率亦較 2010 年為高。根據統計 2011 年新加坡企業平均股利收益率為 4.0%¹²⁹，而前述統計之 2011 年新加坡 REITs 平均股利收益率為 7.10%，明顯高於新加坡企業之平均股利收益率。此外，新加坡 REITs 為享受租稅優惠，每年會分配收入之 90%，由此可知，雖然新加坡幅員較小，能作為 REITs 的不動產投資標的亦相對較少，惟目前許多以亞洲國家資產為主的 REITs 均在新加坡掛牌上市，其原因乃係因鄰近亞洲國家，例如中國、印尼、印度等 REITs 市場之發展未像新加坡來得蓬勃，制度亦未如新加坡市場來的健全，因此許多 REITs 選擇在新加坡上市籌措資金。除在金融海嘯發生後，新加坡 REITs 的發展有短暫的停滯外，隨著景氣復甦、利率偏低的情況下，新加坡 REITs 始終呈現成長趨勢。有鑑於以其他亞洲國家不動產為主的 REITs 會可能陸續於新加坡掛牌上市，更由於低利率之影響，使得投資人較為願意投資 REITs，新加坡 REITs 將呈現成長的趨勢。

¹²⁹ 工商時報，2012 年 4 月 30 日，

<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20120430001021&cid=1212>。

第三節 美國

壹、市場概況

美國 REITs 市場自 1972 年至 2010 年間，僅有 8 年之整體平均獲利率呈現負報酬率，近 10 年間則僅有 2007 年、2008 年呈現負報酬率，2009、2010 年之整體平均獲利率更是均高於 25%，整體而言係一獲利穩健之金融商品，報酬表現明顯高於其他投資工具。

美國 REITs 市場最蓬勃發展之時期，係自 1993 年美國通過預算調整法（Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993）降低退休基金投資不動產投資信託之困難度，因此退休基金之資金大舉投資不動產投資信託，自此之後，美國 REITs 市場即不斷成長，檔數最高曾有超過 200 檔，總市值亦持續上漲，雖然 2007 年至 2009 年間因全球金融風暴導致市值大幅下滑，惟現今市場已逐漸恢復，截至 2011 年底，美國掛牌上市之 REITs 總共有 160 檔，總市值約 4,505 億美元，且絕大多數都於紐約證券交易所（下稱「紐約證交所」）上市掛牌交易；其中權益型 REITs 有 130 檔，總市值約 4.075 億美元，約佔美國總 REITs 市值之 90.5%¹³⁰，惟除了掛牌交易之不動產投資信託，美國亦允許公開發行但未上市或是私募之 REITs。

¹³⁰ 美國國家不動產投資信託協會（National Association of Real Estate Investment Trusts，下稱「NAREIT」）網站，REITWatch，2012 年 2 月，
<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>。

【表十】1990 至 2011 年美國上市 REITs 總數量及總市值¹³¹

年分	不動產投資信託 總數		權益型			抵押權型			混合型 ¹³²	
	數量	市值 ¹³³	數量	市值	比例	數量	市值	比例	數量	市值
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	63.5	43	2,549.2	29.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	67.7	28	2,586.3	19.9	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	70.2	30	2,772.8	17.4	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	81.1	32	3,398.5	10.6	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	87.6	29	2,502.7	5.6	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	86.7	24	3,395.4	5.9	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	88.2	20	4,778.6	5.4	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	91.0	26	7,370.3	5.2	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	91.8	28	4,916.2	3.6	9	6,480.7
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	95.1	26	4,441.7	3.6	10	1,587.5
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	96.9	22	2,652.4	1.9	9	1,632.0
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	95.0	22	3,990.5	2.6	9	3,816.0
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	93.4	20	7,146.4	4.4	7	3,519.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	91.3	20	14,186.5	6.3	7	5,225.0
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	91.3	20	14,186.5	6.3	7	5,225.0
2004	190	305,025.1	150	273,629.0	89.7	33	24,774.1	8.1	7	6,622.0
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	91.2	37	23,393.7	7.1	8	5,806.6
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	91.5	38	29,195.3	6.7	7	8,134.3
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	92.5	29	19,054.1	6.1	5	4,260.3
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	92.0	20	14,280.5	7.5	3	1,132.9
2009	142	271,199.1	115	248,355.1	91.6	23	22,103.2	8.2	4	740.8
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	92.2	27	30,387.2	7.8	--	--
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	90.5	30	42,971.7	9.5	--	--

¹³¹ NAREIT, REITWatch, 2012 年 2 月,

<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>。

¹³² 混合型不動產投資信託基金數據於 2010 年 12 月 17 日不再進行統計。

¹³³ 單位：百萬美元，每年年底。

【表十一】美國紐約證交所前十大權益型 REITs¹³⁴

不動產投資信託名稱	市值 (單位：億/ 美元)	公開發行日	設立準據法
Simon Property Group, Inc	40.76	12/14/1993	德拉瓦州
American Tower Corp	24.91	06/05/1998	德拉瓦州
Public Storage	24.18	12/30/1987	馬里蘭州
Equity Residential	17.92	08/12/1993	馬里蘭州
HCP, Inc.	17.02	11/05/1987	馬里蘭州
Ventas, Inc.	16.86	05/05/1997	德拉瓦州
Annaly Capital Management, Inc.	16.63	10/08/1997	馬里蘭州
Boston Properties, Inc.	15.93	06/18/1997	德拉瓦州
Vornado Realty Trust	15.87	01/05/1988	馬里蘭州
General Growth Properties Inc	15.48	02/04/2011	德拉瓦州

貳、不動產投資信託基金法制架構

一、類型

(一)就投資標的及型態而言¹³⁵：

1. 權益型 (Equity REIT)：

所謂「權益型」乃直接取得不動產之所有權，經營具有收益性之商用不動產投資組合，主要收入來自於租金收入或不動產交易獲得之資本利得。不同的權益型 REITs 收益視其經營者的經營策略會有所不同。權益型 REITs 受市場利率影響相對比較小，因為可以透過提升租金來提升現金流量。此類型 REITs 佔美國不動產投資信託總量約九成，我國目前亦僅開放權益型 REITs。

2. 抵押權型 (Mortgage REIT)：

所謂「抵押權型」並不直接取得不動產所有權並經營管理，而係將所募集的資金貸放抵押貸款或投資於不動產抵押債權受益證券

¹³⁴ 本報告自行整理，截至 2012 年 2 月 15 日。資料來源：紐約證交所，<http://www.nyse.com>。

¹³⁵ 資料來源：NAREIT，<http://www.reit.com/AboutREITs/REITFAQs/BasicsOfREITs.aspx>。

(Mortgage Backed Securities, MBS)，因此，收入來源是抵押貸款之手續費以及抵押貸款利息，以及抵押貸款不動產部分的租金收入或資本利得，收益性類似一般債券，因此與市場利率呈反向變動。此種類型的不動產投資信託乃類似金融融資機構之地位。

3. 混合型 (Hybrid REIT)：

為上述兩種類型之綜合體。

(二)就募集及交易型態而言

美國 REITs 依其募集及交易型態可分為以下三種¹³⁶：

	掛牌交易	公開發行但未掛牌交易	私募
登記及申報	須向美國證管會登記並申報	須向美國證管會登記並申報	不須向美國證管會登記並申報
流動性	高	中	低
投資管理	通常採行內部管理模式	通常採行外部管理模式	通常採行外部管理模式
公司治理	遵循美國聯邦相關證交法規及各證券交易所之公司治理規則，例如董事會應設置過半獨立董事	遵循各州法令及北美證券管理協會 ¹³⁷ 之規範，例如董事會應設置過半獨立董事	無
資訊揭露	受證管會要求，須定期公布查核財報及進行相關申報	受證管會要求，須定期公布查核財報及進行相關申報	無

(三)就組織型態而言¹³⁸

1. 信託型

¹³⁶ NAREIT，<http://www.reit.com/AboutREITs/AllAboutREITs.aspx>。

¹³⁷ North America Securities Administrators Association，NASAA。

¹³⁸ 中華民國信託業商業同業公會委託研究，廖咸興、謝哲勝，我國封閉型不動產投資信託基金追加募集可行性研究，2005年6月，頁14-17。

美國 REITs 之發展始於信託型，信託型 REITs 之架構依其設立之法源不同而有不同種類，過去以美國麻省信託（Massachusetts Trust）最為常見，麻省信託即為所謂商業信託（Business Trust），原則上投資人兼具委託人及受益人身分，與受託人締結信託契約將資金信託予受託人並取得受益證券，由受託人依信託契約之約定將募得資金投資於不動產及不動產相關標的。

2. 公司型

目前美國 REITs 主要以公司制為主，由發起人設立以不動產投資為目的之公司，向投資人募集資金運用投資於不動產，投資人取得公司之股份，再透過分派股利之方式分配獲利，資金之管理運用及資產之處分則悉依公司章程或其他同等地位之設立文件辦理。美國以公司型態之 REITs 為大宗，故其後有關美國不動產投資信託之討論將以公司型態為主。

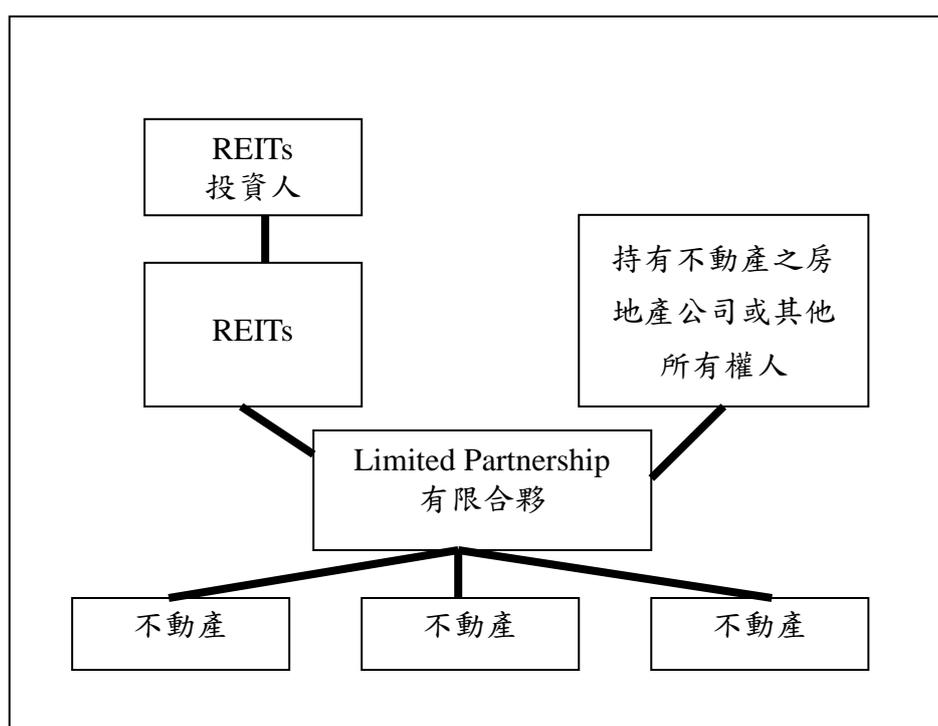
3. 其他類型：UPREITs（Umbrella Partnership REITs）¹³⁹

UPREITs 之架構係由不動產投資信託基金和持有不動產之房地產公司、其他不動產所有權人或不動產管理公司組成有限合夥（limited partnership），房地產公司及其他不動產所有權人擔任有限合夥人（limited partner），提供不動產與有限合夥以換取有限合夥之合夥單位（units），由該有限合夥持有不動產，故 UPREITs 之有限合夥又被稱為營運合夥（operating partnership），不動產投資信託則擔任主合夥人（general partner），負責營運合夥之管理及經營。故於 UPREITs 之架構下，REITs 本身不直接持有不動產，而係藉由取得有限合夥單位而間接持有不動產。有限合夥人並有權將合夥單位轉換為不動產投資信託股份，享有一般 REITs 投資人之待遇。UPREITs 之建立始於 1993 年間，其形成背景在於持有不動產之房地產公司及

¹³⁹ NAREIT，<http://www.reit.com/AboutREITs/REITFAQs/BasicsOfREITs.aspx>。

不動產所有權若直接將名下不動產出售與 REITs，須被課徵高額交易所得稅，透過 REITs 與不動產所有權人共同組成合夥之方式，即可達遞延稅捐之繳納至有限合夥之處分不動產為止。

【圖八】UPREITs 架構圖¹⁴⁰



二、架構

REITs 之前身可以是任何一種依美國法下得課稅之國內法人組織型態，包含股份有限公司、有限公司、信託、合夥等，並應由一位以上之董事（Director）或受託人（Trustee）經營管理之，且美國 REITs 並無最低資本額限制，惟不得是美國法定義下的銀行或保險公司等金融機構。惟上述各類型之組織於成立後，並非當然成為 REITs，必須符合國內稅收法所規定前提要件後，方得提出轉換為 REITs 地位之申請，成功申請轉換為 REITs 後另須符合其他要件，REITs 本身及其投資人方能享受法律所定之 REITs 稅賦優惠，該些要件包括但不限於以下：

¹⁴⁰ 本報告自行整理，資料來源：NAREIT。

- (一) 須募集 100 位以上之投資人；
- (二) 任五位以下之投資人持股比例不得超過 50%（意即任一投資人之持股比例不得超過 9.99%）（five or fewer rule）；
- (三) 收入限制；
 - 1. 至少 75% 之年度收入須源自於不動產相關收入（包含處分不動產收入、租金、房屋抵押貸款債權利息、投資其他 REITs 之利息等）；
 - 2. 至少 95% 之年度收入須源於上述 1. 之來源、及其他利息、股利或處分其他債券之收入。
- (四) 資產限制；
 - 1. 至少 75% 之資產須係不動產（包含房屋抵押貸款債權）、政府公債、現金及現金項目（cash item，例如應收帳款等）；
 - 2. 投資於任一他公司發行之證券不得超過 REITs 總資產之 5%；
 - 3. 投資於任一他公司發行股份不得超過該公司已發行股份表決權數之 10%（但其他 REITs 或其他投資人之子公司不在此限）；
 - 4. 投資於任一他公司發行之股份不得超過該公司已發行股份總數之 10%；
 - 5. 不得持有其他 REITs 或其他投資人之子公司超過 25% 之股份。
- (五) 分配原則：至少 90% 之年度收入須以發放股利之方式分配予投資人。

三、立法沿革

美國是全球最早發展 REITs 的國家，美國正式 REITs 法制係起源於 1960 年之國內稅收法（Internal Revenue Code），初期僅允許權益型 REITs，且僅允許以信託組織型態取得 REITs 地位（REITs status），至 1967 年，方開放抵押權型 REITs，而至 1976 年，方允許公司組織取得 REITs 地位；至此階段，REITs 被定位為單純的消極投資媒介（passive investment vehicles），透過 REITs 將不動產證券化、單位化，使得一般投資人得以投資原本無法投

資之商用不動產等價值甚鉅之不動產，因此，該時期之美國REITs法令強制要求不動產投資信託必須由外部管理（externally managed and advised），意即須委由獨立的外部管理公司（managers）管理資產（例如不動產之招租、租賃管理等）及獨立的外部顧問（advisors）擔任評估並進行投資決策之角色，不動產投資信託本身不得管理資產或為投資決策。

一直到 1986 年的稅收改革法案（Tax Reform Act of 1986）修訂相關規定，給予 REITs 賦稅上之優惠，促進了 REITs 之發展，該法案同時開放 REITs 得內部管理；1993 年，美國法律降低了退休基金投資 REITs 之障礙，使得擁有大筆資金之退休基金與共同基金開始大舉投資 REITs 後，美國之 REITs 才開始蓬勃發展；1999 年間，美國又通過不動產投資信託現代化法案（Real Estate Investment Trust Modernization Act），擴大了 REITs 得經營之項目，使 REITs 得透過成立 100% 持有之子公司（taxable real estate investment trust subsidiary）對 REITs 之不動產提供租賃及管理之服務，由於 REITs 本身須符合前述收入分配、持有資產限制等規定方得維持其 REITs 地位以獲得稅賦優惠，故透過成立子公司提供租賃管理服務得享有較大之彈性，例如子公司提供租賃管理服務之收入之運用得較為彈性而不須受限於 REITs 之分配原則亦不會因而影響 REITs 本身之 REITs 地位。

參、受託機構與管理機構之分工與權責劃分及決策流程

一、美國 REITs 之管理模式

美國 REITs 之定義乃係任何一種依美國法下得課稅之國內法人組織型態，包含股份有限公司、有限公司、信託、合夥等，由 REITs 本身持有（實務上亦可能透過其他實體間接持有）不動產，並由一位以上之董事或受託人管理之。目前實務上掛牌交易之美國 REITs，不論係公司型或信託型之 REITs，大多係由 REITs 發起人或發起人之關係集團之專業經理人擔任 REITs 之管理階層，進行 REITs 名下不動產管理及進行投資決策，管理階

層之投資決策並應受到審計委員會、董事會或受託人會議之監督，倘係重大投資決策，則須經董事會或受託人同意方得為之。REITs 管理階層均係由具不動產、財務、投資基金等相關專業之專業經理人擔任之，董事及受託人部份名額通常亦由管理階層兼任之，惟董事及受託人之資格及組成另須符合各證券交易所之限制（例如多數美國之證券交易所均要求董事會之成員須有過半以上之獨立董事，以確保對管理階層投資決策之監督，以保障投資人利益）。

綜上，美國掛牌交易 REITs 之運作架構與其他各類投資型基金較為類似，亦即由發起人籌組 REITs 並由發起人集團本身或聘僱之專業經理人擔任 REITs 之管理階層進行投資決策，並受到董事會及受託人相當程度之監督。此種架構與我國法制下不動產投資信託基金本身不具獨立法人格，係由受託機構進行不動產投資信託基金之發起及募集，且實務上均委由外部獨立之管理機構進行管理及投資決策建議之架構並不相同。故由目前美國實務上之 REITs 型態觀之，實無類似我國受託機構與管理機構此種架構及機構間之權限劃分關係，合先敘明。

二、外部管理及內部管理之變革

1986 年以前，美國 REITs 相關法律強制要求不動產投資信託必須委由外部顧問管理，自 1986 年於國內稅收改革法案（Internal Tax Reform Act of 1986）修訂 REITs 章節後，方允許 REITs 亦得由內部管理之，故美國不動產投資信託之管理型態之變革主要係以 1986 年為一重要分水嶺，以下即分別論述之：

（一）1986 年以前

為避免 REITs 管理其所擁有之不動產可能與投資人間之利益產生衝突，1986 年前美國法令明文規定 REITs 不得自行管理自己的不動產，須委任獨立的第三人管理機構進行不動產管理。同時為防範企業財團

利用不動產經營機會，以低買高賣不動產給公司賺取差價，因此，美國政府進一步規範管理機構不得持有其所管理之 REITs 之股權或受益權。法律強制外部管理之結果造成美國 REITs 管理機構收取高額經營管理顧問費，相對壓縮投資人獲利，反而阻礙 REITs 產業之成長。因此，1986 年美國「稅務改革法」(Tax Reform Act 1986)，大幅鬆綁法令，取消禁令，允許 REITs 可直接管理自有不動產及持有 REITs 股權或受益權，讓 REITs 經營管理者與投資人利益與共，進而促使美國 REITs 產業開始蓬勃發展。

當時美國法律強制要求 REITs 必須委由外部獨立公司進行 REITs 名下不動產之管理，包含營運、租賃、維護等相關事務，此外，REITs 收購或處分資產等投資決策亦須委任外部顧問為之；惟委由外部顧問及外部管理之模式經常發生外部顧問及外部管理之方式過於消極，未能積極進行管理以提升 REITs 獲利，或是 REITs 本身之利益與外部顧問及外部管理公司之利益產生利益衝突；蓋因當時 REITs 之外部管理公司或顧問公司之管理費用計算基準主要係與其管理資產之規模做連結，且管理公司或顧問公司本身並未持有 REITs 之股份或受益權，因此，多數顧問公司均致力於不斷擴大 REITs 規模增加其可收取之管理費而非積極管理投資組合以增加 REITs 投資人獲利¹⁴¹，或是單一外部管理或顧問公司可能同時服務數個 REITs，因此管理或顧問公司可能傾向將其所發現最佳的投資機會給予支付其管理費用最高之 REITs，造成管理及顧問公司間本身的利益與股東利益產生衝突之情形，因此，根據研究顯示強制委外管理之法律要求導致該段時期美國不動產投資信託發展較為緩慢，獲利成長也較為有限¹⁴²。

(二) 1986 年以後

¹⁴¹ Real Estate Investment Trusts: The US Experiences and the Lessons for the UK, IPF Research Programme 2006-2009, 2009 年 5 月, 第 21 頁。

¹⁴² Real Estate Investment Trusts, Structure, Performance and Investment Opportunities, Chan Su Han, John Erickson and Ko Wang, 2003, Oxford, .頁 56-60。

美國國會於 1986 年通過國內稅收改革法案(Internal Tax Reform Act of 1986)，明文規定除了委由外部顧問管理外，REITs 亦得由 REITs 自行管理之，此一立法修正使得不動產投資信託之投資策略得以更加積極，進而有效提升了美國 REITs 之平均獲利率並擴大了不動產投資信託的業務範圍。根據統計，1986 年修法後至 1990 年初期，自行管理之不動產投資信託之平均獲利每年高於委外管理之 REITs 至少 7%¹⁴³，因此美國目前之 REITs 幾乎皆採用自行管理之方式；此外，自 1986 年修法後，美國 REITs 管理方式及態樣亦日趨積極、多元，也因此產生了更多不動產投資信託經營及管理模式之延伸，其中最明顯的即為不動產投資信託操作模式之垂直整合化，過去之 REITs 幾乎均係投資於可以穩定獲得資金利益之商用建築，惟修法後之 REITs 運作模式則開始擴張進而產生取許多垂直整合，例如 REITs 除了投資於已存在之不動產外，開始投資於商用不動產之興建及開發計畫，甚至直接取得建地擬用於未來之不動產興建計畫，同時 REITs 的經營模式亦延伸至大樓租賃、經紀之參與，該些改變使得美國 REITs 之獲利模式及來源更加多元化及彈性，例如當 REITs 本身之淨值高於其次級市場交易價格時，REITs 之管理團隊得選擇出售管理之不動產獲得利潤，惟同時可以透過管理其所出售之不動產之租賃業務繼續獲得獲利並且維持 REITs 規模。

三、REITs 董事或受託人之權限

美國 REITs 不論係公司制或信託制，自 1986 年修法以來即以內部管理為大宗，並應遵循設立之各州公司法之規定。美國公司制 REITs 並無 REITs 受託機構及管理機構之區分，其投資決策流程較類似我國一般上市櫃公司，原則上由與發起人或其關係集團中具專業能力之管理團隊進行決策及處理

¹⁴³ Real Estate Investment Trusts: The US Experiences and the Lessons for the UK，IPF Research Programme 2006-2009，2009 年 5 月，第 21 頁。

營運相關事務，且由於管理團隊亦通常持有相當之 REITs 股份，故有誘因對 REITs 採取積極之管理策略以增加 REITs 之獲利。由於美國聯邦層級並無統一之公司法，各州公司法、信託法對於 REITs 規範不盡相同，因此 REITs 均會依據對於 REITs 提供較優待遇之州法設立登記，以獲取行政上之便利或租稅上之優惠，例如美國德拉瓦州及馬里蘭州之公司法即提供發起人較簡便之設立程序及其他優惠，故前述【表十一】紐約證交所前十大權益型 REITs 均係依馬里蘭州或德拉瓦州法律設立登記。

綜上所述，除依法令或章程應經股東或信託利益持有人決議或主管機關核准之事項外，REITs 之投資及管理行為原則上均得由不動產投資信託之管理團隊為之，包含 REITs 名下之資產之處分在內，因此美國不動產投資信託在策略及經營上擁有相當大之彈性。

美國掛牌 REITs 除適用聯邦及州法關於 REITs 之規範外，美國證管會及各證券交易所針對上市公司之一般規範中針對加強公司治理及投資人措施之規範對 REITs 亦有適用，例如美國紐約證交所即要求上市公司之董事會應由過半數之獨立董事組成，且獨立董事應具備不動產、財務及公開發行公司等相關專業資格，公司並應設置專業委員會（例如審計委員會）等監督公司之財務、營運狀況、處分資產或重大交易等行為，已加強對投資大眾之保障。

雖然美國 REITs 目前以公司型為主，惟近幾年來信託型開始逐漸增加，因為美國馬里蘭州及德拉瓦州之法規均對信託型 REITs 提供等同於公司型不動產投資信託之便宜及優惠待遇¹⁴⁴，甚至更優惠之待遇。例如馬里蘭州不動產投資信託專法規定 REITs 得以無對價發行股份予股東，使欲募集到 100 位投資人以獲得 REITs 地位之公司較容易達到門檻¹⁴⁵，且限制信託型 REITs 中受益人及受託人之法律責任，以受託人為例，除非經司法機關確定裁判認定係出於故意，且因此獲得不正當之金錢、財產或服務等利益，

¹⁴⁴ The Maryland REIT Law (Title 8 of the Maryland Code of Corporation and Association)。

¹⁴⁵ § 206 of the Maryland General Corporation law and § 8-207 of the Maryland REIT law。

否則受託人對於其管理或投資行為對公司所造成之損害不負賠償之責，故部分發起人開始選擇依據美國馬里蘭州或德拉瓦州法律設立信託型的 REITs。

肆、受益人會議

美國 REITs 不論係公司型或信託型，其投資決策流程類似一般上市櫃公司，意即原則上由具專業能力之管理階層進行投資決策，並由董事會或受託人及內部相關組織（例如審計委員會等）監督管理階層之決策，投資大眾，即股東或受益人，原則上並無參與決策之權限，惟如同我國公司法、證券交易法般，美國證交法、各州相關法規及證管會亦有規定部分事項應經股東會決議方得為之；以美國馬里蘭州公司法為例，須經股東會決議之事項包含改選董事、修改章程、解散、合併、股份交換、出售全部或主要資產等，惟依據馬里蘭州公司法，不動產投資信託若係移轉全部或主要資產與其直接或間接持有之組織，則不須經過董事會之決議，因此採用 UPREITs 架構之 REITs 即不須取得股東會決議而得逕行移轉其資產與營運合夥。通常一年舉行一次股東常會，並視業務需要由董事會召集臨時股東會。

伍、主管機關對不動產投資信託基金之監理

美國法規對於上市之 REITs 之規範內容主要集中於稅制及 REITs 地位維持之相關規範，至於關於公司治理、資訊揭露、財務稽核及其他監理面向，則適用一般上市公司普遍適用之法令及各證券交易所之個別規範，惟由於不動產投資信託基金相較於一般上市公司仍有其特殊性，故各個規範中可能會針對 REITs 加諸特別或例外條款，例如美國證券法對於資訊揭露之相關規範，即針對 REITs 要求額外之揭露項目：

一、初次揭露義務：

依據美國證券法規定，美國一般公司申請上市時應填具 S1 表格，揭露公司重大資訊，惟 REITs 首次發行時則不適用 S1 表格，而係應依 S-11 表格之格式向證管會申報註冊報告書，詳細揭露關於業務、財產、管理及財務的重大事項，包括完整的財務報表；相較於一般公司申請上市時填具的 S1 表格，S11 表格特別針對 REITs 規範額外揭露事項，該些不動產投資信託特殊揭露事項包括：

1. 對於不動產之投資政策；
2. 揭露價值占不動產投資信託總資產超過 10% 之重要不動產或出租與發起人或其子公司之不動產之地點、性質等相關重大訊息；
3. 不動產租賃、管理現狀，包含出租人數量、出租比例、租賃契約重要條款等；
4. 不動產管理及處分計畫。

不動產投資信託發行人另須於初次登記其有價值證券時向證管會申報詳細的報告書。

二、繼續揭露之義務：

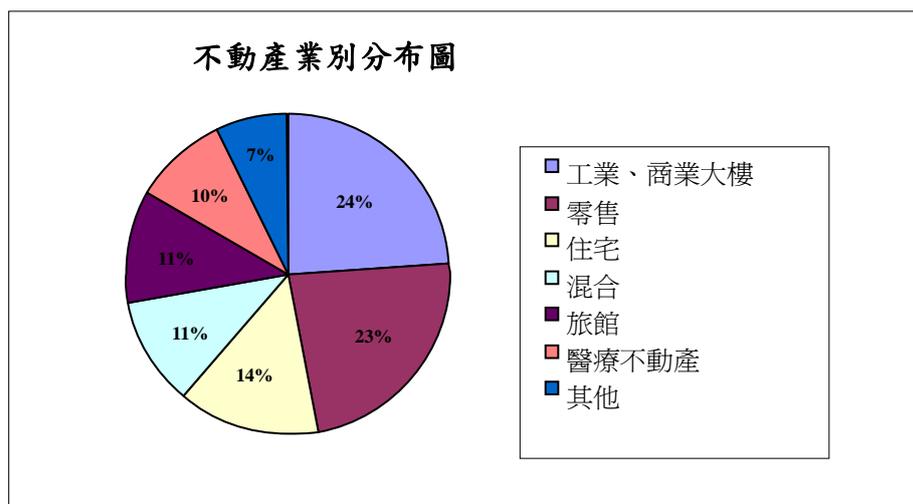
依據美國證券交易法之規定，REITs 應於每會計年度終了後一定期間內，及各季終了後一定期間內定期向證管會申報最近年度與最近一季的業務及財務狀況。另外，業者必須針對：對發行人有控制權者的改變、非常規交易以取得或處分金額重大資產、破產或受破產管理、決定採用與以往不同的會計年度結束日等事項在事實發生後一定期間內向證管會申報。此外，針對發行人簽證會計師改變、其他發行人認為對其有價證券持有人有重要影響的其他事項、董事因與發行人持反對意見而辭職者等事項，亦須在事實發生後一定期間內向證管會申報。

陸、不動產投資信託基金之財務操作彈性及融資程序

一、投資項目及盈餘分配

美國 REITs 投資於不動產相關資產應達其總資產之 75%，而相較於臺灣不動產投資信託均投資於商用不動產，美國 REITs 之投資標的之範圍甚廣，包含工業及商用不動產、零售業不動產、住宅、醫療業不動產、混合型及其他，其分布比例如下【圖九】，因此美國的投資項目遠較臺灣廣泛。

【圖九】2011 年美國 REITs 投資標的業別分布圖¹⁴⁶



二、借款限額

美國法令對於 REITs 之借款上限並無明文限制，實務上紐約證交所前十大權益型 REITs 之負債比率（Debt to assets）如下【表十二】：

【表十二】紐約證交所前十大權益型不動產投資信託負債比率¹⁴⁷

不動產投資信託名稱	市值 (單位：億/美元)	負債 比率
Simon Property Group, Inc	40.76	76.01%
American Tower Corp	24.91	63.53%
Public Storage	24.18	4.73%
Equity Residential	17.92	60.76%

¹⁴⁶ 本報告自行整理，資料來源：NAREIT，REITWatch，2012 年 2 月，
<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>。

¹⁴⁷ 本報告自行整理，截至 2012 年 2 月 15 日。資料來源：雅虎財經，
<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=SPG+Key+Statistics>。

HCP, Inc.	17.02	45.16%
Ventas, Inc.	16.86	40.12%
Annaly Capital Management, Inc.	16.63	85.02%
Boston Properties, Inc.	15.93	61.41%
Vornado Realty Trust	15.87	55.10%
General Growth Properties Inc	15.48	64.32%

柒、對不動產市場、金融市場之影響及未來發展趨勢

如同新加坡，美國 REITs 投資標的領域亦十分廣泛，包括商場、旅館、工業廠房、辦公大樓、車庫、醫療機構、住宅等不動產，因此可以藉由不動產投資信託基金以活絡相關的不動產市場，且 REITs 募集之主要目的乃係獲取不動產之租金收入，維持穩定之收益率，而非短線炒作、哄抬不動產價格以轉賣賺取價差，REITs 購置不動產後即開始積極對投資標的進行招租、管理等管理經營行為，於提升租金收益率之同時，也可某程度避免不動產價格因短期炒作而過度上揚。根據「全球房地產指標」(Global Property Guide) 之統計，2011 年美國平均每月租金約美金 6,304 元，略高於香港的美金 6,235 元，且遠高於臺灣的美金 1,117 元；美國之平均之租金收益率為 4.69%，較臺灣之租金收益率 1.57% 高出近三倍；美國之房價與年租金比則約為 21 倍，故與臺灣相較，美國的商用不動產市場更適合 REITs 之發展。

此外，美國 REITs 內部管理之架構及相關法規配套，使得美國 REITs 得更加垂直化的發展不動產相關業務，從單純不動產之投資主體，更拓展到不動產之經紀、管理、租賃、維護等業務，而隨著 REITs 營運範圍的擴張，美國 REITs 之收入來源較具多樣性，因此美國 REITs 長期以來之獲利率均超越許多其他性質同為穩健型之金融商品，過去 20 年來，美國 REITs 之獲利率，除少數年度外，始終保持相當穩健之走勢，而 2011 年之獲利率亦從金融風暴後持續反彈，2011 年美國 REITs 之平均配息率約 4.83%¹⁴⁸，

¹⁴⁸ NAREIT，2012 年 1 月 4 日，

同時期之美國標準普爾 500 獲利率僅有 2.22%，美國 REITs 之獲利率已連續三年顯著優於標準普爾 500，在 REITs 獲利高於其他指標型金融商品的情況下，勢必會吸引越來越多穩健型投資人將 REITs 納入其投資組合而可能排擠其他穩健型金融商品之市場。

再者，由於美國 REITs 得投資海外不動產，雖然投資海外不動產與投資美國本地不動產之賦稅架構不同，且程序上亦較為複雜，惟海外不動產提供 REITs 更多元化之獲利來源，故近來美國 REITs 投資海外，尤其是歐洲不動產之趨勢日漸興盛，許多 REITs 紛紛進軍英國、法國等國家之交易價格和租金均持續成長之高價商用不動產，預計該些海外投資都將為 REITs 帶來相當之獲利，因此未來投資海外不動產將是美國 REITs 追求成長的趨勢之一¹⁴⁹。

雖然美國 REITs 近年來獲利表現優良，惟由於美國 REITs 對於來自日本之資金具有高度依存，根據統計，日本共同基金持有美國 REITs 流通股份總數之比率高達約 10%，而日本政府近來緊縮其貨幣政策，對於日本資金匯出海外之限制日趨嚴格，導致自 2011 年底開始日本資金投入美國 REITs 之比例已出現減少之趨勢，預期可能對美國 REITs 帶來負面影響，甚至導致 2012 年美國 REITs 獲利可能低於標準普爾 500 之預測¹⁵⁰；此外，歐洲部份國家嚴重的財政赤字、擲節措施與未來潛在的破產風險亦無可避免的將對美國市場帶來不利影響¹⁵¹。

<http://www.reit.com/Articles/2011-REIT>Returns-Increase-Four-Times-More-than-SP500.aspx>。

¹⁴⁹ NAREIT，2012 年 4 月 26 日，

<http://www.reit.com/Videos/US-REITs-Interest-in-Investing-Abroad-Growing.aspx>。

Forbes，2012 年 5 月 3 日，

<http://www.forbes.com/sites/investor/2012/05/03/five-u-s-reits-go-global-for-growth/>。

¹⁵⁰ The Financial Times，2012 年 1 月 18 日，

<http://www.ft.com/cms/s/0/16d29df0-41eb-11e1-9506-00144feab49a.html#axzz1untPX0Ek>。

¹⁵¹ NAREIT，2012 年 1 月 19 日，<http://www.reit.com/Videos/Looking-for-Low-Volatility-REIT-Stocks.aspx>。

第三章 我國不動產投資信託基金市場面臨之問題及建議

不動產投資信託基金於 1960 年代即自美國發源，目前掛牌上市之 REITs 即高達 160 檔，近年來市值及收益率均穩定成長；而相較於美國不動產投資信託發展之淵遠流長，鄰近我國之香港及新加坡引進 REITs 之時間點與我國相當接近，均於 2003 年至 2005 年間立法且於該期間皆有第一檔 REITs 首次掛牌上市。惟同為亞洲國家，香港及新加坡歷經 2008 年及 2009 年之金融風暴後，REITs 市場已逐漸復甦，2010 年及 2011 年均有新的不動產投資信託基金掛牌上市，甚至出現香港、新加坡雙重上市之 REITs，或是於香港掛牌上市但其股價以人民幣計價，或其投資標的位於中國等新型態之 REITs，我國卻自 2007 年之駿馬一號後即再無新的不動產投資信託基金問世，三鼎及基泰之星並已完成清算。故以下除簡要說明我國不動產投資信託基金市場所面臨之問題，主要將藉由觀察香港、新加坡 REITs 法規規範模式及實務運作情形，對我國不動產投資信託基金目前所遇到之瓶頸及困境提出建議。

第一節 我國不動產投資信託基金市場面臨之問題

我國不動產投資信託基金於 2005 年、2006 年間初始發行時，曾引起投資人之熱烈申購，各方參與者躍躍欲試，然而其後不動產投資信託基金市場並不熱絡，市場規模至 2007 年之駿馬一號發行後即未成長，甚至因三鼎及基泰之星之清算下市而市場規模減少。縱使不動產證券化條例於 2009 年修正，進一步開放追加募集及開發型之不動產證券化，主管機關亦陸續頒布或修正不動產證券化案件審查之相關規範，以利業者明確預期及遵循，不動產投資信託基金之發行市場仍然停滯不前，究其原因，乃涉及諸多我國市場面及制度面之因素。以下即簡要分析我國不動產投資信託基金市場目前所面臨之問題，以期由實務現況問題之分析找出活絡國內不動產投資信託基金之可能。

壹、商用不動產交易熱絡價格飆漲，租金收益未能相對提升，不動產投資信託基金適合之投資標的難尋

由於不動產投資信託基金除開發型外，主要之投資標的為「已有穩定收入之不動產」，且須具一定規模，另依「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」，對不動產投資信託之投資計畫，其風險分散或收益穩定性原則均有詳細規定¹⁵²，故首須覓得良好之投資標的，且符合法規之要求，始能作為不動產投資信託基金之投資組合，故不動產投資信託基金之規模能否成長，亦須不動產市場具備供給面因素。相較於2005年及2006年，全球方歷經SARS病毒之侵襲，不論是房地產或是其他經濟指標均受到嚴重衝擊，方逐漸復甦中，因此國內房地產市場交易也受到影響而衰退，故在不動產交易冷淡、交易價格不如預期之背景下，對於商用不動產所有權人來說，將良好之標的透過證券化市場去化，亦為籌措資金之方式，即不動產交易市場屬於買方市場時，證券化之安排機構較易找尋租金收益高之良好標的以進行證券化。反之，當不動產交易市場熱絡時，不動產所有權人於市場可以優異價格快速處分標的，相較於證券化過程具有程序嚴格（須經審查、估價）、時間冗長及成本高之特性（須支付專家及參與者費用），對於商用不動產所有權人來說，即缺乏證券化之意願。此外，於不動產上漲之際，倘租金收益亦等比例上漲，始可能達到一定之收益率，相較於其它金融產品不致遜色，較易為投資人所接受，過去我國不動產投資信託基金約有年收益率4%之報酬，似已成為基金募集評估之參考標準。

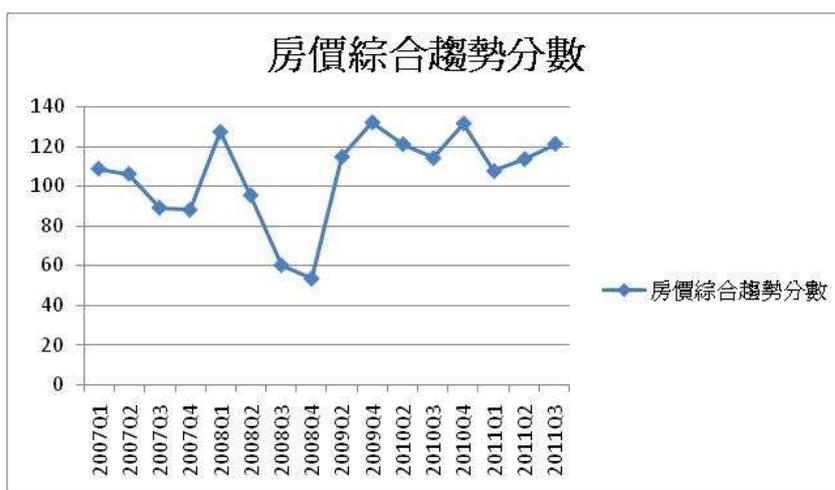
¹⁵² 受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法第十九條第二項規定：「前項第八款所稱未符合風險分散或收益穩定性原則，包括下列事項：一、租金收入集中於少數最終承租戶，或單一承租戶租金收入超過總租金收入百分之四十。二、預計購買標的扣除開發型不動產部份，最近三年之平均出租率未達百分之八十五以上。三、發起人、發起人之關係人或信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項第十五條所定之關係人，承租投資標的不動產之租金金額占該不動產總租金收入百分之十以上，且其承租租金金額低於專業估價者估計之租金市場行情百分之二十以上。四、預計購買之不動產標的，於發生單一意外事故時，損失將超過擬購買不動產總金額之百分之五十。五、投資於單一不動產之初始投資金額，超過基金投資不動產總金額之百分之四十五。」

近年來全球經濟已逐漸自金融風暴之低潮中復甦，而我國也因兩岸政策持續開放、陸資來台、壽險資金大量投入等等因素，使得我國不動產交易市場熱絡；此外，臺灣居住人口往都市化地區集中，導致都市區域之房價又遠較其他區域高漲，復加上幾次國有土地之標售引領起的一波豪宅興建風潮，與建商、媒體的推波助瀾¹⁵³，造成近年來臺灣房地產市場發展蓬勃，房價不斷升高，由下【表十三】及【圖十】所統計之房價綜合趨勢分數可知，上述因素加總之總體環境導致我國消費者在 2009 年後即抱持著房市看漲之預期心理。

【表十三】房價綜合趨勢分數統計表¹⁵⁴

年度	房價綜合趨勢分數	年度	房價綜合趨勢分數
2007Q1	108.89	2009Q2	114.89
2007Q2	106.29	2009Q4	132.29
2007Q3	89.14	2010Q2	121.24
2007Q4	88.11	2010Q3	114.2
2008Q1	127.5	2010Q4	131.7
2008Q2	95.51	2011Q1	107.7
2008Q3	60.18	2011Q2	113.7
2008Q4	53.33	2011Q3	121.4

【圖十】房價綜合趨勢分數統計圖¹⁵⁵



¹⁵³ 財團法人國家政策研究基金會，房價上漲之分析與抑制策略，2010年3月12日，<http://www.npf.org.tw/post/3/7176>。

¹⁵⁴ 本報告自行整理。資料來源：內政部營建署，<http://etp.cpami.gov.tw/Net/priceIndex/price-2.aspx>。

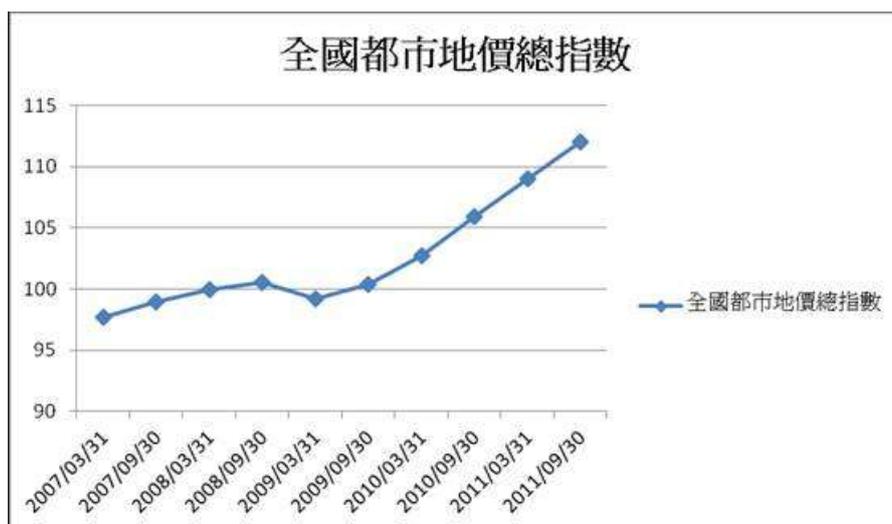
¹⁵⁵ 同前註。

基於上述市場因素，以及我國地窄人稠之特性，我國都市地價自金融海嘯後即不斷上漲（參下【表十四】及【圖十一】之全國都市地價總指數統計）。都會地區之商用不動產價格亦持續飆漲，交易熱絡，與五、六年前已不可同日而語。

【表十四】全國都市地價總指數統計¹⁵⁶

期別	全國都市地價總指數
2007/3/31	97.67
2007/9/30	98.92
2008/3/31	100
2008/9/30	100.51
2009/3/31	99.18
2009/9/30	100.38
2010/3/31	102.75
2010/9/30	105.93
2011/3/31	109.05
2011/9/30	112.05

【圖十一】全國都市地價總指數統計圖¹⁵⁷



相較於商用不動產價格上漲租金價格之變動卻相當平緩，以台北地區為

¹⁵⁶ 本報告自行整理。資料來源：內政部地政司，<http://etp.cpami.gov.tw/Net/priceIndex/price-4.aspx>。

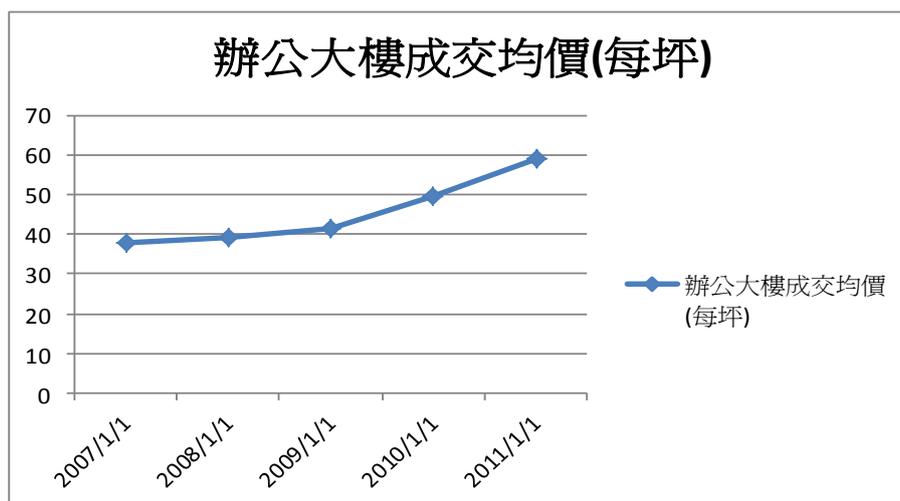
¹⁵⁷ 同前註。

例，由下【表十五】及【圖十二】可知，台北市商用辦公大樓的成交價格逐年增加，近五年每年平均漲幅高達 12.28%，就每坪成交價而言，2010 年至 2011 年每坪成交價更是增加約十萬元，反觀商用辦公大樓的租金價格在 2008 年下跌後才緩步回升（參考下【表十六】及【圖十三】），台北市商用辦公大樓的近五年之租金增加幅度著實有限，因此在交易價格持續飆升的過程中，商用辦公大樓之租金收益率並無顯著成長，不動產投資信託基金之租金收益率逐漸不如以往。故於各界對商用不動產仍看漲之預期心理下，賣方對標的待價而沽，進行證券化之意願不高；買方則評估租金收益率及證券化成本後裹足不前，造成可供證券化之標的難尋。

【表十五】近五年台北市商用辦公大樓平均成交價格¹⁵⁸

時間	辦公大樓成交均價（每坪）
2007	37.6 萬
2008	39 萬
2009	41.2 萬
2010	49.3 萬
2011	59.2 萬

【圖十二】近五年台北市商用辦公大樓平均成交價格曲線圖¹⁵⁹



¹⁵⁸ 資料來源：永慶資產管理，2009 年至 2011 年商辦季報。

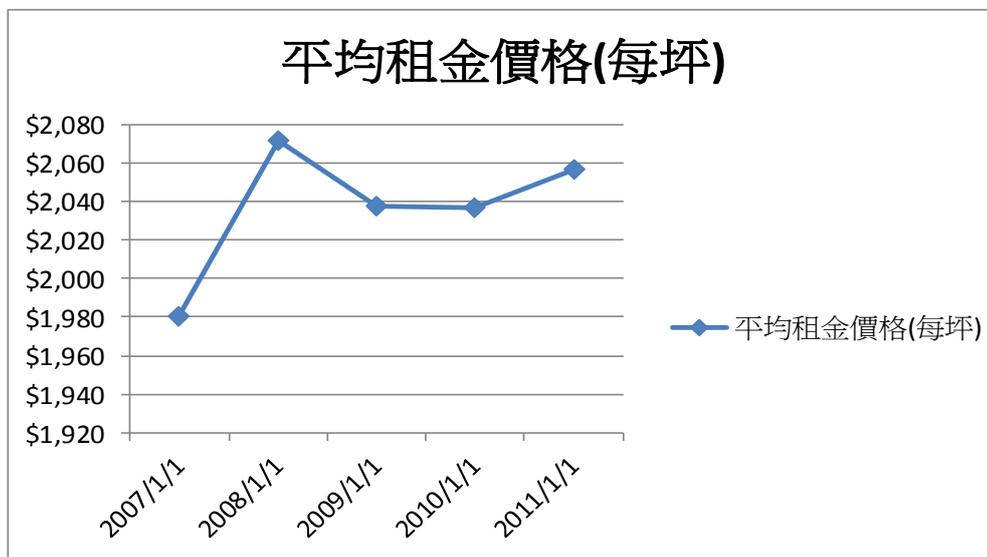
<http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20111221000125&cid=1210>。

¹⁵⁹ 同前註。

【表十六】近五年台北市商用辦公大樓平均租金價格¹⁶⁰

時間	平均租金價格 (每坪)
2007	\$1,980
2008	\$2,072
2009	\$2,038
2010	\$2,037
2011 ¹⁶¹	\$2,057

【圖十三】近五年台北市商用辦公大樓平均租金價格曲線圖¹⁶²



由上述分析可知，我國不動產市場「高房價、低房租」之現況，係不動產投資信託基金「購置新投資標的成本過高、現有不動產租金收益率偏低」之根源，也係不動產投資信託基金投資人寧可逕行清算資產也不願長期持有收益率偏低之受益證券之原因。雖然不動產價格飆漲並非我國獨有之現象，尤其鄰近我國之亞洲國家香港及新加坡之不動產交易價格亦係處於高點且持續上漲，與我國情況相同。根據「全球房地產指標」之統計報告（詳下【圖十四】），我國近五年平均不動產價格之成長幅度約為 20%，但仍大幅低於香港的 90%及新加坡的 60%。是以，不動產投資信託基金發展停滯，

¹⁶⁰ 本報告自行整理。資料來源：CBRE，2007-2011 市場指數簡介。

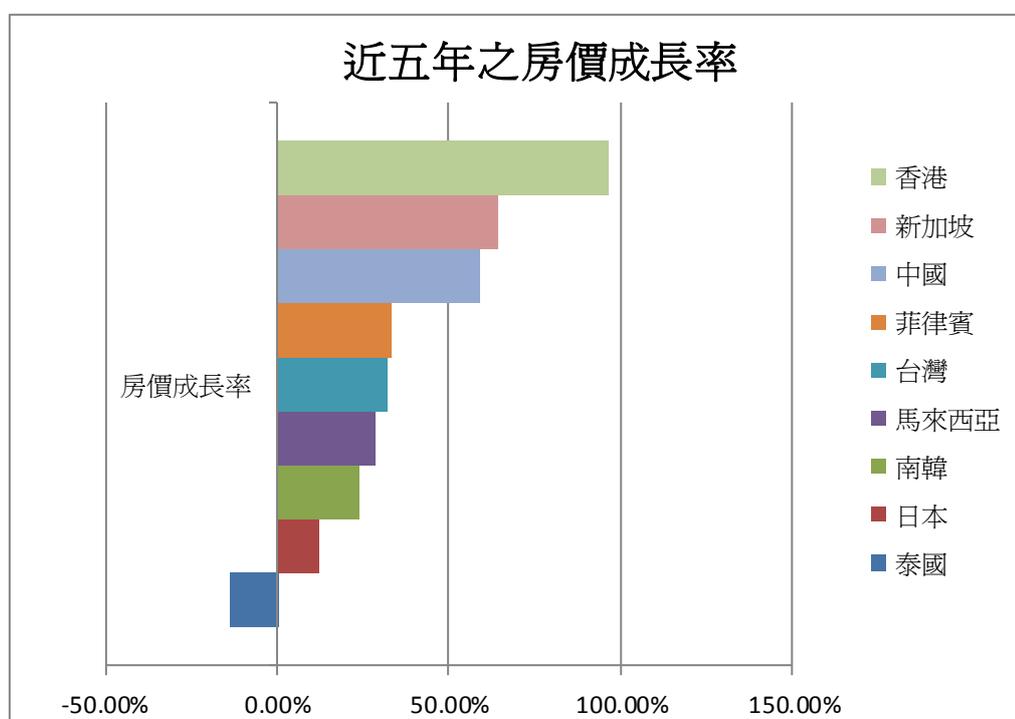
¹⁶¹ 統計至 2011 年第三季。

¹⁶² 本報告自行整理。資料來源：CBRE，2007-2011 市場指數簡介。

主因乃係不動產租金漲幅遠低於不動產交易價格之漲幅，由下【圖十五】可知，我國不動產租金收益率為全亞洲最低之國家。因此，我國之房價租金比高達 64 倍，為全亞洲最高之國家（詳下【表十七】及【圖十六】），為香港及新加坡之兩倍，更是美國之三倍。因此，其他國家之不動產投資信託基金在房價處於高檔時，因為租金價格也相對應的成長，故仍能維持相當之租金收益率。

【圖十四】亞洲主要國家近五年房價成長率¹⁶³

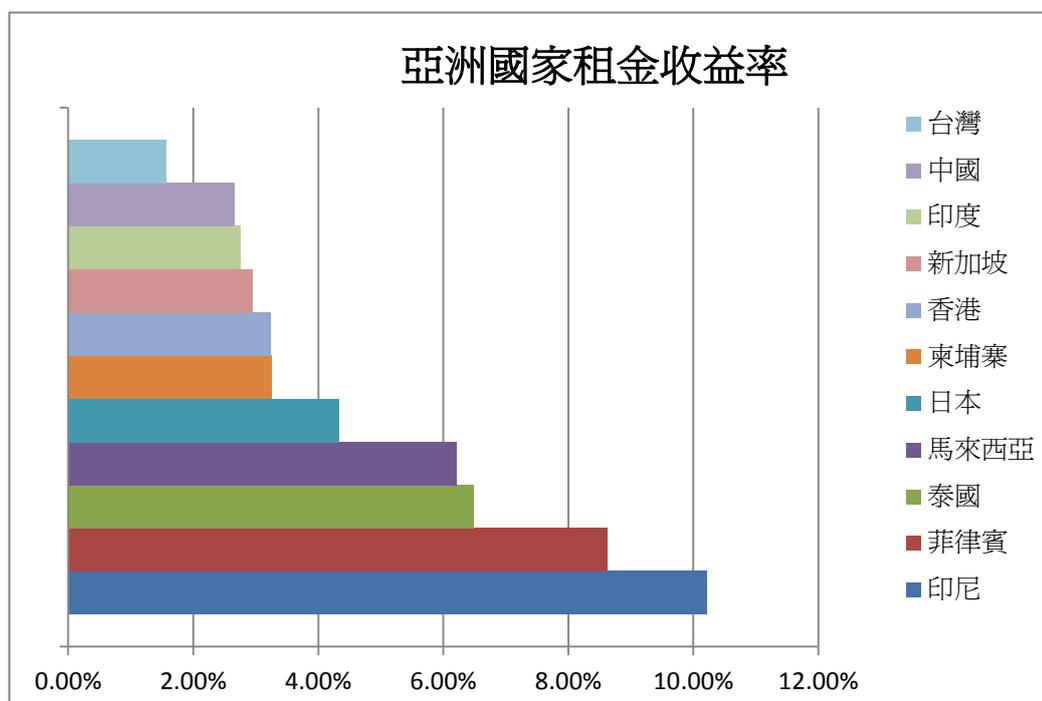
(2006 年第四季至 2011 第三季)



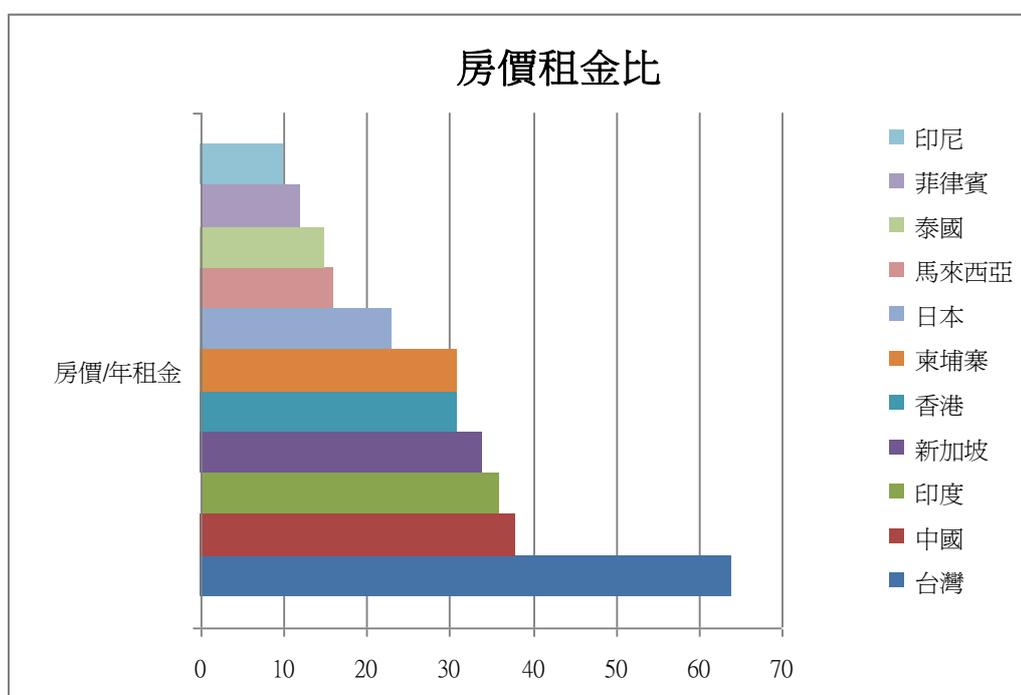
¹⁶³ 本報告自行整理。資料來源：Global Property Guide，<http://www.globalpropertyguide.com/>。

【圖十五】2011年亞洲主要國家租金¹⁶⁴收益率¹⁶⁵

(標的：120 平方公尺之公寓)



【圖十六】2011年亞洲主要國家房價除以年租金¹⁶⁶比



¹⁶⁴ 此處之租金乃係以 120 平方公尺之公寓租金為基準。

¹⁶⁵ 本報告自行整理。資料來源：Global Property Guide，<http://www.globalpropertyguide.com/>。

¹⁶⁶ 此處之租金乃係以 120 平方公尺之公寓租金為基準。

【表十七】2011年我國、香港、新加坡及美國房價租金比及租金收益率比較表¹⁶⁷

國家	房價租金比 ¹⁶⁸	租金收益率
臺灣	64年	1.57%
香港	31年	3.23%
新加坡	34年	2.94%
美國	21年	4.69%

由【表十八】及【圖十七】所統計我國各檔不動產投資信託基金之收益率觀之，相較於出售不動產之投資報酬率，不動產投資信託基金之租金收益率偏低，加上受益證券之流動性偏低，股價低於淨值，也因此相較於長期持有受益證券穩定分配報酬，清算不動產投資信託基金之反而成為受益人考慮之選項。

【表十八】我國不動產投資信託基金歷年收益率統計¹⁶⁹

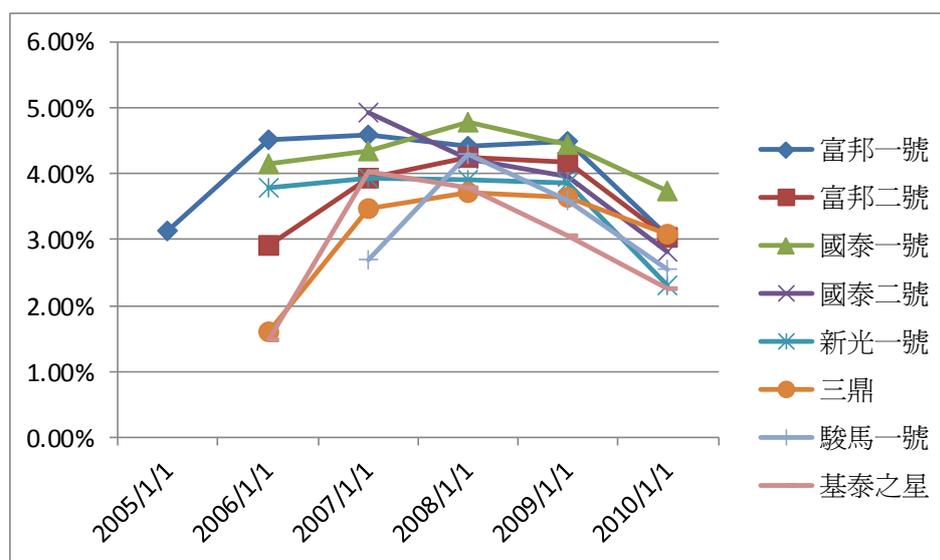
年度	富邦一號	富邦二號	國泰一號	國泰二號	新光一號	三鼎	駿馬一號	基泰之星
2005	3.12%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2006	4.52%	2.91%	4.15%	N/A	3.78%	1.61%	N/A	1.47%
2007	4.59%	3.93%	4.35%	4.92%	3.94%	3.46%	2.69%	4.04%
2008	4.43%	4.24%	4.79%	4.22%	3.91%	3.71%	4.29%	3.78%
2009	4.50%	4.18%	4.44%	3.95%	3.87%	3.64%	3.59%	3.07%
2010	3.07%	3.04%	3.73%	2.81%	2.30%	3.08%	2.54%	2.26%
2011	2.92%	2.88%	3.55%	2.73%	2.08%	41.14%	2.81%	27.73%

¹⁶⁷ 本報告自行整理。資料來源：Global Property Guide，<http://www.globalpropertyguide.com/>。

¹⁶⁸ 所謂「房價租金比」係以平均房價除以每年平均房租，亦即計算共需繳交幾年租金方足以購置不動產。

¹⁶⁹ 本報告自行整理。資料來源：公開資訊觀測站，<http://newmopsov.twse.com.tw/>。收益率係以當年財報所得除以總資產。

【圖十七】我國不動產投資信託基金歷年收益率統計圖¹⁷⁰



貳、受益證券交易價格折價，增加募集難度

就我國不動產投資信託受益證券歷年之市場交易價格及交易量觀之，我國不動產投資信託受益證券流動性過低，甚至導致次級市場交易價格低於淨值之現象。究其原因，可能包括我國不動產投資信託基金之投資人不乏大型法人機構，例如金控、壽險業者等，且其投資總額通常占各檔基金總發行量之相當比例；該等大型法人機構之資產配置係由各類不同風險及獲利之投資部位搭配組合，而由於不動產投資信託受益證券獲利穩健之特性，法人投資人通常傾向長期持有受益證券，不會於公開市場頻繁交易；此外，我國不動產投資信託基金之操作亦趨保守，於基金募集成立並購入初始投資標的後，即較少有積極之投資與處分，以增加基金之收益，故較少有題材吸引投資人注意，導致我國不動產投資信託基金受益證券之流動性相對偏低，低流動性進而造成受益證券之市場交易價格低於基金淨值，市場價格不佳。由下【表十九】可知，歷年各檔基金之股價並無大幅之波動，其中三鼎、駿馬一號、基泰之星等三檔基金之歷年股價更是顯著低於

¹⁷⁰ 本報告自行整理。資料來源：公開資訊觀測站，<http://newmopsov.twse.com.tw/>。因 2011 年三鼎及基泰之星皆於清算出售資產，收益多為資本利得，故本圖僅統計至 2010 年之收益率。

其淨值及面額，三鼎及基泰之星兩檔係直至其公告召開受益人會議討論決議清算事宜後，股價方逐漸回升至面額。參考下【表二十】之歷年成交筆數統計表可知，我國不動產投資信託除基金發行初期之交易較為活絡外，其後之交易筆數即呈現下降之趨勢。

【表十九】我國各檔不動產投資信託歷年股價比較表¹⁷¹

年度	富邦一號	富邦二號	國泰一號	國泰二號	新光一號	三鼎	駿馬一號	基泰之星
2005	10.22	N/A	10.09	N/A	10.06	N/A	N/A	N/A
2006	10.87	10.76	10.41	10.87	10.44	9.96	N/A	9.96
2007	12.21	11.43	10.40	10.84	10.76	8.60	8.86	8.62
2008	10.94	9.89	10.06	9.86	9.39	6.96	8.26	7.36
2009	10.55	10.01	10.32	9.86	9.14	7.05	7.49	5.73
2010	11.54	10.64	11.10	10.93	9.93	9.79	8.44	8.09
2011	12.82	11.21	12.62	11.80	10.40	14.39	9.45	10.95

【表二十】我國各檔不動產投資信託歷年成交筆數比較表¹⁷²

年度	富邦一號	富邦二號	國泰一號	國泰二號	新光一號	三鼎	駿馬一號	基泰之星
2005	29,033	N/A	18,237	N/A	3,021	N/A	N/A	N/A
2006	10,039	14,596	24,606	10,136	23,396	5,015	N/A	1,544
2007	6,342	10,468	20,950	12,142	12,989	7,776	3,234	2,928
2008	9,371	17,528	21,215	13,378	12,919	3,572	3,725	4,303
2009	3,716	5,303	14,695	9,356	6,158	3,731	3,742	2,894
2010	4,056	4,729	11,196	4,707	6,486	9,586	6,927	4,297
2011	3,796	3,681	12,971	4,437	7,133	35,464	6,374	17,548

參考下【表二十一】，三鼎及基泰之星不動產投資信託基金於公告將召開受益人會議討論清算事項前之交易價格約低於淨值 2 至 3 元，即折價幅度二至三成，由於近年來商用不動產交易價格之持續成長，因而有部分受

¹⁷¹ 本報告自行整理，股價為當年度平均收盤價。資料來源：臺灣證券交易所及財團法人證券櫃檯買賣中心。

¹⁷² 本報告自行整理，成交筆數為當年度平均成交量。資料來源：臺灣證券交易所及財團法人證券櫃檯買賣中心。

益人提議終止信託契約進行清算，出售基金持有標的以獲利了結；清算消息發布後股價即開始上漲，至受益人會議召開當日，交易價格已接近基金淨值。三鼎與基泰之星日前已終止上市櫃，三鼎最後一個交易日（2012年3月29日）之收盤價為每股14.10元¹⁷³，基泰之星最後一個交易日（2012年2月2日）之收盤為每股13.17元，均相當接近其淨值。根據得標金額之計算，三鼎及基泰之星進行清算公開標售其所持有之不動產，三鼎之溢價率高達44.9%¹⁷⁴，基泰之星之溢價率則為9.8%¹⁷⁵，故兩檔基金2011年度之收益率均攀新高，三鼎高達41.14%，基泰之星亦有27.73%之高收益率（參前【表十八】）。有鑑於兩檔清算基金清算年度之高收益率，可顯示出於目前商用不動產價格持續高漲之市場現況下處分基金持有之不動產之獲利，遠較近年平均2%至4%之租金收益率高出許多，也凸顯了目前我國不動產投資信託基金之股價被低估之現象。

【表二十一】三鼎及基泰之星清算重要時點之股價與淨值比較表¹⁷⁶

時點	三鼎		基泰之星	
	交易價格	淨值	交易價格	淨值
公告召開受益人會議 討論清算事項 ¹⁷⁷	8.73	11.00	7.80	10.76
清算決議日 ¹⁷⁸	12.4	11.05	10.18	10.79
金管會核准公布日 ¹⁷⁹	14.37	11.94	11.81	10.76
終止上市櫃前價格 ¹⁸⁰	14.10	14.57	13.62	13.17

¹⁷³ 三鼎於2012年3月1日曾分配受益，每股分配現金股利約9.23元。

¹⁷⁴ Money DJ 理財網新聞，2011年11月24日，
<http://www.moneydj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=5a9fdd47-e03c-46d0-897c-3cc0aaee88ac>。

¹⁷⁵ Money DJ 理財網新聞，2011年10月12日，
<http://www.moneydj.com/kmdj/news/NewsViewer.aspx?a=ffd33fc2-095b-46ad-bae6-7cf18d38c7a9>。

¹⁷⁶ 本報告自行整理。資料來源：公開資訊觀測站，<http://newmopsov.twse.com.tw/>。

¹⁷⁷ 基泰之星於2011年3月17日公告召開受益人會議討論清算事項。三鼎於2010年10月28日通過清算決議，已於2012年3月30日終止上市，並於2012年4月10日公告清算分配基準日為2012年4月7日，清算分配發放日為2012年4月20日。

¹⁷⁸ 三鼎於2010年10月28日通過清算決議但未通過變更計畫，基泰之星於2011年5月6日通過清算決議及計畫變更。

¹⁷⁹ 金管會於2011年8月11日核准三鼎基金變更計畫，於2011年6月15日核准基泰之星變更計畫。

¹⁸⁰ 因三鼎已於2012年3月30日終止上市，以2012年3月30日之淨值及交易價格為準，因基泰之星已於2012年2月3日終止上櫃，故以2012年2月2日之交易價格為準。

就歷年觀之，我國不動產投資信託受益證券之交易價格經常處於低於淨值之狀態，部分受益證券交易價格甚至低於每股 10 元之面額。惟自三鼎及基泰之星清算後，不動產投資信託基金退場機制獲得確立，且受到清算後溢價率高的激勵，投資人信心增加，再加上近日來，股票市場因證所稅、油電雙漲等議題而表現不佳，具有穩定收益性質及抗通膨題材之不動產投資信託基金又受到青睞，受益證券於 101 年 4 月後交易價格出現回升超越淨值之情形出現，交易數量亦稍有回升，不動產投資信託基金之價量是否獲得支撐或曇花一現，後續發展值得觀察；惟由上【表二十】歷年成交筆數統計表可知，我國不動產投資信託基金受益證券長期之交易狀態仍有動能不足之疑慮，市場上如擬有新的不動產投資信託基金募集發行仍必須具有更優良之賣相或其他誘因，始可能受到投資人青睞。

參、受託機構與管理機構之權責劃分與專業分工之探討

我國不動產證券化條例對不動產投資信託基金之監理架構，係以受託機構為規範主體，即受託機構不但係不動產投資信託基金募集發行受益證券及申請送件之主體¹⁸¹，亦為信託財產管理及處分之法定權責機構，有關基金之公告事項及受益人會議事項，均由受託機構為之。不動產證券化條例同時允准受託機構得另行委任具有不動產專業之管理機構，由管理機構在受託機構授權之範圍內，進行信託財產之管理及處分¹⁸²；故管理機構雖

¹⁸¹ 我國不動產投資信託基金之募集除依不動產證券化條例第 6 條規定外，需遵守「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」規定，檢附相關書件申請，無論就標的之篩選及安全性、收益穩定之認定、估價及專家意見等，均訂有標準。有關基金追加募集事項，金管會 2012 年 2 月 3 日核定信託公會訂定之「不動產投資信託基金追加募集或追加私募受益證券發行價格決定方式及優先認購應遵行事項。」

¹⁸² 依不動產證券化條例第 6 條第 1 項第 8 款規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券，檢具之書面包括「委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件」。不動產管理機構之定義依不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 12 款規定為：「指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、不動產租賃業或其他經主管機關核定之機構。」另依不動產證券化條例第 56 條第 1 項規定：「不動產管理機構有下列情事之一，經受託機構通知限期改善而未於指定期限內改善者，受託機構得終止委任契約，移轉其受任事項予其他不動產管理機構，不受原委任契約之限制，並於終止後陳報主管機關備查：一、違反委任契約之約定事項。二、業務或財務有嚴重缺失時。」

進行基金及不動產之管理及投資策略及計畫之擬定，惟架構上須受到受託機構之監督，其建議須經受託機構核可後執行¹⁸³。又管理機構違反委任契約之約定事項、業務或財務有嚴重缺失時，如符合不動產證券化條例第 56 條規定，受託機構得終止委任契約，無須召開受益人會議。即管理機構並無法律明定之固有權限，而是基於受託機構之委任，此種以受託機構為主體的監管架構，與國外 REITs 的監理架構及權責劃分有明顯的差異，亦與我國之證券投資信託基金之規範係由負責基金操作之證券投資信託事業負主要法律上之權責者不同¹⁸⁴。以香港及新加坡 REITs 為例，管理機構為基金募集及管理之主體，本身須取得執照並受到法規的嚴格監管，其權責亦為法規所明定，管理機構主導基金投資之方向，主管機關認為管理機構有失其職時，可以撤銷牌照或予以糾正；相較之下，我國管理機構及其業務並非特許，僅係透過受託機構以委任契約之方式賦予管理權限並由受託機構予以監督¹⁸⁵。

然而我國實務上，並無專營不動產投資信託之信託業，自基金初始投資標的之安排及基金募集之始，並非由受託機構主導，多數基金與管理機

¹⁸³ 依受託機構委任不動產管理機構辦理不動產投資信託業務委任契約範本第 5 條第 2 項規定：「不動產管理機構應提供之基金資產管理服務入下：…二、於信託契約第 條所規定本基金之投資標的、基本方針及投資策略範圍內，向受託機構提出具體個案之投資建議及投資分析報告，以供受託機構作成投資決定，並經受託機構核可後執行之。」

¹⁸⁴ 我國證券投資信託基金係依據證券投資信託及顧問法，「證券投資信託契約」之定義依該法第 5 條第 1 項第 1 款規定：「指由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人間權利義務之信託契約」。證券投資信託事業需符合法律之規定，負責基金之募集、發行及行銷，及基金之操作。基金保管機構之角色，依該法第 5 條第 1 項第 2 款規定：「指本於信託關係，擔任證券投資信託契約受託人，依證券投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付證券投資信託基金，並依本法及證券投資信託契約辦理相關基金保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。」

¹⁸⁵ 管理機構應具備之資格及委任契約之應記載事項，不動產證券化條例則授權由中華民國信託業商業同業公會訂定「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」規範之，金管會並公布委任契約範本，就委任契約中應記載之管理機構之權利義務制定參考範本；另依「信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項」第 7 條規定：「信託業應針對本業務訂定委託不動產管理機構之評審標準及流程。信託業應督導所委任不動產管理機構之內部控制與稽核制度之建立及執行。就不動產管理機構管理兩個以上之信託計畫或管理之信託計畫淨資產達新台幣五十億元以上者，信託業應責不動產管理機構每年委任會計師針對內部控制制度出具審查報告；未達上述標準者，信託業應責不動產管理機構每年出具內部控制制度評估報告書，並由董事長、總經理及稽核部門主管聯名出具內部控制制度聲明書，提報董事會通過，其內部稽核人員並應符合公開發行公司建立內部控制制度處理準則第十七條之規定。」，上開規範密度及規範位階均略顯不足。

構所屬集團有關，基金之命名¹⁸⁶，如：富邦一號、國泰一號、新光一號...等之不動產投資信託基金，均與管理機構所屬之集團有關。又基金日後管理的方向、管理方式、基金標的投資及處分時機，甚至基金之投資收益創造，受託機構多須仰賴管理機構之專業判斷及建議，突顯基金之操作績效，應視管理機構之專業與能力，甚至實務上考量管理機構處理事務之重要性、複雜性與專業性，管理機構報酬亦高於受託機構報酬¹⁸⁷，該實務情形固與國外 REITs 實務運作類似；然而我國法規上卻係由受託機構負法律上之權責，且受益人會議係由受託機構進行績效報告，並對管理機構進行適格性檢討；於此架構下，受託機構須自行就投資管理之成果負責任；管理機構為建議基金投資及處分之專業機構，本應對績效負責，卻毋須直接面對主管機關監理及投資大眾，故二者在專業分工及權利義務上並非平衡，管理機構及受託機構於法規上所得扮演之角色似已與募集之初安排機構所籌劃之角色相背離。

又依不動產證券化條例，受託機構須遵守有關不動產投資信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露、風險管理與內部稽核及內部控制等之應注意事項¹⁸⁸；信託財產須每三個月評審一次¹⁸⁹。受託機構須承擔不動產證券化法

¹⁸⁶ 富邦一號其發起人為富邦建設股份有限公司、明東實業股份有限公司及道盈實業股份有限公司；主辦顧問為富邦綜合證券股份有限公司及富邦商業銀行股份有限公司（資料來源：富邦一號公開說明書）。國泰一號其發起人為國泰金融控股公司；主辦顧問為國泰綜合證券股份有限公司（資料來源：國泰一號公開說明書）。新光一號其發起人為新光人壽；主辦顧問為臺灣工銀（資料來源：新光一號公開說明書）。

¹⁸⁷ 以富邦一號為例，受託機構之報酬係依資產計收 0.0525%，管理機構報酬係依資產固定比例計收 0.2%。新光一號之受託機構報酬係依資產計收 0.035%，管理機構報酬係依資產固定比例計收 0.15%。資料來源：富邦一號及新光一號公開說明書。

¹⁸⁸ 依不動產證券化條例第 21 條，信託公會擬訂報請主管機關核定「信託業辦理不動產投資信託暨不動產資產信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露及風險管理應行注意事項」及「信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項」。依後者之注意事項第 8 條，信託業從事本業務應訂定下列之作業控制制度：一、不動產之投資作業控制制度。二、研究作業控制制度。三、不動產移轉、運用、收益控制制度。四、信託財產保管作業控制制度。五、資訊揭露作業控制制度。六、受益證券處理作業控制制度。七、關係人交易之控制制度。八、內部人買賣其發行之受益證券之控制制度。

¹⁸⁹ 依不動產證券化條例第 26 條規定：「受託機構依信託業法第二十一條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之。...」，依該條規定，信託公會擬訂報請主管機關金管會核定「不動產投資信託基金暨不動產資產信託之信託財產評審原則及淨資產價值計算標準」。

規下之義務與責任，甚而要求須有從事研究分析、投資決定人員¹⁹⁰，或比照國外對管理機構規範方式，規範受託機構辦理受益證券之行銷及資訊揭露之事項¹⁹¹。我國目前監理架構與香港、新加坡大相逕庭，如前所述，於香港及新加坡 REITs 架構下，法律有明定受託機構及管理機構之義務，其中不動產之管理及投資決策乃係由具有不動產專業之管理機構職司，受託機構之角色主要在「執行管理機構之投資指示」及必要之「監督」，除管理機構之投資或處分決策程度重大須經受益人會議決定，或顯然違背法令等情事外，受託機構對於管理機構之決策已經其委任之估價師評估價格合理性後即不須再為二次審查，其決策及執行顯然較符合專業分工及效率。

至於台灣部分，受託機構基於法令遵循，必須對於管理機構之建議再依相關法規要求進行內部審核流程，即管理機構進行標的投資或處分之評估與建議後，受託機構須進行核可，惟我國並無專營不動產投資信託之信託業，受託機構對影響基金之重大決定，受託機構則須送交董事會決議。故整體決策流程須歷經管理機構分析建議及受託機構之評估及同意，此時基金決策之效率恐須繫於受託機構與管理機構之良好配合及對基金管理方向之高度共識，始能運作順暢，否則即可能衍生決策疊床架屋或基金管理方向產生齟齬問題。尤其如前所述，在不動產價值飆漲之賣方市場之情形下，良好標的面臨多組買家競爭，如擬買入，須在一定時間內完成備標或決定；基金如擬處分不動產，亦須掌握良好之時機，此時不動產投資信託基金之決策除須仰賴管理機構之專業外，亦須受託機構在決策流程上予以配合，始可能完成。相較於國外，我國受託機構及管理機構管理之權責劃分與專

¹⁹⁰ 依「信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項」第6條規定：「信託業辦理本業務從事研究分析、投資決定、保管、交易執行之人員應明確劃分各職責，並規定不得相互兼任，以建立人員配置之分工牽制。」第9條規定：「信託業應建立有效不動產之投資作業控制制度，其主要內容包括：一、符合不動產投資信託或不動產資產信託契約所規定的投資目標、投資策略、投資組合和投資限制等要求。二、明確界定投資許可權限，遵守法令所訂之投資限制。…」似認為受託機構應有投資決定流程，非僅信賴管理機構。

¹⁹¹ 參「信託業辦理不動產投資信託暨不動產資產信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露及風險管理應行注意事項」之立法說明，就廣告及行銷事項，係參酌香港「單位信託及互惠基金守則」，暨我國證券投資信託事業從事廣告及營業促銷活動行為規範等，惟如前所述，香港之單位信託或我國之證投信基金，廣告或行銷之主體均為管理機構，並非受託機構。

業分工不相符合，導致缺乏良好市場機制及誘因，以鼓勵管理機構積極發展專業，或突顯出管理機構之經營能力與經營績效。

我國基金於募集發行後，實務上雖也嘗試融資增購或處分資產方式繼續活化資產以增加基金之收益¹⁹²，但整體而言，仍趨於保守，對不動產證券化條例修正後所增加之開發型不動產證券化或追加募集制度，均乏人問津。我國在架構上，無論是受託機構及管理機構，均缺乏誘因對不動產投資信託基金積極興利，進而求新求變。我國受託機構及管理機構之報酬目前均係以基金規模之固定百分比作為計算基準，即「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 12 條明文規定受託機構及管理機構不得收取績效獎金，此與香港、新加坡及美國均允許管理機構或管理團隊收取績效獎金者不同¹⁹³。由於香港及新加坡之 REITs 皆屬於集合投資計畫之一環，集合投資計畫下有各種不同類型之基金，均已對管理機構進行監理，而基金之收益多取決管理機構之管理能力，是以兩國實務上並未禁止管理機構收取績效獎金，並可於受益人會議中決定是否針對管理機構之報酬進行調整。美國則因 REITs 多採內部管理，管理團隊通常持有相當之 REITs 股份，且亦可約定績效獎金，管理團隊自得享有 REITs 績效之利益，而具有誘因。故與國外相較，我國監理及法制架構不同，實已衍生如上權責劃分與專業分工不符、缺乏誘因等問題，並對不動產投資信託基金市場之發展產生影響。

第二節 對我國不動產投資信託基金市場之建議

¹⁹² 富邦一號於 2005 年發行後，於 2006 年再以融資方式借款新台幣 2,234,666,668 元購入中崙大樓商場地上權及建物。新光一號 2005 年發行後，於 2009 年以融資方式借款新台幣 3,849,525,000 元增購新光中山大樓部份樓層；駿馬一號 2011 年處分中鼎大樓部份所空置之部份樓層。

¹⁹³ 美國管理團隊可收取績效獎金，計算基準由章程訂之。香港以泓富產業信託為例，受託機構報酬依資產固定比例計收，為資產價值 0.03%；管理機構之報酬及績效獎金，依基金資產固定比例 0.4%外加物業收入淨額 3%。新加坡以 Fortune REIT 為例，受託機構報酬依資產固定比例計收，為資產價值 0.03%；管理機構之報酬及績效獎金，依基金資產固定比例 0.3%外加物業收入淨額 3%。香港及新加坡皆以物業之收入做為績效獎金計算之依據，倘因管理機構之管理及招租的成果卓越，物業收入增加的情況下，當年度可分配予受益人之數額亦會增加。是以，管理機構並不以 REITs 的股價而係以物業收入做為收取績效獎金之基礎。資料來源：泓富產業信託及 Fortune REIT 公開說明書。

壹、短期建議

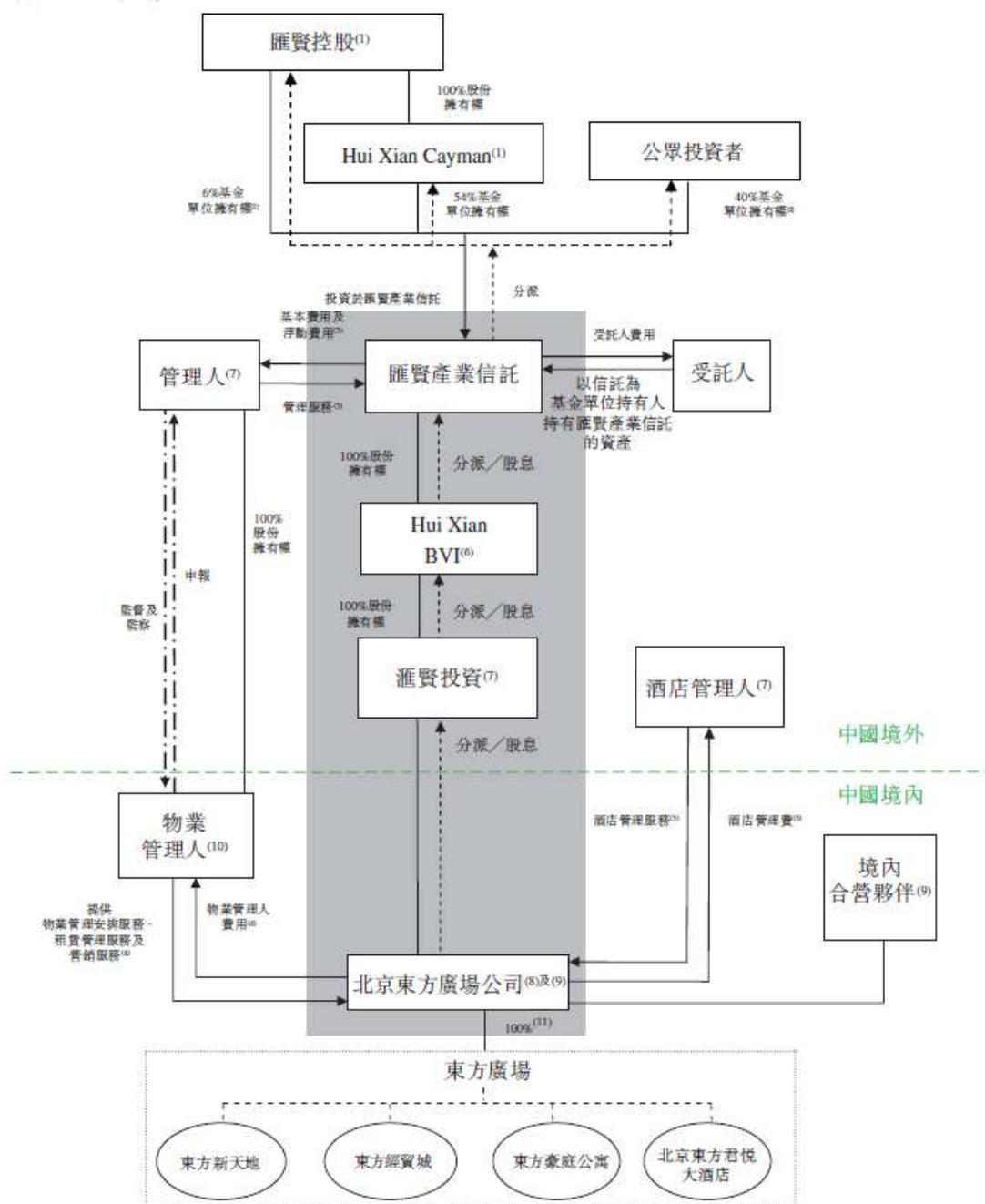
一、思考不動產投資信託基金海外投資之可能性，以增加基金操作之彈性

如前所述，我國近年來不動產市場價格飆漲，於國內尋覓適合之投資標的不易，不動產投資信託市場低迷，故如何在確保投資人權益之前提下，增加我國不動產投資信託基金之運用彈性，以增加市場之動能，可進一步思考。

於觀察國外制度時，美國、香港及新加坡 REITs 均有投資海外不動產之案例，我國法規對於投資海外不動產雖無明文限制，惟實務上並無不動產投資信託基金投資海外資產。以香港為例，匯賢房地產信託即係以投資中國不動產為主之 REITs，其投資架構圖如下【圖十八】，可看出於香港上市之 REITs 透過 SPV 進入中國投資，香港並於「房地產投資信託基金守則」中訂定「海外投資的應用指引」，針對基金投資海外資產的管理做出規範。另外，美國紐約證交所市值最高的權益型 REITs，Simon Property Group, Inc. 透過合資公司的方式投資法國、義大利、波蘭及日本等地之不動產。另一美國權益型 REITs ProLogis, Inc. 投資之不動產更廣及加拿大、法國、德國、比利時、波蘭、捷克、義大利、瑞典、日本及中國等地。而新加坡更有以中國、香港、印尼、馬來西亞、澳洲、紐西蘭等地之不動產為主的 REITs。考量臺灣地窄人稠，近年來商用不動產交易價格持續飆漲、租金收益率不理想的情況下，投資海外不動產不失為活絡我國現行停滯之不動產投資信託基金市場之方法之一，若基金得直接或間接投資價格適當、出租率、收益率穩定且長期而言具一定增值空間之國外商用不動產，不但可增加投資標的多元性，也可解決我國目前商用不動產價格過高難以進場之瓶頸。我國不動產證券化條例未限制不得投資海外標的，倘上市之不動產投資信託基金欲投資海外不動產，將涉及投資策略及投資計畫之變更，依現行法規須經受益人會議決議通過及主管機關之核准；惟投資海外資產，香港是採用 SPV 持有資產之方式，故海外資產之持有及管理方式，及主管機關應如

何監理皆有待研議；另就風險面而言，海外不動產市場之變化及走勢相較於國內勢必更難預測，伴隨而來之風險更須謹慎審視之。

【圖十八】匯賢產業信託架構圖



以香港睿富房地產基金為例，即有令人警惕之案例。睿富房地產基金於2007年於香港上市，該基金之房地產投資組合主要係位於中國北京的佳程廣場，惟睿富房地產基金上市未滿3個月時，竟發布通函公告開發商佳程

集團涉嫌對佳程廣場之租約造假，將每月實際每平方公尺 176 元人民幣之租金，偽造為每月每平方公尺 273 元人民幣，該消息公布後睿富房地產基金之股價持續低迷，加上唯一北京資產佳程廣場的出租率不佳，於是 2010 年 4 月 1 日受益人會議即以 86% 之贊成比例，決議通過出售北京佳程廣場、終止信託並清算下市，也成為香港第一檔下市清算的 REITs。由睿富房地產投資基金可知，雖然投資海外資產可增加基金的投資標的選擇，抑或有突破我國市場瓶頸之可能，惟當投資之標的不動產位於海外時，受託機構、管理機構之管理及主管機關之監管均非易事，如何避免管理上之盲點及強化主管機關之監理，避免上述造假舞弊之情況發生，以保障國內廣大投資人權益，實為投資海外不動產之一大難題。再者，現行管理機構及受託機構是否具有評估海外投資及管理海外資產的能力，如何與海外之不動產專業機構合作，以充分掌握海外不動產之市場狀況、法令、稅務、租賃狀態等問題及風險，仍有待業者思考與突破，以確保基金資產之安全性及受益人之利益。因此，思考不動產投資信託基金投資海外資產的可能性時，對於海外資產之持有架構、管理機構管理海外資產之能力，委託海外管理機構之費用對整體基金之報酬率之影響等因素及增加之風險，均須納入評估考量，誠須謹慎為之。然而，資本市場邁向國際化及自由化已為全球趨勢，目前金融主管機關亦正推動「具兩岸特色金融業務」之政策，各界均期待提升我國金融相關機構之競爭力。觀諸國內已有多家房仲業者透過國外子公司及與當地業者之合作，提供國人海外購屋及租賃管理之服務，且已有相當市場規模¹⁹⁴，似可窺知國人對於海外房屋市場的投資需求殷切。而相較仲介公司所提供購屋及管理之模式，我國不動產投資信託基金之管理機構或受託機構已具有管理基金資產之經驗及團隊，亦可建立與國外機構或

¹⁹⁴依信義房屋網站資料所載：「2010 年 7 月信義房屋不動產株式會社在日本正式開幕，掀起國人赴日買屋風潮，半年吸引將近 200 組客戶赴日看屋，成交 51 個物件，第一年便創下銷售 60 億日幣(約 21 億台幣)的佳績。而根據信義房屋 12 月針對網友『赴日買屋大調查』結果發現，台灣民眾對於赴日購屋躍躍欲試，有 5 成 2 的民眾指出，若有合適的物件願意至東京投資房地產。」參照：<http://www.sinyi.com.tw/about/stone-content.php/263>。此外，台灣房屋、大師房屋、中信房屋亦均有仲介國人投資海外不動產。海外市場除日本外，尚遍及星、馬、泰、美國等。

優質台商合作之模式，替投資人選擇良好之投資標的，深化基金之經營管理，嚴格控制風險，降低主管機關監管不易之疑慮；主管機關則可透過個案之審查及訂定規範加以把關。期由各界共同努力加以突破，以活絡我國不動產投資信託基金市場。

二、提昇受益人會議之功能

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12條第1項第1款規定，受託機構應至少每三年召集一次受益人會議，故受託機構為我國不動產投資信託基金受益人會議之有權召集機構，且其召集事由至少應包括信託財產管理績效之報告及管理機構適格性之檢討。此外，「受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本」有例示召開受益人會議之事由，包含：

1. 依據法令或信託契約約定，有應由受益人會議決議之事項須經決議者；
2. 修改、變更或終止信託契約者；
3. 變更不動產投資信託計畫。但其變更對受益人之權益無重大影響，並經向主管機關申請核准或申報生效者，不在此限；
4. 受託機構有辭任或解任情形時；
5. 增加受託機構或信託監察人之報酬；
6. 基金之移轉、合併或終止者；
7. 變更信託財產管理、使用及處分之原則；
8. 經主管機關指示之事項者；
9. 受託機構擬辦理本基金之追加募集時；
10. 其他重大影響受益人權益之情形發生者，經受託機構或信託監察人（如有）認為有召集之必要者。

實務上各檔不動產投資信託基金之信託契約除契約範本所規範之事項外，常見之約定事由則有：

1. 受託機構或信託監察人報酬之減少¹⁹⁵；
2. 增加管理機構報酬幅度達 10% 以上¹⁹⁶；
3. 辭任及改任管理機構¹⁹⁷。

另依「信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項」第 15 條規定，關係人交易事項符合一定條件者亦須經受益人會議同意¹⁹⁸。

相較國外有關受益人會議召開事由，香港及新加坡之 REITs 相關法規均條列受益人會議之召集事由。以香港為例，香港法規明定受益人會議原則係由管理機構一年召開一次，除了每年度應召開之受益人會議外，若有香港房地產投資信託基金守則中所列應召集受益人會議之事由，受託機構、管理機構或兩名或以上持有基金不少於 10% 的受益證券之受益人，亦有權隨時要求召開受益人會議，該些事由皆訂明於房地產投資信託守則¹⁹⁹。而新加坡不動產基金指引亦明定受益人會議每年應召集一次，每次間隔不得超過十五個月，相關法定應召開受益人會議決議之事項²⁰⁰訂明於指引中，並載明於信託契約中。會議討論事項除了由管理機構報告上年度之經營績

¹⁹⁵ 國泰一號信託契約第 28 條第 1 項第 5 款、富邦一號信託契約第 28 條第 1 項第 5 款、富邦二號信託契約第 28 條第 1 項第 5 款。

¹⁹⁶ 國泰二號信託契約第 29 條第 1 項第 6 款。

¹⁹⁷ 富邦一號信託契約第 28 條第 1 項第 9 款。

¹⁹⁸ 該注意事項第 15 條第 1 項有關關係人交易之控制制度，其第 5 款規定，關係人交易之預期交易價格達信託財產淨資產價值百分之五以上者，應事先經表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數同意之受益人會議決議通過。

¹⁹⁹ 1. 發行根據規定須獲得受益人批准的新單位。

2. 進行合併或收購。

3. 出售購入年期不足 2 年的房地產項目。

4. 更換基金的管理公司。

5. 改變基金的概括特色或性質，例如基金的投資目標或政策。

6. 改變基金收費及費用的水平或結構（只限於須獲得受益人批准的情況）。

7. 進行根據房地產投資信託守則規定，須獲得受益人批准的關連人士交易。

8. 要求撤銷基金的認可或取消其上市地位。

²⁰⁰ 1. 解任管理機構。

2. 當管理機構建議之交易佔基金淨資產價值的 5% 以上時，必須得到受益人同意。

3. 修改信託契約。

4. 解任審計人員。

5. 指示受託人依證券期貨法第 295 條採取行動。

6. 撤銷基金上市。

效外，亦可授權管理機構發行或是購回受益證券，惟目前我國並未開放管理機構發行或購回受益證券。年度中如有重大增購或處分資產的提議時，管理機構亦會發出通知召開臨時受益人會議，取得受益人之同意。

我國實務上有關受益人會議係由受託機構以書面方式召開²⁰¹，且易流於形式，對於面臨新購置或處分不動產是否須經受益人會議決議，法規則無明確之遵循標準，如對受益人權益無重大影響召開受益人會議亦可能致投資時機可能延宕，並且增加基金的成本，對投資人未必有利。然而香港與新加坡一年召開一次且規範較為具體，與我國有所不同²⁰²，此與受益人會議召集之主體為管理機構有重大關聯，然而此涉及我國不動產投資信託基金之監管架構，已如前述；且我國基金傾向追求穩健，有關基金之操作向屬保守，較無重大變化，甚至連承租戶之組成，亦無重大變化，似無如香港、新加坡一年召開一次的必要。此或為我國受益人會議易流於形式之原因，故有關受益人會議召開之事由及時機，如何兼顧基金運作之彈性及受益人權益之保障，亦有待深思。

再者，參考香港、新加坡之立法例，係由具不動產專業之管理機構主導 REITs 之運作，標的物之處分、投資決策等，原則上均係由管理機構為決策權責機關，與我國係由受託機構為法定權責機關之立法模式大相逕庭，惟就現行架構下，仍可思考管理機構於受益人會議中之角色，並提昇受益人會議之功能，例如：是否參考香港及新加坡立法模式，改由管理機構對投資人進行績效報告，或於受益人會議中，由管理機構提出年度重大工作計畫、投資計畫或追加募集之計畫等事項，提交受益人會議討論，並據以

²⁰¹ 實務上不動產投資信託基金之受益人會議均依金管會 96 年 4 月 24 日金管銀(四)字第 09600070680 號函備查「中華民國信託業商業同業公會會員以書面方式召開不動產投資信託基金受益人會議表決相關事項規範」辦理。

²⁰² 香港及新加坡係由管理機構代基金召開受益人大會，並於受益人大會中報告基金經營績效，建議收購之不動產現況，及其所管理之不動產翻新之進度等。較為特別的係受益人得決議授權管理機構購回一定比例之基金受益證券，如領匯房產基金、冠君產業信託皆於 2011 年取得受益人之授權。相較於我國召開香港受益人會議之決議事項可能較多，故有每年召開受益人大會之需求。新加坡則係法律明文規定每年需召開受益人會議，每次間隔不得超過 15 個月。

執行，以明確基金之管理方向，使基金管理之資訊更透明，同時取得受益人會議之授權，減少受託機構與管理機構間因就基金管理方向有不同想法或核可時程無法掌握，而影響投資機會。此外，亦可參考香港及新加坡，倘投資金額佔基金一定比例以上之投資計畫，始須受益人之同意，金額未達門檻之投資則可由管理機構自行決定之，並由管理機構於受益人會議中進行報告，對其投資決策向投資人負責。以上藉由受益人會議報告及討論事項之調整，將有助於投資人了解基金管理之方向，同時釐清或建立管理機構及受託機構之管理權責，並使基金之運作得以更加活潑。

三、基金追加募集程序之檢討

我國不動產證券化條例於 2009 年修法，增加不動產投資信託基金追加募集之法源，即依條例第 9 條第 5 項，不動產投資信託基金追加募集者，除應經受益人會議決議外，並應適用同條例第 6 條之規定，亦即基金追加募集須遵循與首次募集時完全相同之程序向主管機關申請核准。參考國外不動產投資信託基金追加募集之程序，美國公司型之 REITs 本即有公司法下授權資本制股份得分次發行之概念，故於核准發行之股份總數內，得視整體投資環境及投資標的之選定進行分次發行。香港房地產投資信託守則規定，REITs 在一定比例內可以進行追加募集，但超過一定範圍則須經受益人會議通過以保障受益人之權益；另依房地產投資信託守則第 12.1 條之規定，必須使受益人有機會認購追加募集發行之單位，保障其持有受益證券之比例，故除另有規定外，新發行之單位必須先按比例向現行受益人發售，倘未獲足額認購之情形下，始得分配或發行予他人，於此種情形下，新發行之單位倘超過前一會計年度終結日時已發行之單位總數之 20% 時，或按比例發行但該次發行增加不動產投資信託基金之規模超過 50% 時，則須經受益人會議決議通過方可為之。故盈餘轉增資時，因係比例發行，亦無超過基金規模 50%，即毋須經受益人會議之通過。而新加坡相關追加募

集係遵循上市規則之相關規定，原於上市手冊第 887 條第 1 項規定，於下列情況得不經受益人事前同意進行增資，新加坡 REITs 於不超過 10% 之在外流通發行股數，或管理機構先前於週年大會中經受益人普通決議得一般性授權，則可於不超過 50% 之在外流通發行股數進行增資，惟若非依比例向現有之受益人發行，則單次發行不得超過 20% 之在外流通股數以免現有受益人所持有之權益被過度稀釋。然上市手冊第 887 條於 2011 年 9 月 29 號刪除，其刪除之理由為新加坡 REITs 必須召開週年大會，增資之授權得於週年大會中由受益人自行決定，不須另外規範，且類似之標準於上市手冊第 806 條亦有規範，新加坡 REITs 依該第 806 條規範即可進行增資相關事宜，故將第 887 條刪除，惟追加募集之標準並未有所變動，但得不經事前同意而進行增資則僅限管理機構得受益人一般授權之情況，此外，管理機構仍須向新加坡證交所申請核准追加募集，新加坡證交所有權裁量是否核准不動產投資信託之追加募集。

由前述可知，香港及新加坡皆訂有授權管理機構一定比例之追加募集額度之相關規範，管理機構於一定比例下則毋須經受益人會議即可進行基金之追加募集，一般情況下仍須通知原受益人先行認購，而該等追加募集之規範即類似公司募集資金之授權資本制，倘我國參考美國或香港之立法例，適度簡化已發行不動產投資信託基金追加募集之程序²⁰³，使得經營穩健、資產管理良好等符合一定標準之基金，於市場出現適當投資標的時，能較簡便快速地完成追加募集程序以掌握投資契機，同時管理機構及受託機構

²⁰³我國不動產證券化條例第 9 條第 5 項規定，「受託機構募集或私募不動產投資信託基金，於核准或申報生效之總額外，追加募集或私募者，應經受益人會議決議」及不動產投資信託基金追加募集或追加私募受益證券發行價格決定方式及優先認購應遵行事項第 3 條第 1 項規定，「受託機構追加募集或追加私募不動產投資信託受益證券，應經受託機構董事會及受益人會議決議，且不得以臨時動議為之。」皆規範基金之追加募集需經受益人會議之決議。惟兩者皆未規範是否得採授權資本制之概念運行基金之追加募集，是否得於追加募集程序之子法中規範，由管理機構或受託機構於受益人會議報告基金之追加募集計畫，參考香港及新加坡明文訂定一定比例之追加募集(如授權分次發行金額不超過規模之 50% 時且單次發行不超過基金總額之 10% 或 20%)，經受益人決議在該規範比例下一次提高基金得募集之總額，往後根據追加募集計畫分次發行即無需再經受益人會議之決議，僅需將該次募集增購資產之計畫送交主管機關審核，減少召開受益人會議之程序可增加基金募集資金之彈性。有關追加募集相關程序之探討，另可參考「我國封閉型不動產投資信託基金追加募集可行性研究」，2005 年 6 月，廖咸興，謝哲勝著。

也因追加募集擴大基金規模而增加報酬收入，亦不失為增加我國不動產投資信託基金運作彈性之方向之一。我國不動產證券化條例修法迄今，尚無不動產投資信託基金追加募集之案例，值此不動產市場變化快速之際，如能參考國外制度，於提昇受益人會議功能之同時，進一步賦予受託機構及管理機構辦理追加募集時更大之彈性，將有助於因應市場之變化，亦有利於投資人，進一步活絡我國不動產投資信託基金市場。

貳、中長期建議—檢討不動產投資信託基金之監理架構，規劃長遠可行之架構

參考香港及新加坡 REITs 實務，均由知名的地產商為基金發起人並擔任管理機構負責管理 REITs，如新加坡的嘉德置地集團及香港的長江實業集團，藉由管理績效及商譽的提升，擴大新基金的募集及規模；法規上則因 REITs 亦屬集合投資業務之一環，REITs 如同證券投資信託，均以負責基金操作之管理機構為主要之規範對象，故均有明定管理機構之權責，對受託機構及管理機構間之權限分別依專業能力做適當且明確之劃分，且由於不動產相關資產之管理事實上具有高度專業性，故對於信託財產之管理及投資決策，原則上係以具不動產專業之管理機構為權責機關，管理機構做出投資決策後，除有法律規定之例外事由外，原則上受託機構均應加以執行。如前第二章所述，香港不僅受託機構須受到證監會之監管，香港房地產投資信託基金守則中亦規定管理機構須符合證券及期貨條例規範相關之發牌條件，方可獲證監會依證券及期貨條例發牌（亦即須符合一定訂條件並經主管機關核發許可，方得擔任不動產投資信託基金之管理機構），且依法管理機構為上市法團（即不動產投資信託基金）之董事，管理機構之董事及最高行政人員亦分別為該上市法團之董事及最高行政人員。因此，有關香港上市法團董事之相關責任，管理機構及其董事等管理階層亦須受到拘束，管理機構對於不動產投資信託持有資產之管理行為，亦應符合法

律明定之行為準則，香港管理機構在法規明確規範職權，並直接受到主管機關監管之前提下，相對地也被賦予較大之權限。而新加坡 REITs 法規除透過受託人條例規範受託機構外，管理機構亦須符合不動產信託指引之相關規範，並且須遵守新加坡金融管理局頒布之「適當人選準則」，直接受到金融局之監管，如同香港般，新加坡之管理機構在法規及主管機關監管密度較大之前提下，管理機構所被賦予之權限亦較大。美國 REITs 則因制度架構本身與我國、香港及新加坡較為不同，不動產投資信託基金即類似一般公司，由具不動產專業之管理團隊進行管理，並無受託機構與管理機構之區分。

如前所述，香港及新加坡均於 REITs 法律中明定受託機構及管理機構之權責事項劃分，透過法律位階之規範直接規範管理機構之權利義務，主管機關對於管理機構之監理亦悉依法律規定辦理之，尤其就 REITs 管理行為及投資決策之權限劃分及決策流程，法律皆有明確界定，原則上係由具不動產投資、管理專業之管理機構作成，除有法定例外條款之事由外，受託機構應尊重及遵循管理機構提出之投資或處分決策。美國 REITs 以公司型且內部管理為主，其運作更具有彈性。有鑒於我國以受託機構為主之監管架構，不動產投資信託基金實務上易產生受託機構及管理機構權責劃分不符專業分工、管理缺乏誘因等問題，前述香港及新加坡以具不動產專業之管理機構為不動產管理、投資決策主體、同時對於管理機構亦有同等於受託機構之高度監管之立法架構。新加坡則有商業信託之型態，由具專業之受託機構自行管理受託資產，不動產投資信託基金之型態多元。上述皆對於我國現行架構之檢討有相當參考價值，實有待各界深思。

由前述介紹之香港及新加坡立法架構觀之，我國不動產投資信託基金管理機構及受託機構之監管模式及權限劃分實仍有改善空間，惟監管模式之變革及權限之重新劃分，涉及我國不動產證券化條例及諸多子法架構之變更，以及法規對管理機構應如何監理之問題。香港及新加坡之立法模式，

均係針對「集合投資」之性質別，新加坡係制定集合投資計畫法，以集合立法方式制定集合投資業務所適用之法制及監管架構，再依各種不同類型之集合投資，訂定細節性之特別規範，而香港雖未制定集合投資業務之統一法規，惟係以其證券及期貨條例規範之集合投資計畫為本，制定各該集合投資計畫之相關守則。故不論是以證券、期貨或不動產為投資標的之集合投資基金，均能針對集合投資之業務特性，針對基金的各個參與者，包含基金經理人、管理機構或保管機構等，訂定較為一致性之監理規範，制度設計上較能迎合商品日新月異發展，並有利於業務長遠發展。相較於香港及新加坡，我國向來採分業立法方式，並對不同投資標的之基金業務區分不同主管機關，對於同屬向大眾募集資金投資，具有集合投資性質之證券投資信託與不動產投資信託，其法律、監理架構及主管機關殊異，前者較類似國外對集合投資之監理方式，以負責募集基金及投資決定之證券投資信託業者為規範主體，後者依不動產證券化條例及相關法規，係以受託機構為投資決策及規範主體，由受託機構委任管理機構，管理機構於我國並非特許行業，而與香港、新加坡明顯不同。相對於其他國家，我國集合投資之法制體系尚待整合及統一，實有改善空間，有待日後再行研議，並全盤思考法規架構，惟縱使如現行方式採不動產證券化條例之單獨立法模式，亦應考量修法，即思考上開架構問題及借重國外立法模式及經驗，增加管理機構規範法源，並制定管理機構相關監管機制，以重新界定劃分受託機構與管理機構之權責，規劃更長遠可行之架構。此外，我國不動產投資信託之架構，僅有單一型態，未如美國、日本、新加坡等有公司或法人形態，與國外相較，不若國外之多元化，應於審慎檢討後進一步研議修法，增加業者之選擇空間，並使法制架構更為健全。

第三節 小結

綜上所述，我國不動產投資信託基金所面臨市場發展受阻之問題，相較於美國、日本、新加坡各國的發展，可分從市場面及制度面觀察。

就市場面因素，目前我國商用不動產之價格持續上揚、租金卻未相對應成長，導致房價租金比過高、不動產租金收益偏低，適合之投資標的難尋，已構成我國不動產投資信託基金市場發展之障礙。故在不動產市場流動性佳，不動產所有權人售出不動產之獲利甚至可能為成本之數倍甚或數十倍²⁰⁴之情況下，不動產所有權人進行證券化發行受益證券之意願不高，而過去長期來受益證券之流通性不佳，甚至出現次級市場受益證券價格低於淨值情形，影響新基金之募集發行。惟基泰之星及三鼎不動產投資信託基金清算完成後，投資人信心似有回復，後續發展仍值得觀察。

就架構面因素，不動產投資信託之精神，本在透過專業機構之管理提升投資績效，而得成為投資人認同之投資工具；然而我國就集合投資業務未能整合立法，就證券投資信託與不動產投資信託二者之法律及監理架構殊異。不動產證券化條例及相關法令對於不動產投資信託基金監管之法律架構主要係針對受託機構，基金之募集發行及資產之管理處分，均須由受託機構負責，而由受託機構委任管理機構提供管理及處分之建議，受託機構對管理機構之建議有核可權。此種架構與募集之初受託機構所扮演者是屬於被動之角色有所不同，基於委任契約及實務上，受託機構仍須仰賴管理機構對資產管理處分之專業建議，而基金決策之效率則須繫於受託機構與管理機構之良好配合，我國受託機構與管理機構間之權責劃分與專業分工不符，對管理機構及受託機構均缺乏誘因對不動產投資信託基金積極管理，實已對我國不動產投資信託基金市場之發展造成阻礙。

參考香港及新加坡市場發展現況，雖也面臨不動產價格上漲之問題，但其 REITs 之運作機制較具有彈性，而得因應市場之變化，例如兩地新上市之 REITs 多以投資國外不動產做為其 REITs 之主要投資標的，即為一例。

²⁰⁴ 例如內湖日湖百貨於 2011 年 4 月停止營業，據稱係擬於原基地改建豪宅，<http://tw.news.yahoo.com/%E5%85%A7%E6%B9%96%E7%99%BE%E8%B2%A8%E5%B0%87%E6%AD%87%E6%A5%AD-%E6%B8%85%E5%80%89%E5%A4%A7%E7%89%B9%E8%B3%A3-080147839.html>。京華城亦於去年底傳出將歇業改建豪宅，若改建豪宅外界預估獲利將達 94 倍，<http://www.twhg.com.tw/newsmedia.php?dm=255>。

此外，無論是受益人會議之召開、基金之追加募集，運作上均較我國更有彈性，凡此種種，實有可資借鏡之處。於思考我國不動產投資信託基金所面臨市場發展受阻之問題時，於現行架構下，仍可透過思考我國不動產投資信託基金投資海外之可能性，安排或增加受益人會議之報告及討論事項，提昇受益人會議功能，檢討基金之追加募集程序等，以活化我國不動產投資信託基金之運作模式，活絡不動產投資信託基金市場。另就長期修法建議而言，鑒於不動產投資信託均屬於集合投資計畫之一環，其監管架構上是以管理機構為核心，藉由大型地產商的參與及過往績效，增加投資人對REITs的信賴，對管理機構有相當之法令限制，但同時有績效報酬作為誘因，故基金之運作上較為積極，市場發展即可較為多元及活潑。國外之監管架構及對管理機構之監理，較符合專業分工，亦提供市場機制使管理機構發揮專業。故長遠而言，實應檢討我國不動產投資信託基金之監管架構，增加管理機構規範法源，並重行思考受託機構及管理機構之權責劃分問題，並思考建立多元化之架構之可能性，使法制架構更為健全。

第四章 結論

我國不動產投資信託基金市場，自 2005 年首檔基金上市以來，共有 8 檔基金掛牌，發展至今，不動產投資信託基金市場處於停滯狀態，面臨受益證券收益率低、市場交易量小、流動性低，受益證券於次級市場之交易價格長期低於淨值（直至今年 4 月方出現高於淨值）等問題；且近期更接連有基泰之星及三鼎兩檔不動產投資信託基金進行清算下市，市場規模不增反減，相較於地理位置相鄰之亞洲國家香港及新加坡近年來仍持續有新的 REITs 問世，及市場最為蓬勃發展之美國 REITs 之發展，我國自 2007 年即無新的不動產投資信託基金發行，市場發展顯然面臨重大瓶頸，本報告乃針對香港、新加坡及美國之 REITs 進行研究分析，期能藉由探討外國 REITs 法制及實務情形，以深入了解我國不動產投資信託基金所面臨之問題。

美國係全球 REITs 最早之發源地，於 1960 年間即出現 REITs 之立法，目前上市之 REITs 約有 160 檔。美國聯邦法規對於 REITs 之主要規範乃集中於國內稅收法中關於 REITs 地位之要件及相關賦稅規定，關於 REITs 之運作管理、投資決策及監管，則散見於公司法規及信託法規等。美國實務上以公司型態且內部管理之 REITs 居多，故其運作模式即與一般上市公司類似，由公司之管理階層做出決策，並由董事會及公司內部其他組織監督管理階層之決策，同時受到美國證管會及各證交所之規範；而信託型的 REITs 的受託人角色乃係類似於公司型中的董事，與我國受託機構之角色並不相同，故 REITs 運作具有彈性，是其特色，惟美國 REITs 架構與我國法制架構差距較大，不若我國有受託機構及管理機構之兩機構之角色劃分。

香港與新加坡 REITs 的發展時間與架構及國家背景則與我國較為相近，香港 REITs 及新加坡集合投資計畫法下規範之 REITs 雖也屬信託型態，但

監管架構及專業分工則與我國之不動產投資信託基金仍有所不同，而與我國之證券投資信託基金較為類似。

香港 REITs 屬於證券及期貨法規範之集體投資計畫的一種類型，並應遵守香港證監會制定之「房地產投資信託守則」。該守則詳細規範受託機構及管理機構之分工，係以管理機構為營運香港 REITs 之主體，受託機構原則應執行管理機構之投資指示，並站在監督角色，為 REITs 委任估價師及評估管理機構之行為是否適法或符合組成文件之規定。此外，受託機構及管理機構皆受主管機關之監管，受託機構必須為銀行、銀行附屬之信託公司或受證監會認可之境外銀行或信託公司；管理機構則為應為受證監會認可發給牌照之資產管理機構。亦由於管理機構係香港 REITs 之營運主體，故受益人會議原則上應由管理機構每年召開並向受益人報告上年度之營運狀況，並明定許多情況及決策應經受益人大會的決議通過。由香港 REITs 規範之角度觀之，管理機構因受證監會之監管，故賦予其相對之權限以經營 REITs，對其權限範圍內之事項對受益人負責。

新加坡 REITs 的型態較為多元，本篇報告係集中介紹與我國不動產投資信託基金類似之集合投資計畫型態。該型態之 REITs 係受集合投資計畫法之規範，受託機構及管理機構之資格皆有法定標準，兩者皆受新加坡金融管理局之監管。新加坡之 REITs 與香港 REITs 類似，同屬集合投資之概念，係管理機構主導 REITs 之營運，受託機構站在監督之角色，監督管理機構之營運，由管理機構每年召開受益人會議向受益人報告營運成果，管理機構多具有大型地產商背景，並得收受績效報酬，其投資績效受到受益人之檢驗。

我國不動產投資信託基金呈現停滯狀態之可能原因眾多，首先，就市場面觀之，我國商用不動產價格持續上揚，尤其都會中心大台北地區之商用不動產價格更是大幅上漲，惟單純不動產交易價格高漲並非我國不動產投資信託基金發展停滯之原因，其原因實乃不動產租金漲幅遠低於不動產

交易價格之漲幅，於不動產價格偏高、租金收益卻偏低之現況下，已發行之不動產投資信託基金即便處分部分資產而有閒置資金，重新購置投資標的之成本已被墊高，實非進場購置新標的之適當時點，即便增購不動產，倘純粹收取租金收益，報酬率也將因成本提高而相當有限。故就市場面因素，募集或追加募集不動產投資信託基金，仍存有難處。

相較於臺灣，美國、香港及新加坡之不動產市場近年來亦十分熱絡，同為亞洲國家的香港及新加坡，2011 年之房價漲幅甚至超越我國，惟該兩國房價與租金之比率較我國平緩，故仍有近 3% 之租金收益率，幾乎為我國租金收益率 1.57% 之兩倍；此外，美國、香港及新加坡之不動產證券化法令皆開放 REITs 投資海外資產，在本國租金收益率較低之情況下，或和我國同為地狹人稠、標的物尋找不易之情況下，香港及新加坡亦能透過尋找值得投資之海外資產，維持不動產投資信託基金穩定之收益率。

除市場面因素外，美國、香港及新加坡 REITs 發展皆較我國靈活多元，其法規架構面之因素，值得我們深入探討。我國不動產證券化條例及相關法令對於不動產投資信託基金監管之法律架構主要係以受託機構為規範主體，此與香港及新加坡 REITs 之監理架構，以及受託機構及管理機構權責劃分之規範方式，實質上存有重大差異。察其癥結問題乃在於香港、新加坡之集合投資業務為整合立法，REITs 亦屬集合投資業務之一環，均以負責基金操作之管理機構為主要之規範對象，基金管理機構則可依其專業能力及投資績效，得到投資人認同，並同時受到主管機關之監管，但如前所述，我國就證券投資信託與不動產投資信託分別依據不同法律，其法律及監理架構殊異，實有待檢討；而我國實務上，並無專營不動產投資信託之信託業，有關基金之管理事項，均須由具有不動產專業背景之管理機構提出建議，但法規架構上，管理機構非特許事業，亦無法定固有權責，管理機構之評估建議，受託機構有核可之權利，受託機構基於法規遵循，有關基金之重大事項須經受託機構董事會決議，此時基金決策之效率則須繫於

受託機構與管理機構之良好配合及對基金管理方向之高度共識，始能運作順暢，現行架構下，受託機構與管理機構缺乏良好市場機制及誘因，難以突顯出基金之經營能力與經營績效。

由香港與新加坡不動產投資信託基金規範觀之，其管理機構及受託機構之權責劃分較為明確而符合專業分工，法規不但對於管理機構之資格均有明文規定，基金之運作原則上均由具不動產管理專業之管理機構主導，受託機構之角色較接近「執行」與「監督」。美國 REITs 雖主要為公司型，與我國不同，但亦強調管理團隊之專業性，並加強公司治理。國外架構賦予管理機構較大權責及誘因，操作較具彈性，決策效率高，管理機構並可領取績效報酬，而提供不動產投資信託基金市場發展之動能。

綜上，觀察美國、香港及新加坡 REITs 之市場，誠有諸多可供國人借鏡之處，國外 REITs 運作模式，相較之下較我國靈活，與我國鄰近、且同為地窄人稠之香港及新加坡目前有許多 REITs 係以投資國外不動產做為其主要投資標的，香港並開放以人民幣計價之基金上市，新加坡亦有幾檔基金主打投資中國大陸之房地產，並有基金同時於兩地進行雙重上市，可顯出香港及新加坡 REITs 之架構及標的較我國多元化，市場交易亦較我國活絡，對於 REITs 之投資及籌資之規定亦較具彈性，受益人會議召集事由規範亦較明確。就短期建議而言，可進行下列事項：1. 思考我國不動產投資信託基金投資海外之可能性，除應審慎評估所生費用及增加之風險外，業者可透過與國外專業機構及優質台商之合作，掌握不動產狀況及風險，主管機關則可透過個案之審查及訂定規範加以把關；2. 安排或增加受益人會議之報告及討論事項，提昇受益人會議功能，使受託機構及管理機構之管理方向及權責更明確；3. 檢討基金之追加募集程序等，使不動產投資信託基金之運作得更具有彈性，以因應不動產市場變化，活絡我國不動產投資信託市場。

就長期而言，應可進一步思考香港及新加坡集合投資之立法模式，且國外 REITs 除信託型態，亦有法人型態供選擇，法制均較我國多元而完備。我國不動產投資信託基金之監管架構以受託機構為出發，易生權責劃分與專業分工不符且管理缺乏市場誘因等問題，應可重行思考管理機構之監理方式及受託機構及管理機構之權責劃分問題，並透過修法方式，建立多元化之架構，增加業者之選擇空間，使法制架構更為健全。

我國不動產證券化條例歷經修正，各界對不動產證券化條例之發展均重視而努力，本報告所建議之方向乃拋磚引玉，仍有待與主管機關溝通，由業者同心協力，共同思考建立可行且安全之制度，提出相應之策略以達活絡市場之目標，以利我國不動產投資信託市場之發展。

附表：香港、新加坡、美國及我國之 REITs 制度比較表

國家名稱		香港	新加坡	美國	我國
REITs 法規制定時期		2003	1999	1960	2003
法制架構	主要稅務法規	所得稅法	所得稅法、個別通告	國內稅收法 (Internal Revenue Code, IRC)	所得稅法
	其他相關法規	證券及期貨條例、房地產投資信託基金守則	證券及期貨交易法、集合投資計畫法	各州公司法、信託法、1933 年證券法、1934 年證券交易法	不動產證券化條例
	監管機關	證券監督委員會 (SFC)	金融管理局 (MAS)	證券交易管理委員會 (SEC)	金融監督管理委員會(FSC)
基金型態	上市／非上市	只能上市	兩者均可	兩者均可	兩者均可
	外部管理／內部管理	外部管理	外部管理	兩者均可 (內部管理佔多數)	外部管理
	組織型態	信託	法人、信託	公司、信託、其他組織型態	信託
REITs 相關規範要件	申請主體	由 SFC 發給牌照之管理機構向證監會申請募集 REITs。	由 MAS 認可之管理機構向 MAS 申請募集 REITs。	由 REITs 之前身向證管會提出轉換為 REITs 地位。	由受託機構金管會申請核准募集 REITs。
	最低資本額	無	無	無	不動產投資信託基金初始募集金額用於計畫購買不動產之金額，未達新臺幣三十億元，主管機關得退回或不核准該募集案件
	最低投資人數	無	無	100 位。	受益證券之持有人，於每一年度中至少有 335 日合計應達 50 人以上，每一自然人、

					法人、基金及信託契約均視為 1 人。
投資人之持有 限制	沒有特別限制，但若係上市的 REITs 則必須遵守已發行股本總額必須至少有 25% 由公眾人士持有之規定。	至少 500 個受益人持有至少 25% 的比例。	任 5 位以下投資人之持有比例不得超過 REITs 之 50%。		任何 5 位投資人持有受益證券之比例不得超過該受益證券發行總金額之 50%。但獨立專業投資人所持有者，不計入上述金額。
收入限制	僅可投資於相當租借用不動產。特別目的事業公司 (SPV) 也可投資不動產。未產生收入之房地產項目，僅能佔總資產淨值之 10%。取得不動產最低須保有兩年。	至少 75% 以上的資產須投資於產生收入的不動產。對於特定證券、基金之投資不超過總資產之 5%。	1. 75% 之年度收入須源自於不動產相關收入。 2. 95% 之年度收入須源於上述 1. 之來源、及其他利息、股利或處分其他債券之收入。		投資或運用於現金、政府債券及不動產相當資產投資標的金額，合計不得低於該基金淨資產價值之 75%。
資產限制	1. 可投資香港和海外可產生收入的房地產； 2. 無法投資於閒置土地及進行房地產之開發活動； 3. 基金可以 SPV 投資於酒店或遊樂園； 4. 無法提供信貸、為任何他人承擔債務且無法於受託機構為事前同意之情況下以資產為其他債務擔保； 5. 無法購買任何負有無限債務的資產；	1. 基金可投資新加坡和海外可產生收入的房地產； 2. 基金不得投資空地或抵押貸款。	1. 至少 75% 之資產須係不動產、政府公債、現金及現金項目； 2. 投資於任一他公司發行之證券不得超過 REIT 總資產之 5%； 3. 投資於任一他公司發行股份不得超過該公司已發行股份表決權數之 10% (但其他 REIT 或其他投資人之子公司不在此限)； 4. 投資於任一他公司發行之股份不得超過該		運用於現金、政府債券及不動產相關資產不得低於 75%。

	6. 原則無現金持有之限制。		公司已發行股份總數之 10%； 5. 不得持有其他不動產投資信託或其他投資人之子公司超過 25% 之股份。	
分配原則	90% 以上之年度收入須分配予投資人。	90% 以上之年度收入須分配予投資人。	90% 以上之年度收入須分配予投資人。	受託機構應於契約中明定每年配息比率至少為可分配收益 90% 以上。
其他投資限制	不可以投資空地，並不可以購入可能使其承擔無限責任的資產不可從事地產開發活動。	原則不得投資空地或抵押貸款，如須投資空地後興建，則不動產投資合約價值，不得超過資產價值的 10%。允許進行不動產開發，但該開發須基於 REITs 資產組合之考量，於完工後自行持有。	1. 得投資開發型不動產。 2. 得投資海外標的。 3. 允許 REITs 內部管理及處分資產，並可進行不動產開發、不動產租賃及管理業務。	對於開發型不動產或不動產相關權利，只可投資於都市更新計畫與 BOT 案等公共建設，且不可以投資在政府、公股占 20% 以上之事業，或政府控制之基金或法人參與投資比率超過 10% 者，以及政府承諾承擔其債務或保證其營運收益者。允許投資開發型不動產，如須取得建造執照者，應於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用該基金款項。
負債比例限制	總資產的 45%。	融資比例（包含遲延給付之款項）不得超過 35%，惟若其取得、維持並揭露一定評等等級，依其評等法令允許之最高融資比例	無。	預計借入款項比率（目前最高 35%）：有評等者借款上限為 25%，評等為 twA 以上者，其借款上限為 35%，如經二家信評機構評為 twAA

			可達 60%。		以上者，其借款上限為 50%，惟借款後亦應維持原評等標準。
受託機構組織要件	受託機構為依受託人條例第 77 條登記之信託公司，須經證監會認可之且受託機構的帳目必須經獨立審計，其已發行及實收資本及非分派資本儲備最少為 10,000,000 港幣或等值外幣。	委託經新加坡金融管理局許可之受託機構。受託機構必須獨立於基金經理人外，同時通常為符合金融體質健全，設立資本額於新幣一百萬以上之公司等條件之公司。		N/A	受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，須符合「信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則」所定之要件。
管理機構組織要件	應委任受證監會核准提供資產管理服務之公司為管理機構，擬從事不動產投資信託基金之機構必須獲證監會依「證券及期貨條例」發給牌照。	新加坡 REITs 的管理機構必須位於新加坡境內，同時必須具備五年以上管理不動產基金之經驗。經理人必須是有照之銀行或者擁有包含相關證券投資組合之投資顧問執照。		N/A	受託機構選任不動產管理機構於選任時應符合下列各款規定： 一、加入相關同業公會。 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百分之五十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。
上市 REITs 數量	9 (目前一檔基金清算申請下市，暫停買賣中)	26	160	6
市值	約 1321 億港幣 ²⁰⁵	約 275 億美元 ²⁰⁶	約 4,505 億美元 ²⁰⁷	約 745 億台幣 ²⁰⁸

²⁰⁵ 截至 2011 年 12 月 31 日止，資料來源：http://asia.cbre.com.hk/Research/SiteAssets/SitePages/MarketReports/Asia_REIT_Viewpoint_feb2012.pdf。

²⁰⁶ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 5 日止。資料來源：香港證交所，http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfo/stockcode/eisdreit_c.htm。

²⁰⁷ 截至 2011 年 12 月 31 日止，資料來源：NAREIT，REITWatch，2012 年 2 月，

<http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry.aspx>。

²⁰⁸ 本報告自行整理，截至 2012 年 4 月 30 日止。資料來源：臺灣證交所，<http://www.twse.com.tw/>。