



---

# 不動產 證券化

張金鵠 · 白金安 合著

永然房地產投資法律實務全集系列18

# 不動產證券化

張金鶚 合著  
白金安

---

《永然房地產投資法律實務全集》系列之十八

## 不動產證券化

---

作 者／張金鶚·白金安  
出 版／永然文化出版股份有限公司  
發 行 人／李永然律師  
總 編 輯／陳建忠  
主 編 編／周美君  
封面設計／張文瓊  
地 址／台北市復興南路 2 段 236 號 12 樓  
電 話／(02)7060336·3250528  
傳 真 機／(02)7028669  
郵撥帳號／1154455-0  
出版日期／中華民國 81 年 5 月  
打 字／文盛電腦排版有限公司  
印 刷／中茂分色製版印刷事業有限公司  
定 價／250 元  
I S B N／957-9584-62-1

---

### 版權聲明

本書有著作權，未獲書面同意，任何人不得以印刷、影印、磁碟、照相、錄影、錄音之任何翻製（印）方式，翻製（印）本書之部分或全部內容，否則依法嚴究。

### 定價說明

本定價係本出版公司之銷售價格，買受人如有轉售之情形，其售價不受本定價之限制，得自由決定。

# 目 錄

序 .....	3
導讀 .....	5
摘要 .....	7
<b>第一章 緒論</b> .....	<b>17</b>
研究動機與目的 .....	18
研究範圍與問題 .....	20
相關文獻回顧 .....	23
研究方法與流程 .....	28
<b>第二章 不動產證券化的基本理念</b> .....	<b>31</b>
不動產證券化之意義、目的、特性與基本原理 .....	32
不動產證券化之主要方式與型態 .....	41
不動產證券化與有關觀念之比較分析 .....	45
小結 .....	52
<b>第三章 國外不動產證券化之發展狀況</b> .....	<b>57</b>
美國不動產投資信託制度 .....	58
美國不動產有限合夥制度 .....	74
小結 .....	87
<b>第四章 國內類似不動產證券化之案例分析</b> .....	<b>89</b>
財神大酒店 .....	90
太平洋花蓮鳳蝶計畫 .....	96

台東世外桃源渡假花園別墅 .....	106
某某建設公司內湖開發計畫 .....	109
小結 .....	116
<b>第五章 國內不動產證券化經營體系之建立 .....</b>	<b>119</b>
不動產投資信託事業 .....	120
不動產有限合夥事業 .....	132
小結 .....	142
<b>第六章 不動產證券化於都市更新之運作模擬 .....</b>	<b>143</b>
權利變換之運作方式 .....	144
證券化權利變換之運作模擬 .....	151
權利變換方式與證券化權利變換方式之比較分析 .....	158
小結 .....	162
<b>第七章 結論、建議與後續研究方向 .....</b>	<b>165</b>
結論 .....	166
建議與後續研究方向 .....	172
<b>附錄 .....</b>	<b>175</b>
日本土地信託制度之研究 .....	176
國內土地信託業務運作建立的探討 .....	194
獎勵民間參與國建，不動產證券化具正面意義 .....	201
<b>參考文獻 .....</b>	<b>204</b>

## 表目錄

表 1 - 1	國內有關不動產有限合夥事業研究分析表	26
表 2 - 1	不動產信用證券化與不動產證券化之比較 分析表	48
表 3 - 1	美國REIT的資產總值	59
表 3 - 2	美國REIT之股利分配表 (1972-1984年)	60
表 3 - 3	美國1980至1985年各類型REIT之報酬率	66
表 3 - 4	美國各類型REIT的比較分析表	66
表 3 - 5	美國不動產有限合夥之公開型與私下型比 較分析表	82
表 3 - 6	美國現行不動產投資信託事業與不動產有 限合夥事業比較分析表	88
表 4 - 1	太平洋花蓮鳳蝶計畫投資單位價目表	97
表 4 - 2	太平洋花蓮鳳蝶計畫參與者之主要任務分 析表	98
表 4 - 3	太平洋花蓮鳳蝶計畫自備款 100%之付款方 式表	100
表 4 - 4	太平洋花蓮鳳蝶計畫自備款 50%之付款方 式表	101
表 4 - 5	國內類似不動產證券化個案之主要運作特點 與問題分析表	117
表 6 - 1	證券化權利變換方式權利處分分析表	156
表 6 - 2	權利變換方式與證券權利變換方式權利處 分比較分析表	158
附表 1 - 1	日本土地信託的發展演進	177
附表 1 - 2	日本土地信託之稅負架構	188

## 圖目錄

圖 1 - 1	研究流程圖 .....	30
圖 4 - 1	財神酒店運作架構圖 .....	91
圖 4 - 2	太平洋花蓮鳳蝶計畫基地位置區分圖 .....	96
圖 4 - 3	太平洋花蓮鳳蝶計畫運作架構圖 .....	99
圖 4 - 4	世外桃源花園別墅運作架構圖 .....	107
圖 4 - 5	某某建設公司內湖開發計畫運作架構圖 .....	112
圖 5 - 1	國內不動產投資信託事業運作架構建議圖(一) .....	122
圖 5 - 2	國內不動產投資信託事業運作架構建議圖(二) .....	124
圖 5 - 3	國內不動產有限合夥事業運作架構圖 .....	135
圖 6 - 1	原則型權利變換示意圖 .....	145
圖 6 - 2	都市改造方式示意圖 .....	147
圖 6 - 3	權利變換手續之流程圖 .....	149
圖 6 - 4	證券化權利變換方式理念架構示意圖 .....	152
圖 6 - 5	證券化權利變換之運作架構圖 .....	153
圖 6 - 6	土地與建物所有權人 A 之權益轉換示意圖	156
附圖 1 - 1	租賃型土地信託架構圖 .....	179
附圖 1 - 2	分售型土地信託架構圖 .....	181
附圖 1 - 3	等價交換型土地信託示意圖 .....	183
附圖 1 - 4	共同事業型土地信託架構圖 .....	184
附圖 1 - 5	三井TRENDY系統運作架構圖 .....	190
附圖 2 - 1	持分方式運作的信託型證券化架構圖 .....	195

永然房地產投資法律實務全集系列18

# 不動產證券化

張金鶚 合著  
白金安





# 序

為謀求資本之流通，而將財貨予以證券化，乃現代經濟生活的趨勢，尤以不動產於本質上具不可移動、昂貴等特性，易形成投資開發的瓶頸，故為健全市場機能，避免壟斷行為的發生，造成土地資源的浪費與加深貧富差距，美、日等先進國家莫不以稅制優惠等措施來推動不動產證券化，以促進不動產的有效利用，提高市場參與的公平性，進而達到地利共享的目的。

近來政府積極的推動六年國建計畫，使國內發展邁向新的里程，然如何籌措資金？使計畫得以落實，一直是有關部門研議的主題，與民眾關心的焦點，因此當政府提出以不動產證券化方式，整合民間資源參與公共建設的構想，立即引起各界熱烈討論，為使國人對此結合不動產市場與資本市場的金融產物有更進一步的瞭解，特將這幾年來研究所得予以付梓，盼能對國內不動產證券化的發展盡一絲薄之力，更願藉此拋磚引玉，以期未來不動產證券化機制的建立，能集思廣義，去蕪存菁，使國內有限的土地資源得以有效利用，並使資源的分配趨向公平、公益的理想。



## 導 讀

國內近年來證券市場與房地產市場的飆漲與大落，引起了社會大眾的重視。由於國內投資理財風氣的逐漸盛行，遂有人試圖結合房地產與證券兩種投資工具，進行所謂「不動產證券化」。惟國內許多相關法令制度尚未建立，許多觀念——不論反對或贊成不動產證券化，均缺乏清楚的認知與嚴謹的討論。儘管如此，目前許多類似不動產證券化的作法，業者正積極的規劃進行，為能根本解決問題，同時考慮未來房地產的發展與都市土地開發上的影響，乃引起本研究的提出。

由於不動產本身具有不可移動性、非常昂貴及不可分割等特性，再加上不動產投資不易變現且需專業知識與大量時間、人力的投入等缺點，造成不動產投資發展的瓶頸，然而在許多投資市場中，為加速吸收資金及其流通速率，證券化已是普遍趨勢，因此為突破不動產投資的發展瓶頸，不動產證券化是未來重要趨勢。

一般而言，不動產證券化可分為兩種主要形態：一種為合夥方式，稱為不動產有限合夥(Limited Partnership)或合夥企業(Syndication)；另一種為信託方式，稱為不動產投資信託(Real Estate Investment Trust)。其兩種方式的主要共同點是經營主體以證券形式募集資金，同時出資所有權與專業經營權彼此分開；其主要的差異是合夥關係其資產財務不需對外公開，當然也缺乏中古交易市場(Secondary Market)，而信託關係其資產財務必須對外公開，當然也就有中古交易市場。

本研究展現了不動產證券化的重要性與可行性，並對都市土地的開發與影響予以討論，值得政府相關單位的重視，建立制度，以為因應社會的未來發展。

# 摘 要

本研究乃在於詮釋不動產證券化的理念，且探討國外的發展與國內類似案例，以配合國內環境背景，建立其經營體系，並加以模擬運作，以為政府結合民間力量，從事市地開發的參考，其研究之目的、內容、結論、建議與後續研究方向，如下所述：

## 一、研究目的

(一)針對國內環境背景，建立不動產證券化之經營體系，使不動產證券化之理想落實，並對此制度的建立作整體性的建議，以供政府部門制定法令時參考。

(二)提供一般大眾對於不動產投資多樣化的管道，避免不動產市場為企業集團所壟斷，並健全市場機能，使社會資源分配趨於公平、公益的原則。

(三)藉由不動產證券化運作方式於都市更新權益變換中的模擬操作，提供政府結合民間資源參與市地開發的參考。

## 二、研究內容

**本研究共分七章，其主要內容如下：**

(一)第一章結論，為研究動機、目的、範圍、問題、方法、流程的說明與界定，及有關國內外研究文獻的分析。

(二)第二章不動產證券化之基本理念，其主要在探討不動產證券化的意義、目的、特性及其主要方式與型態，並與有關觀念做比較分析。

(三)第三章國外不動產證券化發展之探討，乃針對美國不

動產投資信託與不動產有限合夥制度，分析其運作方式、基本形態、組織方式及相關法令規定等，以作為國內經營體系建立的參考。

(四)第四章國內類似不動產證券化之案例分析，乃以財神大酒店、太平洋花蓮鳳蝶計畫、台東世外桃源渡假花園別墅、某某建設公司內湖開發計畫為分析個案，探討其運作的特點及衍生的問題等。

(五)第五章國內不動產證券化經營體系之建立，乃就不動產投資信託及不動產有限合夥事業，參考國外之運作方式及配合國內之環境背景建立適合國內運作之經營體系。

(六)第六章不動產證券化於都市更新之運作模擬，乃將所建立之國內不動產證券化之運作方式應用於都市更新中，針對權利變換方式之權益分配，加以運作模擬。

(七)第七章結論、建議與後續研究方向，將歸納本研究提出六點討論、二點建議及五點後續研究方向。

### 三、研究討論

本研究結論可歸納以下幾個層次來說明：

#### (一)何謂不動產證券化？

不動產證券化簡而言之，即是將對不動產之投資轉變為證券形態，使投資者與標的物之間，由直接的物權關係，轉為持有債權性質之有價證券，使不動產由固定的資本形態轉化為具有流動性功能的資本性證券，以擴大投資參與層面，提高市場參與的公平性的過程。而其運作上必須具備以下基本要素：(一)投資的單位化。(二)權益的可分割性。(三)證券形式的權益表彰。(四)中古交易市場的存在。(五)運作的透明化。

#### (二)不動產證券化為何用於市地開發？

不動產證券化運用於市地開發的誘因，可以由下列兩個

層面來說明。

### 1. 就金融的層面而言

藉由不動產證券化方式的運作，經營者可經由證券形式募集資金以解決市地開發所需的龐大費用，彌補金融機構以短期的存款為資源，承作長期不動產抵押貸款的缺陷負擔。

### 2. 就民間資源的利用而言

市地開發透過不動產證券化的運作，可擴大投資參與層面，以便結合民間的資本與技術，來參與市府建設，除可有效疏導游資外，並可減輕政府財政負擔。

## (三) 不動產證券化後是否會造成土地的投機或刺激房價的上漲？

藉由對不動產證券化經營主體之事業成立、組織方式、投資項目、收益來源、收益分配等，嚴格的規範，可防止土地的投機，並由於經營主體對不動產的長期持有，減少不動產移轉交易的次數，有助於市場價格的穩定。

## (四) 國內類似不動產證券化的運作特點與衍生問題為何？

依本研究對國內類似不動產證券化的案例分析，歸納其運作上主要的特點與問題如下所述：

### 1. 運作上的主要特點

其共同的特點為投資的單位化與投資權益的可轉讓，其餘則依個案之不同，而各有巧思，如先尋標的物再集資投資合建分售，或經營者將標的物以持分方式售予投資大眾，再租回、委託或設定永久使用權給業者經營等特點。

### 2. 衍生的主要問題

其共同的問題為投資權益雖可轉手交易，然缺乏中古交易市場，因此流通性有限，且運作未能透明化，缺乏監督單位，以致無法有效保障投資人的權益，其餘的問題因個案的作法而有不同，如採出售（或預售）標的物之產權持分方式



，再藉由委託、租回或設定永久使用權給業者經營，若經營者財務發生危機時，其由於權屬複雜，糾紛將難以解決，而造成不動產資源的浪費。或以關係企業的聯合經營彼此財務互通而易生弊端。

### (五)不動產證券化如何用於市地開發？

本研究針對不動產證券化的兩種主要形態；即不動產投資信託與不動產有限合夥，分別建立適合國內運作的經營體系，再以都市更新為例，針對權利變換方式權益分配的課題，透過證券化的運作，建立證券化權利變換方式，再予以模擬運作，茲就研究所得說明如下：

#### 1. 國內不動產證券化經營體系的建立

##### (1)不動產投資信託事業

其經營體系之建立，主要乃參考美國不動產投資信託制度及國內證券投資信託事業及配合建築經理公司的機能而擬定，為採契約型的方式，即投資人為受益憑證持有人（受益人），不動產投資信託公司為（委託人）負責受益憑證之發行，及事業經營之決策，信託銀行（受託人）即基金保管機構者。而建築經理公司為接受不動產投資信託公司之委託，負責經營決策之執行。

##### (2)不動產有限合夥事業

此經營體系之建立，主要乃參考美國私下型不動產有限合夥之運作方式及配合國內民法債編隱名合夥之有關規定而成，此事業之成立須經申請商業登記，而由經理合夥人負責經營管理，且對該事業負有無限責任，而有限合夥人則以出資方式參與有限合夥事業，對該事業有檢查事務、查帳等權力，且所承擔之風險以出資額為限。

#### 2. 證券化權利變換方式的建立

其架構主要乃依權利變換作業模式與配合不動產投資信