

我國 REITs 發行現況及投資風險分析*

蕭 明 峰 撰**

壹、前 言

不動產證券化之基本概念，係將投資人與其所投資之不動產間之法律關係，由直接持有不動產所有權之物權關係，轉變為持有表彰經濟效益之受益證券，亦即將不動產由原先固定資產型態，轉變為具有流動性的有價證券，並運用公開募集或私募之資金，由不動產專業機構進行開發、管理或處分，以提高不動產價值之過程。不動產證券化(註 1)係連結不動產市場與資本市場之橋樑，透過產業關聯效果，提升總體經濟效益，進而達成「資金大眾化、產權證券化、經營專業化」目標。

近年全球掀起不動產投資信託基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)投資熱潮(註 2)，惟投資求取報酬與利潤，就會伴隨風險，投資 REITs 商品亦然。值此證券化商品在全球金融市場大行其道之際，國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)提出警訊表示，證券化商品尚未經市場考驗，其

訂價與信用風險亦缺乏有效評估機制，各國中央銀行及金融監理機構應嚴加注意此種現象，並及早因應。

本文旨在簡介我國 REITs 發行現況，分析投資 REITs 之流動性風險及市場風險，並說明在不動產證券化流程中之其他風險，俾使投資人能慎選不動產證券化商品。全文分為五部分，第一部分前言，說明 REITs 投資風險之警訊及本文架構內容；第二部分係摘述不動產證券化條例對不動產投資信託基金之基本規範；第三部分為全球及我國 REITs 之發行概況，並比較 REITs 收益率與十年期公債殖利率之利差；第四部分 REITs 投資風險分析，為本文之重心，首先比較說明三種投資不動產方式之優劣，其次說明不動產證券化之特性與優點、投資 REITs 受益證券可能產生之各種風險問題分析，以及投資人慎選不動產證券化商品之原則等；最後部分為結論與建議。

* 本文定稿於 94 年 12 月。初稿承蒙徐副處長仁光之審閱及提供修正意見，特致謝忱。本文觀點純屬作者個人意見，與服務單位無關，文中如有任何疏漏或謬誤，一律由作者自行負責。

** 作者為中央銀行金融業務檢查處副科長。

貳、不動產投資信託基金之規範

我國為發展國民經濟，提高不動產流動性，增加不動產籌資管道(註3)，有效開發利用不動產，提升環境品質，以及藉由證券化活絡不動產市場，並保障投資，民國92年7月23日 總統公布「不動產證券化條例」(註4)。

我國不動產證券化條例之基本架構，係同時參採美國及日本證券化架構，建構「不動產投資信託」(Real Estate Investment Trust, REIT)及「不動產資產信託」(註5)(Real Estate Asset Trust, REAT)制度。以下係摘述不動產證券化條例第二章對不動產投資信託基金之基本規範，俾作為後述 REITs 投資風險分析之基礎。

一、REITs 之意義與性質

所謂「不動產投資信託」，係指由受託機構(註6)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(註7)，以發行證券所得之資金，投資於不動產(註8)、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資之標的而成立之信託(參照條例第4條第1項第3款)，為證券投資信託之性質。所謂「不動產投資信託基金」，係指不動產投資信託契約之信託財產，其範圍包括因募集或私募不動產投資信託受益證券所取得之價款、所生利益、孳息

與其他收益及以之購入之各項資產或權利(條例第4條第1項第7款)，受益人享有信託財產及所生之利益、孳息及其他收益之權，受益證券並可在公開市場自由買賣。

REITs 受益證券(註9)之性質，本質上既非股票亦非債券，係介於股債之間的商品，其報酬與風險亦介於股票與固定收益證券之間，屬於中度風險與報酬之商品。因一般債券係定期定額支付利息，惟 REITs 受益證券付息之多寡係由獲利決定，發行時之年收益率只是預估數，會隨著標的資產租金收入之高低及交易資本利得而變動，近似權益證券發放股票股利之性質，且因其收益較不具固定性，故中央銀行業務局未同意 REITs 受益證券可作為流動準備。

二、募集及私募

(一)申請核准或申報生效之書件

受託機構於公開募集資金前須檢具相關文件，向主管機關金管會銀行局及證期局申請核准或申報生效，若為私募，因不影響一般投資大眾，僅須向銀行局申報生效即可。檢具之書件包括：不動產投資信託計畫、不動產投資信託契約、不動產投資信託契約與定型化契約範本異同之對照表、公開說明書(私募為投資說明書)、不動產投資信託基金經營與管理人員符合主管機關規定之證明文

件、設有信託監察人者，其信託監察人之名單、資格證明文件及願任同意書、受託機構董事會決議募集或私募不動產投資信託受益證券之議事錄、信託財產之管理及處分方法說明書，若委任不動產管理機構(註 10)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、受託機構填報及會計師或律師複核之案件檢查表、律師之法律意見書及其他經主管機關規定之文件等(參照條例第 6 條)。受託機構擬於國外募集或私募不動產投資信託基金投資國內不動產者，於申請核准或申報生效募集、追加募集或私募前，應先報請中央銀行同意。(條例第 7 條)

(二) 不動產投資信託計畫應記載事項

投資信託計畫為受託機構日後經營不動產投資信託業務之依據，亦為投資人評估是否購買受益證券主要之參考，並為主管機關是否核准之重要根據。因此，投資信託計畫書應記載之事項，除載明計畫購買、管理或處分之地點、預定持有之期間、資金來源運用及控管方法、成本回收、財務預測及預估收益等內容之投資計畫外，另包括受託機構之名稱、地址，委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，其受委任機構之名稱、地址、信託基金之名稱及其存續期間、信託基金募集或私募總額及受益權單位總數，受益證券之發行或交付方式、發行或交付日期、購買每一受益權單位之金額、費用及其轉讓

限制、信託基金募集或私募成立與不成立之條件及不成立時之處理方式、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見，及其他主管機關規定之事項等，其中出具意見之專家，應與受託機構及不動產所有人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。(參照條例第 8 條)

(三) 受託機構變更不動產投資信託計畫之要件

受託機構原則上應依主管機關核准或向主管機關申報生效之不動產投資信託計畫，經營不動產投資信託業務，若受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券後，擬變更計畫內容者，因對投資人之權益影響甚大，自須經受益人會議決議及申經主管機關核准或向主管機關申報生效，否則不得變更不動產投資信託計畫，除非其變更對受益人之權益無重大影響者，經主管機關核准或向主管機關申報生效後，即得變更之。在申請主管機關核准或申報生效時，受託機構應以申請書或申報表載明變更內容及理由，並須檢附變更前後之不動產投資信託計畫及其對照表、受益人會議議事錄，若變更對受益人之權益無重大影響者免附、對受益人之權益有無重大影響之評估及專家意見及其他主管機關規定之文件，金管會銀行局於審核書件時，應洽商證期局出具意見書。(參照條例第 9 條)

(四) 不動產投資信託契約書應記載事

項、變更及終止

不動產投資信託契約為受託機構與投資人間權利義務之重要規範，故應以書面為之，並記載下列事項：受託機構之名稱、地址，若有委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，其受委任機構之名稱、地址、基金之名稱及其存續期間、基金募集或私募總面額及受益權單位總數、受益證券之發行或交付方式及日期、購買每一受益權單位之金額、費用及其轉讓限制、受託機構之義務及責任，若有委任不動產管理機構（註11）進行信託財產之管理或處分者，該機構之義務及責任、運用信託基金之基本方針、範圍及投資策略、信託基金有關借入款項與其上限及閒置資金事項、基金投資收益分配之項目、時間及給付方式、基金應負擔費用項目及其計算方法、給付方式及時間、受託機構之報酬、種類、計算方法、支付時期及方法、基金淨值之計算方法（含不動產估價方法、評估基礎、進行估價期間、淨值計算期間、應公告期限及方式）、受益權單位淨值計算及公告方式、受託機構應召集受益人會議事由、受託機構應選任信託監察人事由及其專門學識或經驗、信託契約變更、解除、終止事由及程序與終止後之處理事項、信託基金不再存續時，基金清算方法及受益人請求返還金額或財產計算方法、給付方式及時間，以及其他依信託業法第19條第1項及主管機關規定之事項（參照條例第10條）。不動

產投資信託契約之變更及終止，除信託契約另有約定，且於公開說明書或投資說明書中載明者，可從其所定者外，準用金融資產證券化條例第2章第7節之規定（參照條例第11條）。信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產投資信託基金之定型化契約範本，報請主管機關金管會銀行局核定。受託機構募集不動產投資信託基金，其不動產投資信託契約之訂定及修改，就受益人權益保障之程度，不得低於主管機關金管會銀行局所核定之不動產投資信託定型化契約範本。（參照條例第12條）

（五）受益證券私募對象之限制

受託機構僅得對銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構及符合主管機關所規定條件之自然人、法人或基金，進行不動產投資信託受益證券之私募，其中符合主管機關所規定條件之自然人、法人或基金應募人總數，仿照美國之規定，不得超過35人。（參照條例第13條）

（六）開始募集及展延期限

受託機構申請或申報募集不動產投資信託基金，除有正當理由，得於期限屆滿前，向主管機關申請展延者外，於經主管機關核准或申報生效後，應於核准函送達之日或申報生效之日起三個月內開始募集，且展延之期限不得超過三個月，並以一次為限。受託機構並應於基金募集完成後五個營業日內，

報請主管機關備查。受託機構如於信託基金募集發行期間屆滿，仍未募足最低募集金額致無法成立時，應於募集發行期間屆滿後十個營業日內，以書面通知受益人，並報請主管機關備查，並應依不動產投資信託計畫之規定處理後續事宜。(參照條例第 14 條)

(七) 公開及投資說明書之提供

受託機構依不動產投資信託計畫募集受益證券時，受託機構應依證券交易法規定之方式，向應募人或購買人提供公開說明書；其應行記載事項，由證券主管機關金管會證期局定之。受託機構私募受益證券時，受託機構應依主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供投資說明書，投資說明書之內容，由主管機關金管會銀行局定之。(參照條例第 15 條)

(八) 信託基金之型式

不動產投資信託係以共同基金方式組成，由於基金所投資之標的多為不動產本身，流動性較低，若投資人可隨時要求贖回，勢將影響基金穩定性，因此，不動產投資信託基金，除非經主管機關金管會銀行局核准，得募集附買回時間、數量或其他限制之開放型基金(註 12)者外，原則上以封閉型基金(註 13)為限。(參照條例第 16 條)

三、基金之運用

(一) 投資運用之限制

不動產投資信託基金，限以投資或運用於已有穩定收入之不動產、已有穩定收入之

不動產相關權利(註 14)、其他受託機構或特殊目的公司依不動產證券化條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券、第 18 條規定不動產投資信託基金閒置資金之運用範圍或其他經主管機關核准投資或運用之標的。(參照條例第 17 條)(註 15)

(二) 不動產投資信託基金閒置資金之運用方式

不動產投資信託基金閒置資金之運用，限於銀行存款、購買政府債券或金融債券、購買國庫券或銀行可轉讓定期存單、購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據及購買經主管機關核准之其他金融商品。(參照條例第 18 條)

(三) 信託財產借入款項之限制

受託機構原則上得依不動產投資信託契約之約定，以信託財產借入款項，並應於借款契約生效日起二日內，於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。借入款項之目的，應以不動產營運，或以配發利益、孳息或其他收益所必需者為限，惟為確保不動產投資信託基金之財務健全，主管機關得訂定受託機構借入款項之比率上限，超過該比率上限者，應於主管機關所定期限內調整。受託機構於上述借入款項之範圍內，得就信託財產為不動產抵押權或其他擔保物權之設定，惟該擔保物權之權利人於不動產抵押權或其他擔保物權之設定範

圍內，僅得對信託財產聲請法院裁定後強制執行。(參照條例第 19 條)

(四) 不動產之估價

受託機構運用不動產投資信託基金，進行達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易前，應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書(註 16)。目前內政部及台北市、高雄市不動產估價公會已訂定估價報告書範本。受託機構委請專業估價者出具估價報告書時，應符合下列規定：1.同一宗交易金額達新臺幣三億元以上者，應由二位以上之專業估價者進行估價。若專業估價者間在同一期日價格之估計達百分之二十以上之差異，受託機構應依不動產估價師法第四十一條規定辦理。2.交易契約成立日前估價者，其價格日期與契約成立日期不得逾六個月。3.專業估價者及其估價人員應與交易當事人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。4.其他不動產估價主管機關規定之事項。(參照條例第 22 條)

(五) 依據投資分析報告作成投資決定

受託機構運用不動產投資信託基金，應依據投資分析報告作成投資決定，交付執行，作成投資決定紀錄及執行紀錄，並應定期向董事會提出檢討報告。投資分析報告內容包括應記載分析基礎、根據及建議、投資決定紀錄，應記載投資標的之種類、數量及時機、執行紀錄，應記載實際投資、或交易

標的之種類、數量、價格及時間，並說明投資或交易差異原因。受託機構運用不動產投資信託基金自行或委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分，應依計畫、取得、銷售、經營等階段作成書面控管報告，並按季向董事會提出各階段之檢討報告。有關書面資料，受託機構應按時序記載並建檔保存，保存期限自信託期間屆滿日起不得少於五年。(參照條例第 23 條)

(六) 受託機構遵守條例、計畫及契約之義務

受託機構應依不動產證券化條例之規定、不動產投資信託計畫及不動產投資信託契約之約定，募集發行或私募交付及投資運用不動產投資信託基金，並遵守下列規定：1.除條例另有規定外，不得為保證、放款或提供擔保。2.不得從事證券信用交易。3.不得對於受託機構所設立之各不動產投資信託基金及不動產資產信託間為交易行為。4.投資於任一公司短期票券之總金額，不得超過投資當日該不動產投資信託基金淨資產價值百分之十。5.存放於同一金融機構之存款，以及投資於其發行、保證或承兌之債券或短期票券金額，合計不得超過投資當日該不動產投資信託基金淨資產價值百分之二十及該金融機構淨值百分之十。6.投資於其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券及資產基礎證券總額，不得超過投資當日該不動產投資信託基金淨

資產價值百分之二十。7.依風險分散原則，投資於不動產及不動產相關權利。8.不得藉該不動產投資信託基金經主管機關核准或申報生效，作為保證其申請事項或文件之真實或保證受益證券獲利之宣傳。9.不得為經主管機關規定之其他禁止事項。主管機關於必要時得規定不動產投資信託基金投資於不動產及不動產相關權利之風險分散原則，受託機構違反該原則者，應於主管機關所定期限內調整之。(參照條例第 25 條)

四、基金之會計

(一) 信託財產評審委員會

受託機構依信託業法第 21 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。信託財產評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考，且專業估價者或專家應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。受託機構對不動產投資信託基金之淨資產價值，應按主管機關核定之淨資產價值計算標準、有關法令及一般公認會計原則於每一營業日計算，並於本機構所在地之

日報或依主管機關規定之方式公告前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值，但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，且對基金之淨資產價值無重大影響者，得依不動產投資信託契約之約定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。(參照條例第 26 條)

(二) 基金會計之獨立性

受託機構募集或私募之不動產投資信託基金應有獨立之會計，受託機構不得將其與自有財產或其他信託財產相互流用。不動產投資信託基金相關會計簿冊之作成，應遵守相關法令及自律規範；其保存方式及保存期限，並應依商業會計法及相關規定辦理。(參照條例第 27 條)

(三) 信託收益之計算及分配

受託機構得向受益人收取辦理不動產投資信託業務之手續費及報酬，或逕於不動產投資信託之信託財產中扣除支付之。受託機構辦理不動產投資信託業務，因運用、管理所產生之費用及稅捐，得逕自信託財產中扣除繳納之。不動產投資信託基金投資所得依不動產投資信託契約約定應分配之收益，應於會計年度結束後六個月內分配之。(參照條例第 28 條)

參、REITs 之發展概況

一、全球 REITs 發展概況

美國國會雖然早在 1960 年代即通過「不

動產投資信託法」，惟卻遲至 1990 年起，REITs 商品方蒸蒸日上。就全球 REITs 市場規模而言，以美國市場最大且最為成熟，約占全球市場五成左右。根據 UBS 統計截至 2004 年 10 月底止，美國約有 300 檔 REITs，總資產超過 3,000 億美元，標的資產包含購物中心、辦公大樓、公寓、倉儲、飯店、量販賣場及集合式住宅等。日本自 2000 年推出 REITs 商品之後，二年內市場成長到 140 億美元，其他亞洲國家如新加坡自 1986 年引進，泰國、馬來西亞及韓國等均尚在起步階段。

二、我國 REITs 發行市場概況

富邦、國泰及新光這三家大型金控公司，擁有國內許多不動產，民國 94 年各推出旗下首支「不動產投資信託基金」(REITs)，彼此互相競爭，雖均命名為「一號」，惟各具特色；其中富邦一號進場最早(民國 94 年 1 月)，國泰一號規模最大(新台幣 139.3 億)且預期報酬率最高(約為 4.138%至 4.194%)，新光一號所包裝之大樓則擴及南台灣。以下略述各檔 REITs 發行概況。

(一) 富邦一號 REITs

富邦一號 REITs 於民國 94 年 1 月 24 日經主管機關金管會銀行局核准，發行金額為 58.3 億，為國內第一檔不動產投資信託基金，屬於封閉型基金，民國 94 年 3 月 10 日掛牌上市，正式開啟國內 REITs 市場，掛牌首日，即以漲停開出，不少投資人趁機獲利了結，爆出 6.99 萬張大量，若以發行 58.3 萬

張換算，上市首日之單日周轉率近 12%，創下受益證券上市交易最熱紀錄。

富邦一號受益證券簡稱為「富邦 R1」，交易代碼為「01001T」，漲跌幅限制、股價升降單位，皆適用一般上市受益憑證之規定，掛牌價為新台幣 10 元，盤中以 1,000 個受益權為交易單位，交易手續費為 0.1425%，免徵證券交易稅，投資收益採 6%分離課稅，投資人可於盤後進行定價交易，但無法執行零股交易，交割方式與股票相同。依據上市證券融資融券交易作業之規定，富邦一號 REITs 上市後 6 個月內不得進行融資融券，截至 94 年 12 月 8 日止，證交所未公告開放融資融券。在資訊揭露方面，富邦一號 REITs 亦應遵循上市證券資訊公開之原則，透過證交所公開資訊觀察站即時揭露除息及投資計畫等重大訊息，且受託機構土地銀行每天於經濟日報及工商時報公告前一日之淨值。

富邦一號初始投資標的包括：富邦人壽大樓、富邦中山大樓及天母富邦等三棟大樓，總買價約為 58.3 億元，均為台北市精華地段的商用辦公大樓及商務住宅，租金收入穩定，該三棟大樓目前均維持滿租狀態，年租金收入合計約為 2.6 億元。富邦一號在民國 94 年 8 月 15 日又新增中崙大樓商場，該商場亦是滿租狀態，承租人包括大潤發量販店、華泰大飯店、星巴克等知名廠商，規模由原來新台幣 58.3 億擴大到 80.9 億元，年收益率預計從 3.85%提升到 4.63%。此外，富邦二號

REITs於94年10月3日正式向金管會送件，並取得「twA」之優良信用評等，三棟初始投資標的包括：富邦內湖資訊大樓、台北富邦銀行信託部民生大樓及潤泰中崙大樓商用辦公樓層部分，一般認為是租金收益穩定，抗跌性高的台北市精華地段商用大樓，基金規模預計為新台幣73.02億元，淨收益將百分之百分配予投資人，每年定期於5月及11月各分配現金收益一次，據報載資料，預估年報酬率約為4.25%至4.5%間，若預估年報酬率正確，則將是截至目前為止，投資國內不動產收益率最高的REITs，較94年9月份掛牌的國泰一號REITs高0.1個百分點，亦較富邦一號REITs未舉債前高0.5個百分點。

（二）國泰一號 REITs

國泰一號 REITs 於民國94年8月30日經主管機關金管會銀行局核准，發行金額為139.3億，為我國第2件不動產投資信託基金（REITs）案件。本案係由臺灣土地銀行擔任受託機構，安排機構為國泰綜合證券公司及國泰世華商業銀行，臺灣土地銀行擬募集新臺幣111.5億元至139.3億元、未定存續期間之封閉型基金，該基金初始將購買國泰人壽保險股份有限公司所有之三棟大樓—1.台北喜來登飯店，為名門貴族最喜愛的婚宴場所，亦是國內熱門優質飯店之一；2.台北西門大樓，目前由誠品承租；以及3.位於中華路的台北中華大樓。並於日後依投資策略投資座落於主要都會地區具有穩定收益之商用不動產。

此外，臺灣土地銀行將委任國泰建築經理公司為不動產管理機構，管理或處分信託財產。本基金為提高受益人之投資報酬，預定借款上限為基金資產價值之25%。本案預期末來3年在不借款之情形下，收益率約為4.138%至4.194%，相較於我國10年期公債殖利率約高210b.p.左右。

另本案主要承租戶除國泰世華銀行及國泰世紀產險外，租約到期日已分別延長至5-15年不等，以確保投資人能獲得持續穩定收益，而本案喜來登飯店之包底抽成租金機制（即底租與依營業額計算之抽成租金兩者相較取其高），更使投資人可參與該飯店之經營績效。另本基金經中華信用評等公司給予發行體預定評等為長期信用評等twA-，短期信用評等twA-2。

（三）新光一號 REITs

新光金控之新光一號REITs，規模預計將逾100億，目前尚在金管會銀行局審議中，本案為分散標的座落區位(location)風險，預計包裝之不動產大樓家數不僅最多，而且擴及南台灣，包括台証金融大樓、新光國際商業大樓、新光天母傑仕堡大樓及新光三越台南店。新光金控已先發行中山大樓及敦南大樓二宗不動產資產信託（REITs），若加上新光一號REITs，總計新光人壽94年不動產證券化發行規模將達170億元左右。有關我國REITs發行規模及核准上市現況，如表1、表2：

表 1：台灣 REITs 發行規模及核准上市現況

94 年 11 月 30 日			單位：新台幣億元
創始機構	名稱	發行規模	核准上市現況
富邦集團	富邦 1 號	80.9	94.1 核准，94.3 掛牌市
富邦集團	富邦 2 號	73	審議中
國泰人壽	國泰 1 號	139.3	已核准，惟尚未上市
新光人壽	新光 1 號	110	審議中
厚生公司	厚生南崁 物流園區	20	審議中

資料來源：本報告自行整理。

截至民國 94 年 8 月 31 日止，我國資產證券化及不動產證券化商品核准或申報生效之統計表如下：

表 2：我國資產證券化商品申請核准或申報生效統計表

94 年 8 月 31 日			單位：新台幣億元	
類別/標的物		創始機構(委託人)	核准/申報生效金額	核准年度
MBS	CMBS/ REAT (商業不動產貸款/不動產及相關權利)	嘉新國際公司	44.1	93
		中欣實業公司	6.0	93
		遠雄人壽保險	5.3	93
		富泰建設/全億建設	44.4	93
		新光人壽保險	28.0	93
		全坤興業公司	6.0	93
		新光人壽保險	30.8	94.5
	RMBS (住宅抵押貸款)	第一商業銀行	54.8	92
		台新國際商業銀行	57.0	93
		中國信託商業銀行	55.9	93
彰化商業銀行		54.0	93	
ABS	Credit Card	安信信用卡公司 (2005-1)	45.0	94.1
		台新商業銀行	105.0	94.4
		安信信用卡公司 (2005-2)	10	94.6
	Auto loans	日盛國際商業銀行	50.0	93
	Consumer/Card loans	萬泰商業銀行	115.6	92

CLO (企業貸款)	台灣工業銀行	36.5	92
	法商里昂信貸銀行	88.0	92
	台灣工業銀行	32.0	92
	台灣工業銀行	52.5	93
	建華商業銀行	49.0	93
	中國國際商業銀行	53.5	93
	中華開發工業銀行	51	94.6
	CBO (債券資產)	群益證券(2005-1)	32.7
元大京華證券		100	94.8
玉山商業銀行		100	94.8
中國信託銀行		180	94.8
ABCP	世平興業公司	25.0	93
REIT (不動產及其相關權利/不動產相關有價證券)	富邦建設等	58.3	94.1
	國泰人壽保險	139.3	94.8
類型別統計			
金融資產證券化		21 件	1,347.5
不動產證券化	REIT	7 件	164.6
	REIT	2 件	197.6
年度別統計			
92 年小計		5 件	326.9
93 年小計		14 件	530.7
94 年小計		11 件	852.1
發行合計		30 件	1,709.7

資料來源：金管會銀行局

三、REITs 收益率與十年期公債殖利率比較 1.79%表現更佳。

REITs 之收益率與十年期公債殖利率利率差，以美國REITs情況而言，1993年12月至2003年1月的十年間，平均收益率達6.96%，較政府公債 5.86%、標準普爾五百指數的

近年美國與亞洲各國 REITs 收益率，均高於十年期政府公債利率，利差普遍在 0.1%-2.46%間，其中富邦 1 號利差介於 1.95%-2.13%間(表 3)。

表 3：REITs 收益率優於各市場的公債殖利率

國家	指數	收益率	十年期政府公債殖利率
美國	NAREIT 權益型 REIT 指數	5.12%	4.584%
加拿大	加拿大 BloombergREIT 指數	7.64%	4.351%
澳洲	Property trust 指數	5.44%	5.656%
日本	TSE REIT 指數	3.50%	1.430%
新加坡	S-REITs 個股	2.45-7.98%	3.613%
韓國	CR-REITs 個股	3.24%-7%	4.890%
台灣	富邦 1 號、國泰 1 號	4.1-4.63%	2.0%

資料來源：94.9.23 工商時報，蔡惠芳。本文將原「股利率」一詞修改為收益率。

目前外資法人尚未大舉認購台灣 REITs，主要關鍵在於台灣各檔之 REITs 與政府十年期公債之利差大約在 2 個百分點，均低於美國、加拿大、澳洲、新加坡及韓國等；其次，依我國不動產證券化條例第 19 條規定，REITs 向銀行融資比例須由主管機關另訂之，

惟目前主管機關金管會銀行局尚無具體規範，僅仿照美國之作法，融資比例以 35%(富邦 1 號)或 25%(國泰 1 號)為上限，此亦為外資法人對我國 REITs 市場裹足不前之因，甚至寧可購買整棟商用不動產之後再予以融資。

肆、REITs 投資風險分析

一、投資不動產方式之比較

一般而言，投資不動產標的計有三種方式：1.直接購買實體不動產；2.投資不動產相關類股；3.購買不動產證券化受益證券。此三種方式考慮因素各不相同，以下分就流動性、成本負擔及報酬率比較，說明如下：

(一)流動性：以購買不動產之變現性最差，投資不動產類股或 REITs 變現性較佳。

(二)成本負擔：以買賣不動產稅費負擔最重，依稅法規定，購買建物者，買受人須繳

納契稅，出售土地者須報繳土地增值稅，出售建物之資本利得須併計入財產交易所得稅，每年 5 月份須繳納房屋稅及將租金收入納入所得稅申報，11 月份須繳納地價稅；另不動產移轉時，交易雙方尚須負擔相關地政規費，例如：仲介費及代書費等。而購買不動產類股，交易時須繳納證券交易稅 0.1425%，惟投資 REITs 受益證券，目前不但免徵證交稅，且資本利得免稅，配息收益尚有 6%分離課稅之優惠。

(三)報酬率：直接投資不動產，主要之收入來自租金及資本利得，惟每年未有配息，故報酬率變動較大，須視投資不動產座落之區位(location)及景氣榮枯而定，另須考慮直接投資不動產之流動性風險。長年以來，台灣不動產租金報酬率低落，年報酬率約在4%左右，故選擇高價區位之不動產投資，其增值之空間較大。若投資 REITs 受益證券，由於 REITs 之收益主要來自租金收入，每年會有配息，收益比較穩定，其投資之風險主要為租金之變動影響收益率，目前國內 REITs 之報酬率，大約在4%左右。另投資不動產類股可獲分配股利，惟其報酬率波動較大，主要受股票及不動產市場景氣榮枯影響。

上述分析尚須考量個人財力、可資運用資金多寡、承擔風險意願與能力及資產配置方式而定。

二、不動產證券化之特性與優點

(一) 不動產證券化特性

不動產經由證券化之後，具有下列特性：

1.流動性：因實體不動產本身移轉需耗時費事，且手續繁雜，變現性又差，藉由證券化之後，可縮短移轉交易時間，提高變現能力，加以受益證券可於證券集中交易市場或櫃檯買賣市場自由交易，使不動產之價值亦由固定形式，轉變為具有流動性之證券形式，有助於不動產利用效率之提升及資金之流通。

2.專業化：不動產證券化過程不必由投資者親自參與經營標的不動產，而係委由具有專業知識及技能之管理機構，負責經營管理，可提高不動產之經營績效。

(二) 不動產證券化之優點

1.對一般投資者而言：不動產證券化可以小額資金參與大面積及高價位之不動產投資，同時仍能享有變現性及流通性之便，增加投資管道及選擇性，另由受託機構委託專業不動產管理機構來管理處分，可提高不動產經營效益。

2.對不動產開發業者而言：經由不動產證券化可增加擔保抵押貸款以外之不動產籌資管道，且由於免繳納土地增值稅，減輕租稅負擔，可降低不動產開發之資金成本，提高資金運用效率，擴大不動產開發經營規模，提升不動產經營管理能力。

3.對總體經濟效益而言：證券化可提高不動產之流動性，透過產業關聯效果，擴大資本市場規模，達成「資金大眾化、產權證券化、經營專業化」之目標，提昇總體經濟效益。

三、投資 REITs 受益證券風險分析

有關投資不動產投資信託基金受益證券之風險，分析如下：

(一) 流動性風險

所謂「流動性風險」，係指不動產投資信託基金(REITs)受益證券之受益人欲出售有價證券以取得現金時，能否以合價格出售

而不至於遭受損失或必須支付較高之流動性溢酬。由於不動產具有位置固定性、收益永續性、數量固定性以及異質性等自然特性，故其流動性與變現性較其他資產為低。

1. 不動產市場流動性不足風險

除不動產本身之區位(location)影響投資人購買不動產之意願外，近鄰地區之公共或嫌惡設施及其相關建設、國民生產毛額(GNP)、物價指數、金融機構對營建業資金融通態度等總體經濟因素，均直接或間接影響不動產市場之榮枯，若不動產市場景氣低迷，勢必降低投資人購買意願，當不動產投資信託基金(REITs)進行資產處分時，可能面臨不動產市場流動性不足之風險。

2. 受益證券市場流動性不足風險

相較於先進國家，目前我國不動產相關有價證券發行量並不大，次級市場亦不活躍，流動性不足。由於目前所發行之二檔REITs基金(富邦一號及國泰一號)，均為上市封閉型基金，受益證券交易價格可能偏離基金淨值，且當集中交易市場流動性不足時，無法確保得以順利成交，因而產生受益證券市場流動性風險。

(二) 市場風險

1. 信託財產預期收益減少風險

REITs之收益來源，主要來自租金收入及處分不動產之資本利得，由於此二項因素，常隨經濟景氣循環而變動，故REITs之收益率並不固定。所謂「預期收益變動風險」，

係指因標的資產之出租率下降、租金向下調整、續約或簽訂新租賃契約等事件，而導致現金流入無法達到預期，進而可能影響信託財產租金收入之穩定性。當信託財產附近有新大樓、同等級辦公室或新商圈推出時，除將增加該大樓當時閒置辦公室出租之難度外，亦會使得目前之承租戶可能在到期後不再續租，而轉向新的辦公大樓或新商圈。附近商圈的競爭將影響預期收益。此外，承租人亦可能因重新議訂租賃契約、提前終止租約甚或違約等，造成信託財產預期收益減少之風險。

根據美國國家不動產投資信託基金協會(National Association of Real Estate Investment Trust)報導，在1971年至2002年間，REITs平均年報酬率為12.2%，其中三分之二的報酬主要來自租金收益，三分之一來自資本利得，故REITs收益之變動，影響投資報酬，尤其商用不動產租賃契約通常租期較長，其影響亦較大。

2. 信託財產價值變動之風險

(1)因影響不動產價格因素很多，例如：土地政策面之改革、總體經濟因素、不動產座落區位、近鄰地區土地及建物利用情形、近鄰地區公共設施及交通概況、近鄰地區未來發展趨勢、土地法定管制、土地利用情形、建物概況及周圍環境評估等，若標的資產數量少且過度集中風險於某一特定區位或性質時，則將影響信託財產價值之穩定性。

(2)信託財產價值之漲跌，係依重新估價之期日，定期反應基金之淨值，故 REITs 收益證券發行時點專業之估價結果，僅為特定價格日期不動產之價格，並無法保證信託財產之未來價值，故受益證券投資人，應考慮投資期間信託財產價格變動及不動產價格高估之風險。

(3)投資人須注意創始機構是否有將租金較差、品質低落的資產一起打包，使標的資產相關資訊不夠透明，真正租金較佳之標的，建商及大集團可能不願拿出來做 REITs，故投資人於投資 REITs 之前，必須先瞭解標的資產主要之承租人、租金多寡、簽約方式及未來增值潛力之情形等。

3.利率風險

當利率上升時，資金流向金融體系，勢將衝擊資本市場，降低對 REITs 之需求，使得 REITs 淨值下跌。

(三) 其他風險

1.信用評等等級維持之風險

不動產證券化條例第 4 條第 2 項所稱「主管機關認可之信用評等機構」及第 44 條所稱「信用評等機構」如下：1.Standard & Poor's Corp.；2.Moody's Investors Service；3.Fitch Ratings Ltd.；4.中華信用評等股份有限公司；5.英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司；6.穆迪信用評等股份有限公司。例如：富邦一號 93.6.24 由中華信用評等(股)公司預定給予評等為發行體長期信用評等(Long-

term Credit Rating)[twA-]；發行體短期信用評等(Short-term Credit Rating)[twA-2]，另於 93.11.1 由穆迪信用評等(股)公司預定給予評等為發行人長期評等(Long-term Issuer Rating)[A2.tw]；發行人短期評等(Short-term Issuer Rating)[Tw-2]。信用評等之結果，並不作為建議購買、持有或出售受益證券之推薦意見，且於發行日後信用評等公司會再給予正式的評等等級，並定期進行檢視該投資信託之資產品質與發行架構，故受益證券投資人面臨信用評等等級維持之風險。以穆迪公司為例，其對台灣不動產投資信託之評等方法，考量之因素包括不動產市場、管理機構之管理品質與策略、資產品質及其績效表現、財務彈性及流動性與契約條款等。此外，若信評公司評等產生偏誤或發生道德風險，無法正確量化及質化受評資產，則風險驟增。因此，投資 REITs 之前應針對信評等級、不動產標的條件以及不動產的專業管理能力進行評估，故 REITs 非為短線進出的套利工具，其性質介於股票及固定收益證券之間，屬於投資組合及中長期投資之工具。

2.保險安排無法完全補償損害之風險

不動產投資信託基金(REITs)投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資之標的等資產，雖已就建築物、機電設備及室內裝潢設施等，以受託機構為被保險人，分別投保火險及其附加險、地震險、颱風洪水險、租金損

失險，以及恐怖主義、罷工暴動、民眾破壞及惡意毀損等足額商業保險，惟不動產所投保之各種保險項目及金額，並不保證足以涵蓋一旦有事故發生及損失時，可能因遺漏投保事項或保險金額不足以理賠時，因須由信託財產賠償，造成信託財產損失。此外，就保險範圍內之事故發生時，亦可能因保險公司對保險事件事實認定之差異而有不予理賠情事發生，必須由信託財產自行承擔損失之風險，故投資受益證券並不保證前述情形不會發生，亦不保證一旦發生保險事故時，受益證券之受益人仍能完全受到補償。

3. 借入款項之風險

受託機構若以信託財產借入款項，或將信託財產設定抵押權，就權利行使之順序而言，受益權持有人求償之順序落後於對基金享有債權之債權人。換言之，基金資產應優先用於償付因借入款項所產生之債務，故信託財產有可能被債權人向法院聲請裁定強制執行。此外，受託機構若以信託財產借入款項，須支付利息費用，當利率上升時，勢將加重信託財產之利息費用負擔。

4. 法令變更風險

不動產標的受到各種地權、地籍、地用、地稅、地價、營建及其他環保等法規限制，可能導致收益減少，無法處分或處分所得減少，甚或土地被徵收，因補償地價過低，致生損失。

5. 管理機構之利益衝突

在不動產信託架構中，創始機構將不動產真實出售(True Sale)賣斷予受託機構，受託機構僅為不動產證券化架構融資之中介機構，因受託機構大多未具備全方位不動產管理之專業，故均將標的資產委由建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃等業經營管理，而不動產管理機構之專業資格及能力高低，會影響 REITs 收益之多寡，故除不動產管理機構適任問題外，若同時由創始機構之關係企業擔任信託財產之管理機構，且承租戶亦多為創始機構集團之成員時，是否可能產生利益衝突及道德風險問題？公開說明書是否均有完整充分揭露？是否應立法設置防火牆等？投資人必須規避單一旦關係企業自租型的標的，若主要承租人為創始機構之關係企業時，即有球員兼裁判之嫌，未來租金可能上漲不易，獲利空間亦可能被壓縮，因而投資風險亦提高。

6. 舉債上限之規範不明確

我國不動產證券化條例第 19 條對 REITs 之借款上，尚未有明確規範，由於 REITs 不可能將所有資金投資在不動產上，故必須適度舉債加以投資運用，若條例未能規範舉債上限，而僅仿照美國 35%或 25%上限之規範，不利投資人設算投資成本、租金收益及 REITs 之投資收益及價格。

7. 主管機關單一窗口效率風險

因不動產證券化屬於信託業承作之附屬業務範圍，目的事業主管機關為金管會銀行

局，惟證券化商品如為公開募集資金或掛牌上市交易，則須依證交法之規範，須經金管會證期局核准，是否可檢討修法改由單一窗口核准，或提升至委員會層級專案核准，以提高作業效率？

8.再投資問題

由於基金獲利後，分配租金收益給投資人，投資人無法將租金收益再滾入不動產基金再投資，故投資人須面對租金收益再投資風險。

四、投資人慎選不動產證券化商品之原則

在不動產中，除土地之外，一般固定資產均將隨時間經過提列折舊，其價值逐漸遞減，不動產與一般固定資產不同，其漲跌主要係依當時市場供需情況而定。因租金收益

能力、流動性、投資標的資產品質及管理機構之管理能力等，影響 REITs 股價表現及配息率之高低，故投資 REITs 應注意該檔投資標的物之租金收益能力、流動性、投資標的資產品質及管理機構之管理能力等因素。判斷標的資產品質是否優良？現金流量是否足夠？是否經過信用評等或信用增強？是否規劃次順位部位由創始機構自行買回？分配利益多寡？投資人買賣、贖回受益證券所負擔的費用是否過高，手續是否簡便等問題？另因不動產證券化商品之資本利得部分，屬於證券交易所得可享免稅優惠，所分配固定收益部分按 6% 稅率分離課稅，不再併入所得稅計算，故投資人尚須比較各種投資商品中租稅負擔之情形。

伍、結論與建議

一、結論

(一)不動產證券化係將投資人與其所投資之不動產間的法律關係，藉由直接持有不動產所有權之物權關係，轉變為持有表彰經濟效益之受益證券，亦即將不動產由原先固定資產型態，轉變為具有流動性的有價證券，並運用公開募集或私募之資金，由受託機構委由不動產專業機構進行開發、管理或處分，以提高不動產價值之過程。不動產證券化亦是連結不動產市場與資本市場之橋樑，透過產業關聯效果，可提升總體經濟效益，達到資金大眾化、產權證券化及經營專業化目標。

(二)值此全球掀起投資 REITs 熱潮之際，國際貨幣基金(IMF)提出警訊表示，證券化商品尚未經市場考驗，其訂價與信用風險亦缺乏有效評估機制，各國中央銀行及金融監理機關應嚴加注意此種現象，並及早因應。我國中央銀行及金融監理機關，應藉由日常(on going)「場外監控」(Off-Site Monitoring)及「實地檢查」(On-Site Examination)，督促不動產證券化各參與機構嚴守市場紀律(Market Discipline)，配合金融政策及遵守法令，健全其業務經營，並加強內部控制、內部稽核及自行查核功能，期能及早發掘問題，訊謀對

策以維護金融穩定。

(三)REITs 受益證券本質上既非股票亦非債券，係介於股債之間的商品，其報酬與風險亦介於股票與固定收益證券之間，屬於中度風險與報酬之商品，投資人應詳閱受託機構於募集或私募受益證券時，依證券交易法或主管機關規定，向應募人或購買人提供之公開說明書或投資說明書，辨識(Identify)、衡量(Measure)及控管(Control)不動產證券化過程中所可能產生之流動性風險、市場風險及其他各種風險，慎選不動產證券化商品。

(四)分析台灣發展REITs之背景及商品內容，似為不動產「批發無市、零售有價」的產品，是創始機構為活化資金之一種融資方式，亦是不動產市場欲藉由信託架構於資本市場「化整為零」之促銷方法，尤其創始機構若惡意將其持有品質不佳的不動產納入標的資產(例如：標的資產曾多次流標或座落區位欠佳等)，再加上參與機構無法發揮不動產證券化原設計架構應有之功能時(例如：信評結果無法反應標的資產真實價值，會計師、律師及不動產估價師等專門職業技術人員無法盡其專業職責及欠缺職業道德自律)，則不動產證券化可能成為創始機構套取資金之一種方式。

(五)近來REITs 證券化商品，市場反應尚稱熱絡原因，主要與目前利率水準尚低，淨收益率遠高於定存利率，且證券收益又有6%分離課稅優惠，及金融體系資金寬鬆有關，

然一旦資金市場情勢逆轉，利率水準上升，除非年收益率仍相對較高，否則勢必衝擊證券化商品，利率水準若持續攀升，其影響程度愈深，對收益率及資本利得影響愈不利。事實上，不動產證券化不是下金雞蛋的金母雞，也不是拯救不動產市場景氣復甦的萬靈丹，尤其投資人面對資訊不對稱之情況下，是否存在「道德危險」(Moral Hazard)及「逆選擇」(Inverse Selection)問題，投資人必須要有充分認知。

(六)不動產證券化固有刺激不動產市場景氣復甦及解決空、餘屋問題之正面功能，惟亦有認為係圖利財團及建商出脫不動產之負面意見，本質上不動產證券化主要是透過證券化方式，由投資大眾共同分享利潤與承擔風險之融資或賣斷行為，不動產證券化真正之意義是不動產市場出現結構性的改變，由傳統實體不動產的投資，轉變為有價證券之形式，係結合不動產市場與資本市場的橋樑，是一種使機構法人及一般投資人均得參與投資不動產業的一種制度，不動產證券化使得以往以個人散戶為主的不動產投資與經營之管理結構，朝向以機構法人為主之投資，更藉由專業投資機構理性之分析，所有權與經營權之分離，引導市場之投資行為及提昇專業經營管理。

二、建議

(一)金管會證期局於審查REITs申請案件時，須切實要求發行人於公開說明書充分揭

露相關資訊，包括租金、不動產價格評估、收益穩定性等，提高資訊透明度、公正性及可信賴度，以確實保障投資人。

(二)證券化過程中，不動產之估價扮演極為重要的角色，主管機關應確實要求不動產估價師落實內政部、台北市及高雄市不動產估價師公會所訂定之「證券化不動產估價報告書範本」內容，以確保證券化不動產估價報告書之公正性與公開性。

(三)不動產證券化信託架構中，創始機構將不動產「真實出售」(True Sale)賣斷予受託機構，受託機構僅為不動產證券化架構融資之中介機構，因大多未具備全方位不動產管

理專業，故均將標的資產委由建築開發業等專業機構經營管理，而不動產管理機構之專業能力高低，影響 REITs 收益之多寡，進而影響投資人之報酬，若由創始機構之關係企業同時擔任信託財產之管理機構，且承租戶亦多為創始機構之集團成員，則可能產生利益衝突及道德風險問題，故除投資人必須避免投資單一承租戶為創始機構集團成員之自租型標的外，主管機構更應進一步妥善規範不動產管理機構之資格條件，立法設置防火牆，並嚴格要求公開說明書充分揭露創始機構與管理機構間利益衝突資訊，以確實保障投資人。

附 註

- (註 1) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 2 款，所謂「證券化」：指受託機構依本條例之規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為。
- (註 2) 新加坡政府將外匯存底擴及不動產，並成立「政府投資公司」(Government Investment Corporation, GIC)專責管理部分外匯存底，並投資各國信評優良之公司債、股票及不動產等資產。另為提高運用外匯存底之報酬，降低資產組合投資風險，在「政府投資公司」(GIC)之下並專設不動產經營部門(GIC Real Estate)，負責投資北美、歐洲及亞洲各國之辦公大樓、飯店及購物中心等不動產。例如：GIC 去(93)年 12 月間，以 8.6 億美元購買南韓最大的辦公大樓---Star Tower，最近更與紐約的 Tishman Speyer Properties 共同發行一檔 18.5 億美元的 REITs。
- (註 3) 不動產證券化使得所有權人之融資管道，除傳統經由負債及權益面取得資金之外，另增加資產面之融資方式，並藉由信用評等公司、律師、會計師及不動產估價師等專業機構之參與，相對提高證券化商品財務及業務資訊之透明度，減小小額投資人之「監視成本」(monitoring cost)，提高市場投資誘因。
- (註 4) 據報載台北市政府有意將新光三越信義三館及 101 大樓之土地租金加以證券化，惟其所適用之條例係金融資產證券化條例，而非不動產證券化條例，蓋台北市政府所擬信託證券化之標的，並非不動產或其權利，而係租金收入，該租金收入為金融資產證券化條例中所謂之租賃債權，台北市政府所擁有之土地不動產本身並未信託予受託機構，而據以發行之受益證券之風險，端視新光三越信義三館及 101 大樓之業主信用或其他信用增強機制，土地本身並未用以降低受益憑證買受人之風險。
- (註 5) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 4 款，所謂「不動產資產信託」：指依本條例之規定，委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。
- (註 6) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 6 款，所謂「受託機構」：指得受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構。

- (註 7) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 5 款第 1 目，所謂「不動產投資信託受益證券」：指受託機構為不動產投資信託基金而發行或交付表彰受益人享有該信託財產及其所生利益、孳息及其他收益之受益權持分之權利憑證或證書。
- (註 8) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 1 款所謂「不動產」：指土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物。
- (註 9) 受益證券之性質為證券交易所稱之有價證券，與條例施行前信託業者就受託管理之不動產，依信託法及信託業法規定發行受益憑證不同，該受益憑證並非為證券交易所稱之有價證券，充其量僅為債權憑證之性質。為加強受益證券之流通性，受益證券得由金融機構或其他法人以保證、承諾、更換部分資產或其他方式，增強其信用；或由信用評等機構評定其等級；並得申請於證券交易所上市或證券商營業處所買賣。
- (註 10) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 10 款所謂「不動產管理機構」：指建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。
- (註 11) 受託機構雖受託管理處分信託財產，由於信託財產之不動產，其經營涉及專業知識，因受託機構本身未必有能力經營，因此受託機構有需要委託不動產開發機構管理或處分信託財產，包括建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業，尤其在資產信託，委託人將不動產相關權利移轉與受託機構後，由於委託人對該不動產最為瞭解，受託機構往往委託原委託人或其他相關機構為管理機構，即便在投資信託之情形，受託機構投資不動產後，亦有可能委託原所有人為管理機構。
- (註 12) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 12 款所謂「開放型基金」：指投資人得請求受託機構買回其持有之受益證券，受託機構亦得追加發行、交付或賣出受益證券之基金。
- (註 13) 不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 11 款所謂「封閉型基金」：指於基金存續期間，投資人不得請求受託機構買回其持有之受益證券，受託機構亦不得追加發行、交付或賣出受益證券之基金。
- (註 14) 指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。
- (註 15) 行政院通過修正草案，將開發型之不動產或不動產相關權利納為不動產證券化標的，並訂定相關配套措施，就開發型之不動產或不動產相關權利予以定義，並允許其得成為證券化標的，惟公開招募之不動產投資信託基金投資於開發型之不動產或不動產相關權利，僅限於都市更新案件、促進民間參與公共建設法所稱公共建設及經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設，且不得超過該基金信託財產價值之一定比率；至於不動產資產信託受益證券部分，則限於私募者始得將開發型之不動產或不動產相關權利納為證券化標的。（修正條文第四條及第十七條及第三十條）。
- (註 16) 受託機構在發行募集或私募不動產投資信託受益證券時，須檢具相關文件，經金管會銀行局或證期局核准或申報生效。其所檢具的書件，均與不動產資產信託相同，較為特殊者為，不動產資產信託之受託機構，應先洽請專業估價者就信託財產，依不動產估價師法之規定出具估價報告書，於申請核准或申報生效時同時檢附，以確保信託財產價格之合理性。（條例第三十四條）

參考文獻

1. 不動產證券化條例，總統 92 年 7 月 23 日華總一義字第 09200134060 號令公布。
2. 臺灣土地銀行股份有限公司發行富邦一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，行政院金融監督管理委員會 94 年 1 月 24 日金管銀(四)字第 094000601 號核准函。
3. 蔡惠芳，工商時報，民國 94 年 9 月 23 日星期五，B1 版 REITS 大吸金，資金最佳避風港。
4. 吳雯雯，聯合報，民國 94 年 10 月 4 日，REITS 報酬與風險介於股債之間。
5. 不動產證券化條例部分條文修正草案總說明，金管會證期局。
6. 金管會銀行局新聞稿。
7. 聯合理財網整理，民國 94 年 3 月 24 日，投資 REITS 輕鬆上手。
8. 莊國偉、徐銘鴻，不動產證券化管理機構之利益衝突(上)，民國 94 年 11 月 9 日，經濟日報，協合財經法律專欄。