

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：訪問)

「參訪日本REIT法制及實務運作」 出國報告

| | | |
|----------------|-----|----|
| 金融監督管理委員會證券期貨局 | 王詠心 | 局長 |
| 金融監督管理委員會證券期貨局 | 林曉韻 | 科長 |
| 金融監督管理委員會證券期貨局 | 葉信成 | 稽核 |

派赴國家：日本

出國期間：108年9月1日至9月5日

報告日期：108年11月12日

提要表

| | | | |
|---------|---|----------------|----|
| 系統識別號： | C10801849 | | |
| 計畫名稱： | 參訪日本不動產證券化業務 | | |
| 報告名稱： | 參訪日本REIT法制及實務運作出國報告 | | |
| 計畫主辦機關： | 金融監督管理委員會證券期貨局 | | |
| 出國人員： | 姓名 | 服務機關 | 職稱 |
| | 王詠心 | 金融監督管理委員會證券期貨局 | 局長 |
| | 林曉韻 | 金融監督管理委員會證券期貨局 | 科長 |
| | 葉信成 | 金融監督管理委員會證券期貨局 | 稽核 |
| 前往地區： | 日本 | | |
| 出國類別： | 訪問 | | |
| 出國期間： | 民國108年9月1日至民國108年9月5日 | | |
| 報告日期： | 民國108年11月12日 | | |
| 關鍵詞： | REIT，不動產證券化 | | |
| 報告書頁數： | 49頁 | | |
| 報告內容摘要： | <p>我國不動產證券化條例自2003年公布實施以來，2005年首檔REIT上市，過去16年累計僅10檔REIT上市掛牌交易，現僅存7檔仍在上市交易，其他3檔已清算。我國REIT因房價租金比偏高，業者保守經營發行意願低落，整體市值檔數均少於其他市場，導致REIT成交量難以提升。</p> <p>日本2001年J-REIT在東京證交所上市後，而後檔數與規模逐年增加，其成功推動經驗值得我國借鏡效法。本次出國由證期局、證交所、投信投顧公會與環宇法律事務所共同組成參訪團，參訪單位包括日本金融廳、證交所、公會、管理機構及律師事務所。</p> <p>透過實地訪查瞭解監管不動產證券化業務重點及活絡市場發展之配套措施，建議未來修法可考量以下事項：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 放寬REIT發行機構資格條件，不限僅得由信託業擔任。 2. 簡化REIT審查流程，提升案件審查效率。 3. 修法應考量REIT發起人在不動產證券化重要角色。 | | |

| | |
|--|--|
| | <ol style="list-style-type: none">4. 強化對REIT與關係人間交易監管機制。5. 明定REIT應辦理不動產鑑價之時點。6. 允許REIT適度以信託財產辦理借款，但槓桿比例不宜過高。7. REIT維持現有契約型架構，暫不考慮引進公司型基金制度。 |
|--|--|

目錄

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 壹、前言 | 1 |
| 貳、會議重點 | 3 |
| 一、日本REIT市場概況 | 3 |
| 二、日本REIT設立審查流程 | 9 |
| 三、日本REIT之法律制度沿革 | 12 |
| 四、日本REIT基金治理及內部控管程序 | 16 |
| 五、利害關係人交易與防範利益衝突措施 | 19 |
| 六、關於管理多檔基金之利害衝突防範措施 | 21 |
| 七、日本REIT會計與鑑價制度 | 22 |
| 八、日本REIT資訊揭露 | 26 |
| 九、日本REIT投資不動產開發案件 | 33 |
| 十、日本主管機關處分案例與業者常見缺失 | 35 |
| 十一、基礎建設基金 | 39 |
| 參、心得與建議 | 40 |
| 一、放寬REIT發行機構資格條件，不限僅得由信託業擔任 | 40 |
| 二、簡化REIT審查流程，提升案件審查效率 | 41 |
| 三、修法應考量REIT發起人在不動產證券化重要角色 | 43 |
| 四、強化對REIT與關係人間交易監管機制 | 45 |
| 五、明定REIT洽請不動產估價師辦理資產鑑價時點 | 47 |
| 六、允許REIT適度以信託財產辦理借款，但槓桿比例不宜過高 | 47 |
| 七、REIT維持現有契約型架構，暫不考慮引進公司型基金制度 | 48 |

壹、前言

一、背景說明

我國自2003年不動產證券化條例公布實施以來，2005年首檔REIT上市，2005年首檔不動產投資信託基金上市，市場過去16年累計僅有10檔REIT上市掛牌交易，其中3檔已清算下市，現僅剩7檔仍在掛牌交易。臺灣因房價租金比偏高，且受託機構多由銀行擔任，業者保守經營，發行REIT意願低落，整體市值檔數均少於其他市場，導致市場成交量難以提升。

為活絡我國不動產市場，外界對現行不動產法制與監管方式提出多項建議，金管會過去透過委外研究瞭解現行REIT所面臨之主要問題，並蒐集國外REIT法制架構，希望參酌國外成功發展經驗，調整我國不動產投資信託法制架構，以使基金操作更具時效性及彈性。

日本於1990年經濟衰退，土地價格大幅滑落，投資人對不動產投資失去信心後，即極力推展不動產證券化，從1998年起歷經數次法案修正後，制度日趨完備，市場發展迅速，目前已為全球第二大REIT市場，我國未來如擬修改法令之運作機制及監理架構、修正稅負相關法制等事項，可借重日本發展及實務經驗，作為法令及稅制修改參考之必要。

二、參訪單位及規劃目的

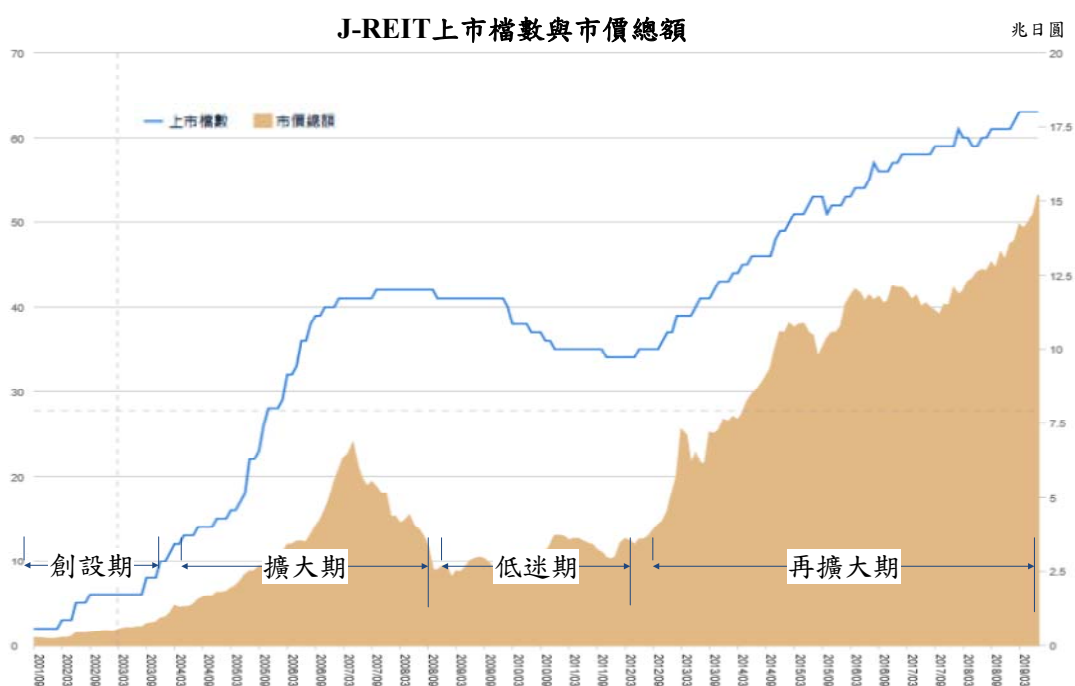
本次參訪單位包括日本金融主管機關、證券交易所、產業公會、律師事務所及REIT管理機構等與日本REIT運作相關之單位，以全面瞭解當地主管機關之監理、實務運作以及市場狀況。

| | 參訪單位 | 參訪目的 |
|------------|---|-------------------------------------|
| 主管機關 | 日本金融廳 (Financial Services Agency) | 瞭解REIT業者與產品監管重點 |
| 證交所 | 東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange) | 瞭解REIT上市規則與審查程序 |
| 產業公會及律師事務所 | 不動產證券化協會 (Association for Real Estate Securitization) 投資信託協會 (Japan Investment Trust Association) 西村朝日法律事務所 (Nishimura & Asahi) | 安排法制與實務介紹課程訓練 |
| 管理機構 | 野村不動產顧問株式会社 (Nomura Real Estate Asset Management Co., Ltd.)、 AEON 資產管理公司 (AEON Reit Management Co., Ltd.) | 挑選具代表性REIT的管理機構，瞭解其在基金架構中的角色與實務運作方式 |

貳、會議重點

一、日本REIT市場概況

日本自2001年法令開放後，第一年有2檔J-REIT上市，初始2年市場反應不熱絡，之後歷經擴大期(2003~2007)、低迷期(2007~2011)、再擴大期(2012~2015)，市場變化主要受到當地不動產市場狀況、全球經濟前景、法規制度調整與政策配套措施等影響。

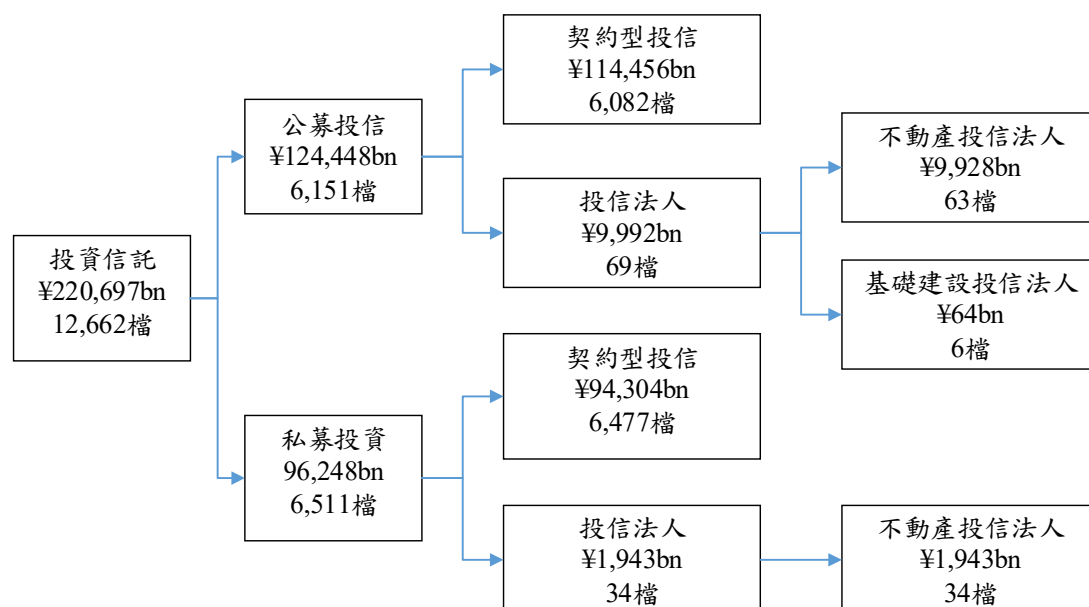


J-REIT檔數及市價總額曾於2008年左右大幅萎縮，因當時美國雷曼兄弟事件爆發，影響日本不動產市場價格與流動性，有數檔J-REIT陷入經營困難並進行合併清算等企業組織重組或債務清理程序而受其影響。日本政府在2008年雷曼兄弟事件後，針對J-REIT做了制度性變革，2009年9月設立不動產市場穩定化基金(即所謂「官民基金」)，防止REIT因轉貸困難導致經營困難之安全網，2010年日本中央銀行為支持REIT大量購買J-REIT。

以下先從日本REIT檔數及規模、報酬率、交易量、持有資產類型及投資人屬性說明日本REIT市場概況。

(一) 檔數及規模

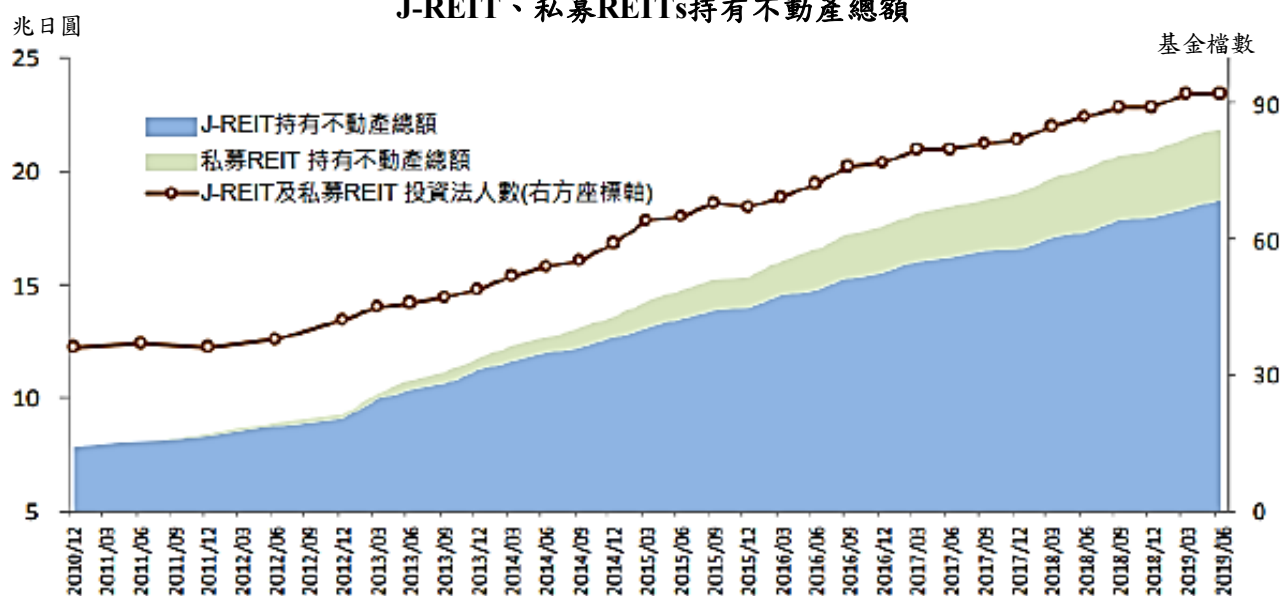
日本基金市場共有12,662檔基金，資產管理規模達220兆日圓，其中公募基金有6,151檔，私募基金有6,511檔，公募基金依發行基金架構，可分為「契約型投信」與「投資法人」2種。公募投資法人69檔基金中又可再細分為不動產投資法人及基礎建設基金。上市J-REIT目前有63檔，均採投資法人架構發行，淨資產規模約9.9兆日圓，私募REIT有34檔，淨資產規模約1.9兆日圓。



上列：淨資產規模；下列：基金檔數
(單位：10億日圓)
資料日期：2019年7月
資料來源：投資信託協會

REIT所持有不動產物件數的部分，上市J-REITS約持有4,000多個物件數，而私募的REIT則持有約800個物件，REIT持有不動產價值總額共約22兆日圓(以取得價格為準)。

J-REIT、私募REITs持有不動產總額



(二) 報酬率

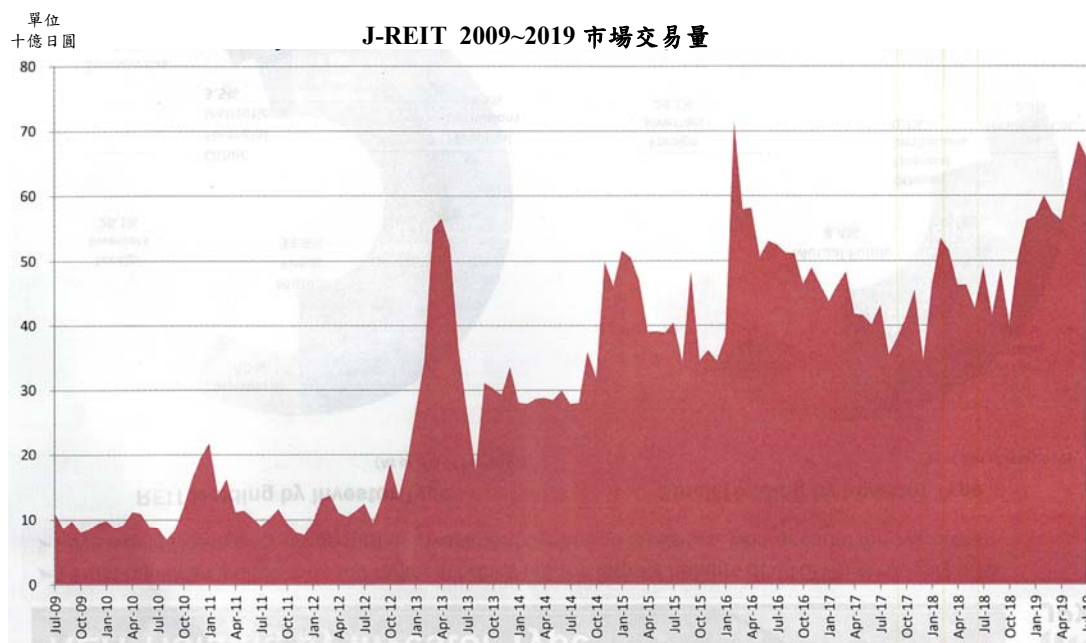
J-REIT投資報酬率約於3%至7%間，與長期利率(10年期國債收益率)、東證一部上市公司股利分配率相較，報酬率相對較高。私募REIT收益率管理公司實務上亦以超過4%作為投資操作績效的目標。

J-REIT 2009~2019 收益分配



(三) 交易量

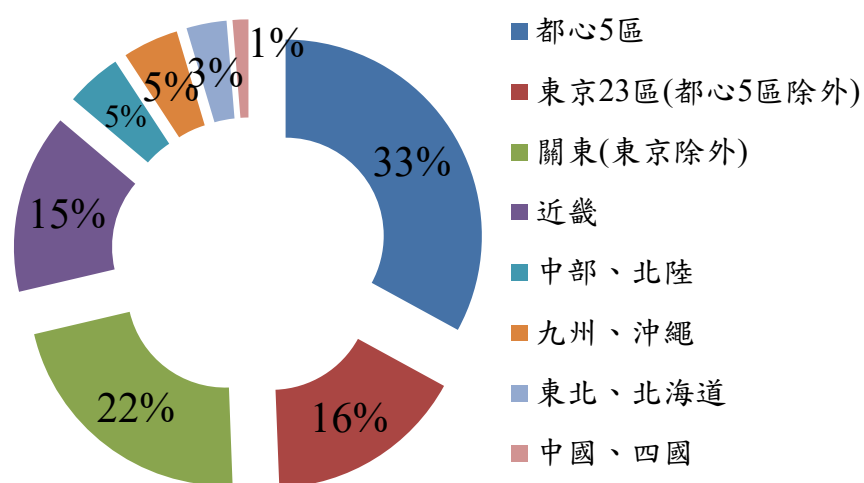
J-REIT市場的平均每日成交量超過400億日圓，可以看出J-REIT流動性在過去十年不斷改善，在全球REIT市場逐漸占有重要地位。



(四) 持有資產類型

上市J-REIT所持有之不動產所在地及比例，有超過一半之標的均集中於都市地區，近來有擴及郊區之現象。至目前為止，日本共46個都道府縣中，僅有3個完全沒有J-REIT投資標的。

J-REIT所持有之不動產所在地及比例



在日本REIT持有資產類型部分，主要以辦公室(42.4%)、商業設施(16.9%)、住宅(14.5%)、物流設施(15.7%)為主。

J-REIT與私募REIT保有不動產種類與投資金額

| | J-REIT | 私募REIT | 合計 |
|------|----------|---------------|----------|
| 辦公室 | 78,584億元 | 14,725億元 | 93,309億元 |
| 商業設施 | 33,564億元 | 3,729億元 | 37,293億元 |
| 物流設施 | 29,456億元 | 5,205億元 | 34,661億元 |
| 住宅 | 27,259億元 | 其他 2,270億元 | 33,328億元 |
| 飯店 | 15,653億元 | | 15,653億元 |
| 醫院 | 1,772億元 | | 1,772億元 |
| 其他 | 1,901億元 | | 4,171億元 |

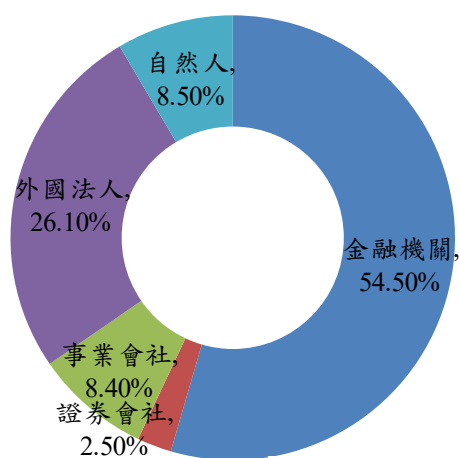
資料來源：不動產證券化協會；資料日期：2019年7月底；單位日圓

(五) 投資人組成結構

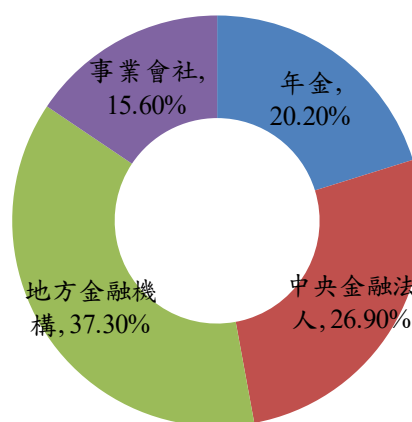
上市J-REIT之投資人屬性部分，日本J-REIT有接近55%為金融機構投資人(其中以信託銀行佔42%左右為主)，次高者即為外國投資人，其佔比達26%，自然人部分僅佔約8.5%，故上市J-REIT之投資人屬性仍係以日本國內法人為主，外國法人次之，自然人則再次之。

私募REIT，由於流動性較低，其主要投資人為中央金融法人(中央銀行、壽險、產險、系統中央機構等)、地區金融機構(地方銀行或信用金庫等)、年金、非以投資為專業之事業公司。

J-REITs投資人組成結構



私募REITs投資人組成結構



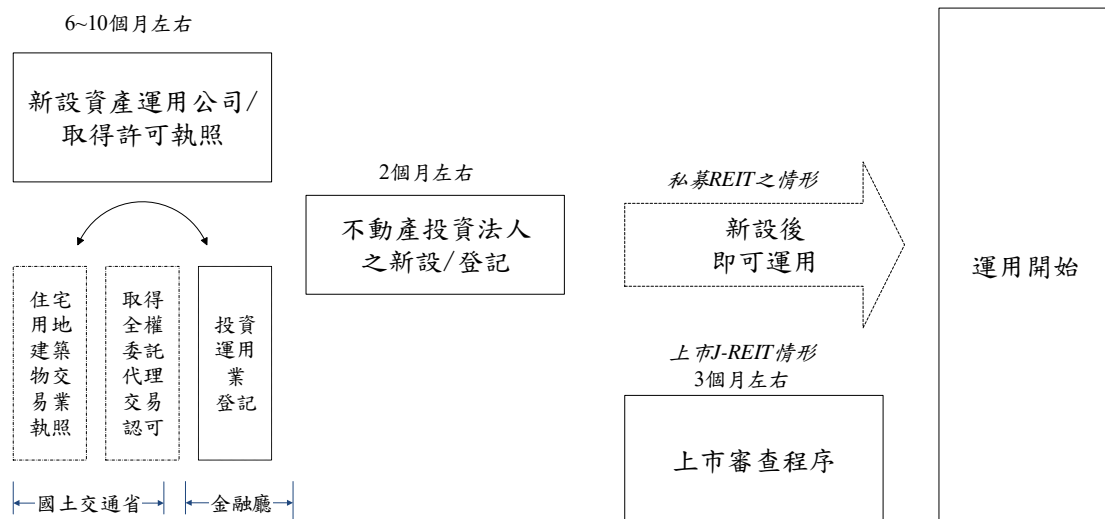
資料來源：不動產證券化協會；資料日期：2019年7月底

二、日本REIT設立審查流程

日本REIT之資產運用，均須委由具有特殊許可執照之資產管理公司(即我國所稱「管理機構」)為之，因此在設立投資法人前，通常需先設立資產管理公司。從新設資產管理公司，至不動產投資法人募集完成開始運用止，審查與準備時間需要略超過1年之時間。

申請流程大致分為四個階段：(1)新設資產管理公司，約須6-10個月；(2)資產管理公司以設立企劃人身分向金融廳辦理不動產投資法人新設申報以及登記程序，約須2個月；(3)向證交所申請上市審查，約須3個月；(4)進行公開募集資金程序，約須1個月。

(一) 設立資產管理公司



發起人(如不動產開發業者等)出資設立資產管理公司，該資產管理公司並應依法取得相關許可執照、登記為投資運用業及加入投資信託協會等，審核流程與取得許可內容詳述如下：

- 1、依住宅用地建築物交易業法第3條規定，自都道府縣知事(於複數個都道府縣內設置事務所時，則自國土交通大臣)取得「住宅用地建築物交易業」執照，申請期間約1個月；
- 2、依住宅用地建築物交易業法第50條之2規定，自國土交通大臣取

得可受全權委託代理交易等之認可，申請期間約 3 至 6 個月¹；

- 3、依金融商品交易業法第 2 條第 8 項第 12 款第 1 目規定，申請登記為投資運用業，申請期間約 1 個月；
- 4、登記投資運用業後，即可辦理 REIT 之新設程序。同時，該資產管理公司須同時申請加入投資信託協會，申請期間約 1 個月。

資產管理公司設立之組織要件，應設置法令遵循(Compliance)委員會及投資委員會，法令遵循委員會之成員必須有外部獨立委員，通常為與發起人無利害關係之律師；而投資委員會之成員亦應有一位不動產鑑定士，且為求資產管理公司重要決策之合理及客觀性，若決策涉及購買不動產者，均須取得法令遵循委員會及投資委員會之同意，始得為之。

(二) 設立投資法人(REIT)

發起人(如不動產開發業者等)出資設立 REIT，設立時，法令要求至少有 3 位負責人，其中必須有 2 位具有獨立性(即與發起人無利害關係)，實務上通常係由一位律師及一位會計師擔任，第三位負責人則為發起人。雖然負責人得設置 3 人以上，惟為免利益衝突，具獨立性之成員必須占負責人之多數，故實務上普遍認為增加負責人人數並不會有好處，反而會增加成本。REIT 設立後即需將其資產運用業務委託前開資產管理公司辦理。

(三) 上市

如該 REIT 未有上市規劃而屬於私募 REIT，則其資產管理公司已可開始運作，自設立資產管理公司至私募 REIT 可開始運作約需

¹ 實務上向國土交通省申請取得執照時，通常於審查結果即將完成前就會同時向下一階段金融廳申請執照。

8-12 個月；惟若該 REIT 本身即有上市規劃，則需再經過約 3 個月之上市申請程序，其資產管理公司始可開始募集資金並運用管理基金資產²。

另一種情況是，發起人所新設立之 REIT 委託既存且已依法取得許可之資產管理公司進行資產運用，此時前述關於新設立資產管理公司之程序即可省略，惟仍須向金融廳申請管理多檔 REITS 之許可，此與前述方式相較，可節省大約 6 至 10 個月時間。亦即該資產管理公司可同時申請管理多檔基金之許可程序及新設 REIT 程序(視該 REIT 是否規劃上市或僅為私募，決定是否申請上市，涉及大約 3 個月申請時間)，而待資產管理公司變更程序及新設 REIT 程序完成後，即成為所謂「一間資產管理公司管理多檔 REIT」之情形。

上市程序審查重點，證交所會就 REIT 資產規模(總資產達 50 億元以上，淨資產達 10 億元以上)、組成標的(至少 70% 基金資產投資於不動產)、投資人分散(投資單位達 4000 單位，投資人達 1000 人以上)等條件進行形式審查，之後面談發起人、資產管理公司負責人、投資法人董事會成員，就資訊揭露內容、營業計劃、資產管理公司內部管理體制、資金運用與收益分配計畫合理性等內容進行實質審查。

²投資法人設立階段，是否即須向主管機關揭露擬投資標的一節，實務上，雖不動產投資法人必須向金融廳提出公司章程，記載投資資產型態，惟並不會提到特定標的資產。惟資產管理公司取得執照階段，於向國土交通省提出設立管理公司的申請之際即須提出成長戰略，例如表明預期資產管理規模達 200 億以上，即必須同時提出特定物件、成長金額及利益之分析報告，故於金融廳核准前，若有更動則須再向主管機關(國土省及金融廳)告知。金融廳核准後，若投資標的有更動，即毋須再特別說明。另因審查時間長達近一年，故有時擬收購之物件屆時未必可取得，惟因尚未上市，尚未向投資人揭露，故不影響投資人。(標的揭露須待上市程序時始須揭露，一旦揭露後，物件即不得再變更，上市程序通常需要三個月，申請上市後，通常也不會變動)。

三、日本REIT之法律制度沿革

日本證券投資信託業自 1951 年至 1998 年之期間，只有所謂的「契約型基金」型態，自 1998 年起開始引進所謂「公司型基金」，亦增設私募型投資信託制度並廢除「投信公司專營制」，開放證券公司得兼營投信及投顧業務，並允許日本投信公司得複委託其他投信公司、全權委託操作的投顧公司或與日本投信或投顧公司相當的外國公司，代其進行資金之操作及管理政策。

2000 年 11 月日本再次大幅進行「證券投資信託法人」之修正，於 2001 年 12 月 12 日公布實施更名為「投資信託及投資法人法」(投資信託及び投資法人に関する法律，以下簡稱投信法)，而當時刪除法規名稱「證券」二字即是因將投資範圍及標的擴大至不動產、不動產租賃、金錢債權、衍生性商品等標的，即所謂「不動產投資信託(Real Estate Investment Trust)」制度。

2001 年 3 月，東京證券交易所制定了不動產投資信託(J-REIT)上市規則，開設 J-REIT 市場。「不動產投資信託」較從前之不動產實物投資，具有變現性與流動性，實現了投資風險之分散與投資金額之小額化，成為能夠滿足投資人需求之產品之一。

2008 年發生雷曼兄弟引發全球金融危機，影響日本不動產與證券化市場，為增加投資者對於 REIT 產品的信心，2010 年日本內閣要求金融廳全面檢討投信法，金融廳爰於 2012 年 1 月請金融審議會(Financial System Council)成立工作小組，2012 年 12 月公布「投資信託/投資法人法制之修訂工作小組」最終報告，嗣於 2014 年大幅修正投信法及金商法(以下簡稱金商法)規定，修正重點除放寬 REIT 海外投資規範外，包括內線交易規範適用於 J-REIT、允許投資法人發行認股權利、允許投資法人購回所發行股份、增加防範利益衝突措施(重大交易經董事會決議、監察人資格標準趨嚴)等規定。

在放寬 REIT 海外投資規範部分，日本 2008 年起即已開放 REIT 投資取得海外不動產。日本國土交通省於 2008 年 1 月公布「海外投資不動產鑑定評價指導方針」，2008 年 5 月東京證券交易所亦修訂其上市規則，解除海外不動產之投資限制。2012 年 12 月金融審議會公布「投資信託/投資法人法制之修訂工作小組」最終報告，揭示為促進海外不動產之取得，應修訂投信法有關限制持有其他法人 50% 以上表決權股份之意見。其後，投信法於 2013 年 6 月修訂，並於 2014 年 12 月 1 日正式施行，修訂後之第 194 條第 2 項明訂投資法人於依海外不動產所在地國法令無法取得該不動產而改為取得專門進行第 193 條第 1 項第 3 款至第 5 款所訂不動產取得或移轉、不動產租賃及不動產管理之委託等交易之特殊目的公司(即「投信法施行規則」所訂之「海外不動產保有法人」)股份之情形，不適用持有其他法人 50% 以上表決權股份之限制。基此，只要符合一定要件，投資法人即可透過持有海外不動產保有法人股份之方式間接投資海外不動產。迄今為止，63 檔上市 J-REIT 中，已有 2 檔取得海外資產，1 檔是 AEON-擁有馬來西亞二個物件，另 1 檔是 INVANCEIV 擁有二個開曼的物件。

2014 年 6 月，國土交通省制訂關於不動產投資法人取得以高齡者為對象之住宅等，資產管理公司應完備事項之指導方針，迄今專門針對長照中心相關設施者僅有 2 檔。

2014 年 9 月，投信法再度修正，新增基礎建設基金，迄今基礎建設基金有 6 檔，主要投資於太陽能發電領域。日本相較於臺灣而言，風力發電是比較弱，未來如果比較成熟，可能也會把風力發電納入³。

³ 日本另外有關 FIT 制度，即政府以固定費率購買電力，2011 年因為核災，故政府開始重視再生能源，因而使用較高價格購買電力，因此有了 FIT 制度，在日本基礎建設基金的高收益率，主要係因 FIT 制度支撐，但 FIT 制度年限只有 20 年，FIT 制度結束後，基礎建設基金即可能有所變化。2014 年因 FIT 制度而成

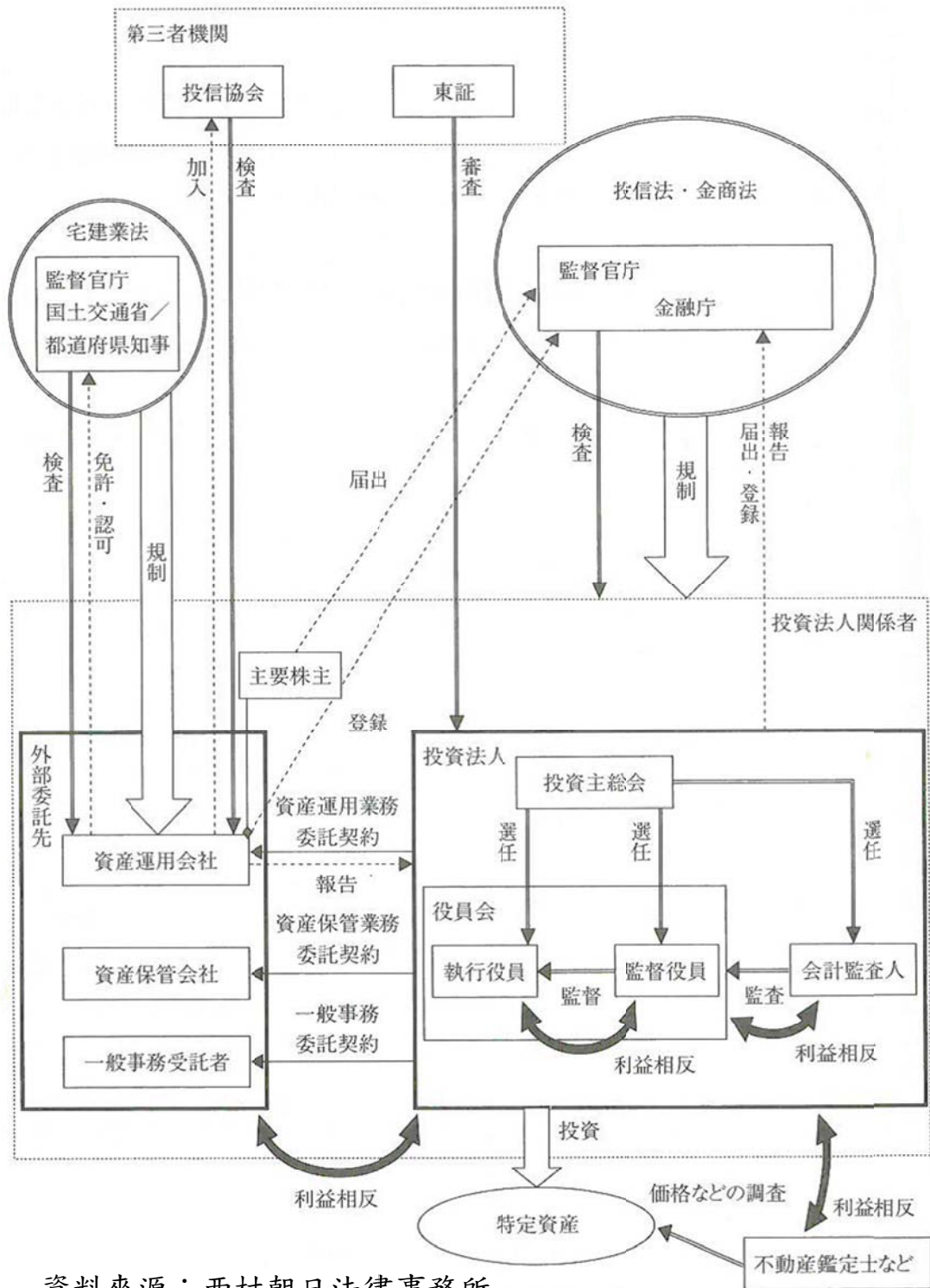
2015年6月，國土交通省制訂關於不動產投資法人取得醫院時，資產管理公司應完備事項之指導方針，惟目前將醫院納入投資組合者為數不多而僅有1檔。

立之基礎建設基金共6檔，惟今已無再發行此類基金。

| 日期 | 法令規則修正大事記 |
|---------------|-------------------------------|
| 2000年9月 | 不動產投資顧問登錄規範導入 |
| 2000年11月 | 投信法修正(投資法人解禁) |
| 2001年3月 | 東證所開設REIT市場 |
| 2002年12月 | 不動產證券化協會(ARES)成立 |
| 2003年4月 | 東證所編制REIT指數 |
| 2003年7月 | 放寬組合型基金投資REIT |
| 2005年4月 | 固定資產減損會計強制適用 |
| 2006年5月 | 會社法施行 |
| 2007年9月 | 放寬REIT發行短期票券 金商法施行 |
| 2008年5月 | 放寬REIT投資取得海外不動產 |
| 2008年9月 | 雷曼兄弟破產，部分REIT出現流動性問題，政府成立官民基金 |
| 2010年10月 | 日本央行實施量化寬鬆，將REIT納為購買標的 |
| 2013年6月 | 投信法修正(放寬投資海外不動產規定、提升資金調度彈性) |
| 2014年1月 | 實施NISA，將REIT納入適用投資標的 |
| 2014年6月 | 國土交通省制訂不動產投資法人取得以高齡住宅指導方針 |
| 2014年9月 | 投信法修正(新增基礎建設基金) |
| 2015年6月 | 國土交通省制訂關於不動產投資法人取得醫院指導方針 |
| 2018年11月 | ARES 制定不動產投資運用鑑價指導方針(私募適用) |
| 資料來源：不動產證券化協會 | |

四、日本REIT基金治理及內部控管程序

為確保REIT運作不會因違反法規而損及投資人權益之情形，日本主管機關在基金管理運作上可能產生利益衝突，增加內部治理與外部監督機制。



資料來源：西村朝日法律事務所

在外部監督方面，資產管理公司與REIT運作適用投信法、金商法、宅建業法，並同時受到日本金融廳及國土交通省監管，因REIT掛牌上市經過證交所審查，資產管理公司被要求加入投信協會，故投信協會與證交所也扮演外在監督角色。在REIT取得處分不動產或定期評估資產價格部分，也可能衍生利益衝突，投信法第201條引入不動產鑑定士第三方獨立角色，協助資產管理機構就資產價格進行合理判斷。

在內部治理方面，REIT以投資法人架構發行，投資法人本身不得僱用人員，且須將資產運用委託資產管理公司，資產保管職能委託予資產保管公司，一般行政事務亦須委外執行，投資法人依日本公司法規定應設有股東會(投資主總會)，並由股東會分別選任董事會成員，董事會成員分為執行役員及監督役員二類(相當於董事與監察人角色)，監督役員人數須超過執行役員，由監督役員負責監督執行役員業務執行，為強化監督役員功能，投信法第100條規範監察人資格，原則不得為設立企劃人或其利害關係人。

日本REIT發起人通常為資產管理公司之主要股東，而資產管理公司之管理人員經常由發起人指派或轉任，易生利益衝突疑慮。為管理此類利益衝突，法令明定與利害關係人交易之限制(投信法第195條、第201-2條)、禁止委託有利害關係之業者(投信法第200條)、資產管理公司從事特殊交易應向投資法人交付書面報告的情況(投信法第203條)

資產管理公司接受投資法人委託從事REIT資產管理運用，為確保投資決定之客觀性、合理性，資產管理公司在取得主管機關許可執照，被要求建構完備內部規程，例如要求應設置有外部委員參加之法令遵循委員會及投資委員會，法令遵循委員會須有外部獨立委員(通

常即為律師，且須與發起人無利害關係)，投資委員會亦須設置不動產鑑定士等外部委員。

倘擬購入不動產時，應先由個別部門提案，再由遵循主管確認符合法令且無任何疑義，再送交法令遵循委員會討論及審查，嗣再提交投資委員會決定是否進行投資，藉由不同單位及外部人員審查，以避免損及投資人權益。

REIT收購不動產時，應有獲取當地國家/地區和不動產的資訊之措施。具體而言，資產管理公司將由資產管理公司本身或其所信賴之業者進行投資標的獲利能力和成長性之經濟調查，並將①依不動產估價報告進行之不動產估價之調查、②依工程報告進行之不動產狀況調查及3)依據法律盡職調查進行不動產所有權關係之法律調查委由個別專家進行。此外，在獲得上述②中的工程報告時，應選定獨立於交易對手和資產管理公司、具實績且值得信賴之的第三方公司。

倘為利害關係人交易，則尚須再提交投資法人董事會決議，而如前述，設立投資法人的要件上，需有董事會三人，實務上三人以上的二人應分別為獨立的律師及會計師，也是不得與Sponsor有關係，故在關係人交易時，更再加上一層投資法人之董事會決議，藉此避免損及投資人權益。

五、利害關係人交易與防範利益衝突措施

(一) 利害關係人之範圍

依投信法施行令第123條及投信法施行規則第244條之3規定，利害關係人之範圍包括：資產管理公司之母公司等、資產管理公司之子公司等、資產管理公司之特定個人股東、資產管理公司之主要股東等。

(二) 限制之交易類型

依投信法第201條之2、第193條第1項第1款至第4款規定，限制之交易類型包括有價證券之取得或轉讓、有價證券之借貸、不動產之取得或轉讓、不動產之借貸等。

(三) 防範措施

- 1、書面報告規則：投信法第 201-2 條、第 203 條第 2 項規定
資產管理公司與投資法人間之(i)自我交易，或資產管理公司；(ii)其受託運用資產之其他投資法人與(iii)利害關係人等其他法令所定之人間進行一定交易時，必須以書面方式向投資法人報告，以控管利害關係人交易之風險。
- 2、直接禁止：金商法第 42 條之 2 規定
 - (1)禁止自我交易(金商法第 42 條之 2 第 1 款)
資產管理公司與其董事會等不得與不動產投資法人間進行運用交易。
 - (2)禁止運用財產間之相互交易(金商法第 42 條之 2 第 2 款)
資產管理公司不得與不動產投資法人之間，或與其受託運用之其他投資法人、私募基金等之間進行運用交易。2019年制度修正，因考量私募REIT實務，允許在符合下列條件，仍得進行關係人交易：A：運用財產之所有權利人均為適格之機構投資

人；B：對該交易之所有權利人說明後，取得3分之2以上多數同意；C：透過合理方式計算交易金額，始得進行交易。

3、非重大交易之例外規範：在投信法施行細則第 245-2 條則針對一些較小的交易(the minor transactions)設有交易限制之例外規定，即就此類較小的交易，可以不必遵守上述之交易限制。

4、資產管理公司之自律規範

為確保投資交易決定之客觀性與合理性，管理機構應設置由外部委員構成之法令遵循委員會(設置律師等外部委員)、投資委員會(設置不動產鑑定士等外部委員)。在與利害關係人(通常為發起人)間進行交易前，應獲得法令遵循委員會、投資委員會之承認，其交易合理性，應依下列原則進行判斷：

- (1) 自利害關係人處取得不動產、不動產之信託受益權時，其金額為不動產鑑定評價額之下。
- (2) 將不動產、不動產之信託受益權轉讓予利害關係人時，其金額為不動產鑑定評價額之上。
- (3) 於不動產之租賃、不動產管理業務之委託、不動產修繕工程等之委託時，其金額是否合理等，以確認交易條件之合理性為要件。

六、關於管理多檔基金之利害衝突防範措施

當一資產管理公司同時管理二檔投資法人，為避免資產管理公司特別圖利某一檔，通常會把資產管理公司內部作業及負責人員分開(如分為A組及B組)。若A投資法人專門投資物流類別、B投資法人專門投資住宅類別，則因投資標的不同，二者間較無太大問題；但若A及B投資法人均專門投資同一類別如住宅類別，而A和B二者均擬投資同一住宅標的時，實務上該資產管理公司就會以「輪替」(Rotation)之方式來處理，亦即A及B投資法人以輪流之方式來決定該次進行交易者。

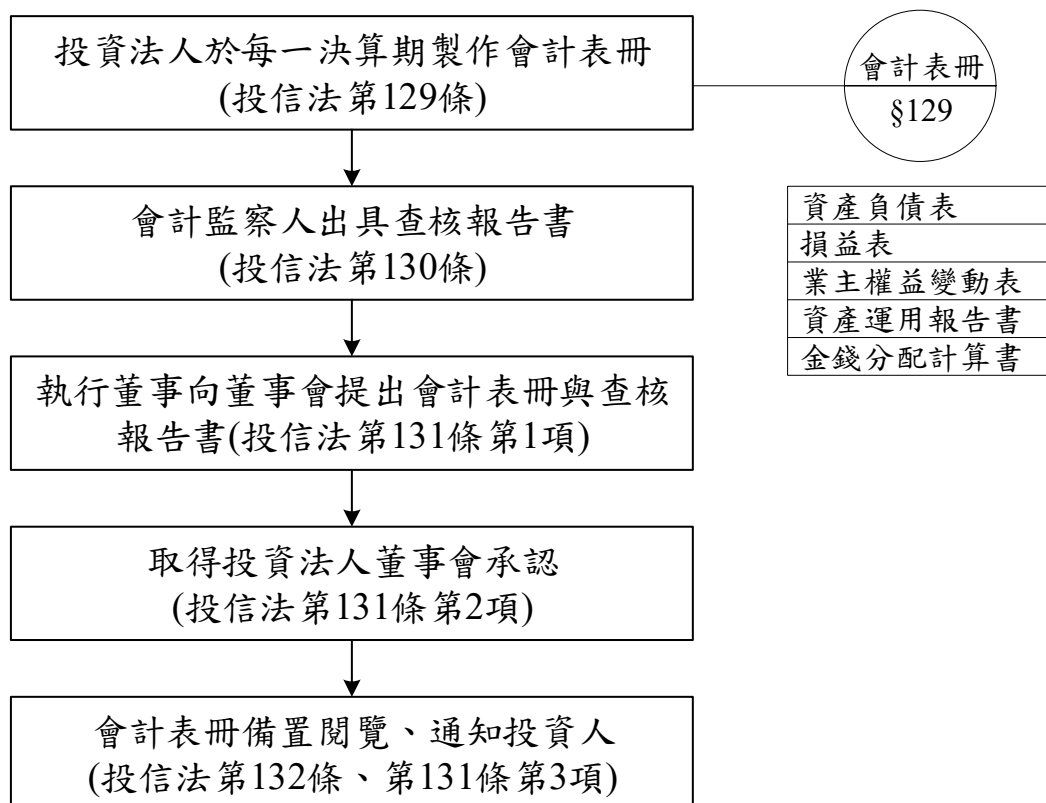
若A及B投資法人分別為上市REIT及私募REIT而均擬投資同一標的時，原則上該資產管理公司將會以上市REIT為優先交易對象，因為上市REIT之規模通常較大而且涉及自然人投資人；若上市REIT決定不進行交易，始考慮由私募REIT進行交易。然而，事實上當景氣不好而上市REIT集資有困難時，縱然有好的投資標的，亦僅能交由私募REIT進行交易。據瞭解主管機關此時亦會檢視資產管理公司是否確實執行輪替策略，以避免利益衝突。實務上亦可能發生另一種情況，即雖分為A組和B組分別管理不同投資法人，但B組編制上為A組之上司，此時主管機關就將特別著眼於渠等職務內容、情報是否有確實分開，以及是否遵循其內部之報告對象(reporting line)規範。

七、日本REIT會計與鑑價制度

(一) 會計制度

投資法人於每決算期間結束後，依規定準備財務報告(包括資產負債表、損益表、業主權益變動)、資產運用報告書、盈餘分配計算書、附屬明細書(投信法第129條)。前揭書件作成應先經過會計監察人出具查核報告，送交投資法人董事會承認後，即對外公告供投資人閱覽(投信法第130、131、132條)。實務上，投資法人通常將資產評價日與會計決算期選為同一日，大部分管理公司也是每6個月決算一次，並在決算日出具報告以及根據鑑價公告資產價值，因此兩者之間不會有落差。

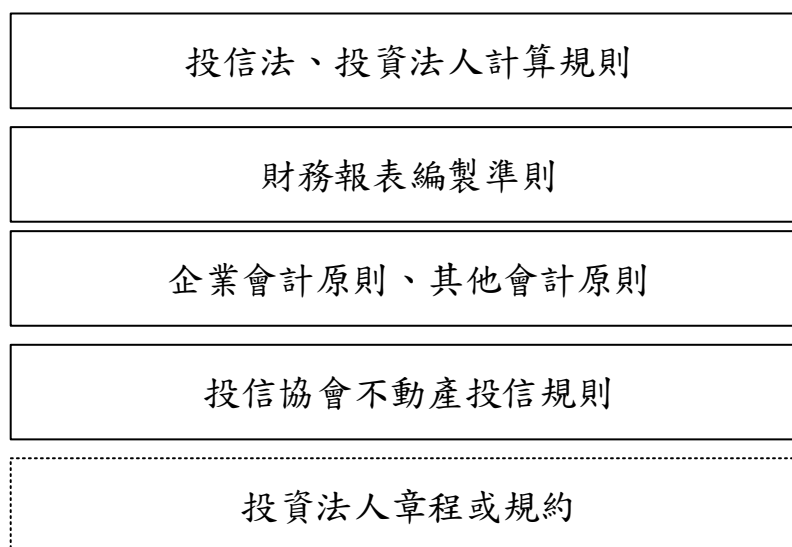
投資法人會計表冊製作與承認程序相關規範



資料來源：不動產證券化協會

在投資法人編制財務報告應遵循會計原則部分，投信法第128條規定投資法人應依公認允當企業會計原則進行編製，針對投資法人性質特殊性，金融廳訂有投資法人計算規則，投資信託協會訂定自律規範(不動產投資信託及び不動產投資法人に関する規則)，規範財務報告編製原則，前揭規定未規範部分則應適用財務報表編製準則(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則)及企業會計基準委員會發布企業會計準則。另投資法人應於章程記載資產評價方法、標準及記錄日期、會計決算期等事項(投信法第67條)。

投資法人會計原則適用規範



資料來源：不動產證券化協會

(二) 不動產鑑價制度

管理機構必須在購入資產前，洽不動產鑑價士進行鑑價，且必須遵守國土交通省所訂定法規，金融廳並沒有另外訂定特定鑑價報告格式。每一個不動產都必須清楚揭露相關價格鑑定結果，此均規範於公司章程與投資信託協會規範。

日本針對不動產估價訂有「不動產の鑑定評価に関する法律」，依據第39條規定，鑑定評價書之製作應依國土交通省「不動產鑑定評価基準」規定，而海外投資部分尚須遵守2008年1月制訂之「海外投資不動產估價指導方針」(海外投資不動產鑑定評価ガイドライン)。

不動產鑑價方法主要有現金流量法與直接還原法兩種方法評估並公告淨資產價值，投資信託協會亦有就鑑價設定相關規範，而多數公司就資產鑑價方式訂有內部控制規範。過去法規要求須由2個以上鑑價機構進行鑑價，並以最高價作為評價結果。但由於過於複雜且欠缺效率，因此嗣後修法為僅需1個鑑價機構進行鑑價，其估價結果之合理性則由投資委員會決定，因投資委員會中通常即有一名專業不動產鑑定士。至於合格估價機構應取得國內不動產鑑定士的資格條件。

於海外標的估價之部分，標準作業程序係依據國土交通省制定的「海外投資不動產鑑定評価ガイドライン」為之，而估價之評估項目，除了日本的不動產鑑定評價基準外，還需要參考前述評價程序。大致而言，國外評估與國內相同，均會進行物理、市場及法律等面向的評估，情報提供會社則會提供相關資訊予投資法人及資產運用會社。

至於涉及海外者，除了日本的不動產鑑定評價基準外，還需要參考國土交通省所訂定之海外投資不動產估價指導方針(2008年1月25日訂定)以當地估價協助方法(收集並提供予當地估價人員進行估價所需的基礎資料及其他不動產估價師進行估價之輔助作業所進行之

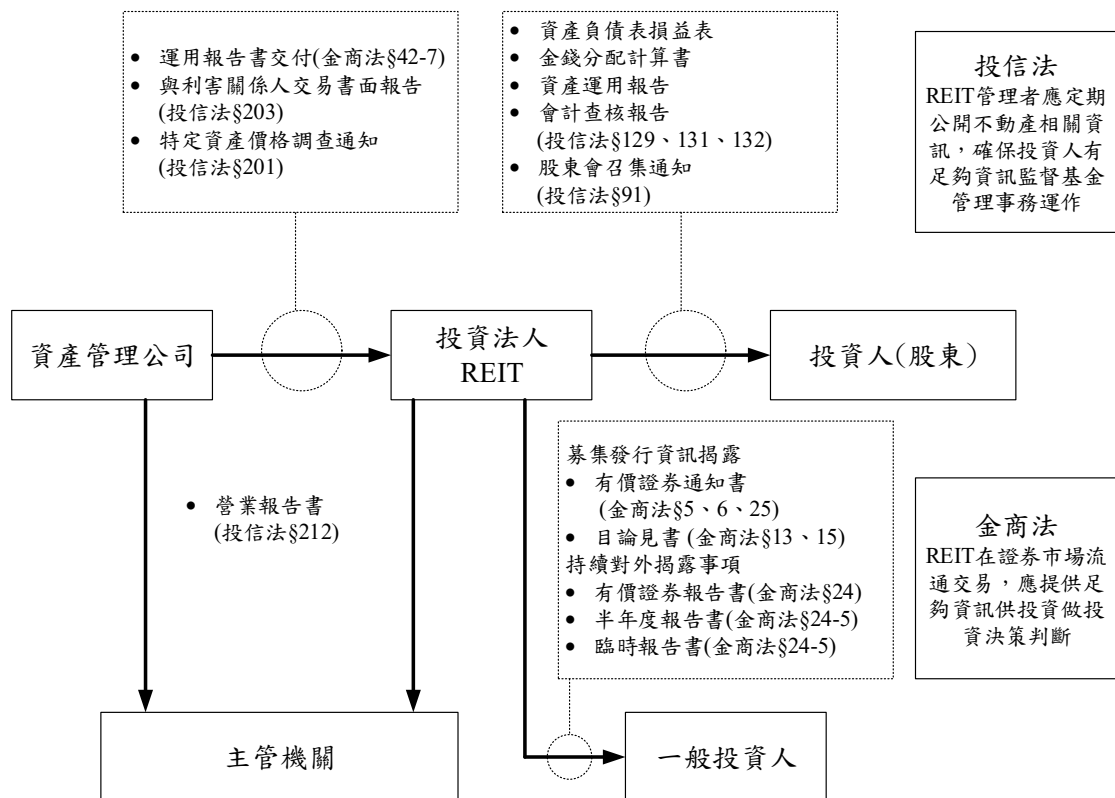
估價方式)或當地估價驗證方法(不動產估價師針對當地估價人員之估價報告進行驗證之估價方式)進行估價。資產管理公司係以當地估價協助方法製作的估價報告或當地估價驗證方法製作的估價驗證報告和當地估價人員製作的當地估價報告所構成之不動產估價報告為依據，對海外不動產的估價進行調查。而有關評價方法依據國土省制定的「海外投資不動產估價指導方針」(英文版第6頁)為之，評價方法可以分為二種，第一種是以日本鑑定士報告為主，由海外當地鑑定士覆核；第二種是以海外鑑定士報告為主，日本鑑定士覆核。

八、日本REIT資訊揭露

日本REIT之資訊揭露要求，除在法律面有揭露的規定，東京證券交易所上市時亦有揭露規範，另投信協會訂有一些自主規範，分別說明如下：

(一) 法律面資訊揭露規範

日本REIT資訊揭露規範可參照投信法及金商法，規範目的係為強化管理機構、投資法人、投資人與主管機關資訊流通，使投資法人有足夠資訊監督管理機構，投資人有足夠資訊進行投資決策判斷，主管機關有足夠資訊監理投資法人與管理機構運作



資料來源：不動產證券化協會

投信法中的資訊揭露主要有二部分：投資法人對投資者的資訊揭露以及投資信託業者對投資法人的資訊揭露。前者的規定在於投資法人需將資金運用成果告知現投資者，以及在投資者執行監查時所必要

的資訊揭露。具體的規定如：決算期間結束後，投資法人必須將資產運用報告書，或會計相關資訊告知現有投資者，並且通知召開投資者總會及相關文件內容。後者的規定在於投資信託委託業者必須每三個月一次以上向投資法人告知資產運用交易的內容，在特別重要的交易中，有關與利害關係人的交易，出賣特定資產的價格等的交易狀況均需報告。

金商法中資訊揭露規範主要有二部分：募集發行揭露、繼續揭露。募集發行揭露部分，係指投資法人資金的募集或出賣時，必須在發行市場中提供必要的資訊以作投資判斷。如：有價證券通知書、目論見書等。「持續性揭露」則指在流通市場中必須提供必要的資訊以作為投資判斷。如：有價證券報告書、半年度的報告書、臨時報告書等。

透過下表可進一步瞭解，投信法與金商法針對REIT資訊揭露時點、交付或通知對象、適用主體等規範內容。

| | 交付時點 | 會計師 | 資產運用公司 | 投資法人 | 執行役員 | 會計監察人 | 投資人(閱覽) | 投資人(通知) | 公眾閱覽 |
|------------------|---|-----|--------|------|------|-------|---------|---------|------|
| 1 | 資產管理公司與利害關係人交易 (投信法§203第2項) | | ■ | ● | | | | | |
| 2 | 資產管理公司為自己買賣不動產 (投信法§203第1項) | | ■ | ● | | | | | |
| 3 | 運用報告交付 (金商法§42-7) | | ■ | ● | | | | | |
| 4 | 特定資產價格調查通知 (投信法§201) | □ | ■ | ● | | | | | |
| 5 | 有價證券報告書(金商法§24) ①資產負債表 ②損益表 ③附屬明細表 | | | ■ | | | | | ● |
| 6 | 投資人通知與閱覽書類 | | | | | | | | |
| | ①資產負債表(投信法§129、131、132) | | | | ■ | ● | ● | ● | |
| | ②損益表(投信法§129、131、132) | | | | ■ | ● | ● | ● | |
| | ③資產運用報告 (投信法§129、131、132) | | | | ■ | ● | ● | ● | |
| | ④金錢分配計算書 (投信法§129、131、132) | | | | ■ | ● | ● | ● | |
| | ⑤附屬明細書 (投信法§129、131、132) | | | | ■ | ● | ● | ● | |
| | ⑥會計查核報告書 (投信法§130、131、132) | | | | ● | ■ | ● | ● | |
| ⑦會計帳簿(投信法§128-3) | | | ■ | | | ● | | | |

資料來源：不動產證券化協會

(二) 東證所上市規範

除在法律面有揭露的規定，東京證交所在上市規程第1213條訂定REIT上市時資訊揭露相關規範。

| 主要項目 | 內容 |
|----------------------|--|
| ① 投資法人決策事實相關資訊 | <p>確定以下項目後，將揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 投資單位合併、拆分、追加發行及出售 • 投資法人債之募集或借款 • 合併 • 規則的變更或解決方案 |
| ② 投資法人發生特殊事件相關資訊 | <p>發生以下情況時應揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 業務改進命令 • 發生該當於廢止上市原因的事實 • 淨資產金額可能低於基準淨資產金額等 |
| ③ 資產管理公司重要決定相關資訊 | <p>確定以下項目後，應揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 合併、破產程序之申請、解散 • 金融商品交易業的廢止 • 公司分割、事業的全部讓渡等 |
| ④ 資產管理公司發生特殊事件相關資訊 | <p>若發生以下任何情況，應揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 業務改善命令 • 發生該當於廢止上市原因的事實 |
| ⑤ 不動產投資信託證券的運用資產相關資訊 | <p>在以下情況下應揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 運用資產等，於前一個營業期間的末日，轉讓的資產價格為5000萬日元以上，或是取得目標資產為5000萬日元以上時 • 運用資產等所發生的偶發事件所導致的損害，其損害額相當前一個營業期間的末日的純資產總額3%。 |
| ⑥ 投資法人決算相關資訊 | <p>在以下情況下揭露資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 決算內容確定 • 與最近公佈的預測相比，對基金當前的收益或現金分配的新計算當前營業期間的預測值或結算帳戶之間的差額(在現金分配的情況下，淨收入為30%或以上差異超過5%) |

(三)投信協會自主規範

第1章：概述

| 主要項目 | 內容 |
|------------------------|--|
| 不動產投資信託/ 不動產投資法人的定義 | 依照約款或是規約之規定，投資信託財產或投資法人資產，超過二分之一用於投資不動產或是以不動產為主要投資對象的證券。 |
| 不動產的定義 | (1) 不動產 (2) 房地產租賃權 (3) 地上權 (4) 根據外國法律的(1)至(3) (5) (1)到(4)的信託受益證券 (6) 運用(1)到(4)的信託受益權 (7) 運用(1)到(4)的匿名組合出資持份。 |
| 主要投資為不動產等的資產證券等 | 超過二分之一的資產將用於投資不動產的下列證券： (1) 優先出資證券 (2) 母公司投資信託受益證券 (3) 母公司投資證券 (4) 特定目的信託受益證券 (5) 匿名組合出資持份證券 等。 |
| 所持有的不動產評價 | 規約或是約款明定依照下列所示的適當估價方法以評估各種類的資產： 不動產鑑定評價、交易實例法、再調達法(在建築物的情況下)、收益還元法(DCF方法/直接還原方法)以及該等方法的組合。 |
| 自有資產評估方法的變更 | 原則上不應改變。但是，如果出於正當理由認為其所採用的評估方法已不再合適且合理認為對於投資人之保護無虞時，例外得變更。 (如果評估方法發生變化，應在運用報告書或資產運用報告中記載一定事項。) |
| 資產管理書之做成 | 資產管理公司必須在主要的本公司與分公司中備置具有下列內容的計畫書，於受益人或投資人請求閱覽時應使其閱覽。 (1) 運用方針•計畫期間•運用對象屬性 (2) 保有資產的評價方法 |

| 主要項目 | 內容 |
|-------------|---|
| | (3) 資產的替換標準 (4) 長期修繕計畫的測定方針及其估價、各期的預定估價金額 (5) 借款和還款計畫的測定方針等。 |
| 借款 | <ul style="list-style-type: none"> • 限於信託財產等有必要時方得為之，且應留意投資信託財產、投資法人財產的穩健性。 • 借入資金時，運用報告書或資產運用報告中應記載每筆借款的「借款理由」、「借款日期」、「借款金額」、「借款對象」、「以資產為擔保時該名稱及評價等」、「利率」、「還款方式」、「還款期限」 |
| 租賃契約產生的權利金 | 該當權利金確定不返還於出借款項者時，該等金額可被計入「收益」。 |
| 租賃契約所產生的保證金 | 應就該當保證金的金額，作為已清償的債務計入「負債」 |
| 修繕費用 | 如果發生除資本支出以外的修繕費用，就該修繕費用所相關的修繕完成日或是修繕費用確定之日時，應將該費用計入「費用」。 |
| 資本支出 | <ul style="list-style-type: none"> • 如果在會計計算期間發生資本支出，該金額應與前期末所該當保有不動產的帳簿價格一併加算之。 • 若某資本支出所涉及的實施計畫確定後，應該在施工前將「不動產的名稱、所在地、目的、預定期間、預定金額、資本支出後不動產的帳簿價格所預定增加額」計入應交付的運用報告書或資產運用報告以及公開招募說明書。 |
| 投資海外不動產 | <ul style="list-style-type: none"> • 目標國家/地區應符合一定要件。 • 資產管理公司應遵守一定事項。 • 資產管理公司應建立一定的內部體制。 |
| 投資醫療機構 | 資產管理公司應建立一定的內部體制。 |

第3章 第1節：封閉式投資公司

| 主要項目 | 內容 |
|------------------|---|
| 基準價額的計算方法 | 資產價額中，以時價評價的評價損益進行調整，其中針對保有不動產所相關的折舊及負債予以扣除，並和所發行的投資單位數相除所得之數值。 |
| 收益分配 | 就投信法第136條第一項所規定之利益的全額，得予分配。稅務會計上發生不一致的情況時，應採取一定措施。 |
| 出資之買回 | 計算期間的末日所算定的折舊的總計額度中，扣除前一個計算期間的末日的折舊的60%，並以此為限，該當於稅法上的減資分配的出資買回，得為之。 |
| 租賃收入的計算方法 | 該當計算期間所對應的金額，計入收益。 |
| 租稅的計算方法 | <ul style="list-style-type: none"> • 恆常發生的租稅，該當計算期間的對應金額，計入費用。 • 不動產的取得或賣出所生的一時的租稅，於其支付確定之日時計入費用。 • 不動產的取得時所生的未經過固定資產稅、不動產取得稅以及登錄執照稅，得就其取得價額計入之。 |
| 運用報酬的計算方法 | 運用資產的資產管理公司以及一般事務受託者和資產保管公司間所締結的契約，基於該等契約應支付給相對人的報酬，其所對應的金額應計入計算期間的費用。 |
| 保有不動產所相關的管理委託手續費 | 就該當管理委託契約之內容的該當計算期間所對應的金額，應計入費用 |
| 投資法人債發行時的留意事項 | 鑒於該當投資法人的資產狀況，適切設定該當投資法人債的償還期限與償還方法、利率、支付利息之方法等發行條件。 |
| 短期投資法人債發行時的留意事項 | 鑒於該當投資法人的資產狀況，適切設定該當短期投資法人債的發行價額與償還價額等發行條件。 |

第7章：不動產投資法人資產運用報告書應揭露事項

| | | |
|----------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|
| (1) 投資法人的運用狀況等發展 | (14) 資產明細 | (25) 其他資產買賣狀況等 |
| (2) 當期資產運用進展情況 | (15) 其他資產狀況 | (26) 特定資產價格調查 |
| (3) 增資狀況等 | (16) 國家和地區所保有的資產狀況 | (27) 與利害關係人的交易狀況 |
| (4) 分配金等 | (17) 預定的資本支出 | (28) 資產管理公司對於兼職業務相關的資產管理與公司的交易狀況 |
| (5) 未來的運用政策 | (18) 期內的資本支出 | (29) 資產、負債、本金和損益 |
| (6) 需要解決的問題 | (19) 為長期修繕計畫預留的款項 | (30) 折舊計算方法的變更 |
| (7) 結算後發生的重要事實 | (20) 與運用等有關的費用明細 | (31) 不動產和基礎設施資產評估方法的變化 |
| (8) 投資狀況 | (21) 借款情況 | (32) 就投資信託受益憑證等的資訊揭露 |
| (9) 投資單位事項 | (22) 投資法人債 | (33) 通知(當某些事項得到董事會批准時) |
| (10) 董事相關事項 | (23) 短期投資公司債 | (34) 海外不動產保有公司的資訊揭露 |
| (11) 資產管理公司、資產保管公司和一般事務受託者 | 新投資單位保留權 | (35) 海外不動產保有公司所有的不動產資訊揭露 |
| (12) 不動產投資法人資產的構成 | (24) 不動產、及資產對應證券、基礎設施資產等基礎設施相關資產的買賣狀況 | |
| (13) 擁有的主要資產 | | |

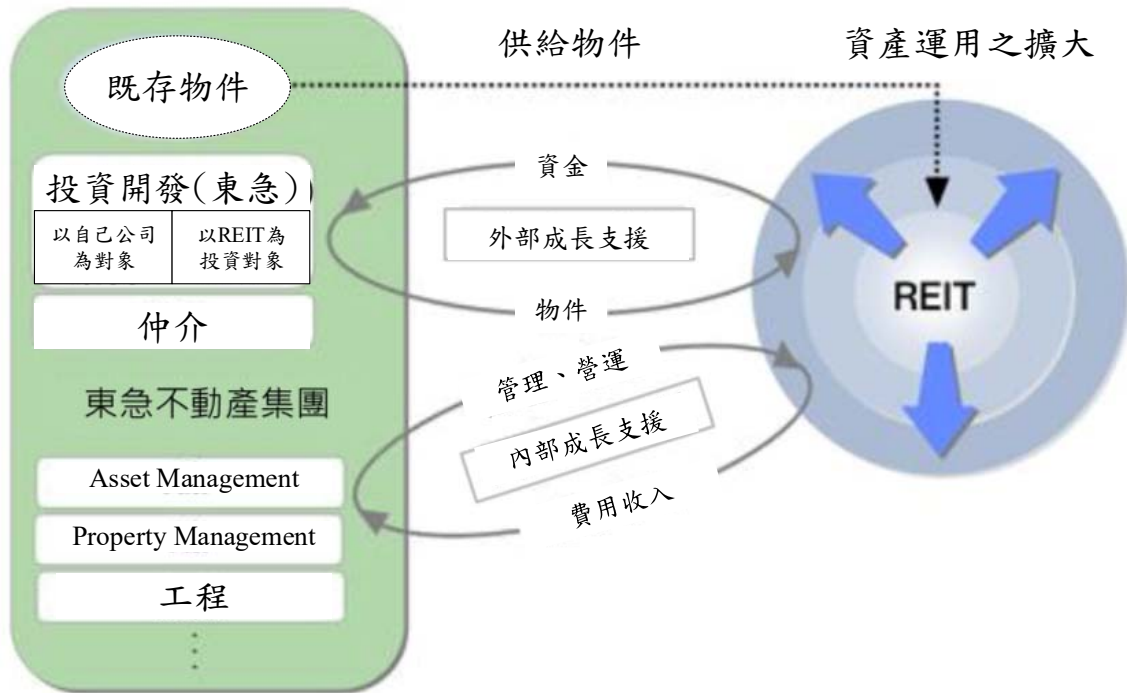
九、日本REIT投資不動產開發案件

日本法規雖允許REIT購買土地做為投資目的，但原則上不允許投資法人購買土地自行建造開發，理由有二：第一，大規模修繕改建工程時，將使承租人遷離一定期間，此時因現金流之變動將對整個投資組合產生過大影響；第二，於新建時，鑒於投資人負擔不動產開發之各種風險(包括但不限於開發風險、許可風險、完工風險、承租人風險、價格變動風險、開發中之利率變動風險與大規模自然災害發生風險等)，以及無法立即產生現金流之投資而對於資產組合整體帶來過大影響。但投資法人可以與他人簽訂合約委託開發，主管機關金融廳關注重點在於，此委託開發契約對於投資組合是否有重大影響？若無重大影響，仍可被視為投資目的。實務上，投資法人針對開發型建築案會在投資政策中自行訂定投資上限，以確保建造契約不會影響到投資組合價值，亦符合金融廳之要求。

由於不動產投資法人處於較難承受收益率惡化之環境，因此實務操作上，亦可由發起人進行不動產開發，再由不動產投資法人取得已開發之物件。此外，不動產投資法人持有之物件隨著時間經過而價格下跌時，可由不動產投資法人與發起人等就納入投資組合之物件作更換，或由發起人等進行物件之翻新，再由不動產投資法人檢討是否再為取得。

以東急不動產集團為例，其所發起之REIT早於2001年即已成立，已有18年歷史，因所持有之標的逐建老化，租金收益降低，維修費提高等，故由發起人東急不動產集團先將REIT所持有之標的買回，改以其他不動產物件出售給REIT，同時將老舊之不動產物件翻修並完成租賃，再賣回給REIT持有。

REIT(基金)事業之開展-循環再投資模式



資料來源：東急不動產商業模式公開事例

十、日本主管機關處分案例與業者常見缺失

日本金融廳每年排定對金融商品交易業者(包括對投資法人與投資運用業)進行金融檢查，檢查重點包括投資法人董事會運作狀態、資產管理公司法律遵循、不動產運用管理、內部控制、公司治理狀況、風險管理等(可參見金融商品取引業者等檢查手冊)，金融廳並定期對外公告行政處分案例。

依據日本金融廳官方網站所公布之處分案例中，違反投信法、金商法者總共18件(包括投資法人違規處分9件、資產管理公司違規處分9件)，受處份時間主要集中於2006年至2008年間，處份種類包括2件業務停止處分，15件業務改善命令，1件勸告。

如進一步分析18件行政處份內容，缺失可概分為三大類，一是董事會運作方式不適當或是議事錄記載不實(8件)，二是內部控制關於利益衝突管理未落實或取得不動產前審查不確實(8件)，三是投資法人申請民事重整，投資法人與資產管理公司同時遭到業務改善命令的處分(2件)。

透過分析以下三個違規個案，瞭解近期REIT實務運作可能衍生問題及金融廳近期監理重點。

個案一：2008年3月28日金融廳對JAPAN HOTEL REIT投資法人與資產管理公司同時處以業務改善命令，因檢查發現該REIT取得不動產，賣方為資產管理公司之利害關係人，資產管理公司未盡責審查不動產買賣合約，使支付賣方價金涵蓋原賣方應負擔成本而有高估情況。

個案二：2007年3月13日金融廳對DA資產管理公司(ダヴィンチ・セレクト)處以停止業務命令3個月，因檢查發現REIT取得資產辦理鑑價評估，資產管理公司沒有給予不動產鑑定士適切資訊，使鑑定評價產生誤差，致投資法人取得資產支付價格偏高。

個案三：2008年因次貸危機引起全球金融危機，使日本不動產市場交易停滯，導致ニューシティ・レジデンス投資法人產生短期流動性問題，進而申請民事重整，金融廳2008年10月9日依據投信法規定對該投資法人與資產管理公司發出業務改善命令。

| | 時間 | 業者型態 | 金融依拠名稱 | 法令依據 | 処分の種類 | 処分内容 | 処分原因 |
|----|------------|--------|-----------------------|------|--------|---------------|---|
| 1 | 2006/4/28 | 投資法人 | 日本リテールファンド投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 役員会議事録の不実記載、不実記載のある有価証券届出書の提出、適時開示規則違反 |
| 2 | 2006/7/14 | 投資法人 | 日本レジデンシャル投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 不適切な役員会の運営 |
| 3 | 2006/7/21 | 投資運用業者 | オリックス・アセットマネジメント | 投信法 | 業務停止命令 | 業務停止 | 組入れ不動産の取得時審査業務が不適切 |
| 4 | 2006/7/21 | 投資運用業者 | オリックス・アセットマネジメント | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 組入れ不動産の取得時審査業務が不適切、投資法人の役員会の不適切な運営 |
| 5 | 2006/7/21 | 投資法人 | オリックス不動産投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 不適切な役員会の運営 |
| 6 | 2006/10/20 | 投資法人 | エルシーピー投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 議事録の不実記載、不適切な役員会の運営 |
| 7 | 2006/10/20 | 投資法人 | グローバル・ワン不動産投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 議事録の不実記載、不適切な役員会の運営 |
| 8 | 2006/10/20 | 投資法人 | ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 議事録の不実記載、不適切な役員会の運営 |
| 9 | 2006/10/20 | 投資法人 | トップリート投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 議事録の不実記載、不適切な役員会の運営 |
| 10 | 2007/3/13 | 投資運用業者 | ダヴィンチ・セレクト | 投信法 | 業務停止命令 | 業務停止 | 組入れ不動産の取得時審査業務が不適切 |
| 11 | 2007/3/13 | 投資運用業者 | ダヴィンチ・セレクト | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 組入れ不動産の取得時審査業務が不適切 |
| 12 | 2008/3/28 | 投資運用業者 | ジャパン・ホテル・アンド・リゾート | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢の充実・強化等 | 利益相反状況において、運用対象不動産の売主（運用会社の利害関係人）の利益を図る行為 |

| | 時間 | 業者型態 | 金融依拠名稱 | 法令依據 | 処分の種類 | 処分内容 | 処分原因 |
|----|-----------|--------|--------------------------|---------|--------|------------------------------------|--------------------------------------|
| 13 | 2008/3/28 | 投資法人 | ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 資産運用会社の利害関係人が、本来負担すべきであった費用を負担している状況 |
| 14 | 2008/9/5 | 投資運用業者 | プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ | 投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 不適切な利益相反管理態勢 善管注意義務違反 |
| 15 | 2008/10/9 | 投資法人 | ニューシティ・レジデンス投資法人 | 投信法 | 業務改善命令 | 当法人の財産保全を図ること、財産を不当に費消する行為を行わないこと等 | 民事再生手続開始の申立て |
| 16 | 2008/10/9 | 投資運用業者 | シービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント | 金商法 | 業務改善命令 | 同上 | 資産運用を受託している投資法人の民事再生手続開始の申立て |
| 17 | 2008/11/7 | 投資運用業者 | シービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント | 金商法 | 勧告 | 内部管理体制不備 | 議事録の不実記載、不適切な役員会の運営 |
| 18 | 2008/12/5 | 投資運用業者 | クリード・リート・アドバイザーズ | 金商法、投信法 | 業務改善命令 | 内部管理態勢強化等 | 利害関係を有する者からの資産の取得等に係る善管注意義務違反 |

資料來源：日本金融廳行政處份事例

十一、基礎建設基金

為促進再生能源之發展，日本政府特別規定基礎建設基金適用租稅特別措施法所定之Pay-through課稅制度，惟期間僅限20年，適用要件為：1、於2020年3月31日以前取得之再生能源發電設備；2、投資單位上市。且為促進可再生能源的使用，日本政府亦導入「固定價格收購制度(即所謂「FIT制度」)」，亦即規定電力公司有義務在一定的期間內，以預先決定的價格(固定的價格)收購藉由太陽能、風力發電等再生能源所產生的電力，而收購的費用將轉嫁至一般民眾之電費上。

目前日本共有6檔基礎建設基金，均於東京證券交易所上市而無私募形式，分別為：(a)Enex Infrastructure Investment Corporation、(b)Tokyo Infrastructure Energy Investment Corporation、(c)Canadian Solar Infrastructure Fund, Inc.、(d)Renewable Japan Energy Infrastructure Fund, Inc.、(e)Ichigo Green Infrastructure Investment Corporation、(f)Takara Leben Infrastructure Fund, Inc.，其目前持有之資產均為太陽能發電設備。

基礎建設基金上市交易市場為基礎建設基金之專屬市場，與J-REIT市場有別，理由除投資標的與一般不動產標的不同外，再生能源的收益率較容易受天候影響，因此當投資標的為再生能源，收益率就相對不穩定，投資報酬率亦受到影響而無法達到與一般J-REIT相同之水準，故區分為不同市場。

參、心得與建議

一、放寬REIT發行機構資格條件，不限僅得由信託業擔任

我國不動產投資信託制度主要由受託機構擔任發行主體，基金之募集發行及資產管理由受託機構負責，且受託機構對於不動產管理機構之建議具最終核可權，現行法令對於REIT之法律架構監管及監理機制主要係針對受託機構，但受託機構因未必須具有不動產之專業，在凡事委由管理機構辦理情形下，又囿於法令課予相當職責，勢必嚴格審查投資且以保守為原則，此將不利不動產投資時效性要求，有悖於基金追求投資報酬率之目的。

由日本REIT之資產運用僅得由資產管理公司為之、REIT之發起人同時亦為資產管理公司之設立者、資產管理公司必須依法取得兩主管機關之許可執照、登記為投資運用業及/或加入投資信託協會暨對資產管理公司設有組織要件限制之情形觀之，資產管理公司不僅為REIT之決策主體，更為法制規範之主要對象。

建議未來修正投信投顧法，新增別不動產投資信託事業，增訂管理機構之相關資格條件，並淡化受託機構的管理權限，加強對不動產管理機構之監管，允許現行證券投資信託事業採兼營不動產投資信託事業之方式從事REIT發行管理業務，使REIT的營運架構能夠權責相符。

二、簡化REIT審查流程，提升案件審查效率

我國自2007年核准駿馬一號後，已有近十年無人發行REIT，直至2017年才有王道銀行申請發行「圓滿一號」，並於2017年11月經主管機關核准。

圓滿一號基金之審查期間長達8個月，REIT之發行審查程序過長，可能導致下列情形發生，包括：1、資產所有權人心生不耐，可能於此冗長之審查程序中即處分資產獲利；2、REIT於發起過程中如有支付斡旋金或訂金，則於因為主管機關審查程序冗長造成交易破局之情況下，將發生前開斡旋金或訂金損失之風險由何人承擔之問題等。因此，主管機關就REIT審查流程不宜過長，否則即有前述風險而影響發行人之發行意願。

目前於我國申請發行REIT，主管機關銀行局係以金管銀票字第10000232245號訂定「受託機構募集、私募、追加募集、追加私募不動產投資信託及資產信託受益證券申請案審查作業流程」(以下稱「審查作業流程」)。該審查作業流程包括至少二次簡報、分別發送各審查單位進行形式審查、送證期局及各目的事業主管機關進行實質審查，然目前主管機關即金管會銀行局核駁與否，仍繫諸於其他單位之審查意見，業者反映審核程序過長，無法因應瞬息萬變的市場需求，影響業者發行意願。

從日本審查投資法人設立之申請流程觀之，在不考慮先設立資產管理公司之情況下，發起人出資設立REIT之審查期間僅約需2個月。簡化申請流程之具體作法，建議如下：

1. 由REIT之管理機構或受託機構事前洽請其他目的事業主管機關同意，待向主管機關申請發行時，即可簡化前述分別發送各審查單位進行審查之情形，業者更能掌握送件時程。
2. REIT操作係以信託契約所載為據，不動產投資信託發行計劃應僅

為基金申請文件而無須揭露與公眾，其中重要事項(諸如：投資計劃內容)記載於公開說明書/投資說明書者，可依修正影響投資人權益之程度區別修正程序，即依影響程度區別決定是否經主管機關核准、備查或得逕予修正，如此一來，投資人亦可知悉相關資訊，主管機關亦得為監控，可免除現行制度下，修正或調整信託計劃均須召開受益人會議，造成時間及經濟上之耗費。

3. 關於信託契約之記載部分，可參考證券投資信託基金投資有價證券之方式，事前在信託契約、公開/投資說明書中揭露得投資不動產之地區、種類等基本資訊，即為已足，主管機關審核 REIT 就法規面之規定進行檢核，在取得主管機關核准函後向證交所進行上市申請時，證交所再就資訊揭露、發行計劃、資產管理公司內部控管制度、資金運用與收益分配計畫合理性等內容進行實質審查。募集發行後監理亦就其是否如實按信託契約、公開說明書等文件規定以進行審查。

三、修法應考量REIT發起人在不動產證券化重要角色

日本REIT發起人在不動產證券化中扮演重要的角色，發起人多為不動產開發商，通常為REIT管理機構之重要股東，REIT成立後由管理機構主導，經常向發起人收購不動產，管理機構與發起人簽定支援契約(Sponsor Support Agreement)，約定雙方權利義務，由發起人負責提供REIT穩定物件來源、協助情報蒐集、受託提供修繕服務等。

以證券代號3478這檔J-REIT為例，基金名稱為Mori Trust Hotel REIT，發起人為Mori Trust Co., Ltd，基金管理機構為Mori Trust Asset Management Co.，發起人為管理機構之股東，管理機構與發起人所屬集團 Mori Trust Group緊密合作，Mori Trust Group係日本房地產大型開發商，為投資法人提供不動產相關情報，且 Mori Trust Hotel REIT可自 Mori Trust Group 購買不動產或依據 Mori Trust Group 所提供之資訊向第三人收購不動產。

日本允許REIT發起人與基金管理機構存在緊密連結與相互合作關係，串起營建業與金融業形成一個可循環再投資模式，為不動產開發商、基金管理機構、投資人創造三贏局面。從發起人角度，發起人本業主要從事不動產開發，但一個大型開發案投資金額鉅大，尋找適合買主不易，REIT提供一個去化物件管道，透過集合眾人資金進行投資，使開發商不需擔心為尋找適合投資人使等待時間過長而造成資金積壓問題，可以專注於營造開發業務；從投資人角度，有不動產開發商提供穩定物件來源，可以確保基金收益穩定性，提供投資人多元投資選擇；從基金管理機構角度，透過管理REIT也可賺取穩定管理費收入，有集團支援與協助，在取得與處分資產與管理修繕將更為方便。

我國基於金融業務專業性考量及產金分離監理原則，對於證券投資信託事業發起人資格設有限制，例如投信投顧法第74條規定，投信

事業發起人中應有基金管理機構、銀行、保險公司、金融控股公司、證券商，且其所認股份不得少於發行股份20%，未來修正投信投顧法，新增別不動產投資信託事業，增訂發起人資格條件，應參考國外REIT運作模式，適度放寬有關專業股東之相關規定。

四、強化對REIT與關係人間交易監管機制

日本REIT發起人與基金管理機構通常為關係人，透過發起人釋出不動產並持有相當REIT之受益權，而使管理機構更有動機為REIT創造最大利益。日本因應利益衝突可能發生情形，在法令上設有相當之控制方式。

我國現行不動產證券化條例，由受託機構擔任發行主體，因利益衝突與信託業法第22條考量，未允許REIT之發起人(不動產所有權人)得為受託機構之關係人，業者在缺乏集團的支援下，導致其發行REIT意願低弱。未來修法如採基金架構，由管理機構擔任發行主體，參考日本發展模式，應允許REIT發起人與管理機構得互為關係人，但衍生利益衝突問題，應透過要求管理機構建立內部控制制度予以控管，相關規範可參照「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」(下稱「內部控制與稽核制度應行注意事項」)第15條有關關係人交易控制制度，就下述事項予以修正：

1、關係人之範圍

不動產投資信託與受託機構關係人進行交易，受託機構應建立內部控制及進行資訊揭露，所謂關係人包括REIT持分達10%以上之受益人，惟若關係人範圍包括持分達10%以上之受益人，此一範圍似已含蓋過廣，按過去即有發生幸福人壽持有富邦一號，後因與國泰人壽合併，因此國泰人壽持有富邦一號已發行受益證券10%以上，變成富邦一號關係人，其與富邦一號間之交易均變成依關係人交易規範處理。日本係以資產運用公司之母公司、子公司、特定個人股東、主要股東等為關係人範圍，似可依我國國情予以調整後參酌之。

2、受限制之交易型態

有價證券之交易應與證券投資信託基金之處理一致，此部份可參考日本法制將包括有價證券之取得或轉讓、有價證券之借貸、不動產之取得或轉讓、不動產之借貸等納入規管。為保留彈性，應保留主管機關仍得另以子法調整之權利。

3、交易決策流程應由外部專家參與決策，毋須經受益人會議決議：

目前我國交易決策流程依處分資產占基金資產之比例決定應經受益人之普通決議或重度決議，此與香港及新加坡之立法模式較為相似，而在日本之運作上，不採受益人會議決議，而是透過外部專家參與決策，並以較高之決議門檻方式為之。

依據日本資產運用公司內部之自律規範，為確保相關投資決策流程之客觀性及合理性，該等決策均須透過內部成員包括具獨立性律師、會計師之法令遵循委員會決議通過，以及內部成員包括具獨立性不動產估價師之投資委員會決議通過，作為內部控管機制。我國未來如不擬以受益人會議方式為之，可參照此一方式，減免繁複的核決程序。

五、明定REIT洽請不動產估價師辦理資產鑑價時點

日本法制規定投資法人必須在其章程中記載資產評價方法、標準、記錄日期及會計決算期等事項，同時規範不動產應委託不動產鑑價師進行價格調查時點。實務上，REIT管理機構每6個月決算一次，並在決算日根據鑑價報告計算基金淨資產價值。

我國不動產證券化條例第26條有關信託財產之淨資產計算部分，規定受託機構需設置信託財產評審委員會，並定期評審信託基金之財產，但未強制評審委員會應定期洽請不動產估價師出具相關估價報告書，考量不動產估價師可提供客觀公正資產評價，避免管理機構主觀決策影響投資人權益，建議未來修法可參考日本規範明定基金應委任具獨立性之不動產估價師辦理資產鑑價時點，以及不動產估價師選任條件、退任事由及聘任程序。

六、允許REIT適度以信託財產辦理借款，但槓桿比例不宜過高

日本法規雖未對基金借款設定上限，主管機關在審核REIT投資法人設立時，通常要求法人須於章程中明訂借款限額，投資法人年度報告中也必須對外揭露借款額度。

值得注意的是，2008年日本REIT市場進入低迷期，主要係受到雷曼兄弟引發全球金融危機的影響，多檔J-REIT因資金調度困難，而陷入流動性風險，即使該等基金所持有的不動產標的仍能產生穩定現金收入，但銀行心態趨於保守仍要求REIT還款，使部分J-REIT瀕臨破產而向法院申請民事重整，之後日本政府與民間共同出資成立「官民基金」，協助當時陷入財務困境之J-REITs進行再融資，才解決市場信心危機。

我國對REIT基金借款規範，主要可參照不動產證券化條例第19條規定，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2日內辦理公告，另銀行局依前揭法規授權發布「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」，規範以不動產投資信託基金之信託財產信用評等分別訂定借入款項上限。

REIT資產池主要投資標的為不動產，流動性原即不如有價證券，在市場特殊狀況發生時，容易產生流動性問題，若基金調度資金方式過於集中在銀行借款，在景氣反轉時，管理機構容易對基金風險管理失去控制，而引發系統性之骨牌效應，因而未來在修法除可參考銀行局現行規範訂定基金借款上限外，並可考量要求管理機構定期針對REIT執行壓力測試，並就各項測試情境訂定警示標準及達警示標準後之因應措施，定期向基金管理機構董事會報告執行結果。

七、REIT維持現有契約型架構，暫不考慮引進公司型基金制度

日本1990年代初期的經濟泡沫化後，不動產市值大幅下跌，投資大眾亦受到影響，因而於1995年制定「不動產特定共同事業法」，增加特殊目的公司資產流動化方式之不動產投資，奠定不動產證券化日後發展契機，此後1998年訂定之「特定目的公司資產流動化法」及「證券投資信託及證券投資法人法」，2000年訂頒之「資產流動化法」(SPC法)及「投資信託及投資法人法」，使J-REIT有完備法制基礎。

由於投資法人與公司法規範一般公司性質不同，日本在1998年啟動金融大改革政策(Japanese Big Bang)，跨部會協調修正稅法、商法、金融商品交易法、投信法等規範，針對投資法人在公司登記、稅務、清算、資本變動、公開發行適用規範等方面訂定相應配套措施。日本法規開放REIT發行人可以自行決定要選擇投資法人還是投資信託，目前69檔上市J-REIT均採投資法人架構發行，主要係因投資法人治理機制比較完善，包括股東會、董事及監察人等制度設計，對於投資人

權益較有保障，但基金發行架構選擇可能也是因地而異，例如新加坡、香港較多以投資信託方式發行。

我國投信基金目前採契約型架構，多以投資信託方式發行，如要引進公司型基金，涉及投信投顧法、公司法、證交法、稅務法規等皆須配合修正或排除適用，涉及層面較廣，需要跨部會間合作，修法複雜度更高，短時間完成修法可行性較低。考量業者反映目前國內REIT發展瓶頸，並非著墨基金發行組織架構，故引進公司型基金制度暫不予考量。