

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：訪問)

「參訪新加坡 S-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	蔡麗玲	副局長
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	呂盈錄	專員

派赴國家：新加坡

出國期間：108年10月20日至10月24日

報告日期：109年1月7日

提要表

系統識別號：	C10802225		
計畫名稱：	參訪新加坡不動產證券化業務		
報告名稱：	「參訪新加坡 S-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
	蔡麗玲	金融監督管理委員會證券期貨局	副局長
	林曉韻	金融監督管理委員會證券期貨局	科長
	呂盈錄	金融監督管理委員會證券期貨局	專員
前往地區：	新加坡		
出國類別：	訪問		
出國期間：	民國 108 年 10 月 20 日 至 民國 108 年 10 月 24 日		
報告日期：	民國 108 年 12 月 31 日		
關鍵詞：	REIT，不動產證券化		
報告書頁數：	35 頁		
報告內容摘要：	<p>為活絡我國不動產證券化市場，金管會透過委外研究蒐集國外 REIT 法制架構，參酌日本、香港、新加坡等 REIT 發展較為健全國家之成功發展經驗，並配合我國 REIT 實務發展情形，調整我國 REIT 法制架構，希望藉此提高 REIT 發行誘因、收益率及簡化籌資方式等。</p> <p>S-REIT 採基金架構發行，由管理機構主導 S-REIT 營運，為亞洲第二大 REIT 市場，僅次於日本，投資地區已遍及歐美區域，法令制度已日趨完備，市場發展亦非常迅速，我國未來如擬修改法令之運作機制及監理架構等事項，實有借重新加坡發展及實務經驗之必要。</p> <p>本次參訪新加坡 S-REIT 實務運作，發現值得我國參採之處包括：一、我國 REIT 架構可兼採基金架構發行。二、發起人扮演關鍵角色，宜有相關誘因鼓勵發起人支持 REIT。三、允許發起人與管理機構為關係人，並建立內控制度避免利益衝突。四、估價制度應有明確規範，確保 REIT 評價公平合理。五、營造友善 REIT 投資環境，以利產品多元化。六、健全公司治理規範，提升 REIT 投資人信心。七、適度簡化 REIT 審核程序。八、REIT 借款比率可適度調整。</p>		

目錄

壹、 前言	1
貳、 會議重點	3
一、 S-REIT 之市場概況	3
二、 S-REIT 設立及審查流程	8
三、 S-REIT 之法律制度	9
四、 S-REIT 稅收透明待遇	10
五、 S-REIT 之公司治理	10
六、 S-REIT 發起人角色	11
七、 S-REIT 盡職調查	13
八、 S-REIT 利害關係人交易與防範利益衝突措施	13
九、 S-REIT 之會計與估價制度	14
十、 S-REIT 從事海外投資	15
十一、 S-REIT 融資、貸款及管理費結構	16
十二、 S-REIT 投資開發性不動產之限制	17
十三、 S-REIT 管理機構資格條件、職責與管理費	17
十四、 S-REIT 受託機構責任	20
十五、 S-REIT、商業信託及合訂證券	21
十六、 S-REIT 資訊揭露	25
十七、 S-REIT 成功發展因素	26
參、 心得與建議	28
一、 我國 REIT 架構可兼採基金架構發行	28
二、 發起人扮演關鍵角色，宜有相關誘因鼓勵發起人支持 REIT	29
三、 允許發起人與管理機構為關係人，並建立內控制度避免利益衝突	30
四、 估價制度應有明確規範，確保 REIT 評價公平合理	31
五、 營造友善 REIT 投資環境，以利產品多元化	32
六、 健全公司治理規範，提升 REIT 投資人信心	33
七、 適度簡化 REIT 審核程序	34
八、 REIT 借款比率可適度調整	35

壹、前言

一、背景說明

我國於 2003 年通過不動產證券化條例，為「不動產投資信託(以下稱 REIT)」提供法源依據，更於 2009 年 1 月開放 REIT 可投資開發型不動產及追加發行，於 2016 年 3 月開放投資國外不動產等，惟 REIT 市場規模仍日益萎縮，自 2005 年首檔 REIT 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。究其原因，主要為我國房價租金比偏高、REIT 採信託架構發行由受託機構(信託業)主導、法規架構及法制規定之綿密程度較高，且業者經營心態趨於保守，發行 REIT 意願低落，導致市場成交量難以提升。

為活絡我國不動產證券化市場，金管會透過委外研究蒐集國外 REIT 法制架構，參酌日本、香港、新加坡等 REIT 發展較為健全國家之成功發展經驗，並配合我國 REIT 實務發展情形，調整我國 REIT 法制架構，希望藉此提高 REIT 發行誘因、收益率及簡化籌資方式等。

「新加坡不動產投資信託(S-REIT)」採基金架構發行，由管理機構主導 S-REIT 營運，為亞洲第二大 REIT 市場，僅次於日本，投資地區已遍及歐美區域，法令制度已日趨完備，市場發展亦非常迅速，我國未來如擬修改法令之運作機制及監理架構等事項，實有借重新加坡發展及實務經驗之必要。

二、參訪單位及規劃目的

本次參訪單位包括新加坡金融管理局、新加坡交易所、律師事務所、S-REIT 管理機構(Manager)、受託機構(Trustee)及學術機構等與新加坡 S-REIT 運作相關之單位，以全面瞭解當地主管機關之行政管理方式、實務運作以及市場狀況。茲就相關參訪單位及目的說明如下：

	參訪單位	參訪目的
主管機關	新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)	瞭解 REIT 業者與產品監管重點
證券交易所	新加坡交易所(Singapore Exchange Limited, SGX)	瞭解 REIT 上市規則與審查程序
律師事務所	王律師事務所 (WongPartnership LLP)	安排法制與實務介紹課程訓練
管理機構	吉寶資本(Keppel Capital)	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
受託機構	星展銀行(DBS Bank)	挑選具代表性 REIT 的安排機構及受託機構，瞭解其在基金架構中的角色與實務運作方式
學術機構	新加坡國立大學(National University of Singapore)	安排新加坡房地產實務及運作方式介紹課程

貳、會議重點

一、S-REIT 之市場概況

早於 1986 年，新加坡房地產市場顧問委員會即已提出在新加坡開發房地產投資信託的理念，嗣 MAS 於 1999 年 5 月公布「不動產基金設立準則」(Guidelines of Property Trust)，據以管理不動產投資信託之運作。斯時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嘉茂商場信託(CapitaLand Mall Trust)，惟當時因投資需求有限，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、降低公開募集之數量、配息率調升後，於 2002 年 7 月重新於 SGX 上市，成功設立了第一支 S-REIT。2002 年 11 月，騰飛公司(Ascendas)更緊追在後設立了騰飛信託(Ascendas REIT)。

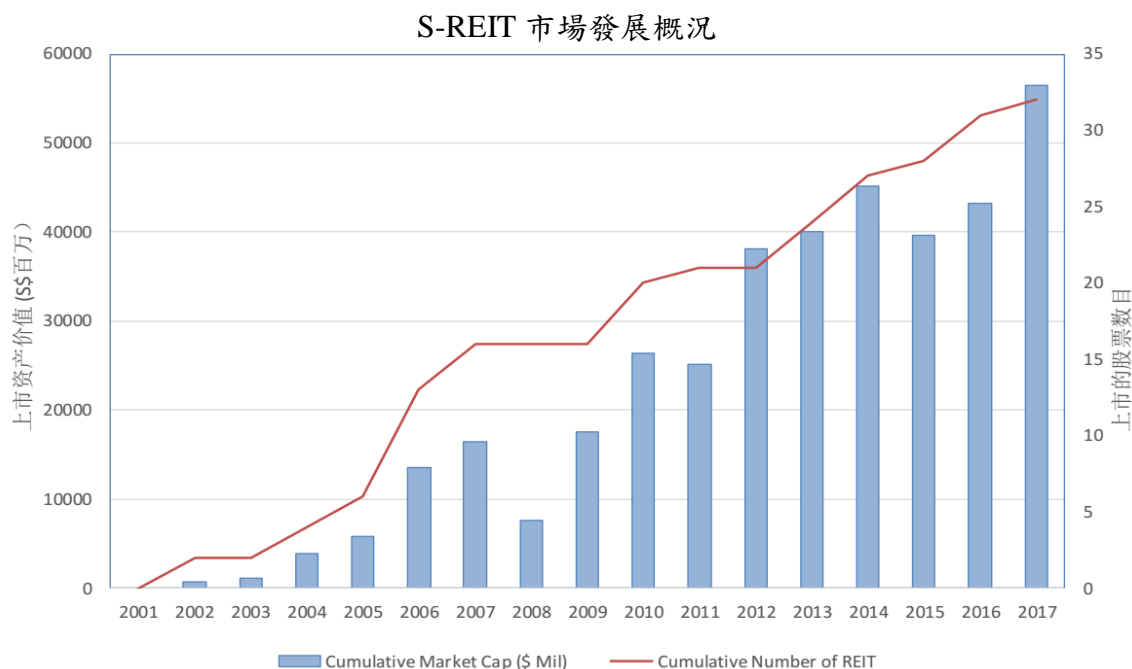
(一) 檔數及規模

新加坡自 2002 年 CapitaLand Mall Trust 上市以來，REIT 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交所上市。2006 年至 2007 年更是有多達 13 檔的新加坡不動產投資信託基金上市，惟因嗣後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 年後才有新的 S-REIT 發行。金融海嘯後，為求多元分散與成長，擴展投資至亞洲各區域，目前 S-REIT 投資地區已遍及歐、美、亞、澳。

而在新交所上市以投資不動產為主者，除 S-REIT 外，另一模式即以投資不動產為主之商業信託(Property Trust)模式，商業信託類似信託型態的公司，本身可進行營運管理活動，且不以投資管理不動產為限，也可投資港口，公路橋樑等基礎建設。目前商業信託並無強制分配收益之規定，也沒有借貸上限。

下圖為 2001 年至 2017 年 S-REIT 上市檔數及市值發展情形，由下圖可知，S-REIT 除於 2008 年金融海嘯期間市場規模略有衰退外，

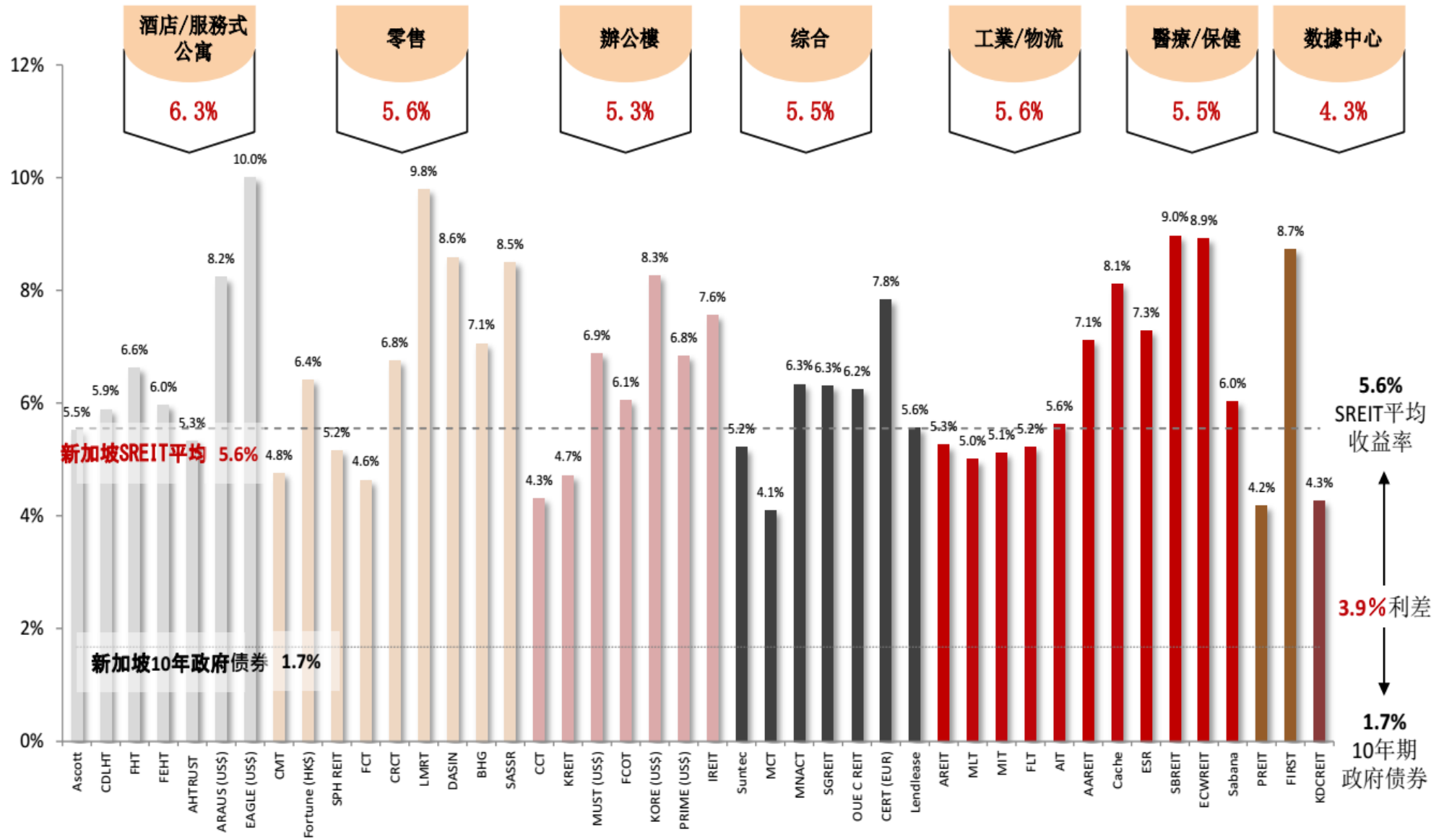
其成長幅度相當大。截至 2019 年 9 月底止，已有 36 檔 S-REIT 及 9 檔投資不動產之商業信託於 SGX 上市，且市值已超過新加坡幣壹仟億元(約新臺幣 2.3 兆元)，占新加坡整體資本市場約 10%。



(二) 報酬率

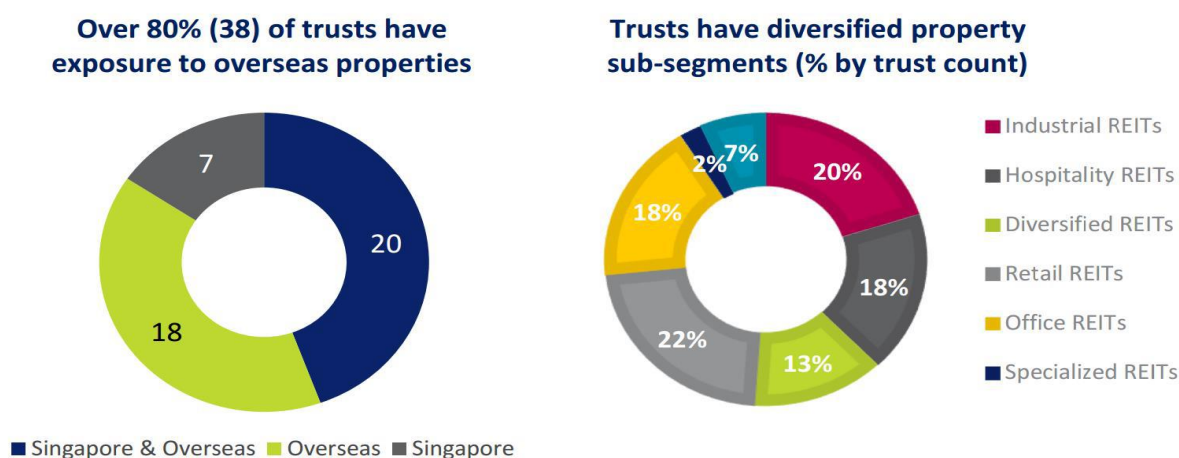
由下圖可知，S-REIT 2020 年預計分配之收益率約介於 4.1% 至 10% 之間，平均收益率高達 5.6%，與新加坡 10 年期政府債券平均收益率約 1.7% 相較，其利差達 3.9%，且近年來 S-REIT 表現大部分高於新加坡股票指數績效，S-REIT 因具稅賦優惠、投資架構彈性等優點，故擁有較高之收益率，此亦是吸引國內外的投資人前來新加坡掛牌上市之主因。

2020年分派收益率 (以市值加權平均計算)



(三) 持有資產類型

S-REIT 投資標的眾多，大致上可分為：1.零售業型態：指投資於零售用途之資產，例如購物中心，此種投資標的占 S-REIT 投資之最大宗。2.工業型態：指投資於製造或物流用途之資產，例如工廠或廠房，此種投資標的占 S-REIT 投資之第二大宗。3.商辦型態：指投資於商辦用途之資產，此種投資標的占 S-REIT 投資之第三大宗。4.飯店型態：指投資於飯店相關用途之資產，例如旅館或服務公寓（service apartment）。另 S-REIT 投資國外不動產之情形相當普遍，其投資區域遍及中國、日本、印尼、香港、馬來西亞等，甚至橫跨澳洲、歐洲及美洲等，超過 80% 之 S-REIT 均有投資海外不動產，惟目前尚無以投資住宅為標的者。



(四) 投資人結構

S-REIT 的投資人仍以機構投資人為主，且發起人占多數。以本次參訪之 Keppel 集團旗下的 Keppel REIT 為例，依據 Keppel Capital 網站揭示資料，Keppel 集團即占了 Keppel REIT 已發行單位數約 47% 之比重，其前 10 大投資人均屬機構投資人，投資結構如下：

編號	名稱	單位數	(%)
1	Keppel REIT Investment Pte Ltd	1,476,216,367	43.36
2	Citibank Nominees Singapore Pte Ltd	465,643,258	13.68
3	DBS Nominees (Private) Limited	374,607,161	11.00
4	DBSN Services Pte. Ltd.	138,629,583	4.07
5	Keppel Capital Investment Holdings Pte Ltd	132,736,031	3.90
6	Raffles Nominees (Pte.) Limited	102,736,064	3.02
7	HSBC (Singapore) Nominees Pte Ltd	90,810,356	2.67
8	BPSS Nominees Singapore (Pte.) Ltd.	42,429,302	1.25
9	United Overseas Bank Nominees (Private) Limited	19,350,639	0.56
10	Keppel REIT Management Limited	16,347,681	0.48
	others	545,051,594	16.01
	Total	3,404,558,036	100

(五) 採行信託架構之原因

新加坡公司法要求公司配發股利以會計利潤為基礎，財務上的折價被視為利潤的減項而須被扣除（例如扣除折舊等）；但 S-REIT 90% 以上之收入均需分配，所以採信託架構，可不受公司法的限制，以現金收入作為分配基礎。因此 S-REIT 皆為契約型基金，而非如日本 REIT 皆為公司型。

(六) 以公募型態為主

在新加坡私募雖無規定強制上市，惟 S-REIT 必須於新加坡上市始得適用稅收透明待遇 (tax transparency treatment，S-REIT 本身不課稅，由投資人承擔稅賦)，故目前實務上沒有私募之未上市 S-REIT。

二、S-REIT 設立及審查流程

(一) 設立流程

S-REIT 上市審查程序約 6 至 9 個月，先由 SGX 審查再向 MAS 申請，另可能視個案再審酌詢問國家發展部 (Ministry of National Development)、貿易和工業部 (Ministry of Trade and Industry) 等相關單位。此外，由於實務上一家管理機構管理一檔 REIT，所以也要同步向 MAS 申請設立 REIT 管理機構，審核時間約須 4 個月。

(二) 審查重點

S-REIT 成立時通常已確定欲購買之物件，並會將購買物件標的向 MAS 提出申請，於成立後若變更購買物件標的，亦須再向 MAS 提出申請，至於成立後若欲新增其他投資標的，即無須再向 MAS 提出申請。投資標的之估價部分係由 SGX 與新加坡測量及估價學會 (Singapore Institute of Surveyors and Valuers) 合作確認估價報告之合理性。

MAS 以審查公開說明書 (prospectus) 為主，審查重點包括所持資產的品質優劣、風險揭露、財務機制是否足以支持所規劃之收益率，以及發起人 (sponsor) 是否承諾給予財務支援等。對於 S-REIT 管理機構的審查重點則包括股東及發起人是否有負面新聞等紀錄、人員是否適任，及其所具備的專業與經驗等。

SGX 則依其上市準則審查 S-REIT 之上市申請案，審查重點包括 S-REIT 是否符合上市標準如受益人分散情形、資產規模、資訊揭露要求、估價及財務狀況等。S-REIT 之上市流程如下：



三、S-REIT 之法律制度

S-REIT 受新加坡證券暨期貨法(Securities and Futures Act)之集合投資計劃規範(Code on Collective Investment Schemes, CIS Code)，S-REIT 係由管理機構及受託機構成立，主要投資於不動產及不動產相關權利等。另因 S-REIT 係於新交所上市，故管理機構亦被要求應遵循新交所上市指引(SGX listing manual)及上市公司之公司治理規範(Code on Corporate Governance)。

新加坡於 1999 年設立了 S-REIT 的制度，當時是亞洲第一個國家引進，2008 年因發現 S-REIT 管理機構的重要性，因而開始進行牌照管理制度(Licensing Framework)，以規範並監督管理機構。S-REIT 為一集合投資計劃，如擬向公眾公開發行，需向 MAS 尋求授權(Authorization)，並揭露公開說明書。

CIS Code 具體規範 S-REIT 設立主體、投資指引及限制，此為補充證券暨期貨法之二級法令(secondary instrument)，此類指引較為彈性，不須經立法等諸多程序即可修改，但仍具備一定法律效果。違反 CIS Code 可暫停 S-REIT 交易或撤銷 S-REIT；另 MAS 對 S-REIT 之授權亦係依據 CIS Code，CIS Code 有針對 S-REIT 管理機構、受託機構為相關規範，若管理機構及受託機構有違反 CIS Code 之行為，MAS 於發牌或授權時亦會納入考量，故 CIS Code 具有一定之拘束力。

四、S-REIT 稅收透明待遇

新加坡第一檔 S-REIT 成立迄今約 18 年，初始 S-REIT 可成功推展的因素即是透過新加坡稅務局(Inland Revenue Authority of Singapore, IRAS)給予免印花稅的優惠。新加坡政府亦曾於 2005 年至 2015 年間對於處分不動產予 S-REIT 者，均享有免印花稅優惠，對於 S-REIT 特定時期之發展有相當助益。目前 IRAS 針對 S-REIT 訂有不動產投資信託所得稅納稅辦法(Income Tax Treatment of Real Estate Investment Trusts)，如 S-REIT 符合將可分配收益 90% 以上分配予受益人且槓桿率未達資產總額 45% 等條件，S-REIT 即得適用稅收透明待遇，於此稅收透明待遇之下，關於 S-REIT 分配予受益人之應稅收入，將由受益人而非受託機構負擔納稅義務。S-REIT 收益未分配的部分，才會向受託機構課稅。

S-REIT 透過稅收透明待遇，吸引國內外投資人於 SGX 掛牌上市。新加坡投資機構亦可透過特殊目的公司(Special Purpose Vehicle, SPV)取得海外資產，藉由稅務規劃在不同投資地有不同的投資架構以避免雙重課稅，例如於大陸境內設外商獨資公司 WFOE、於美國設立多重信託等，皆係為節稅考量。

另就 S-REIT 分配予投資人部分，S-REIT 亦提供不同稅務優惠予投資人，目前居住於新加坡境內、外之個人投資人原則上均免徵所得稅，境內法人則依現行新加坡所得稅法課稅 17%，境外機構投資者至 2025 年 12 月底前亦享有繳納 10% 預扣稅之優惠(原為 20%)。

五、S-REIT 之公司治理

S-REIT 為信託架構，故對於 S-REIT 公司治理之要求，反映於管理機構上，管理機構原則上亦須遵循防範內線交易等上市公司規範，並應強制設置獨立董事(Independent Director)與審計委員會(Audit Committee)，及出具永續報告書(sustainability report)及公司治理報告(Corporate Governance Report)等。至於提名委員會(Nomination Committee)及薪資報酬委員會

(Remuneration Committee)則非強制規定，惟 S-REIT 管理機構如不擬成立提名委員會及薪資報酬委員會，則需於年報揭露並明確解釋未設立之理由。

關於獨立董事設置規定方面，MAS 要求 S-REIT 管理機構須至少有 1/3 以上之董事席次為獨立董事。新加坡獨立董事之選任規定於 2016 年對於獨立董事人數要求進行修正，倘 S-REIT 管理機構未給予受益人選任董事之權利者，則獨立董事人數需要占董事會席次二分之一以上；如有給予受益人選任董事之權利者，則獨立董事人數僅需占董事會會席次三分之一以上。目前新加坡實務上大多是由管理機構之大股東(通常為發起人)決定董事人選，甚少給予小股東投票權，故 S-REIT 管理機構董事會通常有二分之一以上為獨立董事。有關 S-REIT 管理機構董事會決議程序，除須獲得多數董事同意外，並應至少包括一名獨立董事同意，該議案始得通過。另若董事與 S-REIT 相關議案有利益衝突情事，則該董事對相關議案無投票權。

關於審計委員會設置規定方面，新加坡亦要求管理機構董事會應組成審計委員會，審計委員會的構成應包含至少三名董事，且需全部為非執行董事(non-executive director)，且獨立董事應占多數，主席亦應由獨立董事擔任。於 S-REIT 發生利害關係人交易或相關利益衝突等情事時，均須提報審計委員會審議。

另新加坡 MAS 為強化公司治理，於 2019 年強制規定獨立董事任期若超過 9 年，則投資人得進行董事獨立性投票，倘投資人不同意其具獨立性，該名董事雖仍得繼續擔任董事，惟不得計入獨立董事之人數。S-REIT 管理機構之獨立董事未規定不得兼任其他 S-REIT 管理機構之獨立董事，亦無兼任家數限制，惟目前兼任情形仍屬少數。

六、S-REIT 發起人角色

實務上，S-REIT 在新加坡發行時，市場投資人相當重視其背後發起人資歷及其管道資產(pipeline asset)。新加坡發起人通常為不動產開發商，發起人將開發完成之物件售予 S-REIT 可助其資金回收而進行後續開發；另一

方面，在資金有限之情況下，發起人並無法將太多資金運用於物件管理、增值，而 S-REIT 恰可扮演資產管理增值功能；再者，管理機構通常為發起人 100% 持有之子公司，發起人釋出物件予 S-REIT，再由發起人控制之管理機構進行管理，此種架構對於發起人而言，亦可讓發起人繼續控制物件，並可每年透過管理機構向 S-REIT 收取基本費(Base fee)、績效費(Performance Fee)、收購費(Acquisition Fee)及處置費(Divestment fee)等，提供了發起人願意釋出優質物件之誘因，此亦為新加坡向來採外部管理機制之原因。在新加坡的運作下，物件注入 S-REIT 後的差異明顯，以商場為例，通常變得更有規模且收益租金提高。

目前雖對 S-REIT 發起人應盡之責任並無規範，但實務上發起人是影響 S-REIT 成敗的關鍵，發起人在 S-REIT 扮演之角色包括：

- (一) **提供物件**：S-REIT 之物件幾乎都是由發起人提供，透過發起人持續提供新物件或對既有物件進行修繕等，確保 S-REIT 資產得以持續增值。
- (二) **優先購買權(right of first refusal)**：發起人對其所持有與 S-REIT 之同類型物件，通常會給予 S-REIT 優先購買權，意即發起人若要出售與 S-REIT 投資之同種類物件時，須先徵詢 S-REIT 之購買意願。此可確保發起人不致將優質物件售予第三人，而將次級之物件售予 S-REIT。
- (三) **收益支持(income support)**：S-REIT 公開說明書中多會揭露未來兩年的預測收益率，此須仰賴發起人的持續支持；例如出具承諾給予財務支持以協助 S-REIT 達到預測收益率，或實務上會透過包租協議 (Master Lease Agreement) 的安排，將不穩定的物件收入轉為穩定配息來源 (例如商場或酒店收益由依業務表現抽成轉為保底固定租金收入。) 再者，發起人於 S-REIT 有資金需求時，亦可能提供資金認購股份，或以其與貸款機構間經常往來的良好關係而協助 S-REIT

貸款，亦有協助 S-REIT 取得資金之功能。

七、S-REIT 盡職調查

新加坡法令未有盡職調查規定，惟實務上均會為盡職調查，受託機構會要求審閱盡職報告，因受託機構有受任人義務，須保障受益人權益，故受託機構針對盡職報告內容如有疑義，亦會要求管理機構提出說明。新加坡 S-REIT 收購新物件時，程序上均會進行盡職調查，盡職調查完成後，再進行股權認購協議磋商，磋商後通知受託機構，並提供相關資料供其審閱。實務上，甚少發生受託機構否決交易之情況，惟仍會針對盡職審查報告或估值報告詢問。實務上，多數 S-REIT 都是發起人持有一半以上受益權單位，故所為收購物件決定等同事實上已經有 S-REIT 的 50% 以上受益人同意，雖受託機構為全體受益人最大利益，通常仍會考慮已有半數以上受益人同意，故受託機構也較不會否決管理機構的決定。

S-REIT 的盡職調查內容包括財務盡職調查、稅務盡職調查及物件盡職調查，未盡完善的盡職報告，會影響受託機構擔任受託人的意願。新加坡實務上購買標的前完成盡職調查及磋商前至少需費時 1、2 個月。

八、S-REIT 利害關係人交易與防範利益衝突措施

S-REIT 通常透過二種管道取得物件，其一為向第三方取得，另一為向利害關係人購買。所謂 S-REIT 之利害關係人，係指 S-REIT 管理機構之董事、CEO 與控制股東，以及 S-REIT 管理機構、受託機構與 S-REIT 之控制股東，以及上述人等之關係人(CIS Code 附錄 6 第 1.2(f)條)。

交易程序部分，向利害關係人購買物件者，若交易價格高於基金淨資產價值 3%，該交易須辦理公告；若交易價格高於基金淨資產價值 5%，則應經受益人大會決議，且此時利害關係人不能參與表決(SGX Listing Rule 919)，另交易金額小於新加坡幣十萬元者，不納入利害關係人交易之範疇(Listing Rule 905 及 906)，惟交易金額不得分拆。

向利害關係人取得與處分物件時，須有二份獨立估價報告(向非利害關係人取得不動產，僅須一份估價報告)，且收購之資產價格不超過兩次估價中之較高估價，出售之資產價格不低於 2 次估價中之較低估價。另處分物件情形，需 S-REIT 管理機構的審計委員會提出書面確認該處分之條款並未特別優惠該利害關係人(CIS Code 附錄 6 第 5.1 條)。

為前開利害關係人交易之程序，管理機構應向董事會或受託機構提交計畫書(含該交易概要、資產相關資訊、收益率增值、財務方法)、指派專家人士(如：律師、稅務顧問、獨立金融顧問)及確認是否須另行召開受益人大會，並由受託機構以書面確認交易符合正常交易條件，且未損及受益人之利益。

另 S-REIT 並未禁止委任利害關係人擔任物業管理機構，惟當 S-REIT 委任利害關係人擔任物業管理機構時，其費用或佣金不得超過市場水準且服務協議亦不得有重大限制 S-REIT 更換管理機構等協議。另審計委員會應每 2 至 5 年審計物業管理機構之執行情形，包括是否已遵守協議提供服務並於必要時採取相關補救措施等。

九、S-REIT 之會計與估價制度

新加坡 S-REIT 使用的會計原則為國際財務報告準則(IFRS)，S-REIT 應至少一年一次針對所持有之不動產出具完整之估價報告(CIS code 附錄 6 第 8 條)，並應編製財務報表，及應經會計師查核簽證。雖 S-REIT 估價多是一年一次，惟實務上 S-REIT 之淨資產價值是每三個月公告一次。新加坡 S-REIT 收益分配大致採半年配或每季分配，縱為每季分配亦毋須每季辦理估價，此係因所分配之收益係租金收益，並不涉及估價所致。

S-REIT 在進行估價時，通常會考慮未來三年到五年的財務收入預測，不動產估價師將依據對市場情況進行調整，並決定合適之估價方法如比較法(comparable)及現金流量法(Discount Cash Flow)等，但目前仍以現金流量法為主。S-REIT 於購買物件時，買價不得超過物件估價的 110%；出售物

件時，售價不得低於物件估價的 90%。

另替 S-REIT 辦理定期評價之不動產估價師與 S-REIT 收購物件時委任之不動產估價師不得為同一人，且同一不動產估價師不得連續擔任 S-REIT 之不動產估價師超過 2 年，以確保鑑定價格公平合理。

至於投資海外部分，管理機構通常仍會委任規模大、經驗多且具有一定知名度的估價機構(如戴德梁行、仲量等跨國機構)，但無合適的跨國機構時，亦不排除可能找當地的機構，但是仍會要求有一定知名度，否則受託機構或投資人也會質疑，估價結果毋須再由新加坡本地的估價師再為覆核。另為使不動產估價制度更臻完善，SGX 刻正與新加坡測量及估價學會研議訂定相關指引 (Guideline)。

十、S-REIT 從事海外投資

現行新加坡法規對 S-REIT 投資海外不動產並未另設限制或規定，給予業者彈性投資架構進行稅務規劃，在新加坡境內外設立信託或公司等不同組織型態且多層複雜之架構，亦可透過 SPV 取得海外資產，主要均為節稅考量。例如美國法令規定，任一投資人持有 REIT 單位數達 10% 以上，該 REIT 即不得享有免除預扣稅(withholding tax)的優惠，故新加坡 Keppel Capital 旗下之 Keppel Oak US REIT 持有 US-REIT 僅約 7% 左右。

若 S-REIT 資產擬由 SPV 持有，通常係由管理機構安排設立 SPV 等相關事宜，並由受託機構擔任 SPV 股東。S-REIT 投資國外時，基於外國物件當地稅率考量，即可能使用 SPV 以達節稅目的，而使用 SPV 另一個優點即可透過轉讓 SPV 股份取得或處分物件，增進物件買賣之便利性。SPV 投資國外稅務資訊及架構複雜，各地均不相同，目前 S-REIT 投資美國以及澳洲是設立信託處理稅務問題，但投資中國物件也透過 SPV，使用不同架構均是因稅務考量。

十一、S-REIT 融資、貸款及管理費結構

S-REIT 為償還貸款或者購買新物件時，即有資金需求。在新加坡向受益人或特定人募資稱之為「融資」；向銀行借款者，則稱之為「貸款」。

(一) 融資

S-REIT 上市後，追加募集資金之方式包括向特定人私募(Private Placement)及原受益人有優先認購權之追募(Right Issue)等兩種管道：

- 1、**向特定人私募(Private Placement)**：S-REIT 向特定人私募即為對特定人發行新單位(a secondary offering of new units to specific investors)，優點為快速完成融資，可由機構投資人認購即完成，私募價格通常為市價的折價，且折價不能大於市價的 10% (SGX Listing Rule 811(1)，該市價為最近一交易日按交易量加權的平均市價)。私募進行的程序為事前取得 S-REIT 受益人會議授權，授權額度原則不得超過 S-REIT 總資產之 20%，惟若私募將造成單一受益人持有單位數超過 30% 等情形，而將啟動公開收購程序時，仍需先召開受益人大會同意，且參與私募之利害關係人不得參與投票；另欲私募超過 S-REIT 總資產之 20% 時，則均須召開受益人會議通過。
- 2、**原受益人有優先認購權之追募(Rights Issue)**：原受益人可依持有受益權比率認購(pro-rata)，於事前取得 S-REIT 受益人會議授權即可。惟 S-REIT 之 right issue 與向特定人私募單位數合計不得超過已發行單位數之 50%，否則需提受益人會議通過。

在新加坡 S-REIT 所有資金募集均需經受益人同意，可一次性於受益人會議同意而授權管理機構在未來一年視情況決定發行新股，但有上限規定。另外於發行新股時仍須向新交所提出上市申請(SGX Listing Rule 875 及 877)。

(二) 貸款

S-REIT 之槓桿比率上限為 45%，並無依信用評等等級不同而適用不同的槓桿比率。目前實務上 S-REIT 貸款管道可來自於銀行或透過 SPV 於資本市場發行永續債券（由於 S-REIT 不具法人格，必須設 SPV 始得發債）。新加坡法令並未禁止以物件擔保向銀行借款，倘受託機構係由銀行兼任者，法令亦未禁止向受託機構借款。

十二、S-REIT 投資開發性不動產之限制

S-REIT 主要為一穩定收益性工具，依據 CIS Code 附錄 6 第 7.1(a)條，S-REIT 應將資產的 75%以上投資於有收入之不動產，且來自於「非租金收入」之收益須少於 10%。S-REIT 除非擬於完工後繼續持有該物件，否則基本上不得進行不動產開發(CIS Code 附錄 6 第 7.1(b)條)，亦不得投資於空置土地及設定抵押之土地(CIS Code 附錄 6 第 7.1(c)條)。若從事不動產開發，其從事開發之合約金額不得超過 S-REIT 資產的 10%(CIS Code 附錄 6 第 7.1(d)條)，但若符合下列情形得提高至 S-REIT 資產的 25%：(1)限於 S-REIT 已持有該不動產逾三年，且 S-REIT 於完成重建後須繼續持有該不動產至少三年；(2)須取得受益人會議之核准。實務上，新加坡 S-REIT 的開發案件通常係使用於所持有之物件之重建或增建，較少純素地之開發案件。

十三、S-REIT 管理機構資格條件、職責與管理費

(一) 管理機構資格條件

依新加坡證券暨期貨法授權訂定之管理機構準則第 2 條規定，欲取得管理機構執照者(即資本市場服務牌照，Capital Market Services License)，應設立於新加坡並於境內有永久實體辦公室，資本額至少為新幣 100 萬元，並應承諾其實質股東、董事代表人及員工暨管理機構本身符合 MAS 訂定之適當人選準則 (Guidelines on Fit and Proper Criteria)，且其控制股東應有至少 5 年之管理、投資 S-REIT

等經驗。

有關管理機構人員要求部分，S-REIT 管理機構於設立時至少需具備包括投資管理、資產管理、財務管理等三名全職人員，並須向 MAS 提出申請。另擔任管理機構之代表人須有至少 10 年管理 REIT 之經驗，並應居住於新加坡境內(亦可向 MAS 申請居住於 S-REIT 主要物件所在地)，其主要職責為從事投資管理、資產管理、行銷、財務等，S-REIT 管理機構人員依其所從事之業務需要，均應依規定通過相關考試取得證照。S-REIT 管理機構人員通過考試後，如持續在 S-REIT 管理機構工作則其證照將持續有效，惟若離職且未繼續於其他 S-REIT 管理機構工作者，在證照逾期後即須重新通過考試。

(二) 管理機構職責

S-REIT 為一信託架構，管理職能委託管理機構行使，同時有受託機構代表 S-REIT 執行簽約等事項。S-REIT 成立時，係由受託機構與基金管理機構間簽訂合約，二者職能不同。S-REIT 管理機構職責主要包括必須為受益人整體最大利益執行業務、須採取一切措施避免利益衝突情事發生，以及須確保管理機構遵守所有適用之法律規定及行為準則等。另依據 CIS Code 第 3.2 條規範，管理機構執行業務時應負之義務包括：依相關程序支付受益人申請贖回的資金；有利益衝突之虞時，應與受託機構討論表決權之行使；就基金之重大變更，通知 MAS 及受益人；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；管理機構原則上不得取得證券互惠行為之對價(soft dollars)等。

再者，新加坡法令雖未規定同一發起人應設立不同管理機構管理不同 S-REIT，惟實務上新加坡每檔 S-REIT 均有一個管理機構，並無一管理機構同時管理二檔以上 S-REIT 之情況，MAS 亦認為同一管理機構若欲管理二檔以上之 S-REIT，需有充足之資源及能力管

理，而事實上管理不同類型 S-REIT 之管理機構，其所需資源並不相同且可能會有利益衝突問題，故而實務上一管理機構仍以管理一檔 S-REIT 為宜。

(三) S-REIT 管理費

管理費包含基本費用(Base Fee)、績效費用(Performance Fee)、收購物件費用(Acquisition Fee)及出售物件費用(divestment Fee)。有關費用率均需揭露給投資人，且充分解釋收費基礎及理由。

基本費用(Base Fee)有二種計算方式，一種是以所保管之物件資產百分比計算(% of Deposited Properties)，第二種是以每年分配收入之百分比計算(% of Annual Distribution Income)。前者因無法看出管理機構之管理成效，目前已較不為市場所採用。

至於績效費計算方式，依據 CIS Code 附錄 6 第 2.2 條，績效費用每年至多收取一次，且該等費用不得與 S-REIT 總收入連結，而應以 S-REIT 及其受益人的長期利益為考量。目前實務上績效費通常係連結到 DPU (distribution per unit, DPU) 成長之百分比計算，依據每年每單位受益權收益分配之成長比率計算，成長達一個門檻後，超過部分可按比例收績效費用。

S-REIT 管理費原則不得調高，若欲調降管理費且涉及管理費結構的變更(例如績效費原以 DPU 為計算基礎，調整為以基金淨值為計算基礎)，則須經受益人會議同意，若未涉及收費結構費率調整，僅降低收取之管理費(例如由 10% 調降至 5%)，即不需受益人會議同意。

至於收購物件費用(Acquisition Fee)及出售物件費用(divestment Fee)亦可約定，目前實務上收購費通常為 1%，但向發起人購買，收購費較低，大約只需 0.75%。

十四、S-REIT 受託機構責任

S-REIT 之成立須由管理機構與受託機構簽訂合約，新加坡 S-REIT 為契約型，受託機構代表 S-REIT 持有資產、開立銀行帳戶、監督管理機構以確保其遵循信託契約規定並為 S-REIT 持有人最佳利益執行投資管理業務。受託機構所擔任之職責如下：

(一) 保管資產

即為直接持有或透過 SPV 或信託方式間接持有 S-REIT 資產、辦理開戶及管理 S-REIT 銀行帳戶、確保合法持有物件及確保 S-REIT 資產已有適當保險。

(二) 監督管理機構

受託機構應確認管理人遵守相關法律規定，包括確保基金管理機構為受益人最大利益行事、確保基金管理機構遵守信託契約及公開說明書條款，與基金管理機構相互合作及建立營運程序，例如基金管理機構與借款銀行協商借款後，協商結果必須提供給受託機構並經其同意。

(三) 建立營運程序

受託機構必須建立營運備忘錄(operating memorandum)詳述與基金管理機構間之營運事項，營運備忘錄主要內容包括取得或處分資產之提案報告、預算編列及會計程序、資產評價程序、收益取得與配發程序、資產運作程序、負債管理程序、爭議處理程序、訊息發布程序、顧問委任程序、重大契約程序、利害關係人交易程序、營運備忘錄載明之其他事項等，惟各檔 S-REIT 仍可能或有差異。

(四) 投資海外情形

S-REIT 基本上均是指定新加坡國內之受託機構，至於投資海外

時，則視其使用之架構決定，倘為 SPV 架構，則受託機構為 SPV 的股東；倘為信託架構，則由管理機構選任國外受託機構，經國內受託機構同意後，由受託機構為 S-REIT 委任並與國外受託機構簽約。

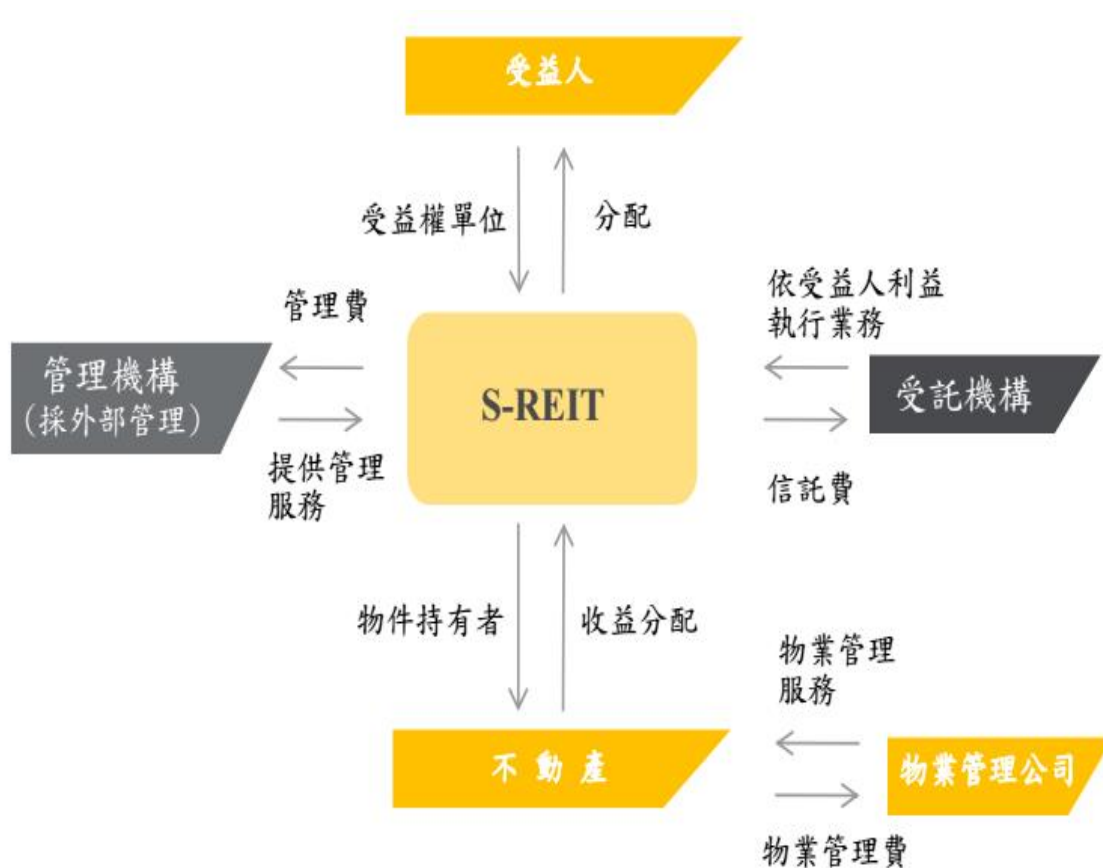
(五) 利害關係人交易

至於利害關係人交易部分，若交易金額小於 S-REIT 淨值 3%，則受託機構應進行追蹤；若交易金額介於 S-REIT 淨值 3 至 5% 之間，受託機構應公布相關資訊；若交易金額大於 5%，則受託機構須召集受益人會議。若與利害關係人簽訂租賃契約或財產管理契約，則區分為境內外，於境內由受託機構執行利害關係人租賃契約或財產管理契約、管理機構給予建議判斷是否為正常交易，並提供審計委員會及薪酬委員會議事錄及市場比較分析供受託機構參考；境外情形，由 SPV 簽訂境外租賃契約及財產管理契約(惟其簽訂合約仍須經受託機構同意)、每季提交利害關係人交易資料給受託機構以供查閱，受託機構對於境內外資產均負有受託人義務。

十五、 S-REIT、商業信託及合訂證券

(一) S-REIT 與商業信託

S-REIT 通常係集合投資計畫之架構，在 SGX 上市且以投資不動產物件為主，S-REIT 皆為封閉式基金，其與商業信託的主要差別在於，S-REIT 之管理機構與受託機構不同且必須相互獨立，由受託人代表受益人持有 S-REIT，又 S-REIT 必須將至少 90% 的收入分配給投資人(實務上分配 100%)，本身不能有營運活動，且至少有 75% 之資產須投資於不動產，借貸上限 45%，新加坡典型之 S-REIT 架構如下。



商業信託類似信託型態的公司，與 S-REIT 十分相似，兩者主要區別為商業信託之管理機構同時由受託機構擔任，本身可進行營運管理活動，且不以投資管理不動產為限，並無強制分配收益之規定，也沒有借貸上限，不適用稅收透明待遇。商業信託可投資於包含能穩定產生現金流之資產及業務(如公共事業、交通設施、天然氣、電信及船舶租賃等)，原係針對投資於重工業的企業給予設立商業信託之管道，其特色在於前期投入金額較大，可能須數年後才能分配紅利，故以商業信託模式，將資產證券化並上市，再以現金流進行分配。第一個成功上市的商業信託為太平洋海運信託(Pacific Shipping Trust)，主要業務為裝箱船隻租賃。2013 年亦有來自台灣的亞洲付費電視信託 (Asian Pay Tv Trust)上市，目前仍持續發展中，新加坡典型之商業信託架構如下。



新加坡實務運作上亦有部分本擬以 S-REIT 上市，但因借貸上的限制或是欲購買可開發的物件，而選擇以商業信託模式上市。商業信託一般情況下風險較高，投資人要求的報酬率會較高，為了吸引投資人，有時商業信託亦會設下一些自我約束條件，例如在信託契約中加入 45% 舉債上限的限制，以獲得投資人之認同。茲將 S-REIT 及商業信託二者之區別概述如下：

	S-REIT	商業信託
定義	主要投資固定收入不動產之基金	以商業信託模式成立且投資標的不限於不動產
信託目的	被動的投資工具	能自由參與商業信託營運及業務
投資限制	至少 90% 收入來自房地產租金；開發項目不得超過 S-REIT 總資產之 25%；最低 75% 須來自不動產	無

收益分配	主要來源為租金收入且定期分配予投資人	無法訂分紅之規定，可選擇分配營運資金流
適用法規	證券暨期貨法	商業信託法
管理	資產由受託機構持有，但由基金管理機構管理	受託機構與基金管理機構合一
撤換管理機構條件	受益人會議過半數同意即得撤換管理機構	受益人會議 75% 同意始得撤換管理機構
稅負	90% 以上收益須進行分配始得免稅	課徵公司稅
借款限制	45%	無限制

(二) 合訂證券

除 S-REIT 及商業信託外，新加坡另有合訂證券(staple securities)之模式存在，合訂證券即是將 S-REIT 和商業信託按固定比率結合出售，最常見的合訂證券為健康照護型及酒店型等兩種。因 S-REIT 僅是信託的被動投資工具，不得為積極性管理，因此透過 S-REIT 與商業信託結合成為合訂證券，可以同時獲得固定類收入以及營運活動所生之利潤。

例如飯店類 REIT，飯店收入除了較屬固定性質的住房等收入外，還有其他營運活動產生的收入，但 REIT 本身不能有營運活動，所取得的收入也必須主要是穩定且持續的，所以發起人另設立商業信託負責飯店營運，並將該飯店類 REIT 與相應的商業信託在交易上合訂在一起（投資人不能單獨交易），這樣該合訂證券的投資人可以同時獲得飯店的住房收入以及獲得營運活動所生利潤。

(三) S-REIT 與商業信託合併

新加坡同時有商業信託架構的 Property Trust 及基金架構的 S-REIT，各自遵循商業信託法及集合投資計畫守則相關規範；兩檔 S-REIT 或商業信託合併時，實際上採用類似換股之方式進行，例如

S-REIT 發行新單位數換取商業信託已發行之單位數，故不同架構之 S-REIT 及商業信託亦可合併。

十六、S-REIT 資訊揭露

因 S-REIT 均於 SGX 上市，背後受益人人數眾多，為保障受益人權益及減少資訊不對稱現象，新加坡針對 S-REIT 訂之資訊揭露規範，均應比照上市公司要求，目前主要係依 SGX 上市規則等辦理，其應揭露之資訊如次：

- (一) 與 S-REIT 有關且重大影響受益人權益之情事。
- (二) 董事或高階主管發生異動時。
- (三) S-REIT 收購及處分不動產資訊、關係人交易資訊等。
- (四) S-REIT 收益分配細節。
- (五) 財務報告(SGX Listing Rule 705)，SGX 要求上市 S-REIT 必須揭露年度及半年度財務報表，S-REIT 市值大於新加坡幣 7,500 萬元者，另要求應出具第一季及第三季之財務報告)。
- (六) 永續報告書(Sustainability Reporting，SGX Listing Rule 711)，永續報告書應包括內容如主要之環境(Environment)、社會(Society)及治理(Governance)因素；相關政策之執行情形及績效表現；董事會執行情形等。
- (七) 公司治理報告(SGX Listing Rule 710)，包含主要薪酬政策、會計及審計事項及股東聯繫事項等。
- (八) 利害關係人交易(SGX Listing Rule 905)，包含利害關係人及其交易細節、利害關係人交易後續追蹤情形以及對受益人之利益說明。
- (九) 績效費，如績效費之評估及收取方式。
- (十) 其他重要訊息(SGX Listing Rule 703)，包含必要時揭露以避免誤導市

場上投資人及重大影響證券價值之資訊等。

十七、S-REIT 成功發展因素

綜上，新加坡 S-REIT 發展成功因素主要可歸功於發起人的支持、稅賦優惠及彈性投資架構，以及新加坡具健全的公司治理及資訊揭露制度等，說明如次：

- (一) **發起人是影響 S-REIT 成敗的關鍵**：新加坡 S-REIT 能否成功設立，以及設立後規模是否得以持續成長，發起人扮演之角色至為關鍵。由於 S-REIT 採外部管理機制且管理機構通常為發起人 100% 持有之子公司，又 S-REIT 所持物件多由發起人提供，故發起人可透過管理機構向 S-REIT 收取管理費用及繼續控制物件，提供了發起人願意釋出優質物件之誘因。此外，發起人通常會給予 S-REIT 優先購買權以及承諾持續給予財務支持，故 MAS 及 SGX 於審查新設立之 S-REIT 時，均將 S-REIT 發起人資歷納入主要考量因素之一，S-REIT 因獲得發起人之持續支持，吸引國內外投資人前來投資，此為 S-REIT 得以成功發展之主因。
- (二) **S-REIT 具稅賦優惠及彈性投資架構**：新加坡目前對 S-REIT 不課徵印花稅、資本利得稅等，S-REIT 如符合將 90% 的可分配收益進行分配等條件，即享有稅務透明待遇。另新加坡提供 S-REIT 之境內、外投資人不同稅賦優惠(個人免稅、國外機構投資人預扣 10%)，吸引國內外投資人前來投資。另現行新加坡法規對 S-REIT 投資架構並無設限或規定，給予 S-REIT 彈性投資架構進行稅務規劃，以達節稅考量。S-REIT 因具稅賦優惠、投資架構彈性等優點，能有效達成節稅效果，降低投資成本，故擁有較高之收益率，吸引國內外的投資人前來新加坡掛牌上市，使新加坡成為亞洲 REIT 掛牌中心。
- (三) **健全的公司治理及資訊揭露制度**：新加坡非常重視公司治理制度，且擁有明確的政策與法律，除要求 S-REIT 管理機構應強制設置獨立

董事與審計委員會，並鼓勵設置提名委員會及薪資報酬委員會外，更要求 S-REIT 之管理機構應揭露永續報告書、公司治理報告、利害關係人交易、績效費資訊及其他影響受益人權益之重大訊息等。另為進一步強化獨立董事獨立性，MAS 更要求自 2019 年起，上市公司之獨立董事任期超過九年，投資人可對獨立董事之獨立性進行投票，如此健全的公司治理及資訊揭露制度，為 S-REIT 受投資人青睞的主因之一。

參、心得與建議

一、我國 REIT 架構可兼採基金架構發行

我國現行不動產證券化條例對於 REIT 之法律架構、監管及運作機制均由受託機構(信託業)主導 REIT 之營運，採信託架構發行，然由新加坡經驗可知，此與當地的商業信託模式較相似，採「管理」與「保管」合一之模式，惟我國受託機構未必具有投資管理不動產專業，其核心之投資管理職能全數委由管理機構辦理，又囿於法令課予受託機構相當職責，其勢必嚴格審查投資且採保守原則，此與受託機構應以受益人最大利益為前提執行業務有悖，亦不利於 REIT 資產增值。

新加坡由管理機構主導 S-REIT 之營運，並要求欲取得管理機構執照者，應設立於新加坡並於境內有永久實體辦公室，資本額至少為新加坡幣 100 萬元，控制股東應有至少 5 年之管理、投資 S-REIT 等經驗，且於取得管理機構執照後仍應由 MAS 及 SFX 等主管機關持續監管；由於 S-REIT 採取外部管理模式，管理機構通常為發起人 100% 持有之子公司，又管理機構具一定之不動產投資管理經驗，通常更有動機積極管理 S-REIT。

綜上，我國或可參考新加坡作法，調整 REIT 現行之信託架構，兼採基金架構發行，由管理機構主導 REIT 之營運，並聚焦於管理機構之資格條件及專業管理能力上，至於受託機構則專注於保管及以受任人角色，為受益人權益把關。

二、發起人扮演關鍵角色，宜有相關誘因鼓勵發起人支持 REIT

新加坡 S-REIT 發起人通常為管理機構之控制股東，與管理機構存在緊密的合作關係，另新加坡僅要求 S-REIT 須於上市時達成股權分散的要求，並未限制發起人持有 S-REIT 受益權單位數之比率，此亦使發起人所控制之管理機構更有動機積極為 S-REIT 謀取最大利益。實務運作上，發起人從事不動產開發後，將不動產釋出給 REIT 取回資金繼續從事開發，不動產接續即由管理機構專職管理，此時發起人因持有管理機構股份，即可透過管理機構保有物件的管理權同時又可收取管理費，因此更願意釋出優質不動產給 S-REIT。而從投資人角度而言，因優質的不動產才能確保基金收益穩定性，發起人的聲譽及是否可提供穩定物件來源，均是影響投資人的投資決定。再者，發起人對於 S-REIT 之資金來源亦有相當助益，銀行提供 S-REIT 貸款時，亦會考量發起人之資歷或者由發起人擔任貸款之保證人。

我國現行對發起人持有 REIT 受益權單位數並無特殊限制，惟 REIT 在證交所上市，故仍應依臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 23 條之 2 規定，達成相關分散標準，如持有 REIT 受益權單位價金總額未超過 100 萬元之受益人不少於 500 人，且其所持有之受益權單位價金總額不少於 2 億元。以及任 5 受益人持有 REIT 之總金額未超過該受益證券發行總金額 50%。

參酌新加坡 S-REIT 成功發展經驗，發起人角色為影響 REIT 成敗的關鍵因素，我國未來若開放 REIT 採基金架構發行，應考量制定相關誘因以鼓勵發起人釋出良好物件並持續給予 REIT 財務支持。資格條件上，我國基於金融業務專業性考量及產金分離原則，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，亦可參考新加坡 S-REIT 運作模式，適度放寬有關專業股東之相關規定。

三、允許發起人與管理機構為關係人，並建立內控制度避免利益衝突

新加坡 S-REIT 發起人與管理機構通常為關係人，透過發起人釋出不動產並持有 S-REIT 大部分之受益權，而使管理機構更有動機為 S-REIT 創造最大利益。因此，S-REIT 利害關係人交易甚為普遍，新加坡因應利害關係人交易可能發生之利益衝突情形，在法令上亦設有相當之控制方式，例如要求此類交易需提出二份估價報告、控管交易價格之合理性，及要求應經審計委員會同意。另利害關係人交易依其交易金額亦有不同程序要求，例如交易金額大於 S-REIT 淨值 3% 應辦理公告相關資訊；交易金額大於 5%，則須召開受益人會議同意通過。

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善良管理人注意義務之考量，REIT 之發起人不得為受託機構之關係人，亦未允許 REIT 購買本身或其利害關係人之財產，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，參考新加坡發展模式，應允許 REIT 發起人與管理機構得互為關係人，所衍生之利益衝突問題，則可透過要求管理機構建立內部控制制度予以控管。

四、估價制度應有明確規範，確保 REIT 評價公平合理

新加坡 S-REIT 為確保不動產估價價值之合理性，有關估價之規定包括應至少一年一次針對所持有之不動產出具完整之估價報告；購買及出售物件之買賣價分別不得超過物件估價的 110% 及 90%；S-REIT 辦理定期評價與收購物件時委任之不動產估價師不得為同一人；利害關係人交易需提出二份估價報告；不得連續擔任 S-REIT 之不動產估價師超過 2 年等。至於投資海外部分，S-REIT 之管理機構通常係委任具有一定經驗之國際估價機構辦理。

不動產能否獲得合理估價，對於 REIT 受益人權益影響甚巨，特別於 REIT 進行利害關係人交易時，如何確保不動產估價師出具公平合理之估價報告，則為未來 REIT 發展勢必面臨之主要挑戰之一，我國關於不動產估價程序，現行係依循不動產估價之相關規範辦理(如我國不動產估價師之估價方法應符合不動產估價技術規則等)，未來若開放 REIT 採基金架構發行，對於 REIT 不動產估價師之選任條件(含獨立性)與退任事由等，以及相關估價方法之採用等，均宜訂有相關明確規範。至有關 REIT 利害關係人交易部分，似可參考新加坡實務作法要求應提出二份估價報告，或參考我國公開發行公司取得或處分資產處理準則「關係人交易」專章規範，要求取得專業估價者之估價報告及會計師意見，並將取得或處分資產之目的、必要性及預計效益等，提董事會通過及監察人承認。

五、營造友善 REIT 投資環境，以利產品多元化

新加坡法規對 S-REIT 之不動產投資架構並無設限或規定，給予 S-REIT 彈性投資架構進行投資規劃，同時亦提供 S-REIT 本身及其受益人相當之稅賦優惠，藉由節稅降低投資成本，提高收益率，鼓勵 S-REIT 投資海外並吸引國外發起人前來新加坡發行 REIT 掛牌上市。

本次參訪新加坡發現，S-REIT 憑藉彈性架構及稅賦優惠等優勢，使新加坡成功發展為亞洲 REIT 之掛牌中心，我國未來若開放不動產投資信託事業採基金架構發行 REIT，或可評估參採新加坡作法，營造適合國外發起人前來投資 REIT 之環境，以吸引國外開發商來臺設立不動產投資信託事業並發行 REIT。再者，新加坡投資國外多採取 SPV 或信託架構，主要均為稅賦考量，以避免雙重課稅影響 S-REIT 收益率，我國未來亦可考慮進一步開放投資架構，吸引國外開發商與我國不動產投資信託事業合作，以利提升我國 REIT 資產規模，並有助於我國不動產投資信託事業熟悉海外不動產市場，以提升我國 REIT 赴海外投資之動機。

六、健全公司治理規範，提升 REIT 投資人信心

新加坡對於 S-REIT 的規範，包括日常營運、取得或處分資產、利害關係人交易等均要求依循公開、透明且完整的資訊揭露規範，以保障投資人權益，亦會透過設立獨立董事或審計委員會等強化管理機構之公司治理規範，協助公司營運並保障投資人權益，同時亦可使 S-REIT 運作更為彈性。如此健全的公司治理及資訊揭露制度，為 S-REIT 受投資人青睞的主因之一。

由於我國 REIT 與新加坡 S-REIT 均屬契約型，未來我國若開放 REIT 採基金架構發行，應可比照新加坡模式，由 REIT 管理機構善盡 REIT 之公司治理規範，要求管理機構設立獨立董事或審計委員會等，以利相關公司治理制度之推動。

七、適度簡化 REIT 審核程序

新加坡主要由 MAS 與 SGX 負責 REIT 之審查，MAS 對於基金管理機構著重於專業能力審查(包括評估股東、發起人適任性及管理階層之管理能力)，至於基金本身，則著重審查公開說明書是否完整揭露風險等事項，同時審酌基金未來財務收入是否足以支持其向投資人所表述之收益率。而 SGX 部分，則進行上市相關規範審查，同時確認估價報告之合理性。

目前於我國申請發行 REIT 之主管機關為金管會銀行局，依「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」辦理，審查作業流程須包括二次簡報、發送金管會證期局及各審查單位表示意見，以及分送各目的事業主管機關進行實質審查等，而金管會銀行局之准駁，仍需視各單位之回覆意見而定，審查單位若有相關疑慮，均需再洽業者進行說明，業者反映審查程序較不具效率，影響其發行意願。

未來我國若開放 REIT 採基金架構發行，可考慮由 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，以利業者掌握送件時程。亦可參酌新加坡的 S-REIT 審查方式，由金管會與證交所針對 REIT 審查分工合作，例如由主管機關就法規面 REIT 進行檢核，證交所則就資訊揭露、發行計劃、資產管理機構內部控管制度、資金運用與收益分配計畫合理性等內容進行實質審查，以提升審查效率。

八、REIT 借款比率可適度調整

新加坡 S-REIT 的借款比率上限為總資產值 45%，目前亦在進行公眾意見徵詢以作為未來是否提高比率之參考。我國不動產證券化條例第 19 條及銀行局發布之「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」係以不動產投資信託基金之信託財產信用評等等級區分借入款項上限，目前最高為 50%，與新加坡之上限比率相去不遠，惟新加坡 S-REIT 並非以信用評等規定分級設定上限。我國未來若開放 REIT 採基金架構發行，或可參考新加坡的簡化作法，不依信用評等等級區分 REIT 借款上限，僅於法規訂定借款比率上限(如 50%)，並要求管理機構應於內部控制制度定期檢視其借款情形及合理性，以及訂定借款比率之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。