

## 不動證券化專題研究第四次上課記錄

時間：2003/10/24 (五) 16：10 到 19：00

授課：張金鶚教授

演講人：涂錦樹律師

地點：綜合院館南棟 270726 教室

記錄：曾建穎、洪式韻

出席：張金鶚、林秋瑾、林秋瑾老師的朋友、陳祥銘、朱芳妮、陳憶茹、林育聖、詹任偉、江穎慧、彭芳琪、曾建穎、洪式韻、黃佳鈴、廖仲仁、周美伶、李泓見

### 【演講主題】不動產證券化—金融風險與企業融資

張金鶚教授：

很歡迎涂律師來到這裡與我們分享不動產證券化的實務經驗。由於時間上的限制，我們這堂課的時間僅有短短的三個小時，為爭取時間，我們鼓掌歡迎涂律師。

涂律師：

承蒙張老師不嫌棄，邀請我來與大家分享、討論不動產證券化的經驗。我們在實務上的經驗相當豐富，但是在理論上，還有請各位多多指教。

#### << 不動產證券化條例未通過前的情形 >>

我們律師事務所在成立以來，一直與相關資產信託、資產證券化有很大的關聯。因此在此可和大家分享實務上的業務經驗。早些年，自中華民國於民國 85 年信託法通過，才開始有信託資產、財產。在民國 85 年之前，在我國的法律中，連「信託」的觀念也沒有，一直把「信託」和「委任」視為相同的法律關係。而早期的信託以農地信託為主，因為當時農地預期會變更，因此未來價值很高，所以有很多依法不得持有農地者，取得農地後再信託給農民，以規避法律的規範，從中獲取暴利。為了避免這種情形，所以後來信託法第 5 條第 4 款即規定，以依法不得受讓特定財產權之人為該財產權之受益人者，其信託行為無效。

在台灣的社会觀念裡，信託與委任是相同的法律關係，在這裡我必須要強調這是錯誤的觀念，如果把信託與委任混為一談，將來會發生很大的問題。以登記來說好了，內政部在 87 年就關於信託登記部份頒佈了三個行政命令，而這三個行政命令是以委任關係為基礎的，所以其中規定，如果受託人要處分信託財產，需委託人同意才能處分，並要會同委託人辦理登記，而這樣的制度造成了如果受託人二十年後才要處分信託財產，而委託人可能過世或不在國內等情事，而無法處分信託財產。因此我們必須先了解信託的主軸，才能更進一步的理解證券化的內涵。

#### << 信託之簡介 >>

在英美法系(海洋法系)對信託的觀念中，信託行為具有五大獨立性：

#### 1. 關係獨立性

受託人可以自由處分受託財產。以委任觀念來看受託人處分信託財產，則是違法的行為；以正確的信託觀念來看受託人處分信託財產，則是合法的行為。信託行為所要強調的是信託關係的獨立性。

#### 2. 財產獨立性

信託財產獨立於委託人與受託人之間。我國法律係屬於大陸法系，在大陸法系中，信託財產應歸屬於誰，法律未規定；在英美法系(海洋法系)中，將信託財產虛擬為信託之目的。

#### 3. 目的獨立性

信託財產專屬信託目的。當信託破產，應該由誰負責？由信託財產負責，信託人與受託人不須負責，對投資人相當沒有保障。也因為如此，在英美國家中，特別重視信託財產、公司的「揭露」，必須將經理人之選任、董事會決定等的相關程序詳細揭露。在台灣目前對於信託財產的登記與揭露上，依法律規定，「信託專簿」理當由法院來作，但在實務上卻是由地政事務所來作，內容有別於英美法系國家，相當簡略。

#### 4. 風險獨立性

信託法第 12 條規定，信託財產不得強制執行，因為信託的本質具有公益性，且信託財產本質上不屬於任何一個「人」，那該如何強制執行？因此為了保護信託目的的執行，及避免該項規定，造成債務人以此為漏洞，以逃脫債權人對於債務人財產之強制執行；因此，在信託法第 6 條規定，當信託行為有害於委託人之債權人權利者，債權人得聲請法院撤銷之，以補第 12 條規定的可能法律漏洞。實務上，如果半年內受破產宣告的話，則視為撤銷，而另外一種認定則考慮如果是公法上所發動的債務，以信託行為規避的話，視同撤銷。第二種認定目前尚未通過。

#### 5. 稅賦獨立性

信託財產的獨立性，促使信託行為成為市場上一個很好的節稅工具。因為每一個信託關係是分別報稅，如果像是遺產的話，申報時需要總歸戶，所繳的稅額就比較多，而如果將遺產分別信託的話，則是個別以獨立關係去報稅，如此可以省下一筆可觀的稅額。

而信託財產的處分所需要支出的稅捐是由受託人所繳納，但如果受託人所繳稅額不足或根本不繳的話，現行信託法上並無相關規定，造成稅賦的短少。目前傾向立一個信託稅法。

### << 信託與委任關係的比較 >>

信託與委任最大的不同點，在於信託之「獨立性」，兩者間的比較，又可分為以下幾點說明之：

#### 1. 信託可以契約或遺囑為之，委任僅得以契約為之

信託可以契約或遺囑為之，甚至單方之宣言亦可成立信託；在遺囑指定之受託人不願或不能擔任受託人時，尚可由法院職權介入選任受託人，使信託關係不致欠缺受託人而消滅。

#### 2. 信託之受託人取得信託財產的處分權，委任之受任人並未取得委任人之財產所有權

由於受任人未取得財產之所有權，故責任及義務負擔皆較受託人為輕。

### 3. 信託與委任之請求權不同

委任只有損害賠償請求權；信託有損害賠償、回復原狀、撤銷受託人處分之權。

### 4. 終止契約之限制

在委任關係中，當事人之任一方得隨時終止委任契約；在信託關係中，受託人非經委託人及受益人同意不得辭任。信託關係得以永久持續，不因個人因素而中斷。

### 5. 當事人死亡後之法律關係不同

在委任關係中，因當事人一方死亡、破產或喪失行為能力而消滅；在信託關係中，不因委託人或受託人死亡、破產或喪失行為能力而消滅。因此信託關係具有永續之特性，更可達到需求之目的，貫徹其意旨。

### 6. 獨立性不同

委任之財產非具有信託財產之獨立性，不得對抗第三人。

### 7. 特殊保障不同

因信託財產之獨立性及同一性，信託關係之受益人與委任關係之委任人之地位事實上相去不遠，甚至在此方面受益人之法律地位尚逾越委任人（即所有權人）。

## << 為什麼不動產要證券化 >>

將不動產證券化，由法律與金融的觀點看來，最主要原因在於避免不動產物業價格過度的浮動，提供一個公平交易的平台。

1. 將物業設定為「資產值」。將不動產價值的僵固性打破(流通)，避免不動產物業價格的浮動，不會有暴跌暴漲的情形(平抑物價)。因為傳統土地交易為一債權行為，而物權行為又凌駕於債權行為，對投資人而言較無保障，因此期望透過證券交易來取代傳統的實體交易。

2. 現行法令給予不動產證券化很大的稅賦優惠，投資人不會因為稅的累積(如傳統地價稅)而使得持有成本上升，且不動產證券化移轉不需繳交土增稅，未來實體移轉才要繳交，可將稅賦的成本壓後到好幾年後。

3. 業者、財團可藉由物業集中為一個資產來招租，來獲取資金，土地仍由專家持續經營，不會有閒置的不動產。

4. 業者不藉由買賣、炒作土地來獲利，可使不動產價格穩定，提供不動產市場一個安全的交易平台，並且藉由信託的行為，達到節稅的效果。

在傳統的土地交易市場當中，若在短期內交易次數增多，則交易成本、買賣價格提高，形成土地炒作之情形，進而造成土地市場上交易的不公平與不安全。

5. 若將不動產證券化後，因為不用辦理程序冗長的土地登記，僅為受益憑證的交換，可達到以下三項目的：

A. 降低風險，只需在信託成立時登記而已。

B. 不動產價格穩定

C. 節省時間，還有省下契稅、登記等費用。

6. 藏富於民

不動產信託證券化之發行依據係根據信託法第 37 條、信託業法、金融資產證券化條例，其產出之受益權憑證在法律上之權質有以下幾點特色：

- A. 受益權憑證是法定有價證券（信託法第 37 條）
- B. 受益權憑證是權利證書
- C. 受益權憑證是民法上有價證券（依金融局及證期會訓示，受益權憑證暫非證券交易法第六條所稱之有價證券）
- D. 受益權憑證係可私募轉讓流通之民法上有價證券
- E. 受益權憑證係價格浮動證券（價格因素取決於權利內容、物價及評等等級、保證方法及保證機制）
- F. 受益權憑證係等同現金且具有代物清償性之法定有價證券
- G. 受益權憑證係可供質押或抵押之有價標的物
- H. 受益權憑證是可轉換為國際性金融商品之有價證券

#### < <我國現行法令下之不動產證券化之法律依據> >

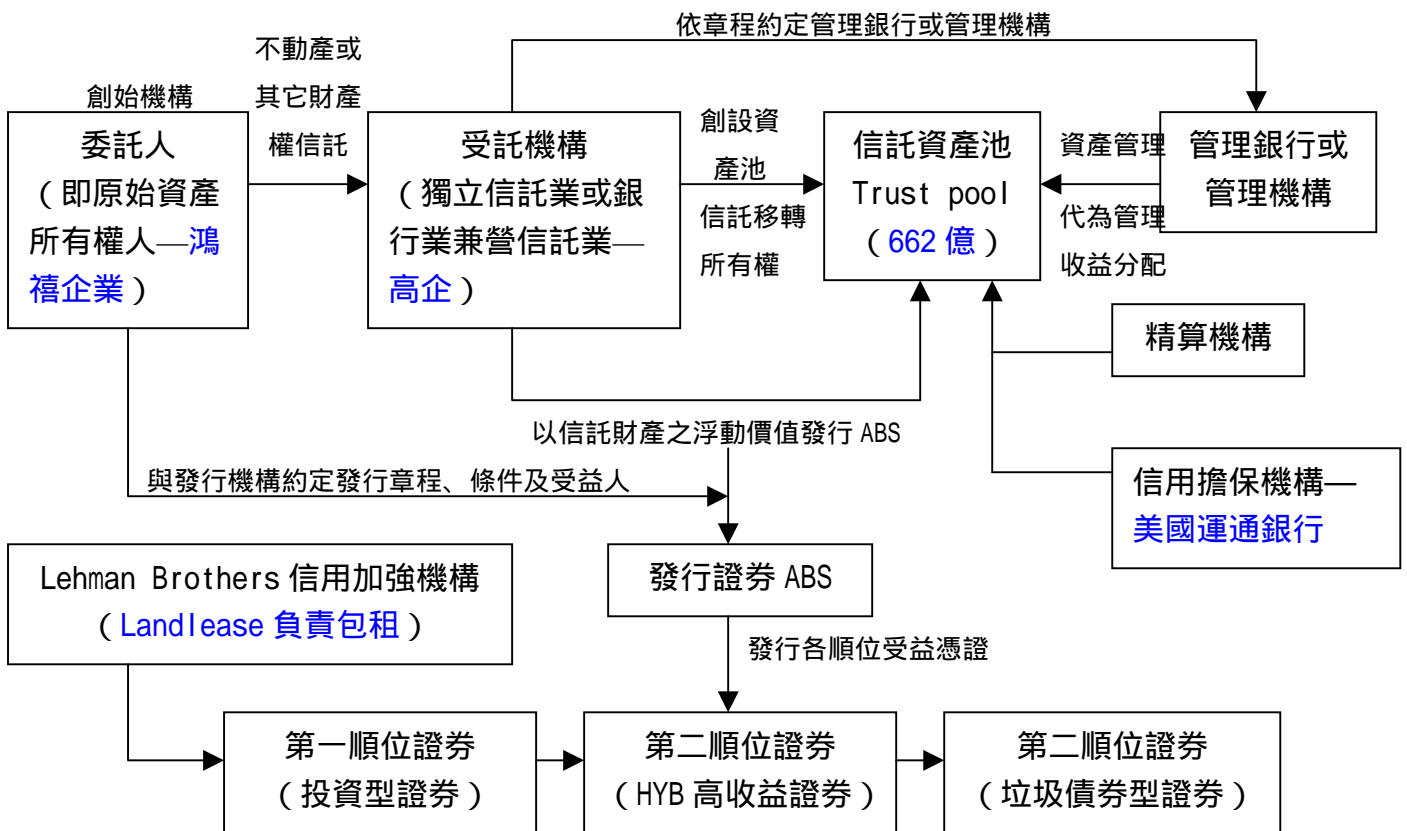
- 1. 中華民國信託法
- 2. 中華民國信託業法
- 3. 中華民國金融資產證券化條例
- 4. 中華民國不動產證券化條例
- 5. 中華民國都市更新條例
- 6. 信託業設立標準
- 7. 中華民國銀行法

#### < <我國現行法令下之不動產證券化之商品種類> >

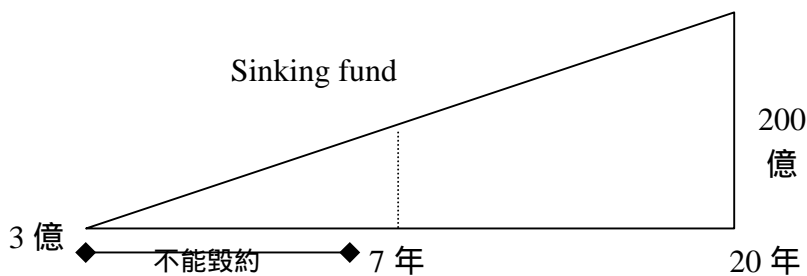
- 1. 不動產證券化商品
  - A. ABS ( Assets-Backed S. )：以金融資產為擔保而發行債券來籌資，即指具資產抵押的證券，抵押品可以是銀行借貸、租約或其他資產。
  - B. IBS ( Income-Backed S. )：以收入為基礎所發行之憑證。
- 2. 不動產投資信託(Reits)商品
  - T-REITs，不動產投資信託基金受益憑證，不動產共同風險信託基金受益憑證，不動產業同業信託基金受益憑證，金融同業不良資產聯合風險信託受益憑證。
- 3. 不動產信託商品
  - 不動產信託基金受益憑證（依據不動產證券化條例），不動產信託基金受益權憑證（依據信託法第 37 條），收益不動產實體信託受益權憑證，不動產營業及收益信託收益型憑證，不動產開發證券，收益性不動產聯合營業證券。
  - ※台灣不動產投資信託 Taiwan Real Estate Investment Trust(T-REITs)  
是專門購買、擁有與管理房地產或專營房地產貸款的公司。

<< 不動產證券化的實務經驗與作法—以秀岡案為例 >>

1. 秀岡案之不動產證券化相關協力機構之部分流程



2. 秀岡案之金融商品包裝與投資人之獲利



- A. 秀岡案進行時，不動產證券化條例尚未通過。
- B. 鴻禧企業把新店秀岡山莊的土地，作價成 662 億元(終值計算)，信託給高企，再由高企擔任保證銀行、發行不動產「受益權憑證」。
- C. 受託機構(高企)創設資產池(Trust pool)，為一獨立稅籍，與任何人無關，請鑑價機構就個別財產鑑價，之後再交由評等機構評等其未來能創造多少價值，再據此發行憑證。
- D. 而依發行證券類型的不同，需要分別考慮物價指數、人口成長率、GNP 變動率、收入支出能力，及經過評等機構評等，以確定是否發行及發行多少價值的證券。

- E. 信託契約約定高企每年必須將資產收益的 3 億元給 Lehman Brothers，信託契約期間為 20 年，若信託契約進行未達 7 年，高企毀約，則之前所存入的資金由 Lehman Brothers 沒收。
- F. 在該筆土地尚未開始建築，沒有收益時，Landlease 即負責該筆土地的包租，而不動產證券化的進行過程中，Lehman Brothers 擔任信用增強的角色。
- G. 將資產價值轉換為受益權憑證之形式，向社會大眾募集資金 662 億元，分為第一、第二、第三順位的投資人。
- H. 由 Lehman Brothers 擔任信用增強的角色，保證屆期清償(因為每年付它 3 億，才有保證清償)，是第一順位證券的保證(保證 Landlease 到期清償，200 億，如果沒有清償，則由 Lehman Brothers 支付 200 億予受益人)，接下來第二順位證券則是以物業做保證，第三順位證券則是不保證。都是先付息，到期再還本。
- I. 契約期間 20 年屆滿後，將清償第一、第二、第三順位投資人本金，資產歸還鴻禧企業。

自益信託與他益信託的比較：

自益信託：不繳贈與稅。

他益信託：要繳贈與稅。

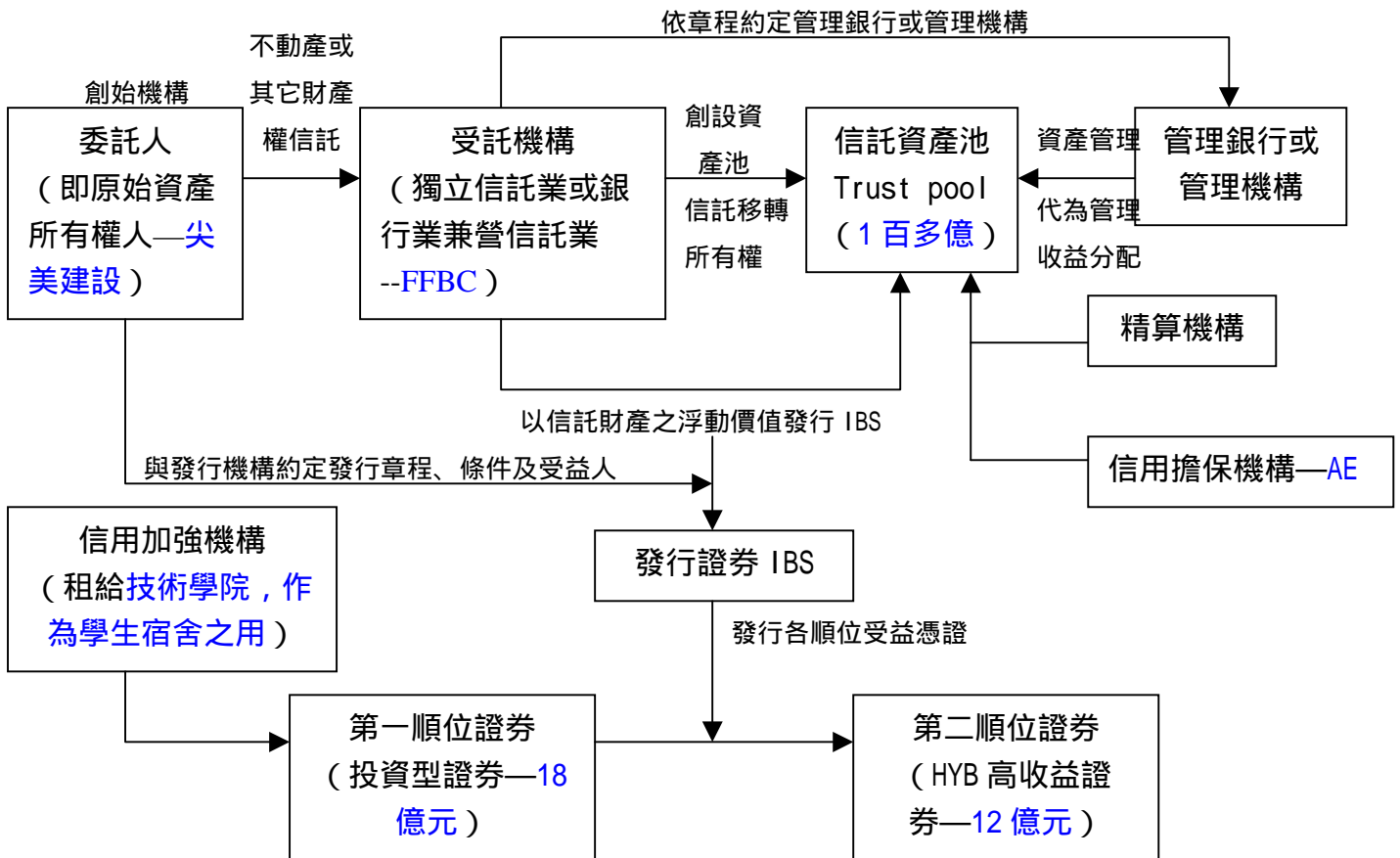
很難去界定自益與他益，信託行為幾乎都包含了自益與他益行為，因此應該是說如果不能舉證為無償受益的話，才要課贈與稅。

台灣不禁止同業信託行為(托辣斯)。

台灣不禁止回溯信託行為(某甲將土地信託給銀行，銀行再把土地委任給某甲，避稅)。

<< 不動產證券化的實務經驗與作法—以東山河案為例 >>

1. 東山河案之不動產證券化相關協力機構之部分流程



2. 東山河案之金融商品包裝與投資人之獲利

- A. 東山河案進行時，不動產證券化條例尚未通過。
- B. 85、86 兩年內，尖美陸續買下屏東土地 12,416 坪，總計 10 億 7,433 萬元。原本預估銷售良好將帶來 30.6 億元盈餘，創造 EPS14.7 元，卻在 86/10/08 證期會以財務預測是否能順利達成為由，停止其 8 億現金增資及 10 億的可轉換公司債。使「東山河」資金來源出現問題。
- C. 尖美建設在資金取得困難的背景下，走向將資產出租給技術學院當作為學生宿舍一途。
- D. 但因學生宿舍每年所帶來的租金收益僅 4700 萬元，獲利性不足。
- E. 因而將收益的權利轉換為受益權憑證，透過金融包裝、SWAPTION 的手法，發行第一順位 18 億、第二順位 12 億，7% 報酬率的 IBS。原先是交由 FFBC 發行，後來則由美國運通銀行與它做交換交易選擇權，以票面利率 7% 七年期賣八成，即 24 億計算，每年要付 2 億 1 千萬。為了讓投資人安心，另外由美國運通提供 30 億做擔保，但只給當事人 4 億，因此銀行擔心的只是以每年租金收入 4700 萬來看，還差 1 億多的差額。

所以採行的做法為以 24 億減去給當事人的 4 億再減去銀行負債和解的 2.8 億，還有 17.2 億，把 17.2 億丟進 Trust pool 給 AE 去投資運用，然後 AE 一年給 5% 利益，還是不夠，因此以 17.2 億做擔保再跟 AE 以 2.5% 的利率借 17 億，再做成 Trust pool 去投資運用，創造 15% 以上的收益，如此循環，最後就可以清償負債並清償投資人的報酬。

### < < 由不動產證券化個案看不動產之價值 > >

1. 以土地市場之價格、土地估價的方法看證券化商品，會使得土地市場成為一個不安全、不公平、不效率的交易市場。(例如能創造同樣收益的 7-11，位於不同區域，其公告現值相差十萬八千里)  
計算欲進行不動產證券化之不動產，應由土地未來收益價值、現金流量、稅賦負債、預期負債等的精算方法求得，否則會失真。因此就估價而言，應該運用收益還原法，觀察未來的收益，不是只看某個時間上的一個點的價格，而是觀察動態的、連續性的平均價格。
2. 由風險評估方面來看，如同之前例子所說的，使用風險交易的手法(每年付 3 億)，由信用加強機構將風險買走，達到規避風險的目的。
3. 證券化的目的即是透過**收益規畫及金融操作**這兩部份的結合才能成功！

就不良資產方面如何與債權銀行的和解方法

1. 用「法」的見解與銀行談判。
2. 與其它銀行之價格比較。
3. 提供較好的條件。
4. 抬高價格，但別一次付清。
5. 利用金融合併法中所提供的各項優惠。
6. 個案本身條件好、快速。
7. 纏。

金融操作的例子—北投別墅區

1. 快破產的個案，以 20% 的價格買下，包裝後再出售。
2. 購買者自備 30% 的頭期款，及向銀行貸 40% 的錢。
3. 購買者只須付 30% 的頭期款，及付向銀行借貸的利息就好了，本金不用付。
4. 因為原本以 20% 價格買到 100% 的產品，而購買者以 70% 的價格買進產品，70% 的金額裡拿出 40% 幫購買者還給銀行，還有 30% 的金額，扣掉成本的 20%，還可以獲利 10%。

結論

透過今天涂律師的演講，以其在法制上及實務操作方面的多年經驗與大家分享，歸納涂律師今天所講重點如下：

1. 釐清「信託」「委任」關係的觀念，信託主體並非「人」，而是「信託目的」。
2. 信託行為的「獨立性」，了解信託主軸，才能進一步的理解證券化的內涵。



3. 不動產證券化最主要的目的在於**避免不動產物業價格過度的浮動**，為現在的不動產市場提供一個**公平安全的交易平台**。
4. 不動產證券化是一項金融產品，惟有透過其**包裝**的形式，即「**收益規劃**」與「**金融操作**」，兩者的完美配合，不動產證券化才有可能成功。

經由這些觀念的建立與實務面的操作，不動產證券化方可達到其在個體及總體面的目標：

個體面：

對投資者而言，以小額資金參與大面積且金額龐大的不動產投資，同時擁有變現性與流通性，並由受託機構運用專業能力為適當的管理、運用及處分，增加收益。而對不動產所有者而言，透過募集社會大眾資金之方式，解決不動產開發所需龐大資金的問題，或藉以先收回資金，將資金作更有效率之運用。

總體面：

透過不動產證券化由金融面解決不動產流動性問題，發揮帶動相關就業、改善財政收支、提升生活環境品質，以及直接或間接地透過產業關聯效果貢獻經濟成長等效益，並能促進金融商品多元化，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**」的目標。

不動產證券化專題研究之成員：

謝謝涂律師今天精彩的演講，除了觀念的建立外，實務上的操作經驗也給了我們很多的啟發，真的是獲益良多，再次謝謝涂律師！

啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪啪！