



# 不動產證券化之信託 與代理面之討論

李宗翰、紀凱婷



大綱：

- 不動產證券化之特殊目的信託
- 不動產證券化之代理面討論



# 不動產證券化之 特殊目的信託

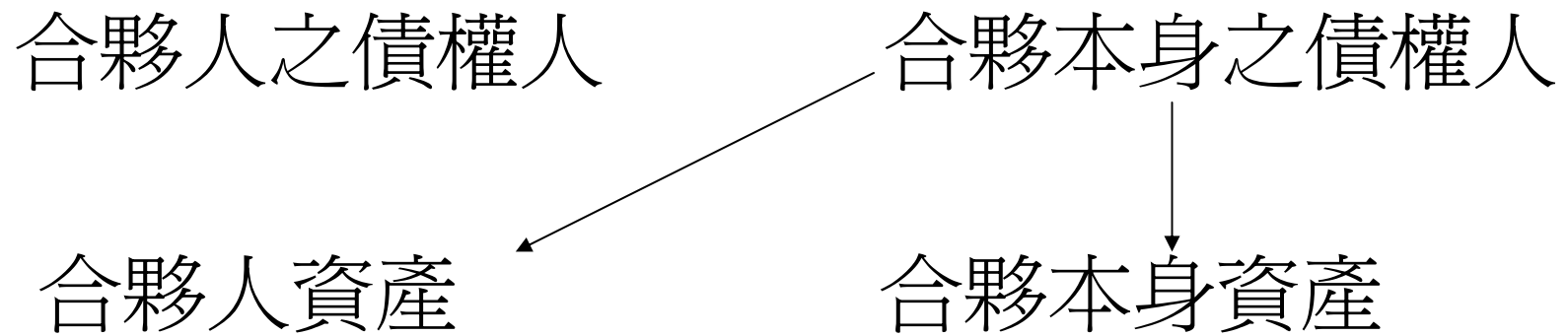


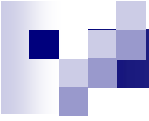
# 目錄

- 壹、前言
- 貳、特殊目的個體(special purpose vehicle, SPV)之組織型態
- 參、我國信託制度之介紹
- 肆、不動產證券化條例之特殊目的信託

特殊目的個體  
(special purpose  
vehicle, SPV)之組織  
型態

# 一、合夥：合夥破產時（民法681）





# 一、合夥：合夥人之破產時（民法685）

合夥人之債權人

合夥本身之債權人



合夥人資產（包括合夥人之股份）

合夥本身資產

## 二、公司（公司破產時）

股東之債權人

公司之債權人

股東之資產

公司之資產 | 受讓資產

```
graph TD; A[公司之債權人] --> B[公司之資產]; A --> C[受讓資產]; D[股東之債權人] --- E[股東之資產];
```





## 二、公司（公司之股東破產時）

股東之債權人

公司之債權人



股東之資產（包括股東之股份）

公司之資產

# 三、信託：委託人破產時

委託人之債權人  
債權人

受託人之債權人

受益人之



委託人之資產

受託人本身之資產 | 信託財產

受益人資產

# 三、信託：受託人破產時

委託人之債權人  
債權人

受託人之債權人

受益人之

委託人之資產

受託人本身之資產 | 信託財產

受益人資產



# 三、信託：受益人破產時

委託人之債權人  
債權人

受託人之債權人


受益人之

委託人之資產

受託人本身之資產 | 信託財產

受益人資產





## 四、小結

- 商業組織架構而言，若特殊目的機構為信託時，其破產隔離效果最佳。
- 現行不動產證券化所採行之特殊目的個體，僅限於信託組織
- 應以市場決定組織型態



# 我國信託制度之介紹

# 一、信託之定義與性質

- 依信託法第1條，稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。
- 英美法概念：「名義所有權或法律所有權」(Legal Ownership)歸於受託人，「實質所有權或衡平所有權」(Equitable Ownership)歸屬於受益人。
- 我國法：受託人擁有信託財產之所有權，受益人擁有受益權。
- 受益權之性質？



## 二、信託之種類

- 個人信託(personal trust)與商業信託(business trust)：係以該信託是否從事商業活動為斷
- 商業信託與傳統之民事信託之基本精神最大之不同之處？
- 信託法以個人信託（民事信託）為根基



## 三、信託財產

### ■ 信託財產之同一性

- 依信託法第9條第1項，受託人因信託行為取得之財產權為信託財產。依信託法第9條第2項，受託人因信託財產之管理、處分、滅失、毀損或其他事由取得之財產權，仍屬信託財產。
- 依不動產證券化條例第4條第1項第7款，不動產投資信託基金，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」。



## 三、信託財產

### ■ 信託財產之獨立性

- 完全繼承之例外：依信託法第10條，受託人死亡時，信託財產不屬於其遺產。
- 破產財團之例外：依信託法第11條，受託人破產時，信託財產不屬於其破產財團。
- 強制執行之例外：依信託法第12條，對信託財產不得強制執行。但基於信託前存在於該財產之權利、因處理信託事務所生之權利或其他法律另有規定者，不在此限。



## 三、信託財產

### ■ 信託財產之獨立性（續）

- 抵銷之例外：依信託法第13條，屬於信託財產之債權與不屬於該信託財產之債務不得互相抵銷。
- 混同之例外：依信託法第14條，信託財產為所有權以外之權利時，受託人雖取得該權利標的之財產權，其權利亦不因混同而消滅。



## 四、受託人之權利義務

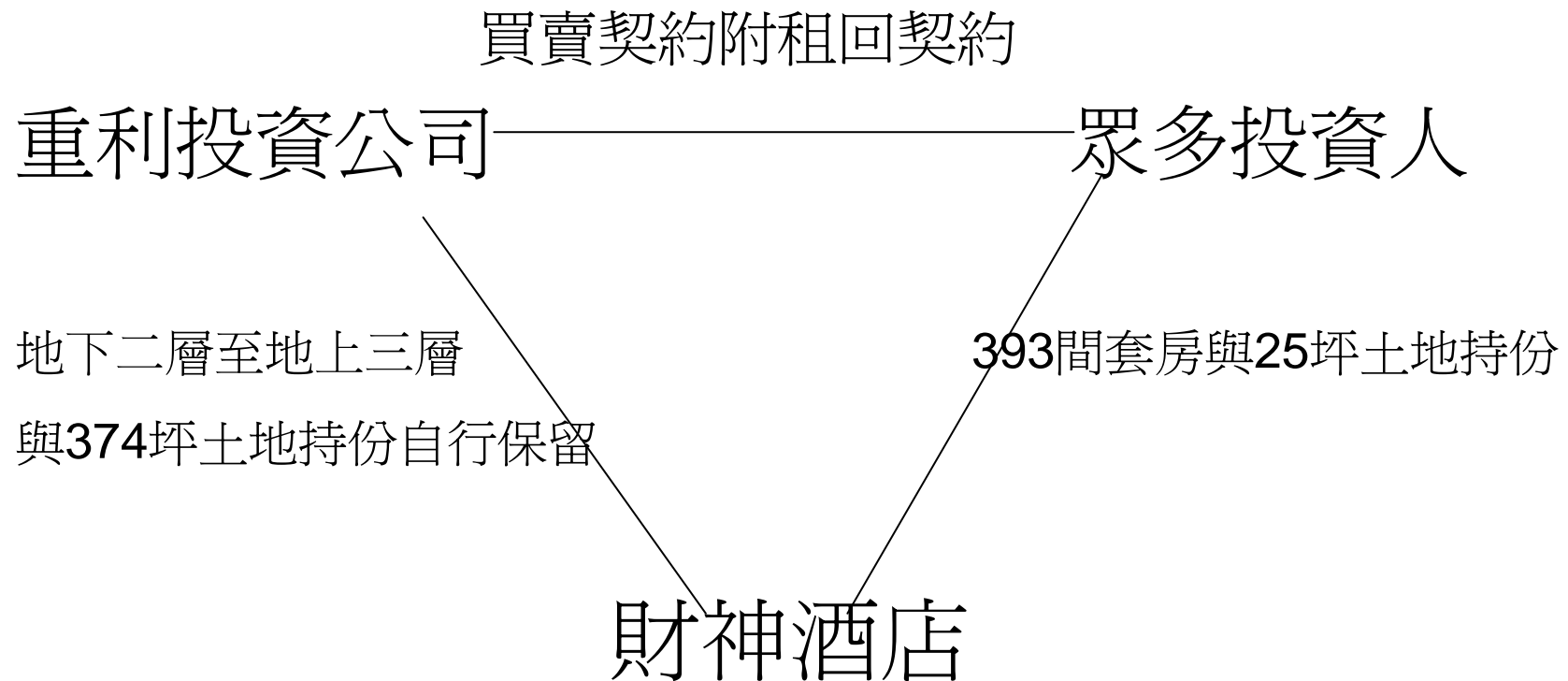
- 受託人之權利
  - 報酬請求權
  - 支出費用償還請求權
- 受託人之義務：忠實義務(duty of loyalty)與注意義務(duty of care)



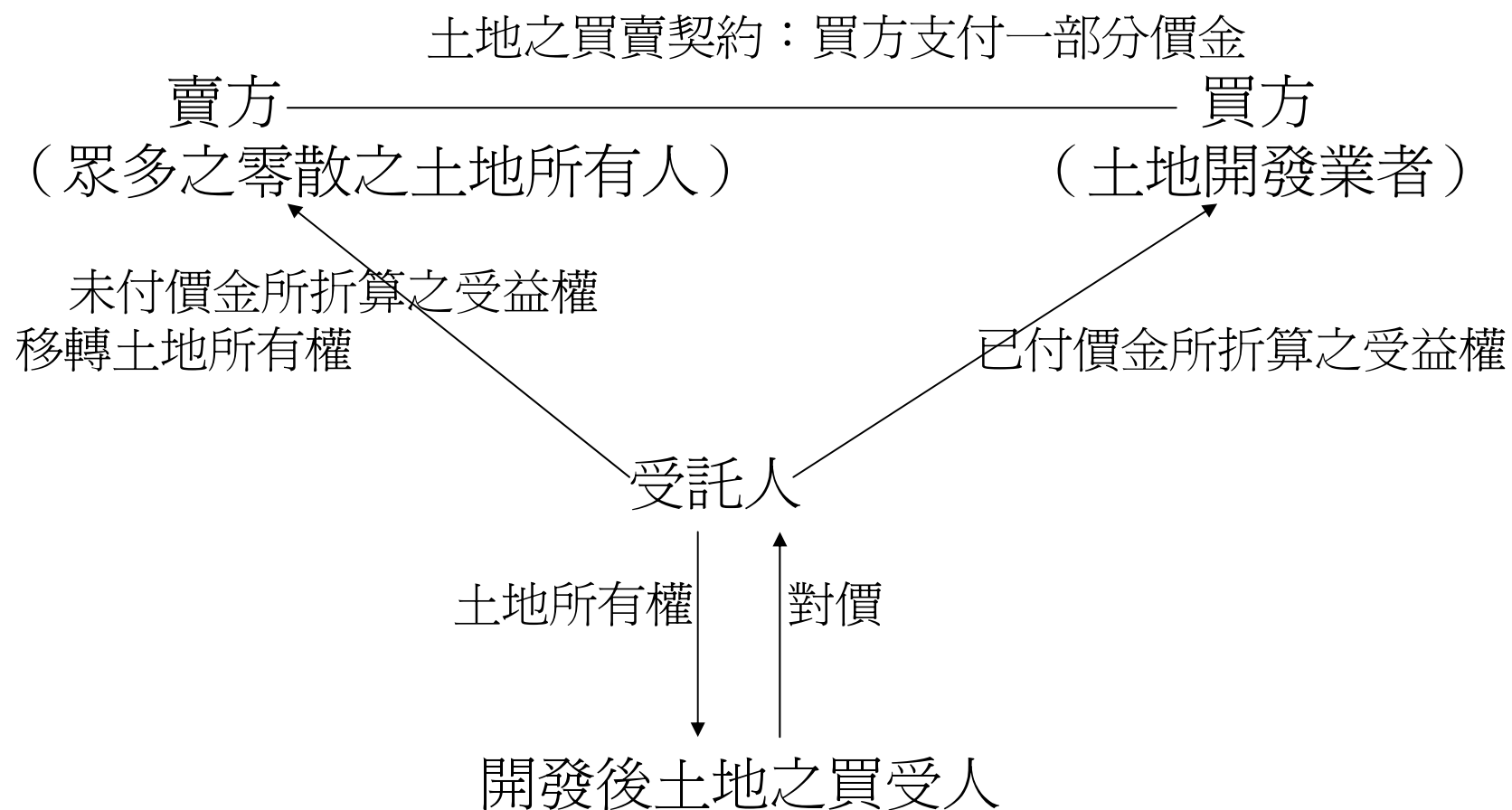
## 五、受益人之權利

- 享有信託利益
- 行使同意權
- 行使異議權
- 行使撤銷權
- 讓與受益權
- 損害賠償請求權或回復原狀請求權
- 監督權
- 終止信託
- 請求移轉信託財產

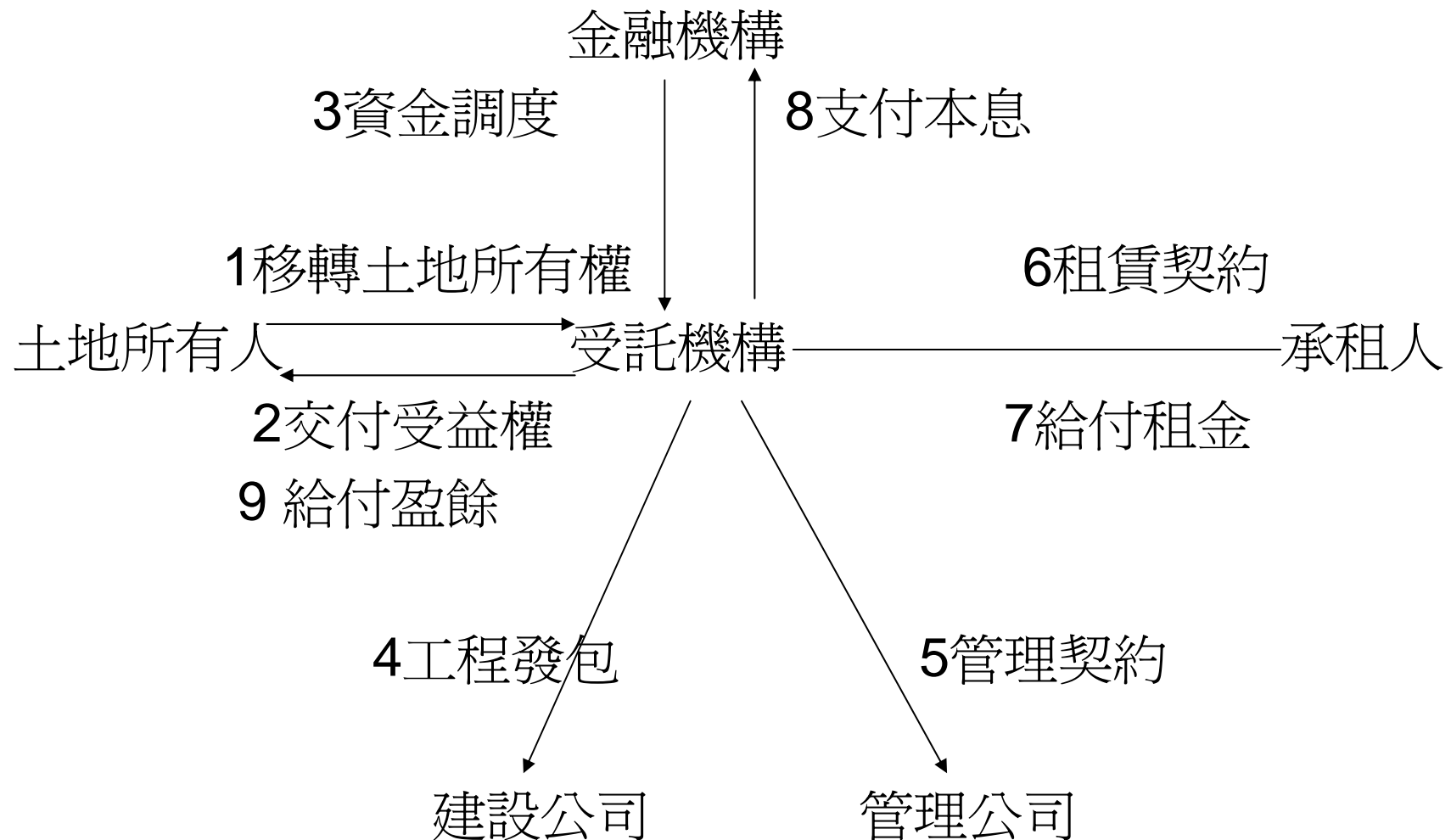
## 六、無信託架構下之「類似不動產證券化」



## 七、土地信託之案例介紹



## 七、土地信託之案例介紹







# 不動產證券化條例之 特殊目的信託



# 一、受益權證券化

- 不動產證券化：指不動產受益權證券化
- 法律上之用語為「受益證券」
- 為有價證券



## 二、受託機構資格之限制

- 依不動產證券化條例原草案第4條第2項之規定，前項所稱受託機構，以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。
- 增列第三項之規定，「僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業」，主管機關得就其最低實收資本額、股東結構、負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗、業務限制另定之。

## 二、受託機構資格之限制（續）

- 「信託業設立標準」。
  - 最低實收資本額：依信託業設立標準第3條，申請設立信託公司，其最低實收資本額為新臺幣「二十億元」，發起人及股東之出資以「現金」為限。但依本條例規定僅辦理不動產投資信託業務之信託公司，其最低實收資本額為「新臺幣十億元」；僅辦理不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為「新臺幣三億元」；僅辦理不動產投資信託及不動產資產信託業務者，其最低實收資本額為「新臺幣十億元」。
  - 發起人及股東之資格條件
  - 管理階層之資格限制
  - 信託業務之限制



## 三、受託機構之外部監控機制

### ■ 主管機關之監督

- 事前監督
- 事後監督

### ■ 信託業間之自律規範

- 不動產投資信託基金定型化契約範本：契約正義
- 資訊揭露：Louis D. Brandeis ，「陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效率的警察」  
(Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman)



## 三、受託機構之外部監控機制（續）

### ■ 信託監察人

#### □ 信託監察人之選任

- 排除信託法之規定

- 本法並未強制規定

- 信託監察人之選任，當受受託機構所  
掌控

#### □ 信託監察人之資格限制

## 四、受益人會議

- 受益人會議之召集權人：「受託機構」或「信託監察人」之召集人。持有「受託金」或「數百份」之受益人，為召集人。召集人應以書面通知召集人，並應向召集人提出召集理由。召集人應於召集前，向召集人提出召集理由。
- 受益人會議之時期：無
- 受益人會議之事由：依不動產證券化條例第9條第2項之規定，受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券「後」，非經受益人會議決議及申經主管機關核准，不得對受益人或向主管機關申報其變更。



## 四、受益人會議（續）

- 受益人會議之召集程序
  - 召集通知
  - 召集通知中應載明召集事由
- 受益人會議之決議方法：應有表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數之同意行之





## 四、受益人會議（續）

- 受益人行使表決權之方式與限制
  - 受益人可授權代理人出席受益人會議
  - 未出席受益人會議之受益人得以「書面」行使其表決權，及受益人會議之召開得以書面決議程序代替？
    - 書面投票制度應採行
    - 書面決議代替受益人會議之召開不應採行



# 不動產證券化之 代理面討論



# 大綱：

- 一、代理理論
- 二、代理問題對受託機構經營績效之影響
- 三、不動產證券化可能產生之代理問題
- 四、信託與代理的差異



# 一、代理理論

## (一)代理關係：

- 凡將資產委託專業機構，並由雙方依據資產移轉、處分、收益等委託宗旨訂定契約，委託具備專門知識或經驗之人員履行各項義務之行為，即構成〔委託代理〕之關係。
- Jensen and Meckling(1976)定義代理關係為  
委託人委託並授權代理人，要求他以主理人的最大利益為目標，替主理人服務，並將此關係表現在契約上。

## (二)代理問題-1

### 1.Mayers and Smith(1988)定義代理問題為

#### ■ 問題產生：組織



#### ■ 問題型態

(1)權益代理：股東 ↔ 董監事

(2)負債代理：股東 ↔ 債權人

## (二)代理問題-2

### 2. Guesneric , Piard , Rey(1988)

#### ■ (1)逆選擇－

指的是在契約簽訂前，代理人存在〔隱藏訊息〕(Hidden Information)，使得委託人無法觀察代理人的能力，而產生〔逆選擇〕的問題發生。

#### ■ (2)道德風險－

是指在簽訂契約後，代理人將存在〔隱藏行動〕(Hidden Action)，在行動的不可觀察性或不可驗證性之下，由於訊息不對稱，使得委託人無法輕易察覺出代理人並無依約善盡職責。



## (二)代理問題-3

### 3. Bergen, Dutta ,and Walker(1992)

#### (1)訂約前問題—

- 其發生在主理人的搜尋行為以及尚未決定和代理人簽約前，分析代理人是否具備主理人所要求的特徵。

#### (2)訂約後問題—

- 其發生在契約成立後（代理關係建立）後的監督與管理問題，其重點在於主理人應如何評估並酬賞代理人的表現，使代理人能依主理人的意志而行事。



## (三)代理成本

係指為消除代理問題所付出的代價。

■ ensen and Meckling(1976)對代理成本之定義

其將代理成本區分為：

- (1)監督成本—監督代理人而進行的監控行為或規則限制，以及對代理人的獎懲，因而產生的額外費用。
- (2)機會成本—指在各種監督約束下，致使代理人無法採取行動因而導致主理人喪失獲利機會。





## 二、代理問題對受託 機構經營績效之影響



## (一)代理問題與委外管理

### 1.Hsieh , Sirmans (1991) 研究指出～

- 發起人、顧問及REITs間若有密切的業務關係，會產生影響財務營運績效的代理成本，而使得REITs的運作績效差。

### 2.Cannon , Vogt(1994)研究指出～

- 委外管理型的REITs其投資績效受到管理顧問與股東利益不一致的代理問題影響。

### 3.Ambrose , Linneman(2001)研究指出～

- 自我管理型REITs在解決管理顧問與股東利益不一致所生代理問題之能力優於委外管理型REITs



## (二)代理問題與誘因報酬：

### 1. Solt and Miller(1985)研究指出

- 使用1972至1981年38家REITs的資料，發現在誘因報酬與財務績效之間呈現正向的關係，即報酬結構與股東的最佳利益相一致。

### 2. Finnerty and Park(1991)研究指出

- 誘因報酬機制的設計，對減少委託人與代理人之利益衝突的確有顯著的影響



### 三、不動產證券化可能產生之代理問題



# 可能問題1

- 依據不動產證券化條例規之規定，不動產證券化之受託機構必須為信託業者，然信託業者內部之專案負責人員，其執行業務是否對於信託資產進行最大利益之經營？而每年達成契約利益的背後，專案人員是否隱藏更多的潛在利益？



## 可能問題2

- 受託之信託業者目前尚無直接介入專業知識之不動產經營管理能力，結果將導致委外管理成為業者較可能採行之方法，而委外管理的經營方式會產生收益分配 (Revenue Allocation) & 自我交易 (Self-dealing) 之代理問題



## 可能問題3

- 目前我國關於信託與代理人行為之相關法律規範，僅信託法第二十三、二十四條規定受託人應以善良管理人之注意，依據信託契約內容處分及管理信託財產。
- 現有法律規範對於代理問題之防範著墨甚少，如此將導致專案負責人或代理人之自利性經營行為，很容易在委託專案經營過程中，獲得許多有形或無形的經濟利益。

## 四、信託與代理 的差異





(一)權利之歸屬關係：

- 受託人對於信託人之委託財產具有所有權，而代理人對於本人之財產不因代理而擁有所有權。

(二)對財產之運作方式：

- 受託人對信託財產經營管理之權利相當大，很少受到信託人之監督；而代理制度，代理人必須在本人之監督下運作，所能控制的權利相當有限。




### (三) 權限範圍：

- 除了由信託人所訂定於信託契約及法律上所限制的項目外，受託人應有執行信託契約所必須及應有的之一切權限，故其權限較廣。而代理人僅能擁有本人特予之權線，其權限範圍較狹隘。

### (四) 義務範圍：

- 除了信託契約中明訂之除外責任，受託人必須對其執行該信託之契約負責，代理人以本人之名義和第三人之契約，須由本人負完全責任，代理人不必就契約之履行負責。



### (五)有效期間：

- 信託成立後，除非有特別約定，原則上信託人及受益人並無撤銷權，至多只能更換受託人，直到約定之終止條件到達時方能結束，信託人或委託人之死亡對信託之存續並無影響，受益人死亡由新的受益人繼任之。
- 而代理業務為屬人關係，其存在完全由當事人之合意繼續，因此除了特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係，且代理關係可因本人或代理人之任何一方之死亡而消滅，亦即代理人之專屬性無法以取代方式而變更。



報 告 結 束  
謝 謝 大 家