

不動產證券化之信託 與代理面之討論

報告人：楊博翔、邱信智

內容大綱

- 不動產證券化信託面討論
 - 信託制度簡介
 - 特殊目的個體(special purpose vehicle, SPV)組織型態
 - 我國不動產投資信託架構—特殊目的信託
 - 開發型不動產信託之運用—京站案
- 不動產證券化代理面討論

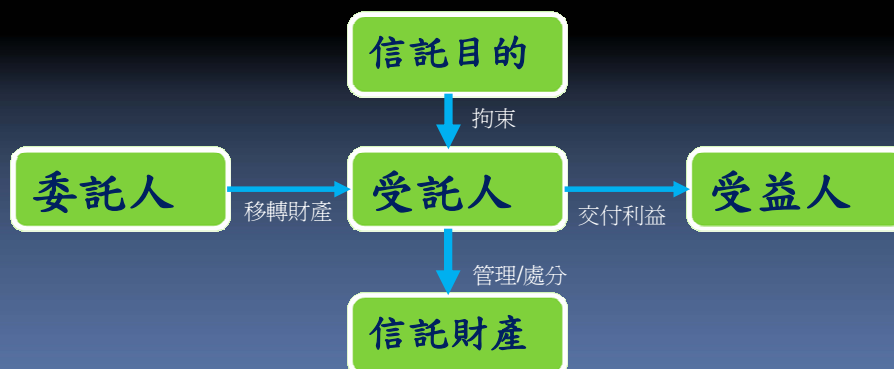
不動產證券化之信託面討論

信託制度簡介

● 定義

- 信託法第一條：「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。」

信賴關係，產權關係的固定，所有權及使用權的分離



信託制度簡介

- 種類：以是否從事商業活動分
 - **個人信託(personal trust)**：民法、信託法
 - → 著重信託財產保全與增值
 - **商業信託(business trust)**：民法、信託法，信託業法、銀行法、不動產證券化條例、金融資產證券化條例...等針對商業目的制訂之特別法
 - → 藉由受託人專業能力，管理資產，使信託財產使用效能最大化，並吸收大量資金
 - → 著重受益人權益保護

信託制度簡介

- 信託財產特性：
 - **獨立性**：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
 - **同一性**：受託人雖取得信託財產之所有權，然其與其自有之財產權仍各自獨立，落實破產隔離之重要方式。受託人擁有之信託財產，僅具形上所有權，而不具實質上之所有權

信託制度簡介

- 信託行為特性：
 - **信託關係獨立性**：受託人可以自由處分受託財產。惟仍受信託目的約束。
 - **目的獨立性**：信託財產專屬信託目的。信託破產時，僅由信託財產負責，信託人與受託人不須負責。因此，信託目的須特別重視其「揭露」程度。
 - **風險獨立性**：信託財產不得強制執行(#信託12)，惟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(#信託6)。
 - **稅賦獨立性**：因信託財產的獨立性，使信託為分別報稅。

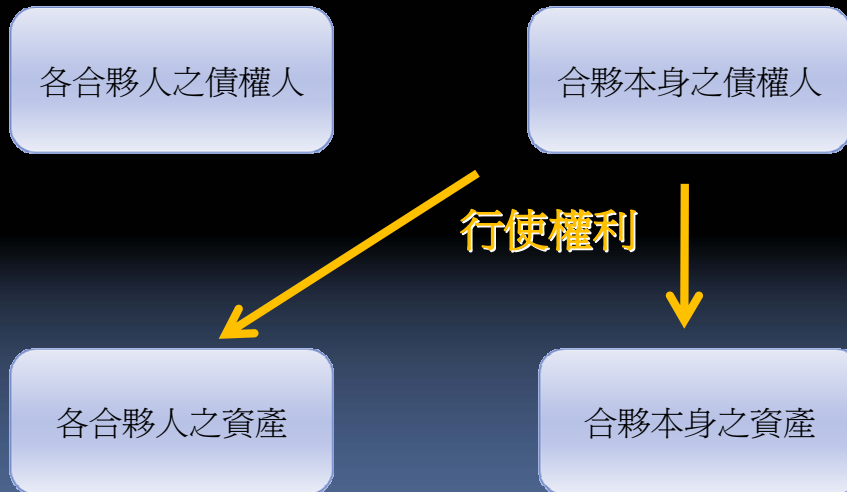
特殊目的個體 (special purpose vehicle, SPV) 組織

型態
在資產證券化之架構中，特殊目的個體是不可或缺之架構。其目的在於藉由資產分割之方法，**隔離原資產持有者之破產風險 (bankruptcy remote)**並用以發行證券

- 依組織型態不同與破產隔離程度不同分
 - 合夥
 - 公司
 - 信託

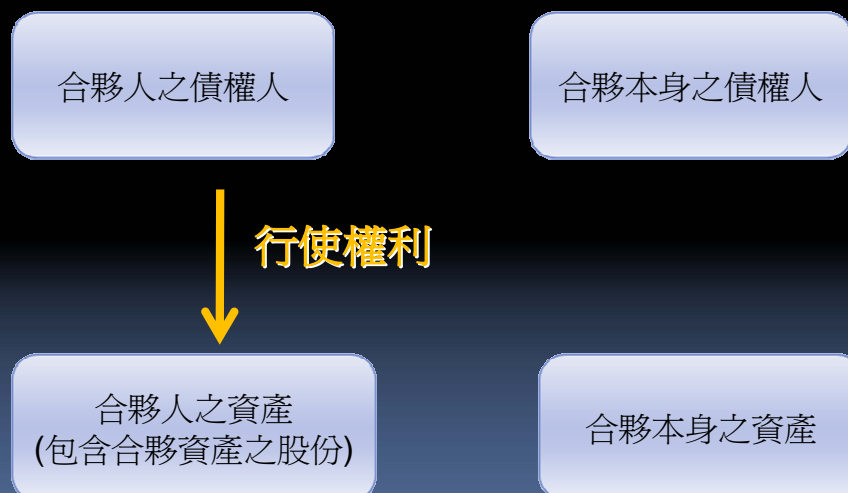
合夥型態

- 當合夥事業破產（民法681）：合夥財產不足清償合夥之債務時，各合夥人對於不足之額，連帶負其責任。



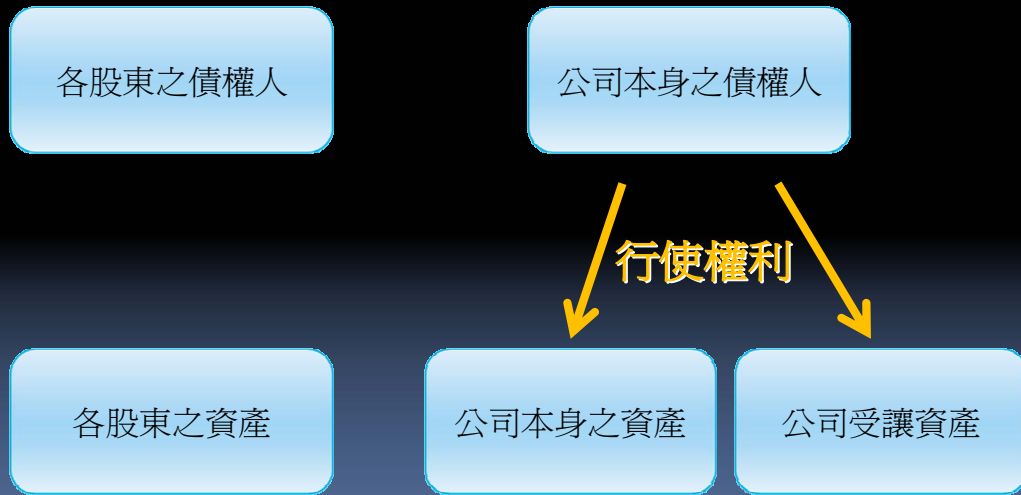
合夥型態

- 當合夥人破產（民法685前）：合夥人之債權人，就該合夥人之股份，得聲請扣押。



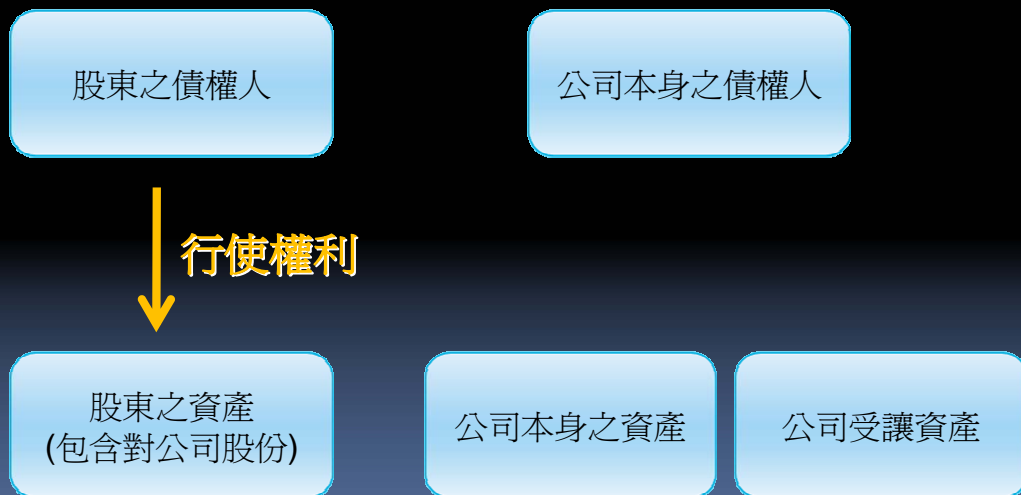
公司型態

■ 當公司破產



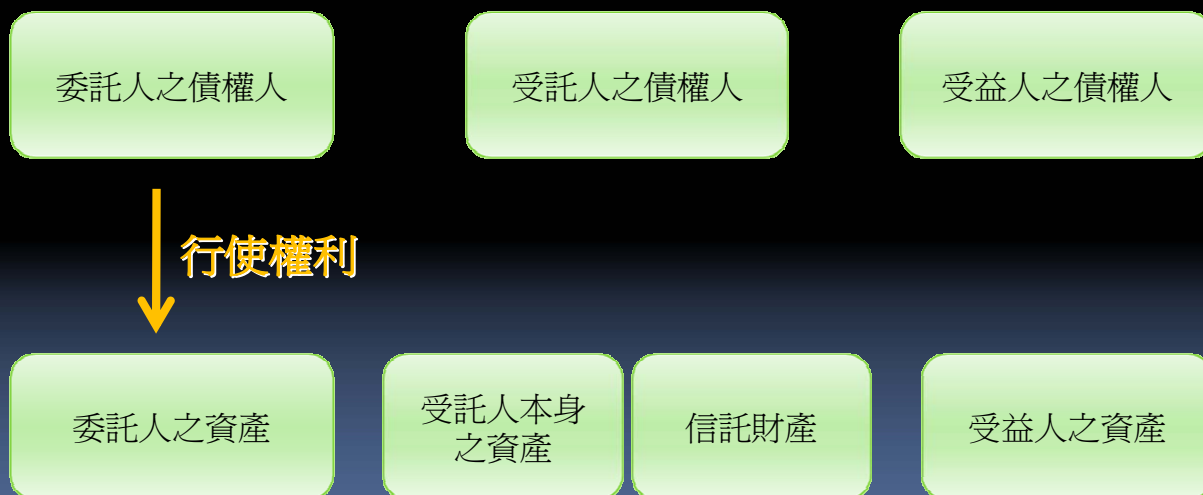
公司型態

■ 當股東破產



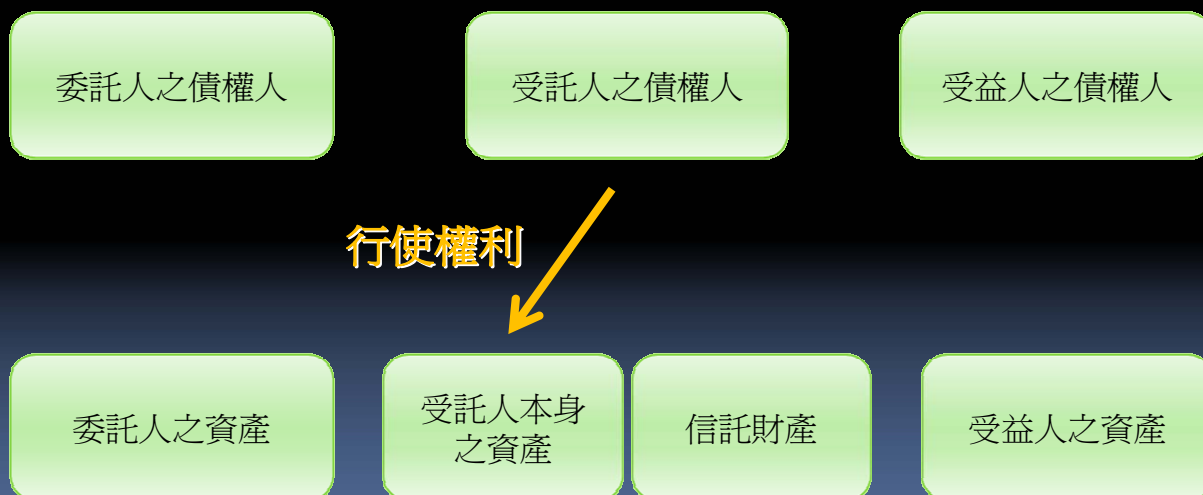
信託型態

■ 當委託人破產



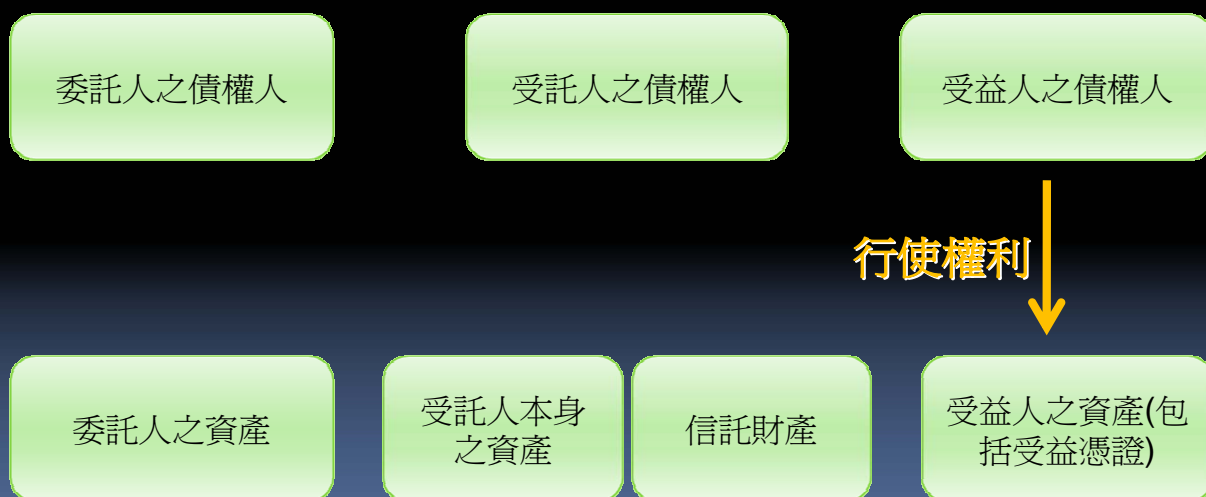
信託型態

■ 當受託人破產



信託型態

- 當受益人破產



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。
- 以籌資角度，特殊目的機構為信託時，籌籌資管道更為多元。
- 美國不動產投資信託公司多為公司型。

我國不動產投資信託

● 不動產投資信託

- 不動產證券化條例第四條：「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**，以投資不動產、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標的而成立之**信託**。」
- 我國現行不動產投資信託所採行之特殊目的個體，僅限於信託組織。

不動產投資信託組織形態

■ 特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)

— 契約制

- 將信託人與受託人締結以不動產投資為標的之信託契約受益憑證加以分割，使投資人取得表示此種權利的受益憑證

■ 特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC)—公司制

- 設立以不動產投資為目的之股份有限公司，使投資人取得公司股份型態，公司再將收益以股利型式分配投資人

SPC與SPT比較

	契約制(SPT)	公司制(SPC)
事業經營主體	信託業	股份有限公司
投資人與不動產投資信託組織之關係	信託契約	股東與公司
與受託人之關係	以受託人存在為前題	本身即帶有受託人性格
利益分配型態	分配信託利益	分配股利
投資人之資金扮演角色	信託財產	公司資產
資金運用與管理	依信託契約為之	依公司章程辦理
投資計算主體	以投資人為主體，受託人只收取定額服務費	公司為計算主體，投資人參與公司利潤分配
法律規範	依一般法律	依公司法

資料來源：台灣證券交易所研究報告，不動產證券化，1995

我國不動產投資信託組織源由

■ 公司型：

需架構於公司法體系內，或另創社團法人方式，規定特殊目的公司之法律，以排除公司法大多數條文適用，將增加其複雜性。

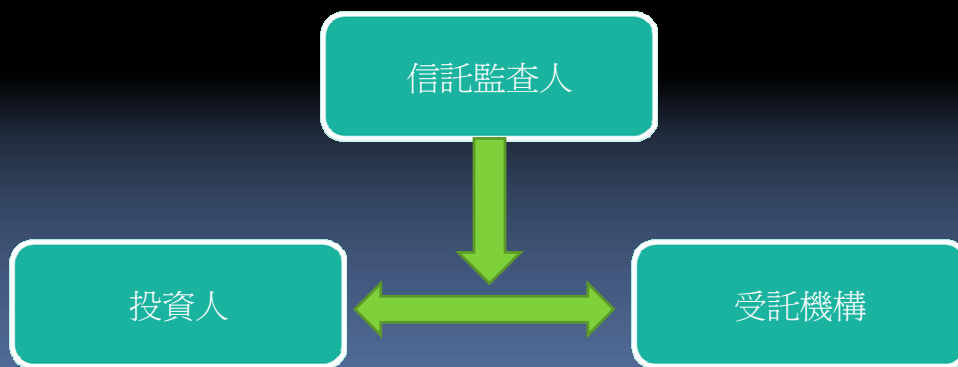
■ 信託制度：

僅需再針對信託受益權之有價證券化，委託人權利之移轉、受益人權益之保障、信託監督機制建立等予以補充。

我國不動產投資信託組織型態

■ 採信託型(SPT)架構：

- 可擔任不動產證券化受託機構僅限於信託業者。
- 條例亦允許不動產業者可成立僅辦理不動產投資信託或資產信託之信託業。



信託面可能問題

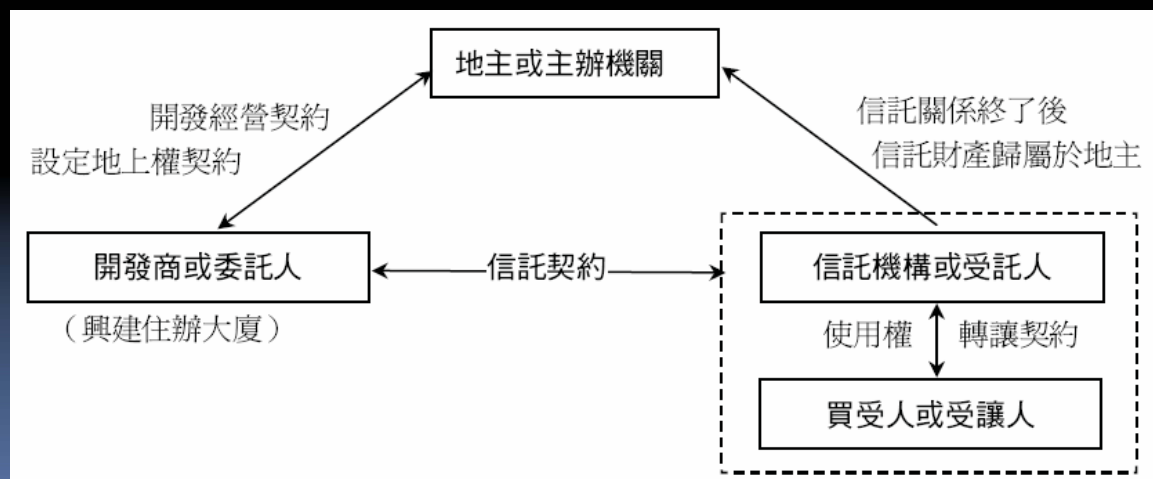
- 收託機構僅限信託業，信託所依據之信託業法係為金融機構所設，並沒有考慮不動產信託的特殊性質，缺少專業能力之信託業於經營不動產信託業務須委外處理，易生爭議。
- 信託公司設立門檻高，競爭有限
 - 信託業法:20億
 - 不動產證券化條例:10億
- 銀行信託部缺乏資產實物信託專業，不利不動產證券化市場發展。

我國不動產證券化條例有關信託之相關規定：

- 一、組織架構
- 二、受託機構（發行人）資格
- 三、發行方式與募集對象
- 四、發行與投資標的
- 五、受益證券持人之限制
- 六、受益證券上市或上櫃之規範
- 七、資訊揭露

開發型不動產信託—交九京站案

- 委託人(開發商)：日勝生
- 土地所有權人：台北市政府、鐵路局
- 受託機構：信託銀行



不動產證券化之代理面討論

大綱：

- 何謂代理
- 信託與代理之差異
- 代理理論
- 代理問題對經營績效的影響
- 台灣的情形如何？

何謂代理？

- 民法§103：「代理人於代理權限內，以本人名義所為之意思表示，直接對本人發生效力。」
- 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。

信託與代理之不同

- 財產權利之歸屬
 - 受託人→對信託財產有名義所有權
 - 代理人→不因代理而擁有所有權。
- 財產運作獨立性
 - 受託人→對信託財產有獨立控制權。
 - 代理人→必須在本人之監督下運作。
- 權限範圍
 - 受託人→有執行信託契約所有權限。
 - 代理人→僅擁有本人給予之權限。

信託與代理之不同

■ 義務範圍

- 受託人→必須對其執行該信託契約負責。
- 代理人→以本人之名義和第三人之契約，由本人負完全責任。

■ 有效期間

- 信託→無撤銷權，只能更換受託人，直到約定之終止條件到達時方能結束。
- 代理→存在由當事人之合意繼續，因此除特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係。

何謂代理？

▫ Jensen and Meckling (1976)

認為委託人與代理人之間以契約方式約定，委託人授權予代理人，要求代理人必須以委託人之最大利益為依歸來替委託人服務。

當委託人與代理人均為最大利益之追求者，且其彼此間之利益互相衝突時？

代理理論

- 代理問題 Guesneric, Piard, Rey (1988)

1. 逆向選擇 (adverse selection)

指在簽訂契約前，委託人與代理人雙方因擁有的資訊不對稱，而通常造成委託人無法觀察代理人的執行能力，造成逆向選擇的問題。

2. 道德危險 (moral hazard)

指在簽訂契約後，代理人行動的不可觀察性，由於隱藏行動之存在，使得委託人無法輕易察覺出代理人並無依約善盡職責。

代理理論

- 代理問題 Bergen, Dutta, and Walker

1. 訂約前(1992)

其發生在委託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委託人所要求的特徵。

2. 訂約後—

其發生在契約成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，使代理人能依委託人的意志而行事。

代理理論

- 逆向選擇可能的解決手段：
 - 1. 不動產公司詳細揭露相關資訊，逆向選擇問題的本質是投資品質的不確定性。
 - 2. 由可信賴而獨立的第三人/團體提供專業諮詢。
 - 3. 信用評等(rating) – 信用評等扮演著提供訊息的角色，傳達投資載體/ 工具的品質並揭露風險給潛在投資者。
 - 4. 專業投資者關係 – 可以提供潛在投資者關於公司的策略導向及持有流動資產的詳細資訊。

代理理論

- 道德危險可能的解決手段：
 - 1. 契約明訂規範
 - 2. 透過管理誘因（如：股票選擇權）

代理理論

- 代理成本

定義：指為消除代理問題所付出的代價。

種類：

- 本人支出之監督成本：代理人於執行職務時，恐有偏差或投機性的行為而損及本人之利益，本人因此必須運用契約設計或制定制度。
- 代理人之自我約束成本：為使本人信任代理人將以本人之最大利益來行事，而花費成本以限制自己的某些行為。

代理理論

- 代理成本

- **Jankins (1980)**：有超過二分之一的REITs 使用某種形式的誘因報酬，而誘因報酬使得財務槓桿及資產風險讓基金經理人及顧問較股東而言更有利於賺取此酬金。
- **Golz (1993)**：對16 檔大型REITs 的調查中，研究發現全部皆以誘因報酬補償它們CEO，且**現金補償**是所有補償中最具優勢的要素。

代理問題對經營績效的影響

■ 代理問題與委外管理

問題點：

- 收益分配
- 自我交易
- 較差的股價表現 Howe and Shilling (1990)

代理問題對經營績效的影響

● 代理問題與委外管理

國外的研究

– 1.Hsieh, Sirmans (1991)

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)

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)

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。

代理問題對經營績效的影響

■ 代理問題與委外管理

國內的研究

▫ 白金安（2005）

「不動產證券化委外管理代理問題之研究」
實證結果發現，大台北地區金融機構從業人員認為
「委任發起人之關係企業」可能存在之代理問題大
於「委任創始機構」，「委任創始機構」則大於
「委任獨立機構」。

不動產投資信託 > 不動產資產信託

代理問題對經營績效的影響

■ 代理問題與內部管理

問題點：

- UPREITs，極大化合夥持份持有者財產之價值，非 REIT 之股東權益。

相對好處：

- 外部顧問有額外之代理人問題，因此內部顧問較外部顧問的 REIT 更適合處理代理成本。

代理問題對經營績效的影響

- 代理問題與誘因報酬

- 1. Solt and Miller (1985)

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)

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。

台灣的情形如何？

- 1. 不動產證券化條例§4：「不動產管理機構指受受託機構委任管理或處分信託財產之建築開發業、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。」
- 2. 不動產管理機構明顯位於不平等的法律地位上。

台灣的情形如何？

- 3. 不動產證券化條例§48：「信託監察人不得為發起人、受託機構之利害關係人、職員、受雇人或不動產資產信託之委託人。」
- 4. 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。

台灣的情形如何？

- 5. 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。



Thank you!!

敬請指正