

不動產證券化

信託與代理面之討論

報告人：廖庭萱

摘要

不動產信託面

- 信託制度介紹
- 特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV) 組織型態

不動產代理面

- 代理介紹
- 代理理論
- 代理問題對經營績效之影響

結論與建議

不動產證券化之信託面

信託制度介紹 — 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。」



信託制度介紹 — 種類

- 依設立原因分類：契約信託、遺囑信託、宣言信託
- 依受益人分類：自益信託、他益信託
- 依信託目的分類：公益信託、私益信託
- 依是否從事商業活動分類：營業信託、非營業信託

營業信託(商事信託)→著重受益人權益保護

→藉受託人之專業能力，使信託財產之使用效能最大化，亦可經此模式吸收大量資金。

非營業信託(個人信託)→著重信託財產保全與增值

信託制度介紹 — 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，然此與受託人自有之財產權仍各自獨立。受託人擁有之信託財產，僅具形式上所有權，而不具實質上之所有權。

→落實破產隔離

信託制度介紹 — 信託行為特性

- **信託關係獨立性**

受託人可自由處分受託財產，惟受信託目的之約束。

- **目的獨立性：**

信託破產時僅由信託財產負責，信託人與受託人不須負責。

- **風險獨立性：**

信託財產不得強制執行，惟信託行為有害於委託人之債權人權力者，該債權人得聲請法院撤銷。

- **稅賦獨立性：**

由於信託財產的獨立性，信託為分別報稅。

特殊目的機構(SPV)組織型態

- 不動產證券化之推行，SPV為不可或缺之架構

- 專為特殊目的而成立，藉由資產分割之方式，

隔離原資產持有者之破產風險，亦能避免雙重課稅。

- SPV組織型態：

· 有限合夥

· 公司

· 信託

低



破產隔離程度

高

有限合夥型態

- 2007年6月27日，行政院院會於通過有限合夥法草案
- 有限合夥事業僅須依有限合夥法向主管機關登記成立，即被賦予獨立之法人格，具有事業經營及投資能力。
- 介於公司與合夥之中間事業型態組織，由一人以上之**一般合夥人**與一人以上之**有限合夥人**，依照合夥契約共同組成

有限合夥型態

一般合夥人

- 負責事業經營
- 對外具代表權
- 對內則有經營權
- 就合夥事業之債務須對外負擔無限責任

有限合夥人

- 定位為單純投資人
- 無法對合夥事業事務為經營決策
- 僅對合夥事務有監督權
- 就合夥事業之債務僅以出資額為限負擔有限責任

公司型態

■ 公司破產時



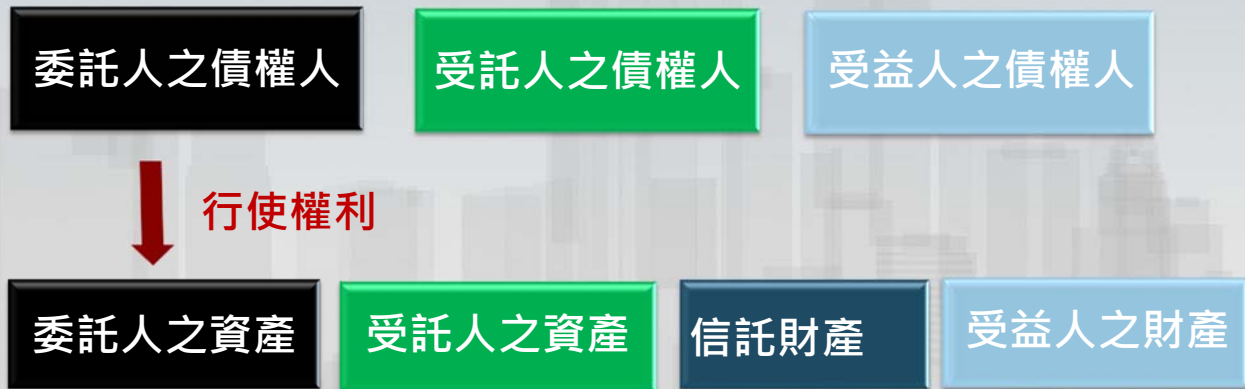
公司型態

■ 股東破產時



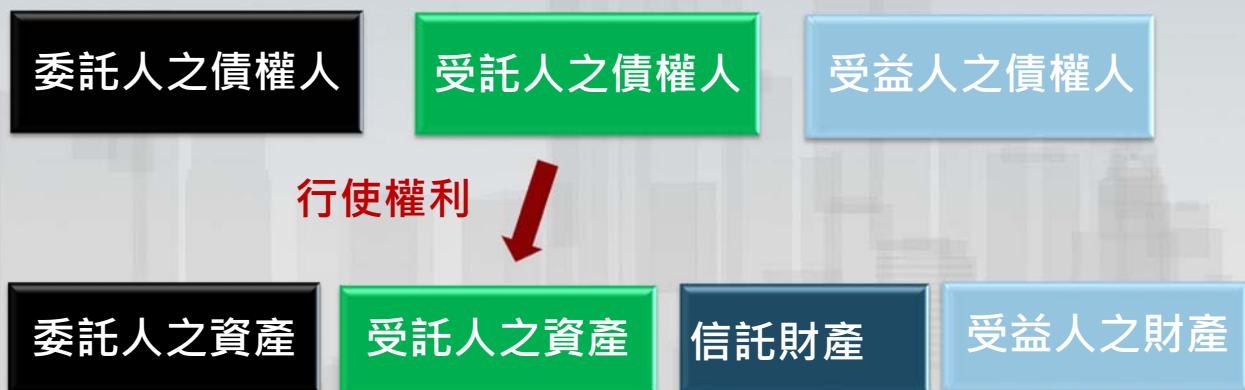
信託型態

■委託人破產時



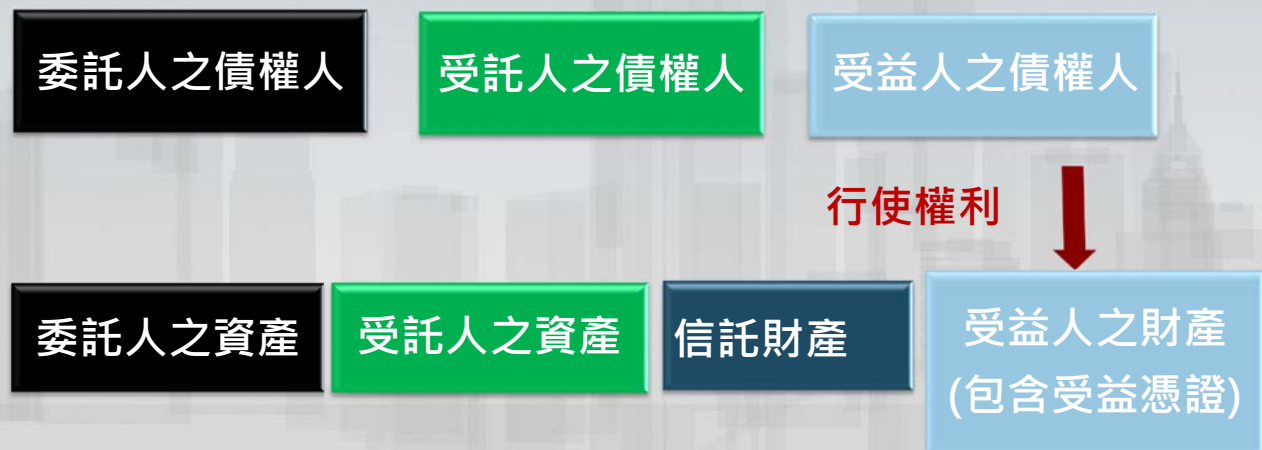
信託型態

■受託人破產時



信託型態

■ 受益人破產時



特殊目的機構(SPV)組織型態

■ 特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)

委託人與受託人締結以不動產投資為標的之信託契約，將受益憑證加以分割，使投資人取得表示此權利之受益憑證。

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

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形式分配給投資人。

SPT與SPC比較

	SPT	SPC
事業經營主體	信託業	股份有限公司
投資人與SPV之關係	信託契約	股東與公司
投資人與受託人之關係	以受託人存在為前提	本身即有受託人性格
利益分配型態	分配信託利益	分配股利
投資人資金之角色	信託財產	公司資產
資金運用與管理	依信託契約	依公司章程
投資主體	以投資人為主體，受託人只收取定額服務費	公司為主體，投資人參與利潤分配
法律規範	依民法等法律	依公司法

我國不動產投資信託組織源由

■ 特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)

僅需針對信託受益權之證券化、委託人權利之移轉、受益人權利之保障、信託監督機制建立等予以補充。

→ 採取SPT

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

需要架構於公司法體系之內，或另行規定SPC之法律，以排除公司法多數條文之適用，增加複雜程度。

我國不動產投資信託

不動產證券化條例第四條第五項

- 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SPV，僅限於信託。

我國不動產投資信託組織

- 受託機構：
指得受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構。
- 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、經主管機關認可
- 亦允許業者成立僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業

信託面之問題

- 受託機構限於信託業者，信託業法係為金融機構所設，未考量不動產信託之特殊性質。
- 銀行信託部缺乏不動產相關專業，對不動產證券化之市場發展幫助則少。
- 信託設立門檻高，業者不熱衷

信託業法：20億

不動產證券化條例：10億

不動產證券化之代理面

代理一定義

民法第103條第一項

- 「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。」
- 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，委託具備專業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。

信託與代理之差異

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：須在本人之監督下運作

權限範圍

- 受託人：有實行信託契約之權限
- 代理人：僅具有本人給予之權限

信託與代理之差異

義務範圍

- 受託人：必須對執行之契約負責
- 代理人：以本人之名義與第三人簽訂契約，由本人負責

有效期間

- 信託：無撤銷權，僅能更換受託人，直至約定之終止條件到達才能結束
- 代理：由當事人合意繼續，除特殊情況，本人可隨時撤銷代理關係

代理理論

▪ Jensen and Meckling (1976)

代理關係：

主理人 (The Principal) 雇用並授權給另一位代理人 (The Agent)，代表其執行某特定的行動，彼此間所存在的契約關係，要求代理人以主理人的最大利益為目標。

代理問題

▪ Guesneric, Piard, Rey (1988)

1. 逆選擇：

契約簽訂前，委託人與代理人雙方因資訊不對稱，委託人無法觀察代理人的執行能力，產生逆選擇的問題。

2. 道德風險

契約簽訂後，代理人行動的不可觀察性或不可驗證性，委託人無法輕易察覺代理人是否按契約善盡職責。

代理問題

▪ Bergen, Dutta, Walker (1992)

1. 訂約前問題：

發生在委託人的搜尋行為及尚未決定和代理人簽約之前，分析代理人是否具備委託人所要求之特徵。

2. 訂約後問題：

契約成立後的監督管理問題，著重於委託人如何評估並酬賞代理人的表現。

代理問題

▪ 逆選擇的可能解決手段

1. 詳細揭露相關資訊
2. 擬定法定選任標準、建立評選機制
3. 信用評等

▪ 道德風險的可能解決手段

1. 契約明訂相關規範
2. 導入管理誘因

代理問題

▪ 代理成本：

指為消除代理問題所付出之代價。

· 委託人支出之監督成本

代理人執行職務時，恐有偏差或投機性的行為，損及委託人利益，因此須運用契約設計或制定相關制度。

· 代理人之自我約束成本

為使委託人信任代理人，而花費成本以限制代理人自身的行為。

代理問題

- 代理成本：

- Jenkins (1980)

超過二分之一的REITs使用某種形式的誘因報酬，藉誘因報酬使得財務槓桿以及資產風險變動，基金經理人及顧問較股東更有利賺取酬金。

- Golz (1993)

對16檔大型REITs調查，發現皆以誘因報酬酬賞CEO，現金補償是最具優勢的補償要素。

代理問題對經營績效之影響

- 委外管理或內部管理

- Hsieh, Sirmans(1991)

發起人、顧問若有密切的業務或從屬關係，將產生影響營運績效的外部成本，使得REITs績效較差。

- Cannon, Vogt (1994)

委外管理型的REITs，其投資績效受管理顧問與股東利益不一致之代理問題所影響。

- Ambrose, Linneman (2001)

內部管理型REITs，解決管理顧問與股東利益不一致之代理問題之能力較佳。

代理問題對經營績效之影響

- 傅景林，白金安(2005)

- 對不動產證券化委外管理代理問題的研究
- 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

→ REITs 可能存在之代理問題大於 REATs

代理問題對經營績效之影響

- 誘因報酬

- Solt, Miller(1985)

誘因報酬與財務績效呈現正向關係。

- Finnerty, Park(1991)

誘因報酬機制之設計，對於減少委託人與代理人的利益衝突，具有顯著影響。

代理面之問題

- 以美國經驗而言，委外管理可能會產生之問題：

收益分配(revenue allozation)

自利交易(self-dealing)

- 對於管理機構之相關規定仍粗糙

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不動產投資業、營造業、建築經理業、不動產買賣租賃業或其他經主管機關核定之機構關於代理之。

- 現有法律規範對於防範代理問題之著墨仍少

結論與建議

- 台灣的不動產證券化僅採用SPT方式，在信託面的法律規範多，以破產隔離層面而言，投資人權益更加受到保障，但較無彈性變化，REITs的發展也受到限制。
- 委託人與受託人之關係雖明文為信託，實際上受託人是否受發起人之影響？不動產證券化條例對於信託監察人有利害迴避之規定，但應可發揮更大的作用。
- 現階段仍多著重於信託制度的討論，但REITs是否能產生穩定收益，管理機構居重要地位，如何降低代理成本是重要課題。





Thanks for your listening!