

【專題二】

不動產證券化法制架構與適用

游啟璋 (美國史丹佛大學法學
博士
理律法律事務所
律師)

壹、前言

傳統上，不動產市場在整個經濟體系中，一向不易受外來環境改變影響，其本身也較無變化。然而，近二十年來，全世界許多國家的不動產市場均受到證券化的衝擊，不論在借貸或權益方面均有革命性的變革。¹ 在不動產融資市場，以美國為例，向來，絕大部分的不動產融資均仰賴銀行、儲蓄機構或保險公司等金融機構的私募市場 (private

placement market)。同時，金融機構通常繼續持有這些放款債權，做為其資產，直到債務人於到期或提前清償為止，並無次級市場存在，因此缺乏流動性。為了創造這些抵押貸款的流動性，美國聯邦政府遂於一九七〇年，創設政府不動產貸款協會 (Government National Mortgage Association)，發行抵押基礎證券 (Mortgage-Back Securities)，並提供信用保證。繼而，設立聯邦國家抵押協會 (Federal National Mortgage Association) 及聯邦住宅貸款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Association)，發行各種抵押基礎證券。一九七〇年代末期，許多私企業也相繼

¹ See Michael H. Schill, The Impact of Capital Market on Real Estate Law and Practices, 32 J. Marshall L. Rev., 269 (1999).

進入抵押證券市場。時至今日，許多以不動產為擔保之放款債權已經得以在次級市場出售或將之轉換成證券，大大提高其流動性。

在不動產權益市場，證券化亦使得不動產投資生態，完全改觀。不動產證券化是將傳統上投資人直接取得不動產物權之方式，轉化為投資人以持有有價證券之方式，間接持有不動產。² 其目的在使不動產之價值由固定之資本型態，轉變成具高度流動性之資本性證券。³ 證券持有人持有證券，並非表彰不動產或相關權利之所有權，而係請求分配利益之受益權。如果撇開對不動產直接擁有、使用之功能不談，單就不動產之收益而言，傳統方式之不動產投資雖然收益高，但個別之不動產投資畢竟是一種高風險且缺乏流動性之投資，不適用於一般投資大眾之選擇。然而，透過證券化，投資人可以間接持有不動產，不但可以增加流動性，減低風險，而仍可保有較高之收益。⁴ 另外，不動產價值高昂，其經營管理需具備專業能力，一般投資人非但缺乏龐大的資力，也無專業能力經營。證券化結合不動產市場與資本市場，使不動產業者可以取得成

本低廉之資金；另一方面，大眾投資人可以小額資金參與不動產投資，透過發行證券所募得之資金更可投資於坐落不同地點之不動產，分散風險，較投資人持有單一不動產，風險相對為低。

對於不動產之投資，投資人固然可以透過一般證券投資之方式，投資於不動產業者。然而，不動產業者所投資、經營或管理之不動產為該業者債務之總擔保，不動產業者本身破產之風險即資產之風險，而投資人即使有能力自行評估業者整體之破產風險，其成本也必然所費不貲。如果投資人無法評估風險，或者成本太高，必然卻步不前。不動產證券化即係透過架構式融資之方式，並藉由信託法制，隔離業者之破產風險。

在我國，不動產證券化條例於今年七月二十三日正式施行。採用不動產投資信託和不動產資產信託二種證券化型態，透過信託法制架構特殊目的信託，由受託機構做為發行證券募集資金之導管，界定受託機構所發行為表彰投資人權益之證券為有價證券，提高其流動性。並嚴格規範受託機構管理、處分信託資產，發行證券之程序與限制，藉以保障投資人。本文即係嘗試就不動產證券化之法制架構，探討我國不動產證券化條例相關規定之適用，逐次說明。

貳、架構式融資

一、基本概念

證券化的本質為架構式融資（structured finance）。所謂架構式融資之基本概念是將特定之資產做架構上隔離，使得該資產在法律上獨立於資產之

2. 有將不動產共有化或持分化才列為不動產證券化者，惟不論是金融資產之證券化或不動產證券化，證券持有人均非直接持有該資產。參見張金鵬、白金安合著，不動產證券化於都市更新的運用，載月旦法學雜誌，第48期，1999/5第46頁。

3. 參見王力宇著，資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題，載月旦法學雜誌，第48期，1999/5第25頁。

4. See Laurence G. Preble, The Recapitalization of Real Estate, 8-Apr. Probate & Property 45 (1994).

原所有人。一方面，該資產可以不受原所有人破產之影響；⁵ 另一方面，以該資產做為基礎，融資者得利用該法律上獨立之資產融資，甚或發行證券，使資金需求者貼近資本市場，取得廉價資金。⁶ 資金需求者使用架構式融資，必須有得做為融資基礎的資產，並將資產轉讓與一特殊目的機構（special purpose vehicle）。架構特殊目的機構用意在避免其本身破產，以及不受原讓與人破產之影響。因此，特殊目的機構之業務必須限於與資產之管理處分有關，且最理想的是一新設機構。⁷ 同時，該特殊目的機構，也用來做為募集受益證券之導管（conduit），自資本市場取得融資。

架構式融資必須透過原資產所有人、特殊目的機構、信用增強機構（credit enhancer）、服務機構（servicer）、信用評等機構（credit rating agency）及投資人等共同參與，方得完成。⁸

二、資產分割之法律效力

架構式融資之得以進行，必須藉助

資產分割（asset partitioning）的法律效力。所謂資產分割是指資產由原所有人移轉至另一法律主體，該法律主體雖由原所有人所擁有，但資產在移轉後即與原所有人的財產分離，而歸屬於該獨立的法律主體所有，因而不受原所有人破產風險的影響。換句話說，該資產成為該法律主體之債權人之擔保，而非該法律主體之所有人之債權人之擔保。⁹ 如果原所有人負債，原所有人的債權人不得就該資產取償。反之，如果該法律主體負債，則法律主體之債權人可就該資產取償，無須顧慮原所有人的信用風險。如此，原所有人可以透過該法律主體來融資，債權人毋庸擔心原所有人的破產風險，只需衡量資產之品質，決定是否融資。

資產分割有兩項要素，第一，移轉一定的資產至一法律主體，並和該法律主體所有人的個人資產分離。基本上，必須先設立一法人，該法人能以自己的名義，獨立擁有資產。第二，資產分割得以使法律主體之債權人，就該資產有優先受償之權利。所謂優先受償有兩種形式。第一，該法律主體之債權人就該資產，有優先於該主體之所有人之債權人受償之權利，稱之為積極的資產分割（affirmative asset partitioning）。第二種形式正好相反。該主體之所有人之債權人就所有人個人所有之財產，有優先於主體之債權人受償之權利，稱之為消極的資產分割（defensive asset partitioning）。¹⁰

⁵ See Baxter Dunaway, *The Law of Distressed Real Estate: Foreclosure, Workouts, Procedures* §33.05, 2002.

⁶ See The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *Structured Financing Techniques*, 50 *Business Lawyer* 527, 529(1995).

⁷ See Standard & Poor's, *Legal and Structural Finance Issues in Commercial Mortgage Securities*, 111 (1998).

⁸ See The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *New Development in Structured Finance*, 56 *Business Lawyer* 95, 101(2000).

⁹ See Thomas W. Joo, *Contract, Property, and the Role of Metaphor in Corporations Law*, 35 *U.C. Davis L. Rev.*, 779, 811 (2001).

¹⁰ 消極的資產分割效力，亦即公司法上，有

架構式融資乃是利用此種積極的資產分割效力，使受讓資產的中介機構（intermediary）的債權人，包括持有該中介機構所發行證券的投資人，就該資產有優先於資產原所有人之債權人，或該中介機構之所有人的債權人受償之權利。如此，中介機構的債權人，包括持有該中介機構所發行證券的投資人，無須擔心資產原所有人之債權人，或該中介機構之所有人的債權人與之就該資產競逐取償，因而達到隔絕原所有人破產之風險。

積極的資產分割按其效力之強弱，可以分為強型的積極的資產分割（strong type of affirmative asset partitioning）、弱型的積極的資產分割（weak type of affirmative asset partitioning）、以及超強型積極的資產分割（super-strong type of affirmative asset partitioning）。¹¹ 強型的積極的資產分割是利用有限責任公司做為中介機構，將資產移轉給該有限責任公司，成為公司之財產，由該公司作為融資之主體。如此一來，公司之債權人無須擔心公司股東或原所有人之債權人，與其就公司之資產競相取償。同時，即使公司股東無法清償債務，股東個人之債權人也不得要求解散公司取償。換言之，公司債權人就公司財產有「優先及不被解散之保護」（priority with liquidation protection）。弱型的積極的資

限公司或股份有限公司之股東，僅就其出資對公司之債務負有限責任。換言之，公司之債權人不得就股東個人之財產取償。

¹¹ See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L. J. 387, 393-94 (2000).

產分割是指受讓資產之中介機構為合夥，由於合夥之財產雖然不受合夥人之債權人追及，¹² 但卻缺乏不受解散之保護（priority without liquidation protection）。¹³ 至於超強型積極的資產分割是將資產移轉成立信託，由於信託賦與信託財產之債權人優先且排除他人之權利，即使受益人之債權人亦不能就受益權主張。¹⁴ 對於信託財產之債權人最有保障。

三、特殊目的機構

如前所述，特殊目的機構在提供一隔離破產風險，募集資金之導管。因此，特殊目的機構之組織型態應無嚴格限制之必要。實務上，在美國之法例，其組織有股份有限公司、有限公司、合夥、有限合夥或信託；不一而足。日本則是除了信託外，特殊目的機構限於通產省和大藏省核准之特殊公司或合夥。¹⁵ 2000年11月修正，2002年1月開始施行之改正特殊目的公司法，更創設特殊

¹² 最高法院31年上字3083號判例：「合夥財產為合夥人全體之公財共有，自不得以合夥財產之一部，為合夥人中一部份人債務之執行標的物。」86年台抗字622判例亦稱：「足見合夥人之債權人不得直接對合夥財產請求強制執行。」

¹³ 民法第六百八十五條：「合夥人之債權人，就該合夥人之股份。得聲請假扣押。前項扣押實施後兩個月內，如該合夥人未對於債權人清償或提供相當之擔保者，自扣押時起，對該合夥人發生退夥之效力。」

¹⁴ 信託法第十二條：「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。」

¹⁵ See Hideki Kanda, Securitization in Japan, 8 Duke J. Comp. & Int'l L. 371-72 (1998).

目的信託。¹⁶ 我國之金融資產證券化條例採用特殊目的公司和特殊目的信託兩種特殊目的機構，但不動產證券化條例則僅限於信託。

四、信託法制之功能

不可諱言，信託法制提供最佳之資產分割之法律設計。¹⁷ 利用信託法制，投資人之擔保存在獨立之信託資產，¹⁸ 而非特定當事人之信用，亦即隔離特定當事人破產之風險。¹⁹ 所謂信託是指委託人將財產移轉與受託人，由受託人為受益人之利益，管理或處分信託財產，以達一定經濟上或社會上之目的。²⁰ 如

無信託法制，由於受託人為信託財產法律上之所有人，其處分信託財產，幾乎無法律上之約束。²¹ 受託人即使為超過委託人所授與權利範圍（逾越經濟目的範圍）之行為，受益人亦不得主張其行為無效或撤銷。²² 受託人之債權人就信託財產為強制執行，委託人或受益人亦不得提起第三人異議之訴。²³ 信託法制創設獨立之信託財產，²⁴ 使信託財產與委託人、受託人甚或受益人之財產分離。²⁵ 委託人之債權人不能追及信託財

¹⁶ 參見卞小幸著，不動產流動化入門，東洋新報社，第163頁，2001年10月。

¹⁷ See John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as An Instrument of Commerce*, 107 *Yale L. J.* 172 (1997). 從經濟觀點來看，信託之資產分割功能，大幅降低債權人之資訊及監控成本 (costs of information and monitoring)，從而減低債務人之融資成本。See generally, Claire A. Hill, *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, 74 *Wash. U. L. Q.* 1090-94 (1996).

¹⁸ See Henry Hansmann & Ugo Mattei, *The Function of Trust Law, A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 *N.Y. U. L. Rev.* 468 (1998).

¹⁹ See Lynn M. LoPucki, *The Death of Liability*, 106 *Yale L. J.* 23 (1996). Also, see Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 135 (1994).

²⁰ 最高法院 84 年台上字第 2784 號民事判決：「信託乃委託人為自己或第三人之利益，將信託財產移轉於受託人，由受託人管理或處分，以達成一定經濟上或社會上之目的之行為。於信託關係消滅後，受託人始負有返還信託財產與信託人之義務。」可資參照。

²¹ See Henry Hansmann & Ugo Mattei, *Trust Law in the United States: A Basic Study of its Special Contribution*, 46 *Am.J.Comp.L.*, 134 (1998).

²² 參見最高法院 84 年度台上字第 1095 號民事判決：「按所謂信託行為係指信託人將財產所有權移轉與受託人，使其成為權利人，以達到當事人間一定目的之法律行為而言。受託人在法律上為所有人，其就受託財產所為之一切處分行為完全有效，縱令其處分行為違反信託之內部約定，在受託人未將受託財產移還信託人之前，不能謂該財產仍為信託人所有。」

²³ 參見最高法院 70 年台上字第 1637 號民事判決：「該不動產縱然原屬上訴人所有，但於上訴人信託登記為朱孫伴所有後，即屬朱孫伴所有。在上訴人未依法終止信託關係並移轉登記為其所有前，仍不得以所有權人自居，排除被上訴人之強制執行。」

²⁴ 信託法第十條：「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。」另參見方嘉麟著，信託法之理論與實務，月旦出版社，民國八十五年二月二版，第 56 頁。

²⁵ 最高法院 86 年台上字第 3454 號判例：「按信託行為，係指信託人將財產所有權移轉與受託人使其成為權利人，以達當事人間一定目的之法律行為而言；在信託人終止信託契約前，受託人並無返還受託物之義務。必俟信託人終止信託關係始得請求受託人返還信託財產，受託人僅負有將信託財產返還予信託人之義務。」另信託法

產強制執行。同時，即使受益人負債，其債權人亦不得追及信託財產為執行。²⁶ 受益人更可出售其受益權，而不影響信託財產。²⁷ 同樣的，受託人之債權人亦不得追及信託財產為強制執行。即使是受益人之債權人，亦不得對信託財產為強制執行（信託法第十二條第一項前段）。且因信託財產並非受託人之財產，受託人死亡時，信託財產不屬於其遺產。受託人破產時，信託財產不屬破產財團。（信託法第十條、第十一條）

特殊目的機構之業務和資產讓與人之關係必須架構成無破產之風險，資產本身也必須不受原讓與人破產之影響。因此，將資產轉讓與特殊目的機構必須架構成「真實買賣」(true sale)，而非只是轉讓資產之擔保利益。否則，如讓與人日後支付不能或宣告破產時，破產管理人得主張轉讓無效或撤銷讓與行為，而將資產歸於破產財團之一部分，則特殊目的機構做為隔離委託人破產風險之功能，即無法達到。²⁸

第十七條：「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。」皆在說明信託財產之獨立性。

²⁶ 在信託法制定後，前舉最高法院之判決應不再適用，自不待言。參見王文宇著，信託法原理與商業信託法制，載公司與企業法制，元照出版社，2000年5月初版，第449頁。

²⁷ 參見王文宇著，前揭註3，第28頁。

²⁸ 在美國，轉讓是否為「真正買賣」首視當事人之意思，但法院仍需綜合全部情況而定。最重要之因素為資產之利益和危險是否併同移轉與特殊目的機構，以及受讓人是否可以要求贖回，或透過事後調整價金等，如同贖回等等措施。特殊目的機構要求原創始機構贖回之可能越高，被認定係

為避免信託行為有害委託人之債權人權利，致委託人之債權人行使撤銷權，（信託法第六條）造成信託關係不確定，不動產證券化條例第三十條第三項特別課與委託人提供債務明細之義務，並定一個月以上期限，公告債權人於期限內聲明異議。以求儘速確定法律關係。

參、不動產證券化條例

一、條例之制定

做為不動產證券化之法源及規範依據的不動產證券化條例，在今年七月立法院加開院會中通過，隨即於七月二十三日公佈施行。條例共七章計六十八條。第一章總則，除說明本條例之宗旨，在藉由證券化以提高不動產之流動性，增加投資管道等外，並規定依照本條例募集之受益證券為有價證券。第二章不動產投資信託，第三章不動產資產信託，做為證券化之兩種型態。第四章受益證券之發行交付及轉讓、受益人會議，詳細規範受託機構管理、處分信託財產，發行證券應遵守之事項，藉以為保障投資人。第五章稅捐及相關事項。第六章行政監督，第七章罰則，以刑事處罰，加強本法之規制性。第八章附則。

二、證券化之標的

(一) 不動產管理及處分之收益

行政院送請立法院審查之不動產證券化條例草案原規定，受託機

貸款，而非出售之可能越高。See generally, Thomas, E. Plank, The True Sale of Loans and the Role of Recourse, 14 Geo. Mason U. L. Rev. 287 (1991).

構所募集之資金，得投資於開發、管理及處分信託財產。但立法院審查時，將之修正為僅限於管理及處分行為，而不及開發。其立義不外乎認為證券化基礎資產之收益應具相當之確定性。不動產之開發，成功與否，不確定性甚高，影響投資人收益甚鉅，故不採之。

同時，草案原規定，不動產投資信託基金投資運用及不動產資產信託所移轉之財產權，限於(一)不動產；(二)不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利；(三)不動產相關有價證券：包括促進民間參與公共建設法所稱民間機構、都市更新事業機構、經中央目的事業主管機關核准參與公共建設或其他有益國內整體經濟發展之不動產開發計畫之公司發行或交付之有價證券，以及其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券；(四)第十八條規定之運用範圍。(五)其他經主管機關核准投資或運用之標的。但立法院審查時，將「包括促進民間參與公共建設法所稱民間機構、都市更新事業機構、經中央目的事業主管機關核准參與公共建設或其他有益國內整體經濟發展之不動產開發計畫之公司發行或交付之有價證券」一併刪除，意均在排除開發行為。證券化投資之標的是否應排除不

動產開發，固然涉及立法政策。但證券化條例制定之目的，除在提供融資之管道外，應考量防止詐欺投資人。開發行為難以控制，其收益難以評估，與防止詐欺之本旨可能有所衝突。

(二) 已有穩定收入之不動產

證券化之得以成功，主要在於資產之現金流量得以確定。因此，無確定現金流量之資產自不得做為證券化之標的。本條例第十七條修正原草案之規定，其投資及不動產資產信託之財產限於為：

(一) 已有穩定收入之不動產；
(二) 已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利；
(三) 其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券；(四) 第十八條規定之運用範圍；(五) 其他經主管機關核准投資或運用之標的。而不動產資產信託之財產更僅限於：
(一) 已有穩定收入之不動產；
(二) 已有穩定收入之不動產相關權利。這項變更對不動產投資信託之投資標的有重大之限制。換句話說，並非所有之不動產或不動產相關權利都可做為投資標的，而是限於已經有穩定收入的不動產或不動產相關權利。至於何謂已有穩定收入之不動產或不動產相關權利，尚待主管機關就個案審酌，其標準無非以有確定之現金流量者為限。依條例第四

條第一項第一款，不動產指土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物。因此，如果不動產業已出租，並訂有一定期限之契約，其租金固屬穩定收入。但如收費之道路、橋樑或停車場等，其過路費、過橋費或停車費並不當然發生，是否可以認為屬於穩定收入，則不無疑問。

(三) 不動產應無負擔

不動產資產信託之信託財產為委託人依資產信託契約，信託移轉之不動產或不動產相關權利，依信託法第十二條之規定，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，不在此限。因此，不動產或不動產相關權利，在信託前已經設定抵押權者，為了避免資產信託與受託機構後，因抵押權人聲請法院強制執行，損害投資人利益，依資產信託契約移轉之財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷，並檢具相關證明文件與受託機構。²⁹ 因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託存續期間不實行抵押權之同意書。³⁰（條例第三十

條第二項）又該項規僅見於不動產資產信託，是否適用於不動產投資信託？換句話說，不動產投資信託之投資標的，是否限於無抵押負擔之不動產，不無疑義。文義上解釋，似不受限制。但如前述，信託財產如有抵押權負擔，日後抵押權人行使抵押權，勢將影響投資人之權益，故應不許之。

另外，條例第二十四條前段規定：「不動產投資信託之信託財產，其全部或一部依信託契約之

券化後始有能才塗銷抵押權，而抵押權人則可能因該不動產提供其穩定之收益致不願該不動產予以證券化。為利不動產證券化的推動，因此本辦法第五條規定，若受託機構未能於申請或申報時取得抵押權塗銷證明或抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之法院公證同意書者，得以受託機構於受益證券完成募集或私募後，立即取得信託財產抵押權塗銷相關證明文件的承諾書取代上述文件。受託機構應於完成募集或私募後，將信託財產抵押權已塗銷的相關證明文件，併同第十七條第三款或第十八條第五款規定之書件，函報主管機關備查。

」（參見金融局十月二日新聞稿）另外，條例第三十條第二項但書，所謂因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託存續期間不實行抵押權之法院公證同意書；是否只要抵押權人出具同意書，即不在禁止移轉之列，不無疑義。如立法原意是如此，則字應明定為：「前項之財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷或檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之法院公證同意書。」否則容易誤解為，所謂因故未能塗銷者，應是指抵押權所擔保之債權已經清償，或因其他原因已不存在，債權人應予塗銷，但因其他原因未能塗銷者，並不包括債權尚未清償，僅指抵押權人出具不實行之同意書者。

²⁹ 不動產投資信託所投資之不動產，是否應限於無抵押權或已經塗銷抵押權者，條例並無明文限制。但如果從保護投資人之觀點來看，沒有理由對不動產投資信託，做與不動產資產信託不同之解釋。

³⁰ 依財政部所發布之「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」，以「實務上，委託人可能於證

約定出租時，其租金不受土地法第九十七條第一項規定之限制；租賃期限不受民法第四百四十九條第一項二十年之限制，但最長不得超過信託契約之存續期間。」即就信託財產出租時，排除土地法及民法有關租金及租賃期間之限制。³¹ 又該條在不動產資產信託，亦有適用。(條例第三十六條)

三、特殊目的信託

(一) 信託法制之適用

資產證券化之特色，在架設一特殊目的機構，藉以隔絕資金需求者之法律風險，同時，以特殊目的機構做為融資之導管。如前所述，信託法制提供最強有力之資產分割之架構。不動產證券化條例以架構特殊目的信託之方式，由受託機構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，以發行證券所得投資於不動產、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之標的。或信託移轉不動產或不動產相關權利與受託機構，而由受託機構向不特定人募集發行，或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券。

投資人就信託財產之權益，不受信託財產以外其他當事人信用之影響。尤其是受託人之破產風險。甚且，投資人就信託財產之權利並非單純之債權請求權，³² 投資人就信託財產得對第三人主張其受益權。³³ 例如，受託人之債權人以對受託人之債權就信託財產強制執行時，委託人或受益人得提起異議之訴。(信託法第十二條) 由於不動產價值高昂，大規模資產管理，顯然不是一般不具專業知識之投資大眾所能勝任。尤其是有多數投資人時，要達成共識，更非易事。透過信託法制，由具有專業能力之受託人管理處分信託財產，又不虞受託人本身信用風險，方能達到結合資本市場與不動產市場之目標。

³¹ 行政院草案就該條立法理由說明，係以不動產投資信託之營運收入關乎投資大眾之權益，又租賃期間過短對於推動住宅租賃亦有不利。有關信託財產之租金及租賃期限，宜交由市場機制決定，使受託機構得以追求受益人之最大利益。然而，土地法九十七條第一項之規定，城市房屋之租金以不超過土地及其建築物申報總價年息百分之十為限，係實施平均地權之社會立法。民法第四百四十九條第一項，租賃契約之期限，不得逾二十年之規定，是避免租期過長形同壟斷，有害社會資源之使用。該二條之規定是否妥當與證券化全然無關。證券化條例所應關心者，應是確保投資人就投資標的資訊之對稱性 (information symmetry)，而不是使不動產證券化之投資人享有較其他投資工具更高收益之保障。

³² 參見謝哲勝著，不動產證券化之研究，載臺大法學論叢第二十七卷第一期，第9頁。另王文字著，前揭註26，第472頁，註222：「若由大陸法系的民法體系來看，信託法律關係的受益權可能僅屬於債權，因此除信託法有特別規定之情形外，其權利主張應與其他民法上權利同。」

³³ See Hansmann & Mattei, supra note 18, at 135.

在另一方面，投資人出售其就信託基金之受益權時，對屬於信託財產標的物之權利義務關係，並不直接發生影響，³⁴用以維持投資之流動性。

(二) 特殊目的信託之成立

為架構特殊目的的信託，受託機構除了應簽訂信託契約外，更應擬具信託計畫。投資信託計畫為受託機構日後經營不動產投資信託業務之依據，為投資人評估是否購買受益證券之主要參考，更是主管機關核准與否之重要根據。因此，條例第八條及第三十一條詳細規定計畫書應記載之事項，除了受託機構之名稱、地址，委任管理機構時，其名稱、地址。信託基金或信託（不動產資產信託）之名稱及存續期間。基金募集或私募之總額及單位數。受益證券之發行方式及內容。受益證券募集或私募成立與不成立之條件及處理方式。信託財產或其預期收益之評價方法、估價基礎或專家意見。載明計劃購買、管理或處分不動產或其他投資標的之種類、地點、預定持有之期間、資金來源運用及控管程式、成本回收、財務預測及預估收益等等細節之投資計畫外，信託財產之負擔及處理方式、募集或私募受益證券所收取之對價之運用（不動產資產信託）等。而受託機構也應依照主管機關核准或申報生

效之計畫書來經營所投資之不動產。如果募集或私募受益證券以後，擬變更計畫內容，因對於投資人權益影響甚鉅，自然須經投資人同意及主管機關核准。³⁵投資信託契約則是受託機構與投資人間權利義務之重要規範，³⁶條例第十條及第三十三條也就信託契約書應記載之內容，詳細列舉。主要為受託機構之權利、義務和信託基金之運用方式及限制

³⁵ 條例第九條第二項但書雖然規定，變更對受益人之權益無重大影響者，經主管機關核准或向主管機關申報生效後，即得變更。但財政部金融局在草擬之不動產證券化條例施行細則草案第二條，特別訂明所謂變更對受益人之權益無重大影響者，嚴格限於（一）募集前所為之變更；（二）信託契約終止處分信託財產所得分配現金後，信託契約之縮短；（三）取得受益人全體書面同意；（四）更正原約定之明顯錯誤、澄清原約定疑義或不牴觸原有約定之補充。足證主管機關對於投資計劃變更之慎重。

³⁶ 在不動產資產信託，由資產原所有人與受託機構簽訂信託契約，固無疑問。但在不動產投資信託應由何人與受託機構簽訂信託契約，條例並無規定，僅於第十一條規定：「不動產信託契約之變更或廢止，準用金融資產證券化條例第二章第七節之規定。但信託契約另有約定，且公開說明書投資說明書終在明者，從其所定。」因此，如何適用，則有疑義。依證券投資信託事業管理規則第三十九條：「證券投資信託事業依證券投資信託基金管理辦法之規定所締結之證券投資信託契約，應於發行受益證券前，報經證期會核准。」而依證券投資信託基金管理辦法之規定，所稱證券投資信託契約，指規範證券投資事業、基金保管機構及受益人間權利義務之契約。顯然，指由證券投資事業、基金保管機構簽訂。但在不動產信託投資，並無基金保管機構之設置，如何適用，滋生問題。

³⁴ 參見王文宇著，前揭註 26，第 472 頁。

等。且為保障受益人之權益，條例第十二條更要求信託業商業同業公會應訂定信託基金之定型化契約範本。定型化契約就受益人之權益規定為最低之規範要求，個別信託契約就受益人權益的保障，不得低於定型化契約範本的規定。而受託機構在申請主管機關核准其募集，或申報生效私募受益證券時，更應檢附信託契約與定型化契約範本異同之對照表，以便主管機關審核。（條例第六條第一項第三款）

為了保障投資人，條例也規定受託機構在發行募集或私募不動產資產信託受益證券時，必須檢具書件向主管機關財政部聲請核准或申報生效。所檢具的書件除前述之信託計畫、信託契約外，應附具公開說明書（私募則為投資說明書）、信託基金經營與管理人員符合法定資格之證明文件、設有信託監察人者其名單及資格文件、受託機構董事會議事錄、信託財產管理處分方法說明書、律師或會計師複核之案件檢查表、律師之法律意見書等等。另在資產信託，受託機構應先洽請專業估價者就信託財產，依不動產估價師法之規定出具估價報告書，以確保信託財產價格之合理，於聲請核准或申報生效時，同時檢附。（條例第二十九條第一項及第三十四條）

信託財產具有獨立性，已如前述，但信託財產在法律上之所有

人為受託人，為避免信託當事人之債權人就信託財產為強制執行，同時保護交易安全，信託法乃有公示制度之設計。³⁷ 信託法第四條規定：「以應登記或註冊之財產權為信託者，非經信託登記，不得對抗第三人。以有價證券為信託者，非依目的事業主管機關規定，於有價證券上或其他表彰權利之文件上載明為信託財產，不得對抗第三人。以股票或公司債為信託者，非經通知發行公司，不得對抗該公司。」又信託業法第二十條規定：「信託業接受以應登記之財產為信託時，應依有關規定為信託登記。信託業接受以有價證券為信託者，應依目的事業主管機關規定，於有價證券上或其他表彰權利之文件上載明為信託財產。信託業接受以股票或公司債為信託者，應通知發行公司。」因此，信託財產為不動產或其他不動產他項權利者，應辦理信託登記，內政部亦配合制定「土地權利信託登記作業辦法」。

另外，由於不動產資產信託是由不動產或不動產相關權利之所有人，信託移轉其不動產或不動產相關權利與受託機構，是以信託之不動產或不動產相關權利為基礎，募集或私募受益證券，委託人就信託財產，如有虛偽或隱匿

³⁷ 參見賴源河、王志誠合著，現代信託法論，2001，增訂三版，第59頁。

等，將損害受益證券取得人或受讓人。所以條例第二十九條第三項、第四項特別規定，委託人應將信託財產相關書件及資料，提供受託機構，不得有虛偽或隱匿之情事，違反者，對於受益證券取得人或受讓人因此所受之損害，應負賠償責任。

證券化條例為排除信託財產遭受強制執行之危險，規定委託人移轉之財產有抵押權者應先塗銷，並檢具塗銷證明文件與受託機構（條例第三十條第二項前段。）。以避免委託人之債權人追及信託財產為執行。但條例又規定，因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之同意書（第三十條第二項但書）。由於坊間得以作為證券化標的之不動產多已有抵押權負擔，此項立法目的在變通解決實務上之困難，可以理解。但是否造成投資人與抵押權人利益之衝突，殊值更進一步考量。³⁸

四、受託機構

（一）受託機構之組織形式

不動產證券化旨在架設一導管或中介機構，發行有價證券，募集資金，投資於不動產。此一中介機構之組織型式，外國立法例，以美國之不動產投資信託為例，

可以是公司，可以是商業信託（business trust）；³⁹ 也可以是合夥。⁴⁰ 在日本，第一家依修正後之投資信託法成立之投資法人——日本不動產投資公司為公司組織，該公司 2002 年 2 月在東京證券交易所上市交易，為第一家公開上市之日本不動產投資信託。其主要經營者為三井不動產公司、第一相互生命保險公司和東京海上及火災保險公司，三者合計持股約百分之十四。⁴¹ 我國的不動產證券化條例第四條第二項則規定，受託機構以信託業法所定之信託業為限。條例之所以做此限制，無非認為信託業受主管機關嚴格之管理，仍以保護投資人為主要考量。⁴² 且為使受託機構不因已經設立期間過久，致有潛在負債，容易影響信託財產之管理，條例同時規定設立滿三年

³⁸ 參見游啟璋，不動產證券化法制解析，載《月旦法學月刊》，88 期，156 頁，2002 年 9 月。

³⁹ See Michael G. Frankel & Thayne T. Needles, Real Estate Investment Trust: A Guide to Their History, Formation and Taxation, Tax Law and Estate Planning Course Handbook Series, 1219, (2000).

⁴⁰ 自 1993 年起，將近四分之三新設之 REIT 係採用所謂的傘狀合夥不動產投資信託（Umbrella Partnership REIT），惟其組成頗為複雜。See Frankel & Needles, *ibid.*, at 1220.

⁴¹ See Bonnie Sinnock, S&P Gives First Credit Rating to Japanese REIT, 2/25/02 Nat'l Mortgage News 12.

⁴² 美國耶魯大學法學院 Henry Hansmann 教授認為大陸法系國家由於缺乏信託之概念，為避免受託人個人之信託風險及受託財產，因此傾向於使傳統上破產風險較低之銀行為受託人。See Hansmann & Mattei, *supra* note 18, at 458.

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。⁴³ 理論上，受託機構僅在做為導管使用，嚴格限制僅信託業者得為受託機構，有無必要，不無可疑。在實務上，不動產業者可能認為自行設立受託機構，有其必要。⁴⁴ 從美國不動產投資信託之經驗來看，市場對個別不動產投資信託之接受程度，往往取決於設立該不動產投資信託之不動產業者之參與程度，和其以往在不動產市場之經營績效。通常在一不動產投資信託，其內部人擁有百分之十至百分之三十五之權益，大眾投資人視此為經營階層本身之利益和他們之利益一致。另外，無以往之經營績效，光靠募集資金新設立不動產投資信託，準備投資於不動產者，市場之接受程度相當低。⁴⁵

⁴³ 財政部金融局就本條例該項，定有受託機構信冊評等等級規定。又本項規定受託機構之資格，意義不明。易被解讀成受託機構應是設立滿三年以上之信託業，且應經主管機關認可之信冊評等機構評等達一定等級以上者。如訂明為：「前項所稱受託機構以信託業法所定之信託業為限；其設立滿三年以上者，應經主管機關認可之信冊評等機構評等達一定等級以上。」可杜爭議。

⁴⁴ 當然，採冊信託與受託機構是否為信託業，係屬兩事。有關受託機構是否應以信託業為限，亦不無爭議。參見王立宇，論不動產證券化的組織架構，實冊月刊，2002年4月，48頁。

⁴⁵ See Michael G. Frankel & Thayne T. Needles, Real Estate Investment Trust: A Guide to Their History, Formation and Taxation, Tax Law and Estate Planning

條例草案在立法院審查時，為回應不動產業者之要求，增訂第四條第三項，使既存之信託業者以外之業者，得設立專責辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，使不動業者可投資設立專營不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業。條例並授權主管機關訂定設立該業之要件，主管機關財政部乃據以修正信託業設立標準，增訂僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託公司，其設立之最低實收資本額，專業發起人及股東資格條件，得經營之業務範圍及業務量限制等。

(二) 受託機構之管理

為降低信託財產本身之風險，架設特殊目的機構，尤其是單一目的之特殊目的機構，可以嚴格限制其營業方式、營業項目及舉債來減低投資人之風險。⁴⁶ 本條例雖然不要求做為特殊目的機構之受託機構必須新設，但仍有繁密之限制。

例如，受託機構本為依本條例規定，受託機構管理、處分信託財產，可能有借入款項的必要，但又不能漫無限制，致信託財產承擔過高的風險。條例第十九條乃規定，受託機構得依信託契約之約定，以信託財產借入款項，甚或以信託財產為債權人設定擔

Course Handbook Series, p.1218, (2000).

⁴⁶ See Dunaway, supra note 5, at §33.07(6).

保，但應以不動產之營運、或以配發利益、孳息或其他收益所必須者為限。並應於借款契約生效日起二日內，辦理公告。主管機關亦得訂定受託機構借款之比率上限。受託機構運用信託財產為不動產之交易前，或取得委託人移轉之不動產前，應先取得估價報告書，各項投資應依投資分析報告作成投資決定等等。此外，條例尚對受託機構就信託財產之運用設有詳密之限制。例如，為防止受託機構不當處分信託財產，限制受託機構不得為保證、放款或提供擔保，不得從事證券信用交易；不得對於受託機構所設立之各不動產投資信託基金及不動產資產信託間為交易行為等等。(條例二十二條第二項、第三項，二十三條、二十五條及第三十六條)凡此都在限制受託機構管理處分信託財產的行為，保護投資人利益。但受託機構如係私募受益證券者，因受益證券持有人非一般的投資大眾，不須為太多之限制，甚且受益證券之發行可能為私募之證券持有人量身定做者，故得排除前述之限制，讓私募的交易更有彈性。(條例第四十六條)

受託機構如與委託人有利害關係，則執行業務恐有徇私，圖利委託人，而害及投資人權利。故原則禁止不動產資產信託之委託人，委託與其有利害關係之人為受託機構。但如委託人有數人，

有利害關係之委託人就信託財產所占持分即持有擔保物權持分之比率未達百分之二十者，應無影響投資人權益之虞，故得不受限制。(條例第三十五條)所謂利害關係人，應依信託業法第七條規定決之。

五、證券化之型態

(一)不動產投資信託

目前世界各國採用不動產證券化法制，最成功之型態係所謂之不動產投資信託，不動產投資信託係以共同基金(mutual fund)之方式，募集資金投資於不動產及相關權利，並分配利益與投資人。在立法例上，以美國不動產投資信託(Real estate investment trust, REIT)最為代表。美國不動產投資信託經立法創設於一九六零年代，現代之不動產投資信託則始於一九九一年 Kimco Realty Corporation 之設立。美國不動產投資信託可分為權益型(equity)、抵押型(mortgage)和混合型(hybrid)三種。權益型係將所募得資金直接投資於不動產，並將之出租與第三人。截至一九九六年，此類型之投資信託占全部市場之百分之九十。抵押型則係將資金投資於抵押貸款，或將資金貸放與不動產業者。混合型乃兼具二者之特徵。⁴⁷

⁴⁷ See Frankel & Needles, *supra* note 39, at p.2.

在美國，係以租稅誘引之方式來規範不動產投資信託之營業。為符合得以使用對股東之分配減除其應稅所得之免稅措施，美國內地稅法規定，不動產投資信託百分之七十五以上之資產必須為不動產、現金或現金項目或政府證券；百分之七十五以上所得必須來自不動產；百分之九十五以上所得必須為不動產之股利、利息或租金、出售或處分股票或證券之增益，不動產退稅，拍賣不動產之所得或增益，抵押貸款或購買或出租不動產之所得，出售或其他處分不動產資產之所得或增益；而百分之三十以上所得需來自持有超過四年以上之資產。⁴⁸ 日本於 2000 年 5 月修正、11 月施行其改正後投資信託法，允許所謂之投資法人投資於不動產，其組織型態有契約型、信託型與公司型。⁴⁹ 投資法人之主要資產必須是可產出穩定現金流量之資產，其業務也必須限於與其擁有之資產有關者，並限制舉債，投資法人之公司章程和投資政策均必須揭露。⁵⁰

我國之不動產證券化條例第四條第一項第三款規定，不動產信託

指向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資受益證券，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。由募集或私募不動產投資受益證券所取得之價款、所生之利益、孳息與其他收益，及以之購入之各項資產或權利，組成不動產投資信託基金，並成立為信託財產。(條例第四條第一項第七款)

(二) 不動產資產信託

不動產信託是由不動產所有人將不動產信託與受託人，由受託人依信託契約，管理收益及處分該土地，並將收益分配與受益人。日本之不動產信託有租賃型和處分型。租賃型之不動產信託，是由土地所有權人將土地移轉信託銀行，⁵¹ 由信託銀行與原土地所有權人共同擬定計劃，受託人再向金融機構借入建築資金，並委託建築公司興建建物，將建物出租，取得之租金經支付費用、稅捐及管理報酬後，分配利益與受益人。不動產信託創設初始，受

⁴⁸ See Internal Revenue Code §856 (c) (5) (A); §856 (c) (3); §856 (c) (2) and §856 (c) (4).

⁴⁹ 參見勝川幸策著，不動產證券化——不動產，第 198-99 頁，日本新聞社，2001 年 3 刷。

⁵⁰ See Bonnie Sinnock, S&P Gives First Credit Rating to Japanese REIT, 2/25/02 Nat'l Mortgage News 12.

⁵¹ 此類信託銀行，基本上為銀行或其他金融機構所投資設立之子銀行，但這些新設之子銀行不得經營最有利潤之信託銀行業務，包括貸款信託和退休基金信託，其主要業務為土地信託和遺產信託。See David A. Sneider, Recent Development in Japan's Securities Markets, 789 Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, International Securities Markets, 367, 1993.

益人為委託人，由受託人取得信託受益權。惟信託期間，委託人可將信託受益權轉讓第三人，此時受讓人成為受益人。信託期間終了時，受託人應將信託財產返還受益人。⁵² 處分型之不動產信託，是由不動產所有權人將不動產所有權移轉信託銀行，由信託銀行出售，或與開發業者分配土地及建物，或為共同開發，再分配利益與受益人。⁵³

我國之不動產證券化條例定有不動產資產信託。由委託人移轉不動產或不動產相關權利與受託機構，成立信託財產，由受託機構募集發行或私募受益證券，以該證券表彰對該信託資產之權利。信託財產限於委託人所移轉之不動產或地上權及其他經中央目的主管機關核定之權利，惟包括該權利所生利益、孳息和收益，自不待言（條例第四條第一項第四款，第三十條第一項及第四條第一項第四款）。⁵⁴

⁵² 土地信託為日本應用最廣之商業信託。See Hideki Kanda, *Developments in Japanese Securities Regulation: An Overview*, 29 Int'l 599 (1995).

⁵³ 日本之不動產信託基本上並非證券化，惟透過受託銀行將信託受益權讓與特殊目的公司，特殊目的公司可發行有價證券募集資金，仍可達到證券化之運作方式。參見前次幸策，註 49，前揭書，第 155-57 頁。另參見張金鵬、白金安合著，*不動產證券化*，永然出版股份有限公司，81 年 5 月，178-185 頁。

⁵⁴ 另參見最高法院 79 年台上字第 1442 號民事判決要旨：「土地二筆，係兩造共同平均出資購買，信託登記為上訴人名義，每

六、信託財產之監控與公示

(一) 信託財產之監控

委託人將財產移轉與受託人，並委託受託機構，依信託本旨為受益人之利益或為特定之目的，管理、處分信託財產。此時，由於為達信託之目的委託人往往授與受託人超過經濟目的之權利，⁵⁵ 並將信託財產置於受託人控制之下，委託人面臨受託人利用被賦與之權限及對信託財產之控制，謀求自己利益之風險。⁵⁶ 其次，受託人擁有信託財產之所有權，實際管理處分信託財產，如未盡其應有之注意義務，將導至信託財產及受益人損失。同時，委託人與受益人多半缺乏足夠之誘因和能力，用以充分監督受託人之行為，⁵⁷ 使得信託財產之風險更為擴大。

信託法規定，受託人應依信託本

人權利(應有部分)各五分之一，該土地經徵收後，獲配系爭台北縣新莊市新工段二小段三三二號土地，除所得之補償費仍為受託財產外，受託人因徵收可自政府獲配之其他期待權，及自該期待權所得之財產，亦為信託財產，從而上訴人獲配之系爭土地，自屬信託財產。」亦即斯旨。

⁵⁵ 參照最高法院 66 年台再字 42 號判例及 85 年台上字第 2690 號判例。例如，受託人管理信託財產得以自己名義為信託財產負擔費用，以及在違當時，出租、抵押或出售信託財產。See *Restatement (Second) of Trust* §§186-96。

⁵⁶ 參見 王力宇著，前揭註 26，第四一五頁。

⁵⁷ 在私人信託之情形，如受託人已經死亡，受益人未成年或無行為能力。在商業信託之情形，如委託人將其財產移轉與受託人並取的相當之對價，或受益人為不特定多數人之投資大眾。

旨，以善良管理人之注意處理信託事務（信託法第二十二條）；就其管理事務，應明確信託財產之帳載及管理，避免與其他財產混淆不清（信託法第二十四條）；其並有義務使委託人及受益人知悉財產現況和信託事務之處理情形（信託法第三十一條、第三十二條）；且為避免非常規交易，禁止受託人取得或享有信財產或信託利益（信託法第三十四條、第三十五條）。

參照信託法之精神，不動產證券化條例除規定受託機構應依主管機關核准之不動產資產信託計畫，經營不動產資產信託業務外，就信託基金之管理，亦做有若干限制。如應確保不動產信託基金之流動性（條例第二十條）；一定金額以上之交易，應由專業估價者出具估價報告書（條例第二十二條）；基金之運用應依據投資分析報告作成投資決定，交付執行，並應定期向董事會提出檢討報告，信託財產之管理或處分，應依各不同階段作成書面控管報告，並按季向董事會提出檢討報告（條例第二十三條）。受託機構依信託業法第二十一條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後，依規定方式公告之（條例第二十六條）。為避免信託財產與其他財產混淆不清，信託財產之不動產投資信託基金或不

動產資產應有獨立之會計，受託機構不得將其與自有財產或其他信託財產相互流用（條例第二十七條）。

（二）信託財產之公示

不動產證券化條例所規定之信託財產包括不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券、現金、政府債券等等，對於各項信託財產如何公示，自應有明確之規定，以避免信託財產為第三人強制執行，危及信託財產之獨立性，進而影響證券化之成功。可惜條例並未特別規定，解釋上自應依信託法第四條：「以應登記之財產為信託者，非經信託登記，不得對抗第三人。以有價證券為信託者，非依目的事業主管機關規定於證券上或其他表彰權利之文件上載明為信託財產，不得對抗第三人。以股票或公司債券為信託者，非經通知發行公司，不得對抗該公司。」之規定處理。

七、管理機構

理論上，受託機構雖然可以自行管理處分信託財產，但信託財產之不動產其經營畢竟涉及專業知識，受託機構本身未必有能力經營。更何況，在證券化之法制架構上，受託機構之功能在架設一獨立之財產，使與原來的財產所有人之破產風險有所隔離，已如前述，而非在借重其經營能力。因此，受託機構有需要委託不動產機構管理或處分信託財產。依條例第四條第一項第十款規定，不動產開發機構指建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租

質業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。

如管理機構即係委託人者，尤其在資產信託，委託人將不動產相關權利移轉與受託機構後，由於委託人對該不動產知之最稔，受託機構往往委託原委託人為管理機構。即便在投資信託之情形，受託機構投資不動產後，亦有可能委託原所有人為管理機構。由於我國實務上，最高法院向來不承認消極信託。⁵⁸因此，上述情形是否被認為係消極信託而無效，不無疑義。惟條例課與受託機構管理處分義務，並就其業務為詳盡之規定，似非一般消極信託可擬。

八、受益證券

受託機構依不動產證券化條例所發行之受益證券為證券交易法之有價證券。(條例第五條)雖然在本條例施行之前，即有信託業者就受託管理之不動產，依信託法及信託業法規定發行受益憑證。但該受益憑證並非有價證券，充其量僅為債權憑證。⁵⁹

⁵⁸例如最高法院88年台上字3041號民事判決：「消極信託，除有確實之正當原因外，通常多屬通謀而為之虛偽意思表示，極易助長脫法行詐之形成，難認其行詐之合法性，此固不因信託法未公布施行而有不同，原審謂信託法未公布即無其違背，固屬可議。惟所謂消極信託，係指委託人僅以其財產在名義上移轉於受託人，受託人自始不負管理或處分之義務，凡財產之管理、使用、或處分悉由委託人自行辦理時，是為消極信託。本件兩造之被繼承人王尊傳所信託之系爭土地，係交日上诉人等使用、居住，為原審合法認定之事實，自與消極信託不相侔，仍難以係消極信託而指為無效。」

⁵⁹有價證券和債權憑證最大之差異，在於前

受託機構募集發行受益證券之對象，可以為投資大眾，可以為特定人，後者即所謂之私募。私募限於只得對銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構；或符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，人數不得超過三十五人為之。(條例第十三條第一項、第二項)依財政部所擬，符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，指(一)對該受益證券或資產基礎證券有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時，本人淨資產超過新台幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新台幣一千五百萬元；或最近兩年度，本人年度平均所得超過新台幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新台幣二百萬元。(二)最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新台幣五千萬元之法人或基金、信託業信託財產之信託超過新台幣五千萬元，投信或投顧業受託資金超過新台幣五千萬元者。(三)投信業募集之證券投資信託基金、信託業募集之共同信託基金、公務員退撫基金、勞退基金及勞保基金。

受益證券為有價證券，故受益權之行使，應以證券為之。(條例第三十八條)受益證券為紀名式，其轉讓應以背書方式，非將受讓人記載於受益證券之背面，不得對抗第三人，非將受讓人及其住所通知受託機構，不得對抗受託機構。為加強受益證券之流通性，受益證

書具有無因性，受讓人受到較高之保護，因而有相當的流動性，後者則因屬債權讓與，受讓人應繼受讓與人之瑕疵，缺乏流動性。

券得由金融機構或其他法人以保證、承諾、更換部分資產或其他方式，增強其信用，或由信用評等機構評定其等級，並得申請於證券交易所上市或證券商營業處所買賣。

又受益證券持有人除就收益分配請求權，得個別行使外，其他共益性權利不得個別行使，以免造成分歧。條例第四十七條規定，不動產證券化所發行或所交付之受益證券，準用金融資產證券化條例第二十條及第二章第三節之規定。主要為受益人權利之行使，除受領受託機構基於信託契約所負債務之清償，或其他僅為受益人自身利益之行為外，應經受益人會議決議。但信託契約另約定，且於公開說明書或投資明書中載明者，從其規定。而受託機構為保護受益人的權益，得依信託契約之約定，選任信託監察人。信託監察人的任務主要為執行受益人會議之決議，並得以自己之名義為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。

陸、結論

不動產證券化係藉由信託法制架構特殊目的信託，分割移轉不動產權利，

使經營管理不動產之業者之風險與該不動產隔離，投資人無虞其投資須承受資產本身以外之風險，而願意投入資金，如此，不動產業者可透過資本市場募集成成本低廉之資金，專注於不動產之經營，達到結合不動產市場和資本市場之效果。我國之不動產證券化條例將不動產證券化之型態分為兩種，一為仿自美國之不動產投資信託，一則脫胎自日本之不動產信託，惟二者主要都藉由信託法制，創設獨立之信託資產於受託機構。為保護投資人之利益，條例原則限制受託機構為信託業者，並嚴格限制受託機構之活動。然而，受託機構在證券法之架構上，僅係融資之導管，真正管理處分不動產者為管理機構。但條例本身對管理機構之責任，卻鮮有著墨，僅仰賴受託機構與之訂定之委任契約。(條例第六條第一項第八款、第二十六條第一項第八款)尚非無憾。實務上應如何運作，已達到規制管理機構，確保投資人權益，仍待注意。另外，條例允許有他項權利存在之不動產信託財產，不無影響投資人(受益人)權益之疑慮。如何確保信託財產確實不受影響，實務上之運作，仍待觀察。