第四章　我國商業信託下受託人之忠實義務

於前二章中筆者已分別就民事信託與一般營業信託業務下受託人所負之忠實義務予以研討，惟以美、日及我國信託業務之發展動向，商業信託方為信託業務發展之重心。而因其累積龐大之信託資金，對國家經濟之發展及金融市場之穩定，深具影響力。以信託公會統計數據顯示我國截至九十六年第二季底，特定金錢信託投資國內外有價證券之規模已高達 35,121 億元，遠勝於我國一般營業信託之承作量，商業信託之重要性實不可言喻。本文擬從商業信託之概念談起，並就我國現今商業信託發展概況予以說明。自第二節起則分別探究金融資產證券化、不動產證券化下之不動產投資信託及不動產資產信託等商業信託下受託人所負之忠實義務。此外，有鑑於我國現行信託業者所推之信託資金集合管理運用帳戶，亦具有商業信託之本質，且為我國信託業者主推之商業信託商品，故本文擬將其放入最後一節予以探討。另就證券投資信託基金及共同信託基金兩項信託業務，雖亦屬商業信託之本質，但前者依證券投資信託及顧問法之規定，屬特種信託之型態，受託銀行之角色多為監督及保管之責，以忠實義務而言，筆者以為反而委託人（即證券投資信託公司）更應承擔對受益人之忠實義務，現行相關規範之重心亦是如此[1]，故本文限於篇幅不予討論。至於共同信託基金因目前市場上僅有兩檔，且筆者以為以目前金融環境來看其未來發展性仍屬有限，故本文亦不予以探討。

第一節　商業信託之概念及發展概況

第一項　商業信託之概念

第一款　商業信託之意義

信託可以各種方法加以分類[2]，其中信託如以受託人是否為經營信託業務為

[1] 參證券投資信託及顧問法第七條第一項及第十九條第一項第三、四、五款、證券投資信託事業管理規則第十九條、證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則第十三條。

[2] 例如：委託人以自己為受益人設立信託者，稱為自益信託，以自己以外之人為受益人者，稱為他益信託；信託之設立以公共利益為目的者，稱為公益信託，以私的利益為目的者，稱為私益信託；以受託人是否負作為義務，可分為積極信託（active trust）與消極信託（passive trust），其中積極信託再可區分為裁量信託與事務信託；以設立信託時信託財產之種類可分為金錢信託、有價證券信託、不動產信託等信託業法第十六條所規範之信託類型（信託業法施行細則第八條）；委託人保留終止信託或變更信託條款之權限者，稱為可撤銷信託（revocable trust），委託人不得

營業之信託業為標準，可區分為「營業信託」(信託法第六十條)，又稱為「商事信託」[3]及「非營業信託」[4]兩類。非營業信託主要適用信託法，而營業信託應適用信託業法，並以信託法補充其不足。又通常民事信託[5]及個別信託雖為非營業信託，但信託業仍可能依委託人之需求，為其量身訂作而成立與民事信託及個別信託內容相當之信託業務。因此，營業信託所強調者乃受託人為依信託業法成立之信託業者所經營之信託業務。而本文探討核心之一「商業信託」(business trust)則係指以信託契約方式成立之非公司之企業經營組織，以經營商業及獲取利益分配為目的，受益人出資取得受託人或委託人所發行之受益權憑證[6]，受託人就信託財產管理處分並分配利益予受益人，受益人對商業信託所生債務僅負有限責任，存續期間不因受託人、受益人死亡、破產或退出而受影響之準法律實體[7]。其法律架構商品本身具有營業性、商品性及集團性[8]。

商業信託（business trust)，又稱為麻州信託（Massachusetts trust)，為一種變形的信託，有別於傳統民事信託的模式和架構。此商業信託並不等於營業信託，而是一種特別型態之信託，適合應用於商業投資活動[9]。而依我國現行法令規定，所有商業信託類型皆須由依信託業法成立之信託業者擔任受託人角色，故商業信託必屬營業信託之一種。我國於民國五十七年制定之證券交易法，即將證券投資信託事業納入立法中，惟真正之蓬勃發展則遲至民國七十二年「證券投資信託事業管理規則」、「證券投資信託基金管理辦法」、「證券投資信託事業發行受

任意終止信託者，稱為不可撤銷信託（irrevocable trust)；信託依其成立之方式可分為契約信託、遺囑信託及宣言信託等三類（信託法第二條、第七十一條)。

[3] 國內學者間對「商事信託」與「商業信託」之用語並不一致，惟此僅為用語之不同，實質意義則差異不大。依通說見解係將「商事信託」定義為「營業信託」，而「商業信託」則用於具有營業性、商品性及集團性特徵並以信託為基礎架構之企業經營組織，商事信託本身即包含了商業信託及民事信託，而為商業信託制度之上位概念，本文乃採通說。多數說詳閱：陳春山，信託及信託業法專論，財團法人台灣金融研訓院，2000 年八月三版。謝哲勝，信託法總論，元照出版有限公司，2003 年 6 月初版，第 61-62 頁。王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 488 頁。少數說詳閱：王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 238 頁。

[4] 非營業信託學者間多稱其為「民事信託」，本文為便於區別營業信託與非營業信託之差異，故以非營業信託稱之。

[5]典型信託，係指傳統民事信託，乃源自衡平法所衍生的一種財產用益（use）制度，而商業信託則係依信託契約成立之企業經營組織，將信託原理運用在商業投資活動上，乃源自美國普通法之契約法所生之制度，有別於典型信託，故稱為特種信託，此名稱參閱謝哲勝著，從商業信託的概念論投資信託的法律架構—兼評都市更新投資信託公司設置及管理辦法第二十條的規定，月旦法學雜誌，2002 年 3 月，第 82 期，第 56 頁。

[6] 於我國商業信託下所發行之書面憑證可依不同之商品而有不同之名稱，如證券投資信託稱為受益憑證，金融資產證券化特殊目的信託架構下及不動產證券化下所發行者稱為受益證券。此外，受益權憑證亦依商品之不同，而可由委託人或受託人所發行，例如證券投資信託之受益憑證即由證券投資信託公司所發行，不動產證券化條例之受益證券則由受託機構所發行。

[7] 黃欣怡，商業信託之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，中華民國 2004 年 6 月，第 16 頁。

[8]王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 239 頁。

[9]謝哲勝著，從商業信託的概念論投資信託的法律架構—兼評都市更新投資信託公司設置及管理辦法第二十條的規定，月旦法學雜誌，2002 年 3 月，第 82 期，第 56 頁。王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 490 頁。

益憑證編製公開說明書應行記載事項」及「證券投資信託受益憑證統一規格要點」等證券投資信託法制體系之建立[10]，為我國最早商業信託制度之運用。惟當時並無信託法之立法，而證券投資信託之法制乃透過行政命令與契約來建立，其基本架構並非十分明確[11]。自民國八十五年公佈信託法後，為提高我國證券投資信託事業管理之法律位階，配合證券投資信託基金市場發展之需要，更於民國九十三年六月三十日公佈證券投資信託及顧問法。此外，自民國八十九年信託業法立法制定後，伴隨者民國九十年信託稅制之建立[12]，信託資金集合管理運用管理辦法（民國九十年九月）、共同信託基金管理辦法（民國九十年十一月）、金融資產證券化條例（民國九十一年七月）及不動產證券化條例（民國九十二年七月）等各類行政命令及法律之訂頒及立法，奠定了我國各類商業信託法制之基礎及依循規範。基本上，我國商業信託之立法模式係針對各種不同類型之商業信託，依其特殊目的需求而調整或修正現行信託法所建立之民事信託法理後分散立法。

有學者就「商業信託」一詞給予定義。例如：謝哲勝教授認為，商業信託是一個為了就信託財產享有受益權的憑證持有人的利益，以契約成立的非公司的企業組織，其財產由受託人持有並管理[13]。另亦有論者將商業信託定義為以信託契約方式成立之非公司之企業經營組織，以經營商業及獲取利益分配為目的。受益人出資取得受託人所發行之受益憑證，受託人就信託財產管理處分並分配利益予受益人，受益人對商業信託所生債務僅負有限責任，存續期間不因受託人、受益人死亡、破產或退出而受影響之法律實體[14]。惟筆者以為，只要信託商品之類型符合王志誠教授所言商業信託應具有之商品性、營利性及集團性之特點，即屬於商業信託。而商業信託下之信託商品因其市場性及所受規範之法律特色而略有不同法律架構特色，實不必給予過於明確的定義反縮限其內涵。

第二款　商業信託之特色

依王志誠教授之見解，商業信託應具有營業性、商品性及集團性之特色[15]，筆者以為除上述三項外，另包括受益人有限責任性及側重投資人保護等特性。茲分述如下：

一、營業性：

---

[10]信託法制與實務編撰委員會，信託法制與實務，財團法人台灣金融研訓院，2001 年 5 月初版，第 216 頁。

[11]王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 523 頁。

[12] 詳參九十年修正公佈之遺產及贈與稅法、所得稅法、土地稅法、加值型及非加值型營業稅法、平均地權條例、契稅條例、房屋稅條例及印花稅條例。

[13] 謝哲勝，信託法，元照出版有限公司，2007 年 3 月二版，第 236 頁。該文引述自 13 Am. Jur.2d, Business Trusts **§3.**。

[14] 黃欣怡，商業信託之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2004 年 6 月，第 16 頁。

[15] 王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月，第 239 頁。

按商業信託必屬於一種營業型態，由以經營信託為業之機構經營，受託機構透過收取報酬（信託手續費或信託管理費），以善良管理人之注意義務及忠實義務為受益人之利益執行信託事務，受託機構接受信託之行為本身即屬有償。此外，亦因信託財產之本質，使信託財產不受受託人死亡或破產而影響，得以為信託目的而持續存在。從稅法的觀點，營業性亦可解釋為信託財產具有類似獨立之法人格，在美國就商業信託之課稅即採「信託實體理論」。而信託實體理論即指以信託財產為獨立之課稅實體，所有信託財產所發生之利益，均歸信託財產本身，而對其課稅[16]。我國稅法雖因法律體制下，須以「得為權利義務主體之自然人或法人」為納稅義務人，而無從以「財產權」為課稅對象，故採信託導管理論為課稅之理論基礎。惟在實務之運作上，透過信託財產之分別管理、各自給予不同之信託專戶戶名及單獨之扣繳單位統一編號之設立，信託財產本身亦具有類似獨立法人格之特質，使其不因受益人甚至受託人之變更而受影響。

二、商品性

商業信託架構下所發行以表彰受益權之受益權憑證，不論其名稱為受益憑證（證券投資信託）、受益證券（金融資產證券化之特殊目的信託、不動產證券化或共同信託基金），甚至特定金錢信託下投資人所持有受託機構所寄送對帳單上之受益權單位數或信託資金集合管理運用帳戶下所稱基於信託受益權之比例而享有信託受益權者，其意義即在於受益人得以背書轉讓實體受益證券、請求發行公司贖回、於集中市場上買賣或請求受託機構贖回等投資商品流動性或變現性之權利。故商業信託下之所發行之金融商品必具有其商品性。而所謂之商品性亦可解釋為流動性。

三、集團性

商業信託不同於傳統非營業信託或一般營業信託所強調之信託專屬性或信託之客制化。而客制化即強調信託本質是量身訂作以滿足個別委託人或受益人之所需。相反地，商業信託所強調之集團性，其係指必以定型化或標準化之方式發行受益權憑證，投資人所享有之受益權權利應屬一致[17]。

此外，集團性意指受託機構必須匯集眾多信託資金方可成立商業信託，此點不論從證券投資信託、金融資產證券化、不動產證券化及信託資金集合管理運用帳戶等商業信託之信託商品皆可顯現。皆係透過集合大眾之資金以達商業信託之信託目的（金融資產證券化創始機構之融資需求及投資人對金融資產之投資理財、證券投資信託之有價證券投資、不動投資信託之不動產投資等等）。

[16] 信託法制編撰委員會，信託法制，財團法人台灣金融研訓院，2005 年 4 月，第 299 頁。

[17] 於金融資產證券化或不動產證券化雖可對受益證券之內容為不同類型之發行（如本金受益權、收益受益權、優先受益權等等），但每一類型之受益權之權利係相當，而無不同之表決權權利。

四、受益人有限責任

商業信託下信託商品投資人之地位如同股份有限公司股東之地位般，按股東於有限責任原則下，股東之義務，係指繳清其股份金額為限之出資義務（公司法第一五四條）[18]。同樣地，於商業信託下之投資人亦依其所認受益權持分，負出資之義務，其最大之責任亦以其所認受益權為限，當不使其負擔出資額以外之義務。亦即信託財產呈現負資產時，受託人當無請求其負責補償之權利。學者多以信託法第四十條第二項之規定導出受益人之有限責任。筆者以為實無需多此一舉，按商業信託下不論何種受益權之表彰方式其皆有其價值認定之基礎，而受益人所持有受益權之價值亦有其一定之計算方式（例如信託財產淨資產價值），受益人之責任當即以其出資額為限，無須如信託法第四十條第二項必須經過拋棄受益權而免責。若商業信託下受益人非負有限責任，商業信託之運作必產生極大之困擾，畢竟受益人人數眾多，受託人如何行使日後之追索求償，實務上根本不可行。

五、側重投資人保護

按商業信託須受到投資人之青睞而樂於參與投資，其投資人保護機制甚為重要，此亦為各類商業信託法規所強調。理論上，為保護商業信託之投資人，在法律制度之設計上，可分別從事前監控及事後監控等角度，訂定相關法制，以減低投資人之投資風險，達到保護投資人權益之目的。以事前監控制度而言，可透過防止利益衝突機制、事前資訊公開制度、主管機關之事前監督及強化受託機構之內部監控等方法，以竟其功；至於事後監控制度，則採行事後資訊公開制度、建立公平交易機制、充實紛爭解決機制及主管機關之事後監督等方式，以達其目的[19]。

以不動產證券化下不動產投資信託之資訊揭露為例，其可分為事前的資訊揭露及事後的資訊揭露。事前的資訊揭露主要是指公開說明書或投資說明書之提供，主管機關並對公開說明書或投資說明書之具體內容予以明確的規範(例如『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』及『受託機構私募不動產投資信託或資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則』)。而事後的資訊揭露則包括借入款項之公告、不動產投資信託基金一定金額以上交易之公告、信託財產評審之公告、淨資產價值之公告、受託機構變更之公告、委任契約終止之公告及重大事件之公告等等。其目的亦在保護投資人知的權利，使其對其投資為正確的判斷。

[18] 柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2004 年 3 月五版，第 172 頁。
[19] 王志誠，金融資產證券化立法原理與比較法制，五南圖書出版有限公司，2005 年 3 月二版，第 41 頁。

第三款　商業信託與民事信託（或稱非營業信託）之差異

商業信託雖運用傳統民事信託之基本原理--信託財產之獨立性及物上代位性（信託法第九條至第十四條），惟兩者之間差異頗大，茲分析如下[20]：

一、經營企業的工具

商業信託和民事信託的最大不同點是，商業信託是經營企業的工具，而傳統民事信託大多是為了保存和保護財產。

二、法律適用的角度

非營業信託原則上適用信託法及民法的規定，並不適用信託業法、金融資產證券化條例、不動產證券化條例或證券投資信託及顧問法；商業信託則依信託商品類別應優先適用金融資產證券化條例、不動產證券化條例或證券投資信託及顧問法等特別法外，並以信託業法、信託法及民法等普通法之規定補充其規範不足之處。

三、信託目的之不同

民事信託主要用於保存財產及財產傳承之目的所設立，信託財產之增值通常多為次要目的，甚至不在委託人設立信託時所考量之因素；然商業信託則以強調信託財產之增值及增加流動性為主要目的，故信託財產之增值必為受益人加入信託購買受益憑證或證券之重要考量因素。

四、信託設立方式之不同

傳統民事信託依信託法第二條之規定，可以契約或遺囑方式成立；然商事信託必以契約之方式成立[21]。

五、自益信託與他益信託

民事信託依委託人設立信託所欲照顧保護之受益人，可為自益信託（委託人身兼受益人）或他益信託（委託人與受益人為不同人）或部分自益部分他益信託（委託人與他人共同為受益人），受益人之決定完全係由委託人所指定或限定；然商事信託下因係以投資獲利或資產流動為主要目的，故法律架構上皆為自益信託[22]。

六、受益權轉讓

民事信託下受益人因係由委託人所指定，故有關受益人受益權轉讓之限制多受委託人所拘束，雖信託法本身未就受益權轉讓採絕對禁止之規範（信託法第二十條、第三十七條），然實務運作上受益人轉讓並不多見；然而在商業

---

[20] 謝哲勝，信託法總論，元照出版有限公司，2003 年 6 月初版，第 95-96 頁。黃欣怡，商業信託之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，中華民國 2004 年 6 月，第 28 頁。

[21] 信託業法第十九條、金融資產證券化條例第九條、不動產證券化條例第六條及第二十九條、證券投資信託及顧問法第五條第一項第一款及第十二條。

[22] 集合管理運用帳戶雖亦可以他益信託方式承作，惟集合管理運用帳戶制度本身與其他商事信託商品仍有明顯不同，受益權之禁止轉讓即為主要差異所在，受益人退出信託之方式僅得以贖回之方式而無法以受益證券或受益憑證轉讓之方式辦理，受託人亦不發行受益證券或受益憑證，故集合管理帳戶本身並非真正的商事信託商品。參閱信託資金集合管理運用管理辦法第六、七、八十三條之規定。

信託上，受益憑證或受益證券之發行及轉讓多為商業信託之基本要件，如果受益憑證或受益證券無法轉讓，投資人（受益人）則必然無法接受此一企業經營模式，商業信託制度必然無法發展。

七、委託人之角色地位

民事信託下委託人之重要性在於移轉信託原本財產及設立信託目的供受託人執行信託事務之主要參考依據，而受益人亦係由委託人指定，整個信託之執行可謂委託人意志之延伸；然而在商業信託上，委託人角色之重要性遠不及受益人，商業信託契約主要亦係規範受託人與受益人間之法律關係，以不動產投資信託為例，整個不動產證券化條例中並無就委託人之角色或定位有任何之規範可得明證。

八、信託設定時信託財產存在之必要性[23]

民事信託設立時必須具備信託財產之移轉或其他處分，以及受託人對信託財產之管理處分權等二項要件。換言之，民事信託在本質上，除在信託設定時應有財產權之存在外，尚應特別重視以委託人意思為基礎之信託本旨，而且受益人取得受益權多係因委託人之指定而無償取得；然而商業信託首重者，乃其管理機制之組織化，亦即透過商業性設計之架構，使受託機構負責信託資金之管理及信託事務之執行，而由受益人享有是類商業性設計之利益。換言之，商事信託在設定時，並非以信託財產之存在為必要，乃是藉由商業性設計之架構，以取得受益人所投資之資金，並由受託人依信託契約所定架構管理、運用或處分信託資金，本質上受益權之取得皆屬有償取得，具有對價關係。

九、自己管理原則

於民事信託下依信託法第二十五條之規定，受託人應自己處理信託事務。其立法理由在於信託係以當事人間的信賴關係為基礎，受信賴之人當親自處理受任事務以不負委託人所託。亦即於民事信託關係下當以受託人自己處理為原則，委任第三人處理信託事務為例外。縱委託人同意受託人得委任第三人處理信託事務，受託人亦負有選任及監督其職務執行之責（信託法第二十六條）。相反地，於商業信託下，特別是在架構融資之商業信託關係中，因受託機構委任第三人處理信託事務反比受託機構自行處理信託事務更能有利於信託事務之執行。舉例而言，於金融資產證券化下就基礎資產之本息收取而言，由創始機構（原始貸放機構）擔任服務機構更有效率。於不動產證券化下，由具不動產專業之不動產管理機構管理不動產更較對不動產管理不具專業之銀行，在不動產之管理更見效能。故在多種商業信託之架構下，委任第三人管理信託財產反而為常態[24]

---

[23] 王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 240-241 頁。

[24] 於美國法律整編第三版謹慎投資人規則甚至規定，受託人於特殊情況下甚至有授權之義務。參§171 Duty with respect to Delegation，其原文為「A trustee has a duty personally to perform the responsibilities of the trusteeship except as a prudent person might delegate those responsibilities to others. In deciding whether, to whom and in what manner to delegate fiduciary authority in the

十、監督機制

民事信託因係由非信託業者擔任受託人，故依信託法第六十條之規定係由法院所監督，且屬被動監督；然而商業信託因本質即為一企業經營組織，強調受益權大眾化，受託人因本身即須為信託業法所規範之信託業者而受信託業法規範外，各類商事信託之設立仍須依循設立所需遵循之特別法之規範（如金融資產證券化條例及不動產證券化條例），而內外部監督機制十分繁雜[25]，法規遵循成本相當高，其目的亦在保護受益人。

十一、信託監察人之設置及目的

於非營業信託下，依信託法第五十二條之規定：「受益人不特定、尚未存在或其他為保護受益人之利益認有必要時，法院得因利害關係人或檢察官之聲請，選任一人或數人為信託監察人。但信託行為定有信託監察人或其選任方法者，從其所定。」，信託監察人主要係在受益人不特定或尚未存在時，監督受託人信託事務之執行，以確保受益人之利益[26]；然而在商業信託，因受益權大眾化致使受益人數眾多，如信託事務之處理皆須透過信託受益人，將嚴重影響信託之效率，有鑑於此，在商業信託之特別法中多訂有選任信託監察人之機制、積極資格及其職權範圍（金融資產證券化條例第二十八、二十九條、不動產證券化條例四十八條、信託資金集合管理運用管理辦法第十四、十五條、共同信託基金管理辦法第三十九、四十、四十一條）。

十二、信託關係人之複雜程度

民事信託契約架構下主要係規範委託人、受託人及受益人三者間之法律關係，如設有信託監察人者亦包括在內，信託關係人間之法律關係相對而言較為單純；然而在商事信託契約下，因強調受益人之保護及資訊之透明，例如在金融資產證券化之特殊目的信託架構下因屬結構金融（structured financing）[27]，除前述委託人、受託人、受益人及信託監察人外，尚可包括信用增強機構、信用評等機構、法律意見機構（律師或會計師）、承銷機構等單位，雖商事信託架構下關係人各司其職，但其複雜度遠甚於民事信託。

十三、複信託之禁止與限制

---

administration of a trust, and thereafter in supervising agents, the trustee is under a duty to the beneficiaries to exercise fiduciary discretion and to act a prudent person would act in similar circumstances.」

[25] 商業信託之內外部監督機制計有受託機構之內部稽核單位、信託財產評審委員會、信託監察人、受益人大會（包含個別受益人之部分監督權）、信託公會及金管會之行政監督查核及信用評等機構。另外請參閱王志誠，信託監督機制之基本構造—以信託財產評審委員會與信託監察人為中心，台灣大學法學論叢，第 32 卷第 5 期，2003 年 9 月，第 233-269 頁。

[26] 惟實務上信託監察人之選任多係由委託人於簽訂信託契約時即為選任，於公益信託亦是如此。此外，實務上於一般營業信託業務，有時委託人或其法定代理人或利益關係人選任信託監察人之目的，並非在於監督受託人信託事務之執行，而係避免委託人受其監護人之干擾或委託人所為之信託指示有害其利害關係人或交易相對人之權益，透過信託監察人機制以為監督，例如保險金信託業務及公寓大廈管理基金信託業務，實務上多有設置信託監察人，但其主要功效卻非監督受託人。

[27] 儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，2004 年 8 月初版，第 5 頁。

依法務部 90.11.26 法 90 律字第 000727 號函解釋，受託人不得以信託財產再信託予第三人，因複信託與信託之基本生效要件受託人須積極管理處分信託財產有違，此即所謂複信託之禁止[28]；然而於商業信託下之證券投資信託基金，依我國現行銀行證券投資信託基金申購實務，投資人（委託人）與銀行（受託人）係簽訂特定金錢信託契約，並具體指示銀行所選購之基金，銀行並以受益人之資格與證券投資信託公司簽訂信託契約或基金銷售合約，此基金投資交易行為如從「信託」之角度以觀當屬「複信託」之行為。

第四款　商事信託與股份有限公司組織之差異

商事信託與股份有限公司雖皆為經營企業組織之一種，然而企業經營者在選擇以何種組織型態作為經營態樣，除考量法律制度設計外，最重要的考量因素在於「交易成本」[29]。比較兩者之間差異分析如下[30]：

一、獨立之法人格

股份有限公司在形式上具有獨立之法人格（公司法第一條），公司財產應以公司為所有權人；商業信託本身並不具有獨立之法人格，信託財產應以受託人為名義所有權人（信託法第一條），而具有不完全之法律主體性。

二、法制之健全度

公司法經歷長期發展，其內部組織之權限分配較為定型，且隨著歷年來多次的修法及諸多行政命令解釋之補充，以漸漸符合商業組織之需要，對企業經營者而言亦可產生法之確定性；商業信託則因商業目的之不同，其組織設計較具彈性[31]。

三、公司負責人或受託人職務行為所負之責任

公司負責人代表或代理公司組織所為之法律行為，依代表法理或代理法理（民法第一〇三條），直接對公司組織發生效力，故公司組織之債權人，原則上

---

[28] 筆者以為法務部此一函示若係針對個案所為之解釋或有其合理性（例如受託人將全部信託財產辦理再信託，或隱藏脫法行為），但若全面解釋為受託人不得將信託財產再次信託予他人，則甚為不妥。舉例而言，營業信託下受託人可能依信託契約之約定，將部分信託資金投資於特定用途信託資金投資國內外有價證券等之金融商品，此時是否屬於「複信託」實有疑義，更重要者，法律評價上有何禁止之理？實為匪夷所思。

[29] 王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 526 頁。

[30] 王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 278-280 頁。另王文宇教授認為，商業信託與公司組織具有下列二種差異。第一，信託組織之「信託財產」不具有完全法律主體性，但此差異主要在形式上，而非實質上。第二，兩者規範之完備程度不同，雖然如此，有時靈活彈性之商業信託反而更能符合當事人之需要。參閱王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 526 頁。

[31] 惟筆者以為商業信託於我國實務之發展，因考量受益權大眾化之因素，為保障投資人，皆係針對各類商業信託架構訂立特別法以為規範，且經營主體皆以許可制下之信託業者為限，而各類商業信託主管機關亦訂有諸多之行政規範，皆使得商業信託之彈性大為減弱。以不動產投資信託為例，除以不動產證券化條例為母法規範外，其他如不動產投資定型化契約範本、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、受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則、、等諸多辦法及行政命令解釋。

不得對負責人求償；商業信託之受託人如因管理處分信託財產而負擔債務，因受託人是以自己名義為法律行為，故交易相對人應得對受託人之自有財產求償。至於受託人就信託財產或處理信託事務所支出之稅捐、費用或負擔之債務，得以信託財產充之（信託法第三十九條第一項）。

四、執行機關之權限

股份有限公司依公司法第二〇二條之規定，其業務執行機關主要為董事會，並由董事會依公司法第三十五條委任專業經理人執行業務，而董事則由股東會所選任，並透過股東會參與公司重大決策之決議。換言之，公司經營者對於營業政策等重大事項之決定，均需依法定程序取得股東會之同意，受有相當之限制。股東間為爭奪經營權，時而合縱連橫，使經營權無法集中，造成經營權之不穩定，經營效率易受干擾。反觀商業信託，有論者以為，乃由受託人管理，除信託契約另有約定外，原則上受託人享有絕對性、排他性之管理處分權限，可達到經營權集中和專業經營之目的，可使經營更具效率[32]。惟筆者認為於商業信託下，若受託人僅作為證券化之導管體，受託人雖為信託財產之執行機關，但因透過架構融資參與機構分工合作之後，對信託事務之執行裁量空間已屬有限。

五、執行機關之權利

股份有限公司董事除可依公司法第一九六條取得報酬外，亦可本於股東之地位享有公司之經營利潤；商業信託之受託人原則上不享有信託利益，而是由受益人給付報酬（實務上多係依信託契約直接由信託財產收取，惟兩者實質上並無差異）。

六、資本之流動（波動）性

股分有限公司成立之資本應具備中央主管機關規定之最低資本總額[33]，資本分為股份，股份總數得分次發行（公司法第一五六條第二項），且分次發行股份者，應於公司成立章程中載明於公司設立時之發行數額，第一次發行股份應由發起人認足或募足之，且日後如欲增加資本，亦必須依一定之通知及換發新股票之程序，足徵公司資本欠缺流動性[34]。相對而言，商業信託之信託財產數額，通常並無最低數額之限制，或隨著投資人之自由加入或贖回而產生變動，信託財產淨值之增減呈現較不穩定狀態。故法規上多有要求最低流動準備金之規範，甚或規定以封閉型基金為限以避免信託財產淨值波動過大。故商業信託相對而言，信託財產淨值之波動性較股份有限公司為大。

七、受託人與董事所負忠實義務之差異

受託人與董事皆對信託財產或法人負忠實義務，此為共通之點。惟無財產所有權之董事對有財產權之法人，僅立於代理人之地位；受託人則本身即係所有權人，而非單純之代理人（代表人）之地位，從而受託人之責任與董事比較之，自較嚴格得多。此外，董事與股東個人間之關係，由於法人之壁壘而予遮斷；反之，

[32] 黃欣怡，商業信託之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2004 年 6 月，第 24-25 頁。
[33] 經濟部依公司法第一五六條第三項之授權，訂定股份有限公司最低實收資本額為新台幣壹佰萬元（經濟部民國九十年十二月五日經商字第 09002253490 號函）。
[34] 黃欣怡，商業信託之研究，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2004 年 6 月，第 25 頁。

受託人與受益人間則保有直接之法律關係，是以公司與信託之區別，饒有趣味。[35]

惟商業信託與股份有限公司必有其相似之處，茲分析如下[36]：

一、所有權與經營權分離：

公司組織可將所有與經營分離，而商業信託則將受益與經營絕對分離（信託法第三十四條）。

二、投資人之有限責任

公司組織之股東，依有限責任原則，其對公司之責任以認股金額為限（公司法第一五四條），得將投資風險與其自有財產為責任切割；商業信託之受益人亦僅負有限責任（信託法第四十條第三項）。

三、執行機關個人債務之承擔

公司負責人之債權人，除因負責人執行業務違反法令而受侵害（公司法第二三條第二項）或其他法定原因外，不得請求公司連帶賠償；於商業信託，因信託本質上信託財產具有獨立性，故受託人之債權人，原則上不得主張信託財產納入受託人破產時之破產財團（信託法第十一條）、對信託財產強制執行（信託法第十二條第一項）或對屬於信託財產之債權主張抵銷（信託法第十三條）。

四、表彰權利憑證之發行

公司組織得發行股票，以表彰股東之股東權（公司法第一六一條之一）；商業信託之受益權，亦得以受益證券或受益憑證表彰之（信託法第三七條）。

五、金融資產證券化之導管體（特殊目的機構）

依金融資產證券化條例第四條第一項第一款之規定，我國金融資產證券化之導管體（或特殊目的機構）可採行特殊目的公司及特殊目的信託之雙軌制，而特殊目的公司依該條例第五十四條第一項之規定僅限於股份有限公司型態，且股東人數以一人為限，並須由金融資機構作為發起人組織設立，而經營運作上係以調整公司法之法理並經由金融資產證券化條例之特別法方式調整作為法制規範方式[37]。

第五款　商業信託之範圍及功能

第一目　商業信託之範圍

商業信託與民事信託雖皆以信託之架構為本，惟商業信託側重者即其營業

[35] 王寶蒞，論信託關係上受託人之忠實義務，東吳法律學報，1982 年 2 月，第 169 頁。

[36] 王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 279-280 頁。王文宇教授則認為兩者相同點有四：一、所有權與經營權分離，將資金及財產交由專人管理，以發揮專業分工的經濟功能。二、投資人均得享受「有限責任」的好處。三、管理人的債權人不得就信託財產強制執行。第四、受益權均得證券化。參閱王文宇，新公司與企業法，元照出版有限公司，2003 年 1 月初版，第 526 頁。

[37] 金融資產證券化條例第五十五、五十八、六十一、七十一條、九十四條。

性、商品性及集團性等三項特點，而符合此三項特點之營業信託項下所衍生之商業信託。依其在我國發展時程其範圍包括了證券投資信託基金（證券投資信託及顧問法）、都市更新投資信託（都市更新投資信託條例）、信託資金集合管理運用帳戶（信託業法第二十八條、信託資金集合管理運用管理辦法）、共同信託資金（信託業法第二十九條、共同信託基金管理辦理）、金融資產證券化（金融資產證券化條例）、不動產證券化（不動產證券化條例）等皆屬於商業信託之範疇。

另有學者認為員工福利儲蓄信託、員工持股信託及企業年金信託等因其具有準集團信託之特點，故可屬商業信託之範圍。有疑問者，銀行同業間所推之不動產信託受益權轉讓之商品[38][39]，是否亦屬於商業信託之範疇，筆者以為因本商品之法律依據為信託法第二十條及信託業法，惟因該商品之特質仍具有受益權大眾化之特點且極具商品性，雖僅能洽特定人承購且不同於不動產證券化條例享有多項稅負優惠，但仍可歸屬於商業信託之範疇。

第二目　商業信託之功能

商業信託在我國之發展自證券投資信託基金之推廣以來即匯集社會龐大之資金，對我國金融市場之發展及健全助益甚為明顯，並自我國信託法、信託業法、金融資產證券化條例、不動產證券化條例等立法施行後，更加健全我國金融市場體制。基本上，商業信託對我國金融市場具有下列五項功能[40]：資產管理功能、吸收資金功能、資金調度功能、事業經營功能、商品多元化等功能。茲分述如下：

一、資金管理功能：

按信託最原始之功能即透過受託人機制以管理信託財產，直至今日資產管理之功能已從傳統的信託財產保存維護，演變至今日以資產增值為目的，透過專業投資機構之介入以扮演受託人角色，目的即在於對委託人所交付之信託財產透過專業的判斷，以達資產增值之目的。在商業信託下，例如證券投資信託基金，即透過專業投資機構（證券投資信託公司）就投資標的之選擇，以達信託基金穩定成長之目的。

二、吸收資金之功能：

---

[38] 銀行同業所推之不動產信託受益權轉讓業務主要係運用在不動產開發業務上，有鑒於不動產證券化條例並未核准投資尚未開發完成之不動產建案上，爲利於不動產開發業者針對市場性較佳之建案得以順利取得開發所需之資金，透過信託架構以委託人（不動產開發業者）不動產信託所取得之受益權經由有償轉讓與資金提供者的方式，協助取得融資以補銀行融資款不足之部分，以降低開發業者自有資金之需求。

[39] 依金管銀（四）字第 09500002710 號函准信託公會所訂「信託業辦理不動產信託業務之受益權規範」辦理。

[40] 王志誠，信託之基本原理，元照出版有限公司，2005 年 11 月初版，第 253 至 260 頁。

商業信託下可透過受益權大眾化之機制以募集小額投資人之資金，以作為風險分散之投資，達成資產增值之目的。商業信託架構下之證券投資信託、不動產投資信託及資產信託、共同信託基金及信託資金集合管理運用帳戶等，皆具有吸收資金之功能。

三、資金調度之功能：

商業信託下可透過破產隔離機制之設計，使資金需求者持有之金融資產與資金需求者本身之信用風險相隔離，藉以向資金剩餘者調度資金，而資金剩餘者僅須就切割出之金融資產之性質加以評斷，無須考量資金需求者本身之破產風險是否影響金融資產本身之求償。亦即透過資產分割破產隔離之機制，將有助於資金需求者調度資金，而資金剩餘者亦勇於供給資金無需考量資金需求者本身之信用風險，有利社會資源之有效分配。

四、事業經營之功能

商業信託於性質上係屬以契約為基礎之商業組織，由於信託法律關係具有靈活彈性的特色，反應於契約條款上亦是如此。而商業信託基於信託財產獨立性之特色，可彈性結合事業經營之各項要素（人及資金）於信託財產內，以達事業經營之功能。例如實務常見之合建契約，透過土地、興建資金及起造權利集合於信託財產內，透過專業受託機構之結合以達開發不動產之目的，與建設公司所具有開發不動產之功能相當。

五、商品多樣化之功能

信託受益權大眾化的過程中可透過受益權「質的分割」及「量的分割」而可規劃出不同屬性之受益權信託商品[41]，並可藉此滿足不同之投資人需求，故商業信託亦可達到信託商品多樣化之功能。

第六款　美國法下謹慎投資人規則之簡介

於國內多位學者於探討**商業信託**法制時，皆提及於美國法下，受託人於商業

[41] 理論上，受益權之分割，可分為量的分割與質的分割二種。所謂量的分割，是指不變更其權利內容，而按比例分割為小額化或標準化之持分單位。至於質的分割，是指信託契約就同一信託財產所生之受益內容，設有不同種類內容之受益權，乃至於設定各種受益權之優先順位（優先受益權與劣後受益權）或權利內容（本金受益權與收益受益權），其特點即在於將受益權分割為權利層次不同之受益權，而使受益權具有複層化之構造。詳參王志誠，金融資產證券化立法原理與比較法制，五南圖書出版有限公司，2005 年 3 月二版，第 64 頁。

信託下，基於受託人對信託財產之投資運用具有廣泛之權限，故受託人須遵守謹慎投資人規則（prudent investor rule）之要求[42]。甚至於受託人忠實義務規範中亦明確規定，在某些情況下如受託人所為之投資符合謹慎投資人規則，即不被推定為利益衝突之交易[43]。而依王文宇教授之見解於美國法下納入謹慎投資人規則最主要之特點，在於納入投資組合理論（portfolio theory）後，於此原則下，受託人於投資時是否違反應有之注意義務，係根據整體投資之獲利與損失結果以及當時總體經濟之情形加以判斷。因此，沒有任何一種投資行為本身是不被允許的。此外，關於受託人是否違反注意義務之認定，也不再以該投資行為過於「投機」（speculative）為條件。相反地，就受託人責任之認定，係依據信託之目的、條款、當時經濟情勢以及其他條件為綜合之判斷。換言之，即便信託財產帳面上並無損失，如依信託契約之內容及當時市場景氣，認為受託人未盡其注意義務選擇合理之投資策略時，受託人仍須負賠償責任[44]。

於本款中，筆者嘗試就美國法上就統一信託法典及美國法律整編第三版就謹慎投資人規則之規範予以翻譯，以期瞭解該等規範對受託人忠實義務或注意義務上所為之補充或調整。

第一目　美國統一信託法典

美國統一信託法典中就謹慎投資人規則（Uniform Prudent Investor Act）主要規範在第九章（Aritcle 9），其主要規範內容如下：

SECTION 1.PRUDENT INVESTOR RULE

（a） Except as otherwise provided in subsection（b）， a trustee who invests and manages trust assets owes a duty to the beneficiaries of the trust to comply with the prudent investor rule set forth in this 【Act】.
除於(b)項中另有規定外，受託人投資及管理信託財產，應對受益人負有遵守本章就謹慎投資人規則所訂規範之義務。

（b） The prudent investor rule, a default rule, may be expanded, restricted, eliminated, or otherwise altered by the provisions of a trust. A trustee is not liable to a beneficiary to the extent that the trustee acted in reasonable reliance on the provisions of the trust.

---

[42]王文宇，新公司與企業法，元照法律出版有限公司，2003 年 10 月，的 491 頁。王志誠，信託之基本法理，元照出版有限公司，2005 年 11 月，第 285 頁。

[43] 美國統一信託法典第八章受託人義務及權限中第 802 節忠實義務（SECTION 802 Duty of Loyalty）(f)項規定：「An investment by a trustee in securities of an investment company or investment trust to which the trustee, or its affiliate, provides services in a capacity other than as trustee is not presumed to be affected by a conflict between personal and fiduciary interests if the investment complies with the prudent investor rule of 【Article 】9.」

[44] 王文宇，新公司與企業法，元照法律出版有限公司，2003 年 10 月，的 492 頁。

謹慎投資人規則為任意性法規，可於信託條款內為擴張、限縮、刪除或調整。受託人甚至可以合理信賴信託條款執行信託事務而無須對受益人負責。

SECTION 2.STANDARD OF CARE ; PORTFOLIO STRATEGY ; RISK AND RETURN OBJECTIVES.

（a） A trustee shall invest and manage trust assets as a prudent investor would, by considering the purposes, terms, distribution requirements, and other circumstances of the trust. In satisfying this standard, the trustee shall exercise reasonable care, skill, and caution.

受託人應如同謹慎投資人般考量信託之目的、條款、分配條件及其他情況後為信託財產之投資及管理。為符合此一審慎投資人標準，受託人應以合理的注意、運用專業技能及謹慎態度處理信託事務。

（c） A trustee's investment and management decisions respecting individual assets must be evaluated not in isolation but in the context of the trust portfolio as a whole and as a part of an overall investment strategy having risk and return objectives reasonably suited to the trust.

受託人就信託財產內之個別資產之投資及管理決策應通盤考量整體投資組合而非個別單項評估，以使風險及報酬之目標歸屬於信託之內。

（c） Among circumstances that a trustee shall consider in investing and managing trust assets are such of the following as are relevant to the trust or its beneficiaries:

（1）general economic conditions;

（2）the possible effect of inflation or deflation;

（3）the expected tax consequences of investment decisions or strategies;

（4）the role that each investment or course of action plays within the overall trust portfolio, which may include financial assets, interests in closely held enterprises, tangible and intangible person property, and real property;

（5）the expected total return from income and the appreciation of capital;

（6）other resources of the beneficiaries;

（7）needs for liquidity, regularity of income, preservation or appreciation of capital; and

（8）an asset's special relationship or special value, if any, to the purposes of the trust or to one or more of the beneficiaries.

受託人於投資及管理信託財產時應考量下列與信託或受益人有關之事項：

（1） 整體經濟情況

（2） 通貨膨脹或通貨緊縮的可能效果

（3） 投資決定或投資策略預期的稅負效果

（4） 每一單項投資對整體投資組合所扮演之角色
（5） 預期的總報酬及資本增值
（6） 受益人之其他資源
（7） 流動性需求、收入之穩定性及資本之保值及增值
（8） 個別資產對信託目的或受益人所具有之特殊關係或特別價值

（d） A trustee shall make a reasonable effort to verify facts relevant to the investment and management of trust assets.
受託人應以合理的努力去證明與信託財產投資或管理有關之事項。

（e） A trustee may invest in any kind of property or type of investment consistent with the standards of this 【Act】.
受託人於符合本規則之標準下得投資任何種類的財產或採用任何投資方式。

SECION 3. DIVERSIFICATION.

A trustee shall diversify the investments of the trust unless the trustee reasonably determines that, because of special circumstances, the purposes of the trust are better served without diversifying.
受託人應分散信託財產之投資，除非受託人合理的判斷，於特殊情況下，依信託之目的不應分散投資。

SECTION 4. DUTIES AT INCEPTION OF TRUSTEESHIP.

Within a reasonable time after accepting a trusteeship or receiving trust assets, a trustee shall review the trust assets and make and implement decisions concerning the retention and disposition of assets, in order to bring the trust portfolio into compliance with the purpose, terms, distribution requirements, and other circumstances of the trust, and with the requirements of this 【Act】.
於接受信託或收受信託財產後之一段合理期間內，受託人應審視信託財產，並作成及執行與信託財產之保存或運用等有關之投資決定，以使得信託財產之投資組合符合信託之目的、條款、分配之要求及其他條件，及本章所為之規範。

SECTION 8. REVIEWING COMPLIANCE

Compliance with the prudent investor rule is determined in light of the facts and circumstances existing at the time of a trustee’s decision or action and not by hindsight.
受託人謹慎投資人規則之遵守係以受託人決策或行為時當時之事實或情況而為判斷標準，而非事後之後見之明。

第二目　美國法律整編第三版信託法（謹慎投資人規則）

美國法律整編第三版信託法就審慎投資人規則主要係規範在第七章信託事務之管理（ CHAPTER 7　THE ADMINISTRATION OF THE TRUST）第五子題信託基金之投資（TOPIC 5 INVESTMENT OF TRUST FUNDS），其主要規範內容如下：

§227. General Standard of Prudent Investment

The trustee is under a duty to the beneficiaries to invest and manage the funds of the trust as a prudent investor would, in light of the purposes, terms, distribution requirements, and other circumstances of the trust.

（a） This standard requires the exercise of reasonable care, skill, and caution, and is to be applied to investments not in isolation but in the context of the trust portfolio and as a part of an overall investment strategy, which should incorporate risk and return objectives reasonably to the trust.

（受託人須以相當之注意、專業能力與謹慎執行信託事務。而判斷受託人投資時是否符合此項標準，係依照適合於信託之風險及收益來評估整體投資計畫，並非根據個別投資行為）

（b） In making and implementing investment decisions, the trustee has a duty to diversify the investments of the trust unless, under the circumstances, it is prudent not to do so.

（在決定與執行投資決定時，受託人負有分散投資之義務，但在審慎的衡量當時情況後，不宜作成該決定者，不在此限）

（c） In addition, the trustee must:

（1）conform to fundamental fiduciary duties of loyalty （§170）and impartiality（§183）;

（2）act with prudence in deciding whether and how to delegate authority and in selection and supervision of agents（§171）;and

（3）incur only costs that are reasonable in amount and appropriate to the investment responsibilities of the trusteeship（§188）

除上述外，受託人必須：（1）符合最基本受託人義務的忠實義務及公平義務。（2）在決定是否以及如何將信託事務授權他人處理，與選擇代理人選及監督其執行受託事務時（第 171 條），應為審慎之處理。（3）處理信託事務費用之數額應合理，並與受託人所負投資責任相符。

（d）The trustee’s duties under this Section are subject to the rule of §228, dealing primarily with contrary investment provisions of a trust or statue.

本條所規定之受託人義務，乃從屬於第 228 條之規定，該條主要在處理信託或法律中投資規定相衝突之情形。

§228. Investment Provisions of Statute or Trust

In investing the funds of the trust, the trustee

（a） has a duty to the beneficiaries to conform to any applicable statutory provisions governing investment by trustees; and

（b）has the powers expressly or impliedly granted by the terms of the trust fund and, except as provided in §165 through 168, has a duty to the beneficiaries to conform to the terms of the trust directing or restricting investments by the trustee.

就信託基金之投資，受託人（1）對受益人負有義務以遵守任何就受託人投資所應適用之法律規範。（2）享有基於信託基金條款所明示或默示所給予之權限，並對受益人負有遵守信託條款對受託人投資所為之指導或限制等規範之義務。

§229. Duty with Respect to Original Investments

The trustee is under a duty to the beneficiaries, within a reasonable time after the creation of the trust, to review the contents of the trust estate and to make and implement decisions concerning the retention and disposition of original investments in order to conform to the requirements of §227 and 228.

受託人對受益人負有義務於信託成立後之一段合理期間內，去檢視信託財產之狀況，並就原始投資之保持或處理，作成投資決定及執行投資決定，以遵守第 227 及 228 條所為之規範。

第三目　評析

有論者以為[45]，若以我國法的善良管理人注意義務和美國法的「謹慎投資人原則」相比，雖然對行為要求的高低標準其實差不多，不過若就實質內涵而論，即有明顯不足。美國法的「謹慎投資人原則」之於我國目前信託法制對於受託人投資權限的規範雖然深具有參考價值，然而這不表示我國必須全盤揚棄目前所採取的規範方式。我國目前信託法規主要以善良管理人的注意義務來作規範受託人投資權限的原則性規範，雖然內容有待充實，不過這樣的規範架構其實仍具彈性的實益存在。

上述觀點筆者亦表認同，特別是從商業信託之角度出發，以受託人所享有之裁量權而言，對照我國現今各類商業信託業務型態，集合管理運用帳戶及共同信託基金下受託人皆享有對投資標的廣泛的裁量權，而金融資產證券化及不動產證券化條例下，則受託機構不是沒有任何裁量權就是只有相當限縮之裁量權。畢竟

[45] 陳惠如，「謹慎投資人原則」之研究—兼論我國受託人投資權限之規範，國立中正大學法律學研究所碩士論文，94 年 2 月，第 164 頁。

於此等信託架構下通常皆屬架構融資之一種，整個信託事務之處理經過專業化的分工，受託人原有對信託財產之管理處分權限多已委任或授權出去（如金融資產證券化下之服務機構、不動產證券化下之不動產管理機構），受託人本身多屬分工後部份信託業務之執行機關而已。是故美國法上之謹慎投資人規則是否可全然適用我國商業信託下所有類型之信託業務，實有疑義。此外，於營業信託下（包括商業信託），縱受託人對信託財產之運用具有裁量權，雖我國法固有之善良管理人注意義務係以過失責任為基礎，在舉證上受益人不易證明受託人違反善良管理人注意義務，但若主管機關能於各類業務辦法中訂明應遵守的各項程序規範或行為規範，鑒於我國營業信託係屬高度監理之行業且為銀行所兼營。筆者以為，或許即可補強我國法下善良管理人注意義務強調以過失責任為基礎之不足，亦可與我國民商法體系較為融合。當然本款中所載美國法下謹慎投資人規則之內涵，亦可供主管機關未來訂定相關辦法或行為規範時之參考。

第二項　我國商業信託發展概況

第一款　金融資產證券化

自九十一年七月金融資產證券化公佈施行，首宗資產證券化商品「台灣工業銀行企業貸款證券化受益證券」於次年 2 月 24 日順利發行成功後，金融資產證券化商品在我國證券化商品產生長足之發展。依據金管會銀行局資料所示截至民國九十六年八月底，銀行局核准量、發行量及發行餘額等統計資料如下表：

新台幣億元

年度	金融資產證券化		
	核准量	發行量	發行餘額
92	326.9	269.8	158.8
93	396.9	421.5	478.2
94	1,651.9	1,418.6	1,653.4
95	2,114.0	4,119.4	2,828.8
96.6	906.1	4,484.3	3,631.7
合計	5,395.7	10,713.7	

資料來源：金管會銀行局網站（路徑：銀行局/專業人士/金融資訊揭露/台灣證券化商品統計表）

另依據中華民國信託業商業同業公會資料顯示，信託業者承作金融資產證券化信託資產餘額等近五年累計金額入下表：

新台幣百萬元

	金融資產證券化信託資產餘額
92 年	15,632
93 年	53,994
94 年	165,312
95 年	305,029
96 年 2Q	356,923

資料來源：中華民國信託業商業同業公會編印，民國九十六年第二季信託業務統計季報。

第二款　不動產證券化

第一目　不動產資產信託受益證券上櫃交易資訊

證券簡稱	受託機構	發行日	實際發行總金額（單位：新台幣百萬元）	發行面額（單位：新台幣百萬元）	發行張數
嘉新萬國A	北商銀	93/06/10上櫃	1,630	1	1,630
嘉新萬國B	北商銀	93/06/10上櫃	500	1	500
宏泰世紀A	北商銀	93/12/28上櫃	1,765	5	353
宏泰世紀B	北商銀	93/12/28上櫃	355	5	71
新光中山A	土銀	94/01/10上櫃	873	5	174
新光中山B	土銀	94/01/10上櫃	223	0.1	2,230
新光中山C	土銀	94/01/10上櫃	124	0.1	1,240
新光敦南A	土銀	94/03/30上櫃	1,130	5	226
新光敦南B	土銀	94/06/22上櫃	400	0.1	4,000
新光敦南C	土銀	94/06/22上櫃	120	0.1	1,200
新光松江A	兆豐銀	96/02/08上櫃	530	1	530
新光松江B	兆豐銀	96/02/08上櫃	121.2	0.1	1,212
新光松江C	兆豐銀	96/06/28上櫃	184	0.1	1,840

資料來源：整理自公開資訊觀測站之資訊（http://newmops.tse.com.tw）（2007.06.01）

第二目　不動產投資信託受益證券上市（櫃）交易情形

證券名稱	基金成立日	上市日	基金型態上市（櫃）	發行總額（單位：新台幣百萬元）	受託機構	不動產管理機構	證券事務代理機構
富邦一號不動產投資信託基金	94/03/01	94/03/10	封閉型上市	5,830	台灣土地銀行	富邦建築經理	富邦綜合證券
國泰一號不動產投資信託基金	94/09/23	94/10/03	封閉型上市	13,930	台灣土地銀行	國泰建築經理	日盛證券
新光一號不動產投資信託基金	94/12/19	94/12/26	封閉型上市	11,300	兆豐國際商業銀行	新昕國際	新壽綜合證券
新光二號不動產投資信託基金	95/04/06	95/04/13	封閉型上市	7,302	台灣土地銀行	富邦建築經理	富邦綜合證券
三鼎不動產投資信託基金	95/06/20	95/06/26	封閉型上市	3,851.79	台新國際商業銀行	誠品	台証綜合證券
基泰之星不動產投資信託基金	95/08/07	95/08/14	封閉型上櫃	2,470	台灣土地銀行	宜陸開發	寶來證券股務代理部
國泰二號不動產投資信託基金	95/10/02	95/10/13	封閉型上市	7,200	兆豐國際商業銀行	國泰建築經理	日盛證券
駿馬一號不動產投資信託基金	96/05/03	96/05/15	封閉型上市	4,283.6	兆豐國際商業銀行	台嘉國際	新壽綜合證券

資料來源：整理自公開資訊觀測站之資訊（http://newmops.tse.com.tw）（2007.06.01）

第三款　信託資金集合管理運用帳戶

單位：新台幣佰萬元

年度 金額 業務別	93 年度	94 年度	95 年度	96 年度 第一季	96 年度 第二季
集合管理運用帳戶	5,472	18,796	36,892	42,308	51,307
共同信託基金	1,494	1,602	4,408	5,266	3,496

資料來源：中華民國信託業商業同業公會編印，民國九十六年第二季信託業務統計季報。

補充說明：

集合管理運用帳戶及共同信託基金皆屬於商業信託之範疇，原為營業信託下受託機構業務發展之重心。惟因同質性商品（即證券投資信託基金）高度競爭、市場性之限制及稅法上之不公平對待，其成長性相當緩慢。依信託公會民國九十六年第二季統計報表所示集合管理運用帳戶共 11 家 34 檔，而其中有 17 檔信託財產淨值未達新台幣壹拾億元，屬組合基金性質者更高達 20 檔。另只有兩家銀行（台新及復華）發行貨幣型共同信託基金，合計資產規模為新台幣 34.96 億元。

第四款　證券投資信託基金

依據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會公佈資料顯示，包括證券投資信託基金、私募基金及境外基金等三項之業務統計資料如下表：

類型	項目	金額/數量	資料日期
共同基金	淨資產總額	2,115,124 百萬元	（2007.05）
	基金數	513 支	
私募基金	淨資產總額	51,521 百萬元	（2007.05）
	基金數	153 支	
境外基金	淨資產總額	1,537,992 百萬元	（2007.04）
	基金數	749 支	

另依據中華民國信託業商業同業公會資料顯示，國人運用特定金錢信託投資國外有價證券（主要內容為境外基金及結構債）及特定金錢信託投資國內有價證券（主要內容為國內證券投資信託基金）等近五年累計金額入下表：

（單位：新台幣百萬元）

	特定金錢信託投資 國外有價證券	特定金錢信託投資 國內有價證券
92 年	1,053,332	442,479
93 年	1,310,017	495,269
94 年	1,786,130	416,945
95 年	2,486,516	471,774
96 年 1Q	2,676,165	534,263
96 年 2Q	2,918,667	593,489

資料來源：中華民國信託業商業同業公會編印，民國九十六年第二季信託業務統計季報。

第二節　金融資產證券化下受託人之忠實義務

第一項 金融資產證券化之意義

所謂資產證券化係指將「資產」予以「證券化」之過程。而「證券化」係指以特定資產之未來收益（現金流量）為基礎，經由各種風險控管與分散的手段與機制的建構，將原本流動性低之資產轉換成流動性高的證券，無須透過銀行等金融仲介機構，而得直接向一般大眾募集資金之資金募集方法[4647]。金融資產證券化為廣義資產證券化（asset securitization）的下位概念。概以特定資產做為證券化標的的資產融資交易，依其基礎資產（underlying assets）於物理上是否具有流動性，而得區分為「金融資產證券化」（financial securitization）及「不動產證券化」（real estate securitization）等二者[48]。

金融資產證券化就其意義而言，乃指金融機構（創始機構）透過特殊目的機構（specific purpose vehicle）之創設，以其所持有可產生現金流量、資產型態具有標準特性或信用品質易於評估之汽車貸款債權或其他動產擔保債權及其擔保物權、房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權、租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權等各種金融資產，移轉或設定信託與特殊目的機構，作為基礎或擔保，乃至於經由信用評等或信用增強機制之搭配，而將上開金融資產重新群組包裝成小額化或單位化之有價證券形式，向投資人銷售以調度資金之過程[49]。

金融資產證券化必須透過特殊目的機構（special purpose vehicle）為導管（conduit）方可連結創始機構與一般投資大眾。依金融資產證券化條例（以下於本節簡稱「條例」）之規定，特殊目的機構可為特殊目的信託[50]下之受託機構（special purpose trust, SPT）及特殊目的公司（special purpose company, SPC）。而特殊目的信託下之受託機構依條例第四條第二項之規定，以信託業法所稱之信託業，並經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上者為限[51]，故屬營

---

[46] 黃銘傑，證券化基本原理，收錄於王文宇主編，金融法，月旦出版有限公司，2005 年 10 月，第 273 頁。

[47] 依金融資產證券化條例第四條第一項第三款之規定，證券化係指創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行為。

[48] 臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 4 頁。

[49] 王志誠，金融資產證券化-立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 1 頁。

[50] 所謂特殊目的信託係指以信託作為執行資產證券化之功能，參金融資產證券化條例第四條第一項第四款。

[51]依財政部 92.10.30 台財融（四）字第 0924000966 號函令，指信託業之信用評等等級符合下列情形之一：1.經（二）金融資產證券化條例第四條第二項所稱「一定等級以上」，指信託業之信

業信託之性質。另其係以受益權證券化為手段，向投資人募集資金，投資人可為社會一般大眾或機構法人，故其亦屬商業信託之範疇。

金融資產證券化之運作不同於第三章一般營業信託業務側重於委託人與受託人等信託當事人間之協商，整個證券化之運作除創始機構（originator）及受託機構（trustee）外，通常亦必須仰賴信用增強機構（credit enhancement）、證券承銷商或票券承銷商（underwriter）、信用評等機構（credit rating agencies）、服務機構（servicer）或備位服務機構（back-up servicer）、律師或會計師、信託監察人、投資人及主管機關等市場參與者之通力合作，始能完成。資產證券化所依存者，即為架構融資（structured financing）。所謂架構融資是指藉由資產分割（asset partitioning），將原本資金需求者持有之金融資產，與資產持有者隔離。其目的在於將該資產和資金需求者（亦即資產持有者）之破產風險隔離（bankruptcy remoteness），並調整當事人間之債權債務關係[52]。

第二項　金融資產證券化之運作流程

金融資產證券化（特殊目的信託）之流程依時間先後可區分為[53]：一、原始授信（創造資產），二、資產組合包裝，三、資產移轉，四、信用增強，五、信用評等，六、銷售交易，七、後續服務等幾項步驟，茲敘述如下：

一、原始授信（創始資產）（Origination）

金融機構透過不動產擔保貸款、汽車貸款、企業融資貸款、信用卡循環動用等方式，對其客戶進行原始授信，將其所擁有之資金貸放給借款人，從而對該貸款人或借款人（債務人）取得各種名目之債權。此一步驟，一般又稱之為「資產創始」階段。

二、資產組合包裝（Pooling）

創始機構在安排機構的技術指導及協助下，將條件類似的金融資產（例如類似期限、利率、債務人屬性、貸款債權擔保品的比率、提前清償或逾期機率等）

用評等等級符合下列情形之一：１、經 Standard & Poor’s Corporation 評定，長期債務信用評等達 BBB-級以上，短期債務信用評等達 A-3 級以上。２、經 Moody’s Investors Service 評定，長期債務信用評等達 Baa3 級以上，短期債務信用評等達 P-3 級以上。３、經 Fitch Ratings Ltd.評定，長期債務信用評等達 BBB-級以上，短期債務信用評等達 F3 級以上。４、經中華信用評等股份有限公司評定，長期債務信用評等達 twBBB-級以上，短期債務信用評等達 twA-3 級以上。５、經英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司評定，長期債務信用評等達 BBB-(twn)級以上，短期債務信用評等達 F3(twn)級以上。６、經穆迪信用評等股份有限公司評定，長期債務信用評等達 Baa3.tw 級以上，短期債務信用評等達 TW-3 級以上。

[52] 王文宇、黃金澤、邱榮輝合着，金融資產證券化之理論與實務，元照出版有限公司，2006 年八月二版，第 2 至 4 頁。

[53] 實務流程詳細說明可參考邱天一，案例式證券金融法令Ⅰ，正源國際法律事務所編著，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005 年 9 月初版，第 292 至 304 頁。

進行標準化或規格化後，包裝成資產組合匯湊的資產池。

三、資產移轉（Assets Transfer）

創始機構藉由信託設定或買賣之方式，將經過標準化、規格化或組群化的資產群組，移轉給特殊目的信託之受託機構。本步驟主要的作用，法律上可將該筆證券化之資產與創始機構本身之經營風險予以隔絕，以免除投資人對於資產創始機構將來萬一破產，所導致其債權無法收回之疑慮；換句話說，是將金融資產由金融機構名下，轉移至受託機構名下成為信託財產，使其與創始機構之信用產生「破產隔離」之法律作用。

四、信用增強（Credit enhancing）

為了提高證券化後金融商品之信用評等等級，減輕發行證券之風險，使證券化商品對於投資人更具吸引力，往往由受託機構對該金融商品提供超額擔保或設立差價帳戶，或保留對創始機構之追索權，或由第三者之開發擔保信用狀或支付保證，或向保險公司投保，以增強證券化商品的信用[54]。

五、信用評等（Credit Rating）

透過金融資產證券化過程所發行之有價證券，一般都須經過信用評等機構予以評估其信用風險。通常經過將該資產與創始機構信用分開、增強其信用等包裝程序後，相關證券所獲得之評等，往往將高於單純由創始機構直接發行證券所獲得之評定等級。

六、銷售交易（Sale and Trading）

經由證券承銷商，將證券化後之金融商品賣給投資人。高等級之證券化商品如符合一定之標準，尚可經主管機關核定，而於證券交易所或櫃檯買賣中心掛牌上市或上櫃，由法人或部分投資人購買，而增加證券市場之交易籌碼。

七、後續服務（Servicing）

後續服務工作，通常係由創始機構充當服務機構。其過程通常係由創始機構按期向借款人收取本息，再經由受託機構將其交付予證券投資人。如此一來，一方面可使創始機構繼續維持其與原有客戶之關係，一方面創始機構尚可藉由所提供之服務，而向受託機構收取服務費。

[54] 信用增強之方式可分為內部法與外部法，詳參林哲群，金融資產證券化，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005 年 1 月初版，第 121 至 124 頁。臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 36 至 42 頁。王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 156 至 165 頁。

第三項　金融資產證券化對創始機構之功能[55]

一、提高金融資產之流動性及資產運用效率（ROA）

銀行業除工業銀行或投資銀行外多係以存放款利差（interest spread）為其主要利潤來源，惟因存放款之期間結構不平衡，產生了「以短支長」之普遍現象，嚴重影響財務結構之安全性。而金融資產證券化對創始機構而言，即可將長期之放款儘速收回，於財務結構上即可與短期之存款相平衡，有助銀行資產負債之控管，並促進放款資產之流動性，不受原始放款期限之限制，此即為金融資產證券化之主要功能。此外，金融機構透過金融資產證券化以調度資金，因係將放款資產等風險性資產表外化，縮減風險性資產之規模，亦可提高資產運用效率（return on asset， **ROA**）。

二、提高金融機構之自有資本比率（BIS）

金融機構進行架構式融資交易時，可藉此將其表內資產「表外化」（即「資產負債表外化」，off-balance sheet）。因此，當金融機構以表內的風險性資產（risk-based capital, RBC）作為證券化標的時，其風險性資產總額因而降低，故金融機構為維持資本適足率（capital adequacy ratio, CAR）的法令管制要求（銀行法第四十四條，銀行自有資本與風險性資產之比率，不得低於 8%）所提撥用以支應風險性資本的自有資本得以減少，如此其資本得以靈活運用以產生更高收益。此外，長期資產因證券化而轉換為流動性高的短期資產，如此其資產負債表的流動性也因而改善[56][57][58]。

---

[55] 金融資產證券化除對創始機構營運產生如上之功能外，對金融市場亦具有：提高資金流動效率、擴大證券市場規模、.擴展金融市場之深度及廣度等效益。另對投資人及消費者則具有：投資工具之多元化、投資人保護措施之強化、擴大金融機構之服務範圍等效益。詳參王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 16 至 19 頁。儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，2004 年 8 月初版，第 46 至 52 頁。邱天一，案例式證券金融法令Ⅰ，正源國際法律事務所編著，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005 年 9 月初版，第 278 至 280 頁。

[56] 臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 84 至 85 頁。

[57] 惟學者亦提出，銀行（創始機構）為因應 Basel II 對資本適足率計算方式之改變，多以標準法計算信用風險，此時當因信用增強而由創始機構所持有之次順位受益證券（受益證券本身即屬債券之性質），必須全額從資本中全數扣除，因此很有可能造成證券化後之資本計提高於證券化之前，這種作法反而降低銀行的資本適足率。儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台灣金融研訓院，2004 年 8 月初版，第 50 至 51 頁。

[58] 另銀行為使證券化得以順利推行以吸引投資人購買受益證券及為取得較佳之信用評等，通常必須將資產內授信品質較佳之放款資產切割出來作為證券化之基礎資產（underlying assets），而此風險資產內較佳的資產賣掉卻留下授信品質較差的授信資產，反而造成創始機構逾放比率的提高。近年來主管機關為避免問題金融機構持續擴大皆要求嚴格控制逾期放款比率，甚至透過逾期放款比率以為准駁開放新種業務或新分行設立之依據，故對金融機構而言金融資產證券化未必是一較佳的調度資金工具，其理於此。

三、降低資金調度之成本[59]

傳統上金融機構通常是以吸收存款方式及發行金融債券作為其放款資金之來源。因金融債券之發行有其限制[60]，而若欲提高存款利率以吸收新存款時，則必須就新存入及已存入的存款一律支付提高利率後的利息，嚴重影響資金成本，有礙經營績效，此即為實務上銀行存款利率調升不易之主因。然而透過金融資產證券化，銀行可以支付固定利息之方式透過選定的資產予以證券化，資金成本較易控制。

四、擴大金融機構資金調度之管道

承前所述，銀行調度資金以因應放款業務之需求可以吸收存款、發行可轉讓定期存單、發行股票（含特別股）、發行金融債券（含次順位金融債）、同業拆借等方式，而金融資產證券化亦屬可選擇之方式之一。

五、分散金融資產風險

銀行於從事放款之業務過程中因借款人之信用風險及提前清償風險，使得銀行現金流量管理極為不易，進而衍生相關之資產負債管理問題，而透過證券化將銀行與基礎資產之借款人信用風險與提前清償風險相隔離，產生破產隔離之效果，亦即證券化後借款人之信用風險及提前清償風險則轉由受益人承擔，故透過證券化亦可分散金融資產風險。

惟實務上，銀行為使金融資產得以順利銷售，於證券化架構下多採用優先/劣後架構發行受益證券，並由自己持有次順位受益證券以降低優先順位受益證券持有人之持有風險，使投資人樂於投資。此時金融資產本身的信用風險（即逾期風險及呆帳風險）仍係由銀行（創始機構）最先吸收。故筆者以為證券化對分散金融資產風險之效果實屬有限，頂多只是將風險總額降低而已。

六、提早實現獲利增加經營績效

金融資產證券化對創始機構而言，具有提早實現利差及增加手續費收入之功

[59] 筆者於撰寫本文期間適逢國內金融市場利率上揚，以證券化做為資金調度方法而言實屬不利，反而將造成創始機構之損失，故體質較佳之金融機構未必採取此種資金調度方式。究其原因，乃利率上揚時投資人對受益證券報酬率的要求必然提高，以維持一定之風險貼水（premium），例如銀行定存利率加碼 50 點作為風險貼水，但由於作為基礎資產之授信資產可能因採取固定利率或優惠利率方式計息，致使其無法反映市場利率而調升放款利率，此將無法與存款利率之間產生適度之利差，此時如果金融機構硬要發行受益證券勢必折價發行以為補貼，將對金融機構產生損失。惟此時仍有數家金融機構欲實施金融資產證券化，究其原因，乃因於銀行法第七十二條之二規定，商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額，不得超過放款所收存款總餘額及金融債券發售額之和之百分之三十。而因近年來房市大好，多家銀行皆衝刺房屋貸款業務，致使放款總額皆已達到銀行法七十二條之二規定之限額，此時如果銀行要繼續辦理新貸款除非增加新存款量或辦理增資以增加自有資本外，只剩下金融資產證券化得以解決，故金融機構必須就證券化與否予以權衡。

[60] 依銀行法第七十二之一條授權訂定之銀行發行金融債券辦法（95.01.24）之規定，銀行申請發行金融債券金額加計前已發行流通在外之餘額，不得超過其發行前一年度決算後淨值之二倍。

效。就提早實現利差而言，以信用卡循環利率為例多介於 18%至 20%之間，扣除信用卡預期呆帳 8%及營業成本（含資金成本）4%後，尚有約 6%至 8%之利差，如不證券化則此利差將轉為分年之利息收入，如將其證券化透過貼現之概念，利差於證券化後即可立即實現，不需等到利息收入實際入帳時方可認列[61][62]。

此外，於金融資產證券化下因受託機構通常僅為資產證券化之導管體，通常皆委任創始機構（原始債權人）擔任服務機構（servicer）以收取基礎資產之本息及協助催收作業，並將所收款項轉交予受託機構以交付予受益證券投資人（金融資產證券化條例第三十五條第二項），故創始機構因擔任服務機構亦得向受託機構收取服務費，增加手續費收入及維持與客戶間之關係。

第四項　金融資產證券化下受託機構之任務

依金融資產證券化條例第四條第一項第四款就「特殊目的信託」所為之定義，係指依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係，亦即受託機構於金融資產證券化條例下最重要之功能為將創始機構所信託之基礎資產予以證券化。而特殊目的信託實可謂係利用信託財產所具有獨立性與主體性的概念特徵，以發揮其資產分割（asset partitioning）的作用，並進而藉此等作用的發揮，使特殊目的信託成為發行受益證券的適格導管體[63]。

受託機構於此架構下其任務主要包括下列十一項，茲分述如下：

一、創始機構及交易規劃者（即安排機構，deal arranger）共同研議資產證券化之架構，例如商品規劃、確定證券化參與者、基本條件（term sheet）討論、作業時程規劃、擬定相關契約文件（transaction documents）、專家意見書之提供等等，受託機構亦參與討論並簽署相關文件。

二、受託機構依金融資產證券化條例第九條第一項所載之文件向主管機關申請核准或申報生效以發行受益證券。

三、主管機關核准申請或申報生效及創始機構依條例第五條及第六條所載方式公告後，受託機構應與創始機構辦理信託財產之移轉、各類信託專戶之開立及相關信託登記事宜。

四、受託機構招募受益證券，並透過承銷商取得發行之價金後轉交予創始機構。（受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則第四條、第十條、第十一條及第十五條）

五、受託機構透過服務機構定期自基礎資產債務人處收取本息，並轉交予受益證

[61] 實務上市場利率水準是浮動的，且呆帳率亦非固定，若呆帳率過高對創始機構而言仍是損失。

[62] 適合金融資產證券化之金融資產所應具備之條件詳參何思湘，金融資產證券化概說與法制初探（上），證券管理，2002 年 8 月，第 7 頁。

[63]臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 116 頁。

券持有人。(條例第三十五條第一項及第二項)

六、受託機構每營業年度終了編制資產負債表、損益表及信託財產管理及運用報告書。(條例第三十六條第一項)

七、受託機構於營業處所備置信託契約書之副本或謄本及受益人名冊供受益人閱覽抄錄或影印前項文書。(條例第三十四條)

八、受託機構於必要時(條例第二十八條第一項第二款)召開受益人大會(條例第二十四條)。

九、受託機構就信託財產之閒置資金加以運用,其運用方式受到法律限制(條例第十四條第三項),且原則上受託機構不得以信託財產借入款項(同條第一、二項)。

十、配合主管機關或其指定之專門職業及技術人員辦理查核。(條例第一零五條第三項及財政部委託專門職業及技術人員查核金融資產證券化關係人辦法第十三條第一項第二款)

十一、受託機構應於資產信託證券化計畫執行完成之日起三十日內,檢具該計畫之結算書及報告書,向主管機關申報。(條例第十二條)

第五項　金融資產證券化下受託機構之角色定位

「資產證券化是一種結構性技術融資,其最大的特點是通過一系列的法律文件保證交易結構之成功」[64]一語道盡了資產證券化運作之核心。亦即透過多項契約文件之連結完成證券化之架構,其中受託人之法律定位可將其視為證券化結構中的樞紐貫穿了主管機關、創始機構、安排機構、服務機構、信用評等機構、信用增強機構、法律及稅務專家等所有證券化參與單位。然而,此並非指受託人機構享有極大之權能,相反地,受託機構於證券化過程中所具有之角色無寧是一個不具裁量權依契約文件執行信託事務之人。當然,受託機構如同一般信託架構下受託人仍負有善良管理人注意義務、忠實義務、自己管理義務、分別管理義務及備置書類義務,只是受託機構作為資產證券化之導管體,透過多項契約文件之連結,上開義務必需做適度之調整以平衡受託機構於資產證券化下應負之義務[65]。

---

[64] 劉萬基,金融資產證券化條例受託機構地位之分析,台灣財務金融季刊第四輯第四期,2003年12月,第44頁。該文轉載自于鳳坤(2001),資產證券化:理論與實務,北京大學出版社,第131頁。

[65] 舉例而言,為明確受託機構於公開說明書或投資說明書之責任,金管會於93.08.16以金管銀(四)字第0938011445號令發函解釋,其重點如下:「一、依金融資產證券化條例第十七條第一項或第三項規定提供之公開說明書或投資說明書應記載之主要內容如有虛偽或隱匿之情事,依同條例第109條第三款負刑事責任之行為負責人,僅限於實際提供虛偽資訊或隱匿資訊之人。於資訊由創始機構或其他機構所提供,而非受託機構提供之情形,除受託機構之負責人知情並參與提供虛偽資訊或隱匿資訊外,受託機構之負責人不成立同條例第109條第3款規定之行為負責人。二、受託機構依金融資產證券化條例第17條第3項規定提供之投資說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者,對於善意之相對人,因而所受之損害,得依特殊目的信託契約之約定,僅

基本上，我國金融資產證券化條例下之特殊目的信託制度，係引用商業信託之法理，是為破產隔離及發行證券所設立之機制。受託機構對交易架構未必有掌控能力，往往是由投資銀行或安排機構等提供顧問服務，對信託財產也未必負責實際管理處分，而是委任服務機構為之。相應而來的是，處理受託事務時，有業務及財務限制，以免不當波及投資人權益。條例第九條第三項規定，受託機構應依資產證券化計畫，經營特殊目的信託業務，此即業務限制。條例第十四條借入款項及閒置資金運用限制，則為財務限制。由於信託之業務及財務均受限制，受託機構沒有裁量權限，功能縮限在相當小之範圍內[66]。

筆者為說明受託機構於金融資產證券化之實務運作過程如何於信託契約內縮限受託人責任，茲節錄實務運作中部份信託契約條款就有關受託機構權限及責任之規範如下（劃線部分為受託機構責任縮限之部分），僅供參酌[67]：

第十條　受託機構

10.1 **受託機構**之權利、義務及責任

除**本契約**或**交易文件**另有規定者外，**受託機構**對**標的資產**之管理，應盡善良管理人之注意義務。

10.1.1 **受託機構**應依**交易文件**之規定履行義務。除明文規定外，**受託機構**無須負擔其他默示之承諾或義務。**受託機構**並得行使**交易文件**所賦予之權利及權限。

10.1.2 **受託機構**不得以**信託財產**借入款項。

10.1.3 **受託機構**不對**基差風險差額提供機構**依**本契約**第 6 條所負提供基差風險差額之義務及得請求補償差額之權利之適法性及適當性負責。

10.1.4 **受託機構**應遵守金融資產證券化條例或其他相關法令規定向**金管會**或其他政府機關陳報相關報告或文件，及遵守金融資產證券化條例或其他相關法令規定之其他法定要求，包括但不限於，分別於每營業年度終了及資產證券化計畫執行完成後四個月內，就**信託財產**作成下列書表，經一獨立之會計師事務所之會計師查核簽證，並送交**受益人**及**信用評等機構**：

(1) 資產負債表。

就其實際提供之受託機構相關資訊、或受託機構所從事活動相關資訊，有虛偽或隱匿之情事部份，負賠償責任。」。

66 同註 222，第 50 頁。

67 本例為筆者實際承辦金融資產證券化（不動產抵押貸款）業務之信託契約草約，其中對受託機構責任之規範及釐清應具參考價值。

(2) 損益表。

(3) 信託財產管理及運用報告書。

10.1.5 **受託機構**應依附錄七之格式製作**受託機構報告**，並於**信託分配日**前第二個**營業日**下午五點前，將**受託機構報告**於**受託機構網站(網址：http:// www.ooooo.com.tw)**上公布並以一般郵件或傳真或電子郵件寄送予：

(1) **A 券承銷機構**；

(2) **信用評等機構**；及

(3) **基差風險差額提供機構**。

10.1.6 **受託機構**應於證券化計畫完成後三十日內，準備或確保帳戶結算文件及報告之準備，且向**金管會**提出報告。

10.1.7 **受託機構**應於每年[-]月[-]日或依相關稅法法令規定應填發相關憑單予納稅義務人之期限以前，自行或使會計師準備並造具就**受益證券**利息付款之扣繳稅報表及其他相關文件予**受益人**。

10.1.8 **受託機構**應於每年一月底以前，自行或使會計師準備並交付各**受益人**關於**受益證券**收入之報表，以交付予稅捐稽徵機構。

10.1.9 **受託機構**應於**首次發行日**及每月結束後十五日內，透過「行政院金融監督管理委員會銀行局金融機構網際網路申報系統」，申報**受益證券**之發行資料。

10.1.10 **受託機構**應於其信託部備置**本契約**與**交易文件**之影本及受益人名冊，於**營業日**之正常營業時間內供**受益人**或因**受託機構**處理**特殊目的信託**事務所生債務之債權人自行負擔費用，進行閱覽、抄錄或影印。

10.1.11 於**信託期間**，發生**標的資產買回事由**且該等事由係不能補正或**創始機構**未能依**本契約**第 4.4.1 條第(2)項(a)款所定期限內補正，**受託機構**應立即通知**信用評等機構**及**受益人**。並於收受**創始機構**依**本契約**第 4.4.1 條第(2)項第(b)款規定存入之買回價格後將該等金額分別存入**本金收款帳戶**及**利息收款帳戶**，並依**本契約**第九條之相關規定分配予**受益人**。另，若發生**標的資產買回事由**且該等事由係不能補正或**創始機構**未能依**本契約**第 4.4.1 條第(2)項第(a)款所定期限內補正或未能依**本契約**第 4.4.1 條第(2)項第(b)款所定期限內存入買回價格時，**受託機構**應召開**受益人會議**。如經**受益人會議**決議該未補正或未買回之情事對**本信託**有**重大不利影響**且應終止**本信託**時，**受託機**

構應依**本契約**第十三條之相關規定辦理。

10.1.12 除有故意或過失之情形外，**受託機構**依據**交易文件**行使或不行使其權利、權限及為判斷時，毋須負擔任何責任。

10.1.13 除有故意或過失外，於依據**交易文件**之約定行使權利及履行義務時：

(1) 除其明知之情況外，縱**交易文件**中有責任限制或責任排除條款，**受託機構**仍得信賴其於**首次發行日**及其後依**交易文件**所取得之報告、證明或意見之真實及正確性；

(2) **受託機構**不就任何善意判斷所生之錯誤負擔責任；

(3) **受託機構**依**交易文件**所賦予之權限提起或不提起救濟程序或其提起之時間、方式及地點，毋須就善意信賴相關**受益人會議**決議所為之任何行為或不行為或所承受之損失負擔任何責任；

(4) 除其明知之情況外，縱**交易文件**中有責任限制或責任排除條款，**受託機構**仍得合理信賴由有權簽章人所簽署或提出之決議、聲明書、陳述、意見、報告、**通知**、請求、同意、指示、或其他文件係為真實，且**受託機構**並無調查其內容之義務。惟於**受託機構**認為必要時，**受託機構**仍得調查該等文件之事實狀況；

(5) **受託機構**毋須因其依**交易文件**所賦予之權限所為之任何行為或不行為而負擔責任。且如**創始機構**有未履行**交易文件**義務之情形，除**受託機構**已自**創始機構**取得書面**通知**外，**受託機構**應被視為就該等事件係尚未**知悉**；

(6) **受託機構**不因其接受或未拒絕接受事後發現為偽造之**受益證券**而對該**受益人**負責；

(7) 除法院之命令或中華民國法律另有規定外，**受託機構**並無須對**受益人**或任何其他人士揭露任何機密、財務或價格敏感資料，或其他由**創始機構**或其他人就關於**交易文件**所提供之資料；及

(8) 除其明知之情況外，**受託機構**得信賴以下事項為真實正確：

(a) 除**受託機構**以外之**交易文件**當事人之陳述、聲明或保證；及

(b) **交易文件**之合法、有效及可執行。

10.1.14 **受託機構**不對任何**交易文件**或因此所產生或主張之義務或權利、所

有權、擔保或優先權之真實性、有效性或適當性負責。如**交易文件**之任何條文因法律規定或法院決定而為無效或無執行力，**受託機構**亦不負責，且在不違反前開規定之情形下，**受託機構**對以下事項不負調查義務亦不負責：

(1) 任何人士之身分、信用或清償能力；

(2) **信託財產**之所有權、價值或其存在與否；

(3) 相關**標的資產文件**中之聲明、保證或陳述之範圍或真實性；及

(4) **受託機構**對**創始機構**依**本契約**所信託之財產是否為**創始機構**所有毋須負責，且**受託機構**無義務檢查其權利是否有瑕疵且無須對該瑕疵負責；

10.1.15 除**受託機構**為惡意外，**受託機構**得絕對信賴**創始機構**及**信託帳戶**隸屬之金融機構、會計師及其他依**本契約**提供服務之機構所提供之資訊之真實性及正確性。

10.1.16 **受託機構**得向法律顧問或其他專業顧問徵詢意見，且**受託機構**得善意依該法律顧問或其他專業顧問所為之建議或書面意見為任何作為或不作為；縱該法律顧問或專業顧問之意見中有責任限制或責任排除條款者，亦同。其因該等作為或不作為所受之損失或所發生之費用，應依**本契約**第 9 條所定之**付款順序**支付之。

10.1.17 **本契約**當事人茲確認**受託機構**並非稅務專家，亦未就相關之稅務提供任何意見。

10.1.18 除**受託機構**有故意或過失而須負擔責任之情形外，**本契約**並無任何規定要求**受託機構**為任何可能違反法律之行為，或在無資金補助或無補償之情況下，須動用其自有資金或負擔債務以履行其義務或行使其權利或權限。

10.1.19 **受託機構**依**本契約**提供服務，得收取合理之**受託機構報酬**。

10.1.20 如**受託機構**合理確信其為強制執行程序或其他追償程序所為之代墊費用無法獲得足額之補償或擔保時，**受託機構**無進行該等程序之義務，且視為已盡善良管理人之注意義務。

10.2 **受託機構**無須負責；**受託機構**責任之履行

受託機構於不違反信託本旨及善良管理人之注意，處理信託事務時，就下列事項無須負責：

10.2.1 **受託機構**毋須就**創始機構**或**基差風險差額提供機構**之違約行為負

責。

10.2.2 **受託機構**得自行委託律師、會計師、代表及代理人行使及履行其於**本契約**之權利及義務。**受託機構**應隨時確保，其依**交易文件**所應負擔之責任，均由**受託機構**適任之董事、職員、雇員或委任之律師、會計師、代表及代理人處理。且**受託機構**依法應就其董事、職員、雇員或其律師、會計師、代表及代理人履行**受託機構**於**交易文件**之責任時，因故意、或過失、或詐欺、或惡意導致之行為或不行為負責，惟**受託機構**仍得主張其依**交易文件**所得主張之任何抗辯、補償及賠償。

10.2.3 除依法律或**交易文件**另有明文規定或**受託機構**依**本契約**所為之聲明與保證外，**受託機構**毋須對**交易文件**中陳述之正確性及**交易文件**之有效性及其內容之完整性負責。**受託機構**對任何當事人（除其本身以外）於任何**交易文件**之前言、陳述、聲明或保證之正確性皆不負責，且得假設其為真實且正確。

10.2.4 **受託機構**毋須為**創始機構**就**信託財產**之購買價金之運用負責。

10.2.5 除其明知之情況外，**受託機構**並得信賴任何**創始機構**、**基差風險差額提供機構**或會計師所提供之資訊，且毋須確認或查驗該等資訊之真實性。任何因**創始機構**或會計師所提供之資訊而導致**受託機構**錯誤計算相關稅捐所受之損失、損害或責任，**受託機構**毋須負責。

10.2.6 除**交易文件**另有規定外，**受託機構**對**交易文件**所賦予之行使或不行使權利、授權或權限有決定權（於**受託機構**與**受益人**間，該決定權之行使對**受益人**有最終之拘束力）。除**受託機構**有故意或過失之情形外，**受託機構**對其行使或不行使前述之決定權所生之任何損失、損害或支出不負其責。

10.2.7 **受託機構**於任何時間依**交易文件**之規定，應依**受益人會議**決議作為時，除非事先就其可能招致之訴訟、法律程序、主張或請求及其因而可能產生之所有損失、損害及支出取得其滿意之補償或擔保外，**受託機構**得不為該行為。**受託機構**得要求於其實行該行為前取得其認為足以受補償且不影響其後任何請求之全部金額。

10.2.8 **受託機構**並無義務採取任何行為以確認是否發生**受託機構**於**交易文件**下得行使請求權或救濟權之事由、條件或行為。**受託機構**亦無義務監督**創始機構**或其他當事人是否個別履行其於**交易文件**下之義務。且除**受託機構**明確**知悉**或受有明示**通知**外，**受託機構**應得假設無各該事由、條件或行為，且各當事人均遵守且履行其於**交易文件**下之義務。

10.2.9 除**交易文件**另有規定外，**受託機構**得全權決定其與**受益人**間關於**特殊目的信託**之所有問題，且一經決定，在非出於惡意及無明顯錯誤情況下，即為最終決定，並對**受益人**有拘束力。

10.2.10 **受託機構**無義務為**信託財產**或任何權利文件或相關證明投保，亦不對因此等保險之缺乏或不足而生之損失、支出或債務負責。

10.2.11 **受託機構**不對其依**交易文件**之規定依**受益人會議**決議之指示所為之行為負責。

10.2.12 **受託機構**依**交易文件**所為之任何同意，均得以**受託機構**認為必要之限制及條件為之。

10.2.13 **受託機構**無義務維持任何**受益證券**之信用評等。

10.2.14 **受託機構**對**信託財產**價值減少或依**交易文件**所為之處分所生之損失不負責任。

10.2.15 **受託機構**因**信託財產**、相關收入或孳息經課稅所生之任何缺額，對任何人均不負責。**受託機構**對價值減少或因出售或其他依**交易文件**所為之處分所生之損失不負責任。

10.2.16 **受託機構**毋須就**債務人**之合併、股份轉換、結合、組織變動、主要或全部之資產讓與或任何有關該等合併、股份轉換、結合、組織變動及資產讓與之計劃，對**受益人**或其他第三人負責。

10.2.17 **受託機構**對**創始機構**、**服務機構**或**受益人**因**受託機構**依**交易文件**之規定而為或不為一定行為所受之直接或間接損失、損害或費用，不予負責。

10.3 **受託機構**之權限及授權

10.3.1 除**交易文件**另有規定者外，**受託機構**行使及履行其權限、權利、責任及義務（包括但不限於任何修改、棄權、授權或決定），應考量**受益人**之整體利益而非個別**受益人**之利益。惟於**受託機構**認為**優先順位受益證券**及**次順位受益證券**之**受益人**間之利益有發生衝突時，**受託機構**應優先考慮當時仍未十足清償之**優先順位受益證券**之持有人之利益，且毋須考慮其行為對每一**受益證券持有人**因其住所、居所及所屬行政區域不同所致之影響。每一**受益人**亦不得因**受託機構**之行為所產生之相關稅捐，向**受託機構**請求賠償。

10.3.2 於中華民國法令所允許之範圍內，**受託機構**認為合適時，得以合理注意並由**受託機構**支付費用，以授權書或其他書面，於特定期間或不定期，就其依**交易文件**應提供之服務之一部或全部，授權第三人

行使**受託機構**於**交易文件**下之權利及權限，但**受託機構**於**交易文件**下之義務並未因此而免除，且**受託機構**應對其委任之人之行為負責。

10.4 **受託機構**之計算

10.4.1 **受託機構**應於**受託機構報告**內決定：

(1) 就下一**信託分配日**將發行之**各期受益證券 A 券**，決定該**各期受益證券 A 券**之**必要金額**以及該**各期受益證券 A 券**之**未清償本金餘額**；

(2) 就各**受益證券 B 券**，除依第 9.1.3 條之規定應用於相關**信託分配日**所為之付款後，決定該**受益證券 B 券**於該**信託分配日**之**未清償本金餘額**，並登記於受益人名冊；及

(3) 就各**次順位受益證券**，依第 9.1.3 條之規定應於相關**信託分配日**所為之付款後，決定該**次順位受益證券**於該**信託分配日**之**未清償本金餘額**，並登記於受益人名冊。

10.4.2 於依**交易文件**所提供予**受託機構**之報告、資料、**通知**、證明或文件之限度內，除其明知之情況外，**受託機構**得信賴此等文件而為付款、請求及計算。如此等報告、資料、**通知**、證明及文件未依**交易文件**之規定為之，**受託機構**應請求**創始機構**依**交易文件**提供該等報告、資料、通知、證明及文件，同時仍應盡所有合理努力依其所取得之資訊為必要之付款、請求或計算。但如**受託機構**未獲依**交易文件**提供之報告、資料、**通知**、證明或文件且致使其無法進行前述付款、請求或計算或履行其基於**交易文件**之義務時，除**本契約**另有規定，且**受託機構**未進行前述付款、請求或計算或履行其基於**交易文件**之義務非因可歸責於**受託機構**之事由所致者，則**受託機構**於接獲該等資料、報告或文件前，並無義務為付款、請求或計算或履行其基於**交易文件**之義務。且**受託機構**就其因前述理由未能於規定期日為任何付款、請求或計算或履行任何義務而造成之任何損失，除因**受託機構**之故意或重大過失外，毋庸對**受益人**或其他人負責。

10.5 對報告之信賴

如**受託機構**就信託事務之處理已依**本契約**之規定盡注意義務，在不違反**本契約**第 10.4 條之前提下，**受託機構**於履行其於**交易文件**下之任何義務或為任何付款、請求或計算時，得假設任何依**交易文件**提供予**受託機構**之報告、**通知**或資料之內容為正確完整，除其明知之情況外，並得於未為進一步查詢之情況下，信賴該報告、**通知**或資料之內容，以履行其義務或為付款、

請求或計算。且除**本契約**第 10.1.12 條所定情形外，不對因之所生之任何損失、損害、訴訟、法律程序、成本或費用負責。

10.6 不可抗力

如有**受託機構**所無法控制之事由發生致其無法或遲延履行其於**交易文件**之義務，**受託機構**毋須負責，但應立即**通知信用評等機構**，該等事由包括但不限於不可抗力事由、水災、戰爭（無論是否宣戰）、恐怖攻擊、火災、暴動、禁運、勞工糾紛、任何法規禁止其履行**交易文件**下義務、通訊或電腦網路持續中斷達五日以上及其他**受託機構**無法控制之情事（無論是否列明於前）。**受託機構**應於本項所規定之情事消滅後盡其最大努力儘速履行**交易文件**所規定之義務；惟就**受託機構**依**本契約**履行支付**受益證券**本金或利息之義務而言，**受託機構**應於本項所規定之情事消滅後[-]個**營業日**內履行。

10.7 責任限制

受託機構如違反**本契約**所規定之義務時，應就其因此所造成之直接損害負賠償責任，惟其賠償責任範圍應僅以因此所造成之直接損害為限。**受託機構**不對任何特別、間接、懲罰性或衍生損失或損害負責（包括但不限於所失利益），無論其是否可得預見。

10.8 **受託機構**請求**受益人**指示

本契約於發生下列第(1)、(2)及(5)項之情事時，或在與下列第(3)及(4)項有關之事項時，**受託機構**應召開**受益人會議**，請求**受益人會議**對**受託機構**為相關之指示：

(1) **受託機構**之辭任或解任；

(2) 委任繼任**受託機構**；

(3) 在合乎相關法令前提下，解除**受託機構**於**本契約**之義務；

(4) 依**本契約**之規定就**本契約**或**受益證券**條件之增補、修改、棄權或變更（但依**本契約**第 17.4.1 條所為者，不在此限）；或

(5) **本契約**之終止（包括但不限於**本契約**第 13.1 條所定之**特殊目的信託終止事由**）。

10.9 **特殊目的信託**之稅捐；對**受益人**付款之扣繳稅款

10.9.1 **受託機構**得指派會計師或有國際聲譽之會計師事務所，為**受託機構**準備並於法定期限內申報依中華民國稅捐相關法律關於**信託財產**所應繳納之稅款。該會計師事務所亦應準備依法應送交予**受益人**之稅

捐資料。**受託機構**於任何情況下不對**特殊目的信託**或**受益人**於稅捐法律下之任何責任、成本或支出負責，包括但不限於中華民國所得稅或附加稅或任何其他以所得計算之稅捐或與之相關者（或因相關或未符規定而生之利息或罰鍰）；但因**受託機構**之故意或過失所致者，不在此限。

10.9.2 於**首次發行日**或之前，**受託機構**得指派會計師或有國際聲譽之會計師事務所依當時之相關中華民國稅捐法律規定，向稅捐機構申報扣繳稅款並告知**受託機構**對**受益人**付款時應扣繳之款項，並於給付予**受益人**時予以依法扣繳。

第六項　金融資產證券化下受託機構之忠實義務

第一款　**金融資產證券化條例**下受託人忠實義務之規範

一、**條例**第二條、第五十三條及第四條第二項合併觀察

按特殊目的信託為證券化的導管體，且其法律上權利義務準據的屬性為信託關係，而業務運作上又有營業信託與商業信託的性格，從而關於特殊目的信託的事項，本條例的規範是屬特別法性質而應優先適用，至於本條例未規範的情形，才回歸信託法、信託業法與證券交易法等普通法的適用[68]。從條例第二條第一項法律適用順序及第五十三條不適用信託法部分條文之除外規定，基本上亦可導引特殊目的信託仍屬信託關係，只是為配合實際證券化之運作，特別立法規範及調整信託關係人間之權利義務關係。另依條例第四條第二項之規定可看出受託機構為信託業法所稱之信託業，而亦可能適用信託業法之規定。

既然特殊目的信託之法律適用在條例無規範之情況下應適用信託法及信託業法之規範以為補充，有關該二法受託人忠實義務之規範似仍有其適用，亦即信託法第三十四、三十五條及信託業法第七、二十二、二十四、二十五、二十七條及相關辦法（例如信託業應負之義務及相關行為規範）及行政命令皆有適用之可能性。

有疑問者，依條例第五十二條之規定：「特殊目的信託契約終止時，受託機構應儘速處分信託財產，並將處分所得之現金依資產信託證券化計畫分配（第一項）。特殊目的信託契約因前條所定事由而終止時，受託機構處分信託財產，**應依信託法第三十五條規定辦理**。但特殊目的信託契約另有規定者，不在此限（第二項）。」。此所謂應依信託法第三十五條規定辦理究為何意？按特殊目的信託係屬營業信託及商業信託之類型，自有適用信託業法第二十五條自易行為絕對禁止

[68] 立法院公報第 91 卷第 45 期刊，立法院公報處，2002 年 7 月 3 日，第 416 至 417 頁。

之規定，亦即受託機構不得以自有財產與信託財產互為買賣，信託業法第二十五條相較信託法第三十五條之規定就利益衝突交易規範之角度更為嚴格，是根本不為允許，但條例直接指應適用信託法之規定，是否代表不適用信託業法第二十五條之規定，此為問題一？此外，從信託法第三十五條第一項之規定觀之，受託人如欲取得信託財產，其方式有三：1.經受益人書面同意並依市價取得者。2.由集中市場競價取得者。3.有不得已事由經法院許可者。就 1.點而言，是否應指或等同於受益人大會之決議，如果是，合併規範在條例第五十一條即可，而且何謂「市價」？亦有問題。就 2.由集中市場競價取得，是否表示信託財產（即基礎資產）必須經過公開拍賣方式才可符合「集中市場」之要求，實務執行上及解釋上似乎亦有問題。就 3.有不得已事由經法院許可者，則相當不適當，按金融資產證券化係屬相當專業及複雜之結構型融資業務，其運作受到主管機關高度監督，證券主管機關及中央銀行等輔助主管機關亦從旁監督，故受託機構於此情形應向主管機關申請核准為是，畢竟法院不是萬能，承審法院是否有此能力評斷甚有疑問。綜上所言，鑑於本項只是任意規定（default rule）實務上亦不可行，故筆者建議應可予以刪除。

此外，金融資產證券化下受託機構得否以自有資金投資其所發行之受益證券，在我國法上因條例第二十五條第四項規定：「受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。」，故解釋上受託機構係得以自有財產投資受益證券而無限制。惟如對照日本「資產流動化法」之立法例，除明定受託機構應負有善良管理人之注意義務及忠實義務（日本資產流動化法第二百十九條）[69]，且依日本「資產流動化法」第二百二十四條第一項之規定，受託機構並得依特定目的信託契約之規定，以其固有財產為「證券交易法」第二條第八項第四款所定之行為，不受日本信託法第九條所定之限制[70]。亦即受託機構得以自己之固有財產取得受益證券，不適用有關受託人不得以自己名義享有信託利益之禁止規定(信託法第三十四條及信託業法第二十五條)。惟如受託機構取得全部受益證券時，則應於相當期限內處分之（日本資產流動化法第二百二十四條第二項)，以早日結束此種潛在利益衝突之情事[71]。我國法並無此等規範，建議未來修法時可以參酌。另主管機關針對於資產證券化之案件中，若僅剩創始機構（金融資產證券化）或委託人（不動產資產信託）持有之受益證券[72]尚未清償時，依金管會 94.03.10 金管銀（四）字第 0944000002 號令之規定，此時創始機構或委託人利用證券化籌資之目的已

[69] 行政院版金融資產證券化條例草案第三十七條，本參考日本資產流動化法第二一九條就受託機構負有善良管理人之注意義務及忠實義務加以規定，然於立法院三讀條文時因「簡化條文」予以刪除。雖參考信託業法第二十二條第一項之規定，仍可得到受託人應負忠實義務之相同結論，然已如前述不僅學者間及本文皆認為應將此規範於信託法，亦有論者以為於條例中再次強調受託人之忠實義務亦無大礙。參吳佩玲，金融資產證券化法制架構之相關問題—以特殊目的機構為中心，台北大學法律碩士班碩士論文，2004 年 7 月，第 175 頁。

[70] 日本新修訂之信託法已於 96 年 9 月 30 日正式施行，有關該條之規定亦大幅修正，詳參第二章第二節第二項日本信託法有關受託人忠實義務之規範。

[71] 王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 89 頁。

[72] 通常係作為信用增強之次順位受益證券。

完成，依金融資產證券化條例第五十一條及不動產證券化條例第三十六條之規定，特殊目的信託契約或不動產資產信託契約當然終止。

二、**條例**第八條第二項及**信託業法施行細則**第十四條

依信託業法施行細則第十四條之規定，保密義務係屬受託人忠實義務之一環。而按條例第八條第二項亦再次強調，受託機構及其負責人或職員對於因信託財產或受讓資產所獲悉之創始機構之客戶往來、交易資料及其他相關資料，除其他法律、主管機關另有規定者外，應保守秘密。此外，依該項之規定，亦將保密義務擴及到信託監察人、監督機構及服務機構等及其負責人或職員，以保護受益證券投資人。

三、**條例**第九條第四項及第六項

依條例第九條第四項及第六項之規定：「創始機構與受託機構不得為同一關係企業，並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（第四項）。第四項同一關係企業之範圍，適用公司法第三百六十九條之一至第三百六十九條之三、第三百六十九條之九及第三百六十九條之十一規定（第六項）。」。即明定受託機構與創始機構之間，不得為具有控制與從屬關係之公司或相互投資公司，以確保受託機構不受創始機構之指揮監督，而能履行其忠實義務。

惟有學者對此有不同之見解[73]，其認為我國金融資產證券化條例，係採「風險規避」式之立法，亦即禁止創始機構與受託機構屬同一關係企業。此一立法謹守特殊目的機構與創始機構分離之原則，並有效隔離創始機構之破產風險之功能固不待言。惟此一設計，將遽增資產證券化之交易成本。蓋金融資產證券化條例適用之對象為銀行與保險等金融機構，此類機構有經常性之流動性需求而需賴證券化以取得較佳之流動性。苟使金融機構每次交易均支付非關係企業之特殊目的機構服務費用，其交易成本之高，將非可預期。而使用子公司或關係企業為資產證券化之特殊目的機構，則得收成本樽節之效。實則，美國實務上，特殊目的機構之獨立性仍得確保，限制其不得為創始機構之關係企業，似屬過苛。此些遵循之原則為：(1) 特殊目的機構與創始機構決策分離 (2) 特殊目的機構之業務獨立 (3) 特殊目的機構對其資產行使有絕對所有權 (4) 特殊目的機構債務自行管理 (5) 特殊目的機構與創始機構營業處所分離 (6) 特殊目的機構財務報表分離 (7) 特殊目的機構與創始機構債權人關係分離。我國之金融控股公司法已於 2001 年公佈施行，其目的即冀收規模經濟與範圍經濟之利益，有效降低金融機構之營業成本。資產證券化實宜利用此一有利機制，將特殊目的機構設於控股公

[73] 張冠群，金融資產證券化與保險證券化之法律分析—美國經驗與我國法制之評析，政大法學評論第七十七期，2003 年 5 月，第 130 頁。

司下，而收成本減縮之益。

筆者對前述學者所為之建議，深表認同。按金融資產證券化之最重要之目的在於增加創始機構資金來源，其運作之基本原理即在於存放利差之貼現回收。以目前國內金融市場高度競爭且存放利差逐間縮小之際，如要採行證券化收回資金以擴大放款業務，證券化之成本實為創始機構之重要考量。而證券化成本因牽涉參與機構廣泛，例如安排機構顧問費、證券承銷費、信用評等費用、受託機構信託管理費、專家意見書費用、服務機構費用、、等等灌入證券化之成本。對創始機構而言，若非因銀行法第四十四十條對自有資本比率（BIS ratio）之要求或為了擴展投資銀行業務之實務演練，如單純就資金調度成本考量，根本不會採行證券化之方式以調度資金。因為證券化成本相較其他資金調度方式實屬過高。

四、**條例**第十六條及條例施行細則第九條

依條例第十六條第一項之規定，受益證券應編號及載明規定事項由受託機構之代表人簽名、蓋章，並經發行機構簽證後發行之。另依條例施行細則第九條第一項之規定，受託機構、信託監察人、特殊目的公司之發起人或股東及監督機構，不得擔任資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所發行受益證券或資產基礎證券之簽證機構。條例施行細則第九條之立法思維係參考公開發行公司發行股票及公司債券簽證規則第三條之規定[74]，以避免利害關係人間不當行為影響證券投資人之權益。惟現今受益證券多以無實體方式發行（條例第十九條第三項），而依證券交易法（第四十三條）及票券金融管理法之規定辦理。

五、**條例**第二十五條第四項

依條例第二十五條第四項之規定，受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。此一規定亦從利益衝突禁止之法理而來，與公司法第一六七條之一第三項及證券交易法第二十八條之二第五項之法理相通[75]。

六、**條例**第三十條

依條例第三十條之規定：「受託機構之利害關係人、職員、受雇人或創始機構，不得擔任信託監察人。」，按信託監察人設置之目的係為保護受益人而設置（條例第二十三條、第二十八至三十三條），故不應與受託機構及創始機構有密

[74] 公開發行公司發行股票及公司債券簽證規則第三條規定：「本公司及委任之主辦證券承銷商、推薦證券商、股務代理機構，不得辦理其經辦當次發行證券之簽證業務。金融控股公司之股票，不得由其子公司辦理簽證。前項所稱子公司，係指金融控股公司法第四條所稱之子公司。」。

[75] 公司法第一六七條之一第三項規定：「公司依第一項規定收買之股份，不得享有股東權利」。證券交易法第二十八條之二第五項：「公司依第一項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。」。

切之關係，以避免信託監察人之角色重疊，造成利益衝突。惟信託監察人之選任方式及資格，學者間有諸多探討及批判頗具意義，茲說明如下：

（一）依條例第二十八條第一項及第二十三條第二項之規定，信託監察人得由受託機構或受益人會議所選任。故有學者即認為若信託監察人係由受託機構選任，即產生監督者由被監督者所選任之利益衝突情形，亦生球員兼裁判之嫌，反不如應改由主管機關所選任[76]。

（二）金融資產證券化條例及其施行細則或相關行政命令對信託監察人之積極資格並未有任何規範，按金融資產證券化涉及相當專業化之知識，對於信託監察人應加入此等積極資格之限制，用以確保信託監察人可具有專門之學識執行監督職務，而非空據其名[77]。

第二款　金融資產證券化條例有關受託機構忠實義務之相關函令

一、財政部 92.07.14 台財融（四）第 0928011102 號函

該函主旨為：「依金融資產證券化條例進行金融資產證券化時，受益人不得委託受託機構擔任代理人出席受益人會議並行使表決權，不因受託機構就受益人會議決議事項有無自身利害關係，或是否依受益人在委託書上所載之指示行使表決權而有不同」。該函令說明主要內容如下：「經濟部 92 年 6 月 6 日經商字第 09202116920 號函，公司法第一七七條第一項所定代理人，不包含公司本身。財政部證券暨期貨管理委員會 92 年 6 月 3 日台財證字第 0920125515 號函，召集股東會之公開發行公司本身，不得擔任委託書徵求人或非屬徵求委託書之受託代理人。」。

二、『財政部委託專門職業及技術人員查核金融資產證券化關係人辦法』（財政部 92.02.11 台財融（四）字字 0924000024 號令）

依該辦法第八條第二項之規定：「受查資產證券化關係人之利害關係人、職員、受雇人不得擔任辦理查核之專門職業及技術人員。專門職業及技術人員受託查核資產證券化關係人應保持超然獨立，並出具聲明書。」。

第三款　受益證券投資人保護下利益衝突限制範圍之擴大

受託機構於金融資產證券化下因屬資產證券化之導管體，其主要功能在於將基礎資產與創始機構產生破產隔離（bankruptcy remoteness）及基礎資產之證

[76] 臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 220 頁。

[77] 張淑華，論金融資產證券化條例之信託監察人規定，全國律師，2002 年 8 月，第 50 頁。

券化。其主要目的在於協助創始機構金融資產之流動性及降低資金調度成本，以提升其經營績效。而金融資產證券化之運作係採架構融資（structured financing)，整個架構參與者角色眾多，受託機構雖位處架構之中心，但參與者間經由各項法律文件之訂立而各司其職以完成證券化之交易，並對受益證券投資人負責以保障投資[78]。是故，傳統信託法理所強調受託人忠實義務之規範在特殊目的信託下必須適度加以調整，以減輕或限縮受託人責任及義務範圍。此從本節第五項特殊目的信託契約內就受託人權限及義務之規範可以看出。

此外，特殊目的信託是否等同於被動信託（passive trust）或消極信託一直為學理所探討，國內學者通說皆認為非屬消極信託[79]。筆者以為從實務運作之角度並參酌第五項受託人之權限、責任及義務後，特殊目的信託僅可歸類為事務信託[80]，但卻非屬消極信託或被動信託。當然亦有學者以受託機構於特殊目的信託下所享有之「裁量權」來加以分析受託機構於特殊目的信託下之功能[81]，其認為特殊目的信託符合真實出售之要件，信託財產即具有獨立性，足以達到破產隔離。受託人是否具有裁量權與信託有效成立與否無關，至少在法律明訂之商事信託，二者不必混為一談。條例創設特殊目的信託制度，主要著眼於破產隔離機能及發行證券主體之地位，未必是受託機構之管理能力。因此明訂信託財產之管理處分，可以委託服務機構為之。

從上述之分析中可知，於特殊目的信託下因架構融資之設計，受託機構角色已非全然主宰著資產證券化之成敗。反而是基礎資產品質、資訊之強制揭露與公開、受益證券結構及類型、信用評等、信用增強機制、服務機構功能及健全性等等影響著證券化投資人信心之強弱，從而法律規範面所強化對投資人之保護亦早已跨越僅限於受託人責任規範之框架，利益衝突限制之法律規範對參與機構之要求是全面的，故本款中擬從受益證券投資人保護出發，整理證券化參與機構間可能產生利益衝突之限制規範如下：

---

[78] 此保障投資並非保證受益人絕對獲利，投資人應本於自己之判斷及責任，而自負盈虧，故保障投資其射程範圍僅止於提供投資人為合理判斷之基礎，禁止有礙投資人為合理投資判斷之行為，並確保受益證券流通市場之健全性、公正性及透明性。參閱王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 34 至 35 頁。

[79] 臧大年、謝哲勝、吳家桐合著，金融資產證券化理論與法制，翰盧圖書出版有限公司，2005 年 5 月，第 127 至 128 頁。王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 53 至 55 頁。

[80] 受託人僅須單純依信託條款履行其職務之信託，稱事務信託。事務信託之受託人未被賦予裁量權，無須為判斷有關信託事務之處理，多依委託人指示為之。但由於對信託財產仍具有管理權，故與消極信託有別（法務部 92 年 10 月 6 日法律字第 0920038921 號函參照）

[81] 劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣財務金融季刊，第四輯第四期，2003 年 12 月，第 49 頁。於本文中，引用 Fitch 於 2003 年發布之新聞稿，其內容筆者以為甚值得參考，茲節錄如下：「不切實際的加重受託人責任，反而會使投資人忽略其他更重要的評估因素，從而增加風險。增加受託人報酬，使其負較重責任，或可提高其績效，並非重點。資產證券化交易在很大程度上依賴創始機構及服務機構企業模式及財務能力之穩定性。此外，現金流量之壓力測試，應將服務費之情境測試、交易完成日後履約狀況、服務機構之財務健全性等因素含括。這些會較戲劇性地變更受託人地位來得重要。」

一、**條例**第八條所規範之保密義務，除受託機構外，亦將信託監察人及服務機構及其負責人或職員納入規範。

二、**條例**第九條第四項，創始機構與受託機構不得為同一關係企業。

三、**條例**第九條第一項及第二項，信託監察人及主辦證券承銷商不得擔任當次發行受益證券之簽證機構。

四、**條例**第二十五條第三項及第四項，受益人對於會議之事項有自身利害關係，致信託財產有受損害之虞時，不得加入表決，並不得代理其他受益人行使其表決權。受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。

五、**條例**第三十條，受託機構之利害關係人、職員、受雇人或創始機構，不得擔任信託監察人[82]。

六、**條例**第四十二條第一項，持有本金持分總數百分之三以上之受益人，得以書面附具理由，向受託機構請求閱覽、抄錄或影印其依本條例及信託法第三十一條規定編具之帳簿、文書及表冊。但若請求人為從事或經營之事業與特殊目的信託業務具有競爭關係者，受託機構得予以拒絕。

七、商業銀行或工業銀行不得因擔任金融資產證券化條例定義之創始機構，投資於該銀行負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行之公司債，並以該有價證券為金融資產證券化條例之資產。（金管會 94.05.25 金管銀（四）字第 0948010632 號函）

八、資產池有創始機構依銀行法第三十三條（利害關係人授信）之授信資產者，應於公開說明書記載其事項。（財政部證券暨期貨管理委員會 93.04.01 台財證四字第 0930110206 號令）

[82] 王志誠教授認為，如服務機構或其關係企業為信託業法所規定之信託業時，即使信託業法第十七條第六項之規定，其業經主管機關核定而得擔任信託法上所規定之信託監察人，但為確保信託監察人之獨立性，解釋上應認為服務機構及其關係企業、利害關係人、職員或受雇人，仍不宜擔任信託監察人，以免致生利益衝突之情事。參閱王志誠，金融資產證券化—立法原理與比較法制，五南圖書出版股份有限公司，2005 年 3 月二版，第 46 頁。

第三節　不動產證券化下受託人之忠實義務—不動產投資信託

不動產證券化之基本架構係將投資人與其所投資之不動產間之法律關係，由直接持有不動產所有權之物權關係，轉變為持有表彰經濟效益之有價證券，將不動產由原先僵固性之資產型態轉化為流動性之有價證券型態，同時運用自社會大眾購買受益證券所募集之資金，透過不動產專業開發或管理機構進行不動產之開發、管理或處分，以有效開發不動產，提高不動產之價值，充分結合不動產市場與資本市場之特性，以達「地利共享，錢暢其流」之目標。換言之，不動產證券化係將一個或數個龐大而不具流動性之不動產，透過細分為較小單位並發行有價證券與投資人之方式，達到促進不動產市場與資本市場相互發展之目標[83]。

我國不動產證券化條例主要係參考美國不動產投資信託制度與我國「共同信託基金管理辦法」及「金融資產證券化條例」草案部分規定，引入日本資產流動化法下「資產運用型」之「不動產投資信託」制度[84]；至於「不動產資產信託」則借鏡日本模式之「資產流動型」制度。又鑒於我國「金融資產證券化條例」，因顧及特殊目的公司法制與一般公司法制之契合性較低，及恐造成草案內容過於複雜之考量，爰未採公司型（SPC）之投資架構，而僅採取信託型（SPT）之投資架構。

不動產證券化之效益可分別從經濟面、社會面、經營者及投資者之角度加以分析，茲分述如下[85]：

一、就經濟面而言：

（一）調整不動產投資觀念

傳統的不動產投資係以擁有不動產之所有權為主，實施不動產證券化之後，即可將其轉換為共有持分權的型態，而在信託法及信託業法之規範下，達成正常的營運與管理。

（二）增加投資管道

以往社會游資大多以股票、外匯、基金等投資金額較小的商品為主要對象，對於投資利潤較高、金額較大的不動產標的物，即使明知是良

---

[83] 參閱不動產證券化條例草案總說明。

[84] 日本政府為刺激其經濟成長及促進不動產市場發展，於 2000 年五月修正「證券投資法人及證券投資信託法」為「投資法人及投資信託法」，並修正「特定目的公司法」為「資產流動化法」，引入特定目的信託制度（Special Purpose Trust, SPT），與原先特定目的公司制度（Special Purpose Company, SPC）並行，並擴大允許特定目的信託與特定目的信託得以記名金錢債權、不動產、信託受益權及一般財產權作為資產流渡化之標的資產。自此，確立日本不動產證券化係採取「資產運用型」（即「投資法人及投資信託法」）及「資產流動型」（即「資產流動化法」）二大制度之方向，且二種制度均兼採公司型與信託型投資架構。參閱不動產證券化條例草案總說明。

[85] 信託實務編審委員會，信託實務，財團法人台灣金融研訓院，2005 年 4 月增修訂三版，第 129-132 頁。

好的投資時機，也無法逕自參與，不動產證券化實施之後，即可提供另一嶄新的投資商品與投資管道。

（三）建立不動產資本市場

不動產證券化之後，由於產權及投資金額之小單位化、小金額化，並且得以在資本市場自由流通，由此便可以建立不動產資本市場，從而不動產投資之資金來源便可不必完全仰賴金融機構，甚至可以免於政府貸款政策調整之直接衝擊。

（四）加速公共建設

由於不動產證券化之投資資金可直接經由資本市場籌措，因此，不論是都市之開發或更新，抑或重大之公共建設，均可藉此而加速推動。

（五）擴大發行市場

不動產證券化所需資金如較為龐大，或因國內因素之影響，即可將其觸角延伸至海外，以確保投資計畫之順利推動。

二、就社會面而言

（一）促進社會資金之有效運用

不動產證券化既可將不動產投資與社會游資做一有效的結合與運用，對於社會游資的疏導即可發揮其應有之效益。

（二）減少住宅市場之假性需求

以往個人從事房地產投資，除傳統的投資性產品之外，亦不乏住宅產品，其因即在於住宅產品所需資金較少之故，不動產證券化之後，便可將此一資金引導至商用不動產，從而減少住宅市場之假性需求，促進有限土地資源之經濟而有效的利用。

（三）避免財團壟斷資源

不動產證券化之實施，由於投資商品與投資金額之細分化，一班社會大眾均可就個人能力範圍參與投資，從而降低財團挾其雄厚資金，獨自壟斷市場之場面。

三、就經營者而言

（一）籌資容易

由於不動產市場與資本市場之結合，經營者即可透過資本市場籌措資金，而不再非得仰賴金融機構不可，此一管道不但可提供大量的資金來源，亦可降低資金的運用成本。

（二）永續經營

在資金來源不虞匱乏以及資金運用成本降低之大前提下，不動產開發公司永續經營的理念自然也有大的揮撒空間。

（三）所有權與經營權分離

不動產證券化與傳統投資方式最大的不同點是所有權與經營權分離，就經營者而言，當可延聘專業人士參與經營，俾進一步提升營運效益。

四、就投資者而言

（一）參與投資機會

不動產證券化不但可以小額資金參與較大規模之投資開發個案，更可在兼顧變現性與流動性之前提下，達到普遍性的目的，此當較符合一般社會大眾投資多樣化之理財基本原則。

我國不動產證券化與金融資產證券化雖皆屬架構融資（structured financing），但兩者之間差異頗大。茲以不動產證券化及不動產抵押貸款證券化相較，分析差異如下[86]：

一、證券化之主要目的：

不動產證券化係為提高不動產流動性，增加不動產籌資管道；不動產抵押貸款證券化則係為提高金融機構金融資產（不動產抵押貸款債權）之流動性。

二、法源依據：

不動產證券化主要法源依據為**不動產證券化條例**；不動產抵押貸款證券化主要法源依據則為**金融資產證券化條例**。

三、主要型態：

不動產證券化條例僅採信託架構，分為不動產投資信託及不動產資產信託兩類；**不動產抵押貸款證券化**可採特殊目的信託及特殊目的公司兩類作為其證券化之導管體。

四、證券形式：

不動產證券化條例稱受益證券，其中不動產投資信託原則上應為封閉型基金，不動產資產信託則為債券性質之受益證券；**不動產抵押貸款證券化**可為特殊目的公司之資產基礎證券及特殊目的信託之受益證券。

五、證券化之標的：

不動產證券化為具穩定收入之不動產及其相關權利；**不動產抵押貸款證券化**則為不動產抵押貸款債權。

六、現金流量之主要來源：

不動產證券化為不動產租金或出售不動產的資本利得；**不動產抵押貸款證券化**則為借款人的還本付息。

惟不論不動產證券化或不動產抵押貸款證券化，發起人、委託人或創始機構[87]等資產證券化之發動者其發動目的甚為重要。因若該等之人不欲將資產予以證券化則此證券化必無法推行。有論者以為該等之人（統稱發起人）証券化之主要動機可能為：資產轉換、融資或賺取服務費。所謂資產轉換係指發起人利用證券化方式改變本身持有投資組合之資產內容，使原有的投資組合風險降低或報酬率提高。而融資是指發起人利用證券化達成外部融資（external financing）的目

[86]張金鶚、白金安合著，不動產證券化理論與實務，中華民國證券暨期貨管理基金會，2005 年 3 月，第 29 至 30 頁。

[87] 發起人係指不動產投資信託基金所投資不動產之所有權人或不動產相關權利之權利人（受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第一條第一項第二十款）。

的。另發起人可能純粹為了賺取服務費而進行證券化工作[88]。筆者以為甚值得參考。

另本文中有鑒於不動產證券化下「不動產投資信託」與「不動產資產信託」兩者差異頗大，本節擬先就不動產投資信託下受託機構所負之忠實義務予以探討，至於不動產資產信託部分則留待下節。

第一項　不動產投資信託之意義

不動產投資信託（Real Estate Investment Trusts, REITs）依不動產證券化條例第四條第一項第三款之規定，係指依本條例之規定，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。

不動產投資信託必須透過特殊目的機構（special purpose vehicle）為導管（conduit）方可結合一般投資大眾之資金。依不動產證券化條例之規定，特殊目的機構僅限於特殊目的信託下之受託機構（special purpose trust, SPT），而特殊目的信託下之受託機構依條例第四條第二項之規定，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[8990]。此外，為擴大不動產管理機構之參與，亦開放僅辦理不動產投資信託之信託業參與經營。因僅限於信託業得經營此項業務，故屬營業信託之性質。另其係以受益權證券化為手段，向投資人募集資金，投資人可為社會一般大眾或機構法人，故其亦屬商業信託之範疇。

我國不動產投資信託為契約型而非公司型，為受託機構發行受益證券募集基金投資於具穩定收入之不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券，及其他核准投資標的（條例第十七條第一項），屬於金錢信託（信託業法施行細則第五

---

[88]參閱李日寶，國內外證券化市場之發展、運作方式及相關實例分析，證管雜誌，2003 年 10 月，第 2 頁。

[89]依財政部 92.9.3 台財融（四）字第 0924000778 號函令，指信託業之信用評等等級符合下列情形之一：1.經（二）金融資產證券化條例第四條第二項所稱「一定等級以上」，指信託業之信用評等等級符合下列情形之一：１、經 Standard & Poor’s Corporation 評定，長期債務信用評等達 BBB-級以上，短期債務信用評等達 A-3 級以上。２、經 Moody’s Investors Service 評定，長期債務信用評等達 Baa3 級以上，短期債務信用評等達 P-3 級以上。３、經 Fitch Ratings Ltd. 評定，長期債務信用評等達 BBB-級以上，短期債務信用評等達 F3 級以上。４、經中華信用評等股份有限公司評定，長期債務信用評等達 twBBB-級以上，短期債務信用評等達 twA-3 級以上。５、經英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司評定，長期債務信用評等達 BBB-(twn)級以上，短期債務信用評等達 F3(twn)級以上。６、經穆迪信用評等股份有限公司評定，長期債務信用評等達 Baa3.tw 級以上，短期債務信用評等達 TW-3 級以上。

[90] 游啟璋教授認為，條例第四條第二項之規範有二項缺失。其一，該條文義不明，易被解讀成受託機構必須是設立三年以上之信託業，且應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上者。其二，其認為受託機構僅作為證券化之導管體使用，嚴格限制僅信託業者得為受託機構，有無必要，不無疑問。參閱游啟璋，不動產證券化法制架構與適用，證管雜誌，2003 年 10 月，第 15 至 16 頁。

條)。其中投資人為委託人亦為受益人，即自益信託（受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第一條第一項第九款)。而受託機構為受託人，兩者權義關係載明於不動產投資信託契約[91]。

不動產投資信託與我國證券投資信託在制度設計上有其相似之處，皆係向社會大眾招募資金以投資於特定標的（如有價證券或不動產）且以受益權證券化方式發行受益憑證或受益證券，並僅限於契約型而非公司型。然而兩者之間亦有明顯之差異，茲分述如下：

一、信託當事人：

不動產投資信託之委託人及受益人皆為投資大眾;**證券投資信託**之委託人則為證券投資信託公司（證券投資信託及顧問法第五條第一項第一款)。

二、制度設計複雜度：

不動產投資信託亦屬架構融資（structured financing）之一種，故參與機構眾多，諸如不動產管理機構、信用評等機構、信用增強機構、證券承銷商、信託監察人、不動產估價人員、出具專業意見之律師及會計師等等；**證券投資信託**則主要係證券投資信託公司、保管機構（受託人）及受益人三方之法律關係。

三、利害衝突禁止之規範：

不動產投資信託因參與機構眾多，故相關規範亦將其納入利益衝突禁止規範之中；**證券投資信託**多規範委託人內部人員之間，受託機構當然亦納入規範。

四、投資標的之預先設定：

不動產投資信託雖係向社會大眾募集資金後投資於不動產及相關權利上，但運作上受託機構必先選定資金募集完成後所擬購買之不動產（初始投資標的)。以新光一號不動產投資信託為例，初始投資標的為新光天母傑仕堡大樓等四棟不動產，以吸引投資人參與投資。**證券投資信託**則否，通常係預先選定欲投資之標的產業（高科技、傳產類股）或區域類型或股票型或債券型，並以此作為基金分類之重要依據，而以投信公司過往績效或產業區域前景為號召，實際投資標的於資金募集完成後方視市場概況予以投資，不預先選定特定之投資標的。

五、法源依據：

不動產投資信託為不動產證券化條例及相關子法;**證券投資信託**則為證券投資信託及顧問法及其相關子法。

六、發起人或創始機構持有受益證券之目的：

依**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**第六條第一項第五款之規定，信託契約內應載明「五、發起人因讓與不動產或不動產相關權利而持有受益證券者，應將受益證券提交經證券主管機關核准設立之證券集中保管事業辦理集中保管，且自持有受益證券起一年內不得中途解除保管、轉讓或設質。」。本規範之訂立係參考台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第十條之規定，其要求股份有限公司申請上市前公司董事、監察人及大

[91] 張金鶚、白金安合著，不動產證券化理論與實務，中華民國證券暨期貨管理基金會，2005 年 3 月，第 215 頁。

股東持有之股票應依規定辦理強制集保，並於一定期間後始得領回，以免股票一上市，大股東即全力出脫持股，然後留下爛攤子給投資人，俗稱「上市前一條龍、上市後一條蟲」的現象。於不動產證券化之不動產投資信託亦有此一類似之規範，此乃不動產投資信託基金之核心價值在於所購不動產之價值及其穩定之收入，而此皆有賴不動產之良善管理。故於不動產投資信託所發行之受益證券申請上市櫃交易時，發起人（即基金所購不動產之原始所有權人）因證券化所取得之受益證券亦應採相同之法理要求強制集保，故本處理辦法援此訂立本項之規範，其理於此。

然而筆者以為上述推論實有錯誤。不動產投資信託下發起人之所以將所持有之不動產證券化其主要目的係資產轉換以降低持有不動產部位之風險及賺取不動產管理機構之報酬[92]。且發起人與受託機構間就不動產所簽訂之契約係不動產買賣契約，發起人係賣斷不動產之所有權，負不動產出賣人之瑕疵擔保責任。至於發起人之所以持有受益證券可能係因其對不動產之管理及營運情形深具信心而有理財上的考量，與買賣契約本身應屬無涉。當然若主管機關認為，發起人於證券化後應持有一定之受益權比率，以保護受益人，則應如同台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第十條之規範，明確規定發起人應持有一定比率之受益權且部分（例如百分之五十）應辦理強制集保，待一段時間後方得領回。可是處理辦法第六條第一項第五款之規定沒頭沒尾，亦不具強制力（發起人只要不持有受益證券即不受此一規範），更無法保護投資人，實屬規範上之缺失，故建議予以修正。

第二項　不動產投資信託之運作流程

不動產投資信託依運作流程先後，可簡述如下：

一、由安排機構[93]、發起人、受託機構及其他參與機構或人員共同擬定不動產投資信託計畫及不動產投資信託契約。

二、估價師、會計師或律師對於不動產投資信託提出專業評估，信用增強或評等機構則對於受託機構所發行之受益證券進行評等。

三、由受託機構檢附相關書件向主管機關申請公開募集或私募不動產受益證券

[92] 目前國內所推之不動產證券化案例，不論是不動產投資信託或不動產資產信託，受託機構所選任之不動產管理機構皆為發起人或委託人之關係企業或子公司，如此，發起人或委託人於證券化後仍可賺取服務機構報酬。此外，主管機關考量該等公司對不動產之營運最為瞭解，故允許發起人或委託人之關係企業擔任不動產管理機構。

[93] 安排機構（arranger）亦有稱主辦機構，係指負責設計、架構證券化交易條件並協助銷售由特殊目的信託所發行之受益證券予投資人之投資銀行，因此，主辦機構必須具備設計與銷售證券化產品之專業能力。一般而言，安排機構在證券化交易之執行過程中必須負責協調、整合發起人（或稱委託人或創始機構）、受託機構、服務機構、律師或會計師、評等公司予投資人等相關交易當事人之專業意見與工作內容，在整宗證券化計畫中扮演關鍵性角色。參閱李日寶，國內外證券化市場之發展、運作方式及相關實例分析，證管雜誌，2003 年 10 月，第 8 至 9 頁。

（條例第六條）。

四、受託機構經主管機關核准同意或申報生效（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第四、五、十、十五條）。

五、受託機構發行不動產受益證券，而受益證券之銷售，可委由證券承銷商承銷（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第九、十、十七、十八條）。

六、受託機構向投資者收取價款，並交付投資人受益證券，以表彰投資人之投資權益，投資人得在證券市場上交易買賣受益證券。

七、受託機構選擇適當投資標的運用不動產投資信託基金，以收取投資收益。

八、受託機構委任不動產經營管理機構進行不動產管理（條例第六條第一項第八款；條例施行細則第五條；受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點，95.04.12）[94]。

九、受託機構扣除必要支出與其他相關費用之後，將不動產之利益、孳息或其他收益分配給各受益證券之受益人（條例第五十條）。

十、受託機構或受益人會議得選任信託監察人，負責召開受益人大會，以決定關於投資信託之重大事項，並執行受益人會議之決議以及代表訴訟（條例第四十七、四十八條）。

第三項　不動產投資信託下受託機構之任務

受託機構於不動產投資信託運作流程中的任務[95]：

一、 研擬不動產投資信託計畫、不動產投資信託契約、公開說明書或投資說明書等相關書件。

二、 與不動產管理機構簽訂委任契約。

三、 選任信託監察人。(如有)

四、 向主管機關金融監督管理委員會申請核准（生效）不動產投資信託計畫、不動產投資信託契約，以及公開說明書或投資說明書等相關書件。

五、 提供公開說明書或投資說明書予投資人，

六、 發行受益證券，募集信託基金，並設立信託專戶及各項帳戶。

七、 運用信託基金投資於信託財產，並依規定辦理信託登記。

八、 自行或委任不動產管理機構進行管理或處分資產。

九、 得依不動產投資信託契約之約定，以信託財產借入款項以擴大不動產投資或與不動產營運、配發利益、孳息或其他收益為目的。

十、 得向受益人收取辦理不動產投資信託之手續費及報酬，或逕於不動產投資

[94] 依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第七條第三項之規定，受託機構自行管理及處分信託財產者，應設信託監察人。

[95] 張金鶚、白金安合著，不動產證券化理論與實務，中華民國證券暨期貨管理基金會，2005 年 3 月，第 248 頁。

信託之信託財產中扣除支付之。

十一、辦理不動產投資信託業務，因運用、管理所產生之費用及稅捐，得逕自信託財產中扣除繳納之。

十二、得終止違反委任契約之約定事項及業務或財務有嚴重缺失的不動產管理機構的委任契約。

十三、受託機構應設置受益人名冊。

十四、製作不動產投資信託基金之相關會計簿冊。

十五、依信託業法第二十一條定期召開信託財產評審委員會，並定期向董事會提出運用不動產投資信託基金進行管理或處分之檢討報告。

十六、負責召集受益人會議。

十七、將信託收益分配予投資人，並給予不動產管理機構約定之報酬。

十八、不動產投資信託契約終止後，受託機構清算信託財產，並分配之。

第四項　不動產投資信託下受託機構之角色定位

信託關係係以信賴為基礎之法律關係。委託人之所以願意將財產權信託予受託機構，實乃信任受託人必為受益人之利益管理信託財產及執行信託事務。受託人作為被信任者而管理他人交付之財產權，自當以自己管理信託財產為必要，以不負委託人所託。故信託法第二十五條前段規定，受託人應自己處理信託事務，其立法理由即於此。然而現代社會專業分工之情況下，立法者考量受託人未必能事事兼顧，故例外地允許受託人信託事務之處理得使第三人代為行使。而此「使第三人代為行使」，應指受託人得委任第三人協助處理信託事務，亦即第三人係於委任關係下之受任人，而非指受託人之履行輔助人[96]。此外，立法者為保障受益人之利益，於信託法第二十六條第一項規定，受託人須就第三人之選任與監督其職務之執行負其責任，而該第三人依同條第二項之規定，應負與受託人處理信託事務同一之責任。

於不動產投資信託中，受託機構依不動產證券化條例係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之投資標的。另依條例第十七條第一項之規定，不動產投資信託基金主要投資標的亦限於已有穩定收入之不動產，而所謂「已有穩定收入」通常即指「租金收入」。故受託機構必須透過所購不動產標的之管理維護以提升及確保所購不動產得產生穩定之租賃收益，甚至亦可以信託財產借入款項以提高不動產投資信託基金之績效[97]，受託機構於不動產

[96] 王志誠教授認為「使第三人代為行使」應指受託人與第三人係立於委任關係，而使第三人得以自己的意思，獨立代為處理信託事務而言。參閱王志誠，信託法，五南圖書出版有限公司，2006年 10 增修訂三版，第 172 頁。

[97] 以富邦一號不動產證券投資信託為例，其為增購「中崙大樓商場」之部分樓層，由受託機構土地銀行於民國九十四年七月二十三日，以基金所有之不動產設定抵押向富邦商業銀行借款，總

投資關係中所享有之權限甚至比一般營業信託下受託機構之權限更大。惟受託機構依條例之規定必須是依信託業法設立之信託業[98]，而信託業者依現今金融環境皆為銀行所兼營，銀行本身除少數專業銀行或許有能力管理不動產外，對大型辦公大樓或商場皆無管理之經驗或能力，於此條例特別規定受託機構得委任不動產管理機構對不動產管理基金（包括不動產本身）為管理及運用，以提升不動產投資信託基金之績效。此時，若受託機構委任不動產管理機構執行不動產投資信託基金管理與運用業務，受託人將位於監督者之角色監督不動產管理機構執行不動產投資信託基金之管理及運用。以目前市場上所推之八檔不動產投資信託基金為例，受託機構皆委任不動產管理機構執行對基金所購信託不動產之管理，甚至包括基金之投資及運用。由此可見，不動產管理機構在不動產證券化中扮演著極為重要的角色，其與受託機構間就不動產投資信託事務之分工，更是不動產投資信託基金運作成功與否之關鍵因素。主管機關不論於條例及相關辦法中，對不動產管理機構從其設立、人員配置、委任契約應記載事項及所負之責任及義務皆有明確之規範[99]，以保障受益人。

茲以新光一號不動產投資信託基金為例[100]，說明不動產管理機構及受託機構於不動投資信託中所扮演之角色。新光一號不動產投資信託係由兆豐銀行擔任受託機構，新昕國際股份有限公司[101]擔任不動產管理機構，雙方並簽訂有委任契約。新昕國際於委任契約下主要權限為依委任契約辦理基金之管理營運事項及辦理與本基金基金資產管理及不動產管理有關之其他一切必要行為。此外，就受託機構運用不動產投資信託基金之決策過程（包括投資分析、投資決策、投資執行及投資檢討等事項，不動產證券化條例第二十三條第一項及第二項），其與不動產管理機構間之分工情形如下：

步驟	受託機構	不動產管理機構	分層負責內容
投資分析	--	撰寫不動產研究報告	授權執行
投資決定	審議	擬定投資組合建議	事前核准
投資執行	稽查	執行買賣	事後核備
投資檢討	備查及追蹤	定期檢討投資內容及績效	事後核備

資料來源：新光一號公開說明書

借款金額最高為新台幣二十三億元，其目的在於提昇基金之運用績效。

[98] 依條例第四條第二項、信託業設立標準第三條及第五條第二項之規定，亦得由具符合一定資格條件之不動產業者擔任專業不動產信託公司之發起人，專營不動產投資信託或不動產資產信託業務，為截至目前為止（96.09.30）並無一家專營不動產證券化業務之信託公司成立。

[99] 參「受託機構選任不動產管機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點」第二條、第三條及第七條（95.04.12 發布）。

[100] 詳參新光一號不動產投資信託公開說明書及不動產投資信託契約。

[101] 新昕國際股份有限公司為新光人壽等眾多關係企業所合資成立之子公司，設立之目的即在於擔任證券化後之不動產管理機構，以賺取不動產管理機構之報酬。而新光一號之初始投資標的為新光人壽所有之不動產，由新光人壽擔任發起人。此種由企業集團母公司擔任發起人，而其關係企業子公司擔任不動產管理機構，於我國現今不動產證券化之案例中實為常態，富邦一、二號及國泰一、二號亦同。

1. 投資分析階段：

   由**不動產管理機構**研管部研究人員針對不動產市場進行相關研究，包括不動產買賣市場及租賃市場之現況調查，以及區域成交行情研究等。而對基金可能增購及處分之不動產標的，亦須進行不動產現況調查、不動產價值初估、不動產收益現況及預估、不動產相關管理及稅賦支出現況及預估，以及淨租金收益報酬計算等事宜；研究分析資訊，將提供**不動產管理機構**之基金資產管理部之人員作為向**受託機構**提出投資決策建議之參考。

2. 投資決定階段：

   由**不動產管理機構**之基金資產管理部人員，依據前述研管部提出之不動產研究報告，評估所擬增購及處分資產對本基金之效益，並據此擬定基金投資組合建議，提交**受託機構**決定是否變更本基金之不動產組合。

3. 投資執行階段：

   由**不動產管理機構**之人員依據經**受託機構**核准之不動產取得或處分計劃，執行不動產取得或處分之相關作業，並辦理原不動產承租人之租賃契約轉換或重新簽訂租賃契約。

4. 投資檢討階段：

   由**不動產管理機構**之基金資產管理部人員，定期就投資現況與基金績效進行檢討並做成報告，呈報**不動產管理機構**之董事會及**受託機構**。**受託機構**則須提報信託財產評審委員會並報告受託機構董事會。

從上述說明中可看出，於新光一號不動產投資信託基金之運作過程中，不動產管理機構扮演著積極主導之角色，而受託機構兆豐銀行則為監督及核定之角色。不動產管理機構就基金資產運用之優劣當然亦直接反映在不動產投資信託基金之績效上。同樣的情形，於我國其他不動產投資信託之案例中（例如富邦一號、二號及國泰一號），亦可看出類似受託機構與不動產管理機構於不動產投資信託架構下之分工執掌，而受託機構就基金資產之管理維護實屬於監督與核定之角色實無疑問。

另依受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第十三條就不動產管理機構之義務及責任規範如下：「一、為協助受託機構規劃、管理、經營、處分本基金所購置之不動產及不動產相關權利，受託機構委任不動產管理機構_____股份有限公司，辦理不動產投資信託計劃，不動產管利機構之資料如附件二所示。二、受託機構應依善良管理人之注意義務，就不動產管理機構之選任及對其所為之指示與監督，負其責任；不動產管理機構應就其受委託處理之事項，自負其專業及法律責任，受託機構對之不負擔保責任。三、有左列情形之一，經受託機構通知期限改善而未於指定期限內改善者，受託機構於報經主管機關洽商中央目的事業主管機關同意後，得終止委任契約，並得移轉其受任事項予其他不動產管理機構，不受原委任契約之限制：（一）不動產管理機構違反與受託機構委任契約內之約定事項。（二）不動產管理機構之業務或財務有嚴重缺

失。四、受託機構依前項規定終止委任契約時，受託機構與不動產管理機構間權利義務之結算及移交，依委任契約及本條例相關規定辦理。」。

總結前述所言，於不動產投資信託下之核心事務—基金資產之管理與運用，透過委任契約之訂定，已移轉與不動產管理機構負責。受託機構於不動產投資信託下之角色定位，特別就基金資產之管理及運用，業已轉變為監督及核定之角色。當然受託機構於前項所述之各項任務（如主管機關申請不動產投資信託基金之設立、製作公開說明書或投資說明書、各種信託專戶之設立、信託不動產之信託登記、重大資訊之揭露、基金收益之分配、召開受益人大會），仍應由受託機構自行處理，當無疑問。

第五項　不動產投資信託下受託機構之忠實義務

第一款　『**不動產證券化條例**』下受託人忠實義務之規範

一、**條例**第二條、第六十六條及第四條第二項合併觀察

受託機構於不動產投資信託下係屬於證券化之導管體及受益證券之發行人，且其法律上權利義務的屬性為信託關係，而業務運作上又有營業信託與商業信託的性格。從而有關不動產投資信託之事項，本條例之規範係屬特別法之性質而應優先適用，至於本條例未規範的情形，才回歸信託法、信託業法與證券交易法等普通法之適用。從條例第二條第一項法律適用順序及第六十六條不適用信託法部份條文之除外規定，基本上亦導出不動產投資信託仍屬信託關係，只是為配合實際證券化之運作，特別立法規範及調整信託關係人間之權利義務關係。另依條例第四條第二項之規定可看出受託機構為信託業法所稱之信託業，而可能適用信託業法之規定。

既然不動產投資信託之法律適用在條例無規範之情況下應適用信託法及信託業法之規範以為補充，有關該二法受託人忠實義務之規範似仍有其適用。亦即信託法第三十四、三十五條及信託業法第七、二十二、二十四、二十五、二十七條及相關辦法（例如信託業應負之義務及相關行為規範）及行政命令皆有適用之可能性。

二、**條例**第八條第二項

依條例第八條第一項第五款之規定，不動產投資信託計劃應記載信託財產預期收益之評估方法、評估基礎及專家意見。而同條第二項則規定出具意見之專家，應與受託機構及不動產所有人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實

質關係人之情事[102]。

三、**條例**第二十三條

不動產證券化條例第二十三條規定：「受託機構運用不動產投資信託基金，應依據投資分析報告作成投資決定，交付執行，作成投資決定紀錄及執行紀錄，並應定期向董事會提出檢討報告（第一項）。前項投資分析報告，應記載分析基礎、根據及建議；投資決定紀錄，應記載投資標的之種類、數量及時機；執行紀錄，應記載實際投資、或交易標的之種類、數量、價格及時間，並說明投資或交易差異原因（第二項）。受託機構運用不動產投資信託基金自行或委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分，應依計畫、取得、銷售、經營等階段作成書面控管報告，並按季向董事會提出各階段之檢討報告（第三項）。前三項書面資料，受託機構應按時序記載並建檔保存；其保存期限，自信託期間屆滿日起不得少於五年（第四項）。」

筆者以為本條之規定用意在於確保受託人執行信託事務所為投資決策之程序化。此規範實屬程序規範之一種，其目的在於便於受託人舉證其投資決策過程之合理性，並可作為日後是否有違反善良管理人注意義務及忠實義務之抗辯依據，及是否違反忠實義務下利害關係人交易之證明。如受託人已經作成合理之投資分析報告並交付執行，日後投資縱有虧損，受託人應得舉證其已盡善良管理人之注意義務及忠實義務，為信託基金之利益慎選投資標的而為投資，且無利害關係人交易之情事。此條之規定與我國證券投資信託及顧問法第十七條及共同信託基金管理辦法第二十三條之規範相當。於美國法上有所謂謹慎投資人規則（prudent investor rule）[103]，其法律效果即在於受託人如以符合謹慎投資人之資格時，其得以之抗辯違反忠實義務之主張。

另依條例第四十六條之規定，若受益證券採私募者，不適用條例第二十三條之規定。亦即於不動產投資信託採私募之情況下，為便於投資運用之彈性，受託人得免依投資分析報告以作成投資決定，而後交付執行，並作成投資決定紀錄及執行紀錄。筆者以為，本條之規定實屬不當。因縱使在私募之情況下，仍有投資

---

[102] 依財務會計準則公報第六號所定之關係人及實質關係人範圍如下：

2. 凡企業與其他個體（含機構與個人）之間，若一方對於他方具有控制能力或在經營、理財政策上具有重大影響力者，該雙方即互為關係人；受同一個人或企業控制之各企業，亦互為關係人。具有下列情形之一者，通常即為企業之關係人（但能證明不具有控制能力或重大影響力者，不在此限）：（一）企業採權益法評價之被投資公司。（二）對公司之投資採權益法評價之投資者。（三）公司董事長或總經理與他公司之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等以內關係之他公司。（四）受企業捐贈之金額達其收收基金總額三分之一以上之財團法人。（五）公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。（六）公司之董事、監察人、總經理之配偶。（七）公司之董事長、總經理之二親等以內親屬。在判斷是否為關係人時，除應注意其法律形式外，仍須考慮其實質關係。3. 關係人交易指關係人間資源或義務之移轉，不論有無計收價金均屬之。

[103] 有關美國法上謹慎投資人規則（prudent investor rule）之內涵請參閱本章第一節第一項第六款之說明。

運用之情形，實不因屬私募而有不同之規範。而且該等規範實屬程序規範，其規範之目的無非在於便於日後舉證之用。受託人投資決策之過程，要不因公開召募或私募而有所不同，此參考證券投資信託及顧問法無此等規定可知，其實屬立法上之疏失。

四、**條例**第二十五條第一項第三款

依條例第二十五條第一項第三款之規定，受託機構應依本條例之規定、不動產投資信託計劃及不動產投資信託契約之約定，募集發行或私募交付及投資運用不動產投資信託基金，並遵守下列規定：三、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。

本條之規定與證券投資信託及顧問法第十九條第一項第三款及共同信託基金管理辦法第二十四條第一項第三款之規定相當，皆屬於利益衝突交易防免之規範。其法理依據在於，若受託機構為圖利或協助某一信託基金募集成立，而運用另一所經管之信託基金，而互為買賣，此與民法禁止雙方代理之旨趣有違，且對投資之信託基金一方未必有利，故應予以禁止。惟陳春山教授認為[104]，有時「信託基金」間之交易應屬必須，如某一「信託基金」為應付受益人大筆買回，故必須出售其持有之證券，另一方面，新設立之「信託基金」持股比率過低應買進股票，此時其相互間之買賣應屬必要，且有利於新設立「信託基金」，應准許之。在投資操作上，對特定證券，或可能一「信託基金」買入為有利，另一「信託基金」亦為有利之情形，故實不必予以全面禁止。陳春山教授更進一步認為，不妨改為證管會[105]核准，始許為「信託基金」相互間之交易，一方面得以防弊，另一方面兼顧特殊情況之所需。

五、**條例**第二十六條第三項

依條例第二十六條第一項至第三項之規定：「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，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之（第一項）。信託財產評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考（第二項）。前項專業估價者或專家，應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事（第三項）。」。

本條就專業估價者之選任以出具不動產鑑估報告之規定，依第二項之規定觀之，係屬任意規定。惟不論如何，該被選任之專業估價者不得與受託機構之間具有財務會計準則公報第六條所定之關係人或實質關係人之情事。

---

[104] 陳春山，證券投資信託專論，五南圖書出版有限公司，2000 年 10 月，第 351 頁。

[105] 現已改為金融監督管理委員會證期局。

六、**條例**第四十七條準用金融資產證券化第二十五條

按不動產證券化條例第四十七條規定，不動產證券化所發行或交付之受益證券，準用金融資產證券化第二章第三節之規定（包括金融資產證券化第二十五條），而依第二十五條第五項之規定，由受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權。關於此一規範之法理依據詳參第二節第六項第一款五、之說明。

七、**條例**第四十八條第二項

依條例第四十八條第一項之規定受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約之約定，選任信託監察人，並依第二項之規定，信託監察人不得為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。誠如學者對金融資產證券化條例第二十八條規定之批判，被監督者不應選任監督者之情形，筆者亦認同之。此外，有疑問者，於不動產投資信託下，信託監察人得否由不動產投資信託之發起人擔任？依本條之規定似無限制，筆者以為甚為不當。按不動投資信託之發起人於不動產投資信託之實務運作上位居相當關鍵之角色，不動產投資信託整個計畫之推動最重要者莫過於發起人（初始投資標的之所有權人），也是因為發起人有資產轉換等財務上之需求，才會將不動產（不動產投資信託之初始投資標的）以買賣方式作為證券化之手段。可惜的是，於條例及施行細則中根本沒有發起人之定義，故亦無其相關規範，實屬立法上之疏漏。於擔任信託監察人之情形更是如此。

我國不動產證券化條例修正草案鑑於國內對開發型不動產納入條例第十七條第一項基金可投資之標的中之強烈需求，曾於民國九十四年制定行政院版不動產證券化修正草案送立法院三讀[106]，可惜該條爭議過大，迄今仍未通過。該草案中已將發起人之定義納入修正草案中，並於第四十八條修正草案中將發起人亦納入不得為信託監察人。

此外，主管機關為鑑於發起人角色之重要性及應對其加以規範，故於受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第一條定義部份即給予發起人明確之定義（發起人：指本基金所投資不動產之所有權人或不動產相關權利之權利人），另於諸多辦法及行政命令中亦對發起人有所規範。本文將於第四款中一併探討有關發起人部份之相關規範。

第二款　**『受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本』**有關忠實義務之規範

依條例第十二條之規定：「信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產

[106] 詳參法源法律網，「不動產證券化條例」部份條文修正草案。（www.lawbank.com.tw）

投資信託基金之定型化契約範本，報請主管機關核定（第一項）。受託機構募集不動產投資信託基金，其不動產投資信託契約之訂定及修改，就受益人權益保障之程度，不得低於主管機關所核定之不動產投資信託契約定型化契約範本（第二項）。」故不動產投資信託基金定型化契約範本所為之規範，受託機構亦須遵守。且從受益人保護之角度，定型化契約範本之規範內容更是最低標準。茲簡述定型化契約範本中有關受託人忠實義務之規範如下：

一、警句

按不動產投資信託基金定型化契約範本之規範，不動產投資信託契約首頁必須加入警句，其內容「一、本公司辦理信託業務，依法固應盡善良管理人之注意義務及忠實義務；但本公司不擔保，依法亦不能擔保本信託之管理及運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。二、信託財產經運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。」。故亦明示受託人負有忠實義務。

二、定型化契約範本第十一條（受託機構之義務及責任）第一項及第四項

依定型化契約範本第十一條第一項之規定：「受託機構及其負責人、代理人、受僱人應依不動產證券化條例、信託法、信託業法及其他相關法令規定、本信託契約、不動產投資信託計劃，以善良管理人之注意經營本基金，除本信託契約另有約定外，不得為自己、其受僱人、負責人、代理人或任何第三人謀取利益。受託機構因故意或過失違反法令或本契約約定致生損害於本基金者，受託機構應對本基金負損害賠償責任；其負責人、代理人或受僱人履行本信託契約約定之義務有故意或過失時，受託機構應與自己之故意或過失負同一責任。」；此外，同條第六項亦規定：「受託機構不得以任何名義享有信託利益，但與他人為共同受益人時，不在此限。」，此二項規定皆隱含利益衝突禁止之法理。

三、定型化契約範本第十四條（本基金之投資標的、基本方針及投資策略）第四項（一）第 3 點

其規定「3.受託機構不得向自己或利害關係人取得或處分不動產或不動產相關權利。」，本條之規定與信託業法第二十五條自易行為絕對禁止之規範相當。

有疑問者，受託機構得否為本基金而與受託機構、不動產管理機構、複委任機構或前揭機構之關係企業進行交易？舉實務所見以便於說明，依新光一號不動產投資信託基金契約第二十條之規定：「一、受託機構、不動產管理機構或複委任機構為本基金而與受託機構、不動產管理機構、複委任機構或前揭機構之關係企業進行交易時，其條件不得劣於一般獨立當事人間進行常規交易之交易條件。受託機構、不動產管理機構或複委任機構為本基金而與持有本基金已發行在外受

益權單位總數百分之五以上之主要投資人進行交易時，其交易條件亦不得劣於一般獨立當事人間進行常規交易之交易條件。」。依筆者見解，本契約此項規範實屬不當，主管機關為何准許此一條款實難以理解。因其顯然把民法雙方代理原則禁止之規範透過契約明文而予以全然認可雙方代理。雖其交易條件不得劣於一般獨立當事人間進行常規交易之交易條件，但總括性的空白授權似乎不應規範於契約內，而且允許雙方代理之當事人範圍亦擴大，包含了不動產管理機構及其複委任機構，實在給予受規範者過多的操作空間。

四、**定型化契約範本**第十四條（本基金之投資標的、基本方針及投資策略）第四項（二）第 3 點

其將條例第二十五條第一項第三款之規定（受託機構投資運用本基金，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。）納入定型化契約條款中。

第三款　不動產證券化條例有關受託人忠實義務之相關辦法及行政命令

一、**不動產證券化條例施行細則**第十三條第一項

受託機構、信託監察人、不動產資產信託之委託人，不得擔任信不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構。

二、**『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』**第七條第二項及第三項

信託監察人不得為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（第二項）。受託機構自行管理及處分信託財產者，應設信託監察人（第三項）。

三、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第九條第一項第四款

依該準則第九條之規定：「投資計劃概況應記載下列事項：四、基金所投資不動產之所有人或不動產相關權利之權利人，是否為受託機構之利害關係人。」。

四、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第十二條第一項第二款及第四款

依該準則第十二條之規定：「基金之經營與管理人員概況應記載下列事項：二、受託機構運用不動產投資信託基金之決策過程及各步驟之負責人員（包括投資分析、投資決策、投資執行及投資檢討）。四、防止利益衝突之內部規範。」。

五、**『信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項』**（財政部 92.10.16 台財融（四）字第 092004650 號函核定）第六條

依該事項第六條之規定：「信託業應明確劃分各單位職責，規定投資、交易、清算、保管等各重要職位不得兼任，且不得由同一人自始自終負責全部之作業，以建立人員配置之分工牽制。」。

六、**『信託業辦理不動產投資信託暨不動產資產信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露及風險管理應行注意事項』**（96.07.09 修正）第十二條第一項

依該注意事項第十二條之規定，信託業對不動產投資信託基金之風險管理，除應遵守經營信託業務風險管理之相關法規外，並應遵守下列規定：一、信託業從業人員應盡忠實義務，不得有詐欺或不當行為之情事。

第四款　受益證券投資人保護下利益衝突限制範圍之擴大

我國不動產投資信託關係下受託機構之角色除須擔任如同金融資產證券化下之證券化導管體及受益證券發行人之角色外，兩者最大之差別即在於信託基金實質的投資運用。然而依我國現行信託業皆係由不具不動產管理經驗之銀行所兼營，除極少數之專業銀行或可自行管理或處分不動產外，絕大多數之銀行信託部皆無此等能力。以截至目前為止所設立之八檔不動產投資信託基金為例，其不動產管理機構皆非由受託機構自行擔任，而係由受託機構依不動產投資信託計劃所委任[107]。此外，不動產投資信託基金得以受投資人之青睞，其參與機構間（包括發起人、安排機構、受託機構、信託監察人、不動產管理機構、不動產估鑑機構、信用評等機構、信用增強機構、出具專業意見之會計師及律師、不動產管理機構、受益證券承銷商、受益證券銷售機構等）之通力合作實不可或缺。故我國不動產證券化條例、施行細則及相關行政命令或函示對此等之人皆納入規範，以保護投資人之權益。亦即，於非營業信託（民事信託）或一般營業信託業務下所強調之受託人忠實義務規範就受益人之保障程度已顯有不足，特別是在利益衝突禁止之規範上，多將部分參與機構之成員納入規範，其規範目的亦在保護投資人之權

[107] 舉例而言，富邦一號及富邦二號之不動產管理機構為富邦建築經理股份有限公司，新光一號及二號之不動產管理機構則為新昕國際股份有限公司（新光人壽轉投資），國泰一號之不動產管理機構則為國泰建築經理股份有限公司。

益。本款中即就該等規範予以整理歸納如下：

一、**條例**第八條第二項

依條例第八條第一項第五款之規定，不動產投資信託計劃應記載信託財產預期收益之評估方法、評估基礎及專家意見。而同條第二項則規定出具意見之專家，應與受託機構及不動產所有人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。

二、**條例**第二十二條第三項第三款

依條例第二十二條第三項第三款之規定：「受託機構委請專業估價者出具估價報告時，應符合下列規定：三、專業估價者及其估價人員應與交易當事人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。」。

三、**條例**第二十六條第三項

依條例第二十六條第一項至第三項之規定：「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，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之（第一項）。信託財產評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考（第二項）。前項專業估價者或專家，應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事（第三項）。」

四、**條例**第四十八條第二項

依條例第四十八條第一項之規定受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約之約定，選任信託監察人，並依第二項之規定，信託監察人不得為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。

五、**條例施行細則**第十三條

受託機構、信託監察人、不動產資產信託之委託人，不得擔任不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構（第一項）。主辦證券承銷商不得擔任當次不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構（第二項）。依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫同次發行之證券，應委託同一機構簽證（第三項）。

六、**『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』**第四條第一項第十七款

依該條之規定：「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，除填具申請書或申報書外，並應檢具下列書件三份，向主管機關申請核准或申報生效後，始得為之：十七、受託機構出具發起人非其利害關係人之聲明書。」。

七、**『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』**第六條

依該辦法第六條第一項之規定：「不動產投資信託契約及不動產資產信託契約，除應依本條例第十條及第三十三條規定記載外，應再記載下列事項：
一、所有受益證券之持有人，於每一年度中至少有三百三十五日，合計應達五十人以上，每一自然人、法人、基金及信託契約均視為一人。但有下列情事之一者，不在此限：
（一）受益證券均為私募，且除不動產資產信託之委託人因信用增強目的依不動產資產信託計畫而持有者外，持有人均非自然人且非不動產投資信託發起人或不動產資產信託委託人，或其利害關係人或公司法所稱之關係企業或財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人者。
（二）債權型態之不動產資產信託受益證券，其第一順位為募集發行，且扣除委託人因信用增強目的依不動產資產信託計畫持有受益證券之總金額後，獨立專業投資者持有各種受償順位受益證券之總金額，達其餘受益證券發行總金額之一半以上者。
二、任五人持有不動產投資信託受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之一半以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限。
三、任五人持有不動產資產信託第一受償順位受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之一半以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限。
四、受託機構對於因其持有受益證券致不符合前三款規定之持有人，應通知該持有人於一個月內轉讓受益證券以符合規定。該持有人屆期未轉讓者，不得行使其受益權之表決權，且受託機構不得再分配信託利益予該持有人。但證券承銷商因包銷持有受益證券致不符合第一款規定者，不在此限。
五、發起人因讓與不動產或不動產相關權利而持有受益證券者，應將受益證券提交經證券主管機關核准設立之證券集中保管事業辦理集中保管，且自持有受益證券起一年內不得中途解除保管、轉讓或設質。」。

八、**『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』**第七條第二項及第三項

信託監察人不得為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（第二項）。受託機構自行管理及處分信託財產者，應設信託監察人（第三項）。

九、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第二條第二項

本辦法所稱不動產證券化關係人，包括本條例所稱受託機構、不動產管理機構、不動產資產信託之委託人、信託監察人及其他參與不動產證券化過程者。

十、財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法第六條第三項預警、紀律及內部控管有關事項

本辦法第六條規定：「主管機關得委託專門職業及技術人員，就不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之執行狀況及其他相關事項，對不動產證券化關係人進行下列各項目之查核：三、預警、紀律及內部控管有關事項：（一）與利害關係人間有關信託財產或受讓資產交易之內容、交易條件及交易價格。」。

十一、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第八條第二項

受查不動產證券化關係人之利害關係人、職員、受雇人不得擔任辦理查核之專門職業及技術人員。專門職業及技術人員受託查核不動產證券化關係人應保持超然獨立，並出具聲明書。

十二、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第十三條第一項

專門職業及技術人員受託辦理查核時，應依各項查核時機擬訂查核程序，其得就各受查不動產證券化關係人採取之主要查核程序列舉如下：一、受託機構：（七）查明受託機構與依本條例第八條第一項第五款或第三十一條第一項第九款規定出具意見之專家，是否無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。（四三）查明受託機構是否以善良管理人之注意處理不動產證券化信託事務，並負忠實義務。四、信託監察人：（五）查明信託監察人是否非為受託機構之利害關係人、職員、受僱人或不動產資產信託之委託人。（六）查明信託監察人是否負善良管理人之注意義務，依本條例規定為受益人之權益執行職務，並負忠實義務。

十三、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第九條第一項第二款至第四款

依該準則第九條規定，投資計劃概況應記載下列事項：二、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及信託財產已有穩定收入之專家意見，並敘明該專家與受託機構有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。三、信託財產經專業估價者依本條例第二十二條規定出具估價報告書之重要內容，並敘明專業估價者及其估價人員與交易當事人有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事（無確定投資標的者免附）。四、基金所投資不動產之所有人或不動產相關權利之權利人，是否為受託機構之利害關係人（無確定投資標的者免附）。

第四節　不動產證券化受託人之忠實義務—不動產資產信託

第一項　不動產資產信託之意義

不動產資產信託（Real Estate Investment Trusts, REATs）依不動產證券化條例第四條第一項第四款之規定，係指依本條例之規定，委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並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，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。

我國不動產資產信託亦屬契約型而非公司型。委託人將具有穩定收入之不動產或不動產相關權利信託予受託機構，並以其名義辦理信託登記，於地政機關不動產登記簿所有權部之其他事項欄上以記名為「不動產資產信託基金信託財產」，受託機構藉此資產為擔保發行受益證券募集資金，依不動產資產信託契約之約定，將資金交由委託人，且負責信託財產之經營管理（亦可委由不動產管理機構經營），過程中衍生的收益則依投資人持有證券之種類與比例依契約之約定分配之[108]。

不動產資產信託與不動產投資信託雖皆以不動產之流動化（證券化）為其目的，但兩者之間差異頗大，茲分述如下：

一、信託本質：

不動產投資信託屬金錢信託之類型；**不動產資產信託**則為不動產信託。（分類標準請參考信託業法施行細則第五條之規定）

二、原始信託財產：

不動產投資信託為受益人為購買受益證券所繳交之價金；**不動產資產信託**則為委託人信託予受託人之不動產。

三、委託人：

不動產投資信託的委託人為不特定投資大眾（定型化契約範本第一條第九款）；**不動產資產信託**則為依信託契約移轉不動產或不動產相關權利予受託機構之自然人或法人（定型化契約範本第一條第五款）。

四、信託目的：

不動產投資信託之信託目的為「委託人為信託投資本信託契約第○○條所訂之投資標的之目的，將金錢信託予受託機構，並由受託機構依據向主管機關

[108] 張金鶚、白金安合著，不動產證券化理論與實務，中華民國證券暨期貨發展基金會，2005 年 3 月，第 273 頁。該書亦指出，於不動產資產信託的運作機制中，包含了二個信託行為，即委託人將不動產或其相關權利信託與受託機構之不動產信託行為，與投資人認購受益證券之金錢信託行為，此二元信託的關係在結構上，藉由不動產資產信託契約來規範當事人的權義關係，並設置信託監察人監督信託基金之運作，其中不同於不動產投資信託機制的是受託機構可以發行不同種類的證券，即藉由分券設計的方式滿足不同投資需求，且信託之不動產亦可依約定採賣斷或信託終了返還委託人。

申請核准之**不動產投資信託**計劃內容運用投資」(受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第二條)；**不動產資產信託**則為依委託人設立信託之目的訂明於契約內，定型化契約範本第二條則空白由契約當事人自行填載（不動產資產信託定型化契約範本第二條)。

五、設立標準（實收資本額）及承作限額之差異

依信託業設立標準第三條第一項但書之規定，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台幣十億元；僅辦理**不動產資產信託**業務者，其最低實收資本額為新台幣三億元；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台幣十億元。另依該標準第十八之一條第二項之規定，辦理**不動產投資信託**或**不動產資產信託**業務之信託公司，其實收資本額未達新台幣十億元者，受託管理及處分之信託財產總餘額，不得超過其淨值之二十倍。而因僅辦理**不動產投資信託**業務之信託公司其實收資本額依該標準第三條之規定，實收資本額必達新台幣十億元，故除因虧損致使實收資本額低於新台幣壹拾億元，否則僅辦理**不動產投資信託**之信託業並無承作量之限制。

六、信託財產之運用：

不動產投資信託雖所募集之基金剛開始皆用於購買初始投資標的，僅保留相當少之流動準備，但因對所投資之不動產標的仍有處分及轉換之可能，故亦重視基金之投資運用；而於**不動產資產信託**，委託人辦理**不動產資產信託**之目的即為融資，故受託機構將出售受益證券所得之價金交予委託人，因此，不動產證券化條例對於不動產資產信託之基金運用並無太大限制(不動產證券化條例第三十六條於不動產資產信託未準用不動產投資信託第十七條之規定)。另可比較「受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點」(95.04.12.）第三條及第五條之差異，依該要點第三條之規定，受託機構選任辦理**不動產投資信託**業務之不動產管理機構，應配置符合資格之專職基金資產管理人員與專職不動產管理人員各一名以上之人員；然於同要點第五條則規定，於**不動產資產信託**下，受選任之不動產管理機構僅須設置一名以上之專職不動產管理人員。

七、受益證券性質：

不動產投資信託之受益證券多為封閉型之不動產投資信託基金，其屬權益（equity）性質；**不動產資產信託**之受益證券則多屬債券性質，屬投資人對委託人之融資。

八、信託財產規模：

不動產投資信託為便利基金資產投資運用及考量基金運作成本經濟規模，故信託財產規模通常較大，數十億至百億皆有；**不動產資產信託**通常係單一不動產之融資行為，故其信託財產規模較小，數億元亦可發行。

九、信託期間：

不動產投資信託契約通常不定存續期間(參新光一號及富邦二號不動產信託

契約)；**不動產資產信託**因多屬委託人融資行為，故皆有一定之存續期間。

十、受益證券商品特色（從投資人角度)：

不動產投資信託強調穩定收益(租金收益)外，亦可享有不動產增值之利益；**不動產資產信託**因屬融資之行為，優先受益證券投資人投資受益證券之目的係為獲取高於市場利率之報酬，於受益證券還本付息後投資人即脫離信託關係，而非為不動產增值之效益。

十一、受益證券面額及募集方式：

不動產投資信託因訴求對象為社會大眾，受益證券面額通常較小（多為新台幣壹萬元)，且多採公開募集方式；**不動產資產信託**因與發行受益證券之利率息息相關，加以發行架構較為複雜，通常以法人投資人為主，多採私募方式，且一般面額較大。

另近年來實務上常見之「不動產信託受益權轉讓業務」[109]與不動產資產信託在運作架構上十分類似，皆側重在委託人融資需求上，並皆屬受益權轉讓之性質。茲就「不動產信託受益權轉讓業務」之運作架構簡述如下：委託人（通常為建設公司）為開發不動產以興建集合大樓，將興建不動產基地設定抵押權予銀行，以取得土地融資及建築融資，並就所得融資不足全部興建資金之資金缺口部份，透過信託方式，將興建基地所有權、興建資金（包括融資款及自有資金）及興建起造權利信託予銀行（通常為融資銀行）以取得信託受益權，並以此受益權為基礎透過受益權轉讓契約之約定對外洽詢特定人購買受益權，並於受益權轉讓契約內約定投資人可取得之固定報酬（高於市場利率一定水準，例如 3%的風險貼水）及工案興建完成銷售後信託財產轉換為金錢後之本金受償順位（一般皆低於融資銀行，但高於委託人)。委託人於不動產信託受益權轉讓之過程中，最大的利益在於可降低自有資金且可保有開發利益。而不動產信託受益權受讓人購買受益權之目的則在於獲取高於市場利率之溢額報酬，且透過信託銀行或建築經理公司之監督，投資風險較低。

雖兩者運作上之本質十分類似，但兩者差異頗多，茲分述如下以供參考：

一、適用法律規範：

不動產信託受益權轉讓業務適用信託法、信託業法（包括施行細則）及相關行政命令（主要以「信託業辦理不動產信託業務之受益權規範」為規範內容)；**不動產資產信託**則以不動產證券化條例為優先適用法律。

二、信託財產範圍：

不動產信託受益權轉讓業務主要以開發中之工案為主[110]；**不動產資產信託**受限於不動產證券化條例之規定（條例第十七條第一項)，以具有穩定收入之

---

[109] 主管機關規範內容詳參信託公會研擬之「信託業辦理不動產信託業務之受益權規範」行政院金融監督管理委員會 95.2.3 金管銀（四）字第 09500002710 號函洽悉。

[110] 實務上亦常見遊樂園區、飯店或購物中心之開發或重大修繕，因向銀行融資不易，故業主希望透過信託之受益權轉讓方式對外籌資，然因常常有違法吸金及誤導投資人之嫌，故信託業者實際承作案例不多。

不動產為限。

三、受益證券發行人：

不動產信託受益權轉讓業務僅屬於委託人與投資人間受益權買賣之行為，現行法令規定不得發行證券性質之有價證券(信託業辦理不動產信託業務之受益權規範第四條)；**不動產資產信託**受益證券之發行人為受託機構（不動產證券化條例第四條第一項第二款)。

四、監督機制：

不動產信託受益權轉讓業務因屬私契約性質，僅受託人依信託業法之規範而受主管機關監督；**不動產資產信託**為保障投資人，監督機制遠比不動產信託受益權轉讓業務嚴謹，不僅發行前須經主管機關申請核准或申報生效，發行後亦持續監督。

五、資訊公開機制：

不動產信託受益權轉讓業務屬一般營業信託業務，故受個人資料保護法之規範，無資訊公開機制；**不動產資產信託**因屬證券化業務，不動產證券化條例定有諸多資訊公開規範，為強行法規。

六、稅惠獎勵：

不動產信託受益權轉讓業務屬一般營業信託業務，無任何稅惠機制鼓勵；**不動產資產信託**依不動產證券化條例享有諸多稅惠機制，例如依條例第五十條第三項對利息所得分配時採分離課稅，不併入受益人之綜合所得額或營利事業所得額，稅率目前為6%（各類所得扣繳率標準（95.09.07）第二條第三項（三))。

七、信託期間：

不動產信託受益權轉讓業務之信託契約期間多以興建工案所需期間為依據；**不動產資產信託**則以委託人融資需求期間為依據發行受益證券。

八、業務運作參與機構：

不動產信託受益權轉讓業務之參與者僅限於委託人、受託人及受益權承購人，頂多加上建築經理公司；**不動產資產信託**則除了委託人、受託人及受益人外，尚有諸多參與機構(例如不動產管理機構、安排機構、信用評等機構、信用增強機構、證券承銷商、出具專業意見之律師及會計師等等)。

九、受益權發行成本：

不動產信託受益權轉讓業務因相當富有彈性，且法規限制相當少，故受益權發行成本較低；**不動產資產信託**因參與機構眾多，故受益證券發行成本相當高[111]。

[111] 不動產證券化各項費用可分為前置費用及發行後費用，前置費用：各專家費用包含主辦顧問費、信用評等費、律師費、會計師費、估價師費、承銷費、上市（櫃）費用、受託機構費用及相關作業費，以上費用依規劃支出。發行後費用：管理服務機構費、不動產經營管理費用、受託機構費用、會計師查核費用、估價師費用、受益證券事務處理費及相關作業費用。

第二項　不動產資產信託之運作流程

不動產資產信託依運作流程先後，簡述如下：

一、由安排機構、委託人、受託機構及其他參與機構或人員共同擬定不動產資產信託架構及不動產資產信託契約。

二、不動產估價師、會計師或律師對於不動產資產信託提出專業評估，信託評等機構則對於受託機構所發行之受益證券進行評等。

三、由受託機構檢附相關書件向主管機關申請公開招募或私募不動產資產信託受益證券（條例第二十九條第一項）。

四、受託機構經主管機關核准同意或申報生效(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第五、十、十五條)。

五、受託機構發行不動產受益證券，而受益證券之銷售，可委由證券承銷商承銷（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第九、十、十七、十八條)。

六、受託機構向投資人收取價款，並交付投資人受益證券，以表彰投資人之投資權益，投資人並得在證券市場上買賣受益證券。

七、受託機構扣除證券化費用，給付委託人所出售之受益證券價款。

八、受託機構委任不動產經營管理機構進行不動產管理。

九、不動產管理機構針對不動產進行經營管理，以收取不動產收益。

十、受託機構扣除必要支出與其他相關費用之後，將不動產之利益、孳息或其他收益分配給各受益證券之受益人（條例第五十條)。

十一、受託機構或受益人會議得選任信託監察人，負責召開受益人大會，以決定資產信託之重大事項，並執行受益人會議之決議以及代表訴訟(條例第四十七、四十八條)。

第三項　不動產資產信託下受託機構之任務

受託機構於不動產資產信託運作流程中的任務[112]：

一、研擬不動產資產信託計劃、不動產資產信託契約書、公開說明書或投資說明書等相關書件。

二、與委託人簽定不動產資產信託契約書。

三、與不動產管理機構簽訂委任契約。(如有)

四、選任信託監察人。(如有)

五、向主管機關金融監督管理委員會申請核准(申報生效)不動產資產信託計劃、

[112] 張金鶚、白金安合著，不動產證券化理論與實務，中華民國證券暨期貨管理基金會，2005 年 3 月，第 292 至 293 頁。

不動產資產信託契約書，以及公開說明書或投資說明書等相關書件。

六、提供公開說明書或投資說明書予投資人。

七、發行受益證券、募集信託基金，並設立信託專戶及各項帳戶。

八、自行或委任不動產管理機構進行管理不動產。

九、得依不動產資產信託契約之約定，以信託財產借入款項。

十、得向受益人收取辦理不動產資產信託之手續費及報酬，或逕於不動產資產信託之信託財產扣除支付之。

十一、得終止違反委任契約之約定事項及業務或財務有嚴重缺失的不動產管理機構的委任契約。

十二、受託機構應設置受益人名冊。

十三、製作不動產資產信託之相關會計簿冊。

十四、依信託業法第二十一條定期召開信託財產評審委員會，並定期向董事會提出信託財產管理運用情形之檢討報告。

十五、負責召集受益人會議。

十六、將信託收益分配與委託人及投資人，並給予不動產管理機構之報酬。

十七、不動產資產信託契約終止後，受託機構依契約約定，將信託財產返還委託人或處分信託財產。

第四項　不動產資產信託下受託機構之角色定位

於不動產資產信託下，委託人將不動產信託予受託機構，其目的在於受託機構以不動產為基礎發行受益證券以募集資金，以達委託人融資之目的。亦即受託機構於募集完成後必將所募資金絕大部份移轉予委託人，僅保留部份流動準備以供日常信託事務處理之用，與不動產投資信託基金強調基金資產之管理運用明顯不同。然而，受託機構於不動產資產信託下因受託不動產之產權或相關權利，必須對不動產為管理及維護以產生穩定之收益以分配予受益人，故對不動產之管理維護與不動產投資信託相同[113]，皆因受託機構本身為對不動產不具管理經驗與能力之金融機構所擔任，故實務上截至目前為止（96.09.30.）我國所有之不動產資產信託案例，皆由受託機構委任不動產管理機構負責信託不動產之管理與維護，而不動產管理機構通常即為不動產資產信託之委託人或其關係企業子公司。委託人證券化之目的除可達到融資需求外，亦可賺取不動產管理機構之受任報酬。而主管機關基於委託人對於所信託之不動產營運情形最為瞭解。當然亦同意委託人或其關係企業擔任不動產管理機構，以管理及維持信託不動產之收益。

如前段所述，受託機構於不動產資產信託所扮演之角色與不動產投資信託下差異不大，反而不動產管理機構所負之責任差異頗大。而兩種信託架構下最主要

[113] 詳參本章第三節第四項之說明。

的差異即在於不動產資產信託因係以不動產為基礎資產，信託財產除因受益證券屆期還本付息所需，必須以不動產處分後之價金償還受益人外[114]，信託期間通常並不會對不動產為處分，以維持不動產本身之租金收益得以依受益證券所載利息配發予受益證券投資人。故不動產管理機構於不動產資產信託下之功能主要為信託不動產之管理及維護，而受託機構立於委任契約委任人之角色，亦對不動產管理機構負有選任及監督其職務執行之責。此外，兩者間之差異，亦可從主管機關所訂「受託機構選任不動產管理機構應符合之一定條件及其委任契約應記載事項作業要點」對人員配置的基本要求中即可看出，如屬不動產投資信託，不動產管理機構應配置符合一定資格條件之專職基金資產管理人員及專職不動產管理人員各一名以上之人員；如屬不動產資產信託，不動產管理機構僅須配置一名以上之專職不動產管理人員即可。

當然受託機構除就信託不動產之管理委任不動產管理機構負責外，於前項所述之各項信託任務（如主管機關申請不動產資產信託之設立、製作公開說明書或投資說明書、各種信託專戶之設立、信託不動產之信託登記、重大資訊之揭露、信託財產收益之分配、召開受益人大會），仍應由受託機構自行處理，當無疑問。

第五項　不動產資產信託下受託機構之忠實義務

第一款　**『不動產證券化條例』**下受託人忠實義務之規範

一、**條例**第二條、第六十六條及第四條第二項合併觀察

說明內容與不動產投資信託相同，詳參本章第三節第五項第一款一、之說明。

二、**條例**第二十三條

依條例第三十六條之規定，條例第二十三條規定內容於不動產資產信託準用。說明內容與不動產投資信託相同，詳參本章第三節第五項第一款三、之說明。

三、**條例**第二十五條第一項第三款

依條例第三十六條之規定，條例第二十五條規定內容於不動產資產信託準用。說明內容與不動產投資信託相同，詳參本章第三節第五項第一款四、之說明。

---

[114] 此種架構稱為處分型，另一種為保證還本型。於不動產資產信託處分型下，信託期間屆滿係由受託機構將不動產處分後所得價金依受益證券類型償還受益證券本金及應計利息，例如新光中山大樓之不動產資產證券化，期滿由受託機構處分不動產，以處分價金還本付息。而保證還本型則於信託期間屆滿則由委託人保證還本，以清償受益證券之本息，例如嘉新 IBM 大樓之不動產資產證券化，信託期間屆滿由嘉新保證還本付息。

四、**條例**第二十六條第三項

依條例第三十六條之規定，條例第二十五條規定內容於不動產資產信託準用。說明內容與不動產投資信託相同，詳參本章第三節第五項第一款五、之說明。

五、**條例**第三十五條及第三十一條第一項合併觀察

依條例第三十五條規定：「不動產資產信託之委託人為受託機構之利害關係人時，受託機構不得就該不動產資產信託依本條例規定發行受益證券。但委託人有數人，且有利害關係之委託人就信託財產所占持分及持有擔保物權持分之合計比率未達百分之二十時，不在此限。」。按不動產資產信託之委託人實為不動產資產信託之發動者，而不動產資產信託之目的通常多以融資為考量，若不動產資產信託之委託人與受託機構為關係企業，將可能造成受託機構為自身利害關係人考量而無法為受益證券投資人之利益忠實執行信託事務。故條例第三十五條明文予以禁止委託人與受託機構間有利害關係之情事，此參考金融資產證券化條例第九條第四項之規定，亦規範創始機構與受託機構不得同一關係企業，採相同之法理基礎。惟不動產證券化條例所不同者，乃立法者考量於共同委託之情形，若與受託機構有利害關係之委託人就信託財產所占持分及持有擔保物權持分之合計比率未達百分之二十時，則考量利害衝突之情形較為輕微，且有其他不具利害關係之委託人得以監督不動產資產信託架構之設計，並與信託法第三十四條但書之立法意者相通，故例外地准許與受託機構具有利害關係之委託人得與他人共同委託受託機構辦理不動產資產信託業務。但為確保受託機構不致發生損害其他委託人或受益人之情事，條例第三十五條第一項第十款規定，要求受託機構必須於不動產資產信託計畫內訂定交易處理程序及內部控管方式之說明。

六、**條例**第三十一條第二項

依條例第三十一條第一項之規定，不動產投資信託計畫應記載下列事項：九、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見。而依同條第二項之規定，前項第九款規定出具意見之專家，應與委託人及受託機構無財務會計準則公報第六條所定之關係人或實質關係人之情事。

七、**條例**第四十八條第二項（信託監察人資格之限制）

說明內容與不動產投資信託相同，詳參本章第三節第五項第一款六、之說明。

第二款　**『不動產資產信託定型化契約範本』**有關忠實義務之規範

依條例第三十六條之規定，條例第十二條之規定於不動產資產信託準用之。而依條例第十二條之規定：「信託業商業同業公會應訂定受託機構募集不動產投資信託基金之定型化契約範本，報請主管機關核定（第一項）。受託機構募集不動產投資信託基金，其不動產投資信託契約之訂定及修改，就受益人權益保障之程度，不得低於主管機關所核定之不動產投資信託契約定型化契約範本（第二項）。」。故信託業商業同業公會依此訂定「不動產資產信託定型化契約範本」以供受託機構訂立不動產資產信託契約時之遵循標準。茲簡述定型化契約範本中有關受託人忠實義務之規範如下：

一、**警句**

按不動產資產信託定型化契約範本之規範，不動產資產信託契約首頁必須加入警句，其內容「一、本公司辦理信託業務，依法故應盡善良管理人之注意義務及忠實義務；但本公司不擔保，依法亦不能擔保本信託之管理及運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。二、信託財產經運用於存款以外之標的者，不受存款保險之保障。」。故亦明示受託人負有忠實義務。

二、**定型化契約範本**第十一條（受託機構之義務及責任）第三項

依定型化契約範本第十一條第三項之規定：「受託機構處理信託事務時，應負忠實義務，並不得為左列利益衝突之行為：（一）信託業法第二十五條所規定之行為。（二）其他相關法令所禁止之利益衝突行為。」。

三、**定型化契約範本**第十四條（信託財產管理運用及處分之原則及限制）第一項第三款

依定型化契約範本第十四條第一項之規定，受託機構應秉持穩健原則及風險分散原則，依相關法令、本信託契約及不動產資產信託計畫之約定，管理處分信託財產，並應遵守左列規定：（三）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。本條項係將條例第二十五條第一項第三款之規定透過條例第三十六條之準用，而納入不動產資產信託定型化契約條款。

第三款　不動產證券化條例有關受託人忠實義務之相關辦法及行政命令

一、『**不動產證券化條例施行細則**』第十三條第一項

受託機構、信託監察人、不動產資產信託之委託人，不得擔任不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構。

二、**『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』**第七條第二項及第三項

信託監察人不得為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（處理辦法第七條第二項）。受託機構自行管理及處分信託財產者，應設信託監察人（處理辦法第七條第三項）。

三、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第二十二條第一項第九款及第十款

依該準則第二十二條之規定：「信託財產概況應記載下列事項：九、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及信託財產已有穩定收入之專家意見，並敘明該專家與受託機構或委託人間有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。十、委託人為受託機構之利害關係人，受託機構之交易處理程序及內部控制方式之說明。」。

四、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第十二條

依該準則第二十六條之規定，該準則第十二條之規定於不動產資產信託準用之。而依該準則第十二條之規定：「基金之經營與管理人員概況應記載下列事項：二、受託機構運用不動產投資信託基金之決策過程及各步驟之負責人員（包括投資分析、投資決策、投資執行及投資檢討）。四、防止利益衝突之內部規範。」。

五、**『信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制予稽核制度應行注意事項』**（財政部 92.10.16 台財融（四）字第 092004650 號函核定）第六條

依該事項第六條之規定：「信託業應明確劃分各單位職責，規定投資、交易、清算、保管等各重要職位不得兼任，且不得由同一人自始自終負責全部之作業，以建立人員配置之分工牽制。」。

六、**『信託業辦理不動產投資信託暨不動產資產信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露及風險管理應行注意事項』**（96.07.09 修正）第十二條第一項

依該注意事項第十二條之規定，信託業對不動產投資信託基金之風險管理，除應遵守經營信託業務風險管理之相關法規外，並應遵守下列規定：一、信託業

從業人員應盡忠實義務，不得有詐欺或不當行為之情事。

第四款　受益證券投資人保護下利益衝突限制範圍之擴大

不動產資產信託關係下受託機構之角色與金融資產證券化下受託機構之角色定位相當，皆係作為證券化導管體及受益證券發行人之角色，且兩者於信託架構下皆屬以基礎資產（不動產或金錢債權）作為融資之手段。而因不動產資產信託亦屬架構融資（structured financing）之一種，參與機構眾多，故不動產證券化條例及相關行政命令對此等參與機構亦訂有諸多利益衝突避免之規範，以保護受益證券投資人。亦即於不動產資產信託下，如同不動產投資信託，不僅受託人須負忠實義務，其他參與機構大多亦有明文規範不得為利害關係人之情事，以避免損及投資人之權益。本款中即就該等規範予以整理歸納如下：

一、**條例**第二十二條第三項第三款（條例第三十六條明文不動產資產信託準用不動產投資信託之規範）

依條例第二十二條第三項第三款之規定：「受託機構委請專業估價者出具估價報告時，應符合下列規定：三、專業估價者及其估價人員應與交易當事人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。」。

二、**條例**第二十六條第三項（條例第三十六條明文不動產資產信託準用不動產投資信託之規範）

依條例第二十六條第一項至第三項之規定：「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，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之（第一項）。信託財產評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考（第二項）。前項專業估價者或專家，應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事（第三項）。」

三、**條例**第四十八條第二項

依條例第四十八條第一項之規定受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約之約定，選任信託監察人，並依第二項之規定，信託監察人不得為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。

四、**條例施行細則**第十三條

受託機構、信託監察人、不動產資產信託之委託人，不得擔任不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構（第一項）。主辦證券承銷商不得擔任當次不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫所發行受益證券之簽證機構（第二項）。依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫同次發行之證券，應委託同一機構簽證（第三項）。

五、**『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』**第五條第一項第十八款

依該條之規定：「受託機構募集或私募不動產資產信託受益證券，除填具申請書或申報書外，並應檢具下列書件三份，向主管機關申請核准或申報生效後，始得為之：十八、受託機構出具委託人非其利害關係人之聲明書或委託人符合本條例第三十五條但書規定之證明文件。」。

六、**『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』**第六條

依該條第一項之規定：「不動產投資信託契約及不動產資產信託契約，除應依本條例第十條及第三十三條規定記載外，應再記載下列事項：
一、所有受益證券之持有人，於每一年度中至少有三百三十五日，合計應達五十人以上，每一自然人、法人、基金及信託契約均視為一人。但有下列情事之一者，不在此限：
（一）受益證券均為私募，且除不動產資產信託之委託人因信用增強目的依不動產資產信託計畫而持有者外，持有人均非自然人且非不動產投資信託發起人或不動產資產信託委託人，或其利害關係人或公司法所稱之關係企業或財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人者。
（二）債權型態之不動產資產信託受益證券，其第一順位為募集發行，且扣除委託人因信用增強目的依不動產資產信託計畫持有受益證券之總金額後，獨立專業投資者持有各種受償順位受益證券之總金額，達其餘受益證券發行總金額之一半以上者。
三、任五人持有不動產資產信託第一受償順位受益證券之總金額，不得達該受益證券發行總金額之一半以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限。
四、受託機構對於因其持有受益證券致不符合前三款規定之持有人，應通知該持有人於一個月內轉讓受益證券以符合規定。該持有人屆期未轉讓者，不得行使其受益權之表決權，且受託機構不得再分配信託利益予該持有人。但證券承銷商因包銷持有受益證券致不符合第一款規定者，不在此限。
五、發起人因讓與不動產或不動產相關權利而持有受益證券者，應將受益證券提

交經證券主管機關核准設立之證券集中保管事業辦理集中保管，且自持有受益證券起一年內不得中途解除保管、轉讓或設質。」

七、**『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』**第七條第二項及第三項

信託監察人不得為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（處理辦法第七條第二項）。受託機構自行管理及處分信託財產者，應設信託監察人（處理辦法第七條第三項）。

八、**『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』**第九條

受託機構募集不動產資產信託受益證券，除法令另有規定者外，應全數委託證券承銷商包銷（第一項）。前項所定證券承銷商與委託人有證券商管理規則第二十六條第一項第一款至第八款情事之一者，不得為受託機構發行不動產資產信託受益證券之主辦承銷商（第二項）。

九、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第二條第二項

本辦法所稱不動產證券化關係人，包括本條例所稱受託機構、不動產管理機構、不動產資產信託之委託人、信託監察人及其他參與不動產證券化過程者。

十、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第六條第三項預警、紀律及內部控管有關事項

本辦法第六條規定：「主管機關得委託專門職業及技術人員，就不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之執行狀況及其他相關事項，對不動產證券化關係人進行下列各項目之查核：三、預警、紀律及內部控管有關事項：（一）與利害關係人間有關信託財產或受讓資產交易之內容、交易條件及交易價格。」。

十一、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第八條第二項

受查不動產證券化關係人之利害關係人、職員、受雇人不得擔任辦理查核之專門職業及技術人員。專門職業及技術人員受託查核不動產證券化關係人應保持超然獨立，並出具聲明書。

十二、**『財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法』**第十三條第一項

專門職業及技術人員受託辦理查核時，應依各項查核時機擬訂查核程序，其得就各受查不動產證券化關係人採取之主要查核程序列舉如下：一、受託機構：（七）查明受託機構與依本條例第八條第一項第五款或第三十一條第一項第九款規定出具意見之專家，是否無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。（四三）查明受託機構是否以善良管理人之注意處理不動產證券化信託事務，並負忠實義務。三、不動產資產信託之委託人：（四）查明委託人與依本條例第三十一條第一項第九款規定出具意見之專家，是否無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。四、信託監察人：（五）查明信託監察人是否非為受託機構之利害關係人、職員、受僱人或不動產資產信託之委託人。（六）查明信託監察人是否負善良管理人之注意義務，依本條例規定為受益人之權益執行職務，並負忠實義務。

十三、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第二十二條第一項第九款及第十款

依該準則第二十二條規定：「信託財產概況應記載下列事項：九、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及信託財產已有穩定收入之專家意見，並敘明該專家與受託機構或委託人間有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。十、委託人為受託機構之利害關係人，受託機構之交易處理程序及內部控管方式之說明。」。

十四、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第二十三條第一項及第二項

依該準則第二十三條規定：「委託人及專業估價者概況應記載下列事項：一、委託人概況：（一）委託人為法人者，應記載事業簡介（列示設立日期、營業項目、信用評等）、事業組織、關係企業圖、營運情形、財務狀況、所持信託財產之持分、是否為受託機構之利害關係人及受處罰情形。二、專業估價者概況：包括姓名、主要經（學）歷、資格條件及最近五年受處罰情形，並敘明專業估價者及其估價人員與委託人及受託機構間有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。」。

十五、**『受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則』**第二十五條第一項第五款

依該準則第二十五條規定：「特別記載事項應記載下列事項：五、受託機構與出具評估意見之承銷商、律師或會計師間有無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。」。

第五節　信託資金集合管理運用帳戶下受託人忠實義務之研究

第一項　信託資金集合管理運用帳戶之概念

第一款　信託資金集合管理運用帳戶之定義

信託資金集合管理運用，係指信託業受託之金錢信託，依信託契約約定，委託人同意其信託資金與其他委託人之信託資金集合管理運用者，由信託業就相同營運範圍或方法之信託資金設置集合管理運用帳戶，集合管理運用（信託資金集合管理運用辦法第二條）。至於所謂相同營運範圍或方法，在信託資金集合管理運管理辦法中並未予強制規定，應可由信託業者依實務需要於集合管理運用帳戶管理運用計劃及約定條款中訂定。因此，信託資金集合管理運用乃基於信託資金集腋成裘之特性及為謀取委託人之最大利益原則，經由委託人契約約定之方式，同意信託業得應複數委託人之要求，將其信託資金與其他委託人之信託資金集合管理運用，不僅可以小額資金參與投資，依受益權比例分享信託利益，並得以節省管理運用成本。

我國集合管理運用帳戶之架構主要係參考美國 Common Trust Fund、Collective Investment Fund（以下統稱CIF）業務及日本之合同運用指定金錢信託之立法精神及架構，設置集合管理運用帳戶，以提高信託資金之運用效率，並降低運用成本及分散風險，期與我國證券投資信託基金與信託業法第八條共同信託基金相區別[115]。

信託資金集合管理運用帳戶設立之法源依據為信託業法第二十八條，依該條規定：「委託人得依信託契約之約定，委託信託業得將其所信託之資金與其他委託人之信託資金集合管理及運用。前項信託資金集合管理運用之管理辦法，由主管機關定之。」，主管機關並依信託業法之授權訂定「信託資金集合管理運用管理辦法」（財政部 90.09.25 台財融（四）字第 0904000014 號令）以作為業務執行之法律依據。

信託資金集合管理運用帳戶雖不同於本章前述各節屬證券化之發行，而係由受託人以記帳方式記載各受益人於集合管理帳戶內所參加之投資（集合管理運用辦法第二條第三項），且投資人僅得以申請受託人贖回之方式贖回所投資之資金（約定條款範本第十條第二項）。但因其業務屬性亦具有營業性、商品性及集團性，符合受益權大眾化之特點，且其成立必以信託契約方式為之，故亦屬商業信

[115] 信託業務編撰委員會，信託實務，財團法人金融研訓院，2005 年 4 月，第 437 頁。

託之範疇。

第二款　信託資金集合管理運用帳戶之特性

一、必為金錢信託

依信託業法第二十八條及信託資金集合管理運用辦法第二條之規定，並對照信託業法施行細則第五條就信託業務所為之分類方式，可看出本業務屬信託業法第十六條第一款「金錢之信託」業務類型。

二、為積極運用信託財產之行為

筆者以為，對照前述各節商業信託類型之信託商品，因信託專戶內之主要信託財產內容業已確定（金融資產證券化為基礎資產、不動產證券化則為不動產），除流動準備外，受託人實際積極運用信託財產以增加信託財產報酬之情形並不多見。相反地，信託資金集合管理運用帳戶內之投資標的基於風險分散的考量，並以投資績效為主要賣點，如同證券投資信託基金，投資標的多元且廣泛，主管機關所訂相關辦法及函令亦要求風險分散原則，而透過受託人對信託財產之運用具有廣泛裁量權以增加投資績效之情況下，信託資金管理運用帳戶實屬積極運用信託財產之行為。

三、受託人具有運用決定權（或稱裁量權）

依信託業法施行細則第八條就信託業法第十六條第一項「金錢之信託」之分類共分為六類，而其分類基礎係依據「受託人就信託財產之管理運用方法為單獨管理或集合管理」及「受託人對信託財產是否具有運用決定權」兩項。而依信託業法施行細則第十五條之規定：「本法第二十八條第一項所稱集合管理及運用之信託資金，指第八條第二款及第四款之金錢信託。」。而第二款所稱之金錢信託係指「指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託」，第四款所稱之金錢信託則係指「不指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託」，此二者就其定義來看[116]，皆可看出受託人於信託財產之運用係具有「運用決定權」（或稱裁量權）。另就實務推廣之角度觀之，「不指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託」因受限於信託業法第三十二條之規定，投資標的受限於非常保守之投資工具，如

[116] 指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託係指委託人概括指定信託資金之營運範圍或方法，並由受託人將信託資金與其他不同信託行為之信託資金，就其營運範圍或方法相同之部分，設置集合管理運用帳戶，受託人對該集合管理運用帳戶具有運用決定權者。不指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託係指委託人不指定信託資金之營運範圍或方法，並由受託人將信託資金與其他不同信託行為之信託資金，於本法第三十二條第一項規定之營運範圍內，設置集合管理運用帳戶，受託人對該集合管理運用帳戶具有運用決定權者。

以此類投資工具規劃成立集合管理運用帳戶必不具吸引力，因委託人自己即可投資，無需借重受託機構資產管理能力。故實務上現今所推之集合管理運用帳戶皆屬「指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託」，受託人於委託人所指定之投資運用範圍對信託財產具有運用決定權。

四、對象限特定複數人

按依主管機關所訂「信託資金集合管理運用帳戶約定條款」之前言所示「緣受託人係經主管機關核准設置信託資金集合管理運用帳戶之信託業，並已與委託人簽訂信託契約，依該信託契約，委託人同意其信託資金與受託人之其他委託人之信託資金為集合管理運用，……」，即可看出，委託人如欲參加受託人所設集合管理運用帳戶之投資，並先與受託人簽訂信託契約，故對受託人而言，其得銷售集合管理運用帳戶之對象，必為與其已簽訂信託契約之委託人，故其銷售對象限為特定複數人。此所謂「特定」，即限於與受託人已簽訂信託契約之人，而「複數人」即指集合管理運用帳戶之運作必須集合複數投資人之資金，集合管理運用帳戶方得予以運作。

此外，有鑑於集合管理運用帳戶之特性非屬有價證券，受益人於集合管理運用帳戶下之受益權亦不得轉讓，且為避免投資人將集合管理運用帳戶之性質與證券投資信託基金及共同信託基金相混淆，故於「信託業應負之義務及相關行為規範」第二十三條及「中華民國信託業商業同業公會會員辦理信託業信託資金集合管理運用帳戶業務推展行為規範」第四條，皆規定信託業不得有對不特定人公開招募特定信託資金集合管理運用帳戶之行為，且不得有使人誤認信託資金集合管理運用帳戶為類似證券投資信託基金及共同信託基金之行為。

五、非屬募集資金之行為

按「信託資金集合管理運用帳戶」原始之立法目的在於，委託人因個別信託目的將信託資金信託予受託人。而受託人於管理信託資金之過程中極可能與其他受託管理之信託資金有相同之營運或投資範圍。為使信託資金之投資產生規模經濟，以增加投資報酬及產生分散投資風險之功效，故允許受託人設立信託資金集合管理運用帳戶。其立法之初衷並不是希望受託人透過集合管理運用帳戶來募集資金，形成與證券投資信託基金及共同信託基金功能相近之金融商品。故承上四、所述，相關辦法中皆規定信託業不得有對不特定人公開招募特定信託資金集合管理運用帳戶之行為，其理於此。

然而不可不論者，在金融業高度競爭的同時，前段所載之情形似乎過於理想。以現今銀行同業所推之信託資金集合管理運用帳戶為例，多家銀行之銷售方式早已非先簽訂信託契約，而後如有投資集合管理運用帳戶之必要，再簽訂集合管理運用帳戶約定條款而加入。信託業者信託資金集合管理運用帳戶之銷售行為

多採定型化之信託契約方式，於委託人簽訂信託契約同時簽訂集合管理運用帳戶之約定條款及風險預告書，委託人參加信託之目的即在於投資集合管理運用帳戶，而非因特殊之信託目的需求。而此商品之賣點亦在於投資獲利而非個別信託目的之達成，與證券投資信託基金對投資人而言，其目的是完全相同的。更甚者，銀行業者就集合管理運用帳戶之推廣，必須透過全省之理財專員戮力銷售以達到一定之規模經濟，銷售手法與一般證券投資信託基金之募集實屬無異，僅為形式廣告宣傳方式之不同而已，對投資人而言無任何差異。主管機關此項規範筆者以為僅是給予證券投資信託主管機關或證券投資信託公會一個交代而已。其實，信託資金集合管理運用帳戶之設立本身即是一個資金募集之行為。

而主管機關過於理想之結果，於實務之運作上即產生一個有趣的現象。因為不能公開募集特定集合管理運用帳戶，且帳戶之成立亦無規定一定之最低設立金額（門檻），受託人要產生投資上的規模經濟實在不易，故以目前（96.09.30.）所推之集合管理運用帳戶共三十四檔，其中投資於證券投資信託基金之帳戶數高達二十檔，亦即多數集合管理運用帳戶其性質與證券投資信託公司之組合基金（fund of funds）相類似。此乃因帳戶投資基金與投資股票等相較，投資基金之門檻上較低使然。然此舉卻阻礙了集合管理運用帳戶之發展，進而導致其規模亦不易擴大之困境。且商品亦不具特色，加以稅法上之不平等對待，對投資人而言未必有利。

六、受益權不得轉讓

誠如前述所言，集合管理運用帳戶之投資必先簽訂信託契約，其受益人所享有之信託受益權，依約定條款範本第一條第一項之定義，係指受益人因委託人將其信託資金交付受託人集合管理運用，得按其信託資金占本帳戶之信託資金總額之比例，於本帳戶下享有信託利益之權利。故受益權之表彰方式係由受託人記帳方式，並無所謂受益證書之發行，而受益人亦僅得透過向受託人申購及贖回以參與集合管理運用帳戶之投資，故受益人所享有之受益權係無法予以轉讓。依信託資金集合管理運用辦法第十三條第二項亦規定，集合管理運用帳戶之信託受益權，受益人亦不得轉讓之。

七、不得另外收取信託報酬

按信託資金集合管理運用帳戶原始設計之目的，係方便受託人就相同營運或方法之信託資金予以集合管理運用以達規模經濟分散投資風險之目的。故於信託契約內委託人及受託人應於簽訂信託契約預先約定信託報酬。主管機關認為當不得因信託資金之投資運用方式不同而另加計不同之收費，故於信託資金集合管理運用辦法第十二條規定，信託業設置集合管理運用帳戶，其營運範圍或方法相同之信託資金為集合管理運用，不得另收信託報酬。

實務上，因委託人於簽訂信託契約即同時簽訂信託資金集合管理運用帳戶之約定條款，故於信託契約內已約定信託管理費之收取方式，以遵循此條之規定。

八、無成立下限金額之限制

信託資金集合管理運用帳戶不同於證券投資信託基金之設立，並無最低募集之金額（即基金成立之門檻，訂定於公開說明書及證券投資信託契約內）之限制，集合管理運用帳戶於申請主管機關設立時可於營業計畫書內不加以明定，以方便成立及日後實務操作。

九、設立具有相當彈性

誠如第八點所述，信託資金集合管理運用帳戶之成立並無最低金額之限制，而投資人人數亦無限制，完全由受託人於約定條款內予以約定即可，設立相當富有彈性。

十、投資標的不限於有價證券相關標的

依主管機關所訂「信託資金集合管理運用帳戶信託財產淨資產價值之計算標準」第三條之規定，信託資金集合管理運用帳戶各項運用標的淨資產價值之計算，所包含之投資標的包括股票、公債、金融債券及公司債、轉換公司債、黃金、國內證券投資信託基金受益憑證、國外共同基金、其他經核准投過內投資標的、衍生性金融商品、期貨、台灣存託憑證、不動產、動產、、、等等諸多投資標的。亦即信託資金集合管理運用帳戶之主要投資標的可以不限於有價證券相關金融商品，不動產、動產及黃金等皆可為集合管理運用帳戶之主要投資標的。惟依集合管理運用管理辦法第四條第一項之規定，信託業辦理信託資金集合管理運用之運用範圍，仍應以具有次級交易市場之投資標的為原則。

我國實務發展迄今，仍未見有投資於有價證券相關商品以外之集合管理運用帳戶之設立。筆者期望，未來信託業者間能開發不同於類似證券投資信託基金之集合管理管理運用帳戶之商品（如法拍屋集合管理運用帳戶），走出信託業者自己之一條路來。

第三款　信託資金集合管理運用帳戶運作架構（以台北富邦銀行為例）[117]

於一般信託教科書皆以圖表說明集合管理運用帳戶之架構，本文擬不予重複

[117] 詳參台北富邦銀行網站（http://www.taipeifubon.com.tw/html/manage_invest_04_4.htm?menu=21），last visit96.09.24.

說明，而改採實務上信託業者所推之集合管理運用帳戶為例加以說明。台北富邦銀行截至目前為止(96.09.30.)共規劃開辦三個信託資金集合管理運用帳戶(全球優質債券、全球藍籌價值股票及富邦全球不動產投資信託基金等三檔)供投資人選擇，簡述其申購及贖回流程如下：

一、申購流程：

步驟一：開立信託帳戶

已於台北富邦銀行開立存款戶及信託帳戶之個人或法人,可逕洽理財專員辦理投資。對尚未於台北富邦銀行開立個人帳戶和信託帳戶之個人或法人，可持相關證件先至各分行辦理開戶。

步驟二：

客戶應先接受投資風險容忍度測試，若不願意接受測試，須簽客戶聲明書。此聲明書即一般所稱之風險預告書。(重要內容如:「蓋由本人自行評估並承擔投資風險，嗣後所有交易之決策與執行，均將由本人自為判斷。本人絕不以對風險認知不足或其他理由而要求貴行承擔任何責任。」)[118]。

步驟三：

依測試結果建議適合之投資計劃（ 穩健型、平衡型及成長型 ），若客戶欲自主選擇不同的投資計劃，仍須簽客戶聲明書。

步驟四：下單

確定投資本集管投資計畫時，須簽署的文件為：
（一）指定集合管理運用金錢信託契約：定型化之一般金錢信託契約條款。

[118] 一般銀行風險承擔及預告書內容皆要求委託人針對下列各點認諾並切結:「1.委託人確認受託人之任何人員均未被授權代表受託人或任何發行機構對投資標的提供任何建議或為任何聲明。2.委託人每次為加入集合管理運用帳戶之指示前,應確實於合理期間詳閱各該集合管理運用帳戶約定條款及各信託運用之相關資料及其規定,並了解其偷資可能產生之風險:包括但不陷於投資運用標的可能發生之跌價風險、利率風險、信用風險及匯兌損失所導致之本金虧損,或運用標的暫停接受贖回及解算、清算等風險;且委託人承諾其係基於其獨立審慎之投資判斷,而自行絕地價入各該集合管理運用帳戶。3.信託資金管理運用所生之資本利得及其孳息收益等悉數歸受益人所享有;其運用所生風險、費用及稅賦亦悉數由委託人/受益人負擔,受託人依法不得擔保信託本金及最低收益率。4.信託資金經運用於存款以外之標的者,不受存款保險之保障,非屬受託人所投保之中央存款保險公司理賠之項目範圍。委託人(本人)確認專人_____君已向本人解說以上內容,並確認本人已充分了解投資產品訊息及相關風險,且有能力並願承擔此類風險。」

（二）信託運用客戶基本資料新申請 / 異動申請書
（三）各集管帳戶的約定條款：分為全球優質債券、全球藍籌價值股票及富邦全球不動產投資信託基金等三種不同經主管機關核准之定型化帳戶約定條款。
（四）風險容忍度測試結果（或客戶聲明書）：測試客戶之風險承受度作為理財專員推介集合管理帳戶時之依據。
（五）信託運用加入指示書：簽署後表示客戶願意信託資金開始投資集合管理運用帳戶內參與投資。

二、退出程序：

委託人確定全部退出或按比重部份退出其所投資之集合管理帳戶時，簽署信託運用退出指示書。贖回款將可於申請退出後 5-7 個工作天入帳。

第二項　信託資金集合管理運用帳戶下受託人角色之定位

信託資金集合管理運用帳戶誠如前項所述，係受託人就委託人所交付之信託資金針對相同之營運範圍或方法者予以集合管理運用，以達規模經濟、風險分散及提升投資績效之目的。其業務屬性依信託業法施行細則第八條之分類，屬委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用金錢信託。而受託人於信託資金集合管理運用帳戶下之角色定位，係作為集合管理運用帳戶之設立者及帳戶資金之運用者，與一般指定營運範圍或方法之單獨管理運用金錢信託相同，受託人對信託資金之運用於指定之營運範圍或方法內皆有「裁量權」，可以其專業及投資規劃自行裁量為受益人之利益予以運用信託資金。是故，受託人於集合管理運用帳戶之角色，除其帳戶之設立須先報請主管機關核准外，並須依經主管機關核准之集合管理運用帳戶之管理及運用計劃及帳戶約定條款(信託資金集合管理運用管理辦法第三條第一項第一款及第二款）執行帳戶之投資、委託人之申購及贖回、受益權之記帳、帳戶淨資產價值之計算、管理帳戶之設立等事項。除此之外，受託人於信託關係下之角色定位，與一般營業信託下受託人所負之善良管理人注意義務、忠實義務、分別管理義務、自己管理義務及備置書類義務等五大義務相同，皆必須依信託目的參酌信託契約規範而執行信託事務，並無特殊之處。

第三項　信託資金集合管理運用帳戶下受託人忠實義務之研究

如同前項所述，信託資金集合管理運用帳戶因屬委託人指定營運範圍或方法

之集合管理運用金錢信託，受託人於集合管理運用帳戶之管理及運用計劃及約定條款之限制範圍內，受託人對信託資金之運用具有完全之裁量權，除此之外與一般營業信託受託人之角色並無差異，故第三章一般營業信託下受託人所負之忠實義務於信託資金集合管理運用帳戶下並無任何之差異。主管機關所定信託資金集合管理運用辦法及集合管理運用帳戶約定條款範本，對受託人所負之忠實義務並無任何特殊規範。亦即，信託業法第七條、第二十二條第一項、第二十四條第二項、信託業法第二十五條及第二十七條及其他相關行政命令（如信託業應負之義務及相關行為規範）或函令[119]等有關忠實義務或利益衝突限制之規定，對受託人而言皆受規範，並無任何差異。

[119] 有關營業信託下受託人忠實義務之規範詳第三章第四節，於此不再重述。