

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

不動產投資信託之受益權保障：

以治理機制為核心

The Protection of Beneficiary Rights in Real Estate Investment Trusts:

Focusing on Governance Mechanism

孔祥翎

Hsiang-Ling Kung

指導教授：王文宇 博士

Advisor: Wen-Yeu Wang, S.J.D.

中華民國 111 年 6 月

June 2022



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

不動產投資信託之受益權保障：以治理機制為核心

The Protection of Beneficiary Rights in Real Estate
Investment Trusts: Focusing on Governance Mechanism

本論文係 孔祥翎 君（學號: R09A21101）在國立臺灣大學法
律學系完成之碩士學位論文，於民國 111 年 6 月 14 日承下列考
試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：

孔祥翎

口試委員：

賴英照

孔祥翎

楊孟平




謝辭

本篇論文從發想、設計到最終完成與修正，要感謝許多人的幫助。大學四年台大多位教授開啟了我對法律的認識，培養了我對法律問題思考的基本能力；而在研究所中，有幸接受教授們無論在課堂上的引導，或擔任研究助理的機會，均使我更進一步理解到法律與其他學科的連結、以及比較法的認識與研究方法，這些都是促成我完成這篇論文的珍貴養分。

首先要感謝的是我的指導教授王文宇教授。教授在我大學與研究所期間好幾次提供我擔任研究計劃助理的機會，在課堂上、課堂外鼓勵我對於法律問題進行跳脫性的思考。而在我商請教授指導論文並且表明目標是要兩年畢業時，教授也爽快地答應，不僅在聆聽我的論文構想後，提供我架構上與內容上的諸多寶貴建議，同時也勉勵我即使時間緊迫，也應對於論文要求良好的質與量。而後在我著手進行研究與寫作的過程中，教授更是不斷地給我研究資源上的支持，將其手上相關的書籍借予我閱讀。隨著我的論文逐漸完成，教授在論文發表會上，也委婉地對於我初步完稿的論文，提出了幾點改善、補充的地方，讓我能夠即時修正並補充我的論文，使其在多個面向上更為完善。若沒有教授一路以來的指導與鼓勵，我想我可能對於這個過往在碩士論文研究領域上較為冷門，且高度與金融市場實務結合的題目就無法有合格的掌握。教授的指導方式，不僅給予我充分的自由，讓我得以在自主的狀態下構思、寫作我的論文，也適時地在需要調整的地方引導我，讓我跳脫自己思維的舒適圈，而能夠讓我的論文有更好的延展與發揮。


其次也相當感謝我的另外兩位論文口試委員賴英照教授及楊岳平教授。即使我的論文口試因疫情採線上進行，程序較為特殊，兩位教授仍同意擔任學生的論文口試委員，給予學生相當寶貴的意見與鼓勵。賴教授在論文口試時，和藹且循循善誘的提問與指導，不僅舒緩了我小小的緊張情緒，也讓我體會到證券法領域的博大精深，以及自己在相關領域未來可能的研究方向。另外，也很感激楊教授



的點評與指導。在研究所曾擔任過教授的研究助理一年的時間，教授嚴謹的研究態度與相當具有親和力的相處模式，讓我在不管是學問上、研究方法上，甚至與人相處上都獲益良多。對於這本論文，楊教授不僅非常仔細地詳讀了其中的一字一句，更在口試上提點了許多形式與實質內容上的建議，讓我有機會從不同角度進一步釐清許多問題的本質癥結，更完善我的論文整體內容。真的非常感謝王教授、賴教授與楊教授三位教授對於學生論文口試的費心費神，學生深深感激在心。

而對於這本論文的完成，還有許多我想要逐一感謝的人。謝謝環宇法律事務所的邱淑卿律師，因我國不動產投資信託在資訊公開上較為欠缺，過往從法律角度切入的文獻亦不多，邱律師從實務的角度提供給我的諸多資料與意見，實在彌足珍貴。此外，還要感謝小議、祥鈺、昱涵兒、晴晴、毓容、其叡幾位朋友們在我論文寫作過程中給予我的心靈上加油打氣與實質內容上的建議，還有許多撥空參加我的論文發表會的朋友、學長姊與學弟妹們，即使這個論文主題不是大家所那麼熟悉的，你們還是願意花時間聽我發表我的論文，並且在發表會上提出問題，豐富我論文發表會的討論，真的非常感謝你們。還有，當然還要謝謝熙哲，謝謝有你在心靈上與行動上的支持與陪伴，也期待近期你的論文發表會與口試順利完成。

最後最最要感謝的是我的家人們。謝謝我的父母支持我在研究所一年級下學期所做的決定：在研二完成碩士論文，利用研三一整年的時間赴美攻讀 LL.M. 學位。我知道你們不希望我對自己造成過大的壓力，但當我下定決心設定這樣一個比較艱難的目標，在一年內開始考托福、申請一間間學校，同時完成研究所課程與碩士論文時，你們沒有阻止我，反而是在背後一直默默地支持我，讓我知道我其實做得到。在我因論文陷入困難而有煩惱的情緒時，你們也溫暖地鼓勵我，讓我得以心無旁騖地衝刺論文進度，爸爸甚至在假日撥空以從事律師業務多年的經驗，給我論文走向與架構上的建議，讓有時陷入論證迷茫的我能找到一個突破口。回顧從小到大你們對我的教養與陪伴，你們讓我在物質與心靈富足、充滿愛的環



境下成長，讓我學習對自己獨立且具備信心，也提醒我永遠不要自滿。在這個階段性目標達成之時，回首過往，我真的很感激你們，我會永遠愛你們並孝順你們！也要謝謝我的爺爺奶奶、外公與外婆，在研究所就讀期間，外公癌症逝世，讓我感受到生命真的很無常、短暫，而過去這一年因為疫情與忙碌，較少回去陪陪你們，也希望你們都一直保持健康快樂。

論文的完成嚴格來說對我而言並不是一件很有壓力的事情，我喜歡深入研究一個議題，對我來說，用不同角度來尋找論述的體系與依據，其樂趣勝過準備國家考試時的記憶工作。然而在書寫論文這段時間台灣疫情相當嚴重，也是造成我過程中壓力的主要來源。如今順利完成論文口試之時，疫情仍並未明顯減緩。若能以此論文之完成期許兩件，一是希冀疫情能盡快趨於穩定，周圍的人都能平安健康地度過這段期間。二也期許自己在未來一年就讀哈佛期間，能珍惜這個得來不易的機會，擁抱對於法學知識與研究的熱情，同時擴展自己的人生體驗。

台大法律系研究所商法組二年級孔祥翎 新北市新店



摘要

本文透過探求商業信託不同於傳統民事信託的特性與地位，以及不動產投資信託與典型資產證券化商品之差異，釐清不動產投資信託制度之本質。而後將不動產投資信託與相似制度進行比較，發現其雖看似與證券投資信託（共同基金）有相似性，然實際上與共同基金和一般公司，在不同面向上分別有相似與相異處，而應被以一種獨立的商業組織類型看待，對應地衍生其受益權保障需求。於釐清不動產投資信託之受益人之保障需求後，本文透過制度比較與援引過往實證研究，認定不動產投資信託之受益權保障核心在於其治理機制之建立。治理機制可分為內部治理與外部治理二個面向，其設計上須參酌不動產投資信託作為商業信託的功能與組織特性，與其受益權保障需求，並應參酌其他 REITs 成功發展國家的規範與作法。

在內部治理上，本文區分「經營層面」與「監督層面」進行研究。在「經營層面」，應釐清不動產投資信託法律關係中負擔受託義務的主體與對象，及其義務內涵，並設計相關配套規範。此外，針對集團經營型不動產投資信託，應思考如何設計最適之程序，以兼顧關係人交易所能帶來的經濟效益，與受益人權益之保障。在「監督層面」，宜調整或增設有關於信託監察人與受益人權限之規範，並應兼顧主要受益人與少數受益人之權益。而在外部治理上，近期於美國不動產投資信託興起的股東行動主義與併購活動可作為借鏡。檢視我國之相關規範，本文認為我國不動產投資信託應適度加強資訊揭露。而針對我國外部治理機制之變形：「清算危機」，宜透過內、外部治理機制之健全化等途徑進行改善，以保障受益人群體長期之權益。

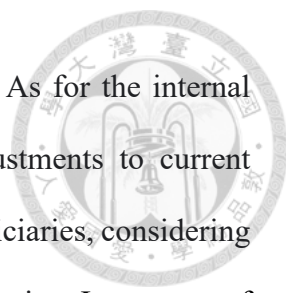
關鍵詞：不動產投資信託、商業信託、共同基金、受益權保障、內部治理、外部治理

ABSTRACT



This paper clarifies the nature of real estate investment trusts (REITs) by exploring the characteristics of commercial trusts which are different from civil trusts, as well as the discrepancy between REITs and typical asset securitization. Then by comparing REITs with other similar business structures, it finds that although REITs resemble securities investment trusts (mutual funds) by appearance, there are both similarities and differences between REITs and general companies, as well as REITs and mutual funds, respectively. Therefore, REITs should be regarded as an independent type of commercial organization, having their distinctive needs in the protection of beneficial rights. After clarifying the specific requirements of beneficiary protections in REITs, this paper, through making comparisons with similar business structures and looking into previous empirical evidence, finds that the core of protecting beneficiary rights of REITs lies in the establishment of governance mechanism. The governance mechanism of REITs can be separated into two parts, internal governance, and external governance. The design of both should take into account the functional and organizational characteristics of REITs as commercial trusts, as well as their distinctive needs in the protection of beneficial rights. Besides, learning from the regulations and practices of other countries having REITs successfully developed is also imperative.

In terms of internal governance, this paper deals with the operation and the internal supervision separately. For the operation of REITs, this paper finds it necessary to first clarify the ones bearing fiduciary duty in the relationship of REITs under the current legal structure, as well as the contents of their fiduciary duty. Then it suggests several supporting regulatory designs. In addition, for externally managed REITs in Asian countries such as Taiwan, it is critical to consider designing the most appropriate procedures for related party transactions, taking into account both the economic benefits



they can bring, and the protection of the interests of beneficiaries. As for the internal supervision, this paper considers it advisable to make some adjustments to current regulations with regard to the authority of trust supervisors and beneficiaries, considering the interests of both the major beneficiaries and minority beneficiaries. In respect of external governance, the recent rise of shareholder activism and M&A activities in US REITs may serve as a reference for our discussion. By reviewing the current relevant regulations and practices in Taiwan, this article finds that information disclosure should be appropriately strengthened. Furthermore, in response to the deformed external governance mechanism in Taiwan, the liquidation crisis faced by many REITs, this paper suggests that the long-term interests of beneficiaries should be protected by enhancing internal and external governance.

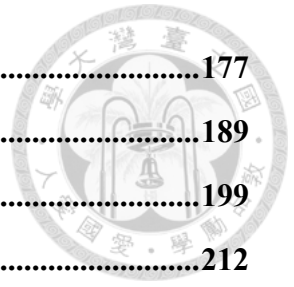
KEYWORDS: *Real Estate Investment Trusts (REITs), Commercial Trust, Mutual Fund, the Protection of Beneficiary Rights, Internal Governance, External Governance*

簡目



第一章 緒論.....	1
第一節 前言及研究目的.....	1
第二節 問題意識.....	4
第三節 研究範圍與論文架構.....	5
第二章 不動產投資信託之法制.....	9
第一節 不動產投資信託之架構型態.....	9
第二節 我國不動產投資信託之現行法制.....	19
第三節 基金架構之修法草案.....	32
第三章 信託制度與商業信託.....	36
第一節 信託制度之發展與功能.....	36
第二節 商業信託與證券化.....	41
第三節 商業信託與相似制度之比較.....	57
第四節 本章結論.....	63
第四章 治理機制與不動產投資信託受益權保障.....	65
第一節 不動產投資信託與共同基金.....	65
第二節 共同基金之治理特性.....	65
第三節 不動產投資信託作為獨立類型及其受益權保障需求.....	72
第四節 受益權保障途徑：以治理機制為中心.....	84
第五節 本章結論.....	96
第五章 不動產投資信託之內部治理與受益權保障.....	98
第一節 不動產投資信託之受託義務與受託關係.....	98
第二節 受託義務之內涵與受益權保障.....	104
第三節 關係人交易.....	132
第四節 信託監察人之權限.....	144
第五節 受益人之權限.....	155
第六節 本章結論.....	172
第六章 不動產投資信託之外部治理與受益權保障.....	177

第一節 外部治理之機能與內涵.....	177
第二節 資訊公開與揭露.....	189
第三節 不動產投資信託之清算危機.....	199
第四節 本章結論.....	212
第七章 結論.....	214
第一節 本文結論.....	214
第二節 尚待研究之方向.....	222
參考文獻.....	223



詳目



第一章 緒論	1
第一節 前言及研究目的	1
第二節 問題意識	4
第三節 研究範圍與論文架構	5
第一項 研究範圍.....	5
第二項 論文架構.....	7
第二章 不動產投資信託之法制	9
第一節 不動產投資信託之架構型態	9
第一項 比較法參考原因.....	9
第二項 比較法上不動產投資信託之架構型態：美國、日本、新加坡.....	11
第二節 我國不動產投資信託之現行法制	19
第一項 立法背景及實務現況.....	19
第二項 制度簡介.....	21
第三項 不動產投資信託之規範.....	21
第三節 基金架構之修法草案	32
第一項 修正投信投顧法.....	32
第二項 基金架構之特殊性.....	33
第三項 小結.....	34
第三章 信託制度與商業信託	36
第一節 信託制度之發展與功能	36
第一項 信託制度之發展.....	36
第二項 信託制度之功能.....	37
第三項 傳統信託與信託受益權.....	38
第二節 商業信託與證券化	41
第一項 商業信託之概念.....	41
第二項 商業信託之功能及特性.....	42
第三項 商業信託作為商業組織.....	48
第四項 商業信託之證券化.....	53
第三節 商業信託與相似制度之比較	57
第一項 商業信託與傳統信託.....	57
第二項 商業信託與公司.....	59
第四節 本章結論	63

第四章 治理機制與不動產投資信託受益權保障	65
第一節 不動產投資信託與共同基金	65
第二節 共同基金之治理特性	65
第一項 共同基金之定義與功能.....	65
第二項 共同基金之治理與公司之差異.....	66
第三節 不動產投資信託作為獨立類型及其受益權保障需求	72
第一項 不動產投資信託作為獨立類型.....	72
第二項 不動產投資信託之受益權保障需求.....	79
第四節 受益權保障途徑：以治理機制為中心	84
第一項 不同之受益權保障途徑.....	84
第二項 以治理機制作為 REITs 受益權保障之核心.....	87
第三項 治理機制之內涵.....	92
第五節 本章結論	96
第五章 不動產投資信託之內部治理與受益權保障	98
第一節 不動產投資信託之受託義務與受託關係	98
第一項 英美法上之受託義務與受託關係.....	98
第二項 我國法規範之受託義務.....	100
第三項 不動產投資信託之受託義務與受託關係.....	101
第二節 受託義務之內涵與受益權保障	104
第一項 注意義務與忠實義務.....	105
第二項 經營判斷法則之適用.....	107
第三項 審慎投資人法則之再思考.....	118
第四項 自受託義務評析信託型與基金型 REITs.....	124
第五項 有關受託人履行受託義務之具體設計.....	126
第三節 關係人交易	132
第一項 不動產投資信託之利益衝突態樣.....	132
第二項 關係人交易與經濟效益.....	135
第三項 關係人交易之程序與規範.....	137
第四節 信託監察人之權限	144
第一項 信託監察人之設計目的與受益權保障.....	144
第二項 信託監察人之資格、選解任與權限.....	147
第三項 基金架構下監督權之行使.....	154
第五節 受益人之權限	155
第一項 受益人權利之行使方式與自治界線.....	155

第二項 受益人會議之召集與決議程序.....	158
第三項 追訴受託人違反義務之權限.....	167
第六節 本章結論.....	172
第六章 不動產投資信託之外部治理與受益權保障.....	177
第一節 外部治理之機能與內涵.....	177
第一項 外部治理之受益權保障機能.....	177
第二項 美國 REITs 興起之股東行動主義與併購活動.....	182
第三項 自受益權保障初探我國 REITs 之外部治理原則.....	186
第二節 資訊公開與揭露.....	189
第一項 資訊揭露有助於外部治理.....	190
第二項 我國 REITs 現行關於繼續公開之規範.....	191
第三項 建議加強揭露之內容.....	194
第三節 不動產投資信託之清算危機.....	199
第一項 清算作為外部治理機制的變形.....	199
第二項 我國實務清算案例與所涉受益權保障.....	199
第三項 我國 REITs 容易遭到清算之原因.....	204
第四項 不動產投資信託清算危機之因應與改善.....	207
第四節 本章結論.....	212
第七章 結論.....	214
第一節 本文結論.....	214
第二節 尚待研究之方向.....	222
參考文獻.....	223



第一章 緒論

第一節 前言及研究目的


在我國不動產所有權採取一物一權原則及嚴謹的變動登記制度下，不動產交易市場欠缺流動性¹。為使大眾資金得以投入於不動產市場以活絡不動產市場之景氣，我國於西元（下同）2003年7月9日經立法院三讀通過不動產證券化條例，分別參考美國之不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REITs）及日本之資產流動化法，引進資產運用型之不動產投資信託制度（本文以下以不動產投資信託、不動產投資信託基金或簡稱 REITs），與資產流動型之不動產資產信託制度，構成不動產證券化條例之兩大架構²。

就其中之不動產投資信託而言，自不動產證券化條例通過後，2005年3月富邦一號不動產投資信託基金（簡稱富邦一號或富邦 R1）首先上市，成為台灣第一檔不動產投資信託基金；同年9月與12月國泰一號不動產投資信託基金（簡稱國泰一號或國泰 R1）及新光一號不動產投資信託基金（簡稱新光一號或新光 R1）陸續上市；隨後2006年有4檔 REITs 發行，分別為富邦二號、三鼎、基泰之星與國泰二號。惟自2007年5月駿馬一號發行以後，不動產投資信託基金之發展似乎遇到瓶頸，一路至2017年與2018年方有分別由王道銀行與京城銀行所申請發行之圓滿一號與樂富一號經金融監督管理委員會（本文以下簡稱金管會）核准上市，且期間陸續發生多檔清算，包含三鼎、基泰之星與國泰二號等，我國 REITs 之發展之路並不順利³。

¹ 理律法律事務所（2002），《行政院經濟建設委員會委託研究計畫不動產證券化條例之法案研究期末報告》，頁1，<https://ws.ndc.gov.tw/001/administrator/10/refile/5680/4493/0009025.pdf>（最後瀏覽日：05/04/2022）。

² 理律法律事務所，前揭註1，頁24-34。

³ 公開資訊觀測站，不動產投資信託受益證券，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/04/2022）。



即使未遭清算而存續下來者，其資產亦普遍欠缺流動性，成長規模自創始至今均屬緩慢。知名之房地產學者張金鶚便曾指出，台灣現存的不動產投資信託許多均係由集團之保險公司將其房地拿出來信託，作為發起人原始出資之用，亦即我國之不動產投資信託於成立之初多已有固定資產⁴。且因我國法制度上對於不動產投資信託之增資、融資等存在諸多限制，致使現存各檔不動產投資信託基金資產池中，原始出資不動產仍佔相當大之比例。例如：西元 2021 年新光一號現有六座不動產佔其總資產之 97%，其中即有四座為初始之投資標的⁵；即使是規模較大的富邦一號，其初始投資標的三座不動產中，亦僅有天母富邦大樓經處分，其餘之富邦中山大樓、富邦人壽大樓大樓佔現有資產中不動產之將近九成⁶。不動產投資信託基金之規模如無法擴增，將無法創造規模經濟以帶來投資收益，收益偏低、標的不足之結果亦難使其獲得市場上投資人之認同，造成受益證券之市場價格長期偏低，對於投資人與潛在投資人均非正面。

而近年來，有關不動產投資信託之相關爭議亦不斷，例如：國泰一號以書面決議方式召開受益人會議遭控忽視小股東權益、受益人要求降低管理費等⁷；而新光一號近期更遭其信託監察人指控其管理機構新昕國際、受託機構兆豐銀行涉及多項缺失，包含複委任之費用過高、疑似進行關係人交易造成基金損失等，長期以來並未改進，其管理機構遭由信託監察人所召集之受益人會議決議解約，部分受益人甚至主張清算下市⁸。

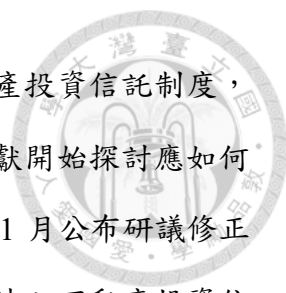
⁴ 王健安、張金鶚（2002），〈臺灣 REITs 與 REATs 發行個案之典型事實分析〉，《臺灣銀行季刊》，60 卷 4 期，頁 212。

⁵ 公開資訊觀測站，富邦一號不動產投資信託基金財務報告書（110 年全年度），頁 13，https://doc.twse.com.tw/pdf/202104_L5843_P01_01003T_20220504_181228.pdf（最後瀏覽日：05/04/2022）。

⁶ 公開資訊觀測站，富邦一號不動產投資信託基金財務報告書（110 年全年度），頁 20，https://doc.twse.com.tw/pdf/202104_L5857_P_01_01001T_20220504_181842.pdf（最後瀏覽日：05/04/2022）。

⁷ ETtoday 新聞雲（07/17/2020），〈土銀國泰一號爭議延燒 國泰建經提出 5 大澄清！〉，<https://finance.ettoday.net/news/1763278>（最後瀏覽日：05/04/2022）。

⁸ 天下雜誌（04/09/2021），〈扒投資人兩層皮？新光一號差點被逼到清算，為何台灣 REITs 屢遭狙擊？〉，<https://www.cw.com.tw/article/5114302>（最後瀏覽日：05/04/2022）。



許多爭議及問題之發生，促使本文欲進一步討論我國不動產投資信託制度，及其所生受益人權益之保障議題。本文發現，近年已有部分文獻開始探討應如何提高我國不動產投資信託之績效表現⁹，金管會亦已於 2021 年 1 月公布研議修正證券投資信託及顧問法部分條文，參考日本、新加坡及香港等地之不動產投資信託制度，開放基金架構之不動產證券投資信託基金，與現行信託架構並行，期望為我國資本市場注入另一股活水¹⁰。惟無論制度如何設計，受益權人之權益（投資人之權益）始終是最為重要者，良好之績效表現僅是受益權保障之結果。受益權之保障畢竟並非空泛指稱受益人得以自投資中獲得多少獲利，而應係指如何建立起一套制度，使受益人得於其中取得應有之權益，且不損及其他受益權人或利害關係人之利益。其牽涉之層面甚廣，包含組織內各成員的權限、主管機關外部監管之密度等，受益權人各自認定之權益內涵亦可能有落差，其彼此之間可能互有衝突，實待深入探討。

可以想見，受益權之保護途徑有很多方式，包含透過主管機關主動介入並直接設定強行規範，或透過組織內部的自治，亦或是透過主管機關設計規範以導引並確保治理機制之運作等等。惟其比重及具體內涵，仍需透過探討制度本質，並參考比較法上成功國家之法制與我國法制之特殊性來思索。本文將從不動產投資信託之制度本質及其受益權內涵切入，經由觀察國內外制度運作下均可能發生之問題，分析我國法下不動產投資信託基金受益人應有之地位，及較為適切、具體而有效的受益人權益保障途徑。本文進而認為，不動產投資信託之受益權保障中，治理機制扮演相當重要的角色，藉由治理機制之確立與改善，將有助於明確

⁹ 例如財團法人臺灣經濟研究院（2013），《活絡我國不動產證券化市場之研究期末報告，臺灣證券交易所委託研究》，<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000122.pdf>（最後瀏覽日：05/04/2022）；蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄（2020），《「參訪新加坡 S-REIT 法制及實務運作」出國報告》，<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10802225>（最後瀏覽日：05/04/2022）。

¹⁰ 參照金融監督管理委員會新聞稿（01/12/2021），《金管會研擬修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行》https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dttable=News（最後瀏覽日：05/04/2022）。

化不動產投資信託基金運作時之權責，健全化我國不動產投資信託之運作，進而保障受益人應有之權益。




第二節 問題意識

不動產投資信託制度因被認為具有小額投資、收益穩定、分散風險、流動性高、專業管理、稅賦優惠等優點¹¹，近年來有越來越多國家引入此制度供投資人選擇，上市 REITs 的數量在世界各地也多有顯著的提升¹²。然而，我國自不動產證券化條例施行以來，迄今不僅只有十檔上市櫃的 REITs，且其中已有三檔遭到清算，凸顯運作上所遭遇的瓶頸與困難，亦必然會對於其中投資人（受益人）之權益產生影響。而且，不僅是運作上遭遇瓶頸，誠如本文前述，近年來從新聞上亦可見我國不動產投資信託發生許多爭議事件，其中有涉及受託機構與管理機構之義務內涵者、有涉及信託監察人之權限者、亦有涉及受益人會議之召開程序爭議者等等，足見我國不動產投資信託雖非過往法律學術研究上的重心，然而實務上已出現許多確實發生的爭議，有待從法律規範與制度設計層面，深入分析探討。尤其，此等實務運作上的瓶頸與爭議，多與不動產投資信託之治理架構、權限分配等有直接或間接的關聯，也必然影響著受益人之權益保障，因此建構了本論文問題意識之核心。

本文擬以不動產投資信託的治理機制設計為核心，探討其如何保障受益權。惟由於我國之不動產投資信託制度與美國、日本、新加坡等國家分別有類似性，本文先從法制架構層面簡述，比較各國之不動產投資信託法制。而後從我國 REITs 作為商業信託的本質特性出發，並探究 REITs 與其他商業組織（例如：資產證券化、共同基金或一般公司等）之差異性，釐清 REITs 應作為一種獨立的商

¹¹ See UNDERSTANDING REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITs), <https://www.moneysense.gov.sg/articles/2018/10/understanding-real-estate-investment-trusts-reits> (last visited May 05, 2022); NAREIT, WHY INVEST IN REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITs), <https://www.reit.com/investing/why-invest-reits> (last visited May 05, 2022).

¹² NAREIT, GLOBAL REAL ESTATE INVESTMENT, <https://www.reit.com/investing/global-real-estate-investment> (last visited May 05, 2022).



業組織類型，其有獨特的受益權保障需求，其治理機制之設計並應對應地為設計。在釐清治理機制設計之原則後，本文接續會深入分析不同層面的治理與相應的問題，並於論述過程適度參考比較法與我國相容之部分，評析我國現行不動產投資信託制度。本文希冀地基於治理機制如何保障受益權此一問題意識上，提出我國不動產投資信託制度之適當修正方向。

第三節 研究範圍與論文架構

第一項 研究範圍


本文探討不動產投資信託之受益人相關權益保護機制，為避免內容過於複雜而失焦，在此先定義本文之研究範圍：

一、 排除不動產資產信託之討論

我國不動產證券化條例參考美國及日本之法制，訂有不動產投資信託制度及不動產資產信託制度。前者係將投資人信託之金錢投資於不動產，而後者則係將委託人信託之不動產證券化後向投資大眾出售受益權。如自典型之證券化定義觀察，因其過程應包含將原有之資產移轉給特殊目的機構，則不動產資產信託無疑係典型證券化或資產融資之一種；相對而言，不動產投資信託則類似於一般之基金，因其於概念上係先發行受益證券募集資金後，再以該資金投資於不動產及其相關權利，並將收益分配予投資人¹³。因此，即使不動產資產信託與不動產投資信託同樣規範於不動產證券化條例，因兩者運作模式、受益權之特性、保護機制等均有差異，本文僅就不動產投資信託部分進行討論。

二、 排除稅務問題之討論

¹³ 黃銘傑（2013），〈金融資產暨不動產證券化法規〉，王文宇（等著），《金融法》，頁 357-358，七版，元照。



關於不動產投資信託制度之運作，許多研究文獻均已指出，稅制上之優惠為一項重要之因素¹⁴。事實上，美國之 REITs 制度發展之初，即係於 1960 年透過修改其國內稅收法（Internal Revenue Code，簡稱 I.R.C.）賦予免徵公司稅之租稅優惠，使小額投資人得藉此聚集資金參與不動產投資，促進其 REITs 快速成長¹⁵；而在全球第二大的 REITs 市場日本，其亦有頒布稅賦優惠¹⁶。稅賦優惠與其市場吸引力，為促成 REITs 制度成功運作的一項重要因素，間接地影響受益人之權益。惟現行稅賦之規定是否合理，應如何調整，牽涉較多層面，包含國家財政政策及公共利益，宜另行處理為宜，故本文排除稅賦相關問題之討論。

三、 排除單純市場面因素之討論

不動產投資信託制度之運作發展良好與否，對於其受益證券之市場流通性及價值均有所影響。過往即有文獻指出，國內不動產投資信託之發展所以不若他國，與國內租金相對借款利率而言過低，缺少相當收益率之國內投資標的，導致受益證券之收益率普遍偏低有關¹⁷。然而，關於不動產之市價、租金市場、國內借貸市場利率等因素，因牽涉複雜之國家政策制定、市場供需，甚至國際因素，本文擬予排除於討論對象之外。

四、 著重討論上市發行之權益型 REITs

本文旨在研究我國不動產投資信託之受益權保障，雖依據我國現行法令，不動產投資信託亦得以私募方式為之¹⁸，然由於現行實務上之不動產投資信託基


¹⁴ See, e.g., Chadwick M. Cornell, *Reits and Upreits: Pushing the Corporate Law Envelope*, 145(6) U. PA. L. REV. 1565, 1568-69 (1997); Spencer C. Ebach, *A Reputation to Uphold: Maryland Courts and the Continued Development of REIT Law*, 80 MD. L. REV. ONLINE 73, 73-75 (2021).

¹⁵ See, e.g., NAREIT, HISTORY OF REITS & REAL ESTATE INVESTING, <https://www.reit.com/what-reit/history-reits> (last visited May 05, 2022).

¹⁶ *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes Compare and Contrast*, PWC 1, 53-55 (2019), <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-nov-2019.pdf>.

¹⁷ 谷湘儀、莊國偉（2012），《不動產投資信託基金市場之研究—以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例》，頁 105，<https://www.trust.org.tw/upload/1010000670111.pdf>（最後瀏覽日：05/05/2022）。

¹⁸ 參照不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 5 款有關不動產投資信託之定義。



金，均為上市發行，且國際上較大型之 REITs 亦多屬上市發行，因此，本文主要以上市之不動產投資信託基金為研究對象。又即使 REITs 制度之發源地美國有權益型、抵押型與混合型等類型的 REITs（詳如第二章第一節中所述），由於我國現行 REITs 均為權益型，本文擬集中討論權益型 REITs。


第二項 論文架構

本文旨在從商業信託本質與不動產投資信託制度之特色，參酌比較法之運作，探討我國不動產投資信託中受益人之權益保護架構及其規範模式。茲將各章之論述主軸分述如下：

第一章為「緒論」。該章首先簡述現行我國不動產投資信託市場之運作背景及其所涉受益人保障爭議，以及本文擬以受益人權益保障為主題，並聚焦於治理機制研究之原因。次就研究方法概為介紹。最後，為求研究上之完整性，排除某些特定問題層面，界定本文之研究範圍及論文架構。

第二章為「不動產投資信託之法制」。該章中首先介紹我國不動產投資信託之架構型態，並比較美國、日本及新加坡之 REITs 架構型態，作為本文後續各章論述之基礎。其次整理我國不動產投資信託之法制規範，包含發行程序、投資規範、資金規範及其權限規範，並針對金管會草案修正投信投顧法新增之基金模式簡要說明。

第三章為「信託制度與商業信託」。該章透過信託制度與商業信託之探討，探求不動產投資信託之制度目的與其特點，作為後續章節論述之基礎。首先概覽信託制度的發展與功能，而後因不動產投資信託屬於一種商業信託，聚焦於商業信託之定義與功能，並探討其作為組織體的特性與爭議。而後剖析商業信託證券化之概念，並探求不動產投資信託之證券化內涵。接著，比較商業信託與相似制度，包含傳統民事信託與一般公司，以釐清其差異與關聯性。



第四章為「治理機制與不動產投資信託受益權保障」。該章透過透過觀察一般被認為與不動產投資信託制度相近的共同基金，探究其定義與功能，及其治理上與一般公司的差異。而後回到本文研究之客體：不動產投資信託，發現其與共同基金、一般公司於許多層面上分別有相似與相異處，而應被以一種獨立的商業組織類型看待，並對應地辨識其受益權保障需求。接著，藉由探討不同的受益權保障途徑，得出以治理機制之妥適建立保障不動產投資信託受益權之結論。而對於治理機制之內涵，應從解決代理問題、緩和代理成本的角度，並以受益人權益最大化為核心。

第五章為「不動產投資信託之內部治理與受益權保障」。該章以前二章之論述為基礎，將內部治理區分為經營層面與監督層面，分別開展不動產投資信託之內部治理與受益權保障之討論。在經營層面，探討不動產投資信託之受託關係與受託義務之內涵，並探討關係人交易對於集團經營型 REITs 之重要性，及相應之程序設計。此外，並從受託義務內涵之角度，評析信託型與基金型 REITs 之優劣，與如何建立相關的配套機制以促進受託義務之履行。在監督層面，探討信託監察人與受益人在 REITs 的內部治理中，應如何發揮監督經營決策者的角色。其一方面應避免對於經營決策者造成過度的干涉而影響經營效率，一方面須在符合監控成本的前提下賦予充分、有效的監督管道。

第六章為「不動產投資信託之外部治理與受益權保障」。該章首先從外部治理機制之定義與內涵出發，探討其如何保障不動產投資信託受益人之權益。其次，深入觀察近期於美國 REITs 興起的股東行動主義與併購活動，而後再回顧我國 REITs，釐清外部治理機制設計的原則。接著，藉由探討 REITs 資訊揭露之相關規範，釐清適當之資訊揭露有克服組織內部與外部間資訊不對等之功能，因而有助於外部治理。最後，探討我國 REITs 實務上屢見不鮮的外部治理變形：「清算危機」，其所涉受益權保障問題與改進方向。

第七章為「結論」。該章總結本文之論述重心，並提示未來尚待研究之方向。



第二章 不動產投資信託之法制

第一節 不動產投資信託之架構型態


第一項 比較法參考原因

本文旨在探討我國不動產投資信託制度之受益權保障中，治理機制所應扮演之角色，然由於我國不動產投資信託之運作尚不可謂成熟，實務上亦欠缺判決見解可供檢驗，因此無論係針對現行規範之解釋，亦或從制度、立法層面之建議，均應透過參考外國立法例及其制度運作，方可更清晰地理解不動產投資信託之制度本質及其運作特性，以思索我國法制下應為如何之解釋、應如何改善現行制度，以確保受益權人之保障。

然而，不動產投資信託諸多國家均有運作，應以何國之制度法令作為比較之依據，實待斟酌。蓋我國不動產投資信託基金之設計實際上融合了各國不同元素，且有我國法制下獨特之立法背景及制度設計，除非完全重新設計立法，否則並無法逕以仿效某國之制度，來架構我國不動產投資信託之法規範。因此，本文認為，於參考比較法時，宜參酌制度運作成功國家之制度與規範模式，「擷取其與本國法制相容之處，進行比較研究，同時考量我國法特殊之處，進行適用或為相應之調整」。於參考各國 REITs 之法制度後，本文認為宜參酌美國、日本及新加坡之比較法，其理由如下：

一、 美國

之所以參考美國之法制設計，除因其 REITs 發展相當蓬勃外，主要乃因各國 REITs 多參考美國法制設計其 REITs 制度，而我國不動產證券化條例立法之初，



於不動產投資信託部分，亦明確指出係參考美國法制¹⁹。因此即使我國制度實際設計與美國有許多差異，仍有參考美國 REITs 之必要性。尤其，在 REITs 之受託人義務之探討、REITs 之外部治理等方面，美國具有較豐富的判決與學術研究，不僅可對應於我國 REITs 實務上所發生過之類似問題，亦可於我國法制有所相容的範圍內，提供相關見解與方向，有助我國 REITs 受益人權益之健全完整。

二、 日本

之所以參考日本之法制設計，除因其 REITs 之發展為亞洲相當良好者以外，係因日本法針對 J-REITs 之法制設計，包含契約型及法人型（公司型）二種，觀察日本上市 J-REITs 中多數之組織型態為投資法人（公司型）²⁰，吾人可思索不動產投資信託制度之運作需求。並且，日本 J-REITs 多為外部管理型，與我國相類，有助釐清外部管理型下管理機構所扮演的角色，及其與受益人權益之關係。此外，日本信託法中存有信託管理人之設計，有助我國思考現行法制下信託監察人所應扮演之角色，及其與受益權保護之關聯性。

三、 新加坡

之所以參考新加坡之法制設計，乃因新加坡 S-REITs 與我國法制相同，均以契約制、外部管理為架構，可供吾人反思現行法制下我國外部管理制下權責劃分之妥適性，並評析修法草案中基金型態 REITs 之可行性。此外，由於其外部管理機構與 S-REITs 發起人間多為關係企業，具有之集團性與我國相似，其對於不動產投資信託中關係人交易問題之處理，亦有相當之參考價值。

¹⁹ 王文字（2002），〈不動產證券化法制評析〉，《法令月刊》，53卷5期，頁28。

²⁰ 日本取引所グループ（JPX）網站，REIT 銘柄一覽，<https://www.jpj.co.jp/equities/products/reits/issues/index.html>（最後瀏覽日：05/05/2022）。

本節以下擬先分別簡要介紹美國、日本及新加坡不動產投資信託之架構型態，作為後續論述之根基。而後分別於相應之章節，參酌比較法之法制及運作，明確化不動產投資信託應如何設計其治理機制，以保障其受益權人之權益。

第二項 比較法上不動產投資信託之架構型態：美國、日本、新加坡

一、 美國

(一) 稅法概念

美國之 REITs 制度，係於 1960 年修改其國內稅收法（Internal Revenue Code，I.R.C.）所建立之稅法概念²¹，依其投資標的可區分為權益型、抵押型及混合型三種。「權益型」乃直接取得不動產之所有權，經營具收益性之不動產投資組合，以租金或不動產交易之資本利得為其主要收入；「抵押權型」則係將所募集的資金貸放抵押貸款或投資於不動產抵押債權受益證券，以抵押貸款之手續費、抵押貸款利息，及抵押不動產之部分租金收入或資本利得為其主要收入來源；混合型則為權益型與抵押權型之混合型態²²。惟因我國目前僅有權益型 REITs，故本文僅以權益型為討論對象。

美國初期僅允許以信託組織型態取得 REITs 地位，直至 1976 年方允許以公司組織型態取得 REITs 地位²³。符合 I.R.C. 第 856 條²⁴以下之定義及要求者，得成為 REITs，享有免徵公司稅之租稅優惠，僅在分配所得予受益人時，對受益人課稅，故在美國 REITs 實為一稅法上之概念²⁵。且值得注意者係，美國聯邦 1940 年

²¹ Theodore Lynn, *Real Estate Investment Trusts: Problem and Prospects*, 31(1) FORDHAM L. REV. 73, 77-80 (1962).

²² 參谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 62-63。關於權益型與抵押型之差異，參 JACK H. MCCALL, A PRIMER ON REAL ESTATE TRUSTS: THE LEGAL BASICS OF REITS 2 (2001).

²³ James S. Halpern, *Real Estate Investment Trusts and the Tax Reform Act of 1976*, 31(2) TAX LAW. 329, 334 (1997).

²⁴ 26 U.S.C. § 856 (2018).

²⁵ See Cornell, *supra* note 14, at 1569; St. John's Law Review, *New Internal Revenue Code Treatment of Real Estate Investment Trusts and Its Application Under New York Law*, 35(2) ST. JOHN'S L. REV. 401, 401, 405-07 (1961); Carson Siemann, *Promoting Equity for REIT Investors*, 36 SETON HALL LEGIS. J. 271, 272-74 (2012).

投資公司法（Investment Company Act of 1940）規定必須以主要投資證券為業者始認定為受該法規範之「投資公司」²⁶，故權益型 REITs 並不受該法之規範²⁷。

（二）組織型態

依據 I.R.C.第 856 條（a），不動產投資信託得以公司（corporation）、信託（trust）或協會（association）之模式運作，惟實務上少見 association 型態之 REITs，多數是信託型或公司型。信託型 REITs 中，投資人兼具委託人及受益人之身分，與受託人締結信託契約，將資金信託給受託人並取得受益證券，由受託人將資金依信託契約投資於不動產及不動產相關標的。而公司型則係由發起人設立以投資不動產為目的之公司，投資人因參與資金之募集成為公司的股東，並分享股利。公司型 REITs 之資金管理及資產處分，原則上以公司章程或其他同等地位之文件為主要依歸²⁸。

除了公司型與信託型以外，美國隨著其 REITs 之發展，當今許多 REITs 之交易係以 UPREITs 架構進行²⁹。UPREITs 係由 REITs 和持有不動產之房地產公司或其他不動產所有權人組成有限合伙（limited partnership），其中 REITs 擔任主合夥人（general partner），負責合夥之管理及經營，不動產所有人提供不動產予該有限合伙後，換取嗣後可轉換為 REITs 股份之合夥單位。UPREITs 架構之優勢主要在於稅賦優惠，因持有增值不動產之所有人直至將該合夥單位轉換為 REITs 股份後，方需繳納資本利得稅，具有延遲稅賦之效果³⁰。

²⁶ 15 U.S.C. § 80a-3 (2018) (“When used in this subchapter, “investment company” means any issuer which— (A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities; ...”).

²⁷ 於立法初期，美國文獻上即有指出，在法理上不宜將 REITs 與投資公司類比。See Lynn, *supra* note 21, at 108-09.

²⁸ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 63-64。

²⁹ Cornell, *supra* note 14, at 1576-77.

³⁰ 參谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 64-65。亦參 MCCALL, *supra* note 22, at 7, 16 (2001).

根據美國實務上之統計，美國公開發行之 REITs 通常係依據馬里蘭州法令，以信託組織或以公司形式所成立³¹。而美國上市之 REITs 中，以紐約證交所上市者為例，以公司型為其主流，且經查多為 UPREITs 型態居多³²。



(三) 開放型/封閉型

美國之 REITs 可為封閉型或開放型。如為私募或公開發行但未掛牌交易者，通常為開放型，但買回政策可受到 REITs 之限制或變更；然如係公開發行且掛牌交易者，絕大多數均為封閉型，投資人如欲賣出其持股，須於交易所進行交易³³。

(四) 管理模式

早期（1986 年以前）認為 REITs 為單純的消極投資媒介（passive investment vehicles），亦即 REITs 僅為投資人藉以投資不動產並享有獲利之工具，因此法令強制要求不動產投資信託必須由外部管理（externally managed and advised），要求 REITs 本身不得進行投資決策或資產之管理，其必須分別將投資決策及資產之管理委由獨立之外部顧問（advisors）及外部管理公司（managers）進行³⁴。惟當時因要求管理公司及顧問公司不得持有 REITs 之股份，且費用計算基準主要係與其管理資產之規模做連結，造成多數外部管理者過於消極經營，僅致力於不斷擴大 REITs 規模以增加其可收取之管理費，而非積極管理投資組合以增加 REITs 投資人之獲利。並且，因同一外部管理公司及顧問公司可能同時受到多個 REITs 之

³¹ See WHY MARYLAND IS THE FAVORED JURISDICTION FOR FORMING REITs, <https://www.cscglobal.com/service/webinar/maryland-reit-dominance/> (last visited May 05, 2022). 亦參照谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 62。

³² NYSE TRADED PRODUCTS LISTINGS DIRECTORY, https://www.nyse.com/listings_directory/reits (last visited May 05, 2022).

³³ Matthew Frankel, *A Beginner's Guide to Private REITs*, THE MOTLEY FOOL (May. 02, 2022, 8:14 PM), <https://www.fool.com/investing/stock-market/market-sectors/real-estate-investing/reit/private-reits/>.

³⁴ Cornell, *supra* note 14, at 1568-69.



委任，其可能傾向將較佳的投資標的給予支付其最高費用者，造成自身利益與 REITs 受益人或股東利益之衝突³⁵。

惟 1986 年美國稅收改革法案 (Tax Reform Act of 1986) 修正相關規定，開放 REITs 得以內部管理，無論公司制或信託制的 REITs。自開放內部管理至今，美國 REITs 幾乎皆採用自行管理之方式³⁶。以公司型 REITs 為例，其並無受託機構與管理機構之區分，決策過程類似我國一般之上市櫃公司，原則上由發起人或其關係集團中具備專業能力之管理團隊進行決策及營運相關事務，且因允許管理團隊持有相當之股份，管理團隊有誘因積極為管理策略，以增加 REITs 之獲利³⁷。可見，從 1986 年以來，美國之 REITs 內部已有自行管理之權限，並非單純之投資媒介。

二、 日本

(一) 投資信託之概念

日本之不動產投資信託制度，係於西元 2000 年進行大幅度修正其「證券投資信託暨證券投資法人法」時所制定。當時刪除法規名稱中「證券」二字，將投資標的擴張及於不動產與其他資產，因而創立了不動產投資信託制度 (J-REITs)³⁸。隔年 3 月，東京證交所制定了不動產投資信託上市規則，J-REITs 更加蓬勃發展，使投資人得滿足其投資風險風散及小額化之需求³⁹。

(二) 組織型態

³⁵ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 68-69。

³⁶ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 70。亦參 Jim Clayton & Greg MacKinnon, *Real Estate Investment Trusts: The US Experiences and the Lessons for the UK*, IPF RESEARCH PROGRAMME 1, 20-22 (2009), <https://www.ipf.org.uk/static/uploaded/21f26407-43c4-4292-9c71ed45f6d2fa13.pdf>.

³⁷ Clayton & MacKinnon, *id.* at 21. See also Jennifer Stonecipher, *From One Pocket to the Other: The Abuse of Real Estate Investment Trusts Deductions*, 72(4) MO. L. REV. 1455, 1458-59 (2007).

³⁸ 王粹馨 (2005)，《日本不動產證券化業務 (以 J-REIT 為中心) 參訪報告》，頁 4-5，<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C09400914> (最後瀏覽日：05/05/2022)。

³⁹ 王粹馨，前揭註 38，頁 16。

「投資信託暨投資法人法」中訂有「投資信託制度」和「投資法人制度」二者，前者為契約型投信，後者則又稱為公司型投信，前者又可再區分為委託者指示型投資信託與委託者非指示型投資信託二者⁴⁰。因此，日本 J-REITs 得以契約型或公司型存在，惟根據日本證交所的資料，上市之 J-REITs 均為投資法人，即公司型不動產投資信託⁴¹。

(三) 開放型/封閉型

日本的「證券」投資商品以開放型為主，惟針對不動產投資信託，考量其所投資不動產變現之困難，與投資於證券之證券投資基金無法相類比，目前雖私募 REITs 有為開放型者，上市的 J-REITs 仍全為封閉型⁴²。

(四) 管理模式

1. 委託者指示型信託

委託者指示型投資信託係由投資信託公司作為委託人及受益人，信託銀行作為受託人⁴³。投資信託公司自眾多投資人募集資金，並有權指示受託銀行將信託財產主要投資於有價證券、不動產等特定資產，信託財產均託管給信託銀行，並將此信託而來的受益權分割，使多數人取得⁴⁴。此架構類似我國之證券投資信託基金。

2. 委託者非指示型投資信託

⁴⁰ 參照昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第一條、第二條。

⁴¹ 日本取引所グループ（JPX）網站，REIT 銘柄一覧，<https://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/issues/index.html>（最後瀏覽日：05/05/2022）。

⁴² 王粹馨，前揭註 38，頁 19。

⁴³ 王粹馨，前揭註 38，頁 17-18。

⁴⁴ 參照昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第二條第一項。

委託者非指示型投資信託係由信託銀行負責管理運用資產。由眾多投資人身兼委託人和受益人，並以信託銀行為受託人。信託銀行自投資人處募集資金，並自己運用和保管信託財產，而無需依據他人之指示運用信託財產⁴⁵。



3. 投資法人

投資法人之型態，係由投資法人向投資人發行證券募集資金後，由其委託他人運用該些資金進行投資，並將收益分配予投資人。不動產投資法人型態之 J-REITs 採外部管理模式，其本身不得僱傭人員，須將資產運用委託「資產運用公司」、資產保管職能委由「資產保管公司」，行政事務亦需委外執行⁴⁶。其將業務委託於資產運用公司時，須經投資人總會同意⁴⁷，解約時亦同⁴⁸。投資法人本身僅留存具備監督資產運用業務功能之單位，即剩投資人總會、由執行役員及監督役員所組成之役員會，及會計監察人⁴⁹。

三、 新加坡

(一) 屬於集合投資計畫

新加坡 S-REITs 通常係集合投資計畫之架構⁵⁰。依據其證券期貨法 (Securities and Futures Act, 簡稱 SFA) 之定義，集合投資計畫係指一關於財產之組合，其投

⁴⁵ 王粹馨，前揭註 38，頁 18。參照昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第二條第二項。

⁴⁶ 王粹馨，前揭註 38，頁 20-30。

⁴⁷ 參照昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第九十八條：「登録投資法人は、資産運用会社にその資産の運用に係る業務の委託をしなければならない。前項の委託に係る契約（第六十七條第一項第十四号に規定する資産運用会社となるべき者と締結するものを除く。）は、投資主總會の承認を得なければ、その効力を生じない。」

⁴⁸ 參照昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第九十八條第二百六條：「登録投資法人は、投資主總會の決議を経なければ、資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約を解約することができない。登録投資法人は、次の各号のいずれかに該当するときは、前項の規定にかかわらず、役員会の決議により資産運用会社と締結した資産の運用に係る委託契約を解約することができる。一、資産運用会社が職務上の義務に違反し、又は職務を怠つたとき。二、前号に掲げる場合のほか、資産の運用に係る業務を引き続き委託することに堪えない重大な事由があるとき。」

⁴⁹ 王粹馨，前揭註 38，頁 20。

⁵⁰ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 37、42。

資人並不每天對其財產進行控管，財產係以整體方式交由經理人管理或由其代表；投資人的出資，以及用於支付給投資人的利潤或收入，聚集於資產池。投資人透過收購、持有、管理、處分、實施、贖回或持至屆期財產或部分財產之權利、利益、所有權等，參與或取得收益、收入或其他給付⁵¹。

S-REITs 須遵守之法規，除證券暨期貨法（SFA）、證券暨期貨準則（Securities and Futures (Offers of investments)(Collective investment schemes) Regulations 2005）及新加坡證交所上市準則（如上市）外，由其金融管理局（Monetary Authority of Singapore, 簡稱 MAS）依 SFA 第 321 條制定之集合投資計畫準則（Code on Collective Investment Schemes, 簡稱 CIS Code），及資本市場服務執照持有人之不動產投資信託管理機構準則（Guideline to all holders of a capital markets services license for real estate investment trust management, 即不動產管理機構準則），構成其規範。其中，又以集合投資計畫準則之附錄 6 所載之不動產基金章節為主要規範，該附錄中詳細規範 S-REITs 之具體運作與規範架構，其具體內容如本文後續章節中所述。

（二）組織型態

S-REITs 得為單位信託（unit trust）或公司之型態，並得自行選擇上市或不上市，惟截至目前為止，S-REITs 均選擇在新加坡證交所上市，且均是以單位信託方式組成，屬於契約型基金，而非公司型⁵²。

（三）開放型/封閉型

目前所有 S-REITs 為求租稅優惠，均於新加坡證交所上市，且為封閉型基金，不允許持有人要求贖回。蓋依據集合投資計畫準則附錄 6 第 10 條僅有特別規定「未上市不動產基金之贖回條件」，反面推論之，似代表已上市之 S-REITs 之

⁵¹ Securities and Futures Act (Cap 289, 2020 Rev Ed) s 2(1).

⁵² *Guide to REITs, BTs and CIS in Singapore*, COLIN NG & PARTNERS 1, 3 (2011), https://pdfrock.com/compress-pdf.html#google_vignette.

單位持有人並無要求贖回之權利⁵³；而如自個別 S-REITs 之揭露資訊觀察，例如 CapitaLand Mall Trust 即明白宣示其單位持有人無權要求管理機構贖回其上市單位

54。

(四) 管理模式

S-REITs 採取信託架構，由受託機構與外部之管理機構簽訂合約，將管理職能委由管理機構行使，故為外部管理。管理機構職責主要係為受益人整體最大利益執行業務，並確保其遵守所有應適用之法律規定及行為準則⁵⁵。其負責受益證券之發行，並對於基金之管理決策具有專業及實權，無需事事皆經受託機構之同意，並可再行選任不動產管理公司負責實體管理營運事項。惟依據 CIS Code 第 3.2 條，如涉及利益衝突，管理機構應與受託機構討論表決權應如何行使；涉及基金之重大變更時，應通知 MAS 及受益人；涉及信託契約之修改者，應經受益人會議特別決議等。因此，即使管理機構具有管理基金運用之權能，其亦非可單獨決定所有基金相關之管理事項⁵⁶。

受託機構則代表 S-REITs 保管資產、辦理開戶，並應監督管理機構，確保其遵循信託契約及公開說明書之條款，為持有人最佳利益執行投資管理業務⁵⁷。依據 CIS Code 第 2 條，其應獨立於管理機構，公正地為集合投資計畫進行所有交易。其義務包含：向 MAS 報告違法行為（CIS Code 第 2.3(a)條）；於受益人請求提供帳戶或報告紙本時，於兩週內提供之（CIS Code 第 2.3(e)條）等。而於同準

⁵³ CIS Code Appendix 6, § 10.1 (Apr. 2020) (“In the case of unlisted property funds, the manager should offer to redeem units at least once a year in accordance with paragraphs 10.2 and 10.3”).

⁵⁴ Announcement, Proposed Merger of Capitaland Mall Trust and Capitaland Commercial Trust by Way of a Trust Scheme of Arrangement, Results of Extraordinary General Meeting Held on 29 September 2020, (2020), https://www.capitaland.com/content/dam/capitaland-newsroom/International/2020/september/unitholders-vote-proposed-merger-of-cmt-and-cct/CMT_Results_of_EGM.pdf.

⁵⁵ 蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 18。

⁵⁶ 相同觀察，參蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 18。

⁵⁷ 蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 20-21。See also S-REIT STRUCTURE, <https://www.reitas.sg/singapore-reits/s-reit-structure/> (last visited May 25, 2022).

則附錄 6 第 3.2 條亦規定受託機構應盡相當注意之監督事項，例如確保基金擁有之財產權利合法可出售、管理機構已對基金資產安排適當之保險等⁵⁸。



(五) 區別類型：商事信託 (Business Trust)

新加坡尚有另一種與不動產投資信託類似之工具，即商事信託 (Business Trust)。其特色在於，係由同一機構同時擔任受託人及管理人，亦即受託人本身可進行營運管理活動，不同於 S-REITs 之管理機構與受託機構必須相互獨立。又 S-REITs 需至少有 75% 之資產須投資於不動產，並有借貸上限，且必須將至少 90% 的收益分配給投資人，而商事信託則不以投資不動產為限，並無強制分配收益之規定，亦沒有借貸上限⁵⁹。

第二節 我國不動產投資信託之現行法制

第一項 立法背景及實務現況

我國不動產證券化條例之立法背景，乃因 1990 年代股市泡沫化、政府選擇性金融管制並實施容積管制，造成市場空、餘屋增加，不動產景氣下滑，因而有必要加速推動不動產證券化，以健全房地產市場運作。因此，政府於 2001 年 6 月召開經濟發展諮詢委員會議，並研議建立不動產證券化之法制⁶⁰。2002 年 6 月 5 日，「不動產證券化條例草案」經立法院一讀通過，而後除刪除草案中以「開發型不動產」為投資標的之規定外，其餘依委員會審查條文及部分朝野協商條文，於 2003 年經立法院三讀通過。該條例參考美國之不動產投資信託制度、我國「共同信託基金管理辦法」及「金融資產證券化條例」之部分規定，以及日本之法制架

⁵⁸ CIS Code Appendix 6, § 3.2 (Apr. 2020) (“The trustee should exercise reasonable care in ensuring, amongst others, that: a) the property fund has proper legal and good marketable titles to the real estate assets owned by the property fund; b) material contracts (such as rental agreements) entered into on behalf of the property fund are legal, valid, binding and enforceable by or on behalf of the property fund in accordance with its terms. Material contracts include contracts which constitute 5% or more of the revenue of the property fund or which are not entered into in the ordinary course of business of the property fund; and c) the manager arranges adequate insurance coverage in relation to the real estate assets of the property fund”).

⁵⁹ S-REITs AND BUSINESS TRUSTS, <https://www.reitas.sg/singapore-reits/differences-between-s-reits-business-trusts-in-singapore/> (last visited May 05, 2022).

⁶⁰ 財團法人臺灣經濟研究院 (2013)，前揭註 9，頁 126。

構與實務經驗，將不動產證券化之型態分為「不動產投資信託」及「不動產資產信託」二大制度，確立國內「不動產證券化」之立法採「信託型」之架構⁶¹。而因當時台灣正歷經科技泡沫破滅及 SARS 等衝擊，壽險業財務體質不佳且資本適足率嚴重不足，金管會為協助其強化體質，同意壽險業發行不動產證券化來因應，使其得以將部分大樓出售給 REITs，換取資金以充實資本適足率，故有謂我國 REITs 制度當初可謂係為壽險業量身訂做⁶²。現存之七檔 REITs 中，即有許多為壽險業所發行。

而後，於 2009 年修法將開發型不動產或不動產相關權利新增為不動產投資信託基金所得投資之標的⁶³，並於 2016 年 3 月 2 日以函令解釋方式鬆綁海外投資限制⁶⁴。至於在發行實務上，自不動產證券化條例三讀通過後，富邦一號隨即在 2005 年 3 月首先上市，成為臺灣第一檔不動產投資信託基金；其後於同年 10 月與 12 月陸續有國泰一號與新光一號上市。2006 年則有 4 檔 REITs 發行，分別為富邦二號、三鼎、基泰之星與國泰二號，惟自 2007 年 5 月的駿馬一號發行後，即未有新的 REITs 發行，直至 2017 年方有王道銀行申請發行的「圓滿一號」及 2018 年由京城銀行申請發行之「樂富一號」⁶⁵。

儘管有多檔 REITs 發行上市，然而國內 REITs 普遍規模偏小，且交易量低，因而造成流動性不足，並且衍生折價問題⁶⁶。此除因我國租金未能與不動產價格同步上升、對於 REITs 取得資金及其投資標的設有許多限制外，就組織架構而

⁶¹ 財團法人臺灣經濟研究院（2013），前揭註 9，頁 127。

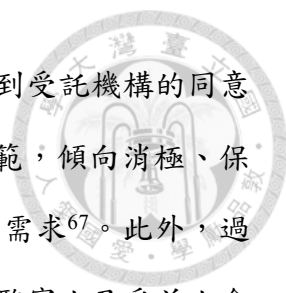
⁶² 黃琴雅（07/26/2020），〈金管會應正視「股東行動正義」，壽險業者要勇於活化 REITs 資產〉，《風傳媒新新聞》，<https://www.storm.mg/article/2877628?mode=whole>（最後瀏覽日：05/06/2022）。

⁶³ 金管會新聞稿（01/06/2009），《立法院院會三讀通過不動產證券化條例修正案》，https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=296&parentpath=0,8,119&mcustomize=newsarea_view.jsp&dataserno=33140&dtable=null（最後瀏覽日：05/25/2022）。

⁶⁴ 金管會（105）金管銀票字第 10540000410 號令參照。

⁶⁵ 公開資訊觀測站，不動產投資信託受益證券，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/25/2022）。

⁶⁶ 張禎玲、張華平、李阿乙（2015），〈臺灣不動產投資信託的經營管理機制立法十年的省思〉，《住宅學報》，24 卷 1 期，頁 119。



言，我國法 REITs 目前採取信託模式，幾乎所有決策都必須得到受託機構的同意才可施行，然而受託機構多為銀行，為遵循主管機關之相關規範，傾向消極、保守經營，亦限制了 REITs 經營團隊應創造價值以滿足投資人的需求⁶⁷。此外，過往多檔 REITs 發生許多爭議，包含疑似受託人義務違反、信託監察人及受益人會議之權限、基金清算等，對於受益權人之利益影響甚巨。然而現行法制對其欠缺規範，亦無實務見解可資參考，實有待從比較法之角度進行相關討論，以釐清基金之治理機制，從而落實受益權人之保障。


第二項 制度簡介

依不動產證券化條例（本章下稱本條例）第 4 條第 1 項第 5 款，不動產投資信託指依本條例之規定，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。亦即，由受託機構將不特定之複數投資人之出資（不以金錢為限，亦可以實物，包含不動產或地上權之出資），投資於開發型或已有穩定收入之不動產、不動產相關權利或有價證券等標的。而因不動產較差之流動性使然，依本條例第 16 條之規定，不動產投資信託基金，除經主管機關核准外，以封閉型基金為限，受益證券之持有人不得隨時要求基金贖回其受益證券以取回現金。此外，美國 REITs 為維持其稅賦優惠地位，要求須將收益之 90% 分配予受益證券持有人。我國仿之，受託機構募集與私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法（本章下稱處理辦法）第 12 條第 1 項第 2 款中，要求 REITs 須將收益之 90% 分配予受益證券持有人。

第三項 不動產投資信託之規範

一、 不動產投資信託基金之發行規範

⁶⁷ 參蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 28。相似觀察，亦參谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 89-93。



受託機構如欲募集發行或私募不動產投資信託受益證券，其於洽定投資標的（非強制）後，需提經其董事會決議、洽專業估價者估價，並經律師、會計師表示意見，於必要時得委請信用評等機構進行信用評等。而後，依本條例第 6 條，檢具相關書件，向主管機關申請核准或申報生效（目前實務作業上，係由金管會「銀行局」為募集 REITs 之審核主體）⁶⁸。如為私募，僅需送信託公會審查後，由其併審查意見轉報主管機關申請核准或申報生效即可；如係公開募集，則應洽經證券主管機關（證期局）核准，且須於主管機關核准前取得臺灣證券交易所或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心核發之上市或上櫃同意函（處理辦法第 5 條第 1 項）。如擬於國外募集或私募者，依本條例第 7 條，受託機構應先報請中央銀行同意後始得向主管機關申請核准或申報生效。

而依本條例第 14 條第 1 項規定，受託機構應於主管機關核准或向主管機關申報生效起三個月內開始募集；且依本條例第 15 條第 1 項規定，公開募集應依證券交易法規定之方式，向應募人提供公開說明書，私募時應依主管機關規定之方式，向購買人提供投資說明書，其記載內容應遵守主管機關並訂有相關之應行記載事項準則⁶⁹。


二、 不動產投資信託基金之投資規範

依本條例第 17 條第 1 項，不動產投資信託基金之投資或運用標的包括開發型或已有穩定收入之不動產及不動產相關權利、不動產相關有價證券、銀行存款等流動資產及其他經主管機關核准投資或運用之標的。惟主管機關依同條第 2 項頒布函令，要求不動產投資信託基金投資或運用於現金（含銀行存款）、政府債券、開發型或已有穩定收入之不動產及不動產相關權利、不動產相關有價證券之最低比率，合計不得低於該基金淨資產價值之百分之七十五⁷⁰。

⁶⁸ 參考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 6 條之相關規定。

⁶⁹ 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、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。

⁷⁰ 財政部（92）台財融（四）字第 0924000790 號函參照。



所謂「開發型之不動產或不動產相關權利」，依本條例第 4 條第 1 項第 18 款，係指正進行或規劃進行開發、建築、重建、整建之不動產或不動產相關權利。惟並非所有開發型標的均為 REITs 可投資者。依本條例第 17 條第 4 項規定，不動產或不動產相關權利如須取得建造執照者，應於領得建造執照後始得動用該基金款項；同條第 7 項及第 8 項並訂有排除特定項目作為投資標的之規定；且同條第 5 項亦有規定，公開募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以該項所列各款標的為限⁷¹。又依金管會函令，募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之百分之十五；私募時，除投資於促參法之公共建設，或經主管機關核准之公共建設外，原則上不得超過百分之四十⁷²。

而所謂「已有穩定收入之不動產」，依金管會函令，包含得於外國成立由受託機構百分之百持有，以投資國外地區不動產為目的之特殊目的公司，由之投資國外不動產⁷³。另外，金管會將國外之不動產投資信託基金，核准為本條例第 17 條第 1 項第 5 款之「經主管機關核准得投資或運用之標的」⁷⁴。

三、 不動產投資信託基金之資金規範

受託機構欲追加募集或私募受益證券者，依本條例第 9 條第 5 項，應先經受益人會議決議。其追加募集者，於決議後應送臺灣證券交易所或櫃檯買賣中心進行初步審查，再由其檢附審查意見轉報主管機關核准。其追加私募者，應送信託公會，再由其檢附審查意見轉報主管機關核准或申報生效⁷⁵。


⁷¹ 不動產證券化條例第 17 條第 5 項：「募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以下列各款標的為限：一、都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。二、促進民間參與公共建設法所稱公共建設。三、經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。」

⁷² 金管會（106）金管銀票字第 10600146140 號函參照。

⁷³ 金管會（106）金管銀票字第 10540000530 號函參照。

⁷⁴ 金管會（105）金管銀票字第 10540000410 號函參照。

⁷⁵ 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 5 條第 2 項參照。



除追加發行受益證券以外，不動產投資信託基金亦得以融資方式取得資金，惟其借入款項之目的，以不動產或不動產相關權利之取得、開發、營運，或以配發利益、孳息或其他收益所必需者為限，並應辦理公告（本條例第 19 條第 1 項及第 3 項）。並且，就其得借入之資金總額，處理辦法第 11 條訂有不得超過信託資產總額一定百分比之規定⁷⁶。

而就不動產投資信託基金閒置資金之運用，本條例亦定有強制之規定。依本條例第 18 條，不動產投資信託基金閒置資金之運用，應以銀行存款、購買政府債券或金融債券、購買國庫券或銀行可轉讓定期存單、購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據、購買經主管機關核准之其他金融商品之方式為限。

四、 不動產投資信託基金之權責規範

(一) 組織架構

我國不動產投資信託目前採信託架構。由受託機構擔任發行人，向投資人募集或向特定人私募並交付不動產相關有價證券，以取得之資金為基礎，專門從事有關不動產及其相關權利之投資，並以收益分配給投資人。在此信託契約架構中，投資人係同時作為委託人與受益人，是為自益信託，並以受託機構作為信託契約之受託人⁷⁷。

受託機構得委外由不動產管理機構管理、處分信託財產，而因我國法規定受託機構以設立滿三年以上，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之信託業為限⁷⁸，實務上多為銀行擔任，其不具備經營不動產之專業，故均

⁷⁶ 依據信用評等之評級，至多不得超過資產總額百分之五十。

⁷⁷ 值得注意者，現行不動產證券化條例中並未明確定義不動產投資信託之委託人，惟架構上應相似於日本的非指示型信託，由投資人作為委託人與受益人。參考王志誠（2013），〈信託法與信託業法〉，王文宇（等著），《金融法》，頁 258，七版，元照；另參考劉藤、楊松齡（2009），〈從 Hohfeld 權利概念的觀點論不動產投資信託的權利結構〉，《台灣土地研究》，12 卷 2 期，頁 37-38。

⁷⁸ 不動產證券化條例第 4 條第 2 項。

係將不動產委託不動產管理機構管理、處分。管理機構在受託機構授權之範圍內，進行信託財產之管理及處分，故其雖行基金及不動產之管理、投資策略與計畫之擬定，惟架構上須受到受託機構之監督，其建議均須經受託機構核可後方可執行⁷⁹。

另外，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；受益人會議依本法第 47 條準用金融資產證券化條例第 23 條第 2 項，亦得經決議選任信託監察人。信託監察人之權限依本法第 47 條及第 48 條準用金融資產證券化條例之相關規定。此外，不動產投資信託應設有受益人會議，其程序除信託契約另有約定，且於公開說明書或投資說明書中載明者從其所定外，準用金融資產證券化條例第二章第三節之規範⁸⁰。而針對不動產投資信託某些重大事項之決定，「信託業商業同業公會所定受託機構募集不動產投資信託基金之定型化契約範本」（本章下稱定型化契約範本）第 29 條第 1 款即明列十種受託機構應召集受益人會議之事由，以保護受益人之權益。

(二) 發起人及安排機構

1. 發起人

依本條例第 4 條第 16 款之定義，發起人係指受託機構申請或申報募集或私募不動產投資信託基金時，已確定投資之不動產所有人、不動產相關權利之權利人或現金出資人。本條例第 6 條第 3 項至第 5 項對發起人建構其義務，發起人對於其所提供受託機構辦理受益證券之募集、發行或私募之資料，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，否則對於該受益證券之善意取得人或出賣人因而所

⁷⁹ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 89-90。實務上信託契約亦如此規定，例如新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，頁 41-52，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060103_L5843_S01_01003T_20220525_165313.pdf（最後瀏覽日：05/25/2022）。

⁸⁰ 不動產證券化條例第 47 條參照。



受之損害，應負賠償責任。擬讓與之不動產或不動產相關權利有設定抵押權者，發起人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。

實務上，發起人多係以移轉其不動產之方式，以其價金債權沖抵出資額，作為初始投資標的。例如：富邦一號係由富邦建設股份有限公司、明東實業股份有限公司、道盈實業股份有限公司擔任發起人，以其富邦人壽大樓、富邦中山大樓、天母富邦大樓作為其初始投資標的；國泰一號則係由國泰人壽保險股份有限公司作為發起人，以其名下之喜來登大飯店、台北西門大樓及台北中華大樓作為出資標的。發起人於移轉其不動產予不動產投資信託基金後，多係由其關係企業擔任管理機構，例如富邦一號及國泰一號分別以富邦建經及國泰建經為其管理機構⁸¹，故發起人即使將不動產移轉予信託，其實質上仍以其集團之關係企業掌握不動產之管理權限⁸²。為利受託機構恪盡善良管理人之注意及忠實義務，信託公會於其頒布之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第 2 條之 1 規定，受託機構委任之不動產管理機構，如與發起人有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或為關係企業者，應於最近一次召集之受益人會議檢討不動產管理機構適格性時，經有表決權總數二分之一以上受益人出席，並經出席受益人表決權過半數之同意行之。

2. 安排機構

因受益證券之募集或私募安排規劃於不動產證券化過程中占有極重要地位，本條例第 4 條第 17 款規定，由安排機構對受益證券之募集或私募安排規劃整體事務。同條第 6 項並規定，安排機構應符合一定條件；其一定條件及應受規範，由信託業商業同業公會洽商相關公會擬訂，報請主管機關核定。基此，信託公會訂

⁸¹ 參考公開資訊觀測站，富邦一號不動產投資信託受益證券基本資料，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/06/2022）；公開資訊觀測站，國泰一號不動產投資信託受益證券基本資料，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/06/2022）。

⁸² 2017 年與 2018 年發行之圓滿一號及樂富一號為例外，該二檔 REITs 的管理機構跟發起人非屬關係企業。



定「安排機構之資格條件及應受規範」以茲規範。此部分與本文所欲探討之內容關聯性較小，故不贅述其內容。

(三) 受託機構

依本條例第 4 條第 1 項第 8 款之規定，受託機構指「受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構」。同條第 2 項並規定，受託機構以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。

關於受託機構募集或私募受益證券之程序，本項前已詳細敘述，在此茲不再重述。而關於受託管理及處分信託財產，依本條例第 9 條第 1 項之規定，受託機構應依主管機關核准或向主管機關申報生效之不動產投資信託計畫，經營不動產投資信託業務。本條例第 25 條則規定，受託機構於募集發行或私募交付及投資運用不動產投資信託基金時應遵守該條所列舉之事項，例如：不得為保證、放款或提供擔保，或不得與受託機構所設立之各不動產投資信託基金及不動產資產信託間為交易行為等，以避免信託基金過度曝險，或受託機構濫用其地位為不利於信託基金之行為。

此外，本條例第 12 條並規定，受託機構募集不動產投資信託基金之權利義務，應依定型化契約範本，其對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，不得低於該定型化契約範本。該範本第 11 條訂有受託機構應盡之義務與責任，及其得處分基金資產之情形；第 13 條則規定，受託機構委任不動產管理機構辦理不動產投資信託計畫，其應就不動產管理機構之選任及對其所為之指示與監督，負善良管理人之注意義務，惟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。基此，主管機關針對受託機構辦理不動產投資信託之權利義務關係，預先擬定規範，以期保障受益

權人之權益。惟何謂造成受益權保障低於定型化契約範本，界限似有不明，牽涉受益權之內涵，本文後續將於第五章第五節中為相關討論。



於我國法規範架構下，受託機構不僅為募集發行受益證券及申請送件之主體，亦為信託財產管理及處分之法定權責機構。不動產投資信託基金與主管機關間、與受益證券持有人間及與外部交易對象間之交涉，乃至權利義務關係之建立及調整，原則上均由受託機構作成並以其名義為之⁸³。例如：（1）與主管機關間：發行有關事項、有關基金之公告事項；（2）與投資人之間：向投資人交付公開說明書或投資說明書；做成經會計師查核簽證之財務報表，向信託監察人報告，並通知各受益人；收取辦理不動產投資信託業務之手續費及報酬；有關受益人會議之相關事項；（3）與外部人之間：委請專業估價者出具估價報告書、以信託財產借入款項、為有關信託財產之交易等等。

而由於國現行法規係以「受託機構」為規範主體，法令規範受託機構應擔負主要之權責，主管機關金管會銀行局亦以監督受託機構來監督不動產投資信託基金之運作。然而，由於受託機構通常不具備不動產之專業性，需委任管理機構為實質之決策，且其通常與基金無利害關係，我國法以受託機構作為信託財產管理及處分之法定權責機構，並由偏向保守之銀行局為監管之規範模式，因而備受實務人士所批評⁸⁴。

而就受託機構之辭任及解任，依據定型化契約範本第 12 條之規定，其辭任、解任，及選任新受託機構，除信託契約另有約定外，非經受益人會議之特別決議不得為之；受託機構除有不可歸責之事由或因法律上或事實上之原因無法執行信託事務之情形外，不得辭任；而受益人會議如非因受託機構有違反法令、信託目

⁸³ 惟鑒於 REITs 具有實質不完全之法律主體性及資產分割性，其與受託機構、管理機構、受益人、第三人間均發生法律關係，實務上亦無人會將不動產投資信託直接歸為受託機構之財產加以理解，因此，本文在相關論述上，除非有精準敘述之必要，否則原則上均以不動產投資信託作為主詞，以求敘述上之精簡與便利。舉例來說，論述「不動產投資信託 (REITs) 與關係人間進行交易」，精確來說係指「受託機構使不動產投資信託與關係人間進行交易」。

⁸⁴ 例如蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 28。



的或本信託契約範本之規定者，亦不得解任受託機構。因此，如無特別之約定或情事，受託機構原則上得持續擔任其職務。

(四) 管理機構

依本條例第 4 條第 1 項第 12 款之規定，不動產管理機構係指受受託機構委任管理或處分信託財產之不動產投資業、營造業、建築經理業、不動產買賣租賃業或其他經主管機關核定之機構。同條第 4 項並規定，不動產管理機構，應符合一定條件，並與受託機構簽訂記載其職權、義務、責任及應遵行事項之委任契約書。同條第 5 項則規定，不動產管理機構之一定條件及委任契約書之應記載事項，由信託業商業同業公會洽商相關不動產管理機構之商業同業公會擬訂，報請主管機關核定。

基之，信託公會頒布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（本章下稱作業要點），及受託機構委任不動產管理機構辦理不動產投資信託業務委任契約範本（本章下稱委任契約範本），作為規範依據。依據委任契約範本第 5 條，管理機構雖進行基金及不動產之管理與投資策略及計畫之擬定，其架構上仍須受到受託機構之監督，其建議須經受託機構核可後方可執行。又依同範本第 7 條，不動產管理機構應盡善良管理人之注意義務，使基金之不動產及不動產相關權利之營運及維護符合相關法令。另依同範本第 6 條，允許管理機構原則上於取得受託機構同意後，得將其任務再行委由符合條件之次受任機構履行或辦理，惟管理機構應自行負擔複委任之一切費用，且應與次受任機構負同一責任。

而就管理機構之解任，依作業要點第 7 條，委任契約中應記載該委任契約之變更、解除、終止事由、終止程序及終止後之處理事項。又依定型化契約範本第 13 條，不動產管理機構有違反與受託機構委任契約內之約定事項，或其業務或財務有嚴重缺失，經受託機構通知限期改善而未於指定期限內改善者，受託機構得

終止委任契約，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，並於終止後陳報主管機關備查。

綜上，我國不動產投資信託之法規範並未對管理機構明定其固有權限，而係基於受託機構之委任，並由主管機關授權信託公會訂定自律規範，以間接規範管理機構及不動產投資信託之運作。惟實務上，管理機構方具有基金財產管理之專業能力，基金之操作績效，絕大部分均視管理機構之專業與能力而定，受託機構亦多仰賴管理機構之專業判斷及建議，而管理機構卻毋須直接面對主管機關之監理及投資人，實有不妥。因此，論者多有呼籲，實有必要重新定位管理機構於不動產投資信託基金中所扮演之角色，並重新思索相應之監管⁸⁵。


(五) 信託監察人

信託監察人依本條例第 4 條第 1 項第 10 款之規定，係由受託機構依不動產投資信託契約之約定或經受益人會議決議所選任，為受益人之利益，行使本條例所定權限之人。信託監察人並非不動產投資信託基金必備之要素，事實上我國多數不動產投資信託於設立之初均未設有信託監察人⁸⁶。

信託監察人之資格應符合一定之條件，包含：（1）不得為未成年人、受監護宣告或輔助宣告之人及破產人（信託法第 53 條）；（2）不得為發起人、受託機構之利害關係人、職員、受雇人（不動產證券化條例第 48 條第 2 項），以確保信託監察人之獨立性，避免利害衝突；（3）為自然人者應具備一定之專業資格，為法人者，以不動產管理機構及信託業為限（參考處理辦法第 9 條）。惟如為法人擔任信託監察人時，對於該法人信託監察人推派以實際執行職務之自然人代表，其是否須具備一定的資格條件，目前法令則未有規定。

⁸⁵ 蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 28；另參考王文宇，前揭註 19，頁 34-35。

⁸⁶ 參考馬傲秋（2021），《加強對不動產投資信託基金管理之相關法令研究》，頁 69，<https://www.trust.org.tw/upload/11009000000001.pdf>（最後瀏覽日：05/06/2022）。



依定型化契約範本第 31 條，信託監察人應依相關法令及信託契約約定，以善良管理人之注意義務執行職務。而其得行使之權限，依本條例準用金融資產證券化條例之相關規定，大致包含：（1）受益人會議召集權（本條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 24 條第 1 項）；（2）除負面表列之五款除外事項外，以自己名義為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為之權（本條例第 48 條準用金融資產證券化條例第 28 條第 2 項）；（3）為信託財產之利益，請求受託機構停止其違反法令或信託契約，致有損害信託財產之虞的行為之權（本條例第 48 條第 1 項準用金融資產證券化條例第 33 條）等。


而關於信託監察人之辭任及解任機制，有謂因不動產證券化條例並無詳細規範，應回歸信託法第 58 條及 59 條之規定者⁸⁷，惟本文認為定型化契約範本第 30 條第 3 項既已有規定，當應優先適用。依據該規定，信託監察人有正當理由時，得經其選任人之同意辭任。信託監察人因可歸責之事由，怠於行使其職務或違反本信託契約約定或違反法令者，得由其選任人予以解任，並應即選任新信託監察人。

(六) 受益人會議

依本法第 47 條準用金融資產證券化條例第 23 條，受益人權利之行使，除受領受託機構基於信託契約所負債務之清償，及其他僅為受益人自身利益之行為以外，應經受益人會議決議或由信託監察人為之。亦即，不動產投資信託基金受益人之集體性權利，原則上不得單獨行使，而應經受益人會議決議。至於是否得由信託監察人行使，則牽涉本法第 48 條準用金融資產證券化條例第 28 條第 2 項時負面表列之五款除外事項之解釋⁸⁸。

⁸⁷ 參考馬傲秋，前揭註 86，頁 75。

⁸⁸ 金融資產證券化條例第 28 條第 2 項：「信託監察人得以自己名義，為受益人及委託人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。但下列權利，不適用之：一、解除受託機構之責任。二、變更或終止特殊目的信託契約。三、同意受託機構之辭任、解任受託機構或聲請法院解任受託機構。四、指定或聲請法院選任新受託機構。五、其他依特殊目的信託契約約定信託監察人不得行使之權利。」



惟何種事項得由受託機構逕行處理，何種事項須由受益人會議決議為之？定型化契約範本第 29 條明列十種受託機構應召集受益人會議之重大事由，需經受益人會議決議，而不得逕由受託機構為之，以保障受益權人對於重大事項決定之權利⁸⁹。受益人會議除由受託機構或信託監察人召集外，於發生應召集受益人會議之事由而受託機構未主動召集受益人會議時，亦得由持有已發行在外受益權總數百分之三以上之受益人於以書面敘明事由請求受託機構召集受益人會議，且受託機構於十五日內不召開時，報經主管機關許可後，自行召集受益人會議⁹⁰。

而關於受益人會議之召集、表決、程序及其他事項之處理，依定型化契約範本第 29 條第 6 款，除依該定型化契約範本外，應依本條例第 47 條準用金融資產證券化條例第二章第三節、信託業辦理信託業法第三十二條之一之受益人會議應遵行事項及其附件三之「受益人會議規則」之規定辦理。其中較特殊之規範乃允許受益人會議以書面方式召開之（遵循事項第 5 條），信託公會並因此訂有「以書面方式召開不動產投資信託基金受益人會議表決相關事項規範」。

第三節 基金架構之修法草案

第一項 修正投信投顧法

金管會為協助活絡我國不動產證券化市場，並提供投資人多元投資管道、提升資產管理產業競爭力，參考日本、新加坡及香港等地之不動產投資信託制度，修正原證券投資信託及顧問法（簡稱投信投顧法）為「投資信託及證券投資顧問法」，開放以基金架構發行 REITs，由「不動產投資信託事業」募集及私募不動

⁸⁹ 受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第 29 條第 1 項：「有下列情事之一者，受託機構應召集受益人會議；信託監察人（如有）有合理事由而認為有必要時，亦得召集之：（一）依據法令或本信託契約約定，有應由受益人會議決議之事項需經決議者。（二）修改、變更或終止本信託契約者。（三）變更不動產投資信託計畫。但其變更對受益人之權益無重大影響，並經向主管機關申請核准或申報生效者，不在此限。（四）受託機構有辭任或解任情形時。（五）增加受託機構或信託監察人之報酬。（六）本基金之移轉、合併或終止者。（七）變更信託財產管理、使用及處分之原則。（八）經主管機關指示之事項者。（九）受託機構擬辦理本基金之追加募集時。（十）其他重大影響受益人權益之情形發生者，經受託機構或信託監察人（如有）認為有召集之必要者。」

⁹⁰ 受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本第 28 條第 2 項參照。



產投資信託基金。基金架構與現行之信託架構「併行」，業者可自行選擇採取何種形式⁹¹。

第二項 基金架構之特殊性

基金架構之REITs與現行契約型REITs相比，在以下幾個方面有特殊之處⁹²：

一、 基金之發行主體

有別於現行契約型架構下由身為信託業之受託機構（多為銀行）擔任基金發行的主體，在基金型架構下，係由投信事業（即草案所稱之不動產投資信託事業）作為發行主體。關於不動產投資信託事業，草案對之設有設立之資格條件，包含要求具不動產投資專業之機構擔任專業股東（修法草案第 82 條之 1）、授權金管會訂定最低實收資本額（修法草案修正第 67 條）、強制設立獨立董事及審計委員會，由審計委員會取代監察人（修法草案第 82 條之 4）等。

二、 信託架構之當事人

不同於現行信託契約架構下，投入資金之投資人係同時作為委託人與受益人。在基金架構下，姑且不論是否恰當，依據目前投信投顧法的明文定義，並非由投資人作為信託之委託人，而係由不動產投信事業作為委託人，保管機構擔任受託人，投資人僅為信託架構下之受益人⁹³。

三、 資金規範

基金架構下之追加募集發行受益證券，依投信投顧法第 10 條及其子法「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」，其程序較初次募集發行較為簡

⁹¹ 金融監督管理委員會公告「投資信託及證券投資顧問法」部分條文修正草案總說明參照。

⁹² 以下整理自金融監督管理委員會新聞稿（2021），《金管會研議修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行》，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dtable=News（最後瀏覽日：05/06/2022）。

⁹³ 參證券投資信託及顧問法第 5 條之用詞定義。

化，且有別於現行信託架構下追加募集需經受益人會議決議。藉由簡化追加募集之程序，應有利於基金規模之持續成長。



四、 允許從事關係人交易

開放基金架構 REITs 於遵守一定之規範下，得進行關係人交易，透過交易方式多元化，以利其活化資產。蓋如依投信投顧法第 19 條，證券投資信託事業不得運用證券投資信託基金投資於該投信或與其具利害關係之公司所發行之證券，亦不得與該投信事業經營之他基金間為證券交易行為，則原先如開放不動產投資信託事業經營基金型 REITs，同理應禁止關係人之相關不動產或證券交易。然而，修正草案參考日本、新加坡、香港等國之 REITs，考量其不動產之主要來源多為不動產開發商或 REITs 之發起人，且與管理機構多屬於同一集團或存在利害關係，開放基金架構 REITs 得進行關係人交易，惟仍須遵守相關之程序及實質規範，包含決議程序、交易條件評估方式，以及價格之區間限制等（修法草案第 49 條之 3）。如此一來，基金 REITs 得依約定對於關係人（發起人）之不動產有優先購買權，藉此確保其規模持續成長，並獲取穩健的收益率。

五、 權責劃分較為明確

基金型 REITs 架構下，係由不動產投資信託事業專責基金資產之管理，由信託業負責保管及監督，有別於信託架構下係由信託業同時負責保管及管理運用 REITs，再委任不動產管理機構（多為不動產建經公司）提供投資建議，其權責之劃分較為明確。

第三項 小結

總體而言，修法草案所規範之基金型不動產投資信託相較於現行 REITs 而言，其最大之差異在於不動產投信事業之設計，由其負擔基金資產之管理職能，其權責劃分與投信投顧法下之證券投資信託契約（即共同基金）相似，並未有信託監察人之設計。此外，關於基金之投資規範、資金規範、關係人交易等，無論

係由投信投顧法修法中明文規定，或授權金管會另為規範，依據金管會公告之說明，整體也將呈現更為彈性之趨勢⁹⁴。



⁹⁴ 例如：確保取得優先購買權與收益支持，允許彈性投資架構、鼓勵投資海外不動產等，均呈現於金管會草案之公告中，惟於投信投顧法修正草案之條文中尚未為明文規定，應可理解為主管機關將於後續子法之訂定中加以規範。



第三章 信託制度與商業信託

第一節 信託制度之發展與功能

第一項 信託制度之發展

關於信託制度之起源，向來即有大陸法與英美法說之爭論⁹⁵。根據目前的多數見解，信託之起源來自英國於十三世紀，當時土地所有人為逃避土地所生財產上負擔興起之用益權（use）制度⁹⁶。而後十六世紀初，政府為遏止民間藉用益權規避稅金，遂制定用益法典（Statute of Uses），其中三項用益法典之例外，成為現代信託法的雛形，而後逐步發展成英美法系下之信託制度⁹⁷。

英美於實務上累積大量之判例，並將部分信託相關問題訂為成文之信託法加以處理。例如：英國於 1925 年訂立受託人法（Trustee Act）、1961 年訂立受託人投資法（Trustee Investment Act）、1995 年訂立退休基金法（Pensions Act）等⁹⁸。美國則於各州陸續建立信託法後，由統一州法的國家委員會（Uniform Law Commission, ULC）擬定不少統一法典，例如：1922 年訂立統一受託人法（Uniform Trustees Act）、1937 年訂立統一信託法（Uniform Trusts Act）、1938 年訂立統一共同基金法（Uniform Common Trust Fund Act）、1964 年訂立統一受託人權限法（Uniform Trustees' Powers Act）等。此外，美國統一州法全國委員會（NCCUSL）於 2000 年通過統一信託法典（Uniform Trust Code），隔年美國法律

⁹⁵ 有認為信託係來自羅馬法之使用權（usus）、信任（fiducia）或信託遺贈（fideicommissum），亦有認為係源自於古日爾曼法之受託人概念（Salmamn）。參照王志誠（2005），《信託之基本法理》，頁 3，元照。

⁹⁶ 當時土地所有人為逃避土地所生財產上負擔，將土地移轉給他人，並指定該受移轉土地之人為特定人之利益支配土地，惟因普通法不承認 use 制度，當受移轉之人未依讓與人之指示，而逕自享有土地所有權利益時，讓與人及受益人並無從救濟。衡平法院為去除此種違反忠實誠信之行為，遂承認受益人有請求受讓人應為受益人之利益管理財產之權利。參照賴源河、王志誠（2001），《現代信託法論》，頁 3，三版，五南。

⁹⁷ 方嘉麟（1998），《信託法之理論與實務》，頁 69，二版，政治大學法律學系法學叢書編輯委員會。

⁹⁸ 王志誠（2005），《信託法》，頁 4-5，五南。



學會並主導編纂信託法第三次整編 (Restatement (Third) of Trusts)，使信託制度更為完善、貼近現代信託之需求⁹⁹。

信託制度隨著美國的資本輸出而影響大陸法系國家，因而使大陸法系國家以不同的方式繼受了英美信託法，並因為根本法制的不同，發展出不同的面貌¹⁰⁰。我國之信託制度，實際上於明文制定信託法前似已存在¹⁰¹，惟於 1996 年參考日本、韓國及美國之規定制定信託法後，我國建立體系較為完整之民事信託法理¹⁰²。而後，為配合金融市場發展之需要，陸續制定信託業法、金融資產證券化條例、不動產證券化條例及證券投資信託及顧問法，創立共同信託基金、特殊目的信託、不動產投資信託、不動產資產信託及證券投資信託等不同商業信託類型，以不同之商業設計，滿足不同投資標的及投資需求。

第二項 信託制度之功能

若依照英美法上之分類，信託可區分私益信託 (private trusts) 和公益信託 (charitable trusts)，後者係以慈善、文化、學術、技藝、宗教、祭祀或其他公共利益為目的之信託 (信託法第 69 條)，功能與我國之財團法人類似，與本文顯然無關。故以下擬以私益信託為重心，討論信託之制度目的及其功能。

信託制度如同本文前述，乃根源於英國之用益權 (use) 制度，係以財產管理為其基本目的，亦為信託之首要功能¹⁰³。隨著社會變動及發展，信託被運用於不

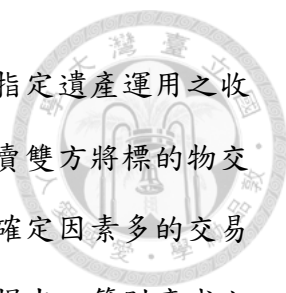
⁹⁹ 王志誠 (2005)，《信託法》，頁 5，五南。

¹⁰⁰ 例如，日本於大正 11 年制定其信託法 (法律第 62 號) 及信託業法 (法律第 65 號)，兩者構成日本信託制度之基礎。前者主要即係參考美國加州民事法典中之有關規定，後者則係師法美國各州對於信託公司之規範法制，斟酌日本國內之財經及社會狀況制定而成。除此二法外，日本尚有制定金融機構兼營信託業務法、貸款信託法、投資信託及投資法人法、資產流動化法等法律，以規範特殊種類之信託。參李智仁 (2006)，〈日本信託業法之修法趨勢及啟發〉，《玄奘法律學報》，5 期，頁 106。

¹⁰¹ 實務上，信託交易普遍存在，國內學說及司法判解亦承認信託行為之合法性及有效性，承認以管理財產或以擔保債權為目的而將財產權轉移於他方而成立之信託，並透過法官造法或類推適用我國民法之方式，著有諸多判決或判例，建立我國特有之信託法理。參王志誠，前揭註 95，86 頁 32-34。

¹⁰² 論者並認為於信託法制定後發生之信託關係，如早期判決與信託法規定歧異者，應以信託法為準。參王志誠，前揭註 95，頁 34-36。

¹⁰³ 參賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 27。



同情境，扮演著不同的功能。例如：以遺囑指定遺產受託人，指定遺產運用之收益，作為財富傳承或累積之設計，並使遺族生活不虞匱乏；買賣雙方將標的物交付信託，於一定條件成就後方移轉予對方，作為在金額大且不確定因素多的交易中，用以降低過渡階段不確定風險之工具；巨大財富之持有者捐出一筆財產成立公益信託，指定信託人將信託財產運用於文化推廣、學術研究、急難救助等¹⁰⁴。

而隨著國際金融市場的發展狀況，利用信託架構可創造出多元的金融商品，信託制度發展成為替投資大眾而服務之架構。固然隨著商品模式、標的之不同而扮演不同的功能，然而總體而言，信託制度運用於商事目的上，可發揮諸多功能，包含資產管理功能、資金吸收功能、資金調度功能及事業經營功能等。例如本文所欲探討之不動產投資信託，主要即為資金吸收功能與事業經營功能的發揮¹⁰⁵。

第三項 傳統信託與信託受益權

一、 信託關係之成立


英美信託法下，信託得基於委託人之意思而成立，為明示信託（express trust）；亦得由委託人以宣言方式宣告自己為受託人，成立委託人與受託人同為一人之宣言信託（declaration of trust）；於委託人意思不明，但法院推定信託為委託人之利益而存在，受託人應返還財產於委託人時構成回復信託（resulting trust）；亦可基於衡平目的而創設擬制信託（constructive trust）。儘管成立方式多元，明示信託仍為常態，其要件係委託人將設定信託之意思表示在外，而將信託財產移轉給受託人（若信託財產是不動產，或以遺囑或宣言成立信託者，尚需符合對應之要件）¹⁰⁶。英美法下所成立之信託關係，乃受託人與受益人間就信託財產所存在之信任關係，而與普通法上的契約關係有別¹⁰⁷。

¹⁰⁴ 參方嘉麟，前揭註 97，頁 92-101。

¹⁰⁵ 參王志誠，前揭註 95，頁 253-260。

¹⁰⁶ 賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 5。

¹⁰⁷ 王志誠，前揭註 95，頁 13-16。



然而，我國信託法關於信託之成立，並未完全相同於英美法之信託法理。為融合大陸法系民法概念，信託法第 2 條明白規定：「信託除法律另有規定外，應以契約或遺囑為之。」因此，信託於我國實定法之定義下，原則上應以契約或遺囑方式作成，除非符合信託法第 71 條規定之宣言信託，及同法第 36 條第 4 項、第 66 條及第 79 條規定之法定信託類型¹⁰⁸。由於與本文所欲探討之標的「不動產投資信託」屬意定之信託關係，在此僅簡述以契約成立信託者。

就契約信託而言，固然因契約而使受託人負有管理義務，然其並非單純的債權關係。因藉由信託契約成立之信託關係，乃依契約目的，由委託人將信託財產從自己財產中移轉或分離之行為，與其謂債權層次，不如謂財產權之移轉行為。故而學說上指出，成立契約信託，應包含形成受託人對信託財產應負管理處分義務之行為與財產之移轉行為，惟兩者是否因當事人之意思而結合為一體尚有爭議¹⁰⁹。如依循英美信託原理，應認為信託行為僅為一單一的法律行為，但同時發生雙重效果，即同時發生物權效力與債權效力，故若套用大陸法系的概念，應限制物權行為無因性之適用¹¹⁰。

二、 傳統信託關係之特色

傳統上認為信託關係有幾項不同於一般契約之特色，包含強調信任關係因而產生諸多受託人義務，與肯定物權救濟以保障受益權人之權益等¹¹¹。


就信任關係而言，依英美之信託法理，受託人除負有管理運用信託財產之義務以外，為防止受託人濫用其權限，追求自身利益，尚負有諸多衡平法上義務。依據美國 2000 年的統一信託法典（Uniform Trust Code, UTC）第八章，除作為核心之善管義務（duty of care）與忠實義務（duty of loyalty）以外，尚包含管理信

¹⁰⁸ 王志誠，前揭註 95，頁 6。

¹⁰⁹ 王志誠，前揭註 95，頁 6-13。

¹¹⁰ 王志誠，前揭註 95，頁 10。

¹¹¹ 王志誠，前揭註 95，頁 13-25。



託的義務 (duty to administer trust)、公平義務 (impartiality)、自己管理義務 (delegation by trustee)、保全信託財產義務 (control and protection of trust property)、書類備置義務 (recordkeeping and identification of trust property)、請求及抗辯義務 (enforcement and defense of claims)、資訊提供義務或計算報告義務 (duty to inform and report)、分配信託財產義務 (distributions upon termination) 等多項義務¹¹²。學說上並指出，受託人負有此些義務之原因，係源於受託人與受益人間所存在之信任關係，而非普通法上之契約關係¹¹³。而如回顧我國信託法之規定，對於前述諸多義務均有明文¹¹⁴，然而除信託業法規定信託業負有忠實義務以外，信託法對於傳統民事信託並未明文規定受託人之忠實義務。就此，學說有認為自信託法第 34 條及 35 條避免利益衝突及禁止自己獲利等規定，應可推導出受託人仍應負擔忠實義務，方為妥當¹¹⁵。

而就物權救濟而言，在英美信託法理下，除肯定受益人得就其信託利益向受託人提起普通法上之訴訟以外，尚允許受益人得主張衡平法上之救濟方法。在諸多方法之中，最有效果的當屬允許受益人主張對信託財產之追及效力 (following trust property) 以及對信託資金之追及效力 (tracing trust fund)。前者係當受託人違反義務將信託財產處分給第三人時，允許受益人得自第三人手中取回信託財產，除非該第三人為善意有償取得者；後者則係當受託人將信託財產不當與自身財產混入時，使受益人得向受託人主張追及效力，回復為信託財產¹¹⁶。我國於信託法第 18 條第 1 項前段及信託法第 9 條第 2 項亦有相同之規定。之所以賦予受益人物權型態之救濟方式，乃因受益人方享有信託財產之實質所有權 (或稱衡平所

¹¹² 王志誠，前揭註 95，頁 14。參照 UTC § 801, § 802, § 803, § 804, § 807, § 809, § 810, § 811, § 812, § 813, § 817 (2000)。

¹¹³ See ROBERT PEARCE & JOHN STEVEN, THE LAW OF TRUSTS AND EQUITABLE OBLIGATIONS 681-87 (2d ed., 1998)。

¹¹⁴ 信託法第 1 條、第 17 條、第 30 條規範受託人對受益人應公平分配信託利益之義務；第 22 條規範受託人應盡善良管理義務；第 25 條規範受託人自己管理之義務；第 28 條規範共同受託人之共同行動義務；第 31 條、第 32 條規範受託人書類備置義務與資訊提供之義務等。

¹¹⁵ 參賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 110-111。

¹¹⁶ 海原文雄 (1998)，《英米信託法概論》，頁 242-255，有信堂。



有權)。受託人雖為信託財產之名義上所有權人，惟其權限必須依信託條款，且為受益人之利益為之¹¹⁷。

三、 傳統信託關係中之受益權

關於受益權之性質，應從受益人於信託關係中得主張之權利認定。受益人雖享有信託財產之信託利益，卻無管理處分信託財產之權能，亦無取得名義所有權之權利，僅享有信託財產之實質所有權。因此，如自受益人得向受託人請求履行信託條款義務之角度觀察，受益權為債權性質，然如自受益人得對信託財產主張追及權之角度觀察，其亦具有物權之性質¹¹⁸。

儘管針對受益權之性質各國學說上仍有不同爭論，然而本文認同部分學說所述，受益權究為債權或物權，並無過大的爭論實益。蓋信託法既已有針對受益人之權利保障加以規定，應無庸再從受益權為債權或物權之分類定性上探求受益權之權利內容。若從功能的角度分析，信託關係係委託人將財產之管理權能賦予受託人，至於財產權之支配收益權能仍由受益人所有¹¹⁹。事實上，受益權之權益內涵，尤其在權利人為多數人之商業信託時，亦很難完整自民法概念上的債權或物權加以定義，而應探索的是在不同制度運作模式下，受益權人應該享有的權利內涵、存在之差異及風險。

第二節 商業信託與證券化

第一項 商業信託之概念

我國信託法第 60 條規定，信託除營業信託與公益信託外，由法院監督。因此可知，信託依其監督及管理，可區分為營業信託與非營業信託二者。而學說見解多認為，由經營信託業務之信託業所辦理之信託為營業信託，又稱為商事信託

¹¹⁷ 王文字（2000），〈信託法原理與商業信託法制〉，《國立臺灣大學法學論叢》，29 卷 2 期，頁 323。

¹¹⁸ 認為兼具債權與物權效力者，參閱許耀東（1984），《信託制度之研究—兼論我國信託事業之回顧與前瞻》，頁 84，中國文化大學法律研究所碩士論文。

¹¹⁹ 王志誠，前揭註 95，頁 25。

(亦有稱為商業信託¹²⁰，即英文之 commercial trusts 或 business trusts)，反之則為民事信託¹²¹。以受託機構作為區分商事信託與民事信託之標準固然有其依據與合理性，然而本文以為，商事信託與民事信託兩者間存在不同的經濟需求與商業實質，此方為區別認識兩者本質內涵之處¹²²。此外，為求論述上之一致性，本文在此擬統一以商業信託一詞進行論述，惟所欲指涉的實質意義與商事信託並無不同。

事實上，就事物本質以觀，商業信託乃將信託法制應用於商業交易上的一種設計。其既牽涉商業運作，可想像地，與傳統信託法所設想之信託關係當有差異，因此過去甚有傳統信託法學者否定將信託法律關係應於商業交易中¹²³。然而，隨著各國信託制度之演進，近年來商業信託已逐漸成為信託應用中相當重要的一環。以美國為例，超過百分之九十之信託財產係由商業信託所持有，可觀察到傳統的民事信託或個人信託已逐漸被商業信託所取代¹²⁴。日本於2006年新修正的信託法亦意識到商業信託於信託運用中逐漸重要的角色，將信託法中許多規定任意化、彈性化，以使信託法作為信託之基本規定得與商業信託更為相容¹²⁵，足見商業信託已成為信託制度中一項重要的運用型態。

第二項 商業信託之功能及特性

一、 商業信託之功能

商業信託作為商業活動運作的一環，已與傳統的民事信託有不同之經濟需求及實質內容。觀諸信託業法第16條之立法模式，其不僅列舉金錢之信託、有價證

¹²⁰ 王文宇，前揭註117，頁369。

¹²¹ 王志誠，前揭註77，頁253-254。

¹²² 參考王志誠，前揭註77，頁256；另參王志誠（2001），〈跨越民事信託與商業信託之法理——以特殊目的信託法制為中心〉，《政大法學評論》，68期，頁48。

¹²³ See, e.g., AUSTIN SCOTT & WILLIAM FRATCHER, THE LAW OF TRUSTS 40 (4th ed., 1987).

¹²⁴ See, e.g., John Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 YALE L.J. 165, 166 (1997).

¹²⁵ 寺本昌宏（2008），《參新しい信託法 逐条解説》，頁26，補訂版，商事法務株式會。亦參福井修（2007），〈新しい信託法と実務対応〉，《金融・商事判例増刊号》，1261期（増刊號），頁22-23。

券之信託、動產之信託、不動產之信託等，亦設有其他財產權之信託的概括規定。然而，學說上指出，以信託商品之種類作為分類，不如以商業信託之經濟及社會功能作為思考基礎，方得更適切理解各種商業信託之特性，並思考其制度合理性與正當性¹²⁶：

(一) 資產管理功能

商業信託雖不同於民事信託，然因同奠基於信託法，當然亦具有信託最基本之資產管理功能，包含資產之保全與增值功能。事實上，商業信託中缺乏管理資產能力之投資大眾之所以委由具有專業能力之受託人進行管理，即係其欲將其資產為專業之管理。員工持股信託、證券投資信託、共同信託基金等，均為具管理運用信託財產功能的商業信託類型¹²⁷。

(二) 吸收資金功能

利用商業信託之架構，得以向投資大眾吸收資金。第一種情形係辦理相似於銀行存放款之業務，因收取之資金得保本保息，且得作為放款用途，僅得由信託投資公司辦理，一般之信託業不得經營該業務。第二種情形係利用商業信託之架構，募集或私募信託基金，運用於投資特定範圍之標的，使投資人得享有高品質、低費用之資產管理。例如：我國法下由信託業所發行之共同信託基金、由證券投資信託事業所發行之證券投資信託基金、「不動產投資信託」、都市更新投資信託等¹²⁸。

(三) 資金調度功能

透過商業信託架構，將金融資產、不動產或不動產相關權利轉換為受益證券或資產基礎證券，使標的物之性質轉變為具有流通性之有價證券，進而得以向投

¹²⁶ 王志誠，前揭註 95，頁 253。

¹²⁷ 王志誠，前揭註 95，頁 253-254。

¹²⁸ 王志誠，前揭註 95，頁 254-256。亦參方嘉麟，前揭註 97，頁 99-100。



資人調度資金。具有此功能之商業信託例如：金融資產證券化條例所規定之特殊目的信託（special purpose trust）或不動產證券化條例下之不動產資產信託（REATs）等¹²⁹。

（四）事業經營功能

商業信託之性質係以契約為基礎之商業組織，故可達成類似公司之事業經營目的¹³⁰，且其組織設計較公司較為彈性，通常亦有稅務處理上之優惠。以「不動產投資信託」而言，其係由受託機構募集或私募信託基金，用於投資不動產，並自行管理或委由管理機構管理，具有事業經營之功能¹³¹。

二、 商業信託之特性

商業信託作為商業性設計之一環，一般認為其與傳統之民事信託相比，具有營業性、商品性、集團性、專業性等特色¹³²，以下僅就其餘特性簡要說明：

（一）營業性

儘管一般見解下商業信託與營業信託被等同視之，然而晚近見解指出，由於我國信託業法並未限制信託業僅得辦理特定之信託業務，如其僅係依照信託契約之規定，消極地管理處分信託財產，而未積極投資運用或履行信託事務之職權者，仍應歸類為民事信託¹³³。因此，區別商業信託與民事信託之關鍵，並非在於受託人是否為信託業者，而係在於該信託業務本身是否為營業性質。

傳統民事信託中，受益人不僅非信託之當事人，通常亦未支付相當之對價，而係無償取得受益權。相對地，商業信託之本質，乃透過商業性設計之架構，由

¹²⁹ 王志誠，前揭註 95，頁 257-259。亦參賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 29，所稱信託之導管功能。

¹³⁰ See Harry J. Haynsworth, *The Unified Business Organizations Code: The Next Generation*, 29 DEL. J. CORP. L. 83, 96 (2004).

¹³¹ 王志誠，前揭註 95，頁 259-260。

¹³² 王志誠，前揭註 77，頁 256。

¹³³ 參王志誠，前揭註 95，頁 242。



受託機構取得受益人所投資之資金，負責信託資產之管理或信託事務之執行。因此，商業信託中的受益人通常係有償取得受益權¹³⁴，具有營業性，不動產投資信託亦不例外。

(二) 商品性

於探討商業信託之基礎法制時，亦不得忽視商業信託具有商品性之特點。例如，日本學者鴻常夫曾自信託商品之角度出發，探討各種商業信託之基本架構及法律關係¹³⁵。

自商業信託作為商品的設計角度觀察，應可發現其信託契約之基本架構與發行計畫之擬定，不同於民事信託。傳統民事信託中，特別重視委託人的意思，以其意思作為信託本旨。然而於商業信託中，其信託契約內容之制定，有由委託人為之，或由受託人為之，亦有由委託人與受託人共同為之者¹³⁶，例如：本文所探討之不動產投資信託，其信託契約架構即係由委託人（受益人兼為委託人）與受託人共同為之。此乃因商業信託並非單純係委託人與受託人間之契約，其必須注重金融市場的實際狀況及投資人之實際需求，設定其契約架構，此亦凸顯商業信託具有商品的性質¹³⁷。

此外，商業信託既具有投資商品之特性，其運作之效率性及合理性應至關重要。多數商業信託中除法院得於特定情形下介入調整信託關係以外，多設有主管機關，其得於特定情形下介入調整信託關係之規定。例如，不動產證券化條例第 55 條中即規定，受託機構如違反該條例之規定，或不依信託計畫經營信託業務者，主管機關得變更受託機構，並命原受託機構將該業務及信託財產移轉與新受託機構，或準用信託業法第 44 條之規定為相關處分；又如金融資產證券化條例第

¹³⁴ 王志誠，前揭註 77，頁 257。

¹³⁵ 鴻常夫（編）（1998），《商事信託法制》，頁 1-461，有斐閣。

¹³⁶ 商業信託中若過度強調財產權移轉及委託人之意思，恐有礙發展。參神田秀樹（1990），信託業に関する法制のあり方，ジュリスト，1164 期，頁 21-22。

¹³⁷ 王志誠，前揭註 77，頁 257。

51 條第 4 款規定，主管機關得於保障受益權益事由發生時，使特殊目的信託事業因而終止。由此可知，商業信託之各類型均有其專責主管機關，主管機關被期待有其事務之專業性，得以確保信託之運作情形符合金融市場運作，及投資人之利益¹³⁸。

(三) 集團性

商業信託因通常有多數之受益人，本質上乃利用信託架構將多數人之資金交由受託人管理、處分，故具有集團性之特點。以共同基金為例，其具備受益人為多數人及信託財產為金錢等基本要素，因此屬於最典型之集團信託；而即使係以特殊目的信託或不動產資產信託作為導管架構之資產證券化結構，因其係於將信託財產轉換為受益證券的過程中，將受益權分割，以利投資人認購，具有受益人為多數人之特性，亦屬於集團信託¹³⁹。


商業信託中因具有為數眾多之受益人，就受益人自行行使之權限而言，如直接適用信託法有關民事信託之規定，難免窒礙難行，因此自然需建立一套集體行使權限之機制，以使受益人得以有效率地行使其權限。例如：設置受益人會議（金融資產證券化條例第 23 條至 27 條；不動產證券化條例第 47 條；共同信託基金管理辦法第 43 條、第 44 條等）由受益人會議決定重大事項、設置信託監察人（金融資產證券化條例第 28 條第 1 項；不動產證券化條例第 48 條）代替受益人行使其權利等。事實上，我國信託業法 2008 年修正時，即針對商業信託集團信託之特性，明定關於委託人及受益人權利之行使得於信託契約中約定由受益人會議以決議行之（信託業法第 32 條之 1）¹⁴⁰。

(四) 專業性與複雜性

¹³⁸ 參王志誠，前揭註 77，頁 259。

¹³⁹ 王志誠，前揭註 95，頁 247-249。

¹⁴⁰ 王志誠，前揭註 77，頁 258-259。



商業信託，尤其於大型之信託基金，其制度設計目的既係在於透過經理人之專業經營，使投資人得以極大化其投資收益，因此不難想像其管理及事務具有一定之專業性及複雜性，如受益人發現其權益受損時，可能因為監督權、相關資訊之欠缺，難以獲得充分且有效之賠償。從而，自商業信託作為為受益人之目的管理財產之制度觀察，為確保對於此制度之信賴，應著重於提高受益人權利行使之實效性及機動性¹⁴¹。此部分可自日本因應現代商業信託之特性修正其信託法之內容得到印證，例如：要求備置相關帳簿義務與受益人之閱覽權、導入受益人禁止請求權、引入信託監督人及受益人代理人等制度之設計等，均係為提供受益人即時監督並保護其受益權之設計¹⁴²。

我國法亦有相關之規範，例如於金融資產證券化條例、不動產證券化條例及投信投顧法與其相關子法中均有規定，於委託人同時作為受益人之自益信託，委託人之地位因受益權之讓與而變更，因此受益人得享有變更或終止信託之權限，作為監督受託人機制之一環¹⁴³。而對於受益人之帳簿閱覽抄錄權，無論信託業法、金融資產證券化條例或不動產證券化條例中，均明文允許持有受益權百分之三以上之受益人得具書面理由，向信託業或受託機構請求閱覽、抄錄或影印相關文書¹⁴⁴。此外，金融資產證券化條例與不動產證券化條例中均規定得設置信託監察人，由具備一定資格及獨立性之信託監察人，代表受益人行使其權利，可避免受益人任何事項均需親自為之，造成制度運作的成本過高¹⁴⁵。

¹⁴¹ 王志誠，前揭註 77，頁 257-258。

¹⁴² 參閱寺本昌宏，前揭註 125，頁 13。

¹⁴³ 金融資產證券化條例第 21 條、第 45 條、第 47 條、第 49 條、第 50 條；證券投資信託及顧問法第 39 條參照。

¹⁴⁴ 信託業法第 32 條之 1；金融資產證券化條例第 42 條；不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 42 條參照。

¹⁴⁵ 金融資產證券化條例第 23 條第 2 項；不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 23 條第 2 項參照。

第三項 商業信託作為商業組織

商業信託作為商業交易上之一項設計，係作為一種商業組織加以運作，與公司相同地，均為商業實體（business entities）¹⁴⁶。關於其定義，如參考最典型的麻州信託法，係指：「依據普通法所創設之商業組織，財產以證券形式由受託人替持有或可能持有該可轉讓憑證之人，就信託財產之利益擁有並管理該財產。此些憑證持有人如私人公司之股東一般負有相同之有限責任。」¹⁴⁷。本文認為，如以美國法下商業信託的發展脈絡觀察，應可更清楚地理解商業信託的定義及其與他制度之分野。

一般認為，19世紀末出現於麻州波士頓的商業信託（Massachusetts business trusts）係為商業信託之源頭，亦為不動產投資信託之源頭。其在制度上有諸多開創性之設計，使商業信託最終得獨立於公司與合夥，被法院認為係一種獨立的企業組織形式¹⁴⁸。而後其制度之發展、確立過程逐漸成文法典化，惟亦歷經諸多爭論，包含如何與普通合夥區別而作為一獨立之組織形式、所有類型之商業信託是否均應適用單一稅收等等¹⁴⁹。

關於商業信託之組織地位過往討論眾多，然由於本文擬聚焦於治理機制對於REITs 受益人權益保障之討論，以下僅簡要整理，作為後續相關論述之基礎：

一、 稅收優惠地位

商業信託成立之初，有部分原因係為規避當時公司組織所受到的稅捐規範，例如 1911 年 *Eliot v. Freeman* 案中，法院即認為商業信託並不受到 1909 年頒布之

¹⁴⁶ Eric C. Chaffee, *A Theory of the Business Trust*, 88 U. CIN. L. REV. 797, 813 (2019).

¹⁴⁷ 1959 Wash. Sess. Laws 1033 (“A Massachusetts trust is an unincorporated business association created at common law by an instrument under which property is held and managed by trustees for the benefit and profit of such persons as may be or may become the holders of transferable certificates evidencing beneficial interests in the trust estate, the holders of which certificates are entitled to the same limitation of personal liability extended to stockholders of private corporations”).

¹⁴⁸ 何正榮（2006），〈現代商事信託的組織法基礎〉，《政法論壇（中國政法大學學報）》，24卷2期，頁137-138。

¹⁴⁹ 參何正榮，前揭註148，頁138。



關稅法案中規定公司所應負擔之稅務責任所拘束¹⁵⁰。在此架構下，信託僅係受託人將信託財產及其收益分配給受益人的「導管」，受益人方為實質所有權人，僅於受益人分配收益時，方需繳納個人所得稅¹⁵¹。

儘管起初用於規避所得之雙重課稅，商業信託作為稅收導管的地位，亦非從未被挑戰。例如：1935年美國聯邦最高法院在 *Morrissey v. Commissioner* 一案中，法院判決即明白指出，商業信託與公司組織相似，應視同公司組織加以課稅，使商業信託失去原先的稅賦優惠¹⁵²。而後於 1960 年修改國內稅收法 (I.R.C.) 而建立不動產投資信託 (REITs) 制度，並賦予其免徵公司稅之租稅優惠後，以信託方式投資不動產的 REITs，方於法律中明白地取得不同於公司的稅賦優惠地位¹⁵³。

二、 有限責任

依據信託法第 12 條，對於信託財產不得執行，標誌著信託財產具有獨立性。一般認為，無論係委託人、受託人或受益人破產，其等債權人均不得執行信託財產。然而，此似無法直接說明商業信託之債權人於商業信託破產時，可否對受益人的個別財產執行，亦即受益人得否受到如同公司股東有限責任般之保護。

本文認為，此問題可自學理上「資產分割」之角度觀察。資產分割係指，市場上交易之主體，為達成某些經濟上之目的，而在法律承認之前提下，將其特定資產劃分出來，而使得該特定資產之債權債務關係與該主體本身之債權債務關係分離¹⁵⁴。其又可區分為「積極性資產分割」(Affirmative Assets Partitioning) 與「消極性資產分割」(Defensive Assets Partitioning) 二者。前者係指法律主體之

¹⁵⁰ *Eliot v. Freeman*, 220 U.S. 178 (U.S. 1911).

¹⁵¹ *See, e.g., Langbein, supra note 124, at 181.*

¹⁵² *Morrissey v. Commissioner*, 296 U.S. 344 (U.S. 1935).

¹⁵³ *See Robert P. Wilkins & Albert L. Moses, Real Estate Investment Trusts in South Carolina*, 24(5) S.C. L. REV. 741, 741-42 (1972).

¹⁵⁴ 王文宇 (2001)，〈信託法運用於金融市場的幾個爭議問題〉，《證券暨期貨管理》，19 卷 8 期，頁 12。

債權人相對於股東（法律主體所有人）之債權人對法律主體之資產具有優先權，後者係指股東（法律主體所有人）之債權人對股東之資產相對於法律主體之債權人具有優先權¹⁵⁵。於信託中，超強型的積極性資產分割（Super-Strong-Form Legal Entity），使信託之債權人被賦予對信託財產獨占之權利，其他債權人均無法對信託財產執行¹⁵⁶，此無疑問；然而，商業信託是否具有學理上所稱「消極型資產分割」，而使其受益人得以受到如同公司股東有限責任般之保護？就此儘管似無法直接從我國信託法與相關法律之條文推導得出¹⁵⁷，學說上多認為應採肯定見解¹⁵⁸。

觀察美國法上針對商業信託之受益人是否得享有有限責任，亦存在諸多不確定之因素。儘管部分州法，例如麻州與德拉瓦州商業信託法為明確化商業信託的運作，明白規定商業信託受益人應如同公司之股東般享有有限責任，試圖消除商業信託模式作為商業組織的最大不確定因素，部分州法仍未有有限責任之明文規定¹⁵⁹。而且，儘管不被麻州法所採用，依據普通法原則，受益人如「實質控制」受託人之行為，受託人將被視為受益人之代理人或使用人，受益人因此須就信託事務所發生之債務負責¹⁶⁰。故如商業信託之受益人欲對於信託所負擔之債務承擔個人責任，其應使管理權與其受益權做出分別。

然而，何謂受益人實質上控制受託人之行為，實有模糊之處。有判決認為，若商業信託之受益人有權選舉受託人，填補出缺董事，即應認為受益人已控制受託人，該組織應被認為「合夥」而非「信託」，合夥人不得享有有限責任之保

¹⁵⁵ 王文宇（2004），《新金融法》，頁 16-19，二版，元照。亦有稱為防衛型資產分割與積極型資產分割者。而積極型資產分割依其資產分割的程度，可再區分為三種資產防禦（entity shielding）之類型，即弱型資產防禦、強行資產防禦及完全資產防禦，參張永健（2015），〈財產獨立與資產分割之理論架構〉，《月旦民商法雜誌》，50 期，頁 98-102。

¹⁵⁶ 王文宇，前揭註 155，頁 17-18。

¹⁵⁷ 或有論者指出，信託法第 40 條第 3 項得以作為受益人僅負有限責任之明文，參王志誠，前揭註 95，頁 280。然本文認為此條文的解釋上似無法直接推論出受益人得如同公司之股東般僅負擔有限責任。

¹⁵⁸ 王文宇，前揭註 154，頁 11。

¹⁵⁹ 謝哲勝（2003），《信託法總論》，頁 34-35，元照。

¹⁶⁰ 謝哲勝，前揭註 159，頁 35。See also Wilkins & Moses, *supra* note 153, at 742.

護¹⁶¹。另外，州法院亦曾表示，若受益人有權藉由更換代表之方式更換受託人，其幾乎等同可完全掌握信託，因此應負本人之責任¹⁶²。總結而言，對於形式上為商業信託之商業組織，其受益人是否得無條件享有有限責任之保護，於美國法各州上仍非無爭議，並且同樣體現於美國 REITs 制度之問題上¹⁶³。

本文認為，儘管商業信託相較於公司而言得享有較大的彈性，於其受益人為不特定多數人時，仍應具備一定的穩定性與明確性。雖國內學說或實務對於商業信託，例如不動產投資信託之受益人是否得享有有限責任並無明確見解，然為確保投資人之保護，仍應明文規定其有限責任為妥。然而，商業信託中的受益人究得對於信託事務為何種程度的控制，牽涉信託法第 34 條所表明「受益與經營絕對分離」原則的解釋，並與各類商業信託組織中受益人傾向保有多大的監控權限方符合效率有關，似無絕對之答案。例如，共同基金制度中，即使持有大比例受益權持份之人，因非基金管理人，其對於基金之控制力與公司中大股東應非完全可比。而不動產投資信託中，受益人處於封閉型基金之中，是否有較大之誘因設定一定的監控權限，實值進一步討論。

三、法律實體地位

儘管商業信託作為商業組織被運用於商業交易世界，其信託財產是否與公司一樣具有「法人格」或一定之法律實體地位（legal entity），仍值得討論。

傳統上，美國法院在判決中通常否認信託具有法人性，至少在旁論中為如此之表示¹⁶⁴。依據傳統見解，因信託財產之名義上所有人為受託人，當第三人對於因信託財產所生之債權債務關係而生訴訟時，其需先向受託人本人起訴，由受託人負擔該責任，再由其向信託財產請求補償。在此見解下，除非於信託宣言或與

¹⁶¹ See, e.g., *Goldwater v. Oltman*, 292 P. 624, 628-29 (Cal. 1930).

¹⁶² 謝哲勝，前揭註 159，頁 35。

¹⁶³ *Michigan Law Review, The Real Estate Investment Trust: State Tax, Tort, and Contract Liabilities of the Trust, Trustee, and Shareholder*, 71 MICH. L. REV. 808, 837 (1973).

¹⁶⁴ 王文宇，前揭註 154，頁 11。

第三人之契約中已約定限縮受託人之責任，且第三人知悉該限縮責任，否則受託人無法以信託財產管理人之資格起訴或被訴，必須由其自身作為權利義務之當事人。此結果與信託之資產分割功能相違背，因而受到美國法學界諸多批評¹⁶⁵。因此，美國於信託法第三整編中有相應的修正，肯定第三人得對受託人的「代表地位」起訴，亦即對「信託財產」起訴¹⁶⁶。此修正結果，至少在訴訟程序上，已將信託財產賦予一定之法律實體地位，與麻州商業信託法之規定類同，規定商業信託得如公司般因各種債務或責任被起訴，且其財產得予以扣押、保全、執行，確立商業信託之訴訟主體資格¹⁶⁷。

事實上，自信託之基本精神以觀，其係以一法律關係將單一或多數財產權「整體地」自委託人財產中分離，劃歸一獨立帳簿下，類似公司或合夥財產般整體而獨立地受受託人管理。因此，即使不將信託財產規定為「法人」，亦應賦予其一定的法律實體地位，將信託財產切割於委託人、受託人及受益人等利害關係人之固有財產之外，方能使信託制度之功能適切發揮，完善商業信託作為商業組織的功能¹⁶⁸。況且，目前我國法所存在的商業信託，多為法律所明確規定的類型（例如：證券投資信託、不動產投資信託等），相關法規並要求受託機構應將信託財產與其自有財產分別，設有獨立之會計與編製獨立的財務報告等¹⁶⁹。實務上受託機構即使以其名義就信託財產與他人進行交易，亦難想像相對人無法知悉其交易對象實為信託財產或基金本身，而非名義上之受託人。

基此，本文認為，即使信託財產之名義上所有人為受託人，因信託關係由信託財產所負擔之債務，仍應由信託財產本身負擔清償責任，而非由受託人之固有

¹⁶⁵ 參王文宇，前揭註 154，頁 11。

¹⁶⁶ 王文宇，前揭註 154，頁 11-12。參照 Restatement (Third) of Trusts § 2 (Tentative Draft No. 1, 1996)。

¹⁶⁷ 劉正峰（2009），《美國商業信託法研究》，頁 64-65，中國政法大學出版社。亦參陳婉玲（2014），《論我國引進商業信託可行性之研究》，頁 79，東吳大學法學院法律學系碩士在職專班財經法學組碩士論文。

¹⁶⁸ 王文宇，前揭註 154，頁 12。

¹⁶⁹ 例如不動產證券化條例第 27 條、證券投資信託及顧問法第 16 條之 1。

財產償還。相同地，如信託運作過程中，他人因契約或侵權行為而對信託負擔債務，即使信託財產係登記於受託人名義下，亦應認為權利歸屬於信託財產或全體受益人，而非受託人或個別之受益人。此結論亦與前述美國法趨勢相呼應。蓋無論自信託之功能以觀，或商業信託作為商業組織概念以觀，甚至是交易相對人的認知，均應認為信託運作下由契約或侵權行為所生之債務應由信託財產負責，所生之債權利益應歸信託財產，由全體受益人所享有。關於此部分，本文第五章第五節探討不動產投資信託之受益人權利救濟時，將以此為基礎，進一步為探討。

第四項 商業信託之證券化

一、 證券化之意義

關於證券化之定義，可分為廣義及狹義二種。廣義之證券化係指募集資金之方法採用發行證券之形式；亦有定義為將資產、負債或資本轉換為證券之型態，使其具有流動性及市場性，得以於證券市場上買賣之過程¹⁷⁰。如從資金籌募的角度觀察，廣義的證券化定義係一種使企業籌措資金由間接金融轉向直接金融的方法，企業透過股份、公司債等「證券」之發行，換取投資人手上之現金，得以避開間接金融下銀行等金融機構的「仲介」費用¹⁷¹。然而，一般論者於敘述證券化時，係採用狹義之定義，即資產之證券化。所謂資產之證券化，係指企業以特定資產為基礎發行證券籌措資金，更精確來說，乃是企業將其特定資產自其資產負債表中獨立分離出來，以該特定資產未來之整體收益為基礎，發行證券向一般投資大眾募集資金，因此又稱為資產基礎融資（asset-based finance）或資產融資（asset finance）¹⁷²。證券化實施後，該特定資產即從企業的資產負債表出走，移轉至一個專為該資產證券化之特定目的所設計之機構（即特殊目的機構，special

¹⁷⁰ 陳裕文（2003），《金融資產證券化之研究》，頁 26-27，輔仁大學法律系研究所碩士論文。

¹⁷¹ 黃銘傑（2013），〈證券化基本原理〉，王文宇（等著），《金融法》，頁 322-323，七版，元照。

¹⁷² 黃銘傑，前揭註 171，頁 323。

purpose vehicle, SPV)，由該機構及其輔助機構將資產所生之收益，分配予持有資產基礎證券之投資人¹⁷³。



二、 資產證券化

如前述，資產證券化係企業或金融機構以表外方式籌措資金之方式，然而此僅描述了資產證券化資金籌募的功能要素。作為成功的資產證券化制度，尚須具備風險控管（risk control）之設計，蓋投資人以未來得以參與資產收益為前提，將手頭上資金先行提供予發行資產基礎證券之企業使用，其面臨著該基礎資產未來可能遭遇收益不能甚至減失，或企業未確實依照約定履行債務之風險（即信用風險），因此制度上必須設計對應之風險管控機制。其一為透過建構式金融（structured finance），以人為、有意圖性地設計風險控管的機制，將不同風險種類、程度之資產分類，以之為基礎發行報酬率不同的各類證券，銷售予對於風險、收益有不同偏好的投資人。第二為透過證券化，使資產及相關之風險小額化、單位化，使投資人得以依其自身風險評估及承擔意願，認購對應之單位，如此達到風險分散之效果。因此，學說上有針對「狹義之證券化，即資產證券化」為一精確之定義：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之建構，將原本流動性較低之資產轉化為流動性高的證券，無需透過銀行等金融仲介機構，而得直接向一般投資大眾募集資金之資金籌措方法¹⁷⁴。

資產證券化為達到其資金籌措及風險控管之目的，一般需經過特定之程序。首先，其需進行資產之確定，於絕大多數情形，證券化資產均非單一資產，而為多個資產之組合，牽涉風險控管要素，故成功之資產證券化首應為組合資產之確定。其次，需透過資產的分離與移轉予特殊目的機構，使該特定資產之收益不受創始機構其他資產之獲利或其他虧損而影響，以達到破產隔離（bankruptcy

¹⁷³ 黃銘傑，前揭註 171，頁 324-325。

¹⁷⁴ 整理自黃銘傑，前揭註 171，頁 325-329。

remote) 之效果。第三，應透過信用評等機構 (rating agency) 及信用補強機制 (credit enhancement) 之建立，使投資人得以確認其資金回收及預期收益無虞，使其願意購入證券化商品。最後，由特殊目的機構發行證券，並由專業之證券承銷機構協助承銷，供投資人認購。藉由層層程序，確保證券化制度得以發揮其原先設定之功能，而不被濫用為投機工具¹⁷⁵。

三、 受益權證券化

不同於資產證券化，廣義之證券化應係泛指募集資金之方式採用證券之形式¹⁷⁶。本文認為，如自信託之角度觀察，即對應於受益權證券化之概念。依信託法第 37 條，信託行為訂定對於受益權得發行有價證券者，受託人得依有關法律之規定，發行有價證券，即受益憑證 (例如：投信投顧法第 5 條第 5 款) 或受益證券 (例如：不動產證券化條例第 4 條第 7 款)。

受益權之證券化與資產證券化定義上不完全相同，最明顯之差異在於受益權證券化並不要求資產於發行受益證券時即已確定，許多情形下，投資人係以其投資，換取受託機構發行之信託受益證券，其投入之資金構成信託之資產池，例如共同基金即為適例。而由於信託資產並未被特定，投資人所期待之收益亦非特定於一定範圍，故相較於資產證券化而言，其可能有較高的收益期待¹⁷⁷。然而本文認為，即使受益權證券化之運作模式未必需等同於嚴格意義之證券化 (即資產證券化)，其亦可發揮與資產證券化類似之功能。詳言之，將受益權證券化後，信託之受益權得以小額化、分割化，有助於表徵權利、分散風險、並增加受益權之流通性。且如允許以較不具流通性之資產 (例如不動產) 投資於信託並取得受益

¹⁷⁵ 參黃銘傑，前揭註 171，頁 333-338。

¹⁷⁶ 陳裕文，前揭註 170，頁 27。亦參林世淵 (1992)，〈美國金融證券化之發展〉，《證券市場發展季刊》，16 期，頁 66。

¹⁷⁷ Steven L. Schwarcz, *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, 58 BUS. LAW. 559, 571 (2003).

權時，對於該資產所有人而言，其得以將較不具流通性之資產，轉換為具流通性質之有價證券，亦得一定程度上發揮企業之資產流動化功能。



四、不動產投資信託之受益權證券化

由前述證券化之定義及內涵分析不動產證券化條例，將可對於其中的一個型態，即不動產投資信託，有更清晰之掌握。一般認為，不動產投資信託雖規定於不動產證券化條例中，然該條例中制定之不動產資產信託方為典型之資產證券化，不動產投資信託概念上係先發行證券自投資人處取得資金之後，再從事於不動產及相關權利之投資，其型態較類似證券投資信託基金，因此資產證券化實施過程中要求之資產移轉（包括真正買賣）、風險控管等機制，雖無法完全否定適用空間，惟重要性相對較低¹⁷⁸。

然而，值得注意者是，儘管制度設計之概念上較接近投資信託基金，我國不動產投資信託之運作實務上，卻也產生與不動產資產信託相類似之處。蓋我國不動產投資信託因允許非現金出資，國內多檔 REITs 均是由手上持有眾多不動產且需要資金融通的金融業（尤其壽險業）作為發起人，以其不動產出資。詳細而言，其係將手上之不動產出賣於 REITs，取得價金債權後與出資之給付義務抵銷¹⁷⁹。REITs 後續若無增資購置新資產，或調整其資產內容，其資產池內仍僅有原先發起人所移轉之特定資產，且該等資產持續由與發起人作為關係企業之不動產管理機構管理、收取租金。此與資產證券化下，創始機構將不動產移轉或信託與特殊目的機構或特殊目的信託，以取得融通資金，且毋庸完全切斷與資產之關係，結構與功能上產生相似性，亦難怪現行不動產證券化條例中，無論不動產投資信託或不動產資產信託，均部分準用同為資產證券化之金融資產證券化條例的規範¹⁸⁰。

¹⁷⁸ 黃銘傑，前揭註 13，357-358。

¹⁷⁹ 參新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，頁 2，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060103_L5843_S01_01003T_20220509_210443.pdf（最後瀏覽日：05/09/2022）。

¹⁸⁰ 例如不動產證券化條例第 47 條及第 48 條均準用金融資產證券化條例之相關規定。



因此，於剖析不動產投資信託及其治理架構時，吾人應理解目前實際運作下與資產證券化工具相似性之現況，同時反思 REITs 之制度本質與制度目的，作為論述之基礎。

第三節 商業信託與相似制度之比較

第一項 商業信託與傳統信託


一、 商業信託與信託法之適用關係

承本文前述，儘管商業信託於我國並未整合成一套完整之法制，而係依不同之型態散落規範於各法律及相關子法中。然而可以確定的是，商業信託具有不同於民事信託的社會功能，其作為商業組織之一環，尚具備營業性、商品性、集團性、專業性、複雜性、證券化等不同於傳統民事信託之特點，種種均指向提醒吾人不宜直接將原為民事信託所設計之信託法規定，全盤適用於商業信託¹⁸¹。舉例而言，信託法中為確保受益人之權益，使其有特別規定之撤銷權、異議權、監督權、同意權及終止權等，惟並未說明若受益人為多數人時，應如何行使其權利。當然，此些權利如已明文化於各商業信託之專法並明確化其行使方式，即無行使方式上之爭議；惟若並未有相應之規定者，解釋上究係排除適用信託法中賦予受益人之權利，亦或認為除信託法有規定得分別行使之權利外均需全體一致行使，又或應參考各商業信託專法中規範之多數情形，以多數決方式來決定，即有待討論。即使係信託法中已明文規定受益人得分別行使之權利，例如帳簿閱覽權（信託法第 32 條）及異議權（信託法第 12 條第 2 項），亦宜考量商業信託之集團性，衡量其單獨行使所造成之成本與相伴之利益，劃定得以行使之權利門檻¹⁸²。

學說上指出，商業信託即使有其特殊性，然不影響其本質上仍作為信託。因此，信託法仍應具有補充之地位，而非全盤否定其適用。惟應用於商業信託時，應如何調整信託法所建立之民事信託法理，則有幾種可能作法，包含：（1）認

¹⁸¹ 參王志誠，前揭註 95，頁 300。

¹⁸² 參王志誠，前揭註 95，頁 263。



為信託法之規定多屬任意法規，透過私法自治原則，以當事人特別約定之方式，排除或修正其適用；（2）透過解釋論之運用，以法律解釋之方法，擴張或限縮信託法之適用範圍；（3）以立法之角度，於特別法中另行規定或修正現行信託法，以符合商業信託之運作需求¹⁸³。

二、 適用關係之檢討

本文認為，以上三種方法，均有其適用空間，惟亦均有其侷限性，故應視該商業信託之類型及特性、所涉事務之性質、成本與效益之衡量，混合適用以上三種模式，即私法自治模式、法律解釋模式、及立法模式。蓋法律解釋模式之適用前提在於信託法之條文本身具有彈性之解釋空間，得以容納該特定商業信託之需求，惟許多情形下，條文之文義未必存在解釋之空間，且法律解釋模式可能具有無法事先預測的缺點。而私法自治模式固然具有無需等待立法者另行立法之便利性，然而信託法中仍有部分規定為強行規定，即無法由另行約定排除，且因商業信託時常有諸多受益人，具有集團性，以另行約定之模式排除信託法規任意規定之適用，固然邏輯上可行，首先會觸碰應如何作成另行約定的問題（例如：是否需全體一致決，或以多數決約定），即使有得以另行約定之管道，亦可能成本過高，或造成少數權益被多數所不當犧牲，此觀諸現行規範體系下限制公開發行公司之自治界線即可略見一二。而立法模式之優點在於明確化，可以相應降低當事人間另行約定之成本，惟亦有其弱點，其一為欠缺時效性，其二係同一立法規定未必得以適用於所有類型的商業信託，較欠缺彈性。

綜上，本文認為，於分析商業信託之法律問題（包含本文聚焦之不動產投資信託），應注意信託法之規定與商業信託之間的適用關係，靈活運用私法自治模式、法律解釋模式及立法模式三者，方得於顧及信託基本原則的同時，做出合於

¹⁸³ 參王志誠，前揭註 95，頁 269-271。就立法角度而言，可觀察日本之修法動向上，有建議應針對商事信託之特性，制定商事信託法者，參商事信託法研究会（2001），《商事信託法の研究--商事信託法要綱およびその説明》，頁 5 以下，有斐閣。

該商業信託制度目的、運作機制、功能角色的分析及判斷。本文後續於分析不動產投資信託之治理機制時，亦會於適當處運用此些模式，作為論述之基礎。



第二項 商業信託與公司

一、 商業信託與公司之異同

商業信託作為商業組織，則探討其與典型之商業組織，即依公司法所設立之一般公司，究有何相似與相異處，於設計商業信託之治理機制應有助益¹⁸⁴。關於商業信託與公司組織具備之相似與相異處，整理學說見解如下。

就商業信託與公司之相似性，包含：第一，兩者均係將所有權與經營權分離，管理事務集中於董事會或受託人，俾利發揮經營效率及專業分工；第二，兩者之投資人原則上均得享有有限責任之待遇，儘管商業信託中受益人之有限責任地位仍存在一定之不確定性；第三，不論是商業信託或管理組織之管理人，其債權人原則上均不得對於信託財產為強制執行；第四，兩者均得以受益憑證表彰，即受益權證券化，具有權益可轉讓性¹⁸⁵。而商業信託與公司亦存在諸多差異點，其中較無爭議者包含：第一，公司於形式上具有獨立之法人格，公司財產以公司為所有權人，而商業信託之財產形式上以受託人為名義上所有人，儘管此差異主要在形式上而非實質上；第二，公司之組織要求完備程度較高，包含內部治理與外部監管密度，反之商業信託較具靈活彈性，主要以信託契約作為依歸¹⁸⁶。

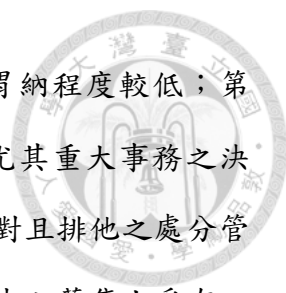
此外，文獻尚有指出其他相異之處，包含：第一，公司之負責人代表公司所為對外之法律行為，直接對公司發生效力，債權人不得對負責人求償，而商業信託之受託人於處理信託事務上，係以自己名義為法律行為，故有認為交易相對人得對受託人之自由財產求償者¹⁸⁷；第二，公司股東有較高之風險胃納能力，而商

¹⁸⁴ 認同商業信託可適度參酌公司法理者，參照王志誠，前揭註 95，頁 290-291。

¹⁸⁵ 關於商業信託與公司之相似性，整理自王文宇，前揭註 117，頁 407；王志誠，前揭註 95，頁 279-280；亦參陳婉玲，前揭註 167，頁 83-88。

¹⁸⁶ 王文宇，前揭註 117，頁 407-408。

¹⁸⁷ 王志誠，前揭註 95，頁 278-279。



業信託中受益人共同目的在於資產保值及穩定收益，其風險胃納程度較低；第三，公司之經營者在經營權限上較多事項受到股東之限制（尤其重大事務之決策），而商業信託中除非信託契約有明定，否則受託人享有絕對且排他之處分管控權；第四，公司發行股份需於章程中記載得發行總額，於資本之募集上受有一定之限制，而商業信託中通常對於募集資金之限制較少，並可因投資人買入或賣出而產生變動等¹⁸⁸。

本文以為，前述之相異處比較固然有見地，然而部分見解並無法妥適描繪所有類型之商業信託與所有類型之公司。例如：第一，即使認為商業信託不具備法人格，如本文前述，亦應肯定其法律實體地位及財產獨立地位¹⁸⁹；第二，不同類型之商業信託，其受益人對於獲利之期待程度並不相同，甚至同一類型中，其受益人彼此間亦有不同之期待，因此以風險胃納能力作為區別，容有爭議；第三，商業信託中受託人固然擁有事務之管理權，然而關於信託之重大事項，如有成文之法規範，通常亦要求保留予受益人決定¹⁹⁰；第四，商業信託中募集資金之限制未必較少，至少於公開發行受益證券之情形，多需經過主管機關之核准，甚至有部分類型之商業信託，並無法由受託機構任意決定發行受益證券之數量（不動產證券化條例第9條第5項）。

另就組織彈性來說，商業信託原則上固然較具彈性，然而於我國法下，其被設計為各種不同的商品型態，受到各個特別法的拘束，鑑於制度目的、投資人保護、組織運作效率等需求，亦非完全允許信託契約自行約定。例如金融資產證券化條例第二章第三節以下規定需經受益人會議決議之事項，即未有經信託契約另為約定得以排除適用之規定；而如以不動產投資信託觀察，依據定型化契約範本，信託契約對之進行訂定或修改內容，對於受益權之保障程度，亦不得低於該

¹⁸⁸ 參陳婉玲，前揭註167，頁88-98。

¹⁸⁹ 如本章第二節第三項三、中所述。

¹⁹⁰ 如金融資產證券化條例第11條本文、證券投資信託及投資顧問法第39條等。

範本，故亦非完全享有自由彈性¹⁹¹。與此相對地，即使公司法被認為設有較多之強行法規，晚近公司法亦有放寬章程自治之趨勢，尤其於閉鎖型公司或非上市公司¹⁹²。是故總體而言，本文認為商業信託與公司之差距似非如想像中大。

二、 從剩餘索取權角度觀察商業信託之受益權與公司之股東權

商業信託相較傳統民事信託而言，具有集團性與組織性，同時因委託人移轉財物於信託時通常伴隨一定之對價，並保留一定之剩餘利益（residual interest），與傳統之民事信託，尤其是無償之信託具有贈品（gift）之性質，顯然不同。因此，有論者認為，商業信託與公司實際上可視為鏡像之實體（mirror-image entities），其二者回應不同的投資人需求，其根本差異在於資產需要被置於風險中以實現剩餘索取權人權益之程度¹⁹³。所謂剩餘索取權，係指於滿足優先索取權人之權利後，對於剩餘價值（remaining value）之所有權（ownership）。而所謂優先索取權人，乃是相對於剩餘索取權人之概念，其權利優先於剩餘索取權被滿足¹⁹⁴。以下就經濟學上索取權概念之角度，說明商業信託之受益權與公司之股東權性質上之差異：

（一）公司

如以一間具有清償能力的公司觀察，公司之債權人與股東有不同的權利屬性。債權人之權利，包含其本金與利息之償還，優先於股東被滿足，作為優先索取權人；而股東則享有所有於滿足債權人之權利後所剩餘之權益價值（equity value）¹⁹⁵。於公司中，第三人（投資人，即股東）以對價取得剩餘索取權，其因

¹⁹¹ 此與論者指出，德拉瓦州之商業信託法高度允許契約自治，允許於信託契約中另為有關受益權之調整、管理權之調整等約定，但並未放寬 public trustees 的部分，即退休基金、共同基金等，該部分仍由較為嚴格之聯邦法規範，相互呼應。See Tamar Frankel, *The Delaware Business Trust Act Failure as the New Corporate Law*, 23 CARDOZO L. REV. 325, 325-27, 344-45 (2001).

¹⁹² 參 107 年公司法部分修正條文總說明。

¹⁹³ Schwarcz, *supra* note 177, at 561.

¹⁹⁴ Steven L. Schwarcz, *Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO L. REV. 647, 666-67 (1996).

¹⁹⁵ *Id.* at 666-67.

而有動機希冀最大化公司之利益，以達到最佳投資回報。然而高報酬同時伴隨高風險，使公司清償不能的風險會使優先索取權人之獲償權利被暴露於風險之中，因而產生優先索取權人與剩餘索取權人間對於利益追求的期望衝突¹⁹⁶。為解決此衝突，公司法上咸認為，公司負責人於公司未陷於清償不能之前提下，應僅對股東（公司）負受託人義務，以股東利益之最大化為依歸¹⁹⁷。

（二）商業信託

如觀察商業信託，以最典型之架構式融資為例，其利益狀態與一般公司似有所不同。發起機構（創始機構）將其資產移轉予信託後，投資人買受該受益證券後預期未來可取回其投資加上憑證上所載明之利息，作為優先索取權人，而由創始機構取得信託財產於支付予受益憑證持有人後之剩餘權益，作為剩餘索取權人¹⁹⁸。其運作上類似於以資產作為抵押向債權人借款¹⁹⁹，故創始機構即使作為剩餘索取權人，由於其主要目的在於融資，並不期待風險加重性的投資²⁰⁰。因此，無論剩餘索取權人或優先索取權人，其主要期待均是資產價值之保存，而不存在如同公司之剩餘索取權人與優先索取權人間之期望衝突²⁰¹。是故，在商業信託中，受託人所需負擔之義務，乃信託法上的公平義務（duty of impartiality），即對於無論作為優先索取權人之受益證券持有人，或作為剩餘索取權人之創始機構，均須公平以待。此公平義務，於公司之情形，因剩餘與優先索取權人間存在期望衝突，即難以為相關之要求。

（三）剩餘索取權由第三人有償取得之商業信託

不同於架構式融資類型的商業信託，於剩餘索取權係售予第三人，而非由原發起人保留時，學說上發現其利益狀態又與一般作為架構式融資的商業信託有所

¹⁹⁶ Schwarcz, *supra* note 177, at 561-63.


¹⁹⁷ *Id.* at 567.

¹⁹⁸ Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J. L. BUS. & FIN. 133, 141-42 (1994).

¹⁹⁹ Schwarcz, *supra* note 177, at 562-63.

²⁰⁰ 黃銘傑，前揭註 171，頁 329-31。

²⁰¹ Schwarcz, *supra* note 177, at 561.



不同，反而與公司較為接近。例如，於證券投資信託基金（共同基金）或不動產投資信託等投資信託中，受益人以對價購入受益憑證，享受信託財產之剩餘索取權，期望最大化其收益，其風險期待較高，與優先索取權人（對基金財產有債權之人）僅希望保存財產價值之期待即有所衝突，在此面向上與公司應有相似之處。因此，於剩餘索取權有償讓予於市場上之第三人時，為處理類似之利益衝突問題，信託法與公司法出現某些整合²⁰²。例如於某些案件中，法院傾向援引公司董事對於股東之義務內容，將之比擬於受託人對於剩餘索取權人之受託義務上，例如本文第五章第二節第二項中所述涉及經營判斷法則之案件。

第四節 本章結論

本章透過信託制度與商業信託之探討，探求不動產投資信託之制度目的與其特點，作為後續章節論述之基礎。

首先，本章概覽信託制度的發展與功能，並探討信託制度下受託人應負擔之義務內容，與受益人之受益權內涵。而後因不動產投資信託屬於一種商業信託，聚焦於商業信託之定義與功能，發現商業信託具有營業性、商品性、集團性及專業性等特點，不動產投資信託當然亦不例外。並且，從探討商業信託作為商業組織面臨之有關稅收地位、有限責任地位與法律實體地位等爭議，發現不動產投資信託亦存在類似之觀察面向。而後，本文剖析證券化之概念，並探求不動產投資信託之證券化內涵，與現行實務運作的現象。

接著，本章第三節比較商業信託與相似制度，以釐清其差異與關聯性。首先，就商業信託與信託法所規範之傳統信託而言，儘管信託法仍得作為商業信託之補充法源，然而適用上仍應透過私法自治模式、法律解釋模式及立法模式等方式，調整信託法所建立之民事信託法理。於處理不動產投資信託之相關問題時，

²⁰² Schwarcz, *supra* note 177, at 579.

如涉及信託法之適用，當亦應靈活運用此些模式，以確保規範得以適合於不動產投資信託之制度本質與目的。



而就商業信託與一般公司而言，過往見解指出二者分別有相似處與相異處。然而本文認為，不同的商業信託類型，包含本文欲探討之不動產投資信託，均有其不同運作模式，並非均可符合相同的分類依據，重點應在於妥適掌握該商業信託本身之架構內涵與特性。例如，從受益權與股東權異同之觀點，儘管在資產證券化類型的商業信託中，受益憑證持有人與發起人間並無利益期望之衝突，然而在共同基金以及本文所探討的不動產投資信託中，剩餘索取權有償移轉於第三人，即可觀察到類同於公司股東與公司債權人間利益期待不一致的現象。本文接續第四章，將探討共同基金之治理與一般公司之差異，並探究不動產投資信託與共同基金、一般公司之同異，及其治理特性與受益權保障之需求。



第四章 治理機制與不動產投資信託受益權保障

第一節 不動產投資信託與共同基金

不動產投資信託作為商業信託，具有如同本文前述商業信託之功能及特性，而不同於同為商業組織之公司。細究之，其概念上係先發行證券自投資人處取得資金之後，再從事於不動產及相關權利之投資，一般認為其概念較類似證券投資信託基金（即共同基金），僅係投資標的以不動產或相關權利，而非證券為主，且以封閉型態為主²⁰³。事實上，此觀諸本文第二章第一節第二項中所述，日本將其 J-REITs 規範於投資信託及投資法人法中與證券投資信託一同規定，或新加坡將其 S-REITs 規範於集合投資計畫中等規範模式，即可明白知悉。

儘管 REITs 與共同基金被認為有相似之處，其等畢竟為不同的制度，其仍存在諸多差異性，且在我國運作下，REITs 尚有其不同於他國之特殊性，因此於探討 REITs 之受益權保護及其治理機制時，僅能將共同基金作為參考，仍須發展合於其制度特殊性、運作需求之見解。以下先從共同基金出發，再論述不動產投資信託之制度特殊性及受益權保障需求特性。

第二節 共同基金之治理特性

第一項 共同基金之定義與功能

共同基金乃一將信託概念運用於現實世界投資活動之一種制度。匯集小額投資人之金錢，由專業經理人操作投資，獲取收入利益（income gains）及資本利得

²⁰³ 參王文宇（2004），〈論不動產信託與不動產證券化之分際〉，《法令月刊》，55卷4期，頁70。亦參黃銘傑，前揭註13，頁358；游啟璋（2002），〈不動產證券化法制解析〉，《月旦法學雜誌》，88期，頁156；Duke Law Journal, *Advisory Succession in Real Estate Investment Trusts*, 1974 DUKE L.J. 123, 127 (1974)。實務、產業界亦同，例如公務人員退休撫卹基金管理委員會網站，REITs—穩健投資的另類選擇，https://www.fund.gov.tw/News_Content.aspx?n=3268&s=15147（最後瀏覽日：05/08/2022）；證券櫃檯買賣中心，受益證券及資產基礎證券簡介，https://www.tpex.org.tw/web/bond/knowledge/system/abs_and_mbs.php?l=zh-tw（最後瀏覽日：05/08/2022）；NAREIT, WHAT'S A REIT (REAL ESTATE INVESTMENT TRUST)?, <https://www.reit.com/what-reit> (last visited May 08, 2022).

(capital gains)，再將利益分配與投資人享有。國際上稱此基金為共同基金 (mutual fund)，又稱為集合投資計畫 (collective investment scheme)²⁰⁴。共同基金係由專業經理人於投資人處募集資金後，由其專業判斷，投資於其認為之最適投資組合的一種投資模式。其有兩大功能，一為專業經營，二為分散投資風險，期能藉由經理人之專業投資判斷，為投資人謀取利益，同時規避風險²⁰⁵。

共同基金於各國法制下以不同的型態出現，例如：以組織型態區分可分為契約型與公司型；以得否買回或追加受益憑證得區分為開放型與封閉型等²⁰⁶。於我國法下，共同基金係以證券投資信託制度來規範，其所募集之資金，於投信投顧法中稱為證券投資信託基金，即為共同基金²⁰⁷。我國目前之證券投資信託基金係契約型基金，並以得買回之開放型基金為主（投信投顧法第 25 條）。

第二項 共同基金之治理與公司之差異

一、 共同基金治理應有其特殊性

關於共同基金之治理，我國文獻向來較少，此或許與我國法下共同基金作為一項特殊法律關係，係以契約模式被規定有關。相較之下，美國法中共同基金多係公司型態（儘管少部分為信託型態），其組織型態與一般公司類同²⁰⁸，且因其以有償取得受益權或股份之第三人作為剩餘索取權人，利益狀態與公司相似，因此針對共同基金治理與公司治理間之異同，多有討論。

在美國，共同基金與公司一樣具有董事會和股東的結構，因此許多見解似認為對於公司治理有效之原則亦有機會套用於共同基金上。例如，負責監管共同基


²⁰⁴ 王文宇（2013），〈共同基金與投信投顧法〉，王文宇（等著），《金融法》，頁 211，七版，元照。

²⁰⁵ 王文宇（2003），〈從信託法原理論共同基金之規範〉，氏著，《民商法理論與經濟分析（二）》，頁 387，元照。

²⁰⁶ 王文宇，前揭註 204，頁 214。惟亦有見解認為共同基金定義上必為開放式基金，See Eric D. Roiter, *Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance*, 6 HARV. BUS. L. REV. 1 (2016).

²⁰⁷ 王文宇，前揭註 204，頁 215。

²⁰⁸ See Nathan D. Lobell, *Rights and Responsibilities in the Mutual Fund*, 70(8) YALE L.J. 1258, 1263 (1961).



金的美國證券交易委員會（SEC），即於許多其訂定的規範中表明其預設共同基金之董事行使經營判斷（business judgment）之重要性²⁰⁹，而美國國會亦通過部分法案，例如沙賓法案（Sarbanes–Oxley Act of 2002）²¹⁰與多德-弗蘭克法案（Dodd-Frank Act）²¹¹等，將共同基金與公開發行公司一同規範²¹²。此外，部分法院見解中，例如 1961 年的 *Bworn v. Bullock* 案²¹³、*Meiselman v. Eberstadt* 案²¹⁴，及 *Brouk v. Managed* 案²¹⁵中，法院對於原告對基金董事之請求，雖因個案事實相異而有不同結論，然似均立於一個隱藏的假設前提，即將基金架構與典型公司架構類比，以典型公司中董事之責任、義務來思考個案中基金董事之義務，而未發現共同基金之特殊性²¹⁶。

儘管如此，許多文獻已強調立於共同基金之制度目的與特性，批判將共同基金治理等同於公司治理的不恰當性²¹⁷。其等指出，觀察共同基金之法律規範（主要為 1940 年的投資公司法（The Investment Company Act of 1940, ICA），其所建立的架構雖賦予基金董事會重要的權限，然而仍於許多面向上較公司董事會為限縮，其中最明顯的乃將共同基金之核心業務「投資決策」交由一個第三人，即基金之投資顧問（investment advisor）進行，而非屬董事會之權限²¹⁸。因此批判性地認為，將基金之董事會類比公司董事會並放寬其經營判斷適用空間，而未觀察其類比前提是否存在，實屬不當²¹⁹。甚有認為，基金治理上的問題，不僅並未因

²⁰⁹ See Roiter, *supra* note 206, at 3.

²¹⁰ Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002) (codified as amended in scattered sections of the U.S. Code).

²¹¹ Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010) (codified as amended in scattered sections of the U.S. Code).

²¹² See Roiter, *supra* note 206, at 3-4.

²¹³ *Brown v. Bullock*, 194 F. Supp. 207 (S.D.N.Y. 1961).

²¹⁴ *Meiselman v. Eberstadt*, 39 Del. Ch. 563, 170 A.2d 720 (Ch. 1961).

²¹⁵ *Brouk v. Managed Funds, Inc.*, 286 F.2d 901 (8th Cir. 1961)

²¹⁶ *Lobell*, *supra* note 208, at 1288.

²¹⁷ *Id.* at 1259; Martin E. Lybecker, *Enhanced Corporate Governance for Mutual Funds: A Flawed Concept that Deserves Serious Reconsideration*, 83 WASH. U. L. REV. 1045, 1081-85 (2005).

²¹⁸ See *Lobell*, *id.* at 1264-65.

²¹⁹ *Id.* at 1280.

導入公司治理之原則而得到解決，有部分甚至係因將公司治理原則套用其上所導致²²⁰。



共同基金的發展背景，係源於過去個別客戶委託投資顧問進行財產管理投資事務所簽訂之契約關係，此亦可作為解釋為何投資顧問契約（advisory contract）是共同基金的共通特色，卻鮮少見於其他類型的公司或商業組織。共同基金中多數均為投資人得以要求回贖的開放式基金，投資人購買或要求回贖其基金持分單位，即係相當於創造與終止客戶與投資顧問間之服務安排，此種委託管理之服務安排關係，為共同基金之主要機能，亦為其與一般公司最為不同之處²²¹。因此，即使在公司型基金設有董事會之情形，其亦與一般公司由董事會作決策核心或授權他人的內部管理情形有所不同。蓋基金持有人之所以購入該檔基金，其主要係信賴該檔基金之投資顧問與其公告之投資方針，而非董事會對於基金投資或經營之判斷²²²。

自此角度出發，文獻上指出，共同基金雖與一般公司相同，均為商業上之實體，然其亦同時作為金融商品（或服務）。基金投資人購買基金持份，其同時作為基金這個實體的股東，與購買投資顧問之專業投資管理服務的消費者。當投資人對投資顧問所提供之之服務成效不滿意時，可透過回贖權回收其投入資金，如同消費者得自由選擇是否繼續購買買商品或服務一樣²²³。且因投資顧問以基金規模計算之報酬因其行使回贖權而減少，投資人之贖回權亦有直接監督投資顧問之目的²²⁴。

²²⁰ See generally Larry E. Ribstein, *Federal Misgovernance of Mutual Funds*, 2009 CATO. SUP. CT. REV. 301 (2009-2010); Anita K. Krug, *Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm*, 86 S. CAL. L. REV. 263 (2013); John Morley & Quinn Curtis, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 YALE L.J. 84 (2010-2011).

²²¹ See Lobell, *supra* note 208, at 1260.

²²² *Id.* at 1261, 1276.

²²³ Roiter, *supra* note 206, at 3-5, 13.

²²⁴ David J. Carter, *Mutual Fund Boards and Shareholder Action*, 3 VILL. J.L. & INVESTMENT. MGMT. 6, 13 (2001).

此外，亦有從權限授權的角度出發加以論述者，其指出一個受託義務之建立，既係以信託中委託人自由選擇其受託人並決定其授權範圍作為前提，董事之受託義務及責任範圍應由股東（投資人）授權之權限範圍加以決定，因此首應詳加區別共同基金中董事（受託人）被投資人（委託人）授權之權限範圍，以及未由投資人授權，而仍屬投資人之自由決定範圍者，方得妥適認定董事受託義務及責任之確切範圍²²⁵。

從前述共同基金之特殊性觀察可知，由於共同基金之運作中係以投資人和其選擇信賴的投資顧問為核心，投資人無論買進或請求贖回基金，均係奠基於其自由意志上，表現其對於投資顧問（而非基金之董事）表現之評價及信賴。因此，可以想見地，共同基金之受益權與公司股東權內涵有所差異，應不宜將公司治理之法則完全套用於基金治理上。

二、 共同基金之治理——以董事義務為例

以董事之義務內容為例，基金之董事權限及責任，與公司之董事相比，至少有以下兩點差異：

（一）董事作成商業判斷之權限應較為限縮

基金之董事不插手基金之營運，也與一般公司中董事會任命經理人並與之協商條款之情形不同，其主要任務係監督基金投資顧問是否遵守法律和受託義務，或代表基金向顧問就其造成之損害負責等²²⁶。由於並不參與基金之營運決策，其得以作成商業判斷的權限範圍應僅限於監督事務，因而顯然較一般公司的董事權限為限縮²²⁷。其得以行使監督權限並構成商業判斷之範圍，亦僅限於幾類事項，

²²⁵ See Lobell, *supra* note 208, at 1265-72.

²²⁶ 投資顧問對於基金（投資人）亦應負擔受託義務，See Howard Schiffman, *The Relationship Between the Investment Advisor and the Mutual Fund: Too Close for Comfort*, 45(1) *FORDHAM L. REV.* 183, 184-85 (1976); *Duke Law Journal*, *supra* note 203, at 135.

²²⁷ See Roiter, *supra* note 206, at 4-5.

例如投票決定延續與投資顧問間之基金管理契約²²⁸、設置外部審核人員²²⁹、關於基金之登記聲明等事項²³⁰。由於共同基金中董事得以發揮商業判斷的權限較一般公司為小，由同一人同時擔任數基金的董事，不僅較少招致分身乏術之質疑，亦能有效提高監督之效率，因此常見由同一人同時擔任十數個由同一投資顧問管理之基金的董事²³¹。

用以替代董事商業判斷權限上，許多條文中係以政府授權的方式（governmental mandates）在各個層面上做出了監督規範，例如在多數之情形下禁止基金與其顧問間之交易行為、規定基金的資本與槓桿上限、規範其收益分配方式、禁止或限制基金從事某些商業行為等²³²。事實上，如從共同基金之運作實務觀察，亦可發現董事權限重要性減弱，而由主管機關以較高規範密度監督其運作的趨勢及特性。例如，即使投資公司法中規範基金須設置獨立董事，然而依據實證統計顯示，共同基金之董事時常不具有獨立性，許多情形下該基金之良好治理與監督係由外部機關設定規則加以達成，董事即使有監督權限並應行使職權，然而未必如同一般公司適切且有效²³³。

（二）董事責任範圍應較為限縮

如自權限分配與相應之責任分配觀點，投資顧問之身分、投資顧問之費用、投資方針及對應之風險程度，以及針對其贖回權之條款等，係於投資人購入基金持份時即存在且揭露之事實，投資人於購入基金持份時，既有權於受到充分告知並基於其自由意志為決定，即應對應地負擔其個人責任²³⁴。其不得再以投資顧問費用過高、投資方針追求過大風險，但董事並未行使其監督權替換顧問機構，而

²²⁸ ICA 15 U.S.C. § 80a-15(a) (2018).

²²⁹ ICA 15 U.S.C. § 32 (2018).

²³⁰ Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77f(a) (2018).

²³¹ See Roiter, *supra* note 206, at 23-24.

²³² *Id.* at 19-20.

²³³ See Carter, *supra* note 224, at 7. 亦參王文字（2020），《探索商業智慧：契約與組織》，頁110，元照。

²³⁴ See Lobell, *supra* note 208, at 1267-68.



有違受託義務等作為理由訴請賠償，否則無異於要求董事為自己起初之決定負責，有違共同基金原先即劃定之權限分配²³⁵。

然而若涉及被投入資金之經營行為，包含投資顧問機構應以其專業能力進行投資之買入賣出、防止對內部人圖利而造成投資人權益損害，以及使投資人得以知悉基金之運作情形等，由於關於基金資產之營運，投資人於投入資金後即無從為有效監督，應認為其已將該部分之監督責任授予董事，因此董事即應承擔相應之義務及責任²³⁶。

總結而言，共同基金在美國係以公司的型態存在，其運作上著重投資人（股東）對於投資顧問專業能力的信賴。在基金擬定之投資計劃與方針範圍內投資人應負擔自己選擇的責任，不得主張投資顧問違反義務，或董事違反監督投資顧問之義務，而對之請求賠償。對於投資顧問的表現不滿意時，則可透過贖回權方式進行監督。

三、 小結

總結而言，在美國，共同基金即使與一般公司相同地均以公司的型態存在，其運作與治理上卻有許多不同處，整理如下：


（一）著重投資人（股東）對於投資顧問專業能力的信賴，對於其表現不滿意時，在開放型基金架構下，得透過贖回權方式進行監督。

（二）在基金擬定之投資計劃與方針的範圍內，投資人應負擔自己選擇的責任，不得主張董事消極未行使其對顧問機構之監督權，有違受託義務。

（三）許多條文中以政府授權的方式做出了監督規範，限制投資顧問部分的決策自由，亦限制董事部分之商業判斷權限。

²³⁵ *Id.* at 1281-83.

²³⁶ *Id.* at 1278.



美國的共同基金採取公司型態下，既已有此些治理上的特殊性，同理在美國以外其他以契約型基金為主，或兼採契約型基金與公司型基金的國家，無論係由何種法規規範，以何種法律關係存在（我國的證券投資信託基金、共同信託基金，新加坡的集合投資計畫，或日本的委託者指示型基金、委託者非指示型基金、投資法人等），凡其運作上為共同基金之型態者，即「投資人將投資資金交由經理者，由其進行專業、分散風險的投資，且可隨時依基金之淨值請求贖回者」，均可某程度歸納出類同於上述三點治理上的特殊性，即：

(一) 著重投資人對於專業經理者的信賴，對其表現不滿意時，在開放型架構下，得透過贖回權方式進行監督。

(二) 投資人在基金原先擬定之投資計劃與方針之範圍內應負自己責任，投資人不得主張董事或信託之受託人消極未行使其對顧問機構之監督權，而請求其賠償。

(三) 在強行規範之範圍內，限制投資顧問部分的決策自由，亦限制董事或信託之受託人部分之商業判斷權限。

第三節 不動產投資信託作為獨立類型及其受益權保障需求

第一項 不動產投資信託作為獨立類型

不動產投資信託固然與共同基金同具有聚集投資人之資金投資於不特定資產，並將收益分配予投資人之相似功能，然而細究其制度架構及運作模式，實際上與共同基金或一般公司均不完全相同，然亦於某些部分分別與其二者有相似性²³⁷，以下分就各個層面加以討論。

²³⁷ 儘管一般認為 REITs 與共同基金相似，然學說見解上已有指出宜借鑑公司治理結構的理論視角與研究成果投射於 REITs 的治理。例如溫建利、李權，前揭註 292，頁 159-160。相似見解亦可參考單于家、湯超（2021），〈公募 REITs 控制權集中度的法理基礎、規範邏輯和制度建議〉，《證券法苑》，31 卷，頁 144-149，其認為 REITs 之治理的制度邏輯，除須兼顧傳統公募基金之色彩，亦須兼顧上市公司治理之原則，同時顧及 REITs 本身之結構、治理、營運特性，及其在不同發展階段實際運行之需求。舉例而言，其發現在較為成熟的 REITs 市場，傾向使 REITs 之持有



一、 投資商品特性

共同基金之制度功能在於提供一般小額投資人得以將資金匯集並交由專業經營團隊進行投資，進而分享收益，因此其投資人主要的期待即係藉由購買該投資商品而獲取收益或資本利得，並非以取得基金之實際經營或決策權為目標。此與一般認為公司之股東權特性，及股東買入股份後對於其權利之想像有所差異。

針對公司之股東權²³⁸，有採取變形所有權說者，認為股東將個別所有權統一予公司並轉化為法律上之股東權，因此對於投入資金之使用，具有使用、收益、處分等所有權之權能，尤其於經營與所有合一之公司更是如此²³⁹。而若採社員權說，股東為公司之社員，股東權即是基於公司作為營利性社團之社員資格而得享之社員權利，此說更加顯示公司股東作為公司構成員之身分特性及參與性²⁴⁰。當然，不可否認地在資合色彩濃厚、經營所有分離明顯的公司中，許多股東係以較接近於單純投資人之身分購入股份，而期待獲取收益，對於參與經營並無興趣，然而其仍保有一定之參與及介入可能，包含要求定期改選董事等，就本質而論仍與單純投資商品有異。


至於不動產投資信託究應如何於其中被定位？本文認為，自投資人之角度，其購入 REITs 之持份時，應已閱讀該基金之投資方針、風險策略、收益分配、受託機構及管理機構等資訊，依其自由意志從這些客觀資料中選擇一檔與其需求最為相符者，期待透過該檔基金之專業經營獲取收益。尤其不動產投資信託中特別規定須將 90%以上之收益分配予投資人，亦標誌不動產投資信託於一定程度上，具有與共同基金相類似的投資商品性質。然而，若從不動產投資信託基金之受益

人對於 REITs 之管理經營有更大的動力與彈性，相應的以控制權集中度規定來說，也更接近於上市公司股東權益變動的制度安排。

²³⁸ 關於股東權性質之分類，詳參王志誠、許光承（2019），〈股東權之理論基礎及其權利保護〉，《華岡法粹》，67期，頁54-61。

²³⁹ 參陳彥良（2007），《公司治理法制—公司內部機關組織職權論》，頁39-40，翰蘆圖書；亦參王文宇（2018），《公司法論》，頁345，六版，元照。

²⁴⁰ 有關社員權說之定義與內涵，參王志誠、許光承，前揭註238，頁56-57。



人原則上不得自由要求贖回其受益權的面向觀察，亦非完全與共同基金之投資人相同。在 REITs 中，投資人不滿管理機構之表現時，無法像購買商品或服務的消費者般選擇停止購買該商品或服務並要求退還價金，而仍須停留於 REITs 中，與一般公司相同地須等待他人購買其股份方能脫離該關係，就此面向而言，購入 REITs 之受益人某程度仍處於不自由的地位，因而可能如公司股東作為所有人或社員的角色般，有一定程度介入治理的動機。


二、 仰賴經營團隊之經營能力程度

於共同基金中，經理人或受託人僅為投資人選擇投資標的並進行買入、賣出，並未參與和投資標的價值相關的決策。基金投資人的持份價值係與該投資標的，例如他公司之股份市價、債券或其他衍生性金融商品之價值相連結，因而與經理人或受託人之經營能力較無關聯。此與公司之經理人為求公司之最大利益，盡力為公司找尋並創造商業機會及經營策略之情形顯然有所不同。在公司，其本身之價值及其股份之價值，與經營團隊之經營能力、經營績效、成本控管等因素密不可分。

回頭觀察不動產投資信託，可以發現其在此面向的特殊性。在 REITs 中，其管理機構之決策範圍，不僅如同共同基金，須選擇投資標的，更多時候是包含買入不動產標的後的經營方式決定，例如出租或轉賣，甚至包含細部條件，例如租期、租金等條款之擬定及協商等²⁴¹，與公司須對其資產進行實質的利用及管理有相似性。因此，管理機構除需對不動產市場之價格波動熟稔外，尚須於不動產之經營有其專業能力，以此些前提建構其應負擔之義務內涵²⁴²。

²⁴¹ 例如新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，頁 42-50，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060103_L5843_S01_01003T_20220509_210443.pdf（最後瀏覽日：05/09/2022）。

²⁴² 相似觀點，參薛瀟（2009），《我國房地產投資信託基金投資者利益保護--以契約型房地產投資信託基金為研究對象》，頁 17，廈門大學碩士學位論文。



此特殊性無論在內部管理型的 REITs，或將管理事務委由外部機構之外部管理型 REITs 均存在。美國早期嚴格認為 REITs 不能有實質的經營活動，以確保其並非積極商業實體（active business），而得享有稅收導管的優惠地位²⁴³。然而 1986 年後美國因應外部管理機構利益衝突的問題，開放 REITs 得以自行管理其名下之不動產，自此 REITs 更為蓬勃發展²⁴⁴，顯見一個成功的 REITs 不僅須正確選擇投資標的，良好的管理經營亦不可或缺。而即使在我國，及與我國架構最為相近的新加坡，要求 REITs 將管理事務外包與第三人，採取外部管理模式，由於管理機構仍係由受託機構或受益人決議委任，仍屬 REITs 運作中最為重要的一環，其經營決策之優劣，與 REITs 之價值，以及市場對於其受益權價值之評價密不可分。

三、 對於基金價值評估之難易度

於共同基金中，基金之價值為基金淨值，係與投資標的之市價直接連結，相對明確且透明，而基金持有人持有之基金持份價值，即為基金淨值之一部。且由於共同基金原則上為開放式基金，投資人得依其持份淨值請求基金受託機構贖回，以實現該基金持份之價值。

然而公司不同，公司之價值計算方法相當多元，常見者包含收益法、市場法及資產法等。於收益法下，公司之價值來自公司正常營運下未來所能產生之價值折現，因此繫諸於營運團隊未來之績效表現；而在市場法下，需考慮價值乘數於可比較同業之表現，計算上亦具有不確定性；至於在資產法下，須考慮該公司所有有形及無形的資產及負債，評價上亦有相當彈性的空間²⁴⁵。而即使公司價值得以被估算，由於公司未必已將所有可能影響其價值之事項均呈現於其公開資料上使市場及投資人得以知悉，且股票於市場上之交易價格亦未必與公司價值計算近

²⁴³ Schwarcz, *supra* note 177, at 573.

²⁴⁴ 谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 69-70。

²⁴⁵ 參勤業眾信網站，如何評估公司價值—常見的估值方法，<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/about-deloitte/articles/estimate-corporate-value.html>（最後瀏覽日：05/09/2022）。



似，公司之價值乃至於股東持股之價值，均無法如共同基金般公開、完整且確切。

而不動產投資信託之情形，則某程度介於兩者之間。在 REITs 中，基金價值之評估目前主要固係來自不動產之價值（姑且先不論此評估方式是否恰當）²⁴⁶，而與共同基金相似，然而對於不動產價值之評估本身即已存在方法上的差異，而非僅為帳面公開之數字加總。並且，相當顯而易見的是，即使吾人得以精準評估 REITs 之基金資產價值，由於 REITs 原則上為封閉型基金，並不允許投資人請求依據持份價值贖回，因此除非有合併或清算等構成基金應返還資產予持有人之事由，REITs 持份之價值實際上係取決於公開交易市場買賣雙方共同認定之價格共識，反而與公司之股份價值概念上更為接近²⁴⁷。

四、 資產池結構特性

於共同基金，其制度目的既為「專業經營」及「分散風險」，其資產池中之資產，通常會依據不同配置，達到某程度的分散，以期得以平衡不同金融資產所面臨的個別風險²⁴⁸。然而公司不同，一般來說，公司係為了經營特定事業所設立，其名下所購置之資產，無論有形或無形，多數係作為其生產要素，均有連結所營事業之相關性，即使少數公司藉由持有特定資產作為其投資部位，然而公司之設立究不以分散風險為其目標。此外，共同基金係投資於金融資產，由於金融資產依其結構設計之不同，可能較為複雜，所伴隨之風險亦可能因而較高，時常須仰賴在此方面具有專業的金融主管機關做成強制規定，例如對於投資對象之限

²⁴⁶ 不動產投資信託基金暨不動產資產信託之信託財產評審原則及淨資產價值計算標準第 7 條參照。

²⁴⁷ 薛瀟，前揭註 242，亦有相似觀察，其認為房地產領域資產價值的透明度不如證券市場，造成 REITs 估值較具不確定性，且 REITs 在績效衡量上存在其特殊性。

²⁴⁸ Wang Wallace, Wen-Yeu, *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*, 69(4) WIS. L. REV. 926, 935-36 (1994).



制、槓桿比例限制、限制或禁止基金從事他領域之商業行為等²⁴⁹，反觀公司原則上並無受到如此嚴格之直接限制。

而如觀察不動產投資信託，其情形較為複雜。固然 REITs 藉由持有多個不動產或不動產相關有價證券標的，某程度亦可達到分散風險，惟誠如本文前述，由於 REITs 無論採內部或外部管理，均須對不動產為管理經營，專注於某特定產業別的不動產，可想像將有提高經營專業性與規模經濟效益的誘因與優勢。因此，以美國 REITs 為例，雖有部分 REITs 之資產池中有多元產業別的不動產，多數 REITs 仍係專注於特定產業別的不動產，例如辦公室型、工業型、零售型、度假型、住居型、醫療型等²⁵⁰。此資產類型較為單一之特性，與共同基金追求風險分散的功能有所不同，反而與專注於特定經營領域的公司有相似之處。更甚者，在我國 REITs 目前的生態下，各檔基金的規模均不大，管理機構專注於數量有限的不動產中（且以商用不動產為主），目標極大化其經營與收益，其所扮演的商業機能與共同基金相去頗大，反而與專營不動產經營的公司較為類似。此外，儘管 REITs 之資產池結構亦受部分強制規定之限制，但各國均普遍朝向放寬，而與公司存在類似性²⁵¹。

五、 集團經營程度

在共同基金，其運作係匯集投資大眾的資金後，投資於各類股票、公司債、政府債券或其他金融商品，資產選擇的來源多元，通常並無集中於某特定集團的特性，且法規中亦多限制經理公司及其關係人與被投資公司間的關係，包含禁止其擔任被投資公司之控制或管理職位，例如董事、監察人或經理人等²⁵²。而一般

²⁴⁹ 對於共同基金仰賴主管機關作成強行規定以保護投資人之特點，不僅我國法可見，美國法上亦同，詳見 Roiter, *supra* note 206, at 19-20.

²⁵⁰ NAREIT, REIT SECTORS, <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors> (last visited May 09, 2022). See also Clayton & MacKinnon, *supra* note 36, at 22-24. 其發現在美國從 1994 年至 2008 年，REITs 專精於特定產業的趨勢越來越明顯，並歸結可能的原因係投資人本身已可透過購買不同 REITs 或投資商品來達到分散風險，故其較希望經營管理者可以透過專業化，來極大化投資收益。

²⁵¹ 關於強制規定之鬆綁趨勢，詳參本文第五章第二節第五項中所述。

²⁵² 例如證券投資信託及顧問法第 78 條第 2 項參照。

公司中，則常見集團企業或關係企業型態，藉由交互持股而構成彼此間的關聯甚至控制從屬關係，而公司與關係人間之交易行為或集團內部之交易行為，通常因具有綜效效益，並非完全禁止，僅需遵守一定之利益迴避程序，避免不當之利益輸送²⁵³。

而以不動產投資信託來說，雖其概念上與共同基金之運作相似，均係匯集分散的投資大眾資金後投資於某些資產並取得收益，然而在以外部管理為主的制度下，尤其亞洲地區的 REITs，其運作實際上相當仰賴發起人集團²⁵⁴。以我國為例，發起人於將不動產移轉予 REITs 後取得相應之 REITs 受益權持份，而因 REITs 之資產池中仍以發起人提供之不動產為主，並未有大幅擴張的趨勢，即使對於上市 REITs 設有一定之受益權分散要求²⁵⁵，仍無可否認發起人集團於其中佔有一定之控制或影響力。更甚者，由於 REITs 通常均由與發起人作為關係企業的公司擔任管理機構，實際管理 REITs 名下各不動產，甚至複委託予集團相關之物業機構處理實體營運事宜，即使在現制架構下種種決策仍由受託機構進行最終決定並負責，由於管理機構方具有專業性，實際上主控權仍在於管理機構，因而發起人集團於將不動產移轉予 REITs 後，實仍繼續持有控制並管理其不動產。是故，REITs 與其發起人集團間之關係，無論係持股結構或交易往來，均有強烈的集團性色彩，反而與處於關係企業集團中之公司有相似性。

²⁵³ 公司法第 206 條第 2 項及第 4 項、第 178 條等參照。

²⁵⁴ See generally Cheng Keat Tang & Masaki Mori, Sponsor ownership in Asian REITs, 55(3) J. Real Estate Finance Econ. 265, 266-67 (2017). 惟在此需強調，外部管理制度與高度仰賴發起人集團之集團經營型態 REITs 間並不具有必然的因果關係，而係文獻上之歸納與觀察結果。

²⁵⁵ 依據臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 23 條之 2，我國不動產投資信託欲上市者須符合一定之受益權分散標準，包含：（1）持有該受益權單位價金總額未超過新台幣一百萬元之受益人不少於五百人，且其所持有之受益權單位價金總額不少於新台幣二億元者；（2）任五受益人持有該受益權單位價金總額未超過該受益證券發行總金額百分之五十以上。但持有人為獨立專業投資者，不在此限（此規範與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 8 條第 1 項相同）。

第二項 不動產投資信託之受益權保障需求

承本文前述，不動產投資信託雖有與共同基金類似之功能外表，然而細究其制度特性，其在投資商品性、經營能力仰賴程度、價值評估難易程度、資產池結構特性及集團經營性，與其謂類似於共同基金，不如謂係與共同基金、一般公司均相異的一種獨立型態²⁵⁶。

因此，相應地，在認定不動產投資信託受益權之保障需求時，亦須考量其係作為一種獨立的商業組織類型，而非完全援用共同基金之受益權或公司之股東權保障規範。大致而言應考量以下幾個方向，惟具體內涵本文第五章及第六章將詳細進一步討論：

一、儘管 REITs 之受益人於購入基金時已取得充分資訊並係基於自由意願買入，其不得任意請求贖回的封閉特性，使受益人無法以贖回方式進行監督，而需賦予其他適合之替代手段。

二、由於 REITs 不僅重視投資資產之選擇，亦同等重視經營團隊之管理能力，及其對於特定不動產領域的專業性，因此首應對應地明確化經營團隊之義務及責任內涵，並賦予受益人得以透過事前或事後等方式有效監督、救濟的管道，最大化其投資之資產池收益。

三、基於 REITs 仰賴發起人集團之特殊性，不宜如同共同基金中完全禁止相關之關係人交易，而應參酌公司法關係企業的集團綜效概念，在踐行相關利益迴

²⁵⁶ 不動產投資信託與共同基金不應被完全相同看待，而與一般公司有類似性，此部分之觀察，本文認為亦可從以下幾點得到應證：（1）美國在開放 REITs 得以採內部管理模式後，其 REITs 數量蓬勃發展，且多數上市 REITs 採公司型態，其組織型態與一般的上市公司相近；（2）在日本，即使開放 REITs 得以投資信託或投資法人型態運作，其上市之 REITs 全部均選擇採取公司型態的投資法人；（3）在新加坡，即使其將 REITs 與一般的集合投資計畫均規範於 CIS Code，從不動產投資信託專屬的 Appendix 6 可發現，其規範上有不同於證券集合投資計畫的特殊性，包含要求召開年度受益人會議、允許受益人會議以普通決議更換管理機構等機制（詳如本文第五章中所述），均與證券集合投資計畫有間，反而可見與一般公司的相似性。是以足見不動產投資信託應被作為一種獨立的商業組織看待，設計並發展其治理機制。



避程序並確保交易條件之合理性下，使受益人得於其權益不受利益輸送侵害的同時，享受集團綜效帶來的收益。

四、由於 REITs 之價值評估不若共同基金係直接連結金融資產標的價值般顯而易見，需賦予受益人與潛在投資人某些管道，使其得在一定限度內取得 REITs 運作現況下各種與價值相關的資訊，甚至透過市場機制替換經營不善的受託團隊。

五、於考量前述之受益權保障需求時，應同時考量 REITs 仍具有投資商品的特性，許多受益人投資 REITs 時未必有如同作為公司股東般參與公司經營並監督經營團隊的期待與想像，其僅關心基金資產價值及收益分配而已。是以如欲仿效公司股東權之設計，尤應斟酌某些權利設計運用於 REITs 上的實益性，甚至思考有無更有效率的替代手段得以達到相同的治理效果。

關於不動產投資信託作為獨立類型，其與共同基金及與一般公司間的相似與相異處，以及對應的受益權保障需求，整理如下表：

投資商品特性	共同基金	投資人主要期待係藉由購買投資商品獲取收益或資本利得 投資人閱讀基金說明書所明示之投資方針等資訊後，自行選擇	不動產投資信託	投資人期待透過 REITs 之專業經營獲取收益（收益九成以上須分派） 投資人閱讀基金之投資方針、風險策略等後，選擇與其需求最為相符者	於設計治理機制時，均應考量許多受益人僅關心基金資產價值及收益分配，評估是否有實益 對應地明確化經營團隊之義務及責任內涵
--------	------	--	---------	---	--

	一般公司	股東仍保有一定之參與及介入可能，本質仍與投資商品有異		受益人不得自由贖回，某程度仍處於不自由的地位，而有於一定程度介入基金治理的動機	受益人無法以贖回方式進行監督，而需賦予其他適合之替代手段
仰賴經營團隊之經營能力程度	共同基金	持份價值係與該投資標的之價值相連結，與經理人或受託人之經營能力較無關聯	不動產投資信託	投資價值某部分取決於標的本身（但非直接連結）	對應地明確化經營團隊之義務及責任內涵，並賦予受益人事前或事後有效監督、救濟的管道； 以市場機制替換經營不善的受託團隊
	一般公司	股份之價值，與經營團隊之經營能力、經營績效、成本控管等因素密不可分		對於不動產經營方式決定，例如出租或轉賣，甚至包含契約條款之擬定，均仰賴管理機構專業能力	
對於基金價值	共同基金	基金淨值與投資標的之市價直接連結，明確且透明，投資人並得依持份淨值請求基金贖回	不動產投資	價值主要來自投資標的之價值，此部分與共同基金相似	須賦予受益人取得與REITs運作或價值相關的資訊



評估之難易度	一般公司	公司之價值計算方法相當多元，無法如共同基金般公開、完整且確切	信託	<p>不動產價值評估本身即已存在方法上的差異，而非帳面公開之數字加總；</p> <p>持份之價值實際上係取決於公開交易市場買賣雙方共同認定之價格共識，而非基金淨值</p>	
資產池結構特性	共同基金	<p>依據不同配置，達到風險分散，以期平衡不同金融資產所面臨的個別風險</p> <p>時常仰賴主管機關做成強制規定，限制共同基金所得購置之資產類型或上限</p>	不動產投資信託	REITs 藉由持有多個不動產或不動產相關有價證券標的，某程度可達分散風險	對應地明確化其經營團隊之義務及責任內涵
	一般公司	不以分散風險為其目標		多專注於某特定產業別的不動產，有提高經營	



		公司原則上並不受到購置資產類型的統一限制，或限制較少		專業性與規模經濟的優勢 儘管於資產池結構受部分強制規定之限制，但普遍朝向放寬	
集團經營程度	共同基金	標的來源多元，通常並無集中於某特定集團的特性； 法規多有限制經理公司及其關係人與被投資公司之關係	不動產投資信託	NA	NA
	一般公司	常見集團企業或關係企業型態者； 關係人交易或集團內部之交易行為，並非完全禁止，僅需遵守一定之程序		REITs 的運作相當仰賴發起人集團，由與發起人作為關係企業的公司擔任管理機構，甚至複委託予集團之物業機構處理實體營運事宜	藉由踐行相關利益迴避程序確保關係人交易條件之合理性，使受益人得享受集團綜效帶來的利益

第四節 受益權保障途徑：以治理機制為中心



第一項 不同之受益權保障途徑

一、 經濟行政法學規制理論

於探討不動產投資信託制度之運作與其相應受益權保障時，由於不動產投資信託作為商業組織並扮演商業經濟活動之一環，並非純然地探討團體內部如何決定其權限分配、如何自我治理，而有必要從國家與團體間的互動關係，釐清彼此可能扮演的角色。

學說上從經濟行政法學的規制理論出發，援引「自主規制」之概念，將自主規制依其程度不同分類，分別界定團體與國家間對於該團體經濟活動的管制權限²⁵⁷。所謂自主規制，乃相對於國家裁量性與強制性管制手段之概念，定義為對私的法主體之權利自由，自外部給予影響，由該法主體出自本身自由意願，採取適當行為以實現公共利益²⁵⁸。一般認為自主規制得作為各種社會議題的初步管制，當策略執行失敗時，國家方以較強之公權力介入²⁵⁹。自主規制依其團體自律程度與法律規範密度，分為以下幾類²⁶⁰：

(一) 團體自律模式

團體活動與國家活動獨立分離，團體自為其固有行動計畫之立案、決定及實施。本文認為此應屬自律程度最高之模式。

(二) 團體參與模式

²⁵⁷ 劉宗德（2013），〈公私協力與自主規制之公法學理論〉，《月旦法學雜誌》，217期，頁53-58。

²⁵⁸ 原田大樹（2007），〈自主規制の制度設計-貸金業規制を中心として〉，《法政研究》，74卷4期，頁819。

²⁵⁹ 劉宗德，前揭註257，頁56。

²⁶⁰ 整理自劉宗德，前揭註257，頁57-58。惟依據學者的分類，尚包含第四類「誘導模式」，惟該類並不以團體存在為必要，與本文論述主體較無關聯，參原田大樹（2007），《自主規制の公法学的研究》，頁53-68，有斐閣。

又可區分為「基準定立型」，即國家將團體訂定之基準劃入國家法秩序範圍，由國家執行者；以及「法律執行型」，即國家以法律明文授權團體自為法律執行並賦予其正當性。



(三) 監察認證模式

透過設置一套認證系統，使企業自行決定是否參與認證，以獲取相應的經濟利益。以實效性之擔保手段為分類基準，可區分為團體制裁型及市場壓力型，如以認證類型區分，可分為自己認證型與第三人認證型。

本文認為，自主規制理論屬於具備正當性之論述，蓋任何處於國家社會中扮演某種經濟角色的團體或組織，均非外於國家而獨立存在，無法完全以內部的自治約定達成治理，亦非完全處於國家之控制之下，故亦不可能全以國家公權力介入並以強制手段滿足其治理。團體自律模式、團體參與模式、監察認證模式等自主規制模式之分類，事實上可分別對應於「團體自治」、「規範模式」、「軟性誘導」等概念，作為設計任何一種具有社會、經濟功能的團體或組織之規範時的上位概念，商業組織或團體之受益權保障途徑當然亦不例外。

二、 我國 REITs 現制下之受益權保障途徑

關於受益權保障的途徑，大致可以從我國現行不動產投資信託之規範中歸納幾個面向。此些面向，事實上同樣亦存在於共同基金、公司等其他商業組織中股東權或受益權之保障，僅是其內涵及呈現比重有所差異而已：

(一) 強制規範面向

我國 REITs 相關規範中，有部分為立法者或主管機關預設之強制規範，詳細已如本文第二章中所述，在此僅舉例如：採取核准制、針對投資於開發型不動產比例之限制、借入款項比例之限制、強制須將收益九成以上分配等。以強制規



範，代替基金本身透過其內部權限劃分進行決策的過程，用以避免 REITs 陷入過大的風險，並確保受益人得以即時取得收益分配。

(二) 治理規範面向

相對於立法者或主管機關直接訂定強制標準，許多規範係劃定 REITs 內部組成成員的權限及決策過程的方式。舉例而言，所有 REITs 原則上均須遵照信託公會頒布之「受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本」，訂立其內部架構及劃分權限，除非其另有更利於受益人之約定，其中包含受託機構、不動產管理機構、信託監察人之義務及責任；其辭任及解任程序；受益人會議之決策及程序等。而涉及關係人交易者，則應遵守「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」第 15 條之相關程序辦理。透過架構式的治理規範，使 REITs 得以在遵循規範的前提下進行經營及決策，可在維持一定的彈性同時，達到受益人權益保障的目的。

(三) 基金自治面向

除以強制規範或治理規範架構受益權保障以外，現行法亦允許 REITs 得於一定範圍內以自治模式約定其內部權利義務關係。不動產證券化條例第 12 條即為示例，其允許 REITs 另為約定相較於定型化契約範本對受益人更為有利的條款，即係在一定條件下，允許 REITs 得以自治方式訂立其權利義務關係。

然而，就法令或相關函釋未明文以強制規定限制或以治理規範規定的部分，究竟是否容許自治空間？本文認為此在現行法下仍存有解釋空間。如援引公司自治的內涵觀察，公司自治之內涵取決於吾人以公司實體理論（特許權理論）或從公司契約觀點來認定公司本質。前者因認為公司為國家特許成立，以國家干預為優先；後者則認為公司具有契約本質，契約自由允許公司契約當事人自行安排最

為理想用以抑制代理成本之法律與市場管制手段的組合²⁶¹。同理，於判斷 REITs 享有多大的自治空間時，採取國家干預優先或契約自由優先，亦為主要的判斷標準。關於 REITs 之信託契約自治空間之討論，本文將於第五章第五節第一項中為進一步討論。

第二項 以治理機制作為 REITs 受益權保障之核心

一、 基金治理與公司治理

如本章前節所述，不動產投資信託雖作為一獨立之組織型態，然而與共同基金和一般公司分別有其相似性與相異處。參考共同基金與公司如何保障受益權或股東權，有助於吾人建構不動產投資信託之受益權保障核心與途徑。

(一) 公司治理

公司治理源自於公司的所有權與經營權分離所產生之代理問題，各國為克服此問題，採行不同的規範模式，因而形成不同的公司治理架構²⁶²。其意義在於透過制度之設計與執行，提升公司管理效能並監督管理者之行為，以確保投資人應得之報酬，並兼顧債權人等利害關係人之利益。其終極目標，乃是透過「管理及監控」兩個面向，建立最適機制以謀求股東全體及公司本身利益之最大化²⁶³。

學說上指出，公司治理之關鍵因素在於公司之組織架構與權責歸屬。公司内部組織大可分為三類，即所有者、經營者（管理者）及監督者，理想狀態下此三類集團應明確區分、各司其職。我國股份有限公司之原始權責規劃設計，係由董事會作為經營者、監察人作為監督者、股東會作為所有者，惟因監察人成效不彰，近期仿效英美法於證交法引進獨立董事、審計委員會、薪酬委員會等內部監

²⁶¹ 參王文字，前揭註 239，頁 23-24。

²⁶² 陳美菊（2003），《美國上市治理與上市公司之管理》，頁 4，<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:uyIUjgFugdMJ:https://report.nat.gov.tw/ReportFront/PageSystem/reportFileDownload/C09202156/001+&cd=1&hl=zh-TW&ct=clnk&gl=tw&client=safari>（最後瀏覽日：05/09/2022）。

²⁶³ 王文字，前揭註 239，頁 52。

督機制。而美國法上，以其公開發行公司為例，股東為所有者，由執行長所領導之高階管理者負責經營執行，再由董事會（董事會內由獨立董事組成之稽核或監察委員會，相當於我國之審計委員會）作為監督者，並大幅承認股東、股東會之權力以強化董事會之監督²⁶⁴。

然而公司治理之完善除透過建立內部組織與權責歸屬之架構外，公司控制權市場（如併購）等外部市場自由競爭力量²⁶⁵，以及機構投資人在董事會上之積極參與，亦可對現行管理者施加壓力，迫使其基於公司之最大利益為經營決策，以減緩代理成本，一般稱之為外部治理機制（external corporate governance）²⁶⁶，與內部治理時常立於互為補充之地位²⁶⁷。

（二）共同基金治理

與公司治理著重於股東權益之保障相應地，共同基金治理亦強調確保基金運作係基於投資人之最大利益。所謂基金治理，應與經營基金財產之投信公司本身之公司治理區分，而係針對基金資產池中資產及其運作上之治理²⁶⁸。依據國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）技術委員會之研究，共同基金治理（集合投資計畫治理，CIS governance）之概念可參考公司治理之概念，然亦需反映共同基金獨特的特性及制度目的。其定義係一個得以確保共同基金完善組織及效率營運的架構，並且專為投資人之利益而非基

²⁶⁴ 王文宇，前揭註 239，頁 52-56。關於公司治理之完整內涵，亦可參照 OECD 的公司治理準則（OECD Principles of Corporate Governance），可包含幾個層面：（1）界定公司經營者、監督者、股東及其他利害關係人之間的權利義務關係；（2）確立公司之基本結構，使公司得據以決定其經營目標與達成目標之方法；（3）建立適當的監督機制。參照賴英照（2006），《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，頁 113，自版。

²⁶⁵ See, e.g., Eduardo Costa & Ana Marques, *Corporate Governance and Takeovers: Insights from Past Research and Suggestions for Future Research*, 6(3) CORP. OWNERSH. CONTROL. 211, 215-17 (2009).

²⁶⁶ See Candy Bianco et al., *The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs*, 33(5) J. PORTF. MANAG. 175, 176 (2007).

²⁶⁷ See Timothy Wang, et al., *Corporate Governance and Institutional Ownership: A Critical Evaluation and Literature Survey*, 9(1) CORP. OWNERSH. CONTROL. 72, 77 (2011).

²⁶⁸ 陳麗玲、游源能（2006），〈基金治理之探討〉，《證券暨期貨月刊》，24 卷 7 期，頁 12。

金內部人之利益²⁶⁹。因此，基金治理需保障基金資產免於受到因不當行為或過失行為所導致之損失，並確保投資人對於其投資之風險在可靠的市場環境中受到充分告知。此外，良好的基金治理亦需妥適減少或解決經理人與投資人間之利益衝突問題²⁷⁰。

儘管本文前述重複強調，因共同基金與公司仍存在諸多差異，不宜完全將公司治理完權比附援引於基金治理，然而毫無疑問地，基金之治理本身在保障其投資人（在投資信託中即為受益權人）權益方面至關重要，實證研究亦顯示基金治理與基金績效表現之正面關聯²⁷¹。

二、 不動產投資信託中治理對於其表現之實證研究

（一）實證研究結果

承本文前述，在公司與共同基金中，「治理」之完善程度對於其股東或受益權人之權益保護扮演重要的角色。然而，不動產投資信託作為獨立之類型，治理機制之妥適設計是否亦為其成功運作，進而達到保障受益人權益之核心？本文認為，此問題之答案首應探尋實證研究之結果。儘管美國過去的實證文獻結論不一²⁷²，然因美國上市之 REITs 主要為公司型態、內部管理，與我國現制差距甚遠，本文僅參考近期以同為外部管理模式的亞洲 REITs 作為對象之實證研究結論進行討論。

²⁶⁹ IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes Final Report Part I, 1, 3-5 (2006), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>.

²⁷⁰ *Id.* at 1-5.

²⁷¹ See Emery A. Trahan, *Mutual Fund Governance and Fund Performance*, 5(4) CORP. OWNERSH. CONTROL. 384, 389 (2008).

²⁷² 美國實證研究上，部分肯定治理對於 REITs 存在一定影響，尤其控制股權比例與董事會受控制程度對於 REITs 表現存在的負面影響。See generally Chinmoy Ghosh & C. F. Sirmans, *Board Independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts*, 26(2-3) J. REAL ESTATE FINANCE ECON. 287 (2003). 亦有文獻指出，REITs 的表現與機構投資人持股有正相關，與董事、經理人的持股則有負相關。See generally Jay C. Hartzell et al., *The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs)*, 34(3) REAL ESTATE ECON. 343 (2006). 惟亦有實證研究顯示，REITs 的治理與其表現間的影響並不如一般公司高，並將此有別於公司的現象命名為 REIT effect。See generally Rob Bauer et al. *Corporate Governance and Performance: The REIT Effect*, 38(1) REAL ESTATE ECON. 1 (2010).

過往金融研究者曾以亞洲（日本、新加坡、香港及馬來西亞）為對象做實證研究，主要關注於自由現金流（FCF）與代理成本如何影響 REITs 之表現²⁷³。其發現，即使 REITs 在這些國家受到較為高度的監管，其仍持續存在 FCF 及代理成本，而該等代理成本與 REITs 之表現、ROA、ROE、REITs 之價值及收益多寡，均存在關聯性。該研究進而表示，REITs 之監理者應實施較為嚴格的治理規則以加強 REITs 之治理，並導引 REITs 轉為代理成本較低的內部管理型態²⁷⁴。

而另一針對 S-REITs 之實證研究亦顯示，將 REITs 之治理分數以橫跨內部與外部八個面向進行評分，其中包含管理費用、管理機構董事會相關事項、薪酬相關事項、審計委員會相關事項、關係人交易、組織型態、財務槓桿、持份所有人結構等，可發現治理分數與 REIT 之股價表現存有正向關聯，並推論此正向關聯之原因係因良好的治理使資訊不對稱問題得以減緩²⁷⁵。

此外，亦有文獻以新加坡 REITs 為研究對象，發現良好的治理機制對於準備上市的 REITs 相當重要；透過資訊公開透明及良好的治理，可以促進其發展。其對於治理機制之評估參數，包含董事會結構（指管理機構之董事會）、REITs 持份所有權結構、管理機構報酬、防禦措施，以及其他（如關係人交易時管理機構如何踐行程序以確保交易條件公平，並取得專業估價）等。該研究進而認為，在各國不同的 REITs 架構與發展下，治理機制應相應地為不同設計²⁷⁶。

另外，亦有實證研究指出，機構投資人持有 REITs 之持份有助於增加 REITs 之收益與營運表現²⁷⁷。甚至亦有文獻統計指出，過往認為 REITs 較不會受到敵意併購的理解，並不符合 REITs 近年來的發展。根據其統計數據，自 2006 至 2015

²⁷³ See generally Wei Lan Chong et al., *The Performance of Externally Managed REITs in Asia: Further Evidence from Free Cash Flow and Agency Costs*, 35(2) J. PROP. INVEST. FINANCE. 200 (2017).

²⁷⁴ *Id.* at 223-24.

²⁷⁵ See generally Patrick Lecomte & Joseph T. L. Ooi, *Corporate Governance and Performance of Externally Managed Singapore Reits*, 46 J. REAL ESTATE FINANCE ECON. 664, 679-80 (2013).

²⁷⁶ Denise Tan, *Corporate Governance: The Case for Asian REITs*, 2, 53-70 (2001) (unpublished B.A. thesis, Massachusetts Institute of Technology) (on file with the MIT Libraries).

²⁷⁷ See generally Su Han Chan et al., *Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications*, 16(3) J. REAL ESTATE RES. 357 (1998).

年，美國 REITs 成為股東行動主義或併購目標之數量，與非 REITs 並無顯著差異²⁷⁸。本文認為，此些現象顯示，儘管來自市場監督力量的外部治理機制長期以來在 REITs 領域被忽視，近期其於 REITs 之運作逐漸顯現其重要性。



(二) 本文見解

如同前述，以亞洲 REITs 為實證研究者，以及美國近年之研究結果，多指出治理架構與機制（包含 REITs 內部，以及來自市場力量的外部），與 REITs 的獲利表現或股價有一定之影響。而本文認為 REITs 之獲利表現或股價，可直接反映至投資人收益，以及其欲於市場上轉賣時所得獲得之資本利得，即使並非絕對，應可作為衡量投資人保障程度的有力依據。儘管亦有部分文獻否定治理機制與 REITs 成功獲益間之關聯性，然而其畢竟僅挑選部分的參數作為其統計因子，至多僅能表示該等參數不足以影響 REITs 之表現，不足以全盤否定治理機制對於 REITs 表現之影響。

此外，如從理論的角度觀察，本文既認為 REITs 與共同基金、一般公司均有部分相似性，在通說見解對於其治理與其股東權、受益權之保障均存有關聯性此點並無疑問的前提下，吾人不可能否認治理架構對於 REITs 之績效表現及其受益權之間的關聯性。與其質疑其關聯性，不若探討如何在符合 REITs 之制度目的、架構型態乃至於市場現況下，應如何設計適宜的治理機制，包含其內部治理與來自市場之外部治理。

當然，本文並非意指單純建立治理機制即可完善 REITs 之受益權保障，蓋 REITs 作為商業信託，參與不動產市場乃至金融市場之運作，主管機關最後的監督對於受益權之保障而言，當屬必須。然而如同上市公司治理般，主管機關之監督或監管，多數情形下並非憑空為之，而應建立在完善的治理機制上，以主管機

²⁷⁸ See generally David H. Downs et al., *Shareholder Activism in REITs*, 47(1) REAL ESTATE ECON. 66 (2019).

關的監管手段檢視公司其是否落實治理機制之要求，方有意義²⁷⁹。因此，不動產投資信託受益權保障仍應以治理機制作為核心，再輔以主管機關適當之監管，方為完整。



第三項 治理機制之內涵

一、 代理問題（agency problem）與代理成本（agency cost）

代理問題之發生，依據學者 Jensen 與 Meckling 被廣為引用的研究，係源自於代理關係中，一位以上之委託人委託他人代表其提供某些服務並將某些決策權授權予該代理人時，當委託人與代理人皆最大化其個人利益時，代理人被認為不會基於委託人之最大利益為行為，所產生的利益不一致問題²⁸⁰。代理問題伴隨三類代理成本，包含：一、本人為建構適當之誘因與監督機制以促使代理人與本人之利益趨於一致所需負擔之監控支出（monitoring cost）；二、代理人為向本人保證其將不做成有悖於本人利益之行為提出之擔保，所花費之擔保支出（bonding expenditures）；三、即使雙方已負擔最適的監控支出與擔保支出，代理人仍可能於某些時候趁機做出不利於本人利益之行為所造成之損失，是為剩餘損失（residual loss）²⁸¹。

在公司中，代理問題被廣泛討論，其大致可分為三種類型²⁸²：一、因所有權與經營權分離所導致股東與專業經理人間之利益衝突²⁸³；二、控制股東憑藉股權


²⁷⁹ 對上市公司現行有關之監理制度，許多與公司的治理連結，例如為落實公司內部控制，證交所訂定之「對上市公司內部控制制度作業程序」；為強化並督導公司治理，將公司治理事項納入公開資訊觀測站系統以強化資訊公開；推動及督導有關公司治理之運作等。參張思國、陳脩文、鄭益成、黃曉惠（2008），〈公司治理因素與上市公司內部控制制度關聯性之研究〉，《證交資料》，568 期，頁 6-14。關於金融業的公司治理與金融監理，詳參顧立雄（2019），〈公司治理與金融監理〉，《法遵與治理》，創刊號期，頁 5-7。

²⁸⁰ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4) J. FINANC. ECON. 305. 308-09 (1976).

²⁸¹ *Id.* at 308. 亦參邵慶平（2008），〈公司法—組織與契約之間〉，頁 24-25，翰蘆。

²⁸² 以下三種類型之利益衝突，詳見王文字，前揭註 239，頁 48-51。

²⁸³ 關於所有權與經營權分離所致之代理成本，See JANET DINE & MARIOS KOUTSIAS, *THE NATURE OF CORPORATE GOVERNANCE: THE SIGNIFICANCE OF NATIONAL CULTURAL IDENTITY* 94-98 (2013).



優勢，捨公司利益而追求個人利益，因而與小股東間產生之利益衝突²⁸⁴；三、股東因增加風險性投資或不當利用公司資產，而與債權人間發生之利益衝突²⁸⁵。然而，代理問題之發生，並不限於公司中，在任何組織中都可能存在²⁸⁶。不動產投資信託既為商業信託，其作為商業組織之一種，當然亦存在代理問題與代理成本（包含監控支出、擔保支出及剩餘損失等）。其發生代理問題之情境，如參考公司之代理問題類型，可能包含：第一，受益權人與受託機構、管理機構間之利益衝突；第二，主要受益人與小受益人間之利益衝突；第三，受益人與基金債權人間之利益衝突。因此，不動產投資信託之治理機制之建立，首應辨識此些態樣的代理問題，思索如何在不影響制度目的與不造成其他成本的前提下，緩和或消除利益衝突。

二、 治理機制之射程範圍

本文定義之治理機制，參考公司治理與基金治理之內涵，係指透過建構一套制度，規範不動產投資信託之運作，提升其管理效能，並監督經理者之行為，以在兼顧債權人等利害關係人利益之同時，最大化受益權人之利益。因此，其範圍並不僅限於內部組成成員間約定的組織自治，而應包含所有與不動產投資信託參與成員之權限有關的規範，大從法律或主管機關訂立之規則，小至業者自律規範，以及個別 REITs 基於私法自治額外訂定之信託契約條款或其受益人決議等，凡其規範內容涉及不動產投資信託之決策監督與權利義務分配等，均為本文不動產投資信託治理機制之射程範圍。

惟治理機制之概念，無論如何應牽涉組織內部成員權限之分配與行使，使分別享有所有權、管理權、決策權之人得於其權限範圍內作成決策或權利義務之行

²⁸⁴ 關於控制股東與小股東間所生之代理問題，See Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52(2) J FINANCE 737, 753-55 (2012).

²⁸⁵ 有關股東與債權人間之代理問題，See Jensen & Mecklin, *supra* note 280, at 345; Sarah Paterson, *The Paradox of Alignment: Agency Problems and Debt Restructuring*, 17 EUR. BUS. ORGAN. LAW REV 497, 502-05 (2016).

²⁸⁶ See Jensen & Mecklin, *id.* at 309-10.

使，達到管理及監督之效果，進而得以保障受益權人之利益²⁸⁷。因此，單純由主管機關主動介入所為之相關監管行為，例如派員檢查、要求其向主管機關提出相關報告以供查核等，僅係作為確保治理機制運作得以順利之配套，並非治理機制運作的核心，故本文並不聚焦在主管機關之監管手段應如何設計之問題上²⁸⁸。

三、 以受益權內涵建構治理機制

與股東權相同地，受益人之權益保障（權益最大化），並非與其權限之大小成正比，而係在於權限之合理分配與有效行使²⁸⁹。因此，不動產投資信託之治理目的，即係透過一套最佳的治理機制，以最大化受益人之權益。是故本文以為，於探討受益權如何保障時，可由受益人之受益權內涵及其特性著手，考量其需要、且適合何種權限分配與架構模式，基此架構不動產投資信託之治理機制。而受益權之內涵，綜合本文前述針對不動產投資信託之制度特性描繪，應包含以下內容：

(一) 從作為商業信託的角度觀察

誠如本文前述，不動產投資信託係一種商業信託，作為信託之一種，其具備最基本的資產管理功能。然而，由於商業信託具有不同於民事信託的特殊性，受益權保障內涵亦應有所差異。舉例而言，商業信託具有營業性與商品性，其具備一定的商業機能與制度目的，且受益人通常係有償取得受益權，受益權之內涵不宜被解為完全由委託人與受託人所締結的契約所約定，而應因應金融市場的實際狀況及受益人（投資人）之需求，以確保其運作之效率與合理性。又因商業信託具有集團性，需建立一套受益權集體權利有效行使的機制，且因具有專業性，

²⁸⁷ 本文認為，類比於基金治理與公司治理，商業組織之治理概念不離決策者與監督者之權限分配，以及代理問題之減緩，不動產投資信託亦不例外。

²⁸⁸ 將金融業之治理與主管機關外部之監督管理分別論述者，參郭大維（2008），〈論我國金融機構公司治理之強化〉，《臺灣金融財務季刊》，9卷4期，頁48-51。

²⁸⁹ 參黃銘傑（2006），《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，頁48-51，元照，氏指出公司治理之精神不在於權限之大小，而在於權限之合理分配。本文認為，於不動產投資信託之治理上亦不例外。

受益人權利行使恐有難度，因此必須強化資訊揭露。此外，為確保商業信託得以享有有限責任，受益人之權益設計，應避免達到得以完全控制信託運作的程度，且因商業信託具備訴訟上法人格的地位，因信託運作所產生之權利義務關係，除非專屬於個別受益人，否則原則上均應認為歸屬於該商業信託，而非受託人或個別受益人²⁹⁰。

(二) 從與共同基金相似之部分觀察

由於不動產投資信託與共同基金兩者的剩餘索取權均由作為受益人的第三人償取得，受益人之受益權，均以期望最大化報酬為主，與債權人僅希望保存財產價值的期待間，發生與公司相似的期望衝突問題，因此有必要參考公司對負責人賦予受託義務之作法，使其在不減損債權人權利實現的前提下，盡力追求受益人之最大利益，此為受益人權益保障中相當重要的一環²⁹¹。

(三) 從不動產投資信託之特殊性觀察

此外，不動產投資信託與共同基金和一般公司雖均有類似特性，惟亦有相異之處，參酌其特殊性，其受益權之保障，應滿足幾個方向。包含：賦予其以贖回以外的其他方式作為監督手段；明確化經營團隊之受託義務內涵，並予受益人事前或事後有效監督、救濟的管道；適當賦予受益人得以取得各種與 REITs 價值有關資訊的管道；適度開放關係人交易並規範其程序，使受益人得享有集團綜效，惟同時應注意控制受益權人與小受益權人間代理成本的問題，避免利益輸送對於受益權之侵害²⁹²。並且，由於不動產投資信託具有投資商品的性質，受益權之本質仍以收益分配為主，在保障最大化收益下，其餘相關權利之賦予對於受益人而言即未必屬於必須。因此本文認為，於設計前述監督手段、救濟手段、資訊取得

²⁹⁰ 關於此部分之論述基礎，詳參本文第三章第二節所述。

²⁹¹ 關於此部分之論述基礎，詳參本文第三章第三節第二項，及本章第二節所述。

²⁹² 相似觀察，溫建利、李權（2021），〈投資者保護視野下的公募 REITs “控制權集中”初探〉，《證券法苑》，31 卷，頁 151-156。



管道時，應考量其行使權利之經濟效率，盡量避免過度干預，以免造成效率、資源的浪費，最終反而傷及受益權人之權益²⁹³。


不動產投資信託治理機制之設計，既為受益人最大利益，應以前述受益權之內涵與其保護需求為依歸，而非必然表示極大化受益人之權限。而治理之概念，綜合參酌本文前述公司治理與基金治理之概念，應可區分以內部權限分配為主軸之內部治理，及以外部市場之監督機制為主軸之外部治理，本文後續將於第五章與第六章中就其相關爭議與問題點，詳細展開討論。

第五節 本章結論

本章首先透過觀察一般被認為與不動產投資信託制度相近的共同基金（證券投資信託），探究其定義與功能，及其治理上與一般公司之差異，包含投資人同時作為消費者與剩餘索取權人（即股東）的複合身分定位、運作上以投資顧問為中心、董事會權責之限縮等。而後再回到本文研究之客體—不動產投資信託，發現其與共同基金、一般公司於許多層面上分別有相似與相異處，包含是否有投資商品特性、是否仰賴經營團隊經營能力、基金價值之評估、資產池結構特性及集團經營性等，而應被以一種獨立的商業組織類型看待，並對應地辨識其受益權保障需求，包含明確化經營團隊之義務並賦予受益人即時有效之監督與救濟管道，使受益人得以取得關於基金運作與價值之重要資訊、允許合理的關係人交易以促進集團綜效等，惟應同時考量投資商品之特性下，賦予某權限予投資人（受益人）其行使權限之效率及實益。

而後本文藉由探討不同的受益權保障途徑，發現不動產投資信託之受益權保障核心—治理機制之建立。首先，本文援引經濟行政法學上的自主規制概念，並將自主規制依其程度分類，界定團體與國家間對於團體經濟活動的管制權限，而後觀察我國現行法下對於不動產投資信託受益權保護之方法，發現其分別有強制

²⁹³ 關於此部分之論述基礎，詳參本章第三節中所述。



規範、治理規範與基金自治面向，與自主規制概念上有相通之處。隨後，本文觀察公司治理與共同基金治理如何保障其股東權與受益權，輔以針對 REITs 之治理如何影響其表現之相關實證研究，得出以治理機制之妥適建立保障不動產投資信託受益權之見解。而對於治理機制之內涵，本文認為應從解決代理問題、緩和代理成本的角度，並以受益人權益最大化為核心。然受益人權益之最大化，非必然表示極大化受益人得以行使之權限，而應從 REITs 作為商業信託的性質出發，觀察其與共同基金及一般公司分別相似處，及其本身之特殊性，釐清受益權之內涵與其保護需求後，方得以架構適宜的治理機制，以最大化受益人之權益。



第五章 不動產投資信託之內部治理與受益權保障

本章以本文第三章對商業信託的功能、特性與組織體的理解，及第四章對不動產投資信託作為獨立類型與其受益權保障需求為基礎，對不動產投資信託之內部治理與受益權保障之關係進行討論。為求論述上之完整與邏輯性，本章將內部治理區分為經營層面與監督層面，第一、二、三節主要為「內部治理之經營層面」，第四、五節主要為「內部治理之監督層面」，依序進行討論，並於第六節進行總結。

第一節 不動產投資信託之受託義務與受託關係

於不動產投資信託中，委託人將其財產投資於其中後，自身即成為受益人，其投入之財產由不動產投資信託之經營團隊運用於不動產相關之投資與管理，並由其將收益所得分配予受益人。因此，受託人受託義務之踐行，直接影響著不動產投資信託之運作，與受益人所持受益權之權益。然而，遍查不動產證券化條例，其僅於第 4 條第 1 項第 8 款定義受託機構，並未明確定義受託關係、受託人或受託義務，尤其若受託機構委任管理機構處理信託事務時，受託義務應存在於何人之間，現行法及相關討論仍有諸多不明確之處。本節以下擬先從受託關係之建立詳細討論之。

第一項 英美法上之受託義務與受託關係

受託義務（fiduciary duty）一概念來自英美信託法，其源自於信託關係中，委託人為擔保或財產管理目的，將信託財產之所有權或權力移轉於受託人，產生信託財產之形式上從屬與實質上從屬不一致之情形時，受託人應對委託人負擔之義務²⁹⁴。而在他益信託時，因委託人非受益人，受益人方為信託利益之歸屬主體，因此受益人雖未為委託之行為，受託人仍應對之負擔受託義務，學說上有統

²⁹⁴ 王文宇（2020），〈公司負責人的受託義務—溯源及展望〉，《月旦民商法雜誌》，68期，頁6-7。

一以託付人稱之者，表彰受託關係之歸屬主體，及受託人應負擔受託義務之對象²⁹⁵。由於此等受託義務源自於信託當事人間存在之長期、特殊信賴關係，且受託人被授予較為廣泛之信賴關係，與民法之契約關係，或善良管理人之注意義務均有所不同²⁹⁶。

儘管受託義務最初來自信託關係，英美法上隨著實務見解之發展，逐漸將其擴張於類似關係，例如在專業人士為託付人提供勞務服務，包含專業投資顧問管理投資人之資產或所投資之資金、律師受當事人之委託進行訴訟程序等情形，均課予受託人受託義務。而在公司中，起初將董事比作受託人處理，而後為因應公司經營者不當濫用權限，為強化公司監督機制，立法與法院實務逐漸將高階經理人（如執行長），甚至是控制股東，視為受託人，使其對公司負擔受託義務。因此，受託關係（fiduciary relations）與受託義務之發生，已不限於信託關係，而係著眼於委託人與受託人之間的特定信賴關係²⁹⁷。

關於受託關係之建立，英美法學說與實務上向來沒有統一明確、得以涵括所有類型的定義，而多透過描述的方式，認定是否存在受託關係²⁹⁸。例如，英國學者即將受託關係以此段敘述描述：「某人在一段與他人的關係中，該他人無論經由此人所展現的承擔行為、彼此間的約定，或由法律或公共政策的角度，得以期待此人將為其利益行事，或於一段合夥關係中排除其個人利益而為彼此之共同利益行事，此人於此關係中成為受託人，而發生一段受託關係。」²⁹⁹ 基此，受託關係的中心思想係為他人之利益服務²⁹⁹。而美國法上判決則以此方式描述財產方面的受託關係：「某人撤掉其對於財產的直接控制，期待取代其地位管理並控制該財產之人（受託人或董事）行使適當小心與勤勉，並具有通常知識與判斷³⁰⁰。」³⁰⁰ 基

²⁹⁵ 參謝哲勝，前揭註 159，頁 66-67。

²⁹⁶ 參王文宇，前揭註 294，頁 7。

²⁹⁷ 參王文宇，前揭註 294，頁 7-8。

²⁹⁸ Paul Finn, *Fiduciary Law and the Modern Commercial World*, in COMMERCIAL ASPECTS OF TRUSTS AND FIDUCIARY OBLIGATIONS 7, 8-9 (Ewan McKendrick ed., 1992).

²⁹⁹ *Id.* at 9.

³⁰⁰ *Hun v. Cary*, 82 N.Y. 65, 71 (N.Y. 1880).



此，受託關係之發生係基於一個委託人放棄其對於財產的直接控制，授權他人代替該位置，因而產生對於該受託人正當的期待³⁰¹。

由於受託關係的定義或描述相對模糊，且可以各種型態發生，吾人可探尋受託關係所具備之共通特徵，作為辨識是否構成受託關係與受託義務之參考。學說上統整發現，受託關係具有之共同特徵包含：一、受託人所提供之服務係具備一定之專業或居於優勢地位始能提供之勞務；二、委託人將自己之財產、利益或權能，基於信賴，託付予受託人全權處理；三、委託人因不具備專業知識或優勢地位，通常僅提供一般性指示，無法完全特定受託人權限範圍；四、相應於受託人應享有之自由裁量權，委託人通常亦無法或難以完全監督受託人之行為³⁰²。

第二項 我國法規範之受託義務

英美法透過學說與實務的推進，其受託關係及受託義務，從最原始的信託關係，延展到其他類似之信賴關係，發展愈趨成熟。與其相對地，我國繼受大陸法系，缺乏英美法長久以來受託義務發展的傳統。我國法於2001年修正公司法第23條第1項，明定公司負責人應負擔注意義務與忠實義務，引進英美法上公司負責人受託義務之概念後，目前針對受託關係或受託義務之討論，多聚焦於公司之董事及其負責人，較少關於信託關係中受託義務之討論。

於信託關係中，我國法僅於信託業法第22條第1項明文規定信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務，亦即認定信託業於辦理信託業務時，與客戶間存在受託關係，應負擔受託義務。針對一般的民事信託，信託法僅分別於第22條規範善良管理人之注意義務、第24條規範受託人應將信託財產與自己之固有財產或其他信託財產分別管理、第25條規範受託人原則上應自己處理信託事務、第31條及32條規範受託人應善盡書類備置義務等，似未明文規範受託人之忠實義務，惟學說上多認為，自信託法第34條及第35條體系解釋，

³⁰¹ See Lobell, *supra* note 208, at 1266.

³⁰² 王文宇，前揭註294，頁8-9。



可推導出受託人應本於信託財產及受益人之利益處理信託事務，負擔忠實義務之結論³⁰³。

儘管透過解釋方法，似可某程度解決目前規範缺失的問題，惟本文認為我國法目前對於受託關係、受託義務之理解及規範方式，仍有諸多待考慮之處，包含：信託法中似未完全規範受託義務³⁰⁴、信託之成立要件過於嚴格導致受託義務射程過窄³⁰⁵等。尤其，本文認為我國應建立統一的受託關係理解³⁰⁶，如此在面臨複雜的交易關係或商業組織時，即使出現法律規範欠缺，亦能找尋受託義務之依據。

第三項 不動產投資信託之受託義務與受託關係

一、 現制下不動產投資信託之受託義務與受託關係

(一) 受託機構與管理機構均應負擔受託義務


在我國不動產投資信託之現行架構下，係由信託業法之信託業作為受託機構，募集或私募受益證券，並受託管理或處分信託財產，因此受託機構在此信託關係中，較無疑問地係作為受託人，且因為信託業經營營業信託，應有信託業法第 22 條第 1 項之直接適用，而應使其負擔受託義務，包含善良管理人之注意義務及忠實義務。然而，觀諸國內各檔 REITs，均設有不動產管理機構，由其擬定基金資產之管理及處分決策，而非由受託機構獨自完成。儘管許多重大的決定，或

³⁰³ 參賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 110。

³⁰⁴ 儘管透過信託法第 34 條及 35 條可得出受託人不得將其自身利益置於與信託財產利益衝突之地位，然而受託義務之內涵尚有其他面向，包含不得於處理信託事務時使自己得利，及不得於處理事務時使第三人獲得不當利益等，因此似難從條文文意中導出與完整的受託義務。

³⁰⁵ 即使得從信託法透過體系解釋方式，得出受託人應負擔受託義務之結論，由於我國信託法規定，信託之成立需以委託人將財產移轉或為其他處分予受託人為前提，且應以契約或遺囑為之，較前述英美法上對於受託關係之建立而言，較為困難嚴格（英美法上之受託關係，本不以彼此間存在契約關係為必要，亦未必要求財產之移轉或處分行為，僅要求委託人對其財產放棄其直接控制權或託付予受託人，其中心思想在於為他人之利益服務），亦可能有射程範圍過窄的問題。

³⁰⁶ 我國法中僅將受託義務合稱為注意義務與忠實義務，零散規定於不同法規中，例如公司法、信託業法等。未若英美法上從一段信託關係的面向，定義受託關係之存在，進而推導出受信託之人（受託人）應負擔受託義務，亦即在法律並未明文規範受託義務時，我國法上欠缺一個統一的受託關係理解。



對外之交易行為，其信託契約中多仍規定應經受託機構同意，且由受託機構對外為之，然而由於受託機構多為不具專業經營決策能力之銀行，其常會遵從管理機構所提之決策建議行事。因此，吾人應進一步探討者，係受益人與管理機構間係何種關係，「管理機構」是否需負擔受託義務的問題。

依據不動產證券化條例第 4 條對於不動產管理機構的定義，係指受受託機構委任管理或處分信託財產者。委任契約存在於管理機構與受託機構，此情形似該當於信託法第 25 條受託人使第三人代為處理受託事務之情形，而有同法第 26 條第 2 項與受託機構負同一義務之情形。該條之適用範圍依據學說見解，應僅限於該第三人受受託人委任，得以自己之意思獨立代為處理信託事務者，而與受託人利用代理人或使用人輔助其處理信託事務者有別³⁰⁷。本文認為儘管在實務運作上，受託機構於委任管理機構後，對於管理機構所為之管理或決策建議，仍須自行評估決定是否採用，惟並不影響受託機構就投資或管理決策之擬定部分，委由管理機構代為獨立處理之事實，故管理機構應有信託法第 26 條第 2 項之適用。

退步言，縱對是否適用該條有疑義，亦非指管理機構無庸負擔受託義務。蓋誠如本文前述，參考英美法上向來的見解，受託義務之負擔與否，本不以是否構成信託關係為基準，而應視是否建立受託關係而定。不動產投資信託中委託人（同為受益人）將其財產投入其中而成為 REITs 之財產後，其管理運用乃至處分的方案，即使部分決定須由受託機構批准或對外執行，主要仍係由管理機構評估後依其內部程序所作成。則委託人與管理機構之關係，應符合本節第一項論述之受託關係共同特徵。蓋管理機構所提供之服務係具備一定之專業或居於優勢地位者始能提供；受益人將自己之財產、利益或權能，基於信賴，託付予管理機構全權處理；受益人因不具備專業知識或優勢地位，通常僅提供一般性指示，無法完全特定管理機構權限範圍；相應於管理機構應享有之自由裁量權，受益人通常亦

³⁰⁷ 參賴源河、王志誠，前揭註 96，頁 107。亦參四宮和夫（1994），《信託法（新版）》，頁 283，有斐閣。

無法或難以完全監督其行為，故應足以建構管理機構對於委託人（同為受益人）之受託義務³⁰⁸。



然而，儘管管理機構與受託機構均負擔受託義務，亦不表示兩者構成信託法第 28 條之共同受託人，蓋其於不動產投資信託之經營運作中係扮演不同的角色，負擔之義務內容亦有所差異，併此說明³⁰⁹。

(二) 信託監察人應負受託義務

信託監察人依據信託法第 54 條，其執行職務，似僅需負擔善良管理人之注意義務。惟依據本文對於受託義務之理解，受託義務之發生係源於受託關係。REITs 之信託監察人係由受託機構依不動產投資信託契約之約定或經受益人會議決議所選任，為受益人之利益，行使本條例所定權限之人。受益人透過契約約定或以決議方式信賴該信託監察人，賦予其行使受益人之權限，應認為信託監察人與受益人間亦存在受託關係，信託監察人亦為受託義務之負擔主體。

二、 修法草案（基金架構）下之受託義務與受託關係

於修法架構下開放之基金架構 REITs，其受託關係存在於何人之間，應由何人負擔受託義務，亦有討論空間。固然向來關於共同基金中應由何人作為委託人與受託人存在兩面關係與三面關係、分離說與非分離說之爭議³¹⁰，惟因現行投信投顧法之架構下，已於其第 5 條第 2 款明文定義證券投資信託契約以證券投資信

³⁰⁸ 美國早期（1986 年修法開放內部管理以前）之文獻上亦曾指出，在外部管理型 REITs，REIT advisors（外部顧問機構，即相當於不動產管理機構）與共同基金之投資顧問相同地，亦負擔受託義務，See Duke Law Journal, *supra* note 203, at 135.

³⁰⁹ 蓋共同受託人之法律關係，根據信託法學說上之定義，應係指負擔相同義務者，而不包含信託條款分別約定受託人之權限時，受託人無需共同行使權力者。參謝哲勝，前揭註 159，頁 180-181。亦參張軍建、張雁輝（2007），〈信託法中共同受託人概念之考察〉，《中南大學學報（社會科學版）》，13 卷 2 期，頁 167-169，氏認為共同受託之前提必須該信託財產在名義上為共同共有。

³¹⁰ 參王文字，前揭註 204，頁 216-217；許黃捷（2011），〈期貨信託基金之法律性質之研究（下）〉，《證券暨期貨月刊》，29 卷 2 期，頁 17-19。



託事業（即基金經理公司）為委託人，基金保管機構為受託人，採納非分離說，受益人並非信託契約之當事人，僅為利害關係人³¹¹。

惟誠如本文前述，於委託人與受益人不同的他益信託中，受益人方為信託利益之歸屬主體，因此即便其非委託人，其權利因信託關係之結果，亦託付予受託人，而應認為係受託人（保管機構）所應負擔受託義務之對象，此並不因投資人僅為受益人而非信託契約之當事人而受影響。惟投資信託事業是否亦對受益人負擔受託義務，則有討論空間。本文認為，投資人投入資金後作為受益人，其信賴不動產投資信託事業之專業能力，將財產運用之相關決策權託付之，亦應符合受託關係之共同特徵，因此不動產投資信託事業應為負擔受託義務之主體³¹²。事實上，依投信投顧法第 7 條之規定，亦已明文規範其應負善良管理人之注意義務與忠實義務。惟由於投信事業與基金保管機構兩者係扮演不同的工作，亦非共同受託人之關係，併此說明。

第二節 受託義務之內涵與受益權保障

本章第一節已建構不動產投資信託中受託關係與受託義務之主體，本節將從不動產投資信託之特殊性質出發，細探應如何建構不動產投資信託關係中受託人受託義務之內涵，以保障受益權人之權益。

須加說明者，本文以下所探討之不動產投資信託「受託人」內涵，如係與受託人義務相關，所指涉者均不以狹義信託關係中的受託人（受託機構）為限，而係指在 REITs 中扮演經營角色之受託義務負擔主體，故包含現制下的受託機構與

³¹¹ 王文宇，前揭註 204，頁 217。亦參郭土木（2004），〈證券投資信託基金之法律性質〉，《全國律師》，8 卷 10 期，頁 39；黃虹霞（2005），〈證券投資信託基金之法律性質與證券投資信託基金受益人之法律地位〉，《萬國法律》，139 期，頁 3-4。

³¹² 相同見解，詳參王文宇，前揭註 204，頁 218，氏認為投信事業與投資人間無論如何負有實質的信託或委任關係，而應負擔受託義務（fiduciary duty）。亦參李福隆（2002），〈論證券投資信託事業之忠實義務與利益衝突〉，《月旦法學》，89 期，頁 176-177。



管理機構，或修法草案之不動產投信事業³¹³。而由於信託監察人以及基金架構下之保管機構，主要係扮演監督而非經營的角色，本文於本章第四節獨立處理。

第一項 注意義務與忠實義務

一、 義務內涵與受益權保障內涵之演變

傳統英美信託法上之所以課予受託人受託義務，係因受託人因受益人之信賴而被賦予一定之財產或權力時，其濫權甚至背信之風險較高，因此要求受託人需負擔較一般契約更為嚴格之責任³¹⁴，以確保受益人之權益不會遭受受託人之侵害。受託義務向來可分為注意義務（*duty of care*，亦有譯為勤勉義務）及忠實義務（*duty of loyalty*，亦有譯為忠誠義務）。注意義務係要求受託人應善盡其義務履行之責任，與其服務內容及履行服務之品質有關，注重受託人是否有發揮其專業、有無過失等。而忠實義務則主要處理利益衝突的問題，要求受託人應以受益人之最大利益為首要考量，於利益衝突中需以受益人之利益為依歸並以此為行為³¹⁵。關於忠實義務之內涵，可詳細分為二者：第一，不得濫用其基於受託關係所取得之地位、知識或機會，圖自己或第三人之利益，第二，除經利益主體同意或經法律授權，不得在其服務之範圍內，有個人利益或與第三人有不合規之往來³¹⁶。


然而受託義務之內涵亦非一成不變，四海皆同。英美法中鑑於現代商業環境決策之高度風險及不確定性，認識到公司負責人的角色若僅為信託財產之守護

³¹³ 固然，若從管理機構應受受託機構監督之角度觀察，受託機構亦同時扮演一定之監督角色，然而本文認為，無論從不動產證券化條例中對於受託機構之定義，抑或從 REITs 之信託契約中約定賦予受託機構對於信託財產之管理、處分等事務之決定與核可權，均指向受託機構在現制下作為經營者之一環。當然，受託機構因通常不具備不動產方面專業，而多委由管理機構作成實際的決策，然而此僅代表在我國多數 REITs 中，受託機構在整個經營環節中，其重要性因管理機構作為主角而相對弱化，並非謂其已完全脫離經營團隊之地位。

³¹⁴ 王文宇，前揭註 294，頁 11。

³¹⁵ 在英國法上，受託義務區分為普通法上義務與衡平法上義務，前者主要處理注意義務之問題，後者主要處理忠實義務，參曾宛如（2002），〈董事忠實義務之內涵與適用疑義〉，氏著，《公司管理與資本市場法制專論（一）》，頁 9-18，元照。而在美國法上，則是直接區分為注意義務與忠實義務，參王文宇，前揭註 239，頁 27-29。

³¹⁶ See Finn, *supra* note 298, at 9.



者，而採取過於保守的態度與行為，將錯失許多能為股東極大化利益之機會。因此，公司負責人應重新定位其為風險之迎擊者（risk taker），其受託義務應不得與傳統信託關係中之受託人等同視之。例如，在判斷其是否盡其注意義務時，應保持一定之彈性，避免法院動輒事後干預，因而發展出商業判斷法則（Business Judgement Rule），在程序面上推定董事係基於善意、充足資訊作成判斷，在實質面上排除法院介入商業決策面的審查。在忠實義務方面，亦從完全禁止利益衝突之行為，轉向踐行解免忠實義務之正當程序³¹⁷，並將忠實義務具體化為數個主要類型，包含自我交易、利害關係人交易、利用屬於公司之機會（資訊、商業機會、資產等）、競業行為、敵意併購之防禦等³¹⁸。

二、 不動產投資信託之受託義務內涵：積極獲利為目標

由前述可知，儘管受託義務大致可分為注意義務與忠實義務兩大部分，惟其分別之具體內涵應因應制度與商業需求、受益人權益保障需求而定。依本文第三、四章所述，不動產投資信託雖為商業信託之一種，惟其與共同基金甚至一般公司相同地，具有相似的商業功能與受益權獲利期待，因此其受託人受託義務，包含注意義務與忠實義務，係導向在合法、合規的限度內最大化受益人的獲利。此與傳統的民事信託，或不動產資產信託、金融資產證券化等典型的證券化商品，其受益人係取得固定收益，而非期待獲利之最大化，受託人之受託義務主要為保管受託財產，實有相當大的不同。

在確認不動產投資信託之受託人受託義務係以積極獲利為目的後，吾人應瞭解在商業環境決策之高度風險及不確定性下，應允許其受託人在權限範圍內，得基於理性、完整地衡量利弊後，作成具有風險的決策或判斷，而不應與傳統信託關係中之受託人等同視之。在方法論上，若某受託義務係來自信託法或信託業法之規定，不宜直接適用該等規範，仍須考量受託關係本質，對於法律所規範之內

³¹⁷ 王文宇，前揭註 294，頁 11。

³¹⁸ 參劉連煜（2019），《現代公司法》，頁 136，增訂 14 版，新學林出版股份有限公司。

容進行適切之解釋，或透過額外的立法方式補足；而若認為某受託義務之建立係直接由託付人與受託人間之受託關係而建立，其內涵則應可透過認識受託關係之本質與特性來建構。



本節以下分別從經營判斷法則與審慎投資人法則切入，探討不動產投資信託中受託義務具體內涵。至於忠實義務中之關係人交易議題，則於本章第三節中深入討論。

第二項 經營判斷法則之適用

一、 美國法上經營判斷法則之內涵

美國法上針對公司負責人（一般係指公司董事）的經營決策，由實務上逐漸發展出經營判斷法則「Business Judgement Rule (BJR)」，保護其基於合理經營目的下所為之行為，免於被法院以事後諸葛的方式為事後審查³¹⁹。此法則背後的基础原理，依據學說上整理包含：（1）鼓勵適格之人勇於擔任董事經營公司，避免其因畏懼重大的賠償責任而不願意擔任董事；（2）鼓勵董事從事對公司具有重大潛在獲利但伴隨風險的投資計劃，並且基於效率考量，允許其得以作成果斷之決定，免於司法之事後審究；（3）避免在經營決策方面難以勝任其職的法院陷入錯綜複雜的公司決策困境中；（4）確保公司係由董事而非股東經營，維護經營所有分離原則並排除股東之不當干擾；（5）考量股東若不滿意董事之決策，得於股東會上投票表決將之解職，優先尊重董事會之決定³²⁰。

經營判斷法則係於公司之董事為經營決定時，若該決定與其不具利害關係且已經其獨立判斷、已盡注意，且為善意且未濫用裁量權時，推定其行為符合善良

³¹⁹ See, e.g., *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

³²⁰ 參劉連煜（2007），〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，17期，頁187-188。

管理人之注意義務，而毋庸對公司或股東負損害賠償責任³²¹。關於此法則之適用要件，簡要整理如下，經營判斷法則推定此五項要件均具備³²²：



(一) 須為經營決策

僅有屬於經營判斷相關之決策，方受經營判斷法則之保護。惟所謂經營決策，不限於積極之決策行為，美國法院實務見解認為，若消極之不作為係董事有意識決定者，亦該當經營決策事項³²³。

(二) 董事需不具個人利害關係

董事於該交易或決策行為中，不能處於交易對手之地位，亦不得期待在其中為自己或他人取得個人經濟利益。蓋董事若有從中圖利自己或他人之利害關係，其即有無法獨立作成有利公司決策的傾向。惟由於董事作成決策之方式通常係經由會議體，即由董事會作成，因此有利害關係之董事，必須已影響到過半數董事支持或反對該行為或決策，始不該當此要件。且若過程已經不具利害關係之董事或其組成之委員會決議通過，仍得適用經營判斷法則³²⁴。

(三) 已盡合理適當之注意

董事需遵循應盡之程序，基於充分完整之資訊作成其經營決策。惟同樣地，由於決策係由董事會作成，原告若欲推翻董事已盡注意義務之推定，需證明決策過程中逾半數之董事欠缺合理資訊。合理適當之注意義務，要求董事做到合理努力以作成具充分資訊基礎下之經營判斷，而所謂合理之努力，應係一般合理生意人通常認可之標準³²⁵。

³²¹ 參劉連煜，前揭註 320，頁 188-191。

³²² 以下整理自劉連煜，前揭註 320，頁 191-194。

³²³ See, e.g., *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927, 933 (Del. 1993).

³²⁴ See *Caruso v. Metex Corp.*, CV 89-0571, 1992 U.S. Dist. LEXIS 14556 (E.D.N.Y. July 30, 1992), CCH at 94,142.

³²⁵ 法院不事後以法院自己的合理標準代替一般合理生意人之標準，參劉連煜，前揭註 320，頁 192。



(四) 行為需基於善意

董事之行為需非因不誠實之目的或違反道德之故意而為之不正行為，蓋經營判斷法則不保障出於惡意之行為。可能之樣態包含董事為誤導股東特意隱瞞特定重要資訊等³²⁶。

(五) 需無濫用裁量權

董事之經營決策行為，需未超出穩健判斷可接受之範圍，即無過分重大濫用裁量權或不能歸諸於合理經營目的之情形存在，方可適用經營判斷法則。

如原告之股東無法舉證推翻上述五項受推定之經營判斷法則之一，董事之經營行為即受到經營判斷法則之保護。惟若股東得以推翻任何一項，被挑戰之董事行為即應受到法院審查，其應舉證該決定對於公司與股東係公平，即有義務證明該交易條件係對公司或股東屬公平，包含公平交易（fair dealing）及公平價格（fair price）。

二、 將 BJR 適用於不動產投資信託之美國法院見解


儘管經營判斷法則基本上適用於公司，美國有數個法院於個案判決闡明其肯定經營判斷法則於 REITs 中有其適用空間的見解，無論個案中 REITs 係以信託型態或公司型態存在。本文以下以三則案例舉例說明法院如何於判決中論證經營判斷法則於 REITs 之適用可能。

(一) Terrydate Liquidating Trust v. Barness 案³²⁷

在該案中，原告的前身（Terrydate Reality Trust，簡稱 TRT）係一個信託型不動產投資信託，被告包含另一信託型的不動產投資信託 San Francisco Real Estate Investors, Inc.（簡稱 SFREI）與其受託人。原告主張其受託人（trustees）面對一

³²⁶ See, e.g., Potter v. Pohlad, 560 N.W.2d 389, 395 (Minn. Ct. App. 1997).

³²⁷ Terrydale Liquidating Trust v. Barness, 611 F. Supp. 1006 (S.D.N.Y. 1984).



名為 BCG Associates (簡稱 BCG) 的有限合夥於 1981 年時公開收購其 34.7% 在外流通持份時，採取防禦措施，與其他買方接洽，其中之一為 SFREI，SFREI 表示欲向 TRT 購買 80% 資產。TRT 經無利害關係之受託人評估後，認為依 SFREI 所開價格出售 80% 資產予之的作法，係最大化其持有人之權益。該交易最終經過全體受託人一致同意，且受託人並發布一項清算計劃，即於出售財產後 REITs 將實施清算 (liquidation)，將出售所得對價與剩餘財產分配給持有人。惟此項防禦措施最終並未獲得成功，BCG 仍成功收購並經選為受託人後，對 SFREI 起訴主張其明知 TRT 之受託人所採取防禦措施係為個人利益且為賤售資產，違反受託義務，仍向之購買，構成受託人民事責任上的促成與幫助。

判決中表示，雖其認為因 SFREI 對於系爭交易行為中受託人是否違反義務並不知情，毋需負擔責任，然表示其欲探討 TRT 之受託人之決定與行為是否有違反受託義務，詳細論證其認為 BJR 仍有適用於 REITs 上的可能性與實益，並於個案中檢視原告是否已推翻經營判斷法則之推定。法院認為，在功能上，REITs 的受託人相較於一般信託之受託人，反而較接近公司董事，蓋一般信託之受託人有義務保存信託財產並需保守投資，但在一個以獲利為目標的商業信託 (REITs)，無可避免地需如同公司董事般從事一定的經營或商業判斷。

法院並指出，商業信託與一般公司在功能與特性上之相似性，包含集中管理、受益權轉讓、繼續經營、獨立法律地位、以類似章程般宣示權利義務，以及獲利目的等，而 REITs 又是商業信託中與公司最為相似者 (functionally indistinguishable)。並且，法院檢視 TRT 的信託宣示 (declaration of trust，約相當於我國之不動產投資信託契約或不動產投資信託計畫)，發現其亦給予受託人裁量的空間，與公司之董事類同。綜合此些原因，法院認為若受託人有利益衝突或並非善意作成決定之情形，應視受託人就系爭財產出售與清算決策是否通過公平交易與公平價格之測試。法院審究本案相關事實，認定受託人與系爭交易行為有利害關係，且出售價格並無法通過公平測試。



(二) *Hibbard v. American Fin. Trust, Inc.* 案³²⁸

本件中，原告 Terry Hibbard 與 Susan Bracken 等人（AFIN 之股東）向法院提起證券集體訴訟，主張被告 AFIN（為一個公司型 REIT）、AR Global（AR Global Investments, LLC）、Schorsch、Kahane 以及系爭合併事件發生時 AFIN 的董事，違反美國聯邦證券交易法第 14（a），20（a），and 20（b），以及行為違反受託義務，或行為構成對於違反受託義務之幫助。以下僅摘要案例事實，簡述法院在股東代位訴訟部分如何適用商業判斷法則。

依據原告主張，AFIN 係一個 REIT，其於 2017 年時合併另一個名為 RCA 的 REIT。在合併前，AFIN 與 RCA 均係由 AR Global（由 Schorsch、Kahane 擁有並控制），及其從屬關係企業 AF advisors 管理，AF advisors 提供 REITs 營運上、管理上及財務上的服務。原告認為，系爭 RCA 與 AFIN 合併的行為，係 AR Global、Schorsch、Kahane 等人為避免 RCA 或 AFIN 等由 AR Global 經營控制的 REITs 為改為內部管理而終止其與管理機構之間管理協議，所制定的一套策略，以達到自身長期控制經營的目的，並造成 AFIN 多達 125 百萬美金的損失。原告因此提起股東代位訴訟，主張 AFIN 的董事違反受託義務。

法院認為，在判斷原告向法院提起代位訴訟是否符合適格（standing）時，原則上應要求其先向公司提出要求，蓋公司董事會被經營判斷法則推定會依據其經營判斷評估是否應對董事提起訴訟。惟若起訴之原告已陳述足夠事實證據，佐證公司董事會於系爭起訴發生時多數成員與該爭議間有利益衝突，導致其難以被期待為公司最大利益評估及行為時，對於經營判斷法則之適用即有合理懷疑，此時請求董事會已成為無益（the demand is excused as futile），原告得直接提起代位訴訟³²⁹。本件中法院認為，由於董事會成員許多均由 Schorsch 任命並實質控制，原

³²⁸ *Hibbard v. American Fin. Trust, Inc.*, No. 655339/2018, 2021 N.Y. Misc. LEXIS 6789 (Dec. 20, 2021).

³²⁹ 法院援引 *Oliveira v. Sugarman* 一案中判決之見解，*See Oliveira v. Sugarman*, 451 Md. 208, 214 (Md. 2017).

告已充分主張董事會之多數成員基於此利害關係，將不會採取不利於 AR global 的決策或行動，應已不適用經營判斷法則，故已滿足得提起代位訴訟的要件。



(三) Doppelt v. Denahan 案³³⁰

本案中原告 Doppelt 代表 Annaly Capital Management, Inc. (簡稱 Annaly，為一個設立於馬里蘭州的公司型 REIT)，對其獨立董事與非獨立董事提起訴訟，主張其將管理從原本內部，轉而委由外部公司 Annaly Management Company LLC (簡稱 manager) 進行，違反公司受託義務並造成資產的浪費。法院分從代位訴訟起訴適格，與請求實體上是否有理由兩個層面判斷。

就起訴適格部分，法院認為本件屬於董事會經調查判斷後拒絕股東起訴請求的 demand refused 案型，法院在審查董事會之調查判斷時，應適用經營判斷法則，除非原告得以舉證董事會決定並非獨立作成或並非善意，或有其他不適用經營判斷法則推定之處，否則法院會尊重董事會作成不予追訴之決定³³¹。而本件中因法院審查相關證據後發現，即使獨立董事已委任外部諮詢提供相關意見，其並未實際上執行任何與股東之請求相關的調查，因此並無法受到經營判斷法則的保護，故股東提起代位訴訟符合適格要件。

而針對實體請求部分，原告主張董事將管理委外係屬關係人交易，且未使股東取得足夠的資訊以作成決策，因此構成受託義務之違反；且即使此決策已經獨立董事全體一致同意，由於其等並未向獨立的評估方取得公平意見 (fairness opinion)，其同意行為亦構成獨立董事受託義務之違反。法院認為，無論是執行職務董事之經營決定，或獨立董事之同意行為，均應被推定係善意、基於充足資訊且為公司之最大利益，除非原告舉出事實證據證明董事之行為係詐欺或屬惡

³³⁰ Doppelt v Denahan, 18 N.Y.S.3d 578 (N.Y. Sup. Ct. 2015).

³³¹ 在美國法，董事會拒絕股東請求之決定被認為屬於董事會經營的判斷範圍，應有經營判斷法則的適用。詳見周振鋒 (2010)，〈論股東代表訴訟的變革方向—以美國法為研析基礎〉，《政大法學評論》，115 期，頁 261-262。

意，或獨立董事無法獨立行使其同意權等，推翻經營判斷法則之推定，否則受託義務違反之主張均不成立。於本件中，儘管系爭管理委外係屬關係人交易，但由於董事之利益已充分揭露予股東，並經股東會決議同意該交易行為，董事委外管理之決策應受到經營判斷原則之推定。此外，獨立董事一致同意該交易行為，因原告無法舉證該管理委外欠缺對價性，亦無法舉證獨立董事有無法獨立做成同意之情形，因此亦受到經營判斷推定之保護。

綜合上述案例可知，在美國實務上，無論 REITs 係公司型或信託型、外部管理或內部管理，其受託人或董事會之董事成員所做成之決策，從與 REITs 之運作直接相關者，至與經營之關聯性較有爭議的經營者防禦行為，或股東提起代位訴訟前董事會起訴與否的判斷，均有經營判斷法則之適用空間³³²。亦即，儘管 REITs 與一般以經營特定事業為目的之一般公司有所差異，甚至組織形式上與公司不同，其與一般公司有相同需要適用經營判斷法則的需求與理由。

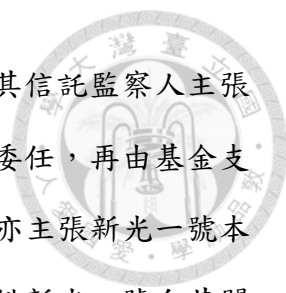
三、 我國 REITs 適用 BJR 之可能性與其限制

儘管美國實務上，針對 REITs 受託人違反義務相關的訴訟案件中，多已採用經營判斷法則（以下均以 BJR 簡稱），然而如本文一再強調，我國 REITs 與美國在組織架構、法律規範、實際運作均有所差異，且亦欠缺相關司法實務的案例累積，本文認為於討論我國 REITs 是否應該引進 BJR 時，實應從我國不動產投資信託之實際運作著手，方得正確地探討是否有引進 BJR 的需求與實益，及若引進該法則，有何應注意或應受到限制之處。

（一）探討我國是否應引進 BJR 之實益存在

由於我國不動產投資信託目前並非投資人所熟悉的投資商品，且受益人相關追訴機制並未完善，目前尚無法搜尋到與受託人違反受託義務相關之法律判決。

³³² 美國學說文獻上亦有相同觀察，其發現法院實務上將 BJR 適用於 REITs（或 UPREITs）的董事或經理人（內部管理者），See Cornell, *supra* note 14, at 1565-66.



然而，爭議事件並非從未發生。以新光一號先前之爭議為例，其信託監察人主張不動產管理機構既有能力自行處理，不應將一般行政庶務以複委任，再由基金支付費用，讓基金多支付超過新台幣 1.6 億元的費用；此外，其亦主張新光一號本身尚有未完全出租之停車位，其受託機構與管理機構卻特意安排新光一號向其關係人長期進行不必要的停車場租賃，管理之集團構成自我圖利，受託機構更是違背善良管理人的責任。惟管理機構回應，管理機構與受管理機構委任之複委任機構間係分工，並無重複支付費用之情形，且係新光一號證券化發行時即存在之架構；向關係人承租車位實際上係為幫基金節省費用，其承租價遠較市場租金為低，亦絕非圖利³³³。針對如此的爭議事件，究竟受託人應負擔受託義務之內涵為何，如未來有類似案件進入訴訟，雙方之舉證責任應如何，法院是否得以事後之角度審查受託人（受託機構或管理機構）之決策是否最大化受益人之權益，即有討論之實益。

此外，我國 REITs 初始多由壽險業將名下的不動產移轉設立，並由其集團內的建經公司繼續作為管理機構，若出租，主要承租人亦多為集團內部企業。因此，REITs 形同壽險業的「邊緣資產」，在當今全球資金氾濫的狀況下，以壽險業為首的經營集團，被部分熟悉實務經驗的人士指出，可能即不會以 REITs 的價值或受益人利益為最大的依歸。例如壽險公司若有較好的商用不動產，通常不會再賣給 REITs，市場上若有體質強健的商辦，亦傾向讓集團母公司壽險公司先買³³⁴。如此造成 REITs 資產池鮮有變動，且可能錯失以較差資產換取較佳資產之結果，固然部分可歸咎於我國法制目前對於 REITs 的籌資與募資等過多限制，惟亦不排除受託機構或管理機構因利益衝突或無心經營，導致消極地怠於出售、購置

³³³ 蘋果日報（04/09/2021），〈新光 R1 戰火開打 與新光複委任終止〉，<https://tw.appledaily.com/finance/20210409/QLHTNPXXV5GY5NWWVWJOBCEMAFA/>（最後瀏覽日：05/10/2022）；中央通訊社（04/06/2021），〈新光 R1 市場派質疑重複付費 基金管理者 4 說明回應〉，<https://today.line.me/tw/v2/article/lymBDG>（最後瀏覽日：05/10/2022）。

³³⁴ 黃琴雅（07/26/2020），〈金管會應正視「股東行動正義」，壽險業者要勇於活化 REITs 資產〉，《風傳媒新新聞》，<https://www.storm.mg/article/2877628?mode=whole>（最後瀏覽日：05/06/2022）。

相關資產，或進行經營策略上對應調整，而構成受託義務違反的可能性。未來若相關案件以類似主張進入法院時，明確化受託人之受託義務內涵，乃至於是否引進 BJR 的討論，均有實益。




(二) 於我國 REITs 引進 BJR 之正當性探討

美國實務上普遍將 BJR 適用於 REITs 上，惟並非所有的判決均有闡明其將 BJR 適用於 REITs 上的原因，尤其在公司型態的 REITs，法院習慣直接將其視為一般公司，適用一般公司所適用之法則。本文則認為，應從 BJR 的基礎法理出發，方得妥適判斷我國 REITs 引進 BJR 之正當性及其內涵。

如同本文前述，BJR 之建立，其法理係為鼓勵公司之受託義務人（董事、經理人等），避免其畏懼責任而過於保守，而不利於公司之獲利，其亦有避免法院陷入事後諸葛的困境，及完善經營所有分離以促進公司經營效率之功能。同時，由於股東已得以選解任公司受託義務人方式進行監督，自宜對於在任之受託義務人所進行之經營決策予以原則上之尊重。而觀察我國之不動產投資信託，如同本文第四章所述，其與共同基金相同地，係追求投資利益之最大化，然因其標的畢竟為數量、種類較少、流動性較差的不動產，其更仰賴經營團隊之經營能力，甚至需要透過集團經營來提高其效率。因此，即便 REITs 在我國與一般公司仍有許多差異，包含在形式上採取信託架構而非公司架構、採取外部管理而非內部管理，這些差異均不影響 REITs 之受益人希望受託人積極決策、經營基金資產以增加獲利，且須避免法院後見之明的需求，因此在 REITs 仍應有引進 BJR 的正當性。

詳論之，依據本章第一節所述，在我國 REITs 架構下，依據定型化契約範本或個別 REITs 的信託契約約定，受託機構與管理機構均應在其職務分工之範圍內，就其負擔的經營判斷事項，作為負擔受託義務之主體，故在其決策範圍內，應有適用 BJR 之空間，此正如同在公司中，經理人與董事均負擔受託義務，均有



適用 BJR 一般。事實上，即使在公司型共同基金中，美國學說上亦指出，BJR 之適用範圍不應僅限於公司董事，而應將投資顧問（investment advisors）納入適用範圍³³⁵。蓋其負責基金資產之管理、投資決策，係為基金運作上不可或缺的角色，受益人所以購買該檔基金主要亦係基於對投資顧問專業決策能力（而非董事經營能力）之信賴，將投資顧問納入 BJR 適用之範圍，可避免其因畏懼責任，而僅注重資產之保值與安全，因而忽略共同基金受益人追求獲利之期待。將此見解類比於不動產投資信託中，管理機構位於相當於共同基金中投資顧問之地位，亦應有 BJR 之適用為妥。

（三）我國 REITs 引進 BJR 之困難面與限制

儘管本文認為在我國 REITs，應有學習美國引進 BJR 之空間。然而在引進此法則之際，亦應考量其困難面並注意其可能受到的限制，包含在現實面上、結構面上，以及在實質面上，以下分別詳述之。


首先，在現實面上，可能與公司相似地面臨引進 BJR 是否有實益的質疑³³⁶。在我國，REITs 因採信託制，尚無比照公司對董事起訴的明文規定，亦無信託監察人或個別受益人應如何追訴受託人違反受託義務之相關規定，欠缺追訴機制下，是否有引進 BJR 之必要即容易受到質疑。惟本文認為，此不應作為否定 BJR 適用於 REITs 之理由。蓋欠缺追訴機制係為現制下的缺失，應思考如何設計與改善追訴機制，而待相關機制設計完善後，即有引進 BJR 作為配套之必要³³⁷。

而在結構面上，由於負擔受託義務之主體，無論受託機構或管理機構，均係單一機構而非如同公司董事會採取會議體之形式，則在援引比附以公司作為適用原型的 BJR 上可能遭遇一些疑問。例如，BJR 推定董事於該交易或行為不具利害

³³⁵ William K. Sjostrom, *Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation Under Section 36(A) of the Investment Company Act of 1940*, 54 U. KAN. L. REV. 251, 304-05 (2006).

³³⁶ 參周振鋒（2017），〈論商業判斷法則於我國法制之適用—以企業併購為中心〉，《東海大學法學研究》，52 期，頁 159。


³³⁷ 關於追訴權行使之具體設計，將於本章第五節第三項中詳細論述。



關係，但公司董事作成決策，係仰賴董事會以多數決模式作成，因此所謂「利害關係」之判斷，並非單一董事有利害關係即該當，若過程中已經不具利害關係之董事或委員會決議通過，仍有 BJR 之適用。然而在 REITs 中，是否構成利害關係較為複雜。受託機構或管理機構作成決策時，原則上係由其內部之董事會作成決策，若其本身（即管理機構或受託機構本身）與系爭決策有利害關係，其應如何踐行相關排除利害關係之程序？是否凡已踐行「現行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」第 15 條所明定關係人交易控制制度之相關程序，即得謂已去除利害關係，而得適用 BJR？又如今係受託機構或管理機構之「董事會內部成員本身」與系爭交易或決策有利害衝突時，是否應要求其於董事會踐行利害關係揭露與迴避之程序，否則認定受託機構或管理機構等不動產投資信託之受託人作成決策時存在利害關係，而無 BJR 推定之適用；抑或認為受託人董事會內部成員本身之利害關係，僅與受託人自身相關，而無影響 REITs 之利益，因此與受託人作成該決策是否適用 BJR 推定無關³³⁸？此些問題均有待進一步釐清，惟不應構成拒絕適用 BJR 原則之理由。

在實質面上，本文認為亦有幾點限制。首先，不動產投資信託具有投資商品特性，此特性使其與共同基金相同地，受有主管機關較高密度的實質限制，例如資金來源結構比例之限制、投資標的種類與比例之限制、閒置資金運用之限制等，因此其受託人決策或判斷之權限即相應縮小，構成對於 BJR 適用上之限制。蓋在此等主管機關以強行規範涉入的事項上，受託人既不享有經營判斷權限，亦不應使其主張 BJR，使其逃脫司法權之審查。

³³⁸ 若受託機構或管理機構之董事自身與交易存在利害衝突，固應有公司法第 206 條第 2 項及第 4 項之適用，如為公開發行，尚有證券交易法及相關規範之程序要求。惟若未踐行此些程序，自董事負責之對象係受託機構或管理機構的角度而言，似不影響受託機構或管理機構主張其決策 BJR 的空間。然而，若從作成決策過程的實質以觀，存在利益衝突而未踐行程序之受託機構或管理機構之董事，其仍然參與決策之過程，與在一般公司董事會決策中具自身利害關係之董事未行揭露迴避之情形雷同，應不允許受託機構或管理機構主張其決策受到 BJR 之保護。本文認為應以決策過程實質觀察，方為妥適。



此外，與共同基金相似地，不動產投資信託之受益人所以購入該 REIT 的基金受益持份，應係於閱讀該基金揭露於其信託契約、信託計劃與公開說明書上之投資方針與不動產管理方針後，基於信賴該方針所作成之決定。受益人對於說明文件上所載明之管理與投資方針既應自行負責，不得於績效不彰時，指責受託機構未對管理機構進行監督而有違受託義務，則相對地，受益人若主張受託機構並未針對管理機構違反說明文件上所載方針進行之決策進行監督，受託機構亦不得主張其消極未監督受到 BJR 之保護³³⁹。

當然，如同本文前述一再強調者，在 REITs 中，尤其在其管理事務上，某程度較仰賴經營團隊，尤其具有專業能力之不動產管理機構與時俱進、具有彈性的決策判斷，因此較難將所有事項事先鉅細靡遺地記載於說明文件中。是故，於判斷某事項是否落入受託人之經營決策範圍時，亦不應僵化地認為凡有記載於說明文件中之事項均非屬之。基於對經營團隊經營能力之仰賴以及不動產投資信託之運作彈性需求，除非顯然偏離揭露之投資或經營方針之外，否則仍應認為屬於經營判斷之範圍，而仍有 BJR 之適用。

第三項 審慎投資人法則之再思考

關於不動產投資信託受託人義務，過往曾有部分論文指出，應參考美國信託法第三彙編之審慎投資人法則（Prudent Investor Rule），建構其受託義務之內涵³⁴⁰。該原則係規範美國法上針對信託之受託人為投資決策及行為時，所應負擔受託義務之內涵。由於我國不動產投資信託之現行制度採信託型，本文認為應有討論是否以審慎投資人法則架構受託人（在此指涉之對象包含受託機構與管理機

³³⁹ 關於強行規範及投資人自我負責如何限縮受託人之權限範圍，可參本文第四章第二節第二項，及第四章第三節第一項中所述。

³⁴⁰ 過去曾有見解認為應於 REITs 引進審慎投資人原則，例如樊振華（2008），《美國房地產投資信託股東（投資者）權利保護法律問題研究》，頁 47-48，北京大學法學院碩士研究生學位論文；孔菊念（2004），《論不動產投資信託之受益人保護》，頁 99，中原大學財經法律研究所碩士論文。



構)義務之需求或正當性。以下擬先釐清審慎投資人法則之發展脈絡及其內涵，再就不動產投資信託是否應適用該法則進行對應之探討。

一、 美國法上受託人投資注意義務之演變

美國法上針對受託人投資注意義務，早期於 1830 年的 *Harvard College v. Amory* 一案中³⁴¹，揭櫫審慎之人原則 (Prudent Man Rule)。該法則要求受託人於投資時，應忠誠並行使審慎注意，與一個謹慎小心且有智識之人處理自己事務相同，從事信託資產的長期處置而非投機行為，並應同時注意可能的獲利與投資本金之安全性。若受託人之行為決策已符合前述行為準則，其不必為投資之損失負責。儘管此原則對於受託人義務之認定具有一定之彈性，然美國實務上一度於個案中逐漸作成投資特定項目係為不審慎投資之認定³⁴²，甚至以立法的方式限定受託人僅得投資於特定標的，審慎之人原則逐漸被僵化的投資清單 (legal lists) 所實質上取代，直至 1940 年代以後方逐漸回歸彈性³⁴³。而 1959 年信託法第二次整編時，亦採取審慎之人原則³⁴⁴。惟自 1960 年代現代投資理論被提出之後，審慎之人原則逐漸被批評，審慎投資人法則逐漸形成³⁴⁵。

二、 現代投資組合理論與審慎投資人法則

根據美國學者 Harry M. Markowitz 所提出之現代投資組合理論 (modern portfolio theory)，任何投資的本身均非無風險，然而投資人可以透過制定適當之投資組合，以多角化投資分散部分之投資風險，即個別風險 (非系統性風險) 的

³⁴¹ *Harvard College & Massachusetts General Hospital v. Amory* 26 Mass (9 Pick) 446 (1830).

³⁴² See, e.g., *King v. Talbot*, 40 N.Y. 76, 88-91(1869).

³⁴³ W. Brantley Phillips, Jr., *Chasing Down the Devil: Standards of Prudent Investment Under the Restatement (Third) of Trusts*, 54 WASH. & LEE L. REV. 335, 340-42 (1997).

³⁴⁴ 其相較 *Harvard College v. Amory* 案中所揭露之原則，更為細緻嚴謹化。例如，信託法第二次整編中特別表示，若受託人具有較通常謹慎之人更高之能力而被信賴，其應負擔運用該能力之義務，參照 *Restatement (Second) of Trust* § 174 (Am. Law Inst. 1959)。又如針對受託人可否投資股票，其表示必須參照同樣處於當時時空背景之通常謹慎之人是否亦會投資相同之股票而定，See *Restatement (Second) of Trust* § 227 cmt. m (Am. Law Inst. 1959)。

³⁴⁵ 參王育慧 (2006)，〈美國信託法「受託義務」與「證券投資」：以注意義務與忠實義務為中心〉，《玄奘法律學報》，6 期，頁 133-137。

部分；且在仰賴效率市場原則（efficient market principles）下，某投資標的之價格，係市場對於其所有有關資訊之反映，特別針對該投資標的之個別風險³⁴⁶。因此，現代組合理論認為，採用一個與整體市場越是相近的投資組合時，可以得到較好的收益³⁴⁷。

在現代組合理論下，沒有任何投資被認為屬於投機（speculation）而當然不得進行，而應從整體投資組合之內容觀察。此想法之提出與興起，對於信託法第三次整編重新修訂的受託人投資義務規範（主要呈現於第 227 條），有相當大的影響³⁴⁸。以下分就其主要原則說明³⁴⁹：

（一）平衡風險與總收益之義務（The Duty to Balance Risks Against Total Returns）³⁵⁰

因報酬與風險通常呈現正向相關，審慎投資人法則認為過度的保守策略對於信託受益人亦會造成傷害，故要求受託人合理決定風險與報酬，並採取對應的投資組合。審慎投資人法則並未預設有不被允許的投機決策，且對於收益之認定，係總和所有投資組合以觀，包含所有資產之定期收益與資產之增、貶值。而對於應承擔多大的風險與期待多大的獲利，並無一定之標準，受託人應考量該信託之分配需求、特殊條款與信託目的，由信託整體的風險承擔著手考慮。

（二）分散投資之義務（The Duty to Diversify）³⁵¹

依據審慎投資人法則，受託人有分散投資之義務，惟亦給予受託人較彈性的裁量權，其允許受託人在考量信託文件、適用之法律規範或整體經濟狀況後，得

³⁴⁶ Phillips, Jr., *supra* note 343, at 352.

³⁴⁷ 並且，若欲提高報酬，必須藉由承擔投資組合理論無法消除的投資風險，即系統風險，方能達成。參王育慧，前揭註 345，頁 134。

³⁴⁸ See generally Restatement (Third) of Trusts § 227 (Am. Law Inst. 1992) (stating "General Standard of Prudent Investment").

³⁴⁹ See Phillips, Jr., *supra* note 343, at 353-65. 亦參王育慧，前揭註 345，頁 137-139。

³⁵⁰ See Restatement (Third) of Trusts § 227 cmt. b (Am. Law Inst. 1992).

³⁵¹ cf. Restatement (Third) of Trusts § 227 cmt. g (Am. Law Inst. 1992).



以放寬其分散投資之義務，只要滿足謹慎與公平，並且合於該特定信託之目的
352。

(三) 公平之義務 (The Duty of Impartiality) ³⁵³

信託法第三整編中規定，受託人應盡其公平義務，以公平、合理的方式，平衡兼顧彼此利益處於競爭關係的不同地位受益人之權益。例如，當一信託存在終身受益權人 (life tenants) 與剩餘受益權人 (remainder beneficiaries) 時，前者較偏好投資於高收益之財產，後者較偏好較低收益但重視信託資產價值的成長，此時作為信託之受託人，應平衡兼顧兩種受益人之權益³⁵⁴。

(四) 授與代理權之權限與義務 (Duty with Respect to Delegation) ³⁵⁵

不同於第二整編中僅允許受託人將行政事項委託第三人處理，信託法第三整編採取審慎投資人法則下，允許並要求受託人衡量委託第三人所需之成本與所能增加之收益，決定是否將投資事項委託具專業之第三人處理。惟即使是委託，原受託人於委託時仍應盡其注意義務³⁵⁶。

(五) 擴大受託人之責任範圍 (Expanding Liability for Trustees) ³⁵⁷

審慎投資人法則使違反受託義務之受託人賠償責任範圍較為明確，因而使其較難逃脫其責任。透過將市場上可比較投資表現資料 (例如：相似投資組合或指數) 與受託人之投資表現相比較，可以較為明確受託人之賠償義務範圍。並且，

³⁵² See Phillips, Jr., *supra* note 343, at 355.

³⁵³ See Restatement (Third) of Trusts § 227 cmt. c (Am. Law Inst. 1992).

³⁵⁴ See Phillips, Jr., *supra* note 343, at 359-60.

³⁵⁵ Restatement (Third) of Trusts §§ 171, 227(c)(2) (Am. Law Inst. 1992).

³⁵⁶ Restatement (Third) of Trusts § 171 (“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 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 as a prudent person would act in similar circumstances”).

³⁵⁷ See Restatement (Third) of Trusts §§ 227 cmt. e, 205 cmt. a (Am. Law Inst. 1992).



在受託人已違反義務之前提下，不允許受託人以投資組合中某項獲利與投資組合中某項損失相抵³⁵⁸。

三、 不動產投資信託之適用探討

本文認為，儘管不動產投資信託係一種投資信託，然而檢視其制度本質與特性，不宜全然適用審慎投資人法則架構其受託人義務之內。以下分就審慎投資入法則中之各個子原則，從不動產投資信託之適用必要性或可能性角度，詳細論述之。

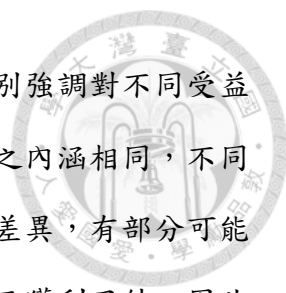
首先，REITs 未必如同共同基金一般以分散投資為原則。事實上，儘管主管機關基於風險分散與穩定收益性原則，於審查受託機構募集時，對其資產與收益來源設有一定的門檻要求，惟該等要求係最基本的風險管控，與分散、多元化投資之義務仍有不小差異³⁵⁹。誠如本文前述，以美國為例，即使有部分 REITs 係投資於多元產業別之不動產，多數仍係專注於特定產業別，而我國 REITs 由於規模較小，亦僅專注於數量有限的不動產，未必能達到分散投資之投資組合需求。況且，從不動產投資信託需求專業經營的角度觀察，強制要求分散投資未必符合成本效益，反而可能有損受益人之權益。儘管審慎投資人法則允許受託人於綜合考量信託目的與市場狀況後，例外放寬其義務，然而本文認為此原則與例外之模式，與不動產投資信託並非單純選擇標的，而尚須專業經營的本質似有所不合。

此外，審慎投資人法則要求受託人應平衡兼顧不同地位受益人之權益。然而，本文發現，於我國之不動產投資信託中，因受益權之類型原則上固定，其內涵均為可獲得年度可分配收益百分之九十以上之分配，並享有剩餘財產分配請求權，並無群體間之重大差異³⁶⁰。因此，受託人僅需以最大化整體受益人之權益為

³⁵⁸ Restatement (Third) of Trusts § 213 (Am. Law Inst. 1992) (outlining so-called "anti-netting rule").

³⁵⁹ 參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 19 條第 2 項。

³⁶⁰ 固然現行亦有 REITs 訂有次順位受益權，然本文認為此畢竟僅屬於分配優先程度上的差異，與定期受益權人與終身受益權人間的期待落差仍有差異。



最大依歸，即可確保亦最大化個別受益人之最大利益，似無特別強調對不同受益人間應盡公平義務之必要。當然，吾人可能發現，即使受益權之內涵相同，不同受益人對於其持有不動產投資信託所能獲得之收益期待亦有所差異，有部分可能期待長期分享穩定的收益，惟亦有部分可能期待實現資本利得而獲利了結，因此亦引發清算等相關問題。然而本文認為，該部分的獲利期待差異，涉及不動產投資信託之整體走向，應透過信託契約、信託計劃等事先約定，或由受益人整體以多數決予以決定，而難以期待透過受託人公平義務來處理。就此部分，將於本章第五節，與第六章第三節相關部分進行論述。

此外，本文亦發現，在我國現行規範下，受託機構已可將部分經營管理事項委託管理機構，且信託法中亦已明文允許受託人得委任第三人處理事務，應無同美國需於信託法第三整編中引進審慎投資人法則，以取代第二整編規定之需求。最後，本文亦發現，審慎投資人法則透過比較受託人投資績效與市場上可比較投資組合之投資結果，認定受託人是否違反受託義務，在不動產投資信託上亦不可行。蓋不動產之數量較為有限，且即使處於同一產業、同一地區之不動產，其亦有諸多不同之處，難以於市場上找到可比較之投資組合³⁶¹。

綜合以上，本文認為，審慎投資人法則並不適宜全盤適用於不動產投資信託受託義務之建立，包含受託機構與管理機構。其中平衡風險與總收益之義務，固然於不動產投資信託亦有適用可能，然而就分散投資義務、公平對待不同受益人義務，以及比較相近投資組合以釐清責任等面向之內涵，於不動產投資信託上均非當然適合。因此，與其套用具體化、細部化的審慎投資人法則，不如回歸受託義務之內涵，即注意義務與忠實義務，且於經營判斷事項上，考慮引進 BJR 法

³⁶¹ 相似觀察，薛瀟，前揭註 242，頁 16-17。其指出權益型 REITs 受限於房地產行業的高度專業性、地域性，帶有天然的封閉性與排外性，且不同物業因地理位置、管理水平、建築樣式之不同，而有不同的價值。



則，方為妥適。事實上，經本文查詢美國判決，亦均無明確將審慎投資人法則適用於不動產投資信託之受託義務內涵者。

第四項 自受託義務評析信託型與基金型 REITs

於釐清不動產投資信託之受託人受託義務內涵後，本文嘗試從此出發，評析現制以受託機構為主導之信託型 REITs，及修法草案中以投信事業為主導之基金型 REITs，何者與不動產投資信託之受託義務內涵與義務履行較為相容。

誠如本文第二章中所述，現制由不動產證券化條例所規範之信託型 REITs，其主導者為受託機構（幾為銀行）。即使實務上受託機構因不具備專業能力，均再委任不動產管理機構進行專業決策與分析建議，最終仍須由受託機構進行核准，現行法令對於 REITs 之監管架構及監理機制主要亦係針對受託機構而非管理機構。然而，由於受託機構不具不動產專業，其要不欠缺自身判斷而聽從管理機構之意思，要不囿於法令課予相當職責，嚴格審查投資且以保守為原則，與吾人要求受託人應靈活運用其經營能力，追求基金資產之收益與報酬的受託義務內涵並不相容。而整個 REITs 的運作過程中，最專業且對 REITs 操作最為熟稔者為不動產管理機構，其不僅因並非信託架構中的受託人，須透過法律關係之解釋，方能架構其受託義務，且即使確認其為受託義務之負擔主體，由於其僅能對受託機構進行經營決策之建議，而無最終核可權，其義務之踐行受到很大的限制³⁶²。並且，由於其不在銀行局之監管範圍，無直接的監管者檢視其受託義務之履行，此或許亦係主管機關在法規鬆綁進程上較為保守的原因之一。此外，從持有受益權之比例觀察，亦可發現現制架構於受託義務之完善履行有所不利。在現制下，不動產管理機構及發起人集團持有相當比重的受益權，然而真正作成最終決策者係

³⁶² 類似見解，參王文字，前揭註 19，頁 34-36。其在不動產投資信託立法之初，即指出關於強制限定以金融機構之信託部方能成為不動產投資信託之受託機構，可能衍生：銀行有無作莊能力？銀行有無擔任受託機構與發行機構之意願？不動產業者須行靠行體制是否妥適？等疑慮。而針對發行機構與委外事業之關係，亦可能產生外行領導內行之異象、銀行與不動產業者間權責不相符、上下不平等之契約關係等問題。



為受託機構，其並不持有不動產投資信託之受益權³⁶³。如此一來，受託機構積極經營 REITs 的誘因顯然較低，並無法將經營者與所有者之利益一致化而減緩代理成本，並非良好的治理架構設計。

而若檢視修法草案基金架構，本文認為其與不動產投資信託之受託義務內涵較為相容。在基金架構中，管理機構（不動產投信事業）具有經營管理判斷的實際權限，而信託之受託人（保管機構）僅作為信託資產之保管者與名義上所有人，並未參與不動產投資信託之經營決策。此架構與現制相較，較符合受託義務之履行與內涵，理由有以下幾點：

一、 不動產投資信託之受託人（保管機構，即銀行）成為內部的監督角色，無需對於其不具專業能力之事項進行決策判斷並負擔追求基金經營收益之受託義務。

二、 不動產投資信託之管理機構享有實權，有助其善用專業進行經營決策判斷，踐行積極追求基金收益之義務，且其直接受主管機關（證期局）之監督，有助檢視其是否落實受託義務，有助達到權責相符³⁶⁴。

三、 由持有相當比例之管理機構進行實質決策，較能一致化經營者與所有者之利益，有助於減緩經營者代理成本。

四、 修法草案採取基金架構下，要求有經營決策實權之不動產投資信託事業應有專業股東，並應設置獨立董事與審計委員會，有助在外部管理型 REITs

³⁶³ 不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 25 條第 5 項，受託機構以自身財產持有之受益權無表決權。

³⁶⁴ 參金融監督管理委員會新聞稿（2021），《金管會研議修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行》，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dtable=News（最後瀏覽日：05/06/2022）。事實上，新加坡即以此模式，以管理機構為主角進行監督，例如本文第二章第一節第二項中所提到新加坡頒布之「不動產管理機構準則」等。

落實決策之專業與獨立，使管理機構在行決策時得聚集外部、多元且客觀之觀點，並且透過管理機構董事會與經理人員間的意見溝通，形成良好的決策³⁶⁵。

綜合上述，本文認為從受託義務之內涵與履行出發，觀察現制與修法草案基金型態 REITs，本文發現基金型態 REITs 與受託人應積極發揮專業追求基金收益之受託義務內涵較為符合，亦較能減緩代理成本。因此，本文肯定開放基金型態 REITs 之實益。然而本文亦認為，由於不同型態的 REITs 在世界上均有成功之例，在制度設計之時，以併行架構應較為妥適（現行草案即係採併行架構），以市場機制運作之結果代替理論之推衍³⁶⁶。而且，即使在基金型態下，吾人亦有必要明確化受託人之受託義務，並考量、設計有助於受託義務履行之配套機制，詳如接續第五項中所述。

第五項 有關受託人履行受託義務之具體設計

於分析、劃定受託人受託義務之內涵後，本項擬基於其義務內涵，探討三個面向上的制度設計與改善方向，以確保治理機制得以更符合 REITs 受託人義務之履行。

一、 管理機構之選解任

依據現行受託機構募集不動產投資信託基金定型化契約範本（本章下稱定型化契約範本）第 13 條第 3 項之設計，REITs 如欲更換其不動產管理機構，需該管理機構違反受託機構委任契約內之約定事項，或業務或財務有嚴重缺失，即有違背法令或契約義務之情事時，方得由受託機構終止委任契約。然而，實務上發生

³⁶⁵ 在外部管理型 REITs 中，實證文獻上多以「管理機構 (manager)」的董事會結構作為評估治理理想與否之對象，此係因此類 REITs 本身並不內建董事會等決策機關或人員，故須以管理機構之董事會作為分析上的代表。參照 Tan, *supra* note 276, at 53. See also Lecomte & Ooi, *supra* note 275, at 671-72.

³⁶⁶ 評估不同組織型態之優劣與良窳，是相當複雜困難的工作，最好的方式是透過自由競爭，接受市場優勝劣敗之考驗。詳參，王文宇，前揭註 117，頁 406-407。



受益人欲透過變更信託契約之方式達到變更管理機構的效果³⁶⁷，則究應如何設計解任、變更管理機構的制度，值得探討。以下以同為外部管理制度的日本與新加坡為例。

在日本，依據其投資信託與投資法人法第 206 條，投資法人與資產運用公司解約需經過股東會議決議；惟若資產運用公司在違反或懈怠其職務，或有其他難以勝任資產運用業務之委託情事時，得經由投資法人董事會之決議即解任。亦即，若經過股東會決議，日本 REITs 原則上得不限事由解任資產運用公司³⁶⁸。而在新加坡，依據其 CIS 附錄 6 第 4.1(a) 條，基金受益人得經由受益人會議決議的普通多數決，解任管理機構，亦不限於特定事由發生時³⁶⁹。

本文認為，上述規範模式值得我國參考。蓋 REITs 與共同基金不同，其即使訂有信託契約與基本投資方針，尚有諸多與經營有關之事項無法羅列於信託契約中，而須仰賴具備專業之管理機構的能力；其受益人亦無法享有共同基金之受益人所享有的任意贖回權，對其不滿意的管理機構或顧問機構進行監督。因此宜賦予其類同於公司對董事的改選機制，允許受益人透過變更信託契約的方式解任管理機構，且應修法不限於目前所列二款可責事由，方為妥適。

事實上，在修法草案採取的基金架構下，對於不動產投信事業的選解任，本文認為即較現制符合受託人履行義務的具體設計。其規範方式係以不動產投信事業為核心，不僅明文規定由受益人會議決議可變更受託機構，且目前尚未規定限於違反契約約定事項，或業務或財務有嚴重缺失或違背法令之情事，權責規範較現制更為一致且合理。

³⁶⁷ 自由時報 (04/09/2021)，〈受益人會議解任新昕國際 受託機構兆豐銀：程序違背法令無法執行〉，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3495132> (最後瀏覽日：05/10/2022)。

³⁶⁸ 參本文前註 48 所引條文。

³⁶⁹ CIS Code Appendix 6, § 4.1(a) (Apr. 2020) (“the manager may be removed by way of a resolution passed by a simple majority of participants present and voting at a general meeting, with no participant being disenfranchised;...”).



二、 報酬之設計

我國 REITs 目前對於受託機構、信託監察人的報酬計算，依據定型化契約範本之規定，係按基金淨資產價值之比例，逐日累計計算；而對於不動產管理機構的報酬，實務上亦多約定以基金淨資產價值的比例為計算³⁷⁰。惟本文認為此計算報酬的方法，對於受託機構與管理機構，並不適當。蓋二者在現行制度下，均為經營團隊的角色，需謀求 REITs 資產價值、運用效益的最大化，與其以淨資產價值作為報酬衡量標準，不如混合績效表現的衡量指數作為標準³⁷¹。

以新加坡為例，其 REITs 係將管理機構的報酬費用，區分為以資產規模計算的 base fee 及與每受益單位配得收益成長掛鉤的 performance fee，兩者合併計算³⁷²。此種將報酬與管理表現連動的設計，得以使管理機構的利益與受益人的利益更為一致化，且因係與每收益單位掛鉤，得避免管理機構逕以擴大資產規模的方式達到收益的成長³⁷³。本文認為，此種合併資產規模與績效表現的模式，得以促進受託機構與管理機構履行其受託義務，創造受益人利益之最大化。

三、 強制規定之鬆綁調整

我國 REITs 自實施以來，固然已因應實務需求，放寬投資國外標的與開發型不動產之限制，然而仍存在許多主管機關所預設的強制規定。本文認為如能鬆綁或調整部分的限制，將有助於 REITs 的受託人（即現制下的受託機構與管理機構，草案制下的不動產投信事業）更靈活、彈性地運用基金資產並作成決策，而

³⁷⁰ 參新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，頁 6，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060103_L5843_S01_01003T_20220509_210443.pdf（最後瀏覽日：05/09/2022）。

³⁷¹ See Angela Pica, *Asia-Pacific REITs Building Trust through Better REIT Governance*, CFA INSTITUTE 1, 54-55 (2011), <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/asia-pacific-reits.pdf>.

³⁷² *Id.* at 54. 例如 Ascendas REIT (Singapore) 即如此設定期績效報酬：0.1 percent per year of the deposited property, provided that the growth in distributions per unit (DPU) in a given financial year (calculated before accounting for the performance fee in that financial year) exceeds 2.5 percent; and an additional 0.1 percent per year of the deposited property, provided that the DPU growth exceeds 5 percent.

³⁷³ *Id.* at 55.



不至困於受到大幅度侷限的信託資產中，無從發揮其專業經營能力，盡其受託義務以提升受益人的獲利及權益³⁷⁴。

(一) 融資規定與追加募集程序之放寬

依據現行規範，欲以融資方式取得資金，其得借入之資金總額依信用評等等級，最高亦不得超過信託財產總額之 50%³⁷⁵。而受託機構欲追加募集，應先經受益人會議決議，決議後應送臺灣證券交易所或櫃檯買賣中心進行初步審查，再由其檢附審查意見轉報主管機關核准，程序較為繁複。

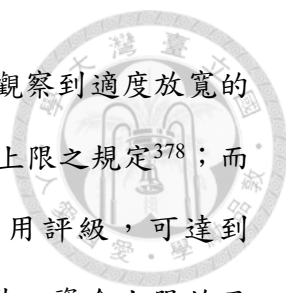
本文認為，現行就融資與追加募集之規範，實有鬆綁、放寬之必要。在一般公司，資本結構（capital structure）的決定與執行，既係由公司的董事與相關經理人員負責的經營決定事項，則在 REITs，並無否定其亦為受託人經營決定事項的理由。事實上，過度限制籌資與融資，可能造成 REITs 負擔過多的資金成本，與理性專業的經營者決定有違。例如，當利息較低時，債務融資相較於追加募集更能節省成本，此時若過度限制借入資金的上限，可能導致 REITs 無法以最有競爭力的成本進行籌資；反之，當利息較高時，追加募集相較於借入資金更能節省成本，若需經過繁複的程序，可能錯失競爭先機³⁷⁶。而且，鬆綁融資與追加募集之規範，可某程度減緩我國 REITs 目前面臨規模無法擴大、手頭可運用資金不足等問題，使受託人得更靈活地基於其專業判斷與經營能力，做信託資產的改善，或甚至資產池組成的調整，以提升受益人的獲益³⁷⁷。如此可避免我國 REITs 變相地成為發起人集團資產證券化的融資手段，而能真正形成良好的 REITs 生態，給予受託人更彈性的的經營空間，以確保受益人投資的權益。

³⁷⁴ 各國活絡 REITs 的策略，多以開放、多元、彈性為原則；日本、香港、新加坡等也給予管理機構較大的彈性與主導權。參財團法人臺灣經濟研究院，前揭註 9，頁 226-227。

³⁷⁵ 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 11 條參照。

³⁷⁶ Pica, *supra* note 371, at 56.

³⁷⁷ *See Id.*



就融資規範（借入資金）的部分，如從比較法以觀，亦可觀察到適度放寬的必要性。以美國與日本為例，其對於 REITs 並未設有任何融資上限之規定³⁷⁸；而新加坡即使設有上限規定，其原則上以 35% 為主，如經信用評級，可達到 60%³⁷⁹，相較我國而言限制亦較少。而如從法理以觀，設定借入資金上限的目的，一般被認為有保障受益人與債權人的機能。然而細究之，在保障 REITs 債權人的機能上，某程度已可透過債權人在債務條款中設定保全自身受清償利益之條款來達成；而在保障受益人權益的機能上，若受益人多數不願意承擔較大的槓桿風險，亦可透過於信託契約或信託計劃中另為約定來達到³⁸⁰。而且，REITs 的受益人並無贖回權，亦毋擠兌所造成的系統性風險問題。是故，本文認為短期內宜適度放寬，長期甚可考慮解除借入資金上限的規定，而以適當的程序規範代替。

而就追加募集的部分，如從比較法以觀，亦可觀察到適度放寬的必要性。在美國以公司型為主的 REITs，適用公司法發行新股之規定，具有一定的彈性；即便是與我國同為信託型的新加坡，其上市 REITs 被允許得以取得受益人會議概括同意（概括授權）方式，依持有受益權之比例發行受益證券，額度於 2020 年並已提升至實收資本之 100%，且可分次發行，其程序亦較我國每次均需召集受益人會議更為彈性³⁸¹。如從法理以觀，受益人會議概括同意的方式，不失為追求效率與受益人利益的折衷，在不排除受益人認購新發行受益證券之前提下，應屬正當可行。

綜合上述，本文認為就我國融資（借入資金的限制），短期內宜適度放寬，長期可甚至考慮解除借入資金上限的規定，而以適當的程序規範代替。而就我國追加募集的程序，宜開放受益人會議概括授權，以平衡效率的需求。藉由籌資規

³⁷⁸ *Id.* at 56, 63. See also *supra* note 16, at 102.

³⁷⁹ Pica, *id.* at 63; *Singapore- A Global Hub for REIT Listings*, KPMG 1, 7 (2019), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/sg/pdf/2019/07/singapore-a-global-hub-for-reit-listings.pdf>.

³⁸⁰ See Pica, *id.* at 56.

³⁸¹ *Support for Listed Issuers, Enhanced Share Issue Limit for Mainboard Issuers*, MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (MAS) (Apr. 08, 2020), <https://www.mas.gov.sg/covid-19/supporting-businesses-through-covid-19/support-for-listed-issuers>.

範的鬆綁，將有助於減低資金成本並提升 REITs 之規模，如此受託人可更彈性地依其專業能力進行經營、判斷，而能確保受益人投資的權益。



(二) 收益分配規定的調整


我國目前要求 REITs 每年配息比率應為可分配收益之九成以上，且依據定型化契約範本第 17 條第 1 項，除法令另有規定以外，可分配收益包含資本利得及利息收入。然而，強制處分不動產的資本利得亦須於當年度分配，可能造成 REITs 難以靈活地以購入較佳的不動產取代效益不佳的不動產，而對受託人義務的完善履行造成阻礙。

例如，新光一號於遭市場派更換不動產管理機構為晶華公寓大廈管護後，本欲透過「騰籠換鳥計劃」，將新光一號舊有、難以更新的不動產處分，處分之所得用來買進新的標的，提升基金收益率，惟考量處分收益九成均必須當年強制分配，依現行不動產市價 REITs 即難以再買到新的投資標的，最終「騰籠換鳥」計畫未能過關，阻礙受託人依其專業經營判斷所作成決策的執行可能³⁸²。

事實上，現行法規強制將資本利得列入可分配收益，值得商榷。如參考美國 I.R.C.之規定，REITs 必須依法定標準與時間向證券持有人分配收益，其分配標準是 REITs 每一稅務年度應稅收入的 90% 以上，並不包含淨資本利得。亦即，美國稅務機關在認定是否具備 REITs 的資格時不要求必須將資本利得分配給投資者³⁸³。本文認為我國亦可參考其規範，將資本利得排除於強制分配之外。蓋 REITs 所以強制分配 90% 之收益，主要係為確保投資人得以獲得以租金為主的穩定收益，而非較不頻繁的不動產處分資本利得。將其排除於強制分配之外，可使受託

³⁸² 彭禎伶，中時新聞網（04/19/2022），〈新光一號騰籠換鳥計畫未過關〉，<https://tw.stock.yahoo.com/news/新光-號騰籠換鳥計畫-未過關-113718415.html>（最後瀏覽日：05/15/2022）。

³⁸³ See Internal Revenue Service, Department of the Treasury, Instructions for Form 1120-REIT (2021) U.S. Income Tax Return for Real Estate Investment Trusts 1, 2, (Feb 07, 2022) <https://www.irs.gov/pub/irs-pdf/i1120rei.pdf>.



人得以之尋找更佳之投資標的，或用以提升現有投資標的之經營、設計或修繕，而有助於 REITs 的有機成長。而即便受託人經評估後發現市場上短期內並無值得購入的資產類型，亦無其他有效率地使用該資本利得的用途，亦可基於其專業的經營判斷，決定分配部分或全部的資本利得予投資人。

第三節 關係人交易

不動產投資信託之運作過程，時常涉及受託人利益衝突或關係人交易的問題，由於此部分不僅涉及受託義務中忠實義務內涵，亦涉及集團利益與經營效率，較為複雜。本文以下擬先從不動產投資信託之利益衝突類型與關係人交易出發，而後論述關係人交易與集團綜效之關係，最後針對關係人交易之程序需求，比較我國法與比較法之作法，得出本文認為管制 REITs 關係人交易之適切方法與程序。

第一項 不動產投資信託之利益衝突態樣

如同本文前述，不動產投資信託與任何組織相同地，均存在由利益衝突所衍生之代理問題或代理成本。在我國之不動產投資信託中，由於發起人將其不動產移轉於 REITs 後，作為受益持分之主要所有人，仍然由發起人之關係企業擔任管理機構，繼續管理經營該不動產，存在控制受益權人與管理者存於一集團之現象。因此，所涉及之利益衝突面向，不僅包含所有者與管理者間之利益衝突，更可說是控制受益權人與小受益權人間之利益衝突。前者主要涉及受託人之忠實義務相關規範，後者可透過受益人會議中無利害關係受益人之同意來防範。

依據美國文獻之見解，REITs 所涉及之利益衝突，有部分係因 REITs 之架構所生，有一部分與不動產事業有關，而尚有一部分係普遍存在於所有人與管理人間之利益衝突³⁸⁴。而同樣為利益衝突，有部分會損害受益人對 REITs 之信賴，亦

³⁸⁴ Lynne B. Sagalyn, *Conflicts of Interest in the Structure of REITs*, 13(2) REF 34, 35 (1996).

有部分並無實質負面影響³⁸⁵。因此，有必要辨識不同的利益衝突類型，方能適切決定應搭配何種規範模式。學者整理美國各 REITs 公開說明書中所列出之十餘種利益衝突類型，然由於美國 REITs 之型態為內部管理居多，且多以 UPREITs 型態出現，學者所列舉之類型中，僅部分類型於我國 REITs 較為相關、常見，故簡要說明如下³⁸⁶：

一、 資源分配 (resource allocation)

指當 REITs 的受託人在外對於不動產或相關商業經營有所有權或相關投資利益時，其可能花費不相稱的時間與努力於自身在外的利益上，造成對 REITs 在競爭面向或收益減損上的損害。尤其在外管理型態的 REITs 中（即 advisor-affiliate structure）中，潛在的利益衝突包含投資機會的衝突，即受託人自身可能取走較好的標的，而僅剩餘次佳的標的予 REITs。

在我國 REITs 實務運作下，發起人多為壽險業，管理機構又多为發起人集團之從屬關係企業³⁸⁷。由於壽險業集團本身持有大量資金，向來為持有與投資於不動產市場中之重要角色，管理機構可能因此傾向將良好的不動產標的留給自身集團或其母公司壽險業，因而產生利益衝突的問題。此外，我國並無禁止同一機構擔任複數 REITs 之管理機構，因此常見同一管理機構同時管理二個以上 REITs 之情形，在不動產投資標的數量有限的情形下，由於彼此間存在競爭關係，亦可能造成資源分配上的利益衝突問題³⁸⁸。而即使在基金型架構下，由於修法草案考量

³⁸⁵ *Id.*

³⁸⁶ *Id.* at 36-37.

³⁸⁷ 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 6 條第 1 項第 18 款，我國法僅禁止受託機構與發起人間存在利害關係，並未禁止管理機構與發起人間之利害關係。

³⁸⁸ 不同 REITs 之間可能有資源衝突，造成管理機構履行忠實義務的困難，值得進一步探討。在日本，並不排除同一資產運用公司管理多檔基金，惟需經過申請；而在新加坡，雖不禁止，依據研究報告查證，目前各管理機構均僅管理一檔 REIT 而已，參考環宇法律事務所（2019），《REITs 採行基金架構之修法研究》，頁 44、97-98，<https://members.sitca.org.tw/OPF/K0000/files/J/03/00-基金報告--組合 233P01-0703---1.pdf>（最後瀏覽日：05/15/2022）。本文認為，從發起人集團經營的特性以觀，在國內擁有多個不動產供投注於 REITs 的集團有限，因此若限制同一不動產管理機構僅得經營一檔 REIT，不免過於嚴格而不利於我國 REITs 的發展與競爭市場。然而，在同時管理多

REITs 運作生態，亦允許集團內進行關係人交易（修法草案第 49 條之 3），且未禁止不動產投信事業同時經營多檔基金，因此亦可能存在類似的資源分配問題。



二、 過度報酬 (over-compensation)

過度報酬係指，當服務契約存在於關係人之間時，由於可能未經正常的協商程序，導致給付相較於自由競爭市場中更高的報酬。特別是在外部管理型態的 REITs 中，其費用（管理機構之報酬）通常係以淨資產價值之一定比例計算，導致其於進行 REITs 資產的投資或管理決策時，具有擴大資產規模的誘因，而非最大化受益人的利益，因而產生受託人與受益人間之利益衝突。

事實上，以我國 REITs 為例，受託機構、管理機構，乃至信託監察人，其報酬均係依信託淨資產價值一定比例計算³⁸⁹；即使金管會於 2015 年參考國外規定，放寬 REITs 之受託機構及管理機構得於將計算方式揭露於公開說明書或投資說明書後，收取績效報酬³⁹⁰，此仍屬補充而非原則性的計算方式。當然，我國既對 REITs 設有諸多追加募集、借入資金等限制，受託人較難輕易擴大資產規模以提高報酬。然而本文認為，將資產價值而非績效表現與所得報酬相連結，加上 REITs 要求應將 90% 收益分配予投資人，容易造成管理者欠缺積極經營的誘因，因而亦可能發生與基金表現相比不相稱、變相過高的報酬。


三、 關係人交易 (self-dealing and captivity)

自我交易 (self-dealing) 係指 REITs 與其內部關係人，例如其顧問機構（相當於我國之管理機構）、受託機構或其關係企業進行併購、資產處置、貸款等交易行為，或其關係人作為承租人，承租 REITs 資產池中之不動產等。其潛在利益

檔 REITs 的情形，尤應特別檢視管理機構是否充分揭露並妥善處理利益衝突的問題，例如，是否有濫用公司機會圖利自身或其他 REITs、是否履行關係人交易應行之程序等。

³⁸⁹ 受託機構與信託監察人之部分，係依據定型化契約範本之規定，而管理機構之報酬計算則係依據個別 REITs 之信託契約。

³⁹⁰ 金管會（104）金管銀票字第 10440004500 號令參照，其修正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 12 條，增訂績效報酬之規定。



衝突包含交易可能存在不合常規的情形、REITs 在租約中提供過於優待的條件等。而在外部管理型態的 REITs，特別容易發生 captivity（囚禁）的問題，即在受益證券首次發行後，REITs 與其發起人，及其關係企業間，發生有優惠條件的交易行為³⁹¹。

在我國，發起人於將不動產移轉於 REITs 後，其與關係企業作為 REITs 的主要受益人（或主要受益人之一），仍持續地與 REITs 間進行資產的出售、管理或出租活動，因此時常涉及關係人交易，並可能隱藏潛在之利益衝突問題。而由於 REITs 之資產交易與資產管理大量仰賴發起人及其集團成員，容易造成少數受益權人之權益被發起人控制，即 captivity（囚禁）的問題，屬於外部管理型 REITs 常見的利益衝突類型。

上述不同類型的利益衝突，僅為例示而非列舉。由於利益衝突的引發原因多樣，其對於 REITs 與其受益人權益之影響有所差異，規範模式亦應有所不同。例如過度報酬的問題，涉及是否應重新規範受託人報酬之計算方式；資源分配問題，如受託人濫用公司之商業機會，應係違反忠實義務，而是否應禁止競業，則有制度上進一步探討之必要；關係人交易，則涉及應如何落實程序，在集團綜效與潛在的利益衝突間謀求受益人之最大利益。本節以下將著重於關係人交易之效益，及其應遵循之程序。

第二項 關係人交易與經濟效益

關係人交易向來即被認為有正面與負面的兩面效應。透過關係人交易，受託人或主要受益人得以透過交易設定的條件，自其他受益人，尤其少數受益人，掠取財富或利益。如自代理成本的角度觀察，係指所有者與管理者間，甚至持股或

³⁹¹ 在此 captivity 應與 captive REITs 區別，後者係馬里蘭州稅法的概念，指一個 REIT 超過半數之表決權或受益權（或股權）均由某一個實體所直接或間接持有或控制，其受益憑證（或股份）並非常態性地在證券市場上被交易者，參照 Md. Code Ann., Tax-Gen. § 10-306.2(a)(1) (2020)。在美國，captive REITs 主要的問題在於其稅賦漏洞，See generally Jennifer Stonecipher, *supra* note 37. 惟依此定義，我國似無符合 captive REITs 的不動產投資信託。



持份比例不同的所有者之間，因系爭交易涉及關係人，而可能發生的利益衝突。因此，為避免關係人交易所伴隨之利益衝突侵害全體受益人權益，必須設定一定的程序規範及實體規範。


然而關係人交易並非全然負面。事實上，從經濟分析的角度，企業成立集團組織並於其中進行關係人交易的動機與效益，得以廠商理論加以解釋。經濟學家寇斯於其 *The Nature of the Firm* 一文中，以交易成本的角度分析商業組織的形成原因。其認為商業組織內部具有指揮命令關係，與市場自由競爭下締結的契約相比，較能確保供應方、需求方的安定性，並得降低交易成本³⁹²。學者威廉姆森則為文進一步指出，由於組成商業組織會伴隨官僚成本與代理問題，須衡量欲整合資源的專用性高低，決定為何種程度之整合³⁹³。本文認為，無論組成成員為公司、合夥、商業信託或其他形式的商業組織，只要其間存在某種資源整合及控制從屬關係，本質上即為一種集團組織的整合類型。藉由將資源整合於集團內部，使集團內部成員經由適當之關係人交易，滿足集團成員購置資產、經營管理等企業活動的需求，並發揮資金需求與資金供給間的媒介。藉此降低交易成本，提升總體之經濟效益，並有助股東或受益人權益之提升。

以亞洲 REITs，例如新加坡與我國 REITs 來說，REITs 由其發起人作為主要受益人，並由與發起人作為關係企業的機構擔任其管理機構，其與發起人之企業集團間，即存在某種資源整合及控制從屬關係³⁹⁴。藉由集團成員間的關係人交易，得以提升 REITs 運作的經濟效益與受益人之權益。關於經濟效益的提升，文獻上曾舉出兩個主要的面向，可供參考：第一，REITs 的成長在一定程度上需依靠資產的併購或購置，而由於 REITs 的發起人多為資產的開發者與所有者，在資產併購的競爭市場中，不難想像 REITs 透過與其發起人間緊密關聯與關係人交易

³⁹² See generally Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4(16) *ECONOMICA* 386 (1937).

³⁹³ See generally Oliver E. Williamson, *The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract*, 16(3) *J ECON PERSPECT* 171 (2002).

³⁹⁴ See David H. Downs et al., *Related Party Transactions and Firm Value: Evidence from Property Markets in Hong Kong, Malaysia and Singapore*, 52 *J. REAL ESTATE FINANCE ECON.* 408, 410 (2016).



的進行，例如在購置資產的交易上享有優先承購權，得以更穩定地擴大其規模。第二，由於 REITs 須將其收益的九成以上分配予受益人，其若需使其規模成長，需自資金市場中獲得資金。在資金市場較為緊縮的時期，與一個雄厚的發起人和其集團成員維持緊密的連結至關重要。其等可透過某些貸款或交易行為，提供支持 REITs 成長所需的資金，或透過發起人作為主要受益人的地位，支持 REITs 的再次資本發行，以挹注資金予 REITs³⁹⁵。

以上兩個面向，固然為 REITs 與其關係人進行交易所可能帶來的經濟效益，然而本文認為，其所帶來的效益，應非侷限於該二者。以承租關係為例，REITs 向其關係人進行出租與承租，固然伴隨著一定程度的代理成本或利益衝突風險，然而亦可節省其找尋交易對手、協商租賃條件的成本。此外，集團成員亦可能在交易條件中，對 REITs 做成某些利益回流。


綜合上述，REITs，尤其包含我國在內以發起人集團為主的亞洲 REITs，在與其關係人間進行之交易上，存在運作上的必要性，並可創造經濟利益。因此，即使 REITs 為一種信託制度，吾人於解釋適用信託法與信託業法有關受託人義務之相關規定時，應較為彈性，不應完全禁止受託人作成利益衝突之行為或關係人交易，而應以程序之設計與遵守來管控關係人交易。

第三項 關係人交易之程序與規範

一、 我國之程序與規範

我國現行法針對 REITs 進行關係人交易之程序要求，規範於「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」（本章以下簡稱內控稽核注意事項）第 15 條。依據該條第 2 項之規範，關係人之範圍，包含受託機構、不動產管理機構、持分 10% 以上之受益人，及與前述之人有利害關係者。而所謂關係人交易之類型，包含不動產及相關權利之買賣、達一定

³⁹⁵ See *id.* at 414-15.



金額比例之租賃，以及非鉅額配對或議價交易之有價證券投資等，且包含受同一不動產管理機構管理或受同一人持有受益證券 10% 以上之不動產投資信託之間所進行之交易³⁹⁶。對於關係人交易，要求信託業，亦即受託機構，無論交易所涉金額，均應為詳細的資訊揭露，且洽請專業估價者出具估價報告書。其不得為不合營業常規或其他不利益之行為，其買價不得高於所有估價報告估價金額之最高價，賣價不得低於所有估價報告估價金額之最低價。若交易金額達到一定金額以上，應洽請專業估價者或會計師就交易價格之合理性表示意見³⁹⁷。此外，一定金額以上應經受益人會議決議，且利益相反之持有人不得參與議案之討論及表決³⁹⁸。

而在投信投顧法修法新增的基金架構下，考量不動產投資信託之集團特殊性，新增第 49 條之 3，規範不動產投資信託基金向關係人取得或處分資產，應依規定辦理相關決議程序、評估交易條件之合理性及取得專業估價者出具之估價報告或會計師意見，並應於事實發生之日起二日內公告其內容。在此規範模式下，基金架構 REITs 亦未被禁止做成關係人交易，僅需透過資訊揭露、估價程序等方式，以避免利益衝突損及基金與受益人之權益。

二、 比較法之規範模式

由於我國 REITs，無論現制或修法草案引進之基金型態，均採取外部管理模式，由具有不動產投資管理專業的不動產管理機構或不動產投資信託事業進行信

³⁹⁶ 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第 15 條第 3 項及第 4 項參照。

³⁹⁷ 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第 15 條第 1 項第 5 款、第 6 款及第 5 項參照。

³⁹⁸ 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第 15 條第 1 項第 3 款：「關係人交易之預期交易價格達信託財產淨資產價值百分之五以上者，應事先經表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權過半數同意之受益人會議決議通過。任何於提請討論之交易涉有利益，而有關利益與其他持有人利益不相同之持有人，不得參與該議案之討論及表決。但投資境外不動產、不動產相關權利及不動產投資信託基金，其關係人交易之預期交易價格達信託財產淨資產價值百分之二十以上者，應事先經表決權總數二分之一以上受益人之出席，出席受益人表決權三分之二以上同意之受益人會議決議通過。」



託資產之投資與經營管理，本文以下擬以同樣以外部管理為主、同樣具有集團性色彩的新加坡與日本，就其關係人交易之程序為概略之說明。

(一) 新加坡

在新加坡，S-REITs 屬於集合投資計畫，故管理機構於關係人交易時，應遵守集合投資計畫準則第 3.1(c) 條之相關規範³⁹⁹。然而由於 S-REITs 屬於一種特殊的集合投資計畫，其尚須遵守準則附件六第 5 條針對 S-REITs 之關係人交易所為之特殊規範。根據 5.1 條之規定，S-REITs 在滿足一定之揭露、估價程序、受託機構與管理機構之查核委員會書面確認程序等要件下，得由利害關係人收購或向利害關係人出售資產，或投資於利害關係人所發行、或利害關係人本身之證券。5.2 條並規定，擬進行之交易等於或高於 S-REITs 資產淨值 3% 時，應立即公開交易；等於或高於 S-REITs 資產淨值之 5% 時，應立即公開交易，且需經受益人會議多數同意。此外，5.5 條規定，在支付之費用不超過市場公平價格，且簽署合約內容並未重大限制 S-REITs 解除契約之前提下，允許 S-REITs 得以其利害關係人為資產管理機構或廣告代理機構⁴⁰⁰。

綜合以觀，新加坡係以集合投資計畫準則及其附件，對 S-REITs 之關係人交易進行規範。其內容包括 S-REITs 與關係企業交易時管理機構應履行之職責，利害關係人交易之資訊揭露義務、內部確認程序、受益人會議同意程序等，並允許在價格與解約條件均公平的前提下，選擇利害關係人作為 S-REITs 之資產管理機構或廣告代理機構。

³⁹⁹ CIS Code § 3.1(c) (Apr. 2020) (“The manager should: i) not invest the monies of the scheme in the manager's own securities or securities-based derivative contracts, or those of any of its related corporations unless the securities are constituents of the scheme's reference benchmark, which is constructed by an independent party, and the scheme complies with paragraph 2.3 of Appendix; ii) not lend monies of the scheme to its related corporations; iii) not purchase real estate assets owned by the manager or its related corporations for the scheme unless such purchases are allowed by Appendix 6: Property Funds; iv) conduct all transactions with or for a scheme at arm's length; and v) acquire permissible investments and enter into transactions which are consistent with the investment objective and approach of the scheme”).

⁴⁰⁰ CIS Code Appendix 6, § 5 (Apr. 2020).



(二) 日本

依投資信託及投資法人法第 195 條，投資法人原則上不得與其執行董事或監督董事、資產運用公司及行政命令所定之人進行有價證券與不動產之取得或轉讓、有價證券與不動產之借貸、不動產之管理委託等交易行為，除非係符合投資信託及投資法人法施行令第 117 條所謂「保護無欠缺之行為」，例如取得所有投資人同意的個別交易行為，或經金融廳長官承認之行為⁴⁰¹。


而若資產運用公司之利害關係人（包含其母法人、子法人、持有表決權 50% 以上之個人股東，以及符合金融商品交易法第 29 條之 4 第 2 項定義之主要股東）與投資法人間進行交易，並非完全禁止，而係應符合相關法令之程序規範。依據其依金融商品交易法之規範，資產運用公司須對特定關係人進行申報⁴⁰²、禁止資產運用公司為不適當的運用行為等⁴⁰³。而依據投資信託及投資法人法第 201 條之 2 第 1 項，除該交易對於投資法人之資產影響輕微者外，原則上均應由投資法人之執行董事取得投資法人董事會之同意⁴⁰⁴。

⁴⁰¹ 昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第九十五條：「登録投資法人は、次に掲げる者との間において第九十三條に規定する行為（同條第一項第五号に掲げる取引その他登録投資法人の投資主の保護に欠けるおそれが少ないと認められる行為として政令で定める行為を除く。）を行つてはならない。一、その執行役員又は監督役員 二、その資産運用会社 三、前二号に掲げるもののほか、政令で定める者。」關於何謂保護無欠缺之行為，則參照平成十二年政令第四百八十號投資信託及び投資法人に関する法律施行令第十七條。

⁴⁰² 昭和二十三年法律第二十五號金融商品取引法第二十九條の二第二項第三号、平成十九年内閣府令第五十二號金融商品取引業等に関する内閣府令第九條第四号。

⁴⁰³ 昭和二十三年法律第二十五號金融商品取引法第四十二條の二、平成十九年内閣府令第五十二號金融商品取引業等に関する内閣府令第三百十條。其內容約略為：與通常交易的條件相左、且條件將損及權利者之利益；為圖第三人之利益，參照投資運用相關之方針、運用財產之額度或是市場狀況，可認屬不必要的交易等等。

⁴⁰⁴ 昭和二十六年法律第九十八號投資信託及び投資法人に関する法律第二百一條の二：「資産運用会社が登録投資法人の委託を受けて当該登録投資法人の資産の運用を行う場合において、当該登録投資法人と当該資産運用会社の利害關係人等との第九十三條第一項第一号から第四号までに掲げる取引（当該登録投資法人の資産に及ぼす影響が輕微なものとして内閣府令で定めるものを除く。）が行われることとなるときは、当該資産運用会社は、あらかじめ、当該登録投資法人の同意を得なければならない。」



此外，日本實務上尚須遵守金融廳頒布之消費者導向商業指導準則⁴⁰⁵。該準則要求 J-REITs 的不動產資產運用公司須先經遵循主管確認該關係人交易符合法令且無任何疑義，再送交由遵循主管及二名外部律師組成之遵循委員會討論、審查，並須經三分之二以上成員表決同意。而後應再提交予由策略長及其他執行主管、遵循主管所組成之投資委員會，於經其全體同意此一交易時，方能提送投資法人董事會決議⁴⁰⁶。

綜上可發現，日本對於其 J-REITs 關係人交易之程序規範，不採行受益人會議決議同意的模式，而係透過外部專家的參與及投資法人董事會之同意，藉由不同單位及外部人員審查利益衝突交易，避免損及投資法人與其股東之權益。此規範模式，與我國與新加坡仰賴資訊揭露與受益人會議同意之模式，存在較大的差異。

三、 我國目前規範之反思

藉由比較新加坡與日本對於 REITs 關係人交易設立之程序規範，吾人得以重新檢視我國目前規範的合理性，並思索是否有改進之空間。

(一) 受規範主體之疑義

在我國現制下，所有的關係人交易程序，均應由信託業（即受託機構）依據內控稽核注意事項建立。然而，實際上與發起人集團存在關係者，並非受託機構，而係管理機構（在日本稱為資產運用公司）。因此，無論新加坡或日本，均未忽略管理機構（資產運用公司）亦應於其中受到一定之規範。以新加坡為例，其一方面規範 S-REITs 與管理機構之關係企業交易時「管理機構」所應履行之職責，一方面在規範 S-REITs 之關係人交易程序時，使管理機構負擔部分職責，例

⁴⁰⁵ See PRINCIPLES FOR CUSTOMER-ORIENTED BUSINESS CONDUCT, <https://www.jhra.co.jp/en/principles/> (last visited May 16, 2022); PRINCIPLES FOR CUSTOMER-ORIENTED BUSINESS CONDUCT, <https://www.aeon-reitm.co.jp/en/fiduciary/index.html> (last visited May 16, 2022).

⁴⁰⁶ 參環宇法律事務所，前揭註 388，頁 7-11。

如查核委員會應以書面確認其資產之處分已遵循正當查核程序⁴⁰⁷。而在日本法中，若交易對象為資產運用公司，原則上均為禁止⁴⁰⁸。



惟本文認為，儘管與新加坡與日本不同，我國現制下以受託機構為主要對象的規範模式並無不妥。蓋在現行規範下，REITs 由受託機構主導，實際上主要受到主管機關監管者亦為受託機構，而非由具有專業決策、管理能力的管理機構擔當權責，故自然以規範受託機構的方式建構關係人交易之程序規範。透過要求受託機構設立內控機制來間接規範發起人與管理機構所屬集團間之關係人交易，雖較不直觀，亦能達到控管利益衝突之目標。而在修法草案之基金架構下，針對受規範主體，則當然有參考新加坡或日本，將不動產投信事業納入之必要，併此說明⁴⁰⁹。

(二) 是否區分交易類型


依據我國目前關係人交易之規範，其僅適用於列舉之交易類型，對於列舉類型以外者，例如向關係人借入資金，或貸予資金予關係人，抑或雇用關係人為廣告代理機構等，似非歸類於關係人交易之定義中，則其究係被禁止之行為或不受限制之行為，其程序上應如何進行，有所疑問。而對於被列舉之關係人交易類型，我國基本上僅以交易所涉金額區分其程序，未區分交易對象或交易行為之不同而為不同規範。

然而觀諸新加坡與日本的規範模式，與我國有所不同。首先，二者均未於規範中先行預設了關係人交易之交易類型，例如：新加坡集合投資規範附件六第 5.2、5.3 條規範 proposed transaction（「擬進行之交易」）時即未有定義上的限制；日本投資信託及投資法人法第 201 條之 2 第 1 項亦未對於交易類型做適用上

⁴⁰⁷ CIS Code Appendix 6 § 5.1(f) (Apr. 2020) (“in the case of a disposal, the audit committee of the manager provides written confirmation that it has undertaken due process to ensure that the terms of the disposal are generally in line with that which have been obtained had the assets been sold to a non-interested party”).

⁴⁰⁸ 適用投資信託及投資法人法第 195 條而非 201 條之 2 第 1 項之結果，與資產運用公司間之交易原則上為禁止。

⁴⁰⁹ 現行修法草案第 49 條之 3 概括授權由主管機關訂定關係人交易之細部規範。




之限制。再者，兩國均有對於不同的關係人交易，進行不同的規範。舉例而言，在新加坡，儘管關係人交易原則上依照集合投資計畫準則附件六第 5 條之相關程序進行，惟同準則第 3.1(c) 條對於 S-REITs 與關係企業交易時管理機構應履行之職責另有規定，例如管理機構不得將 S-REITs 的資金貸予其關係企業等。而在日本法下，更明白區分與執行董事、監督董事、資產運用公司間之交易，及與資產運用公司之利害關係人間之交易，前者基本禁止，後者在踐行程序要求下原則上開放。

本文認為，我國目前將關係人交易之定義侷限於特定類型之交易，可能係認為該等交易類型方屬常見而需特別規範，惟如此實可能導致掛一漏萬之情形，不如參考新加坡或日本的作法，不在關係人交易之定義本身上做限縮，而係在規範模式上進行寬嚴程度的區分。具體而言，可參考本節前述文獻上指出關係人交易對於 REITs 得以帶來的經濟效益，針對與發起人集團間的不動產買賣、租賃、管理等事項，或涉及資金挹注的事項，由於對於 REITs 之發展與成長甚為重要，應以良好的程序設計取代禁止。而對於其他交易對象，例如受託機構及其關係人，以及其他交易類型，例如貸與資金予他人，則有進一步設計較為嚴格規範之空間⁴¹⁰。

(三) 外部專家審查模式與受益人會議模式

如前述，我國與新加坡之規範模式較為相近，均採取資訊揭露為主，重大金額以上受益人會議同意之模式。與此相對地，日本在關係人交易之程序上，無論金額多寡，均完全不仰賴受益人會議之決議，而係仰賴其決策程序中外部專家之審查。則何種模式較為妥適？我國是否適宜採用外部專家審查模式？

⁴¹⁰ 例如：新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，附件十四不動產投資信託契約與定型化契約範本異同之對照表第 20 條第 2 項中額外約定禁止受託機構與基金之信託財產間所為之行為，即為適例。



本文認為，從效率層面的觀點，受益人會議模式未必係最佳之選項。首先，自 REITs 之性質觀察，其畢竟仍屬於基金之一種，具有投資商品性，一般個別投資人是否有意願參與受益人會議，是否有能力做成對基金運作之決策，實有疑義。而且，在受益人會議上，由於與交易有關之利害關係人均須迴避，個別受益人又無動機參與決定時，是否容易造成第二大受益人（一般即相當於市場派）得輕易否決對於 REITs 實際上有利之決策，亦有值得檢視的空間。此外，受益人會議之召集程序較為繁複，機動性較差，亦被實務人士所批評⁴¹¹。

惟我國制度下是否適合採取外部專家審查模式？專家審查模式要求透過不同單位及外部人員來審查利益衝突，以日本為例，其須設置並經過遵循委員會、投資委員會之同意，且尚須通過包含監督董事在內的投資法人董事會決議。在我國法規制下，並無類同之設置，故若欲採用外部專家審查模式取代受益人會議模式，首先面臨機關設置上的疑問。惟值得注意的是，在基金型架構下，已要求不動產投資信託事業應強制設立獨立董事與審計委員會，則似有參照日本方式，交由董事會，要求其設置獨立董事並經全體同意之決議方式進行審查之可能性，俾能更加尊重管理公司之專業，研究文獻上亦有表示相同見解者⁴¹²。

第四節 信託監察人之權限

第一項 信託監察人之設計目的與受益權保障

一、 信託監察人制度

信託監察人係信託法上特有的制度。我國信託法第 52 條參照日本舊信託法第 8 條之信託管理人制度，引進信託監察人制度⁴¹³。指當受益人不特定、尚未存在，或其他為保護受益人之利益認有必要時，依信託行為定有之信託監察人或其

⁴¹¹ See Angela Tan, *S-Reits Seek Faster Approval Turnaround for Related-Party Deals*, BT EXCLUSIVE (Jul. 05, 2019, 5:50 AM), <https://www.businesstimes.com.sg/real-estate/s-reits-seek-faster-approval-turnaround-for-related-party-deals>.

⁴¹² 參環宇法律事務所，前揭註 388，頁 107。

⁴¹³ 參謝杞森（2008），〈信託監察人與信託管理監督的探討〉，《真理財經法學》，1期，頁 4。



選任方法，或法院因利害關係人或檢察官之聲請所選任之人。信託監察人得以自己名義，為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為，以保護受益人之權益⁴¹⁴。

儘管早期日本舊信託法第 8 條之信託管理人制度並未允許受益人特定或已存在時設置，晚近日本學界自信託管理人之受益人權益保護功能出發，認為即使於信託成立時受益人已存在或已特定，亦有可能發生因受益人無法適當行使或保全其權利，而有選任信託管理人需求。因此，日本於 2006 年公布施行新信託法，在信託管理人以外，新增信託監督人與受益人代理人兩項制度，以補足此需求⁴¹⁵。此外，商業信託中亦有類似規範，例如資產流動化法中第 260 條有特定目的信託管理人制度，當特定目的信託之受益人無法經由受益人會議選出代表權利者以代替所有權利人行使權利時，受託信託公司得以選任信託管理人替其行使權利⁴¹⁶。此些規範，與我國信託法第 52 條、金融資產證券化條例第 23 條第 2 項、不動產證券化條例第 48 條等所設計之信託監察人，不以受益人尚未存在或尚未特定為前提，而係著眼於受益人是否有保護之需求，相互呼應。

承前述，信託監察人之設計，主要係藉由替受益人行使權利，以保護其權益，與公司法所規定之公司監察人之功能與性質容有差異。公司之監察人在公司三權分立原則下，係擔任公司業務與財務之監督，為公司常設、必要的監察機關⁴¹⁷。而信託監察人，以不動產投資信託之信託監察人為例，其主要功能在代受益人行使其權利，因此權限基本上係來自受益人，與三權分立下監督查察的任務不盡相同，亦非必要設置的機關。


二、 不動產投資信託之信託監察人

⁴¹⁴ 信託法第 52 條參照。

⁴¹⁵ 寺本昌宏，前揭註 125，頁 305-308。

⁴¹⁶ 平成十年法律第百五号資産の流動化に関する法律第二百六十条第一項：「代表権利者が存しない場合においては、受託信託会社等は、特定信託管理者を選任することができる。」

⁴¹⁷ 參考劉連煜，前揭註 318，頁 608-617。



在不動產投資信託中，信託監察人係由受託機構依不動產投資信託契約之約定選任或經受益人會議決議所選任，為受益人之利益，行使不動產證券化條例所定權限之人，屬於非必要的設置。而事實上，我國多數 REITs 於發起成立時均未設置信託監察人，直至近期引發爭議的新光一號於 2020 年 9 月 11 日召開受益人會議，提案委任晶華公寓大廈管理維護公司出任信託監察人，方創下我國 REITs 設置信託監察人的首例⁴¹⁸。

事實上，我國採取任意設置的模式，固然某程度係尊重信託私法自治的結果，然而未必無檢討空間。蓋如同本文第四章第三節所述，不動產投資信託雖與共同基金有類同之處，其亦具有某些與一般公司相近的特點，例如：無法任意贖回投資、仰賴專業經營判斷、資產價值較難預估等，且其又係公開發行，受益人涵蓋不特定之多數人，因此吾人自然無法忽視受益人對於 REITs 經營團隊的監督及相關資訊取得的困難及需求。如從比較法以觀，各國均在受益人以外，設計了監督者或監督機關。例如：在美國 REITs 與日本的投資法人型 REITs 中，分別強制要求設置獨立董事與監督役員，扮演監督經營決策者的角色；而在契約型 REITs 的新加坡，即使並無信託監察人之設計，由於其受託機構並無決策權而係作為保管與監督者，亦等同強制設置了一個監督機關⁴¹⁹，受益人並非全然依賴其本身或受益人會議的力量，來確保其權益不受經營決策者之侵害。

承上，本文因此認為，信託監察人固然在現制下並非常設必備，惟考量 REITs 之制度特性與受益權保護需求，且在參考比較法上之作法後，吾人應反思在非強制設置信託監察人的前提下，是否以及如何透過其他方式，以強化受益人權益之保障。

⁴¹⁸ 馬傲秋，前揭註 86，頁 69。

⁴¹⁹ 關於受託機構之監督權限，參照 CIS Code § 2 (Apr. 2020).

第二項 信託監察人之資格、選解任與權限

在我國 REITs 的文獻上，向來較少關於信託監察人之資格、選解任與權限等面向的討論，此可能與多數 REITs 均未設置信託監察人有關。然而在新光一號設置信託監察人後，許多問題一一浮現，且與 REITs 治理機制之運作與受益權人權益之保障息息相關，值得加以研究。以下分就信託監察人之資格、選解任及權限分別討論：

一、 信託監察人之資格

現行關於 REITs 信託監察人之資格條件規範，除信託法第 53 條之消極資格外⁴²⁰，尚須符合不動產證券化條例第 48 條第 2 項「不得為發起人、受託機構之利害關係人、職員、受雇人」之獨立性要求，及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 9 條關於自然人與法人之專業性規定⁴²¹。此些規定，使 REITs 的信託監察人相較於公司的監察人而言，較能面對獨立性與專業性的質疑。然而，儘管規範已幾近完善，實務研究報告指出，尚有幾個疑義，值得進一步研究：

首先，允許法人擔任信託監察人，惟對其推派自然人實際執行職務之情形，並未規範該自然人代表是否須具備一定之資格要件⁴²²。然而，為保障受益人的權利，受法人指定代表行使職務的自然人，亦應具備與自然人作為信託監察人時相

⁴²⁰ 信託法第 53 條：「未成年人、受監護或輔助宣告之人及破產人，不得為信託監察人。」

⁴²¹ 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 9 條第 1 項：「信託監察人為自然人者應具備下列資格之一：一、曾任職不動產管理機構或金融機構總機構副理以上或同等職務，且具有不動產或信託業務經驗達五年以上，成績優良者。二、領有會計師、律師或不動產估價師執照且具有實務工作經驗達五年以上者。三、曾於國內外專科以上學校教授建築、土木、地政、管理、金融、會計、法律、信託等相關課程達五年以上者。四、擔任與不動產或信託業務有關之行政管理工作經驗達二年以上，並曾任薦任九職等以上或同等職務者。五、有其他經歷足資證明可有效執行信託監察人之職務及維護受益人之權益者。」及同條第 2 項：「法人擔任信託監察人之職務者，以不動產管理機構及信託業為限。」

⁴²² 馬傲秋，前揭註 86，頁 72。



同的資格要件，尤其應要求其不得作為受託機構之利害關係人、職員、受僱人
423。

此外，對於監察人兼業禁止之規範，現行法僅限縮於同一基金內，對於信託監察人同時擔任他不動產投資信託之受託機構或管理機構，或其職員或受僱人，或與之具有利害關係者，並無禁止之規範。論者指出，此或許係因目前對於法人擔任信託監察人，要求以信託業或不動產管理機構為限，符合資格之法人極為有限，概括禁止將不切實際⁴²⁴。對此，本文亦認為並無兼業禁止之必要。固然信託監察人在行使監察權的過程中，可能接觸到各種較為機密、核心的資訊，若其於競爭關係之基金中使用該等資訊，可能構成利益衝突，而有損受益人之權益，然而鑑於信託監察人亦為受託義務之負擔主體，其應負擔注意義務與忠實義務，對於受益人權益之保障，重點應要求其履行其義務，並確保追訴機制之建立，而非一蓋不允許其兼任他基金之職務⁴²⁵。當然，若信託契約中另對於信託監察人之競業行為有所規定，包含設為選任之資格要件，或要求須經受益人會議決議，本文認為因解釋該等約定並無更不利於受益人之處，應屬有效。

二、 選任與解任

依據不動產證券化條例第 4 條第 1 項第 10 款之定義，信託監察人係由受託機構依不動產投資信託契約之約定，或經受益人會議決議所選任，而無論係受託機構依不動產投資信託契約所選任，或額外經過召開受益人會議來決議選任，其產生之過程皆須經過受益人某種形式（無論直接或間接）的同意或授權。自信託監

⁴²³ 相同見解，參馬傲秋，前揭註 86，頁 85。

⁴²⁴ 馬傲秋，前揭註 86，頁 72。

⁴²⁵ 相異見解，認為宜新增信託監察人兼業禁止之規範者，參馬傲秋，前揭註 86，頁 85-86。氏因認為在現行法下信託監察人是否負擔忠實義務有所疑義，故宜直接禁止信託監察人兼業行為。惟本文於本章第一節第三項中已表明本文認為信託監察人亦應負擔受託義務，包含注意義務與忠實義務，立基於此一見解上，如同公司法上並不禁止監察人競業行為一般，亦不應禁止不動產投資信託之信託監察人擔任他不動產投資信託之相關職務。



察人的權限係為受益人之利益行使訴訟上與訴訟外之權利以觀，現行制度下的選任方式應有其合理性與正當性。

而針對解任部分，目前定型化範本第 30 條第 3 項第 2 款規定，信託監察人因可歸責之事由，怠於行使其職務或違反本信託契約約定或違反法令者，得由其選任人予以解任，並應即選任新信託監察人。因此，若信託監察人原係由受託機構所選任，應由受託機構予以解任，而若其原係由受益人會議決議選任，則須由受益人會議決議方可解任。另外，論者亦指出，依據信託法第 58 條與第 59 條，當信託監察人怠於行使其職務或有其他重大事由發生時，法院亦得因利害關係人或檢察官之聲請將其解任⁴²⁶。

三、 信託監察人之權限

關於 REITs 信託監察人之權限，現行不動產證券化條例準用金融資產證券化條例之相關規定，大可分為三個部分：

(一) 受益人會議召集權：

依不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 24 條第 1 項，受益人會議，由受託機構或信託監察人召集之。惟依據定型化契約範本第 29 條第 1 項，信託監察人召集之時機，應限於有合理事由而認為有必要時。

(二) 為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為：

依不動產證券化條例第 48 條準用金融資產證券化條例第 28 條第 2 項，除解除受託機構之責任、變更或終止信託契約、同意受託機構之辭任、解任或聲請法院解任受託機構、指定或聲請法院選任受託機構，及其他依信託契約約定信託監

⁴²⁶ 參馬傲秋，前揭註 86，頁 74-75。



察人不得行使之權利以外，信託監察人得以自己之名義，為受益人為有關信託之訴訟外或訴訟上權利之行使。

(三) 行為制止請求權：

依不動產證券化條例第 48 條準用金融資產證券化條例第 33 條，受託機構之行為違反法令或特殊目的信託契約，致有損害信託財產之虞時，信託監察人得為信託財產之利益，請求受託機構停止其行為。

儘管權限規範看似清晰，實務運作上仍遇到許多問題，茲以日前新光一號信託監察人召開受益人會議一案為例，說明可能衍生之爭議⁴²⁷。

晶華公寓大廈管理維護公司於 2020 年 11 月 3 日正式就任新光一號之信託監察人，受受益人會議所託，對新光一號的「管理績效」與「財務狀況」展開查核，並於 2021 年 4 月 8 日召集受益人會議，報告、議決下列事項：

(一) 報告事項：報告新光一號成立至今的財務狀況及管理績效之初步查核結果。

(二) 決議事項：

議案一：以普通決議，終止本基金與新壽公寓大廈管理維護股份有限公司間「不動產管理特定服務事項委任契約書」，即管理機構於經受託機構委任後，再行複委任之部分。

⁴²⁷ 案例事實整理自彭禎伶，工商時報（04/08/2021），〈壓倒性過關 新光 R1 受益人會議通過四議案〉，<https://ctee.com.tw/livenews/aj/ctee/a91617002021040817300560>（最後瀏覽日：05/16/2022）；彭禎伶，工商時報（04/08/2021），〈慘敗！新光 R1 過臨時動議全面與新光解約〉，<https://ctee.com.tw/news/finance/442265.html>（最後瀏覽日：05/16/2022）；彭禎伶，中時新聞網（04/09/2021），〈兆豐銀不認帳 新光 R1 前監察人：將採激烈行動〉，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20210409005267-260410?chdtv>（最後瀏覽日：05/16/2022）。亦參馬傲秋，前揭註 86，頁 69-70。



議案二：以普通決議，決議本基金不得向新光人壽與新光建設開發承租停車位。


議案三：以普通決議，同意晶華公寓大廈管理維護股份有限公司辭任本基金之信託監察人。

議案四：以普通決議，委任翁姓律師為本基金之信託監察人。

臨時動議事項：以管理機構新昕國際業務財務有嚴重缺失為由，決議解任管理機構；由基金監察人對兆豐銀行（受託機構）及新昕國際（管理機構）追究法律責任等。

針對議案三與四，由於受益人會議有權決議同意信託監察人之辭任，以及委任其他人為基金之信託監察人，故屬於信託監察人得列入之議案。然而其於召集議案中，列入議案一與二，有逾越其權限之疑慮。細究議案一，其「不動產管理特定服務事項委任契約書」，係管理機構將特定事宜再行複委任者，其委任契約存在於管理機構與受複委任機構，而委任契約之簽訂，屬於管理機構進行新光一號資產管理的一環，屬於管理處分權之核心，應非受益人會議所得決議。因此，信託監察人應無權源基於為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為，將此項目列入議案中。而針對議案二，同樣亦涉及管理機構管理 REIT 之不動產的權能核心，不動產投資信託契約與計畫中既無禁止此類承租行為，受益人應無權藉由受益人會議，實質上對於基金之管理進行干預，同理信託監察人亦不應將之列入受益人會議之議案中⁴²⁸。

⁴²⁸ 儘管現行法僅規範信託監察人得代受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為，然而本文認為，為避免信託監察之權限無限擴大，維持信託關係中管理權與監督權之權限分配，應認在涉及管理處分權之核心事項上，信託監察人不得行使其干預之權限為妥。相同見解，參馬傲秋，前揭註 86，頁 87-90。事實上，在信託契約未有另行約定下，受益人所得行使之權限範圍，本不及於信託財產之管理處分事項，若個別 REIT 之受益人欲保留較大之干預權限，應於信託契約中明確約定，惟另行約定之事項，亦當有所限制。




另針對臨時動議決議解任管理機構之部分，涉及受益人會議是否有權以變更信託契約之方式解任管理機構，以及是否得以臨時動議方式作成該決議。如認受益人會議無權作成解任管理機構之臨時動議決議，該決議將無法拘束受託機構，信託監察人亦無從依不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 27 條規定，據以執行該解任管理機構之決議。至於對受託機構與管理機構追究法律責任，雖非定型化契約範本所明定應召集受益人會議之事項，然因屬監督權行使所必要，應認係受益人會議得決議之事項，本章後續將於第五節中詳細論述之。

承上，若信託監察人於召集之受益人會議提案議案一與二，或對於臨時動議之決議逕以執行，應已逾越其職權，構成定型化範本第 30 條第 3 項第 2 款規定得解任之事由。然而，如信託監察人認為議案一之複委任，與議案二之承租停車位，構成不當之關係人交易，或有其他受託機構或管理機構違反法令、信託契約或違反受託義務之情事，因而造成對於信託財產之損害時，其應如何行使監督權？論者認為，依現行法賦予其之權能，其應行使制止請求權，請受託機構停止相關行為，而非提案交由受益人會議決議⁴²⁹，本文亦同其見解。惟本文認為，應將信託監察人之行為制止請求權，類推及於同為受託義務主體之管理機構，方為完善。至於損害已經發生時，受益人如何行使救濟權，信託監察人能否以及如何以自己名義為其行使權利，將於本章第五節第三項中為進一步之說明。

四、 受益人與信託監察人權限之互動關係

如同本文反覆強調者，儘管信託監察人具有行為制止請求權等類似於公司法上監察人的監察權限，其最主要的權限仍係以自己名義為受益人行使權利。其非信託財產之管理者，而為信託受益權，乃至信託利益之管理者。其權限範圍與行使界線，與受益人之權限息息相關。

⁴²⁹ 參馬傲秋，前揭註 86，頁 88。



在 REITs 中，受益人係作為信託財產之實質所有人，其並無權控制 REITs 財產的經營，否則不僅與信託分離形式所有人與實質所有人之基本意旨有所違背，亦有違不動產投資信託專業投資與經營之目的。因此，信託監察人之權限，亦應被限制，不能干預或危害到經營團隊之決策判斷與經營行為，否則可能被認為構成注意義務或受託義務之違反。是故，於解釋信託監察人召集受益人會議時何謂「有合理事由而認為有必要」時，亦應從此界線出發，避免其動輒以召集受益人會議之方式，不當干擾 REITs 之經營，甚至達到派系爭奪之目的⁴³⁰。

然而，信託監察人亦非當然得以行使所有受益人得行使之權限，例如依不動產證券化條例第 48 條準用金融資產證券化條例第 28 條第 2 項之結果，所羅列之事項因多涉及基金之未來發展走向，且與受益人權益關係甚大，現行法預設受益人不得交由信託監察人行使。此外，參考日本法之規範，如涉及實質的信託利益享受權，因屬於個別受益人所得享有的固有權限，解釋上亦應認為並非信託監察人得以代為行使，方為妥適⁴³¹。

惟不動產投資信託契約中可否明文排除此限制，授予信託監察人更多權限？此似涉及 REITs 之信託契約權利義務設計是否有其界限的問題。本文認為，由於此等禁止監察人行使權利之事項，多涉及限制或補充受託人管理權之權能，或關於決定信託走向與命運之權能，較適合由受益人全體以多數決決定，不宜逕由單次選任信託監察人的決議，即認為已構成授權，否則可能構成對於部分受益人權益之突襲⁴³²。況且部分事項，例如變更或終止不動產投資信託契約、依據定型化契約範本，均須受益人特別決議方可成立，對照信託監察人之選任僅需受益人會

⁴³⁰ 就此本文認為得借鑑公司法第 220 條，要求信託監察人須判斷該召集行為是否係「為 REITs 之利益」而有必要。至於必要性之判斷標準，如參酌有關公司監察人召集股東會過往之實務見解（如最高法院 90 年台上字第 1746 號判決）等，應以 REITs 發生重大事項，須藉由受益人會議決定，始符合 REITs 之最佳利益；且必須審慎裁量 REITs 之利害關係後，確有召集受益人會議之必要者。

⁴³¹ 四宮和夫（1989），《信託法（新版）》，頁 339-340，有斐閣。

⁴³² 參考四宮和夫，前揭註 431，頁 339-340。氏認為關於信託命運走向之決定權，專屬於受益人所享有。相同見解，參謝紀森，前揭註 413，頁 8。



議普通決議，亦實難正當化於信託契約中約定賦予信託監察人得以自己名義行使在現行規範下僅能由受益人行使之權利。

最後，本文欲探討，在信託監察人被賦予以自己名義行使受益人權利的部分，受益人是否得再行使其權利？或僅得請求信託監察人替其為之⁴³³？儘管我國法目前並未對此有明確的規定，然而由於受益人所得行使之權利內涵內涵眾多，其中可能包含屬於個別受益人之權利、少數受益人之權利，亦有須受益人會議決議方得行使之權利，如認為選任信託監察人後，該等權利一概由信託監察人取代，恐造成信託監察人權限過大，而侵害少數受益人行使權利之可能。因此本文認為，設立信託監察人不應構成對原受益人得行使權利之限制，至於個別受益人行使之權利是否應設有門檻，以避免過度干預 REITs 之經營與治理，則係受益人權限應如何規範的問題。


第三項 基金架構下監督權之行使

在我國修法草案採取基金架構下，由不動產投資信託事業經營不動產投資信託事務，而保管機構不僅擔任不動產投資信託契約之受託人，依不動產投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付不動產投資信託基金，亦扮演一定之監督功能，例如請求投信事業履行其義務、為基金受益人之權益向投資信託事業追償、報請主管機關核准後，召開受益人會議更換證券投資信託事業、向主管機關申報等⁴³⁴。因此，在基金架構下，似乎已有受託人（保管機構）作為監督角色，而無需另行設立信託監察人，以確保受益人之權益。事實上，同樣採取基金型態的新加坡，亦是以受託機構為監督者，而無信託監察人之設置。

本文認為，在基金架構下，確實無庸再行額外設置信託監察人，以免造成監督權限的紊亂。然而，由於不動產投資信託有其受益權保障需求之特殊性，而不完全等同於一般的共同基金，值得吾人進一步思考其監督機構之權責應有何特殊

⁴³³ 信託法第 52 條第 3 項：「受益人得請求信託監察人為前項之行為。」

⁴³⁴ 證券投資信託及顧問法第 23 條參照。



之設計。以新加坡之規範模式為例，依其集合投資計畫準則第 2 條規定，受託機構於受益人請求提供與帳戶或報告相關之紙本時，應於兩周內提供之⁴³⁵；相關報告之副本應保存至少六年，並提供任何受益人查閱⁴³⁶，其對於受益人資訊查閱權的保護似較我國充足。而附錄 6 第 3.2 條尚規定，受託機構應盡相當之注意，確保基金資產池之資產係合法且可出售、代表基金簽訂之重大契約係合法有效並得依相關條款進行強制執行，明確化 S-REITs 中受託機構之義務。另外，依據附錄 6 第 4 條，S-REITs 原則上應每年定期召集一次受益人會議，於會議中提出資產及營業報告，並決定相關報酬⁴³⁷，賦予受益人較強的監督機制，亦為我國所未有者，值得作為我國基金型態 REITs 下立法論的參考。

第五節 受益人之權限

不動產投資信託中，全體受益人作為利益分配與剩餘索取權人，其於治理機制中應扮演何種角色，與其受益權保障之關聯為何，值得進一步研究。以下分就三個項目，分別討論之。

第一項 受益人權利之行使方式與自治界線

一、 受益人權利之行使方式

不動產投資信託係一種商業信託，具有集團性的特色，為顧及制度運作之目的與順暢，不適宜使個別受益人均依其自由意志向受託人主張其權利，因此定型化契約範本第 28 條第 1 項即規定，受益人權利之行使，原則上應經受益人會議之決議。惟就受益人個別自身利益相關之行為，例如受益人之收益分配請求權、清算後依受益權比例分派信託財產之權利、信託契約變更或終止時表示反對之受益

⁴³⁵ CIS Code § 2.3(b) (Apr. 2020) (“The trustee should send, or cause to be sent, to participants: i) the semi-annual accounts and semi-annual report relating to the scheme within two months from the end of the period covered by the accounts and report...”).

⁴³⁶ CIS Code § 2.3(g) (Apr. 2020) (“a copy of the statements should be kept by the trustee at its registered office for a period of six years and made available to any participant who was a participant of the scheme during the period between the end of the financial year covered by the last set of annual accounts and annual report, and the termination or maturity date) at the request of the participant”).

⁴³⁷ CIS Code Appendix 6, § 4.1(c), (d), (e), (f), (g) (Apr. 2020).

人之受益權收買請求權等，因僅與個別受益人相關，不涉及群體決策，解釋上仍應由受益人個別行使權利⁴³⁸。

然而事實上，若仔細觀察現行規範下受益人行使權利之方式，其尚有少數受益人權之類型。例如：定型化契約範本第 28 條第 2 項規定，持有已發行在外受益權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、抄錄或影印依規定編具之帳簿、文書及表冊；同範本第 29 條第 2 項規定，持有已發行在外受益權總數百分之三以上之受益人，得於有應召集受益人會議之事由發生而受託機構未主動召集受益人會議時，經書面敘明事由請求受託機構召集受益人會議十五日後，報經主管機關許可，自行召集受益人會議。

綜合上述，吾人可觀察到，REITs 之受益權人行使權利之方式，與公司之股東權相似地，可分為單獨行使、少數受益人共同行使，以及經由受益人會議決議行使等模式。然而，某一事項究應搭配何種權利行使類型，在法令已有明文規定之類型，固然較為明確，但在某些未明文而可能需透過解釋而生之權利，例如傳統信託法中規範諸多受益人之權利，是否適用及應如何適用於 REITs，於不宜透過解釋時，應如何適當地立法，則需依事務之性質來認知或判斷⁴³⁹。本文認為，原則上如涉及個別權利，尤其受益權之財產權面向者，應為個別行使；惟如涉及監督經營者之層面，參考公司法之立法模式，則可能為單獨行使、少數行使，或受益人會議行使。具體而言應採取何種模式，應可從該事項涉及之法律關係本質著手，參酌本文第四章第四節第三項中所述監控支出（monitoring cost）的觀點，就行使權利之成本、事項之重大程度、事項之急迫程度等綜合考量予以設計。

⁴³⁸ 雖定型化契約範本第 28 條第 1 項係規定「得個別行使權利」，惟此類權利屬於受益權之財產權利，對應於公司法屬於自益權，解釋上應僅得由個別受益人行使其個別權利。關於公司法上共益權與自益權之區分，參王文宇，前揭註 239，頁 346。

⁴³⁹ 此呼應本文第三章第三節第一項中所述，應靈活運用私法自治模式、法律解釋模式及立法模式三者，調整商業信託與信託法之適用關係。在受益權之行使方式上，傳統信託法並未處理複數受益人之情形，而有待以解釋論、契約約定或以立法論之方式補充。



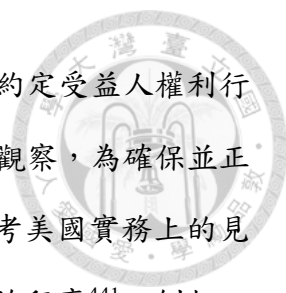
二、 受益人權利的自治界線

從治理機制之角度以觀，即使 REITs 之制度設計應以受益人之權益保障最大化為優先，亦非表示受益人得無限擴張其權利。在不動產證券化條例及其子法（尤其以定型化契約範本為中心）所預設並架構之現行法規體系下，受益人，包含其個別、少數與全體，所得行使之權利已有其範圍與限制。然而，儘管已有許多預設規範劃定受益人權利之界線，不動產證券化條例第 12 條尚規定，REITs 得以在對受益人權益保障不低於定型化契約範本之前提下，對不動產投資信託契約為訂定或修改。亦即，肯定個別 REITs 得以透過自治方式，滿足其個別需求。

惟對於何謂「對受益人權益保障不應較低」，實有彈性的解釋空間。本文認為，由於受益人包含全體受益人與個別受益人，本條之解釋上，應兼顧主要受益人與少數受益人之權益，方為妥適。如從代理問題的角度觀察，信託契約的訂定或修改，應避免造成經營團隊與受益人全體間的利益衝突，導致增加不必要的代理成本；且亦須避免造成主要受益權人藉由額外約定信託契約的方式，達到不當控制 REITs 以追求個人利益，因而不當侵害少數受益權人間的利益。

舉例而言，定型化契約範本第 29 條第 3 項預設受益人會議每一受益權單位有一表決權，則今若發起人集團為確保其於移轉不動產於 REITs 後，得對於 REITs 為持續的控制，以信託契約約定其持有具複數表決權之受益權，或為避免 REITs 遭到清算，約定其於受益人決議清算之事項上擁有否決權，或將本應經特別決議之事項約定為普通決議等⁴⁴⁰，即可能被解釋為透過信託契約之約定，不當鞏固其對於 REITs 的經營，造成對整體受益人或少數受益人之權益保障低於定型化契約範本，主管機關審查時原則上應不予通過，即使予以通過，其效力亦有疑義。

⁴⁴⁰ 例如紀佳妘，ETtoday 新聞雲（07/17/2020），〈土銀國泰一號爭議延燒 國泰建經提出 5 大澄清！〉，<https://finance.ettoday.net/news/1763278>（最後瀏覽日：05/16/2022）。



此外，除不動產證券化條例第 12 條對於 REITs 以自治方式約定受益人權利行使設有限制以外，從 REITs 本質上係一個「商業信託」的角度觀察，為確保並正當化商業信託之受益人無庸對信託事務所生之債務負責，應參考美國實務上的見解，避免受益人無限擴大其權利，達到實質上控制受託人行為的程度⁴⁴¹。例如，依據定型化契約範本第 12 條第 3 項，受益人會議非因受託機構有違反法令、信託目的或信託契約之約定，不得解任受託機構，則若今 REITs 於不動產投資信託契約中，約定受益人有權「每年重新選任受託機構」，無論原受託機構是否違反法令或其義務，此定期選任之條款，是否構成受益人實質控制受託人，因而使其無法受到有限責任保護，即生疑問。對此信託條款之約定，主管機關亦應謹慎評估其適當性而不予核准通過。

第二項 受益人會議之召集與決議程序

受益人行使權利之方式，於共同事務上，係以受益人會議之模式作成。以下擬以幾個面向，說明討論 REITs 受益人會議之相關制度，與其立法論上的爭議。


一、 少數受益人召集權

(一) 法源

依據定型化契約範本第 29 條第 2 項，有第 1 項「應召集受益人會議之事由發生」而受託機構未主動召集受益人會議時，持有已發行在外受益權總數百分之三以上之受益人，得以書面敘明事由，請求受託機構召集受益人會議。其於前開請求提出後十五日內，受託機構不為召集或因其他理由不能召集時，並得報經主管機關許可後，自行召集受益人會議。

惟同條第 6 項另規定，受益人會議之召集、表決、程序及其他事項之處理，契約未規定者，依不動產證券化條例第 47 條規定準用金融資產證券化條例第二章第三節、信託業辦理信託業法第 32 條之 1 之受益人會議應遵行事項（本章簡稱受

⁴⁴¹ See, e.g., *Goldwater v. Oltman*, 292 P. 624, 628-29 (Cal. 1930).



益人會議應遵循事項)，及受益人會議規則之相關規定辦理。而依據該等規定，持有受益權總數百分之三以上之受益人，得「為受益人之共同利益事項」，以書面記明應召集事項及理由，請求有權之人召集受益人會議。於有權之人於請求後十五日內不為召集或因其他理由不能召集時，依受益人會議應遵循事項第 3 條第 3 項，請求之受益人得自行召集之；依金融資產證券化條例第 24 條第 3 項及受益人會議規則第 2 條第 3 項，請求之受益人得於報經主管機關許可後自行召集。

綜合上述，目前吾人得以確定者係我國法賦予 REITs 少數受益人召集受益人會議之權，其門檻為持有受益權 3% 以上者。惟針對其得以召集事由應如何認定與適用之召集程序，儘管定型化契約範本有所規定，且依法律規範體系似優先於其他規定適用，因其第 29 條第 6 項之文義，仍有適用其他法源作為補充之空間。況且，現行法並不排除個別 REITs 在信託契約中做不同於定型化契約範本的約定，因此仍有必要探討 REITs 少數受益人召集權與其程序究應如何設計為妥。

(二) 相似制度之比較

1. 證券投資信託基金

依證券投資信託及顧問法第 40 條第 1 項及第 2 項，依法律、命令或證券投資信託契約規定，「有應由受益人會議決議之事項發生」時，若證券投資信託事業或保管機構均不能或不為召開會議時，繼續持有受益憑證一年以上，且持有已發行在外受益權單位總數 3% 以上之受益人，得以書面敘明提議事項及理由，「申請主管機關核准後」，自行召集受益人會議。

2. 新加坡 S-REITs

依 CIS 附錄 6 第 4.1(b) 條之規定，基金受益人 50 人以上，或持有基金持份達已發行份額之 10% 者，得以書面請求的方式召開受益人會議⁴⁴²。另依同附錄第 4 條第 2 項，基金受益人會議之相關程序，應準用公司法及公司治理準則之相關規定⁴⁴³。

(三) 現行規範之再思考

或有研究指出，觀諸新加坡 S-REITs 之規定，我國 3% 受益權的召集門檻過低，可能使基金動輒被迫召集受益人會議，而損害基金治理之穩定性⁴⁴⁴。然而，新加坡之所以將門檻設定為 10% 以上，與其公司法（Companies Act 1967）第 177 條規定二股東以上合計持有公司已發行股份達 10% 以上者得召集股東會有關⁴⁴⁵，故我國並不宜全然參照其規定而提高持份門檻。在我國規範體系下，本文認為宜參考公司法第 173 條之 1 與投信投顧法第 40 條，增設持有期間一年以上之要件，避免過於短期主義而忽略 REITs 長期的治理。

而針對得召集之時機，究為「應召集受益人會議之事由發生」方可召集，亦或「為受益人之共同利益事項」為妥？本文認為，後者定義上過於籠統，受託機構與提案之受益人間，對於部分事由得否提案由受益人決議，以及受託機構應如何審查提案內容，恐茲生爭議⁴⁴⁶。然前者亦有不恰當之處。例如，若今受益人認為有修改、變更或終止本信託契約之必要，惟受託機構認為並無此必要，此時自受託機構之角度，即無應召集受益人會議之事由發生。是以，為保障受益人將應

⁴⁴² CIS Code Appendix 6, § 4.1(b) (Apr. 2020) (“a general meeting may be convened at the request in writing of not less than 50 participants or participants representing not less than 10% of the issued units in the property fund”).

⁴⁴³ CIS Code Appendix 6, § 4.2 (Apr. 2020) (“In the convening and conduct of general meetings, regard should be had where appropriate to the relevant provisions of the Companies Act (Cap. 50) and principles in the Code of Corporate Governance 2012”).

⁴⁴⁴ 馬傲秋，前揭註 86，頁 22-25。

⁴⁴⁵ Companies Act (Cap 50, 2020 Rev Ed) s 177(1).

⁴⁴⁶ 實務上即曾發生受益人提案要求召開受益人會議決議更換基金之股務代理機構，主張基金之股務代理機構亦屬受益人共同利益事項，應得召集會議表決。惟受託機構認為上開機構之委任與否屬於受託人之權限，受益人表決已有侵害基金治理之虞，故產生相關爭議。參馬傲秋，前揭註 86，頁 6。

由受益人決議之事項付諸受益人會議表決之權利，如以「需受益人決議方可決定之事項」（即受益人會議之權限事項）為由請求召集受益人會議，應寬認已該當要件。惟為避免受益人會議之召集過於浮濫，規範尚要求須經主管機關核准，其核准之標準，本文認為或得參考公司法第 173 條第 1 項主管機關之見解，除需為受益人決議得決定之事項以外，應以維護 REITs 治理之必要者為限⁴⁴⁷。事實上，過往實務即有主管機關否准之前例⁴⁴⁸。

二、 書面召開會議之正當性

(一) 實務上爭議

國泰一號過去曾以書面形式召開受益人會議，決議關於不動產管理機構適格性之檢討、不動產投資信託計劃之變更、不動產投資信託契約之修訂等事項。然此種以書面形式召開受益人會議之方式，受到受益人質疑係侵害其親自參與會議之權利，使其無法於會中主張其想法或與其他受益人討論，受益人因而主張其權利無法受到充分之保障⁴⁴⁹。

事實上，以書面召開受益人會議，依現行法之規定似屬合法。蓋依受益人會議應遵行事項第 5 條之規定，受益人會議得以書面或親自出席之方式召開之，並由召集人加以決定；而依「中華民國信託業商業同業公會會員以書面方式召開不動產投資信託基金受益人會議表決相關事項規範（本章以下簡稱書面方式召開受益人會議相關規範）」第 3 條規定，除終止信託契約或基金之移轉、合併或終止

⁴⁴⁷ 經濟部（100）經授商字第 10001115460 號函及經濟部（98）經授商字第 09801223790 號函參照，其主要視公司是否有重大內控內稽缺失或嚴重違反公司治理之情事據以准否。本文認為在不動產投資信託少數受益人之召集上，金管會亦得參考此見解，以是否係維護基金治理所必要，進行實質之審查。

⁴⁴⁸ 過往實務即有主管機關否准之前例，例如國泰一號於 2021 年 12 月 15 日由少數受益人所召集會議之提案，其中案由 5（將國泰建設、三井工程等列為國泰一號關係人）及案由 6（要求無法令或契約義務下不得調降租金）均已超逾金管會同意範圍，而被否准。參中央社（12/14/2021），〈國泰 R1 受益人大會 15 日舉行 土銀：提案存在 3 瑕疵〉，<https://tw.stock.yahoo.com/news/國泰r1受益人大會15日舉行-土銀-提案存在3瑕疵-144719929.html>（最後瀏覽日：05/16/2022）。

⁴⁴⁹ 黃琴雅，新新聞（07/17/2020），〈國泰 1 號小股東大舉刊登頭版廣告控訴霸凌為哪樁？國泰人壽喊冤，土銀實問虛答〉，<https://www.storm.mg/article/2860784>（最後瀏覽日：05/16/2022）。

外，現行均得以書面方式召開受益人會議。惟本文認為，此等規範之方式是否妥適，實質進一步探究。




(二) 相關制度之比較

參考新加坡對其 S-REITs 召集受益人會議之規範，其並未如同我國有書面召開之規定。根據實務之研究結果，REITs 受益人會議之召集通知中，均表明若受益人無法前往參加，須指派代表代其參加並行使投票權，因此實務上並無允許書面召開受益人會議之情形⁴⁵⁰。

而若參考我國公司法，其雖允許甚至強制公開發行公司採取書面投票制度，股東仍得自由選擇是否參加實體會議，僅係在股權較為分散之公司，賦予不便出席股東會之股東，得以不透過委託書，而以書面投票之方式直接行使其表決權⁴⁵¹，與在此之「書面召開受益人會議」相去甚遠。目前 REITs 在召開受益人會議上，適用受益人會議應遵行事項第 5 條之規定，係由召集人決定採用書面或親自出席之方式，為二擇一的設計。如採取書面召開，適用書面方式召開受益人會議相關規範之結果，受益人行使投票權之方式僅得為將書面文件（包含表決票）送交或寄達受託機構或其指定之代理機構，而無法透過親自出席之方式，表達其對決議事項之意見。如此與公司法第 177 條之 1 規範之書面投票制度，股東仍得自由選擇是否參加實體會議，有顯著的不同，反而與美國法上的「書面同意制度」（非全體一致之書面同意，nonunanimous written consent）有相近之處。

⁴⁵⁰ 參馬傲秋，前揭註 86，頁 19。亦參谷湘儀、莊國偉，前揭註 17，頁 52。

⁴⁵¹ 林國全、劉連煜（1999），《股東會書面投票制度之研究》，頁 5-8，元照。



書面同意制度，係源自於美國達拉瓦州公司法第 228 條⁴⁵²，我國公司法於閉鎖性公司章節亦已明文引進⁴⁵³。依據第 228 條 (a) 之規定，書面同意制度係指股東之決議，得由「在全部有表決權股份出席及表決之股東會，法律要求通過議案的最低數額表決權數」簽署之同意為之，而無需實際召開股東會，亦即毋需事先通知或為表決行為⁴⁵⁴。儘管書面投票有其便利性，由於事實上已拋棄在傳統股東會股東得齊聚一堂辯論議題，甚至相互折衝、妥協退讓之機會⁴⁵⁵，其同意門檻之設計，與一般召集股東會表決相較而言更為嚴格⁴⁵⁶。觀察我國現行 REITs 以書面召開受益人會議的制度，雖仍有召集通知或表決之程序，而與書面同意制度有所差異，其不允許受益人得以選擇參與實體受益人會議，僅允許以書面方式表決的部分，實與書面同意制度雷同。

(三) 本文見解

我國現行書面受益人會議制度，儘管已有明確排除特定決議事項之適用，仍確有忽視受益人權益之疑慮。蓋現行法下排除書面方式召開受益人會議之事項，僅限於終止信託契約及基金之移轉、合併或終止，然而尚有諸多未被排除之事項係屬重大影響 REITs 之管理、未來走向及受益人權益者，以與實體受益人會議相同之同意門檻，應不足以正當化拋棄受益人得於受益人會議上相互討論、辯論、質問之機會。是以本文認為，應檢討親自召開與書面召開二分的模式，參考公司

⁴⁵² Del. Code Ann. tit. 8, § 228(a) (2021) (“Unless otherwise provided in the certificate of incorporation, any action required by this chapter to be taken at any annual or special meeting of stockholders of a corporation, or any action which may be taken at any annual or special meeting of such stockholders, may be taken without a meeting, without prior notice and without a vote, if a consent or consents, setting forth the action so taken, shall be signed by the holders of outstanding stock having not less than the minimum number of votes that would be necessary to authorize or take such action at a meeting at which all shares entitled to vote thereon were present and voted and shall be delivered to the corporation in the manner required by this section”).

⁴⁵³ 公司法第 356 條之 8 第 3 項：「股東得以書面契約約定共同行使股東表決權之方式，亦得成立股東表決權信託，由受託人依書面信託契約之約定行使其股東表決權。」參照。

⁴⁵⁴ 林國全、劉連煜，前揭註 451，頁 71-72。

⁴⁵⁵ EDWARD P. WELCH & ANDREW J. TUREZYN, *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS* 472 (1994).

⁴⁵⁶ 蓋其要求在全數有表決權股份均出席之前提下計算同意之比例，在通常之股東會上已出席及參與表決之股份往往較真正全部已發行在外之股份來得少的情形下，顯然較為嚴格。參林國全、劉連煜，前揭註 451，頁 73。

法之規範模式，重新定義受益人書面投票制度，開放受益人得自由選擇是否以書面或遠距投票，或參加實體受益人會議⁴⁵⁷。而如欲採取與書面同意制度類似之模式，則應考量提高決議門檻，或排除所有重大決議事項，以保障受益人（尤其是少數受益人）之權益。

三、 臨時動議之要件與限制

(一) 實務運作之爭議

新光一號於 2020 年 9 月召開之受益人會議中，受益人以臨時動議提出更換新光一號股務代理機構、增設獨立會計師查帳等事項。受託機構兆豐銀行當日主持會議未就該等提案進行討論即決定散會，因而遭受益人事後向金管會陳情⁴⁵⁸。此案引發受益人會議臨時動議事項之界線，以及受託機構是否得審查受益人提案之相關爭議。


而後新光一號於 2021 年 4 月召開之受益人會議中，復有受益人臨時動議提案，以管理績效不佳為由，解任管理機構。支持者認為解任管理機構並非明文禁止臨時動議之事項，故決議屬合法有效；惟新昕國際則表達異議，其指出依照新光一號之信託契約，除相關法規另有規定，非有委任契約終止的事由發生，受託機構、受益人會議等，不能任意終止、解任新光 R1 的管理機構。儘管如此，受益人會議最終仍通過決議，惟受託機構表示難據以執行⁴⁵⁹。

(二) 本文見解

⁴⁵⁷ 蓋開放書面方式投票，使受益人得自行衡量其參與實體會議之成本與意願，同時尊重受益人進行投票之自主性，應屬在權衡 REITs 投資商品性與公開發行受益權分散狀態下，保障受益人權益之適合方式。

⁴⁵⁸ 時報新聞（07/14/2020），〈新光一號風波未息 投資人想翻盤〉，<https://tw.stock.yahoo.com/news/各報要聞-新光-號風波未息-投資人想翻盤-234100231.html>（最後瀏覽日：05/17/2022）。

⁴⁵⁹ 中央社（04/12/2021），〈兆豐銀行不認帳！新光一號變天，卻因這些理由難以執行？〉<https://www.storm.mg/article/3601574>（最後瀏覽日：05/17/2022）。



關於不得以臨時動議提出之事項，現行不動產證券化條例第 47 條準用金融資產證券化條例第 24 條第 5 項後段、定型化契約範本附件三受益人會議規則第 17 條以列舉之方式訂有明文。其列舉之事項如信託契約之變更或終止、更換受託機構等，均顯然於 REITs 之運作影響重大，為避免對受益人造成突襲，當屬合理。惟針對未被明文列舉之事項，例如前述實務發生之爭議，是否亦應本於保護受益人的意旨，統一規範重大議案均不得以臨時動議作成決議？

本文認為，由於受益人所得決議之事項，本不宜干涉到 REITs 之經營，而應集中於重大事項之決定或監督，故不宜復以議案重大與否作為禁止臨時動議之標準，惟可參考過往研究建議，將不動產管理機構之委任、終止委任及報酬調增；法律顧問及股務代理機構之委任、終止委任及報酬之調增等實務上爭議且於受益人權益影響重大之事項，納入不得臨時動議之規範⁴⁶⁰。此外，個別 REITs 如認為某件事項對於其運作與受益人保護至關重要，得將之撰入信託契約，以確保不得以臨時動議提出，造成對其他受益人的突襲。

在上述實務案例中，更換管理機構之部分，因已違反原信託契約中所約定得解任管理機構之要件，確實涉及信託契約之變更，故不得以臨時動議提出，新昕國際之異議係屬正當。針對股務代理機構與增設獨立會計師查帳等，在現行規範下除非信託契約中已就其選解任方式為規定，否則應認為臨時動議之決議為有效；惟建議主管機關未來考慮將之列入禁止事項。

此外，針對臨時動議之事項，本文認為目前尚欠缺明確的配套規定。例如，以書面召開受益人會議時，因其性質使然，應明確禁止臨時動議之提案為妥。此外，於少數受益人召集會議時，應參考公司法第 173 條之 1 之實務見解，禁止於該次股東會上以臨時動議方式決議未經主管機關許可之事項⁴⁶¹。

⁴⁶⁰ 參馬傲秋，前揭註 86，頁 29-30。

⁴⁶¹ 最高法院 92 年台上字 1174 號參照。



四、 受益人會議應增設之機制

針對受益人會議之程序面，本文於參照比較法相關法制之作法後，提出二點應增設之機制，以期在兼顧監控成本與執行成本的前提下，保障受益人之權益。

(一) 定期召開受益人會議

在美國，由於 REITs 主要係以公司型態存在，適用公司法之結果，原則上需每年召開股東會⁴⁶²；而在日本，REITs 主要以投資法人型態存在，即使其並未要求每年召開股東會，然因其執行役員之任期至多為兩年，因此其至少每兩年需召集一次會議⁴⁶³，且實務上許多 J-REITs 亦每兩年召集一次股東會⁴⁶⁴。

不同於上述美國與日本的運作，在包含我國在內的多數亞洲國家，REITs 係以信託方式存在。因不受到公司法拘束，通常僅於需要決議某些事項時，方需召開受益人會議。儘管如此，新加坡法之規範方式值得吾人參考。新加坡 MAS 於 2009 年修正其 CIS 附錄 6 第 4 條，要求 S-REITs 原則上應由管理機構每年舉行一次受益人大會，且兩次之間間隔不得逾十五個月⁴⁶⁵。資產及營業報告應被提出於年度受益人大會，且應於會中指派基金的審計人員，並決定其報酬⁴⁶⁶。根據 MAS 表示，要求 S-REITs 需召開年度受益人大會有二主因。其一為確保與上市公司及國際商務慣例上的一致性，其二係可增加運作上的彈性，尤其在需要取得或重新取得受益人之授權，例如追加募集等事項上⁴⁶⁷。

⁴⁶² See REALITY INCOME ANNUAL SHAREHOLDER MEETING, <https://www.realtyincome.com/investors/events-and-webcasts/event-details/2018/Realty-Income-2018-Annual-Shareholder-Meeting/default.aspx> (last visited May. 17, 2022); SIMON, NOTICE OF ANNUAL MEETING OF SHAREHOLDERS, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1063761/000104746920002003/a2241143zdef14a.htm> (last visited May. 17, 2022).


⁴⁶³ 昭和二十六年法律第百九十八号投資信託及び投資法人に関する法律第九十九条第一項：「執行役員の任期は、二年を超えることができない。」

⁴⁶⁴ 例如：イオンリート（2021），《第 5 回 投資主総会 招集ご通知》，頁 5，<http://www.airitilibrary.cn/jnltitle/a0000446-n.pdf>（最後瀏覽日：05/17/2022）。

⁴⁶⁵ CIS Code Appendix 6, § 4.1(c) (Apr. 2020) (“a general meeting to be called the “annual general meeting” should, in addition to any other meeting, be held once in every calendar year and not more than 15 months after the holding of the last preceding annual general meeting...”).

⁴⁶⁶ CIS Code Appendix 6, § 4.1(d), (e), (f), (g) (Apr. 2020).

⁴⁶⁷ Pica, *supra* note 371, at 49-50.



本文認為，在立法論上，新加坡之規範模式或值參考。誠如本文前述，因應 REITs 的專業經營與價值評估上的特殊性，其受益權保障特別需求賦予受益人取得與經營及基金價值有關資訊之管道，透過定期召集受益人會議，有心監督的受益人得以取得一手的資訊，並得透過直接詢問受託經營團隊進行問責與監督。惟本文認為未必需強制每年一次，主管機關可綜合考量召集成本、受益人對於 REITs 事務的參與意願等，訂定最低標準，並交由個別 REITs 以其信託契約為更嚴格的約定。

(二) 撤銷受益人會議之訴權

我國法目前未針對受益人會議存在召集程序或決議方法之瑕疵時，應如何認定其決議效力之相關規範，似有規範上的欠缺。協同行為效力瑕疵，似僅能類推適用民法有關總會決議撤銷之原理，疑義甚多。例如，於前述新光一號的實務爭議，如認為不得以臨時動議決議變更管理機構，受託機構僅能以其自身判斷拒絕執行，而受益人除向主管機關陳情以外無其他終局的救濟管道，實值檢討。

參照與我國公司相同設有撤銷股東會決議之訴制度的日本，其信託法修正研究亦表示，基於法律關係早日確定之需要，於信託受益人會議，有必要制定與公司股東會撤銷訴訟類似的規定⁴⁶⁸。基此，本文建議，應考量於受益人會議應遵行事項中，設計撤銷訴訟之機制，或明文準用公司法第 189 條、189 條之 1 等規定，以明確化受益人對於召集程序或決議方法違法之決議的救濟⁴⁶⁹。

第三項 追訴受託人違反義務之權限

儘管我國 REITs 目前針對受託人之受託義務已有相關規範，然而於受益人主張受託人違反其受託義務致生其 REITs 及受益人之損害時，欠缺其得如何主張其

⁴⁶⁸ 法制審議會信託法部會（2005），《第 7 回會議配付資料抜粹 資料 2-7》，頁 32，https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20050415_d1sir/02_07.pdf（最後瀏覽日：05/17/2022）。

⁴⁶⁹ 同樣建議借鑒公司股東會決議效力無效及得撤銷之相關規定，將之運用於 REITs 上者，參溫建利、李權，前揭註 292，頁 165。

權利之規範。本項中擬先以美國一則判決為導引，進一步分析此問題在我國法下應如何處理與立法。



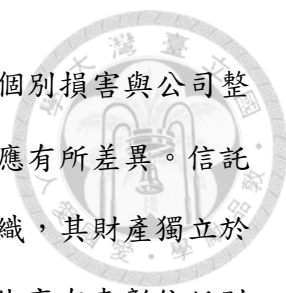
一、 美國法之判決：Oliveira v. Sugarman 案⁴⁷⁰

在本件中，原告（亦為上訴人）Albert F. Oliveria 等人為 Oliveira Family Trust 之受託人，Oliveira Family Trust 為 iStar Financial Inc.（一個公開發行的公司型 REIT，簡稱 iStar）的股東。被告為 iStar 的現任與前任董事會成員。原告主張，被告（iStar 董事會）為實踐其激勵員工的獎勵計劃（該獎勵為 2008 Awards，該計劃稱為 2009 Plan），召集股東會，透過委託投票書（proxy statement）鼓勵並促使股東同意發行新股以促成該計劃。惟 2008 年時公司之表現未達獎勵之門檻，董事會在薪酬委員會及外部專家之討論後，復修改原 2008 Awards 為 2011 modification，原告起訴主張被告應將所有新發行的股份用作支應 2008 Awards 之用，否則應撤回或取消其新股之發行，並主張其持股被稀釋而受有直接損害，得提起直接訴訟（direct claim）。

法院駁回原告的各项主張，並且認定原告所主張持股受稀釋之損害為間接損害，而非直接損害。其針對股東之直接訴權與間接（衍生）訴權之區別，進行了相當清晰的論述，值得參考。其指出，當一個損害係同時發生於股東與公司時，股東僅得提起間接（衍生）訴訟。如股東欲以自己的名義提起訴訟，應證明其遭受獨立且得區別於公司之損害。例如，當一個對公司產生損害之事件發生時同時伴隨對個別股東持有股份價值等比例的損害時，僅能以公司名義對董事請求賠償；惟若少數股東得證明其持股因受到稀釋而遭受股份價值之重大減損，則有機會主張直接損害⁴⁷¹。

⁴⁷⁰ *Oliveira v. Sugarman*, 451 Md. 208 (Md. 2017).

⁴⁷¹ *Oliveira v. Sugarman*, 451 Md. 208, 230-31 (Md. 2017).



本文認為，本案中法院針對 REITs 之股東訴權，區分股東個別損害與公司整體損害之觀點，雖係針對公司型 REITs，惟在信託型 REITs 不應有所差異。信託型 REITs 作為商業信託，如本文第三章所述，係為一個商業組織，其財產獨立於信託之受託人、受益人而存在；多數且不特定的信託受益人即使享有表彰信託財產價值的受益權，在尚未分配收益或清算前，亦不得獨立實現其權利。受益人與信託型 REITs 之關係，與公司與其股東之關係相似，故亦應區分個別損害與整體損害分別處理⁴⁷²。受託人違反受託義務，通常係造成 REITs 之整體損害，以下就信託型 REITs 受益人應如何行使追訴權之相關爭議，詳細說明。

二、 信託型基金追訴權的歸屬主體


在信託型基金中，信託之受託人為基金財產之名義上所有人，如第三人對信託財產構成損害，而有對第三人行追訴之必要時，美國法 *International Fire., Local 2665 v. City* 一案中法院指出，原則上應由信託之受託人而非受益人代表基金對第三人提起訴訟。如受益人欲代基金提起訴訟，需依照聯邦民事訴訟法 Rule 23.1 的要件與程序，即受益人原告必須顯現其公平且充分地代表所有處於類似地位的股東或組織成員，且已經請求公司董事或同等地位之人而未成功或請求無益，其程序與公司股東的代位訴訟類似⁴⁷³。

然若欲追訴之對象為信託之受託人本身時，是否因受託人無從代表信託，而得由受益人行使其追訴權利，主張其個別之受益權受到侵害，實有疑問。本文認為，由上述案例與法院見解可知，儘管信託不具嚴格意義上的法人格，由於其具有組織性與獨立性，無論追訴對象為何，均應採取類似公司法上代位訴訟的模式，使信託財產最終得獲損害賠償之填補⁴⁷⁴。而由於在基金中，受益人通常作為

⁴⁷² 關於獨立損害與整體損害，與其和股東主張權利方式之關係，See VICTOR JOFFE QC ET AL., *MINORITY SHAREHOLDERS: LAW, PRACTICE, AND PROCEDURE*, 113-14, 140-44 (5th ed. 2015).

⁴⁷³ *International Fire., Local 2665 v. City*, 320 F.3d 849, 850-51(8th Cir. 2003).

⁴⁷⁴ 儘管美國在 ICA Section 36(b) 賦予基金持有人與 SEC 直接對基金顧問機構就其服務報酬部份受託義務提起訴訟之權利，惟此為特別之立法，且美國文獻上指出，此權利之賦予係因立法者認為，基金之董事通常拒絕持有人對顧問機構超收顧問費違反受託義務之主張，無法有效保護受益人的



剩餘索取權人，權利歸屬於信託財產，可視為等同最終歸屬於全體受益人，自不宜使個別受益人跨過信託，逕自主張其個別受益權受到侵害，此點無論係對第三人主張權利時，或對信託之受託人主張權利時，均應相同，僅係影響追訴代表人之設計而已，詳如下段所述。

三、 REITs 之受益人對於受託義務人違反義務時的追訴權

我國法目前對於 REITs 之受益人應如何追訴其受託義務人並無明確之規範，實務上亦幾未見追訴之先例。然而，自現實頻傳的爭議以觀，受益人實際上並非對受託義務人的行為或決策毫無異議，故應有必要建立一套機制，保障其藉由追訴，進行事後監督的可能。為求論述的便利性，以下所稱「受託人」，係指本章第一節第三項所定義 REITs 之受託義務負擔主體，包含受託機構、管理機構以及信託監察人等，而與嚴格意義下「信託關係中的受託人（即現制下之受託機構）」有所區別。

依據前述，REITs 追訴權的歸屬主體應為基金本身，或等同於全體受益人。惟關於具體而言權利應如何行使，實有待實務發展與未來立法。本文認為，制度設計上某程度應可參考我國法下公司對其董事或監察人違反法令或受託義務時的追訴方式，包含：（1）股東會決議後，由對應之人代表公司為訴訟⁴⁷⁵；（2）由少數股東請求對應之人不成後，為公司提起代位訴訟⁴⁷⁶；（3）在公開發行公司，由投保中心於請求對應之人不成後，為公司提起訴訟⁴⁷⁷。以下分別檢討於我國現行 REITs 下之適用可能性。


（一）受益人會議決議後，由對應之人代表提起訴訟

權益。See Diane Fruchter Martucci, *The Inapplicability of the Demand Requirement of Rule 23.1 to Mutual Fund Shareholder Suits Under Section 36(b)*, 51 FORDHAM L. REV. 1403, 1423-33 (1983).

⁴⁷⁵ 公司法第 212 條、213 條參照。

⁴⁷⁶ 公司法第 214 條、215 條參照。

⁴⁷⁷ 證券投資人及期貨交易人保護法第 10 條之 1 參照。



由於受益人權利之行使，原則上應經受益人會議之決議，因此受益人會議決議對違反法令、契約或受託義務之受託人提起訴訟請求賠償，即使並非定型化契約範本第 29 條所列舉應由受託機構召集受益人會議之事由，仍應認為係合法、有效地行使歸屬於 REITs 或全體受益人權益之事項。


惟在決議作成後，應由何人代表提起訴訟，值得討論。在追訴對象為受託機構以外之受託人時，由於受託機構為 REITs 信託財產名義上之所有人，由其代表提起訴訟應屬合理且可行；惟若追訴之對象即為受託機構本身，應從授權之法理，或參考公司法第 213 條訂立相關規範，由信託監察人代表，未設立信託監察人時，應由受益人會議另選代表之人提起訴訟。

(二) 由少數受益人請求對應之人不成後，自行代表 REITs 提起訴訟

為避免受益人會議為多數受益人所控制，造成受託人違反義務卻得免於被追訴，應參考公司法，賦予少數受益人追訴之權利。而由於追訴權之歸屬主體應為 REITs 或全體受益人，首先應釐清少數受益人於何種情形下具有提起訴訟的擔當權能。本文檢視其法律關係，認為固然似得自現行民法第 831 條準用 821 條，得出個別受益人得為全體受益人之利益為請求，構成法定訴訟擔當之結果，然而本文認為不應逕行為此適用，而應另行立法為妥。蓋訴訟之提起需要龐大成本，且對於處於經營或監督崗位上的受託人均會造成負擔，應設立提起訴訟之門檻，例如持股期間與持股門檻等，以兼顧監督成本，避免反而造成對 REITs 全體受益人權益之侵害⁴⁷⁸。

此外，為尊重 REITs 作為一個組織體所設計內部的監督機制，避免個別受益人動輒提起訴訟，少數受益人應先請求對應之人對受託人提起訴訟不成後，方得提起訴訟。惟如何認定請求對應之人？本文認為，在追訴對象為管理機構或信託

⁴⁷⁸ 在此亦面臨與公司法中代位訴訟相同的問題，包含應如何設計代位訴訟之制度，提高提起訴訟之誘因；訴訟規則應如何設計等，有待立法者進一步研擬相關規範。參曾宛如（2010），〈我國代位訴訟之實際功能與未來發展－思考上的盲點〉，《台灣法學雜誌》，159 期，頁 27-31。



監察人時，應向受託機構為請求；而在追訴對象為受託機構時，應向信託監察人為請求，惟若未設有信託監察人，則應要求受託機構設置類同於美國的特別訴訟委員會，或參考美國法上請求無益之法理⁴⁷⁹，設計為少數受益人得逕行提起訴訟請求。

(三) 由投保中心於請求對應之人不成後，為 REITs 提起訴訟

我國 REITs 目前均為上市發行者，其受益人為不特定之多數投資人，其向受託人請求賠償時，面臨訴訟程序繁瑣、專業困難、訴訟費用高，及須避免案件處理結果不一致等情形，所需受到的受益人保護（或投資人保護）需求與一般上市公司並無二致，均有建立集體訴訟制度之必要⁴⁸⁰。然而觀諸現行證券投資及期貨交易人保護法第 10 條之 1，其並未適用於不動產投資信託，似有不足之處。因此，本文認為宜透過修正條文，於受託人執行職務有重大損害 REITs 之行為，或違反法令或信託契約之重大情事時，賦予投保中心訴訟之權能。至於何人為其應先請求之對應之人，應得比照上（二）中所述為設計。

第六節 本章結論

本節以本文第三章對商業信託的功能、特性與組織體的理解，及第四章對不動產投資信託作為獨立類型與其受益權保障需求為基礎，開展不動產投資信託內部治理之討論。本章將內部治理區分為經營層面與監督層面，就其內涵區分各節討論。

一、 經營層面

藉由探討不動產投資信託之受託關係，可釐清在 REITs 法律關係中負擔受託義務的主體與對象；藉由探討受託義務之內涵，可探究 REITs 作為一種不同於共

⁴⁷⁹ 關於特別訴訟委員會與請求無益之概念，參周振鋒，前揭註 331，頁 263-275。

⁴⁸⁰ 關於集體訴訟之制度目的，建立及要件等，參陳春山（2000），《企業管控與投資人保護 金融改革之路》，頁 152-156，元照。



同基金與一般公司的獨立商業組織類型，其受託義務的內容與特色，以及法制規範上的相關配套；藉由探討關係人交易，可思考其對於集團經營型 REITs 之重要性，以及相應之程序設計。

(一) 不動產投資信託之受託關係

參考英美法上對於受託關係之理解脈絡，認為在我國現行 REITs 的架構下，管理機構即使與受益人間不存在信託契約當事人之關係，亦應從其間的財產託付、信賴關係，推導出「受託機構及管理機構作為我國 REITs 的經營者，與受益人間均存在受託關係」的結論，因此受託機構及管理機構，均為本章第二節與第三節中所討論須負擔受託義務之「受託人」。

(二) 受託義務之內涵

儘管 REITs 受託人受託義務主要包含注意義務與忠實義務，然究其實質內涵，無法直接適用信託法或信託業法之相關規定，而應考量 REITs 之制度目的與受益權保障之需求，為法規範之解釋或相關之立法。

儘管受託義務大致可分為注意義務與忠實義務兩大部分，惟其分別之具體內涵應依制度與商業需求、受益人權益保障需求而定。依本文第三章、第四章所述，不動產投資信託雖為商業信託之一種，其與共同基金甚至一般公司相同地，具有相似的商業功能與受益權獲利期待，因此其受託人受託義務，包含注意義務與忠實義務之主要內涵，均係導向在合法、合規的限度內最大化受益人的獲利。此與傳統的民事信託，或不動產證券化、金融資產證券化等典型的證券化商品，其受益人僅取得固定收益，而非期待獲利之最大化，故受託人受託義務主要為保管受託財產，實有相當大的不同。



1. 不動產投資信託之受託人受託義務係以積極獲利為目的，不同於資產證券化下受託人受託義務主要為保管受託財產。基於商業環境的不確定性，應允許其在權限範圍內，理性完整地衡量利弊後，作成具有風險的決策或判斷。

2. 觀察我國實務上爭議的發生，宜學習美國，引進該商業判斷法則。然而在引進之際，亦應考量可能受到的現實面、結構面與實質面的限制。

3. 儘管不動產投資信託係一種投資信託，因其未必以分散風險為原則，且並無明顯不同類別的受益人，亦無可供比較的投資組合以釐清責任，不宜適用審慎投資人法則架構受託人義務之內涵。

4. 針對 REITs 受託義務之內涵，宜於制度上搭配具體設計，以協助、促使受託人履行受託義務。包含管理機構之選解任、受託人報酬之設計、強行規定之修正或放寬等。

(三) 關係人交易

由於我國 REITs 係以發起人集團為主的型態，在與關係人間進行之交易上，存在運作上的必要性，並可創造經濟利益，不應如傳統信託完全禁止受託人作成利益衝突之行為或為關係人交易，而應以程序之設計來管控關係人交易。

我國目前以「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進行規範」，究其規範內涵，本文認為有幾點可為探討：

1. 宜參考新加坡或日本的作法，不在關係人交易之定義本身做限縮，而係在規範模式上進行寬嚴程度的區分。

2. 具體而言，可參考該關係人交易對於 REITs 得以帶來的經濟效益，區分管控密度。例如，針對與發起人集團間的不動產買賣、租賃、管理等事項，或涉



及資金挹注的事項，應以良好的程序設計取代禁止。而對於其他交易對象或其他

的交易類型，則有進一步設計較為嚴格規範之空間。

3. 我國以受益人會議同意為主的模式，在效率、機動性之觀點，未必是最佳選項，日本採取的外部專家審查模式有值得學習之處。尤其在修法草案採取基金型架構下，可交由不動產投信事業董事會，要求經獨立董事或審計委員會之決議，進行關係人交易之審查。

二、以監督層面而言

信託監察人與受益人處於 REITs 經營決策者以外，在 REITs 的內部治理中，發揮監督經營決策者的角色。其權限之設計，一方面應避免對於經營決策者造成過度的干涉而影響經營效率，一方面須在符合監控成本的前提下賦予充分、有效的監督管道，以保障經營者與多數受益人不會濫用權限而侵害受益人乃至少數受益人之權益。

(一) 信託監察人之權限

就信託監察人的設置、資格與選解任，經檢視現行法之規範大致合理。而就其權限，依現行規範包含：受益人會議召集權、為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為，及行為制止請求權。針對「為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為」，本文認為應符合幾個原則，包含：1. 不能干預或危害到經營團隊之決策判斷與經營行為；2. 涉及基金之未來發展走向，且與受益人權益關係甚大，或涉及實質的信託利益享受權者，不得由信託監察人代為行使；3. 設立信託監察人不應構成對原受益人行使權利之限制。

至於在修法草案採取基金架構下，固然已有保管機構而無信託監察人之設計，惟參考同為基金型態的新加坡，其 REITs 對受託機構之監督義務規範較完整，且賦予受益人較強的監督機制，值得我國立法論參考。



(二) 受益人之權限

受益人之權限行使範圍，除法規範所事先擬定以外，亦有自治的空間。惟其自治範圍與界線，應兼顧主要受益人與少數受益人之權益，且亦應避免受益人無限擴大其權限，達到實質上控制受託人行為的程度。而就受益人監督權限之行使方式，應以集體行使為原則，惟亦得參酌監控支出，就行使權利之成本、事件之重大、急迫程度等綜合考量，而設計為單獨行使或少數行使。

受益人集體行使權限係經由受益人會議方式為之。本文檢討現行對於受益人會議之相關規範，認為有幾個面向值得探討與修正：（1）少數受益人召集權之要件應為較嚴規範，包含持有受益權期間、召集時機與事由及主管機關之核准標準等；（2）應重新檢視書面召開會議之正當性，保留現行書面受益人會議制度，但提高決議門檻或排除所有重大決議事項，或開放允許受益人得自由選擇是否以書面或遠距投票；（3）不宜以重大性作為禁止臨時動議的標準，但須確保少數受益人召集會議時不得為臨時動議；（4）受益人會議應增設之機制，包含要求定期召開受益人會議，及增設撤銷訴權規定。

而就受益人應如何追訴違反受託義務之受託人的責任，本文認為，制度設計上某程度應可參考我國公司法下公司應如何對其董事或監察人違反法令或受託義務時的追訴方式，設計三種機制，以確保受託人義務違反責任之追究及少數受益人權益之落實：（1）受益人會議決議後，由對應之人代表提起訴訟；（2）由少數受益人請求對應之人不成後，自行代表 REITs 提起訴訟；（3）由投保中心於請求對應之人不成後，為 REITs 提起訴訟。



第六章 不動產投資信託之外部治理與受益權保障

根據本文第四章所述，治理機制大致可分為以組織內部組成成員的權限分配、管理監督為中心的內部治理，以及來自市場外部力量的監督，即外部治理機制。前章已詳細探討與不動產投資信託內部治理機制相關之爭議與制度設計，本章將從外部治理的角度出發，定義其機能與內涵，並從觀察美國近年興起的 REITs 外部治理潮流，反思外部治理機制在我國 REITs 之治理與受益權保障上，其重要性為何，及應如何設計為妥適。

第一節 外部治理之機能與內涵

第一項 外部治理之受益權保障機能

一、 外部治理 (external governance) 之定義

本文參考文獻上對於外部治理之定義，界定外部治理係指由控制權市場 (market for corporate control) 所提供的一種治理機制⁴⁸¹。其主要內涵，是在一個自由運作的資本市場中，控制權市場的移轉 (takeover) 可以有效地監督與汰除欠缺效率的經營者，例如透過取得大量股權的方式，汰換並取代表現不佳的經營階層，藉此達到對原經營者的監督，以保障股東或受益人的權益⁴⁸²。此外，機構投資人所有權 (institutional ownership) 亦可藉由在治理中扮演積極的角色，例如透過選任董事，於董事會中參與經營管理事務，達到自經營者外部強化治理的目的。前者在文獻上稱為控制權移轉，而後者係在未改變經營控制者的程度下，由股東或剩餘所有權人，從外部對經營者進行較為主動、積極的監督，在公司法領域即為股東行動主義 (shareholder activism) 之概念⁴⁸³。本文所稱之外部治理，係包含此二個面向。

⁴⁸¹ See generally Charlie Weir, *The Market for Corporate Control*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE 328 (Douglas Michael Wright et al. eds., 2013).

⁴⁸² See Richard S. Ruback & Michael C. Jensen, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 J. FINANC. ECON. 5, 36 (1983).

⁴⁸³ See Bianco et al., *supra* note 266, at 82.



二、 外部治理機制之內涵

(一) 控制權移轉 (takeover) 作為外部治理機制

根據研究文獻，控制權移轉 (takeover) 係透過市場機制，取代原經營階層，有助減緩經營與所有分離所導致的代理問題⁴⁸⁴。尤其在股權結構高度分散，例如美國、英國的公司，股東對於公司的營運與管理幾無置喙之地，透過活躍的控制權市場，得以發揮對管理層監督的功能，有助於減低經營與所有分離所導致之代理成本⁴⁸⁵。控制權移轉，大致可分為幾種類型，包含合意併購 (merger)、公開收購 (tender offer) 及委託書競爭 (proxy contest) 等。其中 merger 與 tender offer 係由收購方以溢價購買被收購方股份的方式達成，惟前者係經被收購方董事會與收購方協商後同意，而後者係由收購方直接向被收購方股東進行要約、購買。至於 proxy contest 則係指現任經營者以外之人，例如前任經營者或其他大股東，通過董事選舉的方式，來掌控現有董事會成員之組成⁴⁸⁶。

過去許多研究亦指出，控制權移轉有助於創造價值，並且提高股份在市場上的價格，均足資佐證控制權移轉對於股東或剩餘索取權人之利益提升機能⁴⁸⁷。例如，有研究以高度監管的銀行為對象，探討控制權移轉對於其資源使用效率的影響。其發現，美國在對控制權移轉進行較少限制的州，其整體經營效率（尤其技術上效率）較管制較多的州更好，同時也帶動更好的收益與 ROE、ROA 等指數表現⁴⁸⁸。而針對股價部分，研究上亦指出，在收購成功時，統計數據顯示被收購方的股價會有超越正常的成長 (abnormal returns)，而收購方的股價則可能有顯著

⁴⁸⁴ Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73(2) J POLIT ECON 110, 113-14 (1965).

⁴⁸⁵ Grossman, *The theory of the market for corporate control and the current state of the market for corporate control in China*, OECD, 1, 45-46 (2004), <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/31601011.pdf>.

⁴⁸⁶ See Ruback & Jensen, *supra* note 482, at 7.

⁴⁸⁷ 惟亦有部分否定見解認為，公開收購型態的控制權移轉 (tender offer takeovers) 無法顯著提高被收購公司營運收益的長期表現。其並認為，有某些替代方式得以達到相同的治理效果，例如確保外部股東得以指定代表參與董事會等，本文認為此與股東行動主義為類似之概念。See F.M. Scherer, *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*, 2(1) J ECON PERSPECT 69, 80-81 (1988).

⁴⁸⁸ See generally Richard Grabowski et al., *The Role of Takeovers in Increasing Efficiency*, 16(3) MANAGE DECIS ECON 211 (1995).

成長，或持平，總體而言控制權移轉對於雙方股東之整體更為有利，有助於產生較原收購方與被收購方合計更多的淨現金流⁴⁸⁹。



(二) 股東行動主義 (shareholder activism) 作為外部治理機制

所謂股東行動主義，亦稱為股東賦權主義 (shareholder empowerment)，係指股東（通常為機構投資人或相關服務機構）有別於以往消極行使股東權，積極參與公司事務，推動特定經營策略與目標⁴⁹⁰。與控制權移轉不同，股東行動主義並非以取得經營控制權為目的，而係透過在集中市場買進目標公司之有力股權，取得談判籌碼，或甚至爭取董事席次，從中推動特定的經營策略，尤其注重經營績效，特別是股價⁴⁹¹。

股東行動主義一般被認為有助於強化公司之經營績效，尤其有助於股價之提升，因此得作為有力的外部治理機制⁴⁹²。然而，亦有見解對於其存有疑慮。首先是關於短期主義的質疑，其認為避險基金等機構投資人有其投資週期，可能偏好短期股價的上升，而忽略長期經營。此外，亦有質疑股東行動主義可能造成公司經營過度偏向股東利益，而有損其他利害關係人之利益，造成財務風險並損及債權人保護等⁴⁹³。

三、 REITs 之外部治理機制與受益權保障

上述有關外部治理機制內涵之文獻，原則上均係以公司為探討的主體。惟誠如本文中心主旨，不動產投資信託係一種獨立類型，其與公司、共同基金均有相

⁴⁸⁹ See Ruback & Jensen, *supra* note 482, at 28.

⁴⁹⁰ 關於股東行動主義之相關文獻，See, e.g., William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case against Shareholder Empowerment*, 158 U. PENN L. REV. 653, 653-728 (2010); John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545, 545-607 (2016).

⁴⁹¹ 楊岳平 (2020)，〈公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義〉，《台灣財經法學論叢》，2卷1期，頁395-396。

⁴⁹² 關於股東行動主義之正面評價，See, e.g., Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93(3) VA. L. REV. 675, 675-732 (2007).

⁴⁹³ 參楊岳平，前揭註491，頁403-404。

似與相異處，因此適用於一般公司之外部治理機制，是否或應如何適用於 REITs 上，以促進受益權人權益之保障，實有待進一步的釐清與探討。




(一) 不同於共同基金的外部治理

以共同基金來說，由於基金持份價值的實現，係由基金受益人（持有人）向基金要求贖回的方式來達成，其價值係客觀計算基金之淨資產（net asset value, NAV）來計算，相當於公司股東行使股份收買請求權時之公平價格。不同於公司之股份，基金持份不會被以低於其內在價值（intrinsic value）的價格在公平市場中被交易，因此曾有文獻認為，因共同基金缺乏控制權市場及潛在的控制權轉移可能性，亦缺乏機構投資人股東的主動發聲，其外部治理較一般公司為弱⁴⁹⁴。惟本文認為，事實上，共同基金並非不重視外部治理，其仍透過某些機制保障受益人之利益，僅係其治理方式有所不同而已。在共同基金中，受益人原則上具有不受限制的贖回權，其贖回行為使基金資產規模降低，直接影響基金經理公司之報酬，即使未取代其地位，亦實質上剝奪其對於資產、資源控制，達到與控制權轉移相似之效果⁴⁹⁵。

而在不動產投資信託，即使與共同基金看似有類似性，兩者仍有部分差異，因而不宜逕行套用共同基金之外部治理機制來保障受益人之權益。其主要理由在於，不動產投資信託為封閉型基金，受益人仍需仰賴買賣交易的自由市場，無法透過贖回權的行使，達到與上述共同基金相似的外部治理效果。而且，相較於以證券投資為主的共同基金，不動產投資信託的資產價值較仰賴估價技術，且其持份於市場上的交易價格與真實之內在價格產生落差，與一般公司股份有較相似之處。

⁴⁹⁴ Donald C. Langevoort, *Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty*, 83 WASHINGTON U. L.Q. 1017, 1031-32 (2005).

⁴⁹⁵ See Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26(2) J.L. & ECON. 327, 337-39 (1983); Roiter, *supra* note 206, at 1.



此外，不動產投資信託相較於共同基金，更重視經營團隊的專業經營能力（在外部管理型態之 REITs 主要即為管理機構），其能力之好壞，影響 REITs 之收益與前景、投資人的信賴與股價表現，對於受益人之權益影響重大。因此，在無法任意以公平價格請求贖回的封閉型組織中，以控制權移轉、股東行動主義等外部治理機制來監督，甚至汰換原經營團隊，可想像應有其實益，本章後續亦有相關文獻、實證研究加以佐證。

(二) 獨特的外部治理機制

儘管不同於共同基金，吾人亦不宜將 REITs 之外部治理與公司劃上等號，而應考量其本質與制度上的獨特性，設計適宜之外部治理機制。蓋即使 REITs 某程度重視經營能力，由於現行法令及個別信託契約中，通常對於經營、決策已設有一定的方針或限制，且強制將收益九成以上分配，已一定程度約束經營者的決策空間。因此，外部治理機制，尤其以經營層汰換的控制權移轉手段，是否仍扮演同等重要的治理角色，值得探討。並且，由於封閉型基金常有先天折價問題⁴⁹⁶，易吸引期望進行波段獲利的短期主義者，而非真正有心接管控制權者，可能造成頻繁的清算現象，或以股東行動主義之名行短期主義與投機行為之實，使長期持有 REITs 受益人之權益受到不當的干涉或影響。

綜合上述，本文認為不動產投資信託仍需受到一定程度之外部治理，惟其無法適用共同基金以贖回權為主的機制。於參考公司之外部治理機制時，亦不宜全盤移植，而應考量成本效益與短期主義等問題。本節以下將於第二項中回顧美國 REITs 之外部治理機制與其實務發展，並於第三項中探討我國法制度下，尤其在我國現行 REITs 之架構與實務運作下，設計 REITs 之外部治理機制時所應注意之原則，及其與受益權保障之關係。

⁴⁹⁶ See Charles M. C. Lee et al., *Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle*, 46(1) J FINANCE 75, 76-77 (1991).

第二項 美國 REITs 興起之股東行動主義與併購活動



一、 美國法傳統見解

美國法上傳統見解認為，在 REITs 中，相較於一般公司，較不易見到股東行動主義，或控制權移轉等機制的運作痕跡，而較重視內部治理⁴⁹⁷。其原因包含以下幾點⁴⁹⁸：

(一) 受到強制股權分散標準拘束

在美國，依據其國家稅務局（Internal Revenue Service）的“five or fewer rule”，其禁止 REITs 之股份由五人或五人以下持有 50% 以上⁴⁹⁹。此外，REITs 常使用過剩股東條款（excess shareholder provisions），亦即如單一股東持股超過某個預設比例（通常為 10%）以上時，其表決權與收益分配權均自動暫停行使⁵⁰⁰。此等持股分散標準之建立，使 REITs 被認為某程度隔絕於敵意收購外，使股東以行動攻擊經營者的情形較少發生⁵⁰¹。而且，由於美國多數 REITs 均設立於馬里蘭州，依據該州州法，非合意收購（unsolicited takeover bids）亦是被禁止的⁵⁰²。

(二) 資產價值較一般公司為透明

學說上指出，REITs 相較於一般公司，較不易因對未來現金流預測錯誤，或因治理出現瑕疵或問題，而被低估價值。蓋一般公司可能有許多帳面上無法準確估計的資產，例如人力或技術資源，而 REITs 因被要求 75% 以上之資產需為不動

⁴⁹⁷ See generally Robert D. Campbell et al., *Corporate Governance and Performance in the Market for Corporate Control: The Case of REITs*, 42 REAL ESTATE FINAN ECON. 451 (2011).

⁴⁹⁸ See Downs et al., *supra* note 278, at 67-68.

⁴⁹⁹ 5/50 rule 係 REITs 的資格要件，參照 26 U.S.C. § 856(a)(6), (h)(1)(A) (2018) (excluding from the definition of REIT entities which are closely held pursuant to the stock ownership provisions of 26 U.S.C. § 542(a)(2) (2018)). See *id.* at 67; Dennis Capozza & Paul J. Seguin, *Inside Ownership, Risk Sharing and Tobin's q -Ratios: Evidence from REITs*, 31(3) REAL ESTATE ECON. 367, 368 (2003).

⁵⁰⁰ 美國 REITs 常於章程中約定此條款，使其股東至多僅得持有 9.8% 或更少的比例，超過部分無表決權亦無從分取收益，以此確保股權分散，且其計算方式與 5/50 rule 不同，並無穿越（look-through）原則的適用，經由同一實體所持有歸屬於不同自然人的股份須合併計算，因此有防禦敵意併購之功能。See David M. Einhorn et al., *REIT M&A Transactions—Peculiarities and Complications*, 55(2) BUS. LAW. 693, 696-99 (2000).

⁵⁰¹ See MCCALL, *supra* note 22, at 14.

⁵⁰² Downs et al., *supra* note 278, at 67.

產，且 75% 以上之收益需來自不動產的租金收益，價值較一般公司透明而容易評估，因此 REITs 內部與市場外部的資訊落差問題較小⁵⁰³。傳統見解因而認為，此係 REITs 較少見控制權移轉事件的主要原因，且即使出現，對 REITs 股東利益的正面影響亦較一般公司小⁵⁰⁴。

(三) 自由現金流所致代理問題較小

由於 REITs 需將其可稅所得的 90% 分配出去，經營者得自由運用的資金相當有限，一般認為基於自由現金流所產生的代理問題，在 REITs 相較一般公司較不嚴重⁵⁰⁵。因此，透過控制權移轉等外部治理手段所能提高 REITs 的價值實屬有限。

惟上述原因僅係用以解釋傳統見解認為 REITs 與一般公司相較，較少出現外部治理機制運作的原因，並非表示 REITs 完全不會存在來自經營者以外的外部治理力量或機制⁵⁰⁶。

二、 近期股東行動主義與併購活動之興起

近年來，美國越來越多研究發現，其 REITs 逐漸受到外部治理機制的挑戰。舉例而言，在 2017 年美國的 REITWise Conference 即特別組成一個團隊，研究促使 REITs 外部治理的因素。其經由訪談發現，過去 REITs 之併購或股東行動主義被限制的主因係受限於不動產的產業規模，以及稅法上的限制；然而近期這些現象逐漸改變，股東行動主義的潮流逐漸在 REITs 業界發酵⁵⁰⁷。

例如，曾有一檔 REIT (Commonwealth REIT)，其兩個積極股東 Corvec Management LP 與 Related Fund Management LLC 競爭董事會的控制權，成功將原

⁵⁰³ *Id.* at 67-68.

⁵⁰⁴ *Id.*

⁵⁰⁵ *Id.* at 68.

⁵⁰⁶ 關於來自經營者以外外部治理機制之事例，*See, e.g., Ben Fox Rubin, Corvec, Related Call for Earlier Commonwealth REIT Special Meeting*, WALL STREET JOURNAL (Mar. 26, 2014, 8:49 AM), <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304418404579463064217346436>.

⁵⁰⁷ Downs et al., *supra* note 278, at 68.

董事會替換，其主要訴求係管理報酬過高，且錯誤為管理決策，導致 Commonwealth REIT 的股份交易價格遠低於其商業房地產組合的價值⁵⁰⁸。又如 Bulldog Investors 施加壓力予 Javelin Mortgage Investment Group 要求其大量買回股份⁵⁰⁹；Midvale hedge fund 驅走 Anworth Mortgage Asset Corp. 現任的管理者並取代現任董事會等⁵¹⁰。

三、 建議 REITs 設置因應機制的趨勢

近年來，依據美國 REITs 學界與實務界的研究，尤其於 Covid19 疫情爆發後，造成 REITs 面臨股價的驟降，經營團隊除需處理因疫情所導致承租人、受雇人、營運等問題以外，尚須保護 REITs 不會受到有心利用疫情人士的挑戰。相關的措施例如⁵¹¹：

(一) 檢視股東與債權人的結構與其變化，以發覺是否有不尋常的行動股東或潛在的收購者，或處於類似地位之股東。

(二) 檢視並考慮更新結構性的防禦措施，設想於真實面臨股東行動或其他對於現任經營者的挑戰事件時，董事會應如何回應，例如設置專門應變的小組，或備置相應的股權計劃（rights plan）實施策略⁵¹²。

(三) 檢視自身的資產負債表與債務到期時程，尋找提高流動性的策略。

⁵⁰⁸ See, e.g., Rubin, *supra* note 506.

⁵⁰⁹ See Heather Perlberg, *Bulldog Targets REITs for Shakeup after Javelin Win*, BLOOMBERG (Jan. 16, 2014, 5:35 AM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-16/bulldog-targets-reits-for-shakeup-after-javelin-win-mortgages>.

⁵¹⁰ See Heather Perlberg & Alexis Leondis, *Activist U.S. Fund Seeks Board Ouster at Anworth REIT*, BLOOMBERG (Apr. 17, 2014, 12:00 PM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-17/activist-u-s-fund-seeks-board-ouster-at-anworth-reit-mortgages>.

⁵¹¹ 整理自 *Real Estate and REIT M&A Selected Articles and Memoranda*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ (WLRK) (2020), <https://www.wlrk.com/files/reit/WLRK.REMAcompil.pdf>.

⁵¹² 關於現任經營者面臨外部治理之訴求時，是否及應如何為防禦行為，避免侵害股東之權益，向來見解上分歧。惟各國立法例上多未完全禁止防禦行為，而係透過賦予股東事後得向法院挑戰該行為的機會，或要求事先須經股東會的同意等，參照 RITA SZUDOCZKY, TAKEOVER REGULATIONS AND PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS: A COMPARISON BETWEEN THE EUROPEAN AND US APPROACH, 29-33 (2009)。本文認為此等觀點亦應有適用於不動產投資信託上。



(四) 檢視自身的收益分配策略與相關指令，及資訊揭露之情形，尤其是與疫情相關的資訊，並探討其等事項於短期主義投資人的關係與影響。

(五) 與股東討論 REITs 的治理與策略，包含如何設計相關計劃，以處理並因應疫情所帶來的經濟或產業層面之影響。

亦即，近年來美國 REITs 產業逐漸發現 REITs 並非先天被隔絕於股東行動主義或併購活動外，此現象在疫情期間更為凸顯。因此，為因應此潮流、趨勢，研究者呼籲 REITs 的現任經營者應提前思考佈置適合的防禦手段或處置策略，例如參考一般公司提前設計股權計劃（俗稱毒藥丸）以備不時之需，而非完全寄望於 REITs 制度面具有防禦效果的設計，如強制股權分散標準等。

四、 REITs 之外部治理機制對於股東權益保障之影響

根據一項以從 2006 年至 2015 年合計 4820 個以股東行動為母體的實證研究⁵¹³，其發現其中 107 個係以 REITs 為目標，以比例而論，REITs 受到外部治理機制挑戰的比例，與一般公司並無差異⁵¹⁴。惟該研究亦發現，REITs 與一般公司所遭遇的外部治理主要樣態有所不同。在 REITs 中，股東最常訴求的為價值訴求（value demands），即透過併購或清算目標 REITs，或檢視 REITs 的策略選擇等方式，達到極大化股份價值的訴求。而相較一般公司而言，REITs 出現治理訴求（governance demands），即主要透過插旗董事會的方式，來影響治理與經營的比例較低⁵¹⁵。


而在股東行動對於股東權益之影響上，其發現 REITs 在面臨股東行動時，與一般公司相同地，產生短期的股價上升，推測可能與股東預期將來 REITs 會受到控制權移轉，對該前景產生正面預期有關⁵¹⁶。而對於長期的表現，其發現若

⁵¹³ Downs et al., *supra* note 278, at 66-67. 依其敘述，其對於股東行動之理解，約等於本文對於外部治理機制的定義（包含控制權移轉與狹義的股東行動主義），併此說明。

⁵¹⁴ *Id.* at 69.

⁵¹⁵ *Id.* at 78.

⁵¹⁶ *Id.* at 93-96.



REITs 最終受到控制權移轉（被成功併購），其長期之股價變現將與一般公司相同地有顯著成長⁵¹⁷。總而言之，研究結果顯示，以 REITs 為目標的股東行動，尤其是最終控制權移轉的併購活動，可作為外部治理的機制，尤其對於股價的提升有正面的幫助。

第三項 自受益權保障初探我國 REITs 之外部治理原則

一、 外部治理機制與受益權保障

如同前項所述，美國法上對於 REITs 是否存在外部治理機制存有傳統見解與近期發展上的歧異。傳統見解認為由於 REITs 的特殊制度設計與法制要求，少見以外部治理機制來促進經營團隊為股東或受益人最大利益行事的現象；惟近期無論從實務個案或實證研究之結果，均逐漸發現股東行動主義及控制權移轉等治理機制於 REITs 仍然存在，且對於股價或長期表現存在正面之影響，研究文獻上並建議 REITs 現任經營者及早準備防禦、因應的措施。

儘管我國過去幾無此類討論或研究，近期如新光一號三位外資投行前總經理和新光集團、兆豐銀行上演大門法，舉行新光一號受益人會議，透過十條決議一腳驅離新光集團等事件發生⁵¹⁸，足以證明我國 REITs 亦非完全免疫於外部市場力量的監督。此等事件之發生，促使吾人必須探討在 REITs 中股東行動主義（在我國法下對應則為「受益人行動主義」），甚至是控制權移轉，是否得有效保障受益人之權益，妥適扮演外部治理的角色，以及其所應受到的管制或限制為何。

本文認為，我國法運作下的 REITs，亦存在許多與美國 REITs 相似的特性，包含股權分散規定、資產價值較一般公司透明、自由現金流較小等，且相較美國，我國 REITs 尚受到較多的法規拘束（姑且不論是否正當），包含投資標的、融資、募集發行等額度與程序之限制。因此，在「我國法規制」下，儘管受託機

⁵¹⁷ *Id.* at 96-97.

⁵¹⁸ 參盧沛樺（04/09/2021），〈扒投資人兩層皮？新光一號差點被逼到清算，為何台灣 REITs 屢遭狙擊？〉，《天下雜誌》，<https://www.cw.com.tw/article/5114302>（最後瀏覽日：05/18/2022）。



構或管理機構仍享有經營與判斷空間，其自由決策空間似較美國為小。是故，於設計外部治理機制時，應考量現制下經營團隊經營、判斷空間之限縮程度，設計對應的治理密度⁵¹⁹。

具體而言，若經營者消極或恣意經營的程度或可能性均較一般公司為低，外部治理機制，無論在純粹的股東（受益人）行動主義，或甚至控制權移轉，所能提供的治理功能及所能提升的受益權保障均較有限，甚至反而可能因行動受益人著眼於短期主義，而忽略某些長期持有 REITs 之受益人長期利益之保障。是以，從受益權保障的觀點，現制 REITs 並不宜與一般公司設計相同的外部治理機制。當然，若未來制度修正，放寬許多強制規定，因而擴大了經營者的權限範圍，朝向與一般公司更為接近的路線，斯時當應重新評估外部治理機制的重要性程度⁵²⁰。

二、 我國現制下 REITs 設計外部治理機制的原則

本文認為因應我國 REITs 的制度設計特殊性，以及實務運作的實際情狀，應有專為現制 REITs 設計一套特殊的外部治理機制之必要性。在設計上，本文認為應把握以下幾個原則：

（一）須合於現制架構與運作情狀

在我國 REITs 之現行架構下，許多公司法上常見的外部治理機制未必得以適用。例如，股東行動主義者希冀透過選上一席或兩席的董事，在董事會中表達關於股份價值或治理策略上的訴求，施加壓力予現任經營者。然現行 REITs 以受託

⁵¹⁹ 相似觀點，參單于家、湯超，前揭註 237，頁 133-149。其指出，討論 REITs 之控制權集中度規制問題，應同時參酌具體法律或規則所生成的社會背景，包含將既有保護受益人合法權益的各項機制（基金運作受到之嚴格規範等）列入考量，而非隨意將公司治理法律制度抽象為純粹的技術規則移植。

⁵²⁰ 相似觀察，參單于家、湯超，前揭註 237，頁 146-149。其指出，隨 REITs 制度的逐步發展，REITs 基金治理的自主化程度可能會不斷提升，持份所有人對於其日常管理的介入程度也會不斷加深，同時甚至產生更換基金管理人或經營團隊的需求，例如香港即曾發生 REITs 要約收購的案例。斯時，相應的控制權集中度規定，可更接近於上市公司股東權益變動的制度安排。



機構與管理機構作為經營者，受益人僅得透過受益人會議決議，以變更信託契約等方式變更受託機構或管理機構，而無法選任一名或兩名代表進入其決策環節，對於現任經營者施加壓力⁵²¹。

又，我國不動產投資信託係外部管理型態，以管理機構係作為實際上的決策核心。如參考文獻上對於同樣係外部管理型態的 S-REITs 之研究，認為與收購 REITs 的收益權，再透過受益人會議決議變更信託契約而達到變更管理機構相比，透過取得管理機構之控制權，間接達到經營與控制 REITs，似屬風險較低且較為有效的方法⁵²²。惟本文認為此想法似與現實有所出入。蓋現行管理機構多為金融集團的非公開發行子公司，市場外部人士較難自管理機構取得集團釋出的持股，而可能受制於原集團。


(二) 適當的資訊揭露

一般認為，良好的外部治理，必須克服組織內部與外部的資訊不對等，方可能實現⁵²³。本文認為此在 REITs 應無不同，蓋即使 REITs 在其資產價值上較一般公司為單純、透明，其仍須透過一定的資訊揭露程序，確保市場有充足的資訊進行有效的監督。尤其，在現行規範下，REITs 並無徵求委託書之制度，僅得被動取得投資人之委託書，其仍必須透過在市場上取得大量 REITs 受益權，或以極強之訴求號召個別受益人投票，方有變更 REITs 之經營與管理團隊之權限與可能性。透過資訊的揭露，原先對於 REITs 經營管理較不感興趣的受益人，在市場派為相關的治理訴求時，較有機會自行作成理性的判斷。

⁵²¹ 單純持有 REITs 受益證券，無法推派代表選舉管理機構或受託機構之董事，故無從透過選派代表參與董事會決策過程，對現任經營團隊施加壓力。

⁵²² Jerry Koh & Jonathan Lee, *The Real Estate M&A and Private Equity Review: Singapore*, in THE REAL ESTATE M&A AND PRIVATE EQUITY REVIEW 218, 225 (Adam Emmerich & Robin Panovka eds., 4th ed., 2019).

⁵²³ See Robert B.H. Hauswald & Robert Marquez, *Governance Mechanisms, Corporate Disclosure, and the Role of Technology*, SSRN ELECTRONIC JOURNAL 1, 1-2 (2005), https://www.researchgate.net/publication/228169606_Governance_Mechanisms_Corporate_Disclosure_and_the_Role_of_Technology (follow "Open PDF in Browser" hyperlink).



惟誠如本文自第四章即著重強調者，REITs 畢竟被認為係一種投資商品，多數受益人僅欲分配收益而無心 REITs 的治理，因此資訊揭露之範圍亦不應無限擴張，以避免課予經營者過多的義務，反而有害運作之效率。主管機關在規範設計上，應制定最低程度的應揭露範圍，其內涵可參考比較法上之相關規範，詳如本章接續第二節所述。

(三) 限制短期主義者的訴求與操作

由於 REITs 屬於封閉型基金，易面臨折價問題，相較一般公司而言，特別容易受到短期主義者的挑戰⁵²⁴。其等可能透過要求基金處分財產取得資本利得，或提案進行基金清算以實現淨資產價值與股價間價值差異等方式，進行直接且動人的訴求，說服單純以投資收益為目標的被動受益人⁵²⁵。儘管股價的提升或剩餘資產的分配看似有利於受益人，惟從長期治理以觀，短期主義者的訴求未必係全體受益人利益的最大化，應對單純訴求短期主義之行為進行某程度的限制⁵²⁶。

第二節 資訊公開與揭露

資訊揭露對於一個商業組織或金融組織，能夠扮演許多功能。例如：藉由向市場提供與其財務狀況、營運績效或風險管控相關正確、即時的資訊，更容易自資本市場有效率地取得資金；使市場更有效率地提前運作，提高經營者審慎且有效率地從事經營，並改進其風險管理、內部控制制度；經由定期發布資訊，使投資人對於資訊不會過度反應，進而對金融穩定有所貢獻等⁵²⁷。此些功能不僅對於

⁵²⁴ See generally Keith E. Gottfried, Harvard Law School Forum on Corporate Governance: Shareholder Activism at Closed-End Funds in the Wake of Covid-19 (Jan. 3, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/03/shareholder-activism-at-closed-end-funds-in-the-wake-of-covid-19/>.

⁵²⁵ See *id.*; Adam O. Emmerich & Robin Panovka, Harvard Law School Forum on Corporate Governance: REITs in 2021 (Jan. 12, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/12/reits-in-2021/>.

⁵²⁶ 參照 Gottfried, *id.* 其即指出，封閉型基金的行動投資人，其並不太在意促使基金作成提高其董事會、投資顧問的治理，只要其得使基金解放其淨資產價值（unlock its NAV discount）即可。

⁵²⁷ 參李智仁（2006），〈落實金融機構之公司治理——以機關改造與資訊揭露為中心〉，《財稅研究》，38卷2期，頁147-148。



市場上潛在投資人有所保障，亦可間接促使經營者為合法且有效率的經營行為，廣義而言亦有助於治理之完善。

然本章所欲探討之外部治理機制，如同第一節對於外部治理（external governance）之定義，係較為狹義者，指股東行動主義（對應於受益人行動主義），以及控制權移轉等機制。故本節以下僅就資訊揭露如何有助於「狹義的」外部治理機制的運作進行討論。

第一項 資訊揭露有助於外部治理

以公司為例，由於公司之內部人與外部人存在資訊不對稱（information asymmetry）之情形，外部人無法直接瞭解公司內部的運作情形，因而產生代理成本與代理問題。透過資訊揭露，要求公司之經營者將其資訊提供予外部人，可促進資訊之透明化，減輕代理成本，同時提高公司的價值⁵²⁸。例如，文獻上指出，過去一連串公開發行公司例如 Enron, Tyco, Worldcomm, and Global Crossing 等治理醜聞的爆發，促使許多公司治理的改革，其重點除使董事會更加獨立以外，即是藉由採取較高的揭露標準，加強公司的透明度，以提升控制權移轉的效能⁵²⁹。

具體而言，外部治理，尤其控制權移轉的運作，係一個外部接管者透過發掘潛在的標的，並以競價方式取得重新架構、管理營運不佳的公司，達到與公司股東共享控制權移轉剩餘價值的機能。而外部接管者如何能夠辨識具有價值提升潛力的目標公司？此仰賴其篩選工作，而影響其篩選工作的因素除其自身能力以外，公司的揭露政策亦影響甚大。良好的揭露政策，可以減少外部接管者的資訊取得成本，因而有助於外部治理機制之運作。公司對外的資訊揭露，可被認為係

⁵²⁸ 李智仁，前揭註 527，頁 148。See also Hauswald & Marquez, *supra* note 523, at 1-2.

⁵²⁹ See Hauswald & Marquez, *id.* at 1.



一種內部人與外部對話的機制⁵³⁰，亦有助於提供行動股東辨識公司較差的表現，進而強化其訴求的依據⁵³¹。

相同地，在不動產投資信託中，適當的資訊揭露亦可發揮輔助外部治理機制的機能。蓋即使如本章前節第三項所述，不動產投資信託因其制度特性與法規密度使然，內部人所享有的決策空間較一般公司為小，內部人畢竟仍知悉、掌握較外部人更多與 REITs 有關的各項資訊，內、外部間的資訊落差仍存在。在肯定 REITs 亦應存在外部治理機制的前提下，透過資訊揭露，可加強外部接管者或行動受益人辨識 REITs 之財務與經營狀態，作為強化其治理訴求之基礎。

資訊揭露所涉面向甚廣。例如，依據證交法之概念，可區分為初次揭露與繼續揭露；依據揭露之內容、頻率、方式亦有不同的事項與類型。由於本文聚焦於治理機制之設計，而治理之概念原則上係針對已發行、已運作之不動產投資信託，監督其經營管理者的決策與行為，與「繼續公開」較為相關，故以下擬聚焦於繼續揭露的部分，進行探討⁵³²。

第二項 我國 REITs 現行關於繼續公開之規範

本文認為，吾人可參考公開發行公司繼續公開義務的分類，整理我國上市 REITs 目前所受到的繼續公開規範之類型。在公開發行公司，一般認為，一旦有價證券進入交易市場之後，後續之持續公開義務即為繼續公開義務。負有繼續公開義務之人，可依資訊之來源加以分類：若資訊涉及公司之財務、業務狀況，義務主體為公開發行公司；若資訊所涉及為公司內部人之資訊，則義務主體主要為該內部人，但公司可能有整合申報之義務⁵³³。則同理，在 REITs，理論上亦可區

⁵³⁰ Etienne Farvaque et al., *Corporate Disclosure: A Review of Its (Direct and Indirect) Benefits and Costs*, 128 INT. ECON. 5, 8 (2011).

⁵³¹ See Tim Human, *ESG disclosure said to create opportunities for activists*, CORPORATE SECRETARY (Jun. 16, 2021), <https://www.corporatesecretary.com/articles/shareholders/32612/esg-disclosure-said-create-opportunities-activists>.

⁵³² 所謂繼續公開（或繼續揭露），即相應於學說上所稱「交易市場的公開原則」（與發行市場的公開原則相對），包含財務、業務與股權變動的公開，參賴英照，前揭註 264，頁 144-150。

⁵³³ 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，頁 175，七版，元照。亦參賴英照，前揭註 264，頁 148-149。

分為(1)涉及 REITs 之財務、業務狀態，義務主體為 REITs (現制下由受託機構代表) 進行資訊公開者 (以下簡稱為 REITs 資訊之繼續公開)；以及(2)涉及 REITs 內部人之資訊，義務主體為 REITs 之內部人者 (以下簡稱內部人資訊之繼續公開)。

一、 REITs 資訊之繼續公開

我國法規目前針對 REITs 資訊之繼續公開，係由受託機構進行對外之揭露行為。而就公開之內容，大可分為「定期財報之揭露」與「重大資訊即時揭露」二個部分。

(一) 定期財報之揭露

依不動產證券化條例第 44 條之 1 第 1 項之規定，不動產投資信託之受託機構應分別於營業年度終了後四個月內，就信託財產作成經會計師查核簽證之資產負債表、損益表，以及信託財產管理及運用之報告書，向信託監察人報告，並通知受益人。而依同條例第 27 條第 2 項規定，REITs 相關會計簿冊之作成，受託機構應遵守相關法令及自律規範。

依據現行之實務運作，各檔 REITs 所編製之年度資產負債表、損益表與信託財產管理及運用報告書，均係遵循信託公會所訂之「不動產投資信託計畫之結算書及報告書格式」作成，儘管該格式本係針對計劃執行完成之日起三十日內所需向主管機關申報之部分為規範，而非不動產證券化條例第 44 條之 1 第 1 項所稱之「受託機構應分別於每營業年度終了」所應提交之「年度報告」⁵³⁴。依據該格式要求，應於附註揭露部分，揭露「不動產折舊年限變更之說明及影響」、「本基

⁵³⁴ 馬傲秋，前揭註 86，頁 33。

金之當期不動產及不動產相關權利買賣概況」、「證券化關係人交易」等合計 17 項事項⁵³⁵。



(二) 重大資訊即時揭露

由於我國目前之 REITs 均為上市型態，須遵守證券交易所之規範。證交所依據其與受託機構簽訂之上市契約，頒布「臺灣證券交易所股份有限公司對不動產證券化之受託機構重大訊息之查證暨公開處理程序」（本章以下簡稱重訊查證暨公開處理程序），針對上市 REITs 之重大資訊即時揭露進行規範。該處理程序第 2 條列舉所謂「重大訊息」，包含「前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值」、「受益人會議之重要決議事項」、「受託機構於發起人每季底提供持有受益證券情形時」、「其他對受益人權益或受益證券價格有重大影響之情事，或其他重大決策」等合計共 29 個項目⁵³⁶。而依據同處理程序第 3 條，受託機構應於事實發生日或傳播媒體報導日之次一營業日交易時間開始前，將資訊輸入於證交所指定之網際網路申報系統。經本文查詢公開資訊觀測站之結果，各檔 REITs 均有依據此規定為公開申報，例如其均有將每季發起人持有受益證券之單位與變動數予以公開。

二、 內部人資訊之繼續公開

關於內部人資訊之公開，我國針對 REITs，並未有類似證券交易法第 25 條對公開發行公司之內部人（即董事、監察人、經理人及持有 10% 股份以上之股東）要求其申報並公告所持股份種類與股數，以及所持股票之增減、設質之規定，而僅於重訊查證暨公開處理程序，要求就發起人於每季底持有受益證券之情形為申

⁵³⁵ 參閱不動產投資信託計畫之結算書及報告書格式，金管會（96）金管銀（四）字第 096000783470 號函，頁 6-10。

⁵³⁶ 至於關係人交易，並未規範於臺灣證券交易所股份有限公司對不動產證券化之受託機構重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條，而係依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第 15 條第 5 項，應於關係人交易簽約日或交易日起二個營業日內，於中華民國信託業商業同業公會網站公告關係人交易資訊。



報。此外，亦未如同證券交易法第 43 條之 1 對取得股權達 10% 以上者，要求其申報並公告。

第三項 建議加強揭露之內容

一、 應規定主要受益人之申報義務

我國目前僅要求 REITs 將「發起人」本身所持有受益權之比例公開，不僅未將實質受益人合併計算，且亦未如同證券交易法第 25 條對公開發行公司之規範，要求揭露主要受益人與其持有受益權之比例，及其變動與設質的情形。此外，亦未有如同證券交易法第 43 條之 1 之持股門檻申報義務。則是否應要求我國 REITs 比照一般公開發行公司，加強主要受益人之申報，亦或我國現行之規範密度已足，毋庸為調整？值得研究。

(一) 自治理機能觀察

自規範目的而論，證交法要求公發公司大股東揭露其持股與持股變動，被認為有強烈的證券法規上輔佐色彩，包含確認全體董監持股成數要求、偵測短線交易或內線交易等證券不法行為，維持市場公平性與投資人權益之效果⁵³⁷。此外，OECD 之文獻亦指出，大股東的持股申報，亦有公司治理的機能。藉由向公開市場揭露主要股東之持股，市場外部人得以推測或知悉可能利用其影響力而不當侵害少數股東利益的主要股東，作為其外部治理訴求之依據。而且，揭露主要股東之持股，尤其在達到持股門檻時的揭露，可作為一個控制權移轉的暗示，對於目標公司的現任經營者較為公開公平，亦有利於外部治理機制之完善建立⁵³⁸。

釐清公開發行公司主要股東持股申報的治理機能後，本文回頭檢討我國之不動產投資信託是否應有類似之規範。本文認為，從 REITs 受益人之權限觀察，包含信託契約之變更、受託機構與管理機構之變更、報酬之增減等重大事項，均須

⁵³⁷ 曾宛如，前揭註 533，頁 182-183。亦參賴英照，前揭註 264，頁 149。

⁵³⁸ See OECD, FLEXIBILITY AND PROPORTIONALITY IN CORPORATE GOVERNANCE, 168 (2018).



由受益人會議決定，因此，主要受益人在其中扮演的決策角色與影響力，並不亞於公開發行公司之主要股東。

從治理機能的角度，主要受益人申報、揭露受益權比例與變動，應有助於外部市場瞭解該 REIT 的受益權結構，判斷是否進行對應的訴求，或甚至是進行控制權移轉的時機。如不公開，恐造成 REITs 之內部與外部間資訊落差過大，而不利於外部治理。舉例而言，在現行並未要求主要受益人公開其受益權的前提下，外部人要如何發現 REITs 是否有長期地圖利主要受益人或其關係人的嫌疑？若其懷疑有圖利的問題，而欲訴求變更管理機構，其如何取得充足證據佐證其訴求，如何說服其他受益人接受並支持其主張？想像上即有一定的困難。

(二) 自比較法觀察

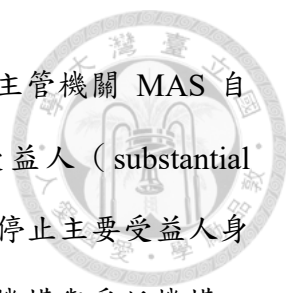
本文參酌美國、日本與新加坡之規範，探討吾人是否應要求上市發行的 REITs 揭露其主要受益人與其持有受益權之資訊。

以美國而言，因美國多數的上市 REITs 以內部管理之公司型態為主，與一般上市公司相同地，其被要求揭露前十大股東的持股數量、比例與變化⁵³⁹。而同樣地，日本上市 J-REITs 須遵守證券交易所的規定。如參東京證券交易所對其申請上市的 J-REITs 要求提出的文件，即包含前十大投資人（股東）與其持有股份之比例⁵⁴⁰，而且經查許多在證交所上市的 J-REITs，多有定期更新公布其主要受益人之受益權比例⁵⁴¹。

⁵³⁹參考美國 REITs 每日公布的證券交易資訊，以 Alexandria Real Estate Equities Inc 為例，其必須揭露前十大股東之身分及持股變化。See, e.g., CNN BUSINESS, ALEXANDRIA REAL ESTATE EQUITIES INC, <https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=ARE&subView=institutional> (last visited May 18, 2022).

⁵⁴⁰新規上場申請者提出書類（投資証券）不動産投資信託証券の分布状況表，<https://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/listing/02.html>（最後瀏覽日：05/18/2022）。

⁵⁴¹例如 Tokaido REIT, Inc. 即有定期公布其主要持有人之持股數及持股比例，See CAPITALIZATION & MAJOR UNITHOLDERS, <https://www.tokaido-reit.co.jp/en/finance/investment.html> (last visited May 18, 2022).



而如以同為外部管理信託型態的新加坡 S-REITs 為例，其主管機關 MAS 自 2012 年起，要求 REITs 的主要受益人在其知悉成為主要受益人（substantial shareholder，依 SFA part 1.2 定義為 5%）、其受益權變動、其停止主要受益人身分後二個工作天內，使用 MAS 設計之電子表格，通知其管理機構與受託機構。並且由 S-REITs 的負責單位，向 SGXNet（相當於我國的公開資訊觀測站）上傳資料，使市場投資人得以知悉⁵⁴²。

(三) 本文建議

本文認為，無論自治理機能觀察，或從比較法考察，均得發現我國目前僅要求發起人本身對其持股變動進行揭露應有不足，而應考量要求主要受益人揭露其持有受益權之比例與其變動⁵⁴³。當然，是否與公開發行公司為同等之要求，包含大股東的持股門檻、揭露持股變動的門檻與即時之程度等，值得進一步思考⁵⁴⁴。如延續本章第一節第三項之見解，考量 REITs 作為投資商品的特性，現制下外部治理機制不應過度擴張，故主管機關應評估成本與效益，訂定其認為 REITs 之主要受益人最低程度的應揭露範圍與頻率⁵⁴⁵。

二、 年度報告之探討

(一) 自治理機能觀察

在我國現行的規範體系下，年度報告係 REITs 除即時重大訊息以外，主要定期對外揭露的項目。對於市場外部人而言，藉由觀察年度報告，尤其是財務報表

⁵⁴² See MAS, Securities and Futures Act (CAP. 289) Part VII (Disclosure of Interests), Frequently Asked Questions (FAQs) On Disclosure of Interests 1, 3-6 (last revised on Oct. 8, 2018), <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/FAQ-on-Disclosure-of-Interests-003.pdf>.

⁵⁴³ 同樣認為 REITs 領域得參考、借鑑上市公司股份權益訊息揭露制度建構 REITs 持份額權益變動揭露者，詳參徐承志、王長輝（2021），〈公募 REITs 權益信息披露規則的法理邏輯及制度構建〉，《證券法苑》，31 卷，頁 95-101。

⁵⁴⁴ 同樣指出 REITs 之資訊揭露須考慮成本問題者，參徐承志、王長輝，前揭註 543，頁 101-107。

⁵⁴⁵ 例如，在未來對於一般公開發行公司之持股門檻將下修為 5% 時，可考慮 REITs 僅需申報 10%，或無需為即時申報，僅需定時更新。

與其附註揭露的部分，其得以更了解該 REITs 之信託財產、受益證券之概況、財產之管理方式與價值變化，乃至是否有風險較高的交易、呆帳等財務狀況，與是否存在關係人交易等，得以一定程度平衡內、外部之資訊落差，有助於外部治理機制之落實。本文認為，我國目前要求 REITs 於年度報告揭露之項目已大致充足，惟參考比較法，仍尚有修正、改進之方向。

(二) 借鑑新加坡之規範

依新加坡 CIS Code 附錄 6 第 4.3 條規定，提交於基金受益人大會之損益表與資產負債表，應符合規則第 5.1.1 條之規定，並須經過適當之審計程序⁵⁴⁶。依據 5.1.1 條，管理機構須分別作成半年報與年度報告，且須遵守「推薦會計實務:投資基金報告之架構」（簡稱為報告架構，Recommended Accounting Practice: Reporting Framework for Investment Funds）⁵⁴⁷。依據該報告架構，應包含損益表、財務狀況表、資本帳戶變動表、投資明細表、現金流量表以及收益分配表等，並符合附註揭露之規定⁵⁴⁸。報表提交於年度受益人大會後，依據規則第 4.1(f) 條，大會尚須指派基金的審計人員，協助查核報表⁵⁴⁹。

而就上市的 S-REITs，須遵守 SGX 上市規則。除規定須揭露年度與半年度財務報表外，S-REITs 之市值大於新加坡幣 7,500 萬元時，另被要求出具第一季及第三季之財務報告⁵⁵⁰。此外，上市 S-REITs 亦被要求每年出具永續報告書

⁵⁴⁶ CIS Code Appendix 6, § 4.3 (Apr. 2020) (“The statement of total return and balance sheet presented at the annual general meeting should comply with the requirements on financial statements in chapter 5.1.1 of this Code, and be duly audited and accompanied by the auditor's report to the manager”).

⁵⁴⁷ CIS Code Appendix 6, § 5.1.1 (Apr. 2020) (“The manager (or the VCC, in the case of a scheme constituted as a VCC or is a sub-fund thereof) should prepare the half-yearly financial statements and the audited financial statements, for the semi-annual report and annual report respectively, in the manner prescribed by the Institute of Singapore Chartered Accountants in the Statement of Recommended Accounting Practice 7: Reporting Framework for Investment Funds”).

⁵⁴⁸ ISCA, Reporting Framework for Investment Funds 1, 4 (July 2020), <https://isca.org.sg/media/2823842/revised-rap-7-revised-december-2019.pdf>.

⁵⁴⁹ CIS Code Appendix 6, § 4.1(f) (Apr. 2020) (“at each annual general meeting, a person or persons should be appointed to be the auditor or auditors of the fund, and any auditor or auditors so appointed should hold office until the conclusion of the next annual general meeting, unless he resigns or is removed by a resolution passed at a general meeting, and a new auditor or auditors are appointed in his place”).

⁵⁵⁰ SGX Listing Rule 705. 參考蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 25。

(Sustainability Reporting)，說明其在環境、社會與治理方面的永續實踐，包含策略擬定、實踐、與成果。並且，上市 S-REITs 須於年度報告中出具治理報告，其內容應包含薪酬政策、會計與審計等事項⁵⁵¹。



(三) 本文建議

就報表之內容而言，過去有研究文獻指出，我國宜參考新加坡，要求 REITs 編製並檢附基金之現金流量表，以幫助投資人判斷各檔基金之流動風險⁵⁵²。對此本文認為，現金流量表有協助外部人正確解讀其他財務報表上數字之功能，並可用以預測未來的現金流量，且在 REITs 中現金流量之變化，無論經營活動、投資活動、融資活動，因受到較多法規、信託契約之限制，複雜程度應較一般公司為低，製作成本亦不會過高。

至於是否強制要求上市 REITs 作成半年報，甚至季報？本文認為，由於我國 REITs 目前在資產配置上變化極小，管理與經營上亦較少變動，甚至收益分配也多是一年一次（少部分一年兩次），強制要求公布半年報或季報，似乎不符合現行 REITs 運作下的成本考量。惟若未來 REITs 市場更加活絡，在放寬相關強行規定下，經營者能更為積極地從事 REITs 的商業活動與作成決策時，則應考慮逐漸要求 REITs 應更頻繁地作成報表，以確保外部監督、外部治理的力量。而針對財務報表以外的其他年度報告，例如永續報告書、治理報告等，本文同樣認為在現行我國 REITs 資產規模與運作受到較大的限制下，未必有強制要求其作成之必要，主管機關或可視 REITs 制度未來的發展規模、成熟程度、所涉產業類型等，綜合評估。

⁵⁵¹ SGX Listing Rule 711. 參考蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄，前揭註 9，頁 25。

⁵⁵² 馬傲秋，前揭註 86，頁 49。

第三節 不動產投資信託之清算危機



第一項 清算作為外部治理機制的變形

自我國不動產投資信託制度實施以來，僅有為數不多的 REITs 發行上市，但卻有幾檔 REITs 遭受益人會議決議清算，或險遭清算危機。因此，清算問題已為我國 REITs 實務上相當值得注意、討論的現象。

本文之所以將清算問題的討論，於外部治理機制之第三節處理，乃因通常清算危機之發生，係由發起人集團以外的市場派所發動，例如其他檔 REITs 的經營集團或相關人士，以表達對 REITs 經營現狀或其價值表現的不滿意。與外部治理機制，包含股東行動主義，或控制權移轉等機制的運作外觀相似，因此某程度可視為一種外部治理⁵⁵³。

惟清算使 REITs 無法繼續延續，與一般所指稱的外部治理機制，係以 REITs 繼續存在為前提進行治理的改善，又不完全相同。在制度層面與立法層面上應如何看待或因應，值得進一步討論。

第二項 我國實務清算案例與所涉受益權保障

一、 基泰之星與三鼎之清算事件

(一) 兩檔基金之背景

基泰之星不動產投資信託基金，係於 2006 年 5 月經主管機關核准發行受益證券，為一檔上櫃買賣的 REIT⁵⁵⁴。由基泰建設股份有限公司為發起人，台灣土地銀

⁵⁵³ 在美國，儘管其並無我國 REITs 嚴重的清算問題，其亦將封閉型基金或 REITs 解放 NAV 訴求（即 liquidity event，包含公開收購或股東一些相關提案等），納入外部治理的討論中。參照 Gottfried, *supra* note 524; Emmerich & Panovka, *supra* note 525.

⁵⁵⁴ 公開資訊觀測站，基泰之星不動產投資信託受益證券基本資料，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/18/2022）。



行股份有限公司擔任受託機構，宜陸開發股份有限公司為管理機構，以世紀羅浮大樓、大湖商旅大樓作為初始投資標的⁵⁵⁵。

三鼎不動產投資信託基金，係於 2006 年 5 月經主管機關核准發行受益證券，為一檔上市發行 REIT⁵⁵⁶。發起人為大陸工程、誠品股份有限公司與頂好企業股份有限公司，由台新國際商業銀行股份有限公司擔任受託機構，誠品股份有限公司為管理機構，以前瞻 21 大樓、香檳大樓與誠品物流大樓為初始投資標的⁵⁵⁷。

兩檔基金直至清算前，資產池項目均仍維持初始投資標的，並無任何變動。而依過往的研究與統計結果發現，兩檔 REITs 與其他 REITs 相比，不僅總市值規模較低，總報酬率（包含股價年報酬率與年化配息率）亦均較低⁵⁵⁸。

(二) 兩檔基金的清算事件

2010 年 7 月，香港商野村國際證券台北分公司因三鼎、基泰之星兩檔 REITs 受益持份之市價與其淨值差異過大，結合大量持有受益證券之壽險公司與其他市場大戶，向受託機構提出清算之申請⁵⁵⁹。同年 10 月兩檔 REITs 均經受益人會議決議通過清算案，惟送交金管會後，金管會表示其等所通過之清算計劃存在許多疑義，包含：受益人會議決議之出售方式與受託機構草擬之清算計劃不一致；於不動產標售文件中，載有原依信託契約所不應支付予野村證券的服務費；野村證券收受服務費構成不動產買賣仲介行為，但野村證券並無不動產經紀商的資格；清算計劃訂有「除受益人會議另有決議外」、「再次召開受益人會議決議後續處

⁵⁵⁵ 參基泰之星不動產投資信託基金受益證券公開說明書，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060814_L5857_S01_01006T_20220520_182829.pdf（最後瀏覽日：05/20/2022）。

⁵⁵⁶ 公開資訊觀測站，三鼎不動產投資信託受益證券基本資料，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/18/2022）。

⁵⁵⁷ 參三鼎不動產投資信託基金受益證券公開說明書，https://doc.twse.com.tw/pdf/20060621_L5848_S01_01005T_20220518_213257.pdf（最後瀏覽日：05/18/2022）。

⁵⁵⁸ 參鄭佩宜（2007），《台灣不動產投資信託之表現與投資組合》，頁 18-24，國立政治大學地政研究所碩士論文。

⁵⁵⁹ 參楊証淙（2013），《不動產投資信託制度與實務案例分析—以我國三鼎與基泰之星基金為例》，頁 162、169-170，中國文化大學法學院法律學系碩士論文。

理」等語句，清算程序疑似未完全等。因此，要求兩檔 REITs 之受託機構，即台新商銀與土地銀行配合修正，期望二檔基金得以受益人之最佳利益進行清算⁵⁶⁰。

而後基泰之星於 2011 年 5 月之受益人會議通過關於清算部分之變更修正案，金管會並於同年 6 月核准通過，其信託資產於同年 10 月全數標售，經新光人壽保險股份有限公司得標，於 2012 年 2 月分配清算款項⁵⁶¹。三鼎則於 2011 年 7 月之受益人會議通過關於清算部分之變更修正案，金管會於同年 8 月核准通過，信託資產於同年 11 月全數標售，經三商美邦人壽保險股份有限公司與新光人壽保險股份有限公司得標，於 2012 年 4 月分配清算款項⁵⁶²。

二、 駿馬一號之清算事件

駿馬一號不動產投資信託基金，係於 2007 年 5 月經主管機關核准發行受益證券，為一檔上市 REIT⁵⁶³。由國產實業建設股份有限公司、中興保全股份有限公司、惠普股份有限公司、中鼎工程股份有限公司、嘉新資產管理開發股份有限公司及嘉泥建設開發股份有限公司為發起人，兆豐國際商業銀行股份有限公司擔任受託機構，台嘉國際股份有限公司為管理機構，以國產實業大樓、中鼎大樓、漢偉資訊大樓作為初始投資標的⁵⁶⁴。

⁵⁶⁰ 參金管會新聞稿（02/22/2011），《金管會充分尊重三鼎及基泰之星 REIT 進行清算決議，但清算計畫應調整以保障受益人權益》，https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=296&parentpath=0,8,119&mcustomize=newsarea_view.jsp&dataserno=42018&dtable=null（最後瀏覽日：05/18/2022）。

⁵⁶¹ 基泰之星不動產投資信託基金財務報告書（100 年全年度），https://doc.twse.com.tw/pdf/201104_L5857_P01_01006T_20220520_182158.pdf（最後瀏覽日：05/20/2022）。

⁵⁶² 三鼎不動產投資信託基金財務報告書（101 年全年度），https://doc.twse.com.tw/pdf/201204_L5848_P01_01005T_20220520_181959.pdf（最後瀏覽日：05/20/2022）。

⁵⁶³ 公開資訊觀測站，駿馬一號不動產投資信託受益證券基本資料，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03（最後瀏覽日：05/18/2022）。

⁵⁶⁴ 參駿馬一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書，https://doc.twse.com.tw/pdf/20070515_L5843_S01_01008T_20220519_165336.pdf（最後瀏覽日：05/19/2022）。

2014年4月，其受益人會議決議通過據傳由共同持有駿馬一號逾16%受益權之人與其幕後操盤者（多位金融業負責人）發動之清算案⁵⁶⁵，且經金管會於同年7月核准變更信託計劃及辦理清算事宜，同年11月、12月完成資產之公開標售作業⁵⁶⁶。

三、 新光一號險遭清算危機

新光一號即使作為績效相對良好的REIT，過去亦險遭市場派狙擊而遭遇清算危機。例如2020年6月新光一號的受益人大會上，即針對清算案進行表決。當時因與新光集團友好的富邦集團已出售投資部位，市場派成功集結到將近三分之二的委託書，針對清算進行表決，幸好有國泰集團的力挺，同意票未達重度決議（出席的三分之二），新光集團方驚險保住新光一號旗下六座商辦不動產⁵⁶⁷。

四、 不動產投資信託之清算所涉受益權保障

不動產投資信託的清算危機，從外部市場派，以及於受益人會議上自行或委託他人投下贊成票之受益人而言，均係有助於釋放REITs資產價值，因而對其自身投資利益最佳的選擇。然而，自金管會針對基泰之星、三鼎兩檔REITs清算前後所做核駁決定，與其對外發布的新聞稿，吾人可以發現REITs的清算實際上涉及複雜的受益權保障面向。

（一）清算計劃內容的正當性

金管會以其行動否決原三鼎、基泰之星的清算計劃，其理由主要係站在一個事後檢驗的立場，評估受益人會議所通過的清算計劃是否有最大化對全體受益人

⁵⁶⁵王立德、廖珮君（05/01/2014），〈駿馬一號 REITs 清算案通過〉，《蘋果日報》，<https://tw.appledaily.com/finance/20140501/2LHDS2TVD2NVY6HQSVSCLFBDRM/>（最後瀏覽日：05/19/2022）。

⁵⁶⁶駿馬一號不動產投資信託基金財務報告書（104年全年度），https://doc.twse.com.tw/pdf/201504_L5843_P01_01008T_20220519_193311.pdf（最後瀏覽日：05/19/2022）。

⁵⁶⁷洪綾襄（08/14/2020），〈資產價值倍增 新光、國泰一號屢遭狙擊！配息不如清算 老牌 REITs 爆下架危機〉，《財訊》，<https://www.wealth.com.tw/articles/36a3c34a-df1f-408d-905d-e9687d1222dd>（最後瀏覽日：05/19/2022）。

權益，而非圖利行清算訴求之市場派人士或其關係人。例如金管會針對野村證券收受服務費，擔憂可能影響資產出售價格；為避免清算、財產拍賣程序延宕，產生核准時意想不到、有損受益人權益之情事，原則上不允許清算計劃中對於權利義務規範不明確，而交由未來再行召集受益人會議決定之情形⁵⁶⁸。

(二) 對於 REITs 制度及原信託契約目的之期待

固然，經受益人會議以特別決議方式通過之清算計劃，係受益人以多數決決定之結果，然而 REITs 成立後短期內即行清算，似與 REITs 制度本質及原信託契約目的有所不合。例如，金管會儘管多次表示其尊重受益人大會多數決的決定⁵⁶⁹，其亦曾以新聞稿，表達對於清算某程度抱持著不支持的態度。其指出，REITs 制度目的旨在增加不動產籌資管道，以有效開發、利用不動產，其投資人之投資目的主要係為賺取穩定的收益（以租金為主），而非賺取不動產短期買賣的資本利得，國際上亦顯少見不動產投資信託基金清算的案例。此外，從信託契約或公開說明書中所揭露之內容觀察，基金之經營管理原則為藉由良好的管理營運與主動的行銷策略，創造穩定的租金收入，而不以短期買賣的資本利得為主要收益。因此，若自成立起僅五年多即終止契約並進行清算，須考量是否有違 REITs 制度與原信託契約之目的⁵⁷⁰。

本文認為，金管會如此呼籲，並非空穴來風。事實上，尤其對於散戶而言，其不若機構投資人有能力在取得剩餘財產分配之後，找尋到同樣風險程度，同樣收益穩定，但收益額更高的投資標的。其投資 REITs，本係期待長期持有，並享

⁵⁶⁸ 有關金管會所提出此部分之疑慮，參金管會新聞稿（02/22/2011），前揭註 560。

⁵⁶⁹ 金管會新聞稿（04/12/2011），《部分投資人關心三鼎及基泰之星清算事宜，金管會重申尊重受益人決議二檔基金清算之立場》，https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=296&parentpath=0,8,119&mcustomize=newsarea_view.jsp&dataserno=42305&dttable=null（最後瀏覽日：05/19/2022）。

⁵⁷⁰ 參金管會新聞稿（10/26/2010），《金管會提醒不動產投資信託基金受益人應充分評估有關終止契約並清算之相關提案，以保障本身之權益》，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=2&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=41015&dttable=News（最後瀏覽日：05/19/2022）。

受以租金為主所帶來的固定收益，抵抗通膨。清算的訴求雖可能是多數受益人認為利益最大化的選項，卻非其購入 REITs 持份最初所設想、預期的資產配置。

惟本文在此強調，上述所謂清算對受益人保障面向之影響，並非構成否定清算效力之理由。蓋清算畢竟係經過受益人會議特別決議的多數決形式作成，而 REITs 作為具團體性質的商業信託，其未來走向意志的展現透過受益人會議多數決定，在現制下，應屬合理、正當的方法。吾人應重新思考的是，在制度面、治理面，甚至是交易面，我國 REITs 制度有何得以改善的空間，以確保 REITs 能在更為完善的制度與發展下，落實其制度目的，而不會動輒遭到清算的危機，以維護保障制度之完整性，並保障某些信賴該制度的受益人之權益。事實上，本文認為，透過維護 REITs 制度的健全發展，將可使全體受益人的權益受到更好的保障。

第三項 我國 REITs 容易遭到清算之原因


欲釐清清算危機，首先須探討我國 REITs 之所以容易遭到清算訴求的原因為何。以下嘗試從封閉型基金的本質面、我國房地產市場面，以及我國 REITs 的制度面與交易面，發掘可能的理由。

一、 封閉型基金本質面：折價問題

(一) 封閉型基金經常折價之原因

不動產投資信託基金由於資產類型流動性差，多設計為封閉型的基金型態，我國亦不例外。然而根據過往的實證研究，封閉型基金存在著名的折價問題，即交易價格低於淨值的現象⁵⁷¹。此點折價問題，在我國 REITs 亦可以明顯觀察到，因過往清算案例中清算訴求者之主張多係著眼於市價與信託資產淨值之間存在的落差。

⁵⁷¹ See Lee et al., *supra* note 496, at 76-77.



針對封閉型基金的折價原因，金融學者曾有不同假說。主要理論包含傳統的
效率市場假說，與新興的行為金融學假說。前者認為折價是投資人對訊息反映的
結果，包含認為淨值未完全反映管理基金的成本與支出，或將未來實現資本利得
所需繳納的稅賦事先扣除。後者則發現傳統金融學無法完全解釋封閉型基金的折
價，其中主流的投資人情緒理論認為，封閉型基金的折價可能受到投資人情緒因
素影響，而脫離淨值，因此市場投資人的心理，在折價的程度上發揮了重大的影
響⁵⁷²。

(二) 封閉型基金折價對於外部治理機制的影響

研究發現，在新冠疫情的衝擊下，封閉型基金受到更多外部治理機制的挑戰⁵⁷³。其發現，不同於一般的企業併購活動在疫情下較為緩和，疫情導致封閉型基
金的交易價格與其淨資產價值（NAV）的差距更為擴大，造成行動投資人發動相
關的治理機制，包含公開收購、委託書戰爭等，施加基金壓力促使其得以釋放其
折價部分的價值。釋放基金價值的方式，未必均係我國 REITs 採用的清算方法，
而可能包含改變基金的管理者、資本配置、資本結構的最優化、庫藏股買回等各
種靈活方式⁵⁷⁴。事實上，研究亦已發現，此種以解放 NAV 為訴求的外部治理機
制趨勢，在 REITs 領域近年來亦明顯存在⁵⁷⁵。

(三) REITs 不必然存在折價現象

儘管 REITs 為封閉型基金，其理論上多有折價的現象，然而觀察世界各國的
發展，亦可見溢價交易者。例如，以美國 2022 年 2 月為例，其根據 REITs 所處不
同的產業別，分別有溢價 28.9% 與折價 27.4% 者，足見 REITs 不必然均呈現折價

⁵⁷² 參黃惠婷（2009），《封閉式基金折價問題研究》，載於 <https://core.ac.uk/download/pdf/41446611.pdf>（最後瀏覽日：05/19/2022）。

⁵⁷³ See generally Gottfried, *supra* note 524.

⁵⁷⁴ *Id.*

⁵⁷⁵ Emmerich & Panovka, *supra* note 525.



狀態⁵⁷⁶。因此，本文認為，於討論我國 REITs 折價交易的原因時，不應完全認為係因其封閉型本質使然，而僅得作為一種可能的解釋原因。

二、 房地產市場面：租金報酬偏低

目前我國 REITs 遭到清算訴求的主因，固然係因交易價無法妥適反映淨資產的價值，然而從投資人的角度觀察，其所以選擇放棄以租金為主的固定收益，而取得現實資產的價值，其中一個原因亦係因我國租金收益成長不敵資產價值增長幅度⁵⁷⁷。然而，本文在此僅提出此為清算問題發生的可能原因之一，無從對房地產市場面提出具體建議。

三、 我國 REITs 的制度面

本文認為，我國 REITs 制度面的特性，也可能是其容易遭到清算的原因。如同本文第三章第二節第四項中所述，我國 REITs 在引進之初，因允許非現金出資，多由壽險業作為發起人，並由其關係企業之不動產管理機構管理、收取租金，等同資產移轉進 REITs 之後，仍由集團作為主要的參與者，因此其不僅顯少釋出持股，亦多採保守、保存現有資產的經營心態。造成消極經營的原因，尚包含強行規定過多導致經營者決策空間過小、受託機構主導導致權責不符且趨向保守等等，已如本文前述。

過於保守、消極經營的 REITs，不僅容易造成治理績效表現較差，使投資人對於此項投資產品的期待變低，亦可能是造成 REITs 基金發生折價的原因之一，因而間接促成清算危機。例如，有實證研究即以 REITs 的折價問題為標的，指出對於 REITs 股東會或受益人會議所進行的規範，有助於提升投資人對於 REITs 的

⁵⁷⁶ MEDIAN PREMIUM OR DISCOUNT TO NET ASSET VALUE (NAV) OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) IN THE UNITED STATES AS OF FEBRUARY 2022, BY PROPERTY TYPE, <https://www.statista.com/statistics/1189480/reit-median-premium-nav-usa/> (last visited May 19, 2022).

⁵⁷⁷ 參金管會新聞稿（12/31/2015），《金管會開放我國不動產投資信託(REITs)投資國外 REITs 及國外不動產》，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&datasemo=201512310010&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：05/19/2022）。



治理能力，並對於基金折價問題的解決有正面的影響⁵⁷⁸。亦即，如加強投資人對於 REITs 的治理，可能有助於緩解基金折價的問題。

四、我國 REITs 的交易面

造成我國 REITs 容易遭到清算原因，亦可從交易面進行探討。事實上，對於非經常關注於各類型投資商品的一般投資大眾，REITs 可能幾乎不在其日常投資考量的清單之內。而且，因發起人集團傾向將不動產移轉予 REITs 後，繼續透過持有受益證券、使管理機構為管理決策等方式，繼續掌控不動產，其在市場上釋出受益權之意願與頻率並不高。因此，在集中交易市場上，REITs 受益證券的流通性相對一般公司股票而言更為低落，這也可能是導致 REITs 交易價格普遍較低的原因⁵⁷⁹，因而使清算的訴求更容易成立，或更具有說服力。

第四項 不動產投資信託清算危機之因應與改善

針對上述幾個可能導致我國不動產投資信託容易遭受清算的原因，本文認為有些固然可能無法被避免，或者有些清算事件的發生對於多數受益人而言的確係權益實現最大化的正確決定，然而吾人仍應嘗試提出幾個因應、改善的方式，以導正我國 REITs 不健康的體質，減少清算危機與清算問題的發生，以期更長遠地保障 REITs 受益人整體的權益。

一、短期的因應策略

(一) 於不動產投資信託中增加辦理清算的前提要件？

如認為 REITs 本質上應為繼續經營、提供投資人長期穩定收益的投資工具，則是否可透過在信託契約中，增加清算決議的前提要件，例如：應在成立一定期

⁵⁷⁸ Massimo Biasin et al., *Public REITs' Governance and Regulatory Structure: Effects on NAV Discount: Evidence from the Italian Market*, 3(3) J. EUR. REAL ESTATE RES. 161, 161-81 (2010).

⁵⁷⁹ 關於市場流動性與股權之折價問題，可參考李昌峻（2017），〈無市場流通性折價理論與文獻回顧〉，《貨幣觀測與信用評等》，128期，頁16-24。



間後始得清算、應在持續一段時間均未能達到預期績效後始得提案清算、提高清算之表決門檻等？


本文認為，此作法恐有實踐上的困難處。蓋清算計劃的通過本係經過受益人會議之決議，以變更不動產投資信託契約來達成。今清算案通過特別決議的門檻，即表示已足以變動原信託契約的預先設計，除非原信託契約中對於變更信託契約本身為更高門檻的約定。正如同公司之股東決議變更章程一般，在團體性的商業信託中亦應優先尊重多數意志欲變更信託契約條款的決定。

(二) 佈置相關的防禦措施

透過觀察新光一號的清算危機與其因應過程，本文認為 REITs 的控制、經營者，必須對於市場派所發動的攻擊，無論是傳統的外部治理機制或手段，亦或是清算訴求，保持一定的警覺，並儲備對應的防禦手段，例如拉攏結盟關係、保持受益權持有比例等。惟由於我國現行對於 REITs 的外部治理機制，與經營者相關防禦或因應方式，除依證券交易法第 43 條之 1 第 5 項及第 43 條之 4 第 2 項規定訂定之「公開收購不動產投資信託受益證券管理辦法」有較為完整的規範以外，幾無明確的規範。因此本文認為，主管機關宜辨識此問題之重要性，提高法令規範的密度，在架構外部治理機制之同時，亦思索應如何賦予現任經營者適當的資訊取得與防禦手段，例如要求主要受益人定期申報、持有受益權達到門檻之人立即申報義務等。

(三) 以法令提高清算門檻

本文認為，以法令強行規定的方式，提高清算之門檻，相較個別 REITs 以約定方式作成，較有正當性。蓋動輒清算對於 REITs 制度的實踐、投資人對此制度的信賴，均有不利的影響，亦容易助長透過制度弱點，進行投機、短期套利的空間，立法機關與主管機關作為 REITs 制度的引進者與監督者，應有權作成對應的制度改革。



以新加坡之規範為例，其證券暨期貨法（SFA）第 295 條中即訂有集合投資計畫之清算要件與程序。根據其規定，S-REITs 之清算事由，除經主管機關撤銷或廢止其核准外，主要有二：（1）負責人（集合投資計畫之管理機構）本身進行清算、停止其職務或違反信託契約，而經受託機構召集受益人會議後作成清算決定；（2）受益人會議經代表四分之三之受益權出席，出席受益權過半數同意，通過清算⁵⁸⁰。

本文認為，上述新加坡法之規範模式值得我國參考。蓋在我國現行規範下，既規定須有執行信託事務顯有困難、就信託財產之管理不當或違反信託目的處分信託財產致信託財產有受重大損害之虞，或業務財務有嚴重缺失等可歸責之事由，方可經由受益人會議特別決議更換受託機構或管理機構，則在影響 REITs 與其受益人權益更鉅的清算，亦宜參考新加坡的二分規範模式，提高清算之門檻與條件。在受託機構或管理機構有可歸責情事發生時，可維持現行三分之二的門檻；在其並無違反信託契約、目的等可歸責之情形下，純以受益人會議決議作成清算決定者，則可考慮提升決議門檻，例如要求出席者應達到已發行受益證券四分之三等。如此除有助維持基金運作的穩定性與長遠發展性，並可保障少數受益人的權益。

二、 長期之因應策略

（一）放寬強制規範限制，以治理機制促進 REITs 的活化

本文認為，透過放寬現行對於 REITs 強制規範的限制，例如融資、籌資規範的限制、擴大允許投資標的等方式，有助擴大不動產投資信託之經營者作成決策、判斷的空間，使其得在負擔受託義務，且受到治理、監督力量的前提下，勇

⁵⁸⁰ Securities and Futures Act (Cap 289, 2020 Rev Ed) s 295.



於任事，提高 REITs 的收益表現，無論係租金收入，或資產處分的資本利得收入。

而且，放寬強行規定，亦有助於 REITs 活化資產，擴大其資產的規模，其將更有能力選擇處分經營績效較差的資產，以之購置更有效率的資產類型，提高整體的收益。如此並可提高市場對於 REITs 的認識與認可，帶動並活絡市場交易，增加市場流動性，有助於減緩折價問題，進而減少清算問題之發生。

而針對外部治理機制，本文認為宜開放不動產投資信託從事清算以外其他併購模式，例如合併等。蓋目前遭到清算的 REITs 多為績效表現相對較差者，如開放 REITs 之合併，有助於提供清算以外，其他較為緩和並可解放資產折價的方式，供市場選擇。對此，或可參考同屬信託架構之證券投資信託基金之合併⁵⁸¹，以存續 REITs 發行受益證券方式作為對價，換取消滅 REITs 受益人所持有之受益證券，以因應 REITs 資產中缺少可動用資金之限制⁵⁸²。合併後的 REITs，亦可發揮規模經濟的效益，蓋經實證研究顯示，REITs 規模之擴大有助整體經營效率與獲益的提升，並提高整體受益人之利益⁵⁸³。

(二) 改變對 REITs 受益證券價值的評價模式

現行不動產證券化條例第 26 條第 6 項要求 REITs 之受託機構每一營業日均須公布其 REITs 之淨資產價值。而依據「不動產投資信託基金暨不動產資產信託之信託財產評審原則及淨資產價值計算標準」第 7 條，計算屬於不動產的信託財產

⁵⁸¹ 目前我國證券投資信託基金有關合併之規範係規定於「證券投資信託及顧問法」及其授權規範「證券投資信託基金管理辦法」，僅有吸收合併之模式。

⁵⁸² 在修法草案基金型態架構下，應可適用原有證券投資信託基金有關合併之規範，惟現行採信託架構下的 REITs，則有必要另行規範。並且，在考量不動產投資信託之合併時，宜注意設計充足的配套措施，例如：須對於受益人持有受益證券數額之限制於合併時須訂定排除條款、關於基金合併之會計處理問題等。關於基金合併之會計處理問題，可參協合國際法律事務所（2009），《不動產投資信託基金合併之研究》，頁 42-43，<https://www.trust.org.tw/upload/981218001.pdf>（最後瀏覽日：05/21/2022）。

⁵⁸³ Martina Bers & Thomas M. Springe, *Economies-of-Scale for Real Estate Investment Trusts*, Martina Bers and Thomas M. Springer 14(3) J. REAL ESTATE RES. 275, 275-91 (1997).

價值時，原始評價依取得成本為準；嗣後依商業會計法規定辦理資產重估，或依同標準第 3 條第 1 項或第 6 條重新估價之價值為準，並揭露其公允價值。因此，我國市場上目前對於 REITs 價值的判斷，如同共同基金一般，大量地仰賴信託財產價值，即實體資產的價值本身。

然而研究上曾指出，證券化不動產具有證券特質，與一般非證券化的不動產並不相同。是故，其價值評估方式不應等同於傳統實體資產的估價，亦不應完全採用證券之評價。蓋若完全採取前者，係評估絕對所有權的市場價值，忽略證券係衍生價值的特性；而如完全採取後者，則可能忽略證券市場交易變化，以及 REITs 的營收表現與獲利能力等⁵⁸⁴。因此其建議，應參考外國文獻與實務，於進行 REITs 資產價值的評估時，結合傳統不動產估價方法及證券市場評價方法⁵⁸⁵。

本文認為，前述結合傳統不動產估價方法及證券市場評價方法之估價模式，與本文強調 REITs 制度中「治理機制」至關重要，不謀而合。由於 REITs 係證券化不動產，以長期持有並獲取收益為前提，具有良好經營管理績效的不動產，其價值應高於管理績效不佳的不動產，故反映至價格時，前者亦應有較後者更高的價格，是故對於 REITs 價值的評價，實應涵蓋此部分價值之評估⁵⁸⁶。如此亦可導引市場參與者以更為長遠、著重治理的角度分析 REITs，避免輕易受到短期主義者的訴求所影響而選擇清算一途。

⁵⁸⁴ 過去學者研究認為 REITs 的折價與其不動產淨資產價值有關，且認為管理能力與價格有其相關重要性，但皆無法獲得直接的數據證明；然而 Capozza and Lee (1995) 研究建立一套預測 NAV 的程序，用以直接計算 REITs 交易價格之折、溢價情形，其檢驗結果發現淨資產折、溢價與折現率高低並無明顯相關，這表示 REITs 的估價除 NAV 價值之外，還包括管理能力的評估，且管理能力的表現是決定價值的主要因素，參江穎慧、張金鶚（2003 年 12 月），〈不動產投資信託資產價值評估之探討〉，頁 4，發表於：《中華民國住宅學會第十三屆年會及學術論文研討會》，中華大學。

⁵⁸⁵ 江穎慧、張金鶚，前揭註 584，頁 5。

⁵⁸⁶ 江穎慧、張金鶚，前揭註 584，頁 4。

第四節 本章結論



本章首先就外部治理機制之定義與內涵，探討其如何保障不動產投資信託受益人之權益。其次，深入探討近期於美國 REITs 興起的股東行動主義與併購活動，而後再回顧我國 REITs 的外部治理機制設計的原則。

本文認為，設計我國 REITs 的外部治理機制時，應遵守之原則包含：

一、 須合於現制架構與運作情狀


外部治理機制之設計須符合我國 REITs 現行之架構。因此，股東行動主義希冀透過選上一席或兩席的董事，在董事會中表達訴求或施加現任經營者壓力的機制，在我國以信託型態為架構下，應有適用之困難。

此外，應注意我國不動產投資信託即使係外部管理型態，由於管理機構多為金融集團的非公開發行子公司，難以透過取得管理機構之控制權，間接經營與控制 REITs，故仍應以自市場上取得一定數額之受益權（或甚至控制受益權），作為其外部治理主要的機制。

二、 適當的資訊揭露

適當的資訊揭露有助於克服組織內部與外部的資訊不對等，因而有助於外部治理。惟因 REITs 在其資產價值上較一般公司單純透明，其資訊揭露義務的範圍不應無限擴張，否則反而有害運作效率。審視我國目前關於繼續公開的規範，本文認為可從「主要受益人受益權揭露」與「年度報告」兩個層面討論。

在主要受益人受益權揭露部分，我國目前並無相關規範。此無論自治理機能或比較法的角度，均可謂有規範上之不足。本文認為至少應課予主要受益人定期揭露其持有受益權數量之義務，惟未必需與公開發行公司為同等頻率之要求，可由主管機關評估成本與效益，訂定最低標準。



而在年度報告部分，本文認為考量現金流量之變化有助於投資人判斷風險，且製作成本不會過高，應要求 REITs 受託機構製作現金流量表。至於是否要求製作半年報或季報，以及除財務報表以外的其他報告，則交由主管機關考量 REITs 之市場發展程度、所涉產業類型等，綜合評估效益與成本而定。

三、限制短期主義的訴求與操作

我國 REITs 時常面臨清算或遭遇清算的危機，而此種市場派的清算訴求，外觀上與外部治理機制相似，卻可能過於追求短期主義，而不利於 REITs 的制度目的與部分受益人對於 REITs 長期持有的期待，應考慮為一定之改善。

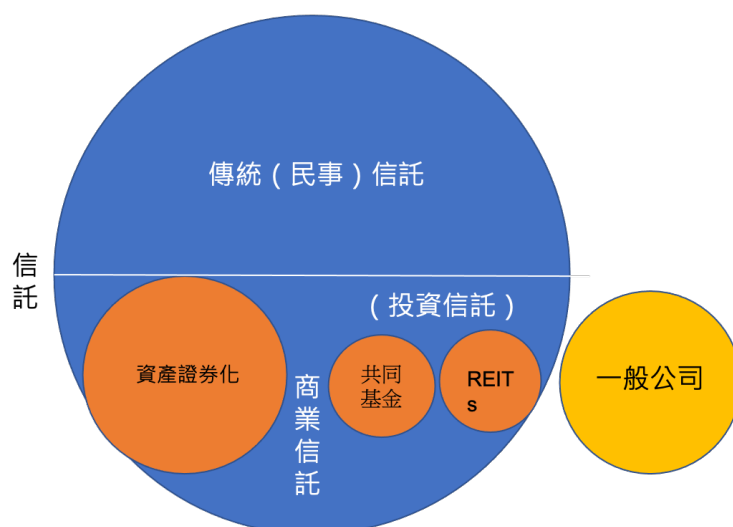
本文對於此問題的因應，短期內建議 REITs 經營管理者保持因應狀態並備置相關的防禦措施，並透過主管機關以法令提高清算門檻；長期上應放寬強制規範限制，以治理機制促進 REITs 的活化，同時改變對 REITs 受益證券價值的評價模式，以改善並促進 REITs 制度發展的健全化，保障受益人群體長期之權益。




第七章 結論

第一節 本文結論

本文透過探求商業信託不同於傳統民事信託的特性，及作為商業組織可能具有的稅收地位、有限責任地位與法律實體地位，探求不動產投資信託基本的特點，且在對證券化概念進行考察後，發現不動產投資信託在我國法下被錯誤地與資產證券化混淆的困境。而後將不動產投資信託與相似制度進行比較，發現不動產投資信託雖看似與共同基金有相似性，均為集合投資性質，其實際上與共同基金和一般公司，在不同面向上分別有相似與相異處，包含是否有投資商品特性、是否仰賴經營團隊經營能力、基金價值之評估難易度、資產池結構特性及集團經營性等，而應被以一種獨立的商業組織類型看待，並對應地辨識其受益權保障需求。具體而言，包含明確化經營團隊之義務並賦予受益人即時有效之監督與救濟管道、使受益人得以取得關於基金運作與價值之重要資訊、允許合理的關係人交易以促進集團綜效等，惟應同時考量投資商品之特性下，賦予某權利予投資人（受益人）時，是否有行使之效率及實益。關於不動產投資信託與傳統民事信託、商業信託、資產證券化、共同基金，及一般公司之關係，如下圖所示。






釐清不動產投資信託之受益權保障需求後，本文探討受益權之保障途徑。觀察公司治理與共同基金治理如何保障其股東權與受益權，並輔以針對不動產投資信託之治理如何影響其表現之相關實證研究後，本文發現不動產投資信託之受益權保障核心在於治理機制。惟治理機制之內涵，並非最大化受益人之權限，而應參酌不動產投資信託作為商業信託的功能特性與組織特性，以其作為獨立之商業組織類型與其受益權保障需求為基礎，從解決代理問題、緩和代理成本的角度，方得完善設計，以確保受益人權益的最大化。而由於治理機制的設計，無法純以想像為之，應參考其他 REITs 成功發展國家的規範與作法，擷取與我國制度相容者，引進其規範，或於引進後在我國規範下為適當之修正。

在內部治理上，可區分為負責決策、經營的「經營層面」，與負責監督經營者的「監督層面」進行研究。在「經營層面」，藉由探討不動產投資信託之受託關係，可釐清在不動產投資信託法律關係中負擔受託義務的主體與對象。而不動產投資信託之受託人受託義務，包含注意義務與忠實義務，指向為受益人之利益為積極獲益之行為，而不同於資產證券化下受託人之受託義務主要係為保管受託財產。基於商業環境的不確定性，應允許其在權限範圍內，理性完整地衡量利弊後，作成具有一定風險的決策或判斷，並應有限度地引進商業判斷法則作為輔助。此外，相關法制規範上的配套設計，包含管理機構的選任與解任、薪酬的計算，以及部分強行規定的鬆綁或解除，例如籌資與融資規定、分配收益之規定等，有助於受託人受託義務之履行。而針對我國集團經營型不動產投資信託，亦應思考最適的程序設計，以兼顧關係人交易所能帶來的經濟效益與受益人權益之保障。

在「監督層面」，主要由受益人與信託監察人作為權限主體。信託監察人係為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外權利行使之人，並非強制設立。其權限行使不應構成對原受益人行使權利之限制，且須避免干預經營團隊的經營決策判斷。針對涉及不動產投資信託發展走向，或涉及實質的信託利益享受權，亦不得



代受益人為行使。而受益人之權限，如自權限範圍以觀，有其自治空間，惟應兼顧主要受益人與少數受益人之權益，且亦應避免受益人無限擴大其權利，達到實質上控制受託人行為的程度。如自權限行使方式以觀，以受益人集體行使權限為主，現行對於受益人會議之相關規範，有諸多面向值得探討與修正；單獨行使或少數行使為輔，例如為確保受託人義務違反時追究其責任，以保障少數受益人之權益，應設計相關之追訴機制。

而在外部治理上，本文以近期於美國不動產投資信託興起的股東行動主義與併購活動出發，回頭檢視我國不動產投資信託外部治理機制設計時應符合的原則，探討其如何保障受益人之權益。在現制架構與運作情狀下，以自市場上取得一定數額或控制性受益權，為外部治理主要的機制。而適當的資訊揭露有助於克服組織內部與外部間的資訊不對等，因而有助於外部治理，惟揭露範圍亦不應無限擴張，否則反而有害運作效率。審視我國目前關於繼續公開的規範，本文認為應增加揭露主要受益人之受益權，其標準與頻率可由主管機關評估成本與效益而定；針對年度報告部分，應增加現金流量表，並由主管機關考量不動產投資信託市場發展程度、所涉產業類型等綜合評估效益與成本，追加揭露之內容。

而針對我國不動產投資信託時常面臨清算或遭遇清算的危機，其為外部治理的變形，因過度追求短期主義，而不利於不動產投資信託的制度目的及部分受益人長期持有的期待，應考慮為一定的限制。具體建議包含：不動產投資信託經營管理者應保持因應狀態並備置相關的防禦措施；以法令提高清算門檻；放寬強制規範限制，以治理機制促進不動產投資信託的活化；改變對受益證券價值的評價模式等。期望達成改善並促進不動產投資信託制度發展的健全化，以保障受益人群體長期之權益。


關於治理機制之設計，如何回應本文認為不動產投資信託作為獨立類型的制度特性，與其受益權保障需求，整理如下表：

制度特性		受益人保障需求	治理機制之設計
投資 商 品 性 質	投資人期待透過 REITs 之專業經營獲取收益（收益九成以上須分派）	於設計治理機制時應考量受益人可能僅關心基金資產價值及收益分配，評估是否有實益	<ol style="list-style-type: none"> 1. 關係人交易可學習日本採外部專家審查模式，減輕受益人會議負擔（第五章第三節第三項） 2. 受益人監督權限之行使方式應衡量監控成本，行使門檻均宜設有限制（第五章第五節第一至三項） 3. 儘管建議定期召開受益人會議，其召集密度應考量受益人參與事務之意願（第五章第五節第二項） 4. 資訊揭露義務的方式與內容，可由主管機關考量 REITs 市場發展程度、所涉產業類型等綜合評估效益與成本（第六章第二節第三項）
	受益人不得自由贖回，某程度仍處於不自由的地位，而有於一定程度介入基金治理的動機	受益人無法以贖回方式進行監督，而需賦予之其他適合之替代手段	<ol style="list-style-type: none"> 1. 宜放寬管理機構之解任、變更事由（第五章第二節第五項） 2. 選任信託監察人，使其為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為、召集受益人會議、制止請求權（第五章第四節第一至二項） 3. 重新檢視受益人會議之規定：書面召開會議之正當性疑慮；宜定期召開受益人會議；宜增設撤銷訴權規定（第五章第五節第二項）

			4. 宜增設受託人違反義務時之追訴機制（第五章第五節第三項）
仰賴經營團隊之經營能力程度	<p>投資價值某部分取決於標的本身（但非直接連結）</p> <p>對於不動產經營方式決定，例如出租或轉賣，甚至包含契約條款，仰賴管理機構專業能力與判斷</p>	<p>對應地明確化其經營團隊之義務內涵與配套，並賦予受益人得以透過事前或事後等方式有效監督救濟的管道；</p> <p>以市場機制替換經營不善的受託團隊</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 確立受託義務之負擔主體（第五章第一節第三項） 2. 確立受託義務係以積極獲利為目的，不同於資產證券化下主要為保管受託財產（第五章第二節第一項） 3. 引進該商業判斷法則，但應注意適用範圍與限制（第五章第二節第二項） 4. 基金型態 REITs 以管理機構為核心，與受託義務內涵較相容，並能減緩代理成本（第五章第二節第四項） 5. 宜將受託機構與管理機構之報酬以合併資產規模與績效表現的模式計算（第五章第二節第五項） 6. 放寬融資、追加募集與收益分配之規定，使受託人有充足的資金與彈性，透過買賣、修繕，提升資產池之資產品質與價值（第五章第二節第五項） 7. 信託監察人、受益人之權限行使，不能干預或危害到受託人之決策判

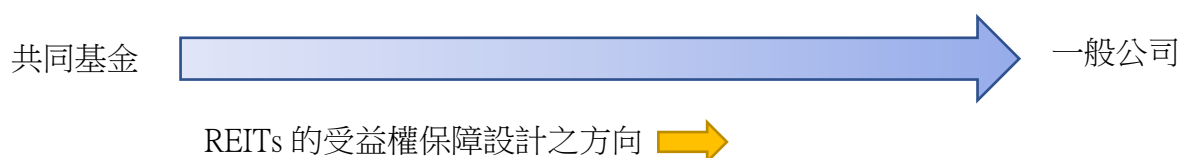
			<p>斷與經營行為（第五章第四節第二項）</p> <p>8. 以受託人違反義務之追訴機制作為事後救濟（第五章第五節第三項）</p> <p>9. 肯定外部治理機制在 REITs 存在必要性與實益（第六章第一節第一項）</p>
對於基金價值之評估難度	<p>價值主要來自投資標的之價值，此部分與共同基金相似</p> <p>不動產價值評估本身即已存在方法上的差異，而非帳面公開之數字加總；</p> <p>持份之價值實際上係取決於其於公開交易市場買賣雙方共同認定之價格共識，而非基金淨值</p>	須賦予受益人取得與 REITs 運作或價值相關的資訊	<p>1. 定期召集受益人會議，有心監督的受益人得以取得一手的資訊，並得問責與監督（第五章第五節第二項）</p> <p>2. 保留持有受益權 3%以上之受益人請求閱覽、抄錄或影印依規定編具之帳簿、文書及表冊之權（第五章第五節第一項）</p> <p>3. 宜強化資訊揭露，包含「主要受益人受益權揭露」與「年度報告」層面（第六章第二節第三項）</p> <p>4. 由於 REITs 在其資產價值上較一般公司為單純透明，其資訊揭露義務的範圍亦不應無限擴張，具體建議可參考比較法（第六章第一節第三項及第六章第二節第三項）</p> <p>5. 市場上交易發生折價容易引發清算危機，應使 REITs 的控制經營者得</p>

			<p>以儲備對應的防禦手段（第六章第三節第四項）</p> <p>6. 針對清算危機，宜透過法令提高清算門檻，並放寬強制規範限制，以治理機制促進 REITs 的活化（第六章第三節第四項）</p> <p>7. 針對 REITs 價值的評價，應合併實體資產的估價與證券之評價，以更為長遠、著重治理的角度分析 REITs（第六章第三節第四項）</p>
資產池結構特性	<p>REITs 藉由持有數個不動產或不動產相關有價證券標的，某程度可達分散風險</p> <p>專注於某特定產業別的不動產，有提高經營專業性與規模經濟的優勢</p> <p>儘管資產池結構受部分強制規定之限制，</p>	<p>對應地明確化經營團隊之義務內涵與配套機制</p>	<p>1. 確立具有不動產經營與管理專長的管理機構亦須負擔受託義務（第五章第一節第三項）</p> <p>2. 不宜適用審慎投資人法則架構受託人義務之內涵（第五章第二節第三項）</p> <p>3. 放寬融資、追加募集與收益分配等強行規定，使信託資產發揮規模經濟，受託人有空間發揮其專業經營判斷能力（第五章第二節第五項）</p>

	但普遍朝向放寬		
集團經營程度	NA	踐行相關利益迴避程序並確保交易條件之合理性下，使受益人得享受集團綜效帶來的收益	 <ol style="list-style-type: none"> 1. 以管理機構為核心的基金架構 REITs 與集團經營較為相容，可一致化經營者與所有者之利益，減緩代理成本（第五章第二節第四項） 2. 確立關係人交易於集團式 REITs 存在運作上的必要性，應以程序設計管控關係人交易（第五章第三節第二項及第三項） 3. 不宜在關係人交易之定義本身上做限縮，而係在規範模式上進行寬嚴程度的區分（第五章第三節第三項） 4. 參考關係人交易對於 REITs 得帶來的經濟效益區分管控密度（第五章第三節第三項） 5. 可考慮學習日本採取的外部專家審查模式，較具效率與機動性，有助發揮集團經營效益（第五章第三節第三項）
	REITs 的運作相當仰賴發起人集團，由與發起人作為關係企業的公司擔任管理機構，甚至複委託予集團之物業機構處理實體營運事宜		

綜合本文所述，我國目前針對不動產投資信託，不僅在規範上有將其與資產證券化混為規範之嫌，亦未深入思考其與共同基金雖均扮演集合投資的商業功能，實質上仍有許多不同處，因而忽略其應作為一種獨立的商業信託類型，而有

受到特殊規範之必要。事實上，不動產投資信託雖在集合投資不動產並分享收益的投資商品特性上具有共同基金之特質，但其在對經營團隊經營能力的需求、基金價值評估、資產池結構特性及集團經營性等層面上，反而與一般公司有相似之處。因此，如從光譜觀察，本文建議，在看待不動產投資信託之受益權保障時，應跳脫共同基金，一定程度學習一般公司的治理精神，如下圖所示。但亦非完全移植一般公司的治理機制，而應辨識不動產投資信託與一般公司的不同處，考量其作為投資商品的本質，如此方得設計適於不動產投資信託的良好治理機制，搭配主管機關對應的監管手段，方能確保受益人之最大利益。



第二節 尚待研究之方向

本文固然認為治理機制應作為不動產投資信託受益權保障之核心，然而本文亦深知一個上市證券的受益人（投資人）之權益保障，不可能僅以治理機制即可完善，尚須搭配主管機關的監管行為，以及良好的證券市場運作及規範。惟礙於本論文篇幅之緣故，本文未能就不動產投資信託受益證券的市場交易規範進行討論，例如，若受託機構、管理機構或主要受益人涉及類於證券交易法第 157 條之 1 之內線交易行為時，由於該條規範客體目前僅及於公開發行公司，並無適用之空間，是否以及如何立法規範，有待進一步之研究，以加強投資人對於 REITs 制度的信賴，並確保其權益。此外，比較法上針對不動產投資信託應採外部管理或內部管理，各國有不同的規範模式，我國是否有必要引進如同美國的內部管理型 REITs，須綜合分析、考量規範面與效率面之優劣，此亦有待實證研究或經濟分析文獻之進一步探討。



參考文獻

一、中文部分

(一) 專書

1. 方嘉麟（1998），《信託法之理論與實務》，二版，政治大學法律學系法學叢書編輯委員會。
2. 王文宇（2004），《新金融法》，二版，元照。
3. 王文宇（2018），《公司法論》，六版，元照。
4. 王文宇（2020），《契約與組織》，版次，元照。
5. 王志誠（2005），《信託之基本法理》，元照。
6. 王志誠（2005），《信託法》，五南。
7. 林國全、劉連煜（1999），《股東會書面投票制度之研究》，元照。
8. 陳彥良（2007），《公司治理法制—公司內部機關組織職權論》，翰蘆圖書。
9. 陳春山（2000），《企業管控與投資人保護 金融改革之路》，元照。
10. 曾宛如（2020），《證券交易法原理》，七版，元照。
11. 黃銘傑（2006），《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，元照。
12. 劉正峰（2009），《美國商業信託法研究》，中國政法大學出版社。
13. 劉連煜（2019），《現代公司法》，增訂14版，新學林。
14. 賴英照（2006），《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，自版。



15. 賴源河、王志誠（2001），《現代信託法論》，三版，五南。

16. 謝哲勝（2003），《信託法總論》，元照。

（二）書之篇章

1. 王文宇（2003），〈從信託法原理論共同基金之規範〉，收於：氏著，《民商法理論與經濟分析（二）》，頁 381，元照。

2. 王文宇（2013），〈共同基金與投信投顧法〉，收於：氏（主編），《金融法》，頁 211，元照。

3. 王志誠（2013），〈信託法與信託業法〉，收於：王文宇（主編），《金融法》，七版，頁 258，元照。

4. 曾宛如（2002），〈董事忠實義務之內涵與適用疑義—評析公司法第二十三條第一項〉，收於：氏著，《公司管理與資本市場法制專論（一）》，頁 3，元照。

5. 黃銘傑（2013），〈金融資產暨不動產證券化法規〉，收於：王文宇（主編），《金融法》，頁 343，元照。

6. 黃銘傑（2013），〈證券化基本原理〉，收於：王文宇（主編），《金融法》，頁 321，元照。

（三）期刊論文

1. 王文宇（2000），〈信託法原理與商業信託法制〉，《國立臺灣大學法學論叢》，29 卷 2 期，頁 309-416。

2. 王文宇（2001），〈信託法運用於金融市場的幾個爭議問題〉，《證券暨期貨管理》，19 卷 8 期，頁 1-25。

- 
3. 王文宇（2002），〈不動產證券化法制評析〉，《法令月刊》，53卷5期，頁28-39。
 4. 王文宇（2004），〈論不動產信託與不動產證券化之分際〉，《法令月刊》，55卷4期，頁63-73。
 5. 王文宇（2020），〈公司負責人的受託義務—溯源及展望〉，《月旦民商法雜誌》，68期，頁5-22。
 6. 王志誠（2001），〈跨越民事信託與商業信託之法理—以特殊目的信託法制為中心〉，《政大法學評論》，68期，頁43-106。
 7. 王志誠、許光承（2019），〈股東權之理論基礎及其權利保護〉，《華岡法粹》，67期，頁41-84。
 8. 王育慧（2006），〈美國信託法「受託義務」與「證券投資」：以注意義務與忠實義務為中心〉，《玄奘法律學報》，6期，頁121-158。
 9. 王健安、張金鶚（2002），〈臺灣REITs與REITs發行個案之典型事實分析〉，《臺灣銀行季刊》，60卷4期，頁169-223。
 10. 何正榮（2006），〈現代商事信託的組織法基礎〉，《政法論壇（中國政法大學學報）》，24卷2期，頁133-147。
 11. 李昌峻（2017），〈無市場流通性折價理論與文獻回顧〉，《貨幣觀測與信用評等》，128期，頁16-24。
 12. 李智仁（2006），〈日本信託業法之修法趨勢及啟發〉，《玄奘法律學報》，5期。
 13. 李智仁（2006），〈落實金融機構之公司治理—以機關改造與資訊揭露為中心〉，《財稅研究》，38卷2期，頁144-161。

- 
14. 李福隆（2002），〈論證券投資信託事業之忠實義務與利益衝突〉，《月旦法學》，89期，頁175-190。
 15. 周振鋒（2010），〈論股東代表訴訟的變革方向——以美國法為研析基礎〉，《政大法學評論》，115期，頁243-308。
 16. 周振鋒（2017），〈論商業判斷法則於我國法制之適用——以企業併購為中心〉，《東海大學法學研究》，52期，頁145-193。
 17. 林世淵（1992），〈美國金融證券化之發展〉，《證券市場發展季刊》，16期，頁65-84。
 18. 徐承志、王長輝（2021），〈公募 REITs 權益信息披露規則的法理邏輯及制度構建〉，《證券法苑》，31卷，頁95-112。
 19. 張永健（2015），〈財產獨立與資產分割之理論架構〉，《月旦民商法雜誌》，50期，頁87-104。
 20. 張思國、陳脩文、鄭益成、黃曉惠（2008），〈公司治理因素與上市公司內部控制制度關聯性之研究〉，《證交資料》，568期，頁6-25。
 21. 張軍建、張雁輝（2007），〈信託法中共同受託人概念之考察〉，《中南大學學報（社會科學版）》，13卷2期，頁167-169。
 22. 張禎玲、張華平、李阿乙（2015），〈臺灣不動產投資信託的經營管理機制立法十年的省思〉，《住宅學報》，24卷1期，頁117-132。
 23. 許黃捷（2011），〈期貨信託基金之法律性質之研究（下）〉，《證券暨期貨月刊》，29卷2期，頁17-29。
 24. 郭土木（2004），〈證券投資信託基金之法律性質〉，《全國律師》，8卷10期，頁39-50。

- 
25. 郭大維（2008），〈論我國金融機構公司治理之強化〉，《臺灣金融財務季刊》，9卷4期，頁47-64。
26. 陳麗玲、游源能（2006），〈基金治理之探討〉，《證券暨期貨月刊》，24卷7期，頁11-23。
27. 單于家、湯超（2021），〈公募 REITs 控制權集中度的法理基礎、規範邏輯和制度建議〉，《證券法苑》，31卷，頁133-149。
28. 曾宛如（2010），〈我國代位訴訟之實際功能與未來發展—思考上的盲點〉，《台灣法學雜誌》，159期，頁27-33。
29. 游啟璋（2002），〈不動產證券化法制解析〉，《月旦法學雜誌》，88期，頁151-161。
30. 黃虹霞（2005），〈證券投資信託基金之法律性質與證券投資信託基金受益人之法律地位〉，《萬國法律》，139期，頁2-9。
31. 楊岳平（2020），〈公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義〉，《台灣財經法學論叢》，2卷1期，頁385-430。
32. 溫建利、李權（2021），〈投資者保護視野下的公募 REITs “控制權集中”初探〉，《證券法苑》，31卷，頁150-167。
33. 劉宗德（2013），〈公私協力與自主規制之公法學理論〉，《月旦法學雜誌》，217期，頁42-62。
34. 劉連煜（2007），〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，17期，頁178-196。
35. 劉籐、楊松齡（2009），〈從 Hohfeld 權利概念的觀點論不動產投資信託的權利結構〉，《台灣土地研究》，12卷2期，頁27-50。

36. 謝杞森（2008），〈信託監察人與信託管理監督的探討〉，《真理財經法學》，1期，頁1-19。
37. 顧立雄（2019），〈公司治理與金融監理〉，《法遵與治理》，創刊號期，頁1-29。



（四）研討會論文

1. 江穎慧、張金鶚（2003年12月），〈不動產投資信託資產價值評估之探討〉，發表於：《中華民國住宅學會第十三屆年會及學術論文研討會》，中華大學。

（五）學位論文

1. 孔菊念（2004），《論不動產投資信託之受益人保護》，中原大學財經法律研究所碩士論文（未出版），桃園。
2. 許耀東（1984），《信託制度之研究—兼論我國信託事業之回顧與前瞻》，中國文化大學法律研究所碩士論文（未出版），臺北。
3. 陳婉玲（2014），《論我國引進商業信託可行性之研究》，東吳大學法學院法律學系碩士在職專班財經法學組碩士論文（未出版），臺北。
4. 陳裕文（2003），《金融資產證券化之研究》，輔仁大學法律系研究所碩士論文（未出版），新北。
5. 楊証淙（2013），《不動產投資信託制度與實務案例分析—以我國三鼎與基泰之星基金為例》，中國文化大學法學院法律學系碩士論文（未出版），臺北。
6. 樊振華（2008），《美國房地產投資信託股東（投資者）權利保護法律問題研究》，北京大學法學院碩士研究生學位論文（未出版），北京。




7. 鄭佩宜（2007），《台灣不動產投資信託之表現與投資組合》，國立政治大學地政研究所碩士論文（未出版），臺北。
8. 薛瀟（2009），《我國房地產投資信託基金投資者利益保護——以契約型房地產投資信託基金為研究對象》，廈門大學碩士學位論文（未出版），廈門。

（六）行政函釋、函令或函文

1. 金管會（104）金管銀票字第 10440004500 號令。
2. 金管會（105）金管銀票字第 10540000410 號令。
3. 金管會（106）金管銀票字第 10540000530 號函。
4. 金管會（106）金管銀票字第 10600146140 號函。
5. 金管會（96）金管銀（四）字第 096000783470 號函。
6. 財政部（92）台財融（四）字第 0924000790 號函。
7. 經濟部（100）經授商字第 10001115460 號函。
8. 經濟部（98）經授商字第 09801223790 號函。

（七）研究計劃、研究報告


1. 王粹馨（2005），《日本不動產證券化業務（以 J-REIT 為中心）參訪報告》，載於：<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C09400914>。
2. 谷湘儀、莊國偉（2012），《不動產投資信託基金市場之研究——以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例》，載於：<https://www.trust.org.tw/upload/1010000670111.pdf>。


- 
3. 財團法人臺灣經濟研究院（2013），《活絡我國不動產證券化市場之研究
期末報告，臺灣證券交易所委託研究》，載於：
<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000122.pdf>。
 4. 馬傲秋（2021），《加強對不動產投資信託基金管理之相關法令研究》，
載於：<https://www.trust.org.tw/upload/11009000000001.pdf>。
 5. 理律法律事務所（2002），《行政院經濟建設委員會委託研究計畫不動產
證券化條例之法案研究期末報告》，載於：
<https://ws.ndc.gov.tw/001/administrator/10/refile/5680/4493/0009025.pdf>。
 6. 陳美菊（2003），《美國上市治理與上市公司之管理》，載於：
<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:uyIUjgFugdMJ:https://report.nat.gov.tw/ReportFront/PageSystem/reportFileDownload/C09202156/001+&cd=1&hl=zh-TW&ct=clnk&gl=tw&client=safari>。
 7. 蔡麗玲、林曉韻、呂盈錄（2020），《「參訪新加坡 S-REIT 法制及實務
運作」出國報告》，載於：<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10802225>。
 8. 環宇法律事務所（2019），《REITs 採行基金架構之修法研究》，載於：
<https://members.sitca.org.tw/OPF/K0000/files/J/03/00-基金報告--組合 233P01-0703---1.pdf>。

（八）網路資料


I. 新聞

1. ETtoday 新聞雲（07/17/2020），〈土銀國泰一號爭議延燒 國泰建經提出 5
大澄清！〉，<https://finance.ettoday.net/news/1763278>。


- 
2. ETtoday 新聞雲 (07/17/2020) , 〈土銀國泰一號爭議延燒 國泰建經提出 5 大澄清!〉 , <https://finance.ettoday.net/news/1763278> 。
 3. 工商時報 (04/08/2021) , 〈慘敗! 新光 R1 過臨時動議全面與新光解約〉 , <https://ctee.com.tw/news/finance/442265.html> 。
 4. 工商時報 (04/08/2021) , 〈壓倒性過關 新光 R1 受益人會議通過四議案〉 , <https://ctee.com.tw/livenews/aj/ctee/a91617002021040817300560> 。
 5. 中央社 (04/12/2021) , 〈兆豐銀行不認帳! 新光一號變天, 卻因這些理由難以執行?〉 <https://www.storm.mg/article/3601574> 。
 6. 中央社 (12/14/2021) , 〈國泰 R1 受益人大會 15 日舉行 土銀: 提案存在 3 瑕疵〉 , https://tw.stock.yahoo.com/news/國泰_r1_受益人大會_15_日舉行-土銀-提案存在_3_瑕疵-144719929.html 。
 7. 中央通訊社 (04/06/2021) , 〈新光 R1 市場派質疑重複付費 基金管理者 4 說明回應〉 , <https://today.line.me/tw/v2/article/lymBDG> 。
 8. 中時新聞網 (04/09/2021) , 〈兆豐銀不認帳 新光 R1 前監察人: 將採激烈行動〉 , <https://www.chinatimes.com/realtimenews/20210409005267-260410?chdtv> 。
 9. 中時新聞網 (04/19/2022) , 〈新光一號騰籠換鳥計劃 未過關〉 , <https://tw.stock.yahoo.com/news/新光-號騰籠換鳥計畫-未過關-113718415.html> 。
 10. 天下雜誌 (04/09/2021) , 〈扒投資人兩層皮? 新光一號差點被逼到清算, 為何台灣 REITs 屢遭狙擊?〉 , <https://www.cw.com.tw/article/5114302> 。

- 
11. 自由時報 (04/09/2021) , 〈受益人會議解任新昕國際 受託機構兆豐銀：程序違背法令無法執行〉 , <https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3495132> 。
 12. 時報資訊 (07/14/2020) , 〈新光一號風波未息 投資人想翻盤〉 , <https://tw.stock.yahoo.com/news/各報要聞-新光-號風波未息-投資人想翻盤-234100231.html> 。
 13. 財訊 (08/14/2020) , 〈資產價值倍增 新光、國泰一號屢遭狙擊！配息不如清算 老牌 REITs 爆下架危機〉 , <https://www.wealth.com.tw/articles/36a3c34a-df1f-408d-905d-e9687d1222dd> 。
 14. 新新聞 (07/17/2020) , 〈國泰 1 號小股東大舉刊登頭版廣告控訴霸凌為哪樁？國泰人壽喊冤，土銀實問虛答〉 , <https://www.storm.mg/article/2860784> 。
 15. 新新聞 (07/26/2020) , 〈金管會應正視「股東行動正義」，壽險業者要勇於活化 REITs 資產〉 , 《風傳媒新新聞》 , <https://www.storm.mg/article/2877628?mode=whole> 。
 16. 蘋果日報 (04/09/2021) , 〈新光 R1 戰火開打 與新光複委任終止〉 , <https://tw.appledaily.com/finance/20210409/QLHTNPXXV5GY5NWVWJOBCEMAFA/> 。
 17. 蘋果日報 (05/01/2014) , 〈駿馬一號 REITs 清算案通過〉 , <https://tw.appledaily.com/finance/20140501/2LHDS2TVD2NVY6HQSVSCLFBDRM/> 。

II. 金管會新聞稿

- 
1. 金融監督管理委員會新聞稿（01/12/2021），《金管會研擬修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行》，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dtable=New。
 2. 金融監督管理委員會新聞稿（01/12/2021），《金管會研議修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行》，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dtable=News。
 3. 金融監督管理委員會新聞稿（02/22/2011），《金管會充分尊重三鼎及基泰之星 REIT 進行清算決議，但清算計畫應調整以保障受益人權益》，
<https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=296&parentpath>。
 4. 金融監督管理委員會新聞稿（04/12/2011），《部分投資人關心三鼎及基泰之星清算事宜，金管會重申尊重受益人決議二檔基金清算之立場》，
<https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=296>。
 5. 金融監督管理委員會新聞稿（10/26/2010），《金管會提醒不動產投資信託基金受益人應充分評估有關終止契約並清算之相關提案，以保障本身之權益》，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=2&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=41015&dtable=News。
 6. 金融監督管理委員會新聞稿（12/31/2015），《金管會開放我國不動產投資信託 (REITs) 投資國外 REITs 及國外不動產》，
<https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomiz>。

III. 其他網路資料

- 
1. 公務人員退休撫卹基金管理委員會網站，REITs—穩健投資的另類選擇，
https://www.fund.gov.tw/News_Content.aspx?n=3268&s=15147。
 2. 公開資訊觀測站，不動產投資信託受益證券，https://mops.twse.com.tw/mops/web/p_t112sb03。
 3. 黃惠婷（2009），《封閉式基金折價問題研究》，載於 <https://core.ac.uk/download/pdf/41>。
 4. 勤業眾信網站，如何評估公司價值—常見的估值方法，
<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/about-deloitte/articles/estimate-corporate-value.html>。
 5. 證券櫃檯買賣中心，受益證券及資產基礎證券簡介，
https://www.tpex.org.tw/web/bond/knowledge/system/abs_and_mbs.php?l=zh-tw。

（九）其他

1. 三鼎不動產投資信託基金受益證券公開說明書。
2. 三鼎不動產投資信託基金財務報告書（101 年全年度）。
3. 民國 107 年公司法部分修正條文總說明。
4. 民國 110 年金融監督管理委員會公告「投資信託及證券投資顧問法」部分條文修正草案總說明。
5. 基泰之星不動產投資信託基金受益證券公開說明書。
6. 基泰之星不動產投資信託基金財務報告書（100 年全年度）。
7. 富邦一號不動產投資信託基金財務報告書（110 年全年度）。



8. 新光一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書。
9. 新光一號不動產投資信託基金財務報告書（111 年全年度）。
10. 駿馬一號不動產投資信託基金受益證券公開說明書。
11. 駿馬一號不動產投資信託基金財務報告書（104 年全年度）。

二、日文部分

（一）專書

1. 四宮和夫（1989），《信託法（新版）》，有斐閣。
2. 四宮和夫（1994），《信託法（新版）》，有斐閣。
3. 寺本昌宏（2008），《參新しい信託法 逐条解説》，補訂版，商事法務株式会社。
4. 原田大樹（2007），《自主規制の公法学的研究》，有斐閣。
5. 海原文雄（1998），《英米信託法概論》，有信堂。
6. 商事信託研究会（2001），《商事信託法の研究--商事信託法要綱およびその説明》，有斐閣。
7. 鴻常夫（編）（1998），《商事信託法制》，有斐閣。

（二）期刊論文

1. 原田大樹（2007），〈自主規制の制度設計-貸金業規制を中心として〉，《法政研究》，74 卷 4 期，頁 817-840。
2. 神田秀樹（1990），〈信託業に関する法制のあり方〉，《ジュリスト》，1164 期，頁 19-30。

3. 福井修（2007），〈新しい信託法と実務対応〉，《金融・商事判例増刊号》，1261期（増刊號），頁18-23。



（三）官方文件

1. 法制審議会信託法部会（2005），《第7回会議配付資料 抜粋資料 2-7》，https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20050415_d1sir/02_07.pdf。

（四）網路資料

1. イオンリート（2021），《第5回投資主総会招集ご通知》，<http://www.airitilibrary.cn/jnltitle/a0000446-n.pdf>。
2. 日本取引所グループ（JPX）網站，REIT 銘柄一覧，<https://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/issues/index.html>。
3. 新規上場申請者提出書類（投資証券）不動産投資信託証券の分布状況表，<https://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/listing/02.html>。

三、英文部分

（一）專書

1. DINE, JANET & KOUTSIAS, MARIOS (2013), THE NATURE OF CORPORATE GOVERNANCE: THE SIGNIFICANCE OF NATIONAL CULTURAL IDENTITY.
2. JOFFE QC, VICTOR et al. (2015), MINORITY SHAREHOLDERS: LAW, PRACTICE, AND PROCEDURE, 5th ed.
3. MCCALL, JACK H. (2001), A PRIMER ON REAL ESTATE TRUSTS: THE LEGAL BASICS OF REITS.




4. OECD (2018), FLEXIBILITY AND PROPORTIONALITY IN CORPORATE GOVERNANCE.
5. PEARCE, ROBERT & STEVEN, JOHN (1998), THE LAW OF TRUSTS AND EQUITABLE OBLIGATIONS, 2d ed.
6. RITA SZUDOCZKY (2009), TAKEOVER REGULATIONS AND PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS: A COMPARISON BETWEEN THE EUROPEAN AND US APPROACH.
7. SCOTT, AUSTIN & FRATCHER, WILLIAM (1987), THE LAW OF TRUSTS, 4th ed.
8. WELCH, EDWARD P. & TUREZYN, ANDREW J. (1994), FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS.


(二) 專書論文


1. Finn, Paul (1992), *Fiduciary Law and the Modern Commercial World*, in COMMERCIAL ASPECTS OF TRUSTS AND FIDUCIARY OBLIGATIONS 7 (Ewan McKendrick ed.).
2. Koh, Jerry & Lee, Jonatha (2019), *The Real Estate M&A and Private Equity Review: Singapore*, in THE REAL ESTATE M&A AND PRIVATE EQUITY REVIEW 218 (Adam Emmerich & Robin Panovka eds.).
3. Weir, Charlie (2013), *The Market for Corporate Control*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE GOVERNANCE 328 (Douglas Michael Wright et al. eds.).


(三) 期刊論文


1. Bauer, Rob et al. (2010), *Corporate Governance and Performance: The REIT Effect*, 38(1) REAL ESTATE ECONOMICS 1.


- 
2. Bebchuk, Lucian A. (2007), *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93(3) VIRGINIA LAW REVIEW 675.
 3. Bers, Martina & Springer, Thomas M. (1997), *Economies-of-Scale for Real Estate Investment Trusts*, 14(3) JOURNAL OF REAL ESTATE RESEARCH 275.
 4. Bianco, Candy et al. (2007), *The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs*, 33(5) THE JOURNAL OF PORTFOLIO MANAGEMENT 175.
 5. Bratton, William W. & Wachter, Michael L. (2010), *The Case against Shareholder Empowerment*, 158 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 653.
 6. Campbell, Robert D. et al., *Corporate Governance and Performance in the Market for Corporate Control: The Case of REITs*, 42 THE JOURNAL OF REAL ESTATE FINANCE AND ECONOMICS 451.
 7. Capozza, Dennis R. & Seguin, Paul J. (2003), *Inside Ownership, Risk Sharing and Tobin's q -Ratios: Evidence from REITs*, 31(3) REAL ESTATE ECONOMICS 367.
 8. Carter, David J. (2001), *Mutual Fund Boards and Shareholder Action*, 3 VILLANOVA JOURNAL OF LAW AND INVESTMENT MANAGEMENT 6.
 9. Chaffee, Eric C. (2019), *A Theory of the Business Trust*, 88 UNIVERSITY OF CINCINNATI LAW REVIEW 797.
 10. Chan, Su Han et al. (1998), *Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications*, 16(3) JOURNAL OF REAL ESTATE RESEARCH 357.


- 
11. Chong, Wei Lan et al. (2017), *The Performance of Externally Managed REITs in Asia: Further Evidence from Free Cash Flow and Agency Costs*, 35(2) JOURNAL OF PROPERTY INVESTMENT AND FINANCE 200.
12. Coase, Ronald H. (1937), *The Nature of the Firm*, 4(16) ECONOMICA 386.
13. Coffee, John C. Jr. & Palia Darius (2016), *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 JOURNAL OF CORPORATION LAW 545.
14. Cornell, Chadwick M. (1997), *Reits and Upreits: Pushing the Corporate Law Envelope*, 145(6) UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1565.
15. Costa, Eduardo & Marques, Ana (2009), *Corporate Governance and Takeovers: Insights from Past Research and Suggestions for Future Research*, 6(3) CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL 211.
16. Downs, David H. et al. (2016), *Related Party Transactions and Firm Value: Evidence from Property Markets in Hong Kong, Malaysia and Singapore*, 52 THE JOURNAL OF REAL ESTATE FINANCE AND ECONOMICS 408.
17. Downs, David H. et al. (2019), *Shareholder Activism in REITs*, 47(1) REAL ESTATE ECONOMICS 66.
18. Duke Law Journal (1974), *Advisory Succession in Real Estate Investment Trusts*, 1974 DUKE LAW JOURNAL 123.
19. Ebach, Spencer C. (2021), *A Reputation to Uphold: Maryland Courts and the Continued Development of REIT Law*, 80 MARYLAND LAW REVIEW ONLINE 73.

- 
20. Einhorn, David M. (2000), *REIT M&A Transactions—Peculiarities and Complications*, 55(2) THE BUSINESS LAWYER 693.
21. Etienne, Farvaque et al. (2011), *Corporate Disclosure: A Review of Its (Direct and Indirect) Benefits and Costs*, 128 INTERNATIONAL ECONOMICS 5.
22. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C. (1983), *Agency Problems and Residual Claims*, 26(2) THE JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 327.
23. Frankel, Tamar (2001), *The Delaware Business Trust Act Failure as the New Corporate Law*, 23 CARDOZO LAW REVIEW 325.
24. Ghosh, Chinmoy & Sirmans, C. F. (2003), *Board Independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts*, 26(2-3) THE JOURNAL OF REAL ESTATE FINANCE AND ECONOMICS 287.
25. Grabowski, Richard et al. (1995), *The Role of Takeovers in Increasing Efficiency*, 16(3) MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS 211.
26. Halpern, James S. (1997), *Real Estate Investment Trusts and the Tax Reform Act of 1976*, 31(2) THE TAX LAWYER 329.
27. Hartzell, Jay C. et al. (2006), *The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs)*, 34(3) REAL ESTATE ECONOMICS 343.
28. Hauswald, Robert B.H. & Marquez, Robert (2005), *Governance Mechanisms, Corporate Disclosure, and the Role of Technology*, SSRN ELECTRONIC JOURNAL, https://www.researchgate.net/publication/228169606_Governance_Mechanisms_Corporate_Disclosure_and_the_Role_of_Technology (follow “Open PDF in Browser” hyperlink).


- 
29. Haynsworth. Harry J. (2004), *The Unified Business Organizations Code: The Next Generation*, 29 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 83.
30. Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305.
31. Krug, Anita K. (2013), *Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm*, 86 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW 263.
32. Langbein, John (1997), *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 THE YALE LAW JOURNAL 165.
33. Langevoort, Donald C. (2005), *Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty*, 83 WASHINGTON UNIVERSITY LAW QUARTERLY 1017.
34. Lecomte, Patrick & Ooi, Joseph T. L. (2013), *Corporate Governance and Performance of Externally Managed Singapore Reits*, 46 THE JOURNAL OF REAL ESTATE FINANCE AND ECONOMICS 664.
35. Lee, Charles M. C. et al. (1991), *Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle*, 46(1) THE JOURNAL OF FINANCE 75.
36. Lobell, Nathan D. (1961), *Rights and Responsibilities in the Mutual Fund*, 70(8) THE YALE LAW JOURNAL 1258.
37. Lybecker, Martin E. (2005), *Enhanced Corporate Governance for Mutual Funds: A Flawed Concept that Deserves Serious Reconsideration*, 83 WASHINGTON UNIVERSITY LAW REVIEW 1045.

- 
38. Lynn, Theodore (1962), *Real Estate Investment Trusts: Problem and Prospects*, 31(1) FORDHAM LAW REVIEW 73.
39. Manne, Henry G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73(2) JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 110.
40. Martucci, Diane Fruchter (1983), *The Inapplicability of the Demand Requirement of Rule 23.1 to Mutual Fund Shareholder Suits Under Section 36(b)*, 51 FORDHAM LAW REVIEW 1403.
41. Massimo, Biasin et al. (2010), *Public REITs' Governance and Regulatory Structure: Effects on NAV Discount: Evidence from the Italian Market*, 3(3) JOURNAL OF EUROPEAN REAL ESTATE RESEARCH 161.
42. Michigan Law Review (1973), *The Real Estate Investment Trust: State Tax, Tort, and Contract Liabilities of the Trust, Trustee, and Shareholder*, 71 MICHIGAN LAW REVIEW 808.
43. Morley, John & Curtis, Quinn (2010-2011), *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 THE YALE LAW JOURNAL 84.
44. Paterson, Sarah (2016), *The Paradox of Alignment: Agency Problems and Debt Restructuring*, 17 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 497.
45. Phillips, W. Brantley Jr. (1997), *Chasing Down the Devil: Standards of Prudent Investment Under the Restatement (Third) of Trusts*, 54 WASHINGTON AND LEE LAW REVIEW 335.
46. Ribstein, Larry E. (2009-2010), *Federal Misgovernance of Mutual Funds*, 2009 CATO SUPREME COURT REVIEW, 301.

- 
47. Roiter, Eric D. (2016), *Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance*, 6 HARVARD BUSINESS LAW REVIEW 1.
48. Ruback, Richard S. & Jensen, Michael C. (1983), *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 5.
49. Sagalyn, Lynne B. (1996), *Conflicts of Interest in the Structure of REITs*, 13(2) REAL ESTATE FINANCE 34.
50. Scherer F.M. (1988), *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*, 2(1) THE JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 69.
51. Schiffman, Howard (1976), *The Relationship Between the Investment Advisor and the Mutual Fund: Too Close for Comfort*, 45(1) FORDHAM LAW REVIEW 183.
52. Schwarcz, Steven L. (1994), *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STANFORD JOURNAL OF LAW, BUSINESS & FINANCE 133.
53. Schwarcz, Steven L. (1996), *Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO LAW REVIEW 647.
54. Schwarcz, Steven L. (2003), *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, 58 THE BUSINESS LAWYER 559.
55. Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (2012), *A Survey of Corporate Governance*, 52(2) THE JOURNAL OF FINANCE 737.
56. Siemann, Carson (2012), *Promoting Equity for REIT Investors*, 36 SETON HALL LEGISLATIVE JOURNAL 271.

- 
57. Sjostrom, William K. (2006), *Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation Under Section 36(A) of the Investment Company Act of 1940*, 54 UNIVERSITY OF KANSAS LAW REVIEW 251.
58. St. John's Law Review (1961), *New Internal Revenue Code Treatment of Real Estate Investment Trusts and Its Application Under New York Law*, 35(2) ST. JOHN'S LAW REVIEW 401.
59. Stonecipher, Jennifer (2007), *From One Pocket to the Other: The Abuse of Real Estate Investment Trusts Deductions*, 72(4) MISSOURI LAW REVIEW 1455.
60. Tang, Cheng Keat & Mori Masaki (2017), *Sponsor ownership in Asian REITs*, 55(3) THE JOURNAL OF REAL ESTATE FINANCE AND ECONOMICS 265.
61. Trahan, Emery A. (2008), *Mutual Fund Governance and Fund Performance*, 5(4) CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL 384.
62. Wang, Timothy (2011), *Corporate Governance and Institutional Ownership: A Critical Evaluation and Literature Survey*, 9(1) CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL 72.
63. Wang, Wallace Wen-Yeu (1994), *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*, 69(4) WISCONSIN LAW REVIEW 926.
64. Wilkins, Robert P. & Moses, Albert L., *Real Estate Investment Trusts in South Carolina*, 24(5) SOUTH CAROLINA LAW REVIEW 741.
65. Williamson, Oliver E. (2002), *The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract*, 16(3) JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 171.

(四) 司法裁判

- 
1. Brouk v. Managed Funds, Incorporated, 286 F.2d 901 (8th Cir. 1961).
 2. Brown v. Bullock, 194 F. Supp. 207 (S.D.N.Y. 1961).
 3. Caruso v. Metex Corporation, CV 89-0571, 1992 U.S. Dist. LEXIS 14556 (E.D.N.Y. July 30, 1992).
 4. Doppelt ex rel. Annaly Capital Management Inc. v. Denahan, 18 N.Y.S.3d 578 (N.Y. Sup. Ct. 2015).
 5. Eliot v. Freeman, 220 U.S. 178 (U.S. 1911).
 6. Goldwater v. Oltman, 292 P. 624 (Cal. 1930).
 7. Harvard College & Massachusetts General Hospital v. Amory 26 Mass (9 Pick) 446 (1830).
 8. Hibbard v. American Finance Trust Inc., No. 655339/2018, 2021 N.Y. Misc. LEXIS 6789 (Dec. 20, 2021).
 9. Hun v. Cary, 82 N.Y. 65 (N.Y. 1880).
 10. International Association of Fire Fighters, Local 2665 v. the City of Clayton, Missouri, 320 F.3d 849 (8th Cir. 2003).
 11. King v. Talbot, 40 N.Y. 76 (1869).
 12. Meiselman v. Eberstadt, 39 Del. Ch. 563, 170 A.2d 720 (Ch. 1961).
 13. Morrissey v. Commissioner of Internal Revenue, 296 U.S. 344 (U.S. 1935).
 14. Oliveira v. Sugarman, 451 Md. 208 (Md. 2017).
 15. Potter v. Pohlad, 560 N.W.2d 389 (Minn. Ct. App. 1997).

16. Rales v. Blasband, 634 A.2d 927 (Del. 1993).
17. Sinclair Oil Corporation v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).
18. Terrydale Liquidating Trust v. Barness, 611 F. Supp. 1006 (S.D.N.Y. 1984).



(五) 官方文件

1. Institute of Singapore Chartered Accountants (ISCA), Recommended Accounting Practice, Reporting Framework for Investment Funds, (July 2020), <https://isca.org.sg/media/2823842/revised-rap-7-revised-december-2019.pdf>.
2. Internal Revenue Service (IRS), Department of the Treasury, 2021 Instructions for Form 1120-REIT, U.S. Income Tax Return for Real Estate Investment Trusts, (Feb 07, 2022), <https://www.irs.gov/pub/irs-pdf/i1120rei.pdf>.
3. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Examination of Governance for Collective Investment Schemes Final Report Part I, (2006), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>.
4. Monetary Authority of Singapore (MAS), Securities and Futures Act (CAP. 289) Part VII (Disclosure of Interests), Frequently Asked Questions (FAQs) On Disclosure of Interests (last revised on Oct. 8, 2018), <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/FAQ-on-Disclosure-of-Interests-003.pdf>.

(六) 研究計畫、研究報告

1. Clayton, Jim & MacKinnon, Greg (2009), *Real Estate Investment Trusts: The US Experiences and the Lessons for the UK*, IPF RESEARCH

PROGRAMME, <https://www.ipf.org.uk/static/uploaded/21f26407-43c4-4292-9c71ed45f6d2fa13.pdf>.



2. Grossman (2004), *The Theory of the Market for Corporate Control and the Current State of the Market for Corporate Control in China*, OECD, <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/31601011.pdf>.
3. *Guide to REITs, BTs and CIS in Singapore*, COLIN NG & PARTNERS (2011), https://moam.info/queue/3-guide-to-reits-bts-and-cis-in-singapore-colin-ng-and-partners_59cca5e51723ddac3bb48074.html (follow “DOWNLOAD PDF” hyperlink).
4. Pica, Angela (2011), *Asia-Pacific REITs Building Trust through Better REIT Governance*, CFA INSTITUTE, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/asia-pacific-reits.pdf>.
5. *Real Estate and REIT M&A Selected Articles and Memoranda*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ (WLRK) (2020), <https://www.wlrk.com/files/reit/WLRK.REMAcompil.pdf>.
6. *Singapore- A Global Hub for REIT Listings*, KPMG (2019), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/sg/pdf/2019/07/singapore-a-global-hub-for-reit-listings.pdf>.
7. Tan, Denise (2001), *Corporate Governance: The Case for Asian REITs* (unpublished B.A. thesis, Massachusetts Institute of Technology) (on file with the MIT Libraries).

8. *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes Compare and Contrast*, PWC (2019), <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-nov-2019.pdf>.




(七) 網路資料

1. Ben Fox Rubin, *Corvex, Related Call for Earlier Commonwealth REIT Special Meeting*, WALL STREET JOURNAL (Mar. 26, 2014, 8:49 AM), <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304418404579463064217346436>.
2. CAPITALIZATION & MAJOR UNITHOLDERS, <https://www.tokaido-reit.co.jp/en/finance/investment.html>.
3. CNN BUSINESS, ALEXANDRIA REAL ESTATE EQUITIES INC, <https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=ARE&subView=institutional>.
4. Frankel, Matthew, *A Beginner's Guide to Private REITs*, THE MOTLEY FOOL (May. 02, 2022, 8:14 PM), <https://www.fool.com/investing/stock-market/market-sectors/real-estate-investing/reit/private-reits/>.
5. Human, Tim, *ESG disclosure said to create opportunities for activists*, CORPORATE SECRETARY (Jun. 16, 2021), <https://www.corporatesecretary.com/articles/shareholders/32612/esg-disclosure-said-create-opportunities-activists>.
6. MEDIAN PREMIUM OR DISCOUNT TO NET ASSET VALUE (NAV) OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) IN THE UNITED STATES AS OF FEBRUARY 2022, BY

PROPERTY TYPE, <https://www.statista.com/statistics/1189480/reit-median-premium-nav-usa/>.



7. NAREIT, GLOBAL REAL ESTATE INVESTMENT, <https://www.reit.com/investing/global-real-estate-investment>.
8. NAREIT, HISTORY OF REITS & REAL ESTATE INVESTING, <https://www.reit.com/what-reit/history-reits>.
9. NAREIT, REIT SECTORS, <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors>.
10. NAREIT, WHAT'S A REIT (REAL ESTATE INVESTMENT TRUST)?, <https://www.reit.com/what-reit>.
11. NAREIT, WHY INVEST IN REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITS), <https://www.reit.com/investing/why-invest-reits>.
12. NYSE TRADED PRODUCTS LISTINGS DIRECTORY, https://www.nyse.com/listings_directory/reits.
13. Perlberg, Heather & Leondis, *Activist U.S. Fund Seeks Board Ouster at Anworth REIT*, BLOOMBERG (Apr. 17, 2014, 12:00 PM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-17/activist-u-s-fund-seeks-board-ouster-at-anworth-reit-mortgages>.
14. Perlberg, Heather, *Bulldog Targets REITs for Shakeup after Javelin Win*, BLOOMBERG (Jan. 16, 2014, 5:35 AM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-16/bulldog-targets-reits-for-shakeup-after-javelin-win-mortgages>.

- 
15. PRINCIPLES FOR CUSTOMER-ORIENTED BUSINESS CONDUCT, <https://www.aeon-reitm.co.jp/en/fiduciary/index.html>.
16. PRINCIPLES FOR CUSTOMER-ORIENTED BUSINESS CONDUCT, <https://www.jhra.co.jp/en/principles/>.
17. REALITY INCOME ANNUAL SHAREHOLDER MEETING, <https://www.realtyincome.com/investors/events-and-webcasts/event-details/2018/Realty-Income-2018-Annual-Shareholder-Meeting/default.aspx>.
18. S-REIT STRUCTURE, <https://www.reitas.sg/singapore-reits/s-reit-structure/>.
19. S-REITS AND BUSINESS TRUSTS, <https://www.reitas.sg/singapore-reits/differences-between-s-reits-business-trusts-in-singapore/>.
20. SIMON, NOTICE OF ANNUAL MEETING OF SHAREHOLDERS, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1063761/000104746920002003/a2241143zdef14a.htm>.
21. *Support for Listed Issuers, Enhanced Share Issue Limit for Mainboard Issuers*, MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (MAS) (Apr. 08, 2020), <https://www.mas.gov.sg/covid-19/supporting-businesses-through-covid-19/support-for-listed-issuers>.
22. Tan, Angela, *S-Reits Seek Faster Approval Turnaround for Related-Party Deals*, BT EXCLUSIVE (Jul. 05, 2019, 5:50 AM), <https://www.businesstimes.com.sg/real-estate/s-reits-seek-faster-approval-turnaround-for-related-party-deals>.

23. UNDERSTANDING REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITs),
<https://www.moneysense.gov.sg/articles/2018/10/understanding-real-estate-investment-trusts-reits>.



24. WHY MARYLAND IS THE FAVORED JURISDICTION FOR FORMING REITs,
<https://www.cscglobal.com/service/webinar/maryland-reit-dominance/>.

(八) 其他

1. Announcement, Proposed Merger of Capitaland Mall Trust and Capitaland Commercial Trust by Way of a Trust Scheme of Arrangement, Results of Extraordinary General Meeting Held on 29 September 2020,
https://www.capitaland.com/content/dam/capitaland-newsroom/International/2020/september/unitholders-vote-proposed-merger-of-cmt-and-cct/CMT_Results_of_EGM.pdf.
2. Gottfried, Keith E., Harvard Law School Forum on Corporate Governance: Shareholder Activism at Closed-End Funds in the Wake of Covid-19 (January. 3, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/>.
3. Emmerich, Adam O. Emmerich & Panovka, Robin, Harvard Law School Forum on Corporate Governance: REITs in 2021 (Jan. 12, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/12/reits-in-2021/>.