

商業信託上市模式之解構及分析 — 以新加坡、香港分拆上市案例為核心

王志誠*

要 目

壹、前言	肆、企業採商業信託模式之益處及啟發
貳、商業信託上市之發展軌跡及特色	伍、結論
參、新加坡及香港之具體案例	

提 要

新加坡與香港為提供企業多元之資金調度管道，分別從 2011 年及 2013 年起，開放企業可藉由分拆資產成立商業信託的模式，向證券交易所申請掛牌上市。其中，在新加坡證券交易所上市的亞洲付費電視信託（Asian Pay Television Trust），其信託財產為台灣寬頻通訊顧問股份有限公司（TBC），直接對我國通訊產業的管制政策及資本市場造成衝擊，引發各界高度關注。本文擬先介紹在新加坡及香港證券交易所上市的商業信託案例及特色，解構及分析商業信託之模式，並提出本文之觀點，期能推動我國資本市場之發展。

壹、前言

商業信託（business trust）制度，其本質屬於一種企業經營組織，而以信託之方式成立，在美國發展由來已久，後又擴及加拿大、澳洲等地，2004 年 10 月時新加坡率先制定商業信託法（Business Trust Act）正式引進該制度。惟近年在亞洲真正引發廣泛討論之緣由，乃肇始於和記黃埔有限公司（以下簡稱「和黃」）

* 本文作者為國立中正大學法學院教授、國立政治大學法學博士；本文之完成，研究助理莊仲豪日以繼夜協助整理文獻及案例資料，功不可沒，併予致謝。

旗下之和記港口分拆案。2011 年 1 月，和黃以商業信託之方式分拆旗下部分港口物業於新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）上市，上市集資金額高達 54.5 億美元，不僅為新加坡引進商業信託以來之最大投資案，亦打破新加坡交易所的最高上市集資紀錄，而成為新加坡以商業信託吸引投資之重大指標案例。

然和黃以香港未開放商業信託為由，而選擇赴新加坡掛牌上市，於和黃所在地之香港隨即引起關注及討論。2011 年 11 月，電訊盈科有限公司（PCCW）分拆旗下固網、行動電話及寬頻產業成立香港電訊信託，在香港交易所（Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd, HKEx）上市，成為香港商業信託上市之首例。而在 2013 年 5 月，以租賃酒店物業為收益之朗廷酒店投資信託成為香港第二起商業信託上市案例。此外，電能實業有限公司建議分拆港燈電力之申請案已獲香港交易所確認，可望將成為香港第三起商業信託上市之案例，目前香港商業信託之熱度應已逐步升溫。

信託雖以民事信託為發展之原型，但由於信託具有靈活彈性之特色，而在商業上及金融領域更廣泛地被運用，商事信託已然成為國家發展金融市場之重要課題。我國於 2000 年、2002 年、2003 年及 2004 年先後制定信託業法、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，而依其投資標的及商業設計目的之差異，創設共同信託基金、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法定商事信託之類型，並為投資人提供更多元之金融市場環境。惟就前述新加坡及香港所引進之商業信託模式，我國目前仍未開放。

從現實面而言，在金融自由化（Financial liberalization）與金融國際化（Financial Internationalization）之當下環境，若不開放上市公司透過分拆資產以商業信託上市，並不表示能不受國際金融市場之衝擊，除可能喪失之吸引投資機會外，既有國內資本亦可能向外流失，例如 2013 年 5 月，國內市占率 15% 之有線電視系統業者的台灣寬頻（TBC），即在新加坡交易所以亞洲付費電視信託（Asian Pay Television Trust, APTT）形式掛牌上市。因此，本文擬從新加坡及香港之商業信託具體案例為出發，整理分析其商業信託之模式。最後，並提出本文之簡要結論。

貳、商業信託上市之發展軌跡及特色

一、商業信託之意義

商業信託最早起源於美國，係以信託的方式來從事商業經營，主要以財產增值為目的。由於此種商業信託最初之目的是為規避麻薩諸塞州當時禁止以公司組織型態經營不動產業務的法律規定，而又以該州最為發達，故有稱麻薩諸塞州信託（Massachusetts trust）¹。具體而言，即出資人不以設立公司的方式來經營事業，而以信託文件（an instrument of trust）方式成立非公司之企業經營組織，將出資集中於受託人，由受託人負責統籌管理及運用，以經營特定事業。另一方面，出資人則取得受託人所發行之受益權憑證，而以受益人的身分，受領信託財產收益的分配²。對於信託財產所生之債務，受益人僅在其投資範圍內負有限責任。

商業信託在性質上為商事信託型態之一種，其根本原理應無二致。一般而言，所謂商事信託主要具有營業性、商品性及集團性三項特性，而與傳統民事信託的概念，在本質上有所不同。就營業性而言，民事信託在本質上，除在信託設定時應有財產權的存在外，尚應特別重視以委託人意思為基礎的信託本旨。此外，民事信託在傳統上主要利用於家族財產的轉移規劃，受益人不僅非信託的當事人，且通常並未支付相當的對價，而是無償取得受益權。反觀商事信託的本質，如過度強調財產權的自始存在及委託人的意思，恐有礙商事信託的發展。蓋商業信託係透過商業性設計（arrangement）的架構，使受託機構負責信託資金的管理或信託事務的執行，而受益人則享有是類商業性設計的利益。換言之，商事信託在設定時，並非以信託財產之存在為必要，乃是藉由商業性設計之架構，以取得受益人所投資之資金，並由受託機構從事資產管理。此外，投資人取得受益權而成為商事信託之受益人，其性質上皆屬於有償取得，具有對價關係存在，而與他益之民事信託實質上為信託贈與，大異其趣。

其次，商事信託具有商品性，著重於商業性設計，其信託架構及發行計畫必須考量投資標的、風險分散、募集方式、權利轉讓、資產管理、淨值計算、

¹ 參閱謝哲勝，信託法，元照出版公司，2009年3月，第3版，頁238。

² 參閱王志誠，信託法，五南圖書出版公司，2010年1月，第4版第2刷，頁70。

權益分配、行為規範、責任機制及其他必要事項。因此，與其認為商事信託必須重視委託人或受託人之意思，毋寧應注重整體信託商品之商業設計或投資人之需求。質言之，商事信託之信託目的，必須視整體信託商品之商業設計或投資人之需求而定，而非單憑委託人或受託人之意思決定³。

其三，商事信託具有集團性，按信託依其是否可集合投資大眾之財產，而由受託人管理及處分，可分為集團信託與個別信託（個人信託）。所謂個別信託，是指受託人就各個委託人所分別信託之特定財產，分別予以管理及處分之信託；所謂集團信託，一般是指受益人受多數委託人之信託，而集合投資大眾之信託資金，依其特定目的而統籌運用之信託⁴。至於商事信託通常因其受益人為多數人，本質上乃利用信託架構以集合多數投資人之資金，交由受託人負責管理處分，故具有集團性之特點。

若以信託之經濟及社會功能為思考基礎，參酌我國信託業務及信託商品之發展現況，商事信託應具有：1.資產管理功能；2.吸收資金功能；3.資金調度功能；4.事業經營功能⁵。而本文所探討之商業信託，即同時具備上述4項功能，其架構融合了公司與信託之特點，投資人可以透過認購其發行之單位而成為單位持有人，享有固定配息之利益，故對於投資人而言，商業信託為一種嶄新的投資工具。在委託人方面，商業信託則具有多重功能，除提供新的籌資管道外，因其可分拆特定資產、領取固定配息及另成立附屬公司以作為信託之「託管人—經理（Trustee-Manager）」並收取服務費用，而可能兼顧資產套現、分割債務、維持經營權等優點，而逐漸受到企業之關注。

二、商業信託在亞洲地區發展之概況

（一）新加坡

2004年10月，新加坡引進商業信託上市制度並訂定商業信託法（Business Trust Act），成為亞洲國家開放之首例。2006年4月25日，全球首支航運信託—

³ 參閱王志誠，信託之基本法理，元照出版公司，2005年11月，頁241。

⁴ 參閱賴源河、王志誠，現代信託法論，五南圖書出版公司，2003年11月，第3版第3刷，頁32。

⁵ 參閱王志誠，信託之基本法理，元照出版公司，2005年11月，頁253。

太平洋海運信託基金（Pacific Shipping Trust, PST）在新加坡證券交易所上市，集資1億美元。爾後，商業信託在新加坡持續加溫，已累積相當之成功上市案例，表1所列者為目前新加坡已登記上市之商業信託（不包括已撤銷上市者）：

表1 新加坡已登記上市之商業信託⁶

No	Name of Business Trust	Date of Registration under the Business Trusts Act	Name of Trustee-manager	Listing Status
1	Ascendas Hospitality Business Trust	11-Jul-12	Ascendas Hospitality Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 27 Jul 2012
2	Ascendas India Trust	3-Jul-07	Ascendas Property Fund Trustee Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 1 Aug 2007
3	Asian Pay Television Trust	17-May-13	Macquarie APTT Management Pte. Limited.	Listed on SGX-ST on 29 May 2013
4	CDL Hospitality Business Trust	12-Jun-06	M&C Business Trust Management Limited	Listed on SGX-ST on 19 Jul 2006
5	CitySpring Infrastructure Trust	8-Jan-07	CitySpring Infrastructure Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 12 Feb 2007
6	Croesus Retail Trust	2-May-13	Croesus Retail Asset Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 10 May 2013
7	Far East Hospitality Business Trust	13-Aug-12	FEO Hospitality Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 27 Aug 2012
8	First Ship Lease Trust	22-Feb-07	FSL Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 27 Mar 2007
9	Forterra Trust (Formerly known as Treasury China Trust)	19-May-10	Forterra Real Estate Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 21 Jun 2010

⁶ 參閱新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore），List of Registered Business Trusts，<http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/business-trusts/list-of-registered-business-trusts.aspx>

10	Global Telecommunications Infrastructure Trust	10-Jul-12	Global Telecommunications Infrastructure Management Pte. Ltd.	Pending listing on SGX-ST
11	Greenship Bulk Trust	14-Jan-13	Greenship Bulk Manager Pte. Ltd.	Unlisted
12	Greenship Gas Trust	14-Jan-13	Greenship Gas Manager Pte. Ltd.	Unlisted
13	Greenship Holdings Trust	14-Jan-13	Greenship Holdings Manager Pte. Ltd.	Unlisted
14	Hutchison Port Holdings Trust	25-Feb-11	Hutchison Port Holdings Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 18 Mar 2011
15	Indiabulls Properties Investment Trust	7-May-08	Indiabulls Property Management Trustee Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 11 Jun 2008
16	K-Green Trust	27-May-10	Keppel Infrastructure Fund Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 29 Jun 2010
17	Netlink Trust	12-Aug-11	CityNet Infrastructure Management Pte. Ltd.	Unlisted
18	OUE Hospitality Business Trust	17-Jul-13	OUE Hospitality Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 25 July 2013
19	Perennial China Retail Trust	28-Feb-11	Perennial China Retail Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 09 Jun 2011
20	Religare Health Trust	25-Sep-12	Religare Health Trust Trustee Manager Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 19 Oct 2012
21	Rickmers Maritime	30-Mar-07	Rickmers Trust Management Pte. Ltd.	Listed on SGX-ST on 4 May 2007
22	TOP-NTL Shipping Trust	4-May-12	TOP-NTL Pte. Ltd.	Unlisted

除制定商業信託法規外，新加坡國內稅務局（Inland Revenue Authority of Singapore, IRAS）公告商業信託採行適用於公司之單一稅制（single tier），享有與公司相同之稅收待遇，包括部分所得免稅政策、集團優惠政策、集團內部印花稅免稅規定等，營造有利於商業信託發展之租稅環境。而針對特定產業，如航運事業，亦推出「特許國際海運企業方案」（Approved International Shipping Enterprise Scheme, AIS），使相關業者享有10年免稅優惠，更吸引航運業者以商業信託方式在新加坡掛牌上市。

(二) 香港

在和記港口赴星信託上市後，香港即有引進商業信託之呼聲，2011年11月，電訊盈科有限公司(0008.HK)將固網、流動通訊及寬頻服務等資產及業務分拆，以香港電訊信託掛牌上市(06823.HK)，成為香港商業信託上市之首例。而在2013年5月，鷹君集團有限公司(0041.HK)將旗下3間酒店物業分拆為朗廷酒店投資信託(01270.HK)，為香港第二起商業信託成功上市之案例。雖迄今僅有2起成功案例，但仍受到企業相當關注而有不少建議分拆之上市申請，例如酒店物業的新世界集團，及和黃集團(0013.HK)旗下屬於物流業的百佳超市等皆曾傳出有意申請分拆上市。目前，和黃集團旗下的電能實業有限公司(0006.HK)，其建議分拆香港電燈有限公司之上市申請已獲聯交所確認，成為香港第三起商業信託上市之案例。

香港未如新加坡般訂定專責之商業信託法規，僅在2012年8月由香港交易所做出「有關商業信託及合訂證券上市的一般原則的指引(GL40-12)」，其考量商業信託之性質，在監管政策抱持與上市公司相同的立場。為了確保商業信託同須遵守「證券及期貨條例」的監管準則，針對商業信託上市，香港採取「合訂證券(Stapled securities)」之架構，要求信託單位與控股公司股份加以合併發行，就其個別組成部分不得單獨買賣或轉讓，使主管機關得直接以證券相關規範加以監管。

表 2 合訂證券與股票之異同

	合訂證券	股票
組成	合訂證券存在不同組成部分，包含信託單位與股份，二者僅獲單一報價，不得單獨買賣或轉讓	股票並無不同之組成部分
利息分配	<ul style="list-style-type: none"> ■ 原則固定分配 ■ 不以盈餘為必要，可直接由現金流分配利息 ■ 分配政策會於信託契約及招股章程中說明 	須就盈餘部分配息，配息與否及配息多寡取決於董事會決議

資料來源：本文自行整理。

(三)新加坡及香港商業信託模式之差異

針對商業信託上市，新加坡訂有「商業信託法」之專責法規，有關「託管人—經理」之權利義務、信託契約、信託單位持有人、信託登記之解除、年度大會、會計與揭露等事項，應優先適用商業信託法之規範。除商業信託法外，因其將在新加坡交易所上市，故亦須符合「上市手冊」之要求。在新加坡商業信託之架構下，由信託基金作為發行人，而投資人經應募取得受益權，此受益權本身即屬在 SGX 交易之標的。

在香港並無制定關於商業信託之獨立法規，根據香港交易所 2012 年 8 月所做的「有關商業信託及合訂證券上市的一般原則的指引 (GL40-12)」，認為商業信託不受「公司條例」的股東保障條文、「證券及期貨條例」及其他適用於上市公司的法律及規例所規範。惟首要原則是要確保商業信託的單位持有人所得的投資者保障水平與香港公司發行人所須達到的水平相應⁷，故採用「合訂證券」架構的形式，將商業信託納入「證券及期貨條例」之監管範圍，並作為在香港聯交所交易之標的。商業信託之每一合訂單位包含：1.信託基金的一個單位；2.與該單位「掛鈎」的特定普通股的實益權益，由作為法定擁有人的「託管人—經理」持有；3.與該單位合併的一股特定優先股。在香港「合訂證券」之架構下，證券在任何時候均保持「合訂」是上市條件之一，發行人須就其合訂證券發出聯合證明書及建立聯合股東名冊，且發行人不得發行非合訂之證券，若非另一發行人也相應發行證券，每名發行人均不得發行新證券，合訂證券之轉讓亦同。如果證券不再合訂，香港聯交所可取消全部或任何部分有關證券的上市⁸。茲將其香港商業信託之法律關係整理如圖 1 所示⁹。

⁷ 參閱「有關商業信託及合訂證券上市的一般原則的指引 (GL40-12)」第 7 項及第 8 項指引，香港交易所。

⁸ 同前註，頁 14。

⁹ 同註 7，頁 8。

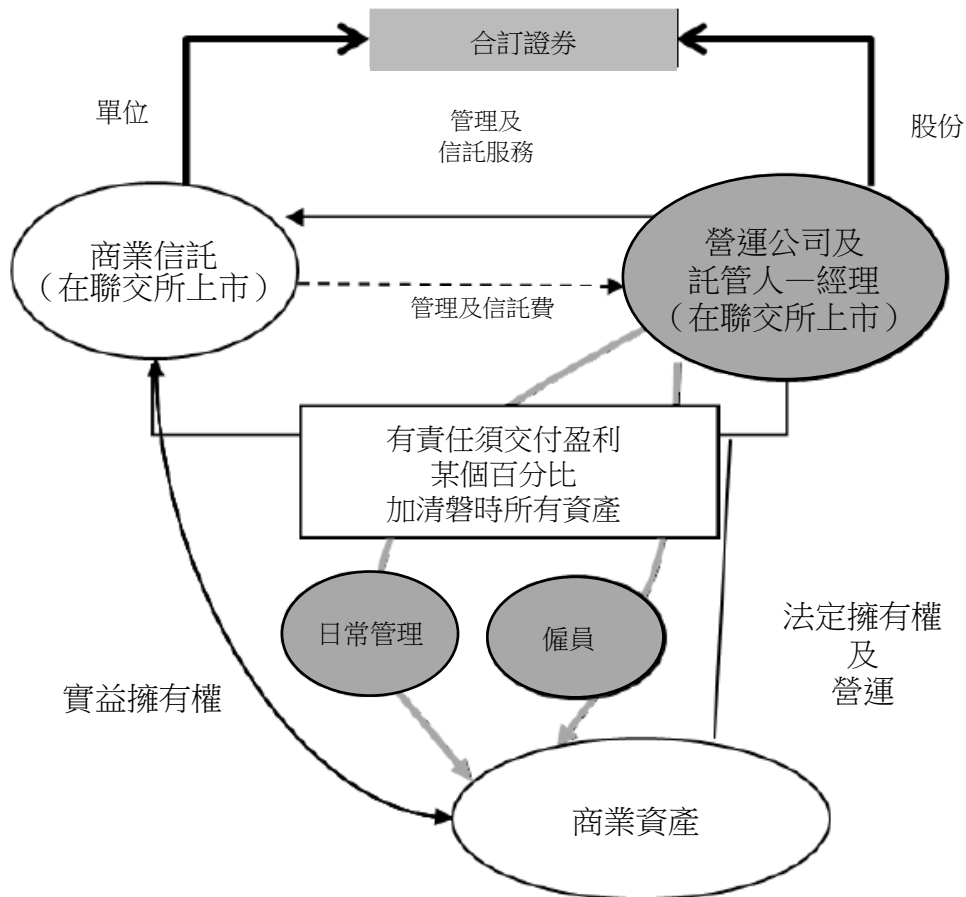


圖 1 香港商業信託上市模式之架構

三、新加坡商業信託法之規範

新加坡於 2004 年 10 月制定商業信託法，全條文分為 12 章節，包括：1.總則；2.商業信託之登記；3.託管人－經理；4.信託契約；5.信託單位持有人；6.民事責任；7.商業信託之清算；8.撤銷登記；9.管理與經營；10.會計、稽查與揭露；11.申訴；12.其他事項等，共計 114 條規定。

若從權利義務之觀點出發，商業信託法主要有兩大主體，其一為「託管人－經理」，另一則為信託單位持有人，其中又以規範「託管人－經理」之條文所占比例最高。蓋商業信託之營運，與公司追求營利相仿，而商業信託之經營權均歸屬於「託管人－經理」，其自應負擔作為企業經營者之相關義務。茲整理新加坡商業信託法中「託管人－經理」所應負之主要義務如表 3 所示。

表 3 「託管人－經理」之主要義務

「託管人－經理」之主要義務	
1	兼職禁止義務：「託管人－經理」僅得就該商業信託為管理，而不得經營其他任何業務（第 6(3)條）
2	應盡忠實義務及注意義務（第 10(1)條）
3	與自身利益有所衝突時，應以整體信託單位持有人之利益為優先（第 10(2)條）
4	對於擔任職位所直接或間接取得之資訊，不得為不當使用，而使信託單位持有人之權益受損（第 10(3)條）
5	「託管人－經理」之董事，於知悉商業信託之交易與自身涉有利益時，應即向董事會揭露（第 12 條）
6	「託管人－經理」不得取得或持有任何信託單位或信託單位所衍生之利益，除非(a)其支付之對價不低於他人取得成本；(b)其取得不致對其他單位持有人產生不利影響（第 16(1)條）
7	對於「託管人－經理」之職員或商業信託之稽查員，免除其因過失、違反義務所應負責任之約定無效（第 27(1)條）
8	「託管人－經理」對於下列事項應明文記載於信託契約中（第 28(1)條）： (a)商業信託之業務範圍； (b)對信託單位之結構及性質之相關事項為揭露； (c)商業信託之存續期間或無法確定時之具體說明； (d)信託單位移轉之規範條件； (e)「託管人－經理」之報酬及給予方式； (f)須以信託財產支付之其他任何費用； (g)主管機關所規定之其他事項。
9	「託管人－經理」應將信託契約之複本讓公眾免費索取（第 30(3)條）
10	「託管人－經理」之董事會為收益分配之決定時，應基於合理基礎並書面陳述具體理由（第 33 條）
11	「託管人－經理」應每年召開信託單位持有人之年度大會並通知各單位持有人，前後間隔不得逾 15 個月（第 53(1)條）
12	經依法請求召開臨時大會後，「託管人－經理」應於 2 個月內召開並通知（第 54(1)條）
13	「託管人－經理」應於每年大會後 1 個月內送交報告予主管機關（第 74(1)條）
14	「託管人－經理」應保存會計相關紀錄，並使該紀錄得隨時由其董事為檢查（第 75 條）
15	「託管人－經理」應依單位持有人之請求，提供利潤與損失會計報告、資產負債表、現金流量表之複本及財務報告摘要（第 78 條及第 79 條）

資料來源：本文自行整理。

就單位持有人而言，本於商事信託受益權與經營分離原則之理念（但「託管人－經理」方面則為受益與經營實質上相結合），其就商業信託營運之方針，相較公司股東似更無積極行動之空間，惟商業信託仍具有類似股東會之設計，有關商業信託之重大事項亦須取得單位持有人決議同意。依商業信託法，單位持有人具有諸多權利，且明定應經單位持有人決議同意之事項。茲將單位持有人之權利及決議事項，整理如表 4 所示。

表 4 單位持有人之權利及決議事項

單位持有人之權利		
1	代表訴訟權：單位持有人得以全體持有人或商業信託之名義提起訴訟，惟須符合以下情形：(a)經通知起 14 日內，「託管人－經理」之董事未盡心為訴訟行為；(b)提起訴訟之人是基於善意及誠信為之；(c)若訴訟之提起、辯護或停止，整體外觀上是基於商業信託全體單位持有人之利益所為（第 42 條）	
2	臨時大會召集權：持有總表決權數 10%以上之持有人，得請求「託管人－經理」召集臨時大會（第 54(1)條）	
3	帳簿閱覽權：持有人得請求提供利潤與損失會計報告、資產負債表、現金流量表之複本及財務報告摘要（第 78 條及第 79 條）	
應經單位持有人決議同意之事項		
1	發行新基金單位（第 36 條）	普通決議
2	建議「託管人－經理」對商業信託進行清算（第 44(3)條）	普通決議
3	委任、罷免核數師（第 82 條）	普通決議
4	罷免「託管人－經理」（第 20 條）	特別決議 ¹⁰
5	免除「託管人－經理」未盡注意義務而違反信託所生之責任（第 29 條）	特別決議
6	修訂信託契約（第 31(1)條）	特別決議
7	修訂支付予「託管人－經理」之費用（第 31(5)條）	特別決議
8	「託管人－經理」依單位持有人指示應行清算之決議（第 45(1)條）	特別決議
9	撤銷商業信託登記之決議（第 51(1)條）	特別決議

資料來源：本文自行整理。

¹⁰ 參閱新加坡《商業信託法（Business Trust Act）》第 63(1)條，此處所稱特別決議，原則上為須經所有信託單位表決權總數四分之三以上同意之決議。

參、新加坡及香港之具體案例

一、新加坡

(一)和記港口控股信託 (HPHT, NS8U.SG)

1. 背景事實

和記港口集團，為和記黃埔有限公司 (0013-HK) 旗下五項核心業務之一，其在 25 國家之 51 個港口共 308 泊位擁有權益，是全球具領導地位的港口投資、發展和經營商。2011 年 1 月中旬，和黃集團宣布分拆旗下香港、廣東及澳門的港口業務，成立「和記港口控股信託」，以商業信託方式於新加坡證交所主板上市，集資約 54.5 億美元，超越 1993 年新加坡電訊 (Singapore Telecommunications) 上市集資 40 億坡元之紀錄。

根據「建議分拆和記港口控股信託及將其於新加坡證券交易所有限公司主板獨立上市—可能須予披露交易」，和記港口信託最初業務組合包括本集團於下列項目之全部權益：(1) 香港國際貨櫃碼頭，香港葵青四、六與七號碼頭及九號碼頭兩個泊位之擁有人及經營商；(2) 中遠一國際，香港葵青八號碼頭東之擁有人及經營商；(3) 鹽田國際，中國廣東省深圳鹽田區鹽田國際集裝箱碼頭一及二期之經營商；(4) 鹽田三期，鹽田國際集裝箱碼頭三期及其發展中之擴展項目之經營商；(5) 鹽田西港，深圳鹽田西港碼頭一期及發展中之深圳鹽田西港碼頭二期之經營商；(6) 於中國南海、江門與珠海九洲內河港 (合稱「內河港」) 之經濟利益，該等內河港主要作為上述深水設施之接駁港，因此可輔助上述深水港之運作；(7) APS，主要為航運公司及其他客戶提供港口輔助服務，以及在香港經營中流業務。APS 亦提供空箱儲存堆場、貨櫃箱維修及香港與華南珠江三角洲港口之間的貨櫃箱海上穿梭服務；(8) 深圳和記集裝箱倉儲，經營內陸集裝箱儲存及貨倉，並提供增值貨物倉儲與分發服務；及(9) 和記物流，提供供應鏈方案物流服務。按 2009 年吞吐量計算，其業務組合內之深水港，在香港葵青港口與中國深圳港口分別取得約 60%與 47%之市場份額。

「和記港口控股信託」於 2011 年 3 月 18 日在新加坡交易所主板上市，最終招股價訂在 1.01 美元，公開發售約 38 億個基金單位，另發行予基礎投資者約 16 億個基金單位，連同已發行及流通之基金單位，總市值約為 88 億美元。

2. 分拆架構

和記港口信託之分拆架構，有以下主要之關係人：

(1) 買方：HPHT Limited (HPH Trust HoldCo)¹¹

為籌備發售，保薦人進行重組工作以成立和記港口信託及設定和記港口信託業務組合之所有權架構，而在 2011 年 2 月 28 日，保薦人及和記港口信託之全資附屬公司 HPH Trust Hold Co. 訂立買賣協議。

根據買賣協議：(i) 保薦人同意出售或促使出售，而 HPH Trust HoldCo 同意收購各控股公司之全部已發行股本及內河港經濟利益。控股公司共同間接擁有集裝箱碼頭業務組合及輔助服務業務組合經營者之權益；及 (ii) 保薦人同意轉讓或促使轉讓，而 HPH Trust Hold Co. 同意接納或促使接納對若干有關方及股東貸款（本金總額約港幣 241 億 2,540 萬元連同應計利息）之轉讓。收購事項及貸款轉讓之代價約為港幣 1,028 億 7,870 萬元（「最初代價」）。

(2) 託管人—經理：Hutchison Port Holdings Management Pte. Limited

託管人—經理 Hutchison Port Holdings Management Pte. Limited 在 2011 年 1 月 7 日根據公司法於新加坡註冊成立，其已發行及繳足股本為港幣 1 元，為和黃之間接全資附屬公司。其與保薦人及 HPH Trust Hold Co. 訂立服務協議，代表基金單位持有人行事及提供管理服務。茲將和記港口信託、託管人（經理）及基金單位持有人在上市時之法律關係，整理如圖 2 所示¹²。

¹¹ 參閱「和記港口信託—新加坡發售說明書」，頁 170。

¹² 同前註，頁 185。

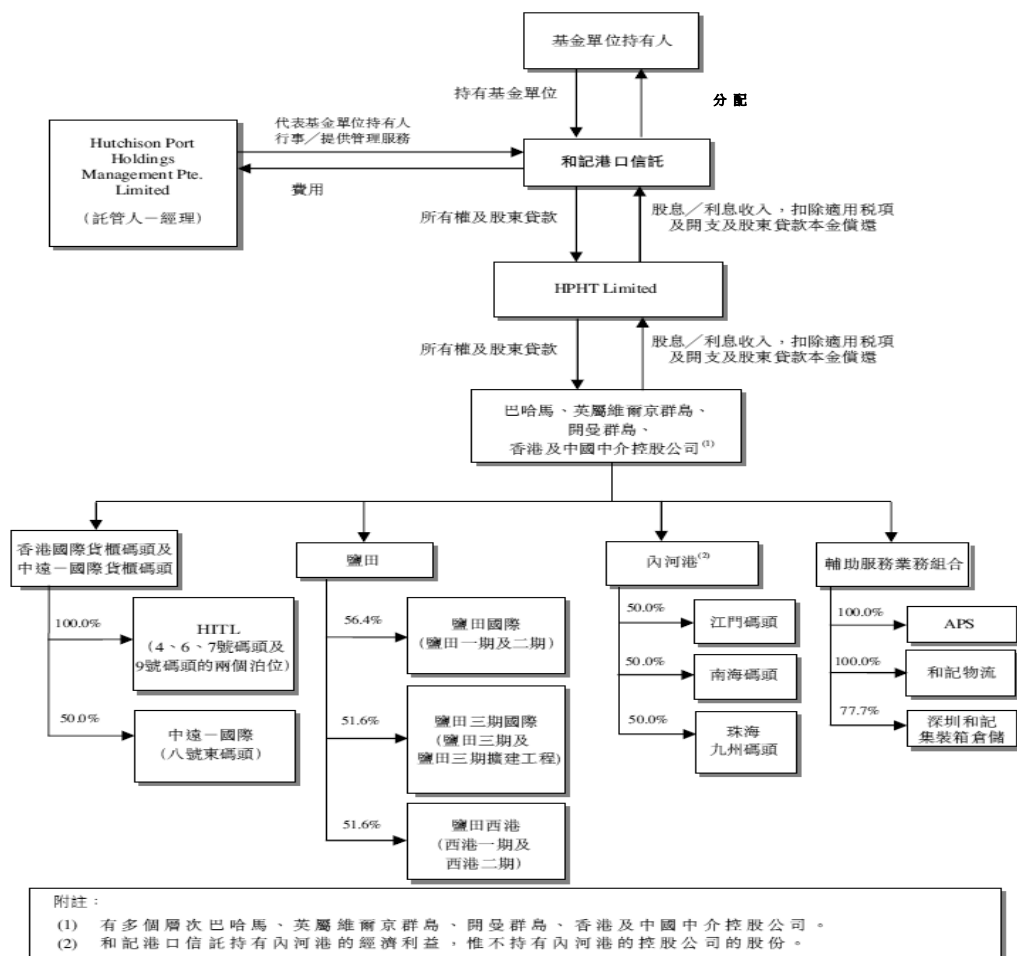


圖 2 和記港口信託之上市結構

1. 商業信託上市之主要權益事項

(1) 分配政策

和記港口信託作出之任何建議分配將以其「可分配收入」支付，包括計算經營開支、所收取之股息以及本金及利息款項後所得之現金流。和記港口信託之分配政策為分配和記港口信託之全部可分配收入。

和記港口信託將每半年向其基金單位持有人進行分配，分配金額於每年 6 月 30 日及 12 月 31 日按截至上述日期止六個月期間計算。然而，和記港口信託

於上市日期後之首次分配將為上市日期起至2011年6月30日止期間，由託管人－經理於2011年9月30日或之前支付。其後將每半年分配一次。託管人－經理將於各分配期間結束後不遲於90日內支付分配金額。

(2) 託管人－經理之服務費用¹³

託管人－經理有權根據信託契約收取基本費用及績效酬金，「基本費用」為每年為固定費用250萬美元，須受每年香港綜合消費物價指數之百分比增加；「績效酬金」以2011年度預測為基本單位計算：(i) 超出基本單位分配的首個25.0%部分收取3.0%的績效酬金；(ii) 超出基本單位分配的第二個25.0%部分收取額外6.0%的績效酬金；(iii) 超出基本單位分配的第三個25.0%部分收取額外12.0%的績效酬金；(iv) 超出基本單位分配的75.0%以上部分收取18.0%的績效酬金。

(3) 有關和記港口控股信託之若干協議¹⁴

和記港口信託、保薦人和記港口集團及託管人－經理Hutchison Port Holdings Management Pte. Limited 間另訂有多項協議，包括：優先權協議（相互授予部分權利）、相互推薦責任、啟動磋商權、反向優先權（出售資產時，將授予保薦人優先購買權）、不競爭協議、重新開發潛在協議（處理土地用途分區變動之情形）、買賣協議（控股公司共同間接擁有部分港口權益）、全球支援服務協議、服務協議、資訊科技服務主協議、知識產權許可協議等。

(二) 亞洲付費電視信託 (APTT, S7OU.SG)

1. 背景事實

亞洲付費電視信託 (Asian Pay Television Trust, APTT) 之信託財產為台灣寬頻通訊顧問股份有限公司 (Taiwan Broadband Communications, TBC)，屬於我國第二類電信事業，其在臺整體市場佔有率為15%，特許經營地區域為桃竹苗一

¹³ 同註 11，頁 271。

¹⁴ 同註 11，頁 316。

帶。台灣寬頻於 1999 年 8 月設立登記，同年 11 月，美國私募股權基金凱雷（The Carlyle Group）以每收視戶新臺幣 1 萬元之計算價格（總價約 2 億美元）收購台灣寬頻股權，而在 2005 年 12 月，以每戶新臺幣 4.4 萬元（總價約 9 億美元）轉售予澳商麥格理銀行及其媒體集團（Macquarie Media Group）。電視事業為我國高度管制之事業，其所有權移轉須經國家通訊傳播委員會（NCC）核准，在未能取得核准的情形下，2013 年 5 月 29 日，麥格理以台灣寬頻為信託財產，成立亞洲付費電視信託，赴星以商業信託掛牌上市。

亞洲付費電視信託招股價為 0.97 美元，發行約 14 億股，募資約 11 億美元，公開發行期間為 2013 年 5 月 17 日至 5 月 27 日。因此種信託上市模式可規避主管機關對所有權轉讓之審查及限制，目前作為臺灣最大系統臺業者之中嘉網路亦有意以商業信託方式在新加坡掛牌上市。

2. 分拆架構

亞洲付費電視信託案在分拆架構中，主要有以下關係人：

- (1) 「保薦人」Macquarie Capital Group Limited：在 APTT 上市後，僅持有 3% 信託單位，應已達到實質退場之效用。
- (2) 「託管人—經理」Macquarie APTT Management Pte. Limited：為麥格理之全資附屬公司，與 APTT 訂立信託契約，管理有線電視及寬頻多媒體相關業務。茲將台灣寬頻及 APTT 之上市結構整理如圖 3 所示¹⁵。

¹⁵ 資料來源：Asian Pay Television Trust 招股說明書，頁 26。

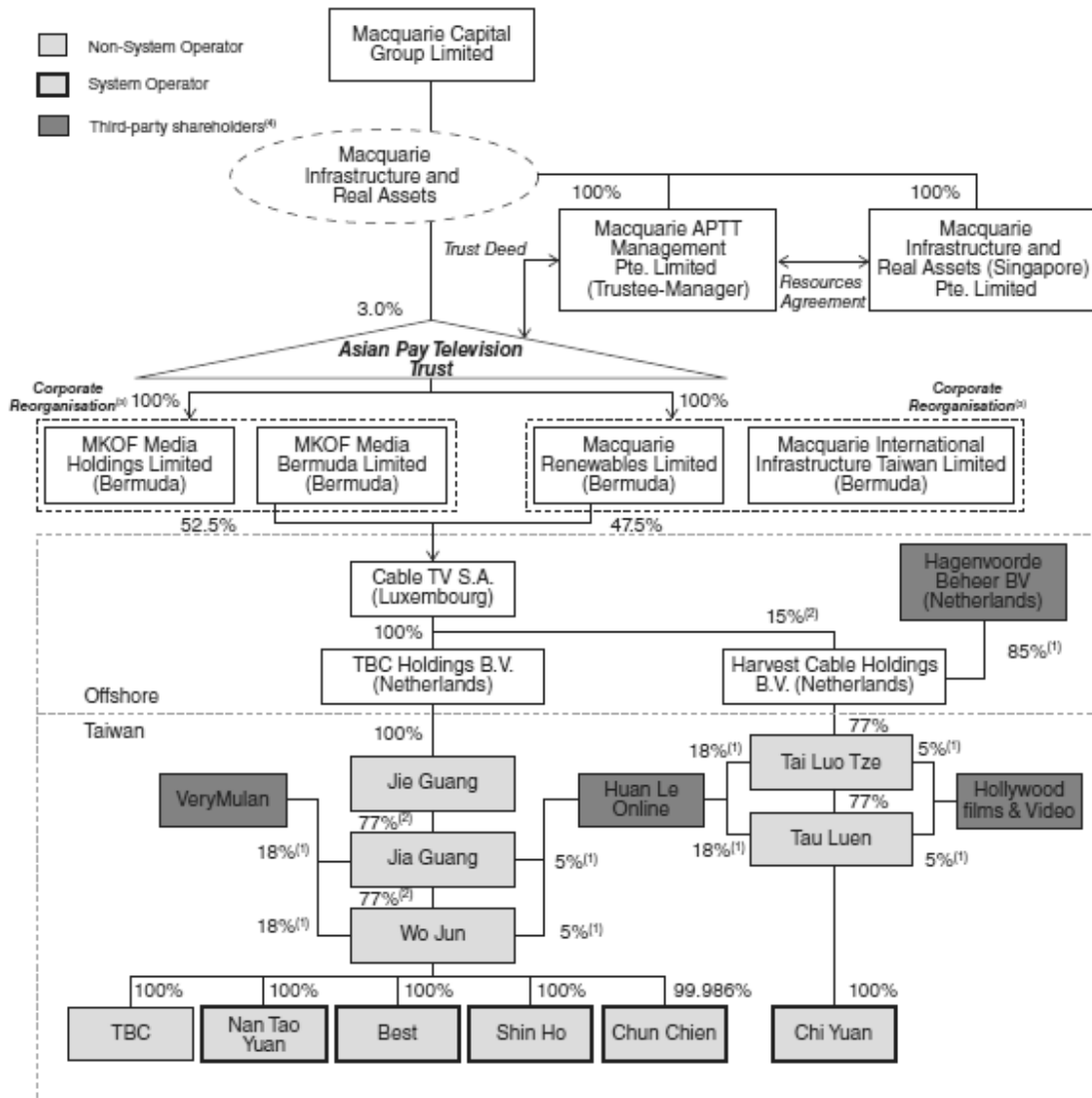


圖 3 亞洲付費電視信託之上市結構

3.商業信託上市之主要權益事項

(1)分配政策¹⁶

亞洲付費電視信託，1年配息2次，上市後第1次配息為2013年6月30日。2013年預估之配息率為7.51%，2014年預估配息8.51%。

¹⁶ 同前註，頁154。

(2) 託管人—經理之服務費用¹⁷

應支付予託管人—經理之費用包括：(i) 基本費用，每年 700 萬新元，可依新加坡綜合物價指數百分比增長；(ii) 績效酬金，以 2014 年預測 DPU 作為基本單位，依超出程度領取報酬；(iii) 收購費；(iv) 撤資費；(v) 終止費，若託管人—經理於上市後 5 年內遭決議解任，其有權請領相當於 1 年基本費之金額。

二、香港

(一) 香港電訊信託 (06823.HK)

1. 背景事實

香港電訊信託，經營之物業為固網、流動通訊及寬頻服務，為香港市場佔有率居於領先地位之綜合服務供應商。其前身為香港電訊有限公司（由香港電話公司與大東電報局有限公司合組而成），2000 年 8 月被盈科數碼動力有限公司成功收購並更名為電訊盈科有限公司（PCCW-HKT, 0008.HK），而在 2011 年 9 月 26 日，電訊盈科有限公司董事會於「有關電訊業務的建議分拆及獨立上市的主要交易股東」通函中列明，認為建議分拆電訊業務並獨立上市符合電訊盈科有限公司及其股東的整體利益。同年 10 月 12 日股東會表決通過分拆香港電訊信託上市，隨後 11 月 7 日，香港電訊信託正式成立，成為香港第一起商業信託上市之案例。最終，以每單位 4.53 港元的價格發行約 20.5 億個香港電訊信託與香港電訊有限公司（HKT Trust & HKT Ltd., 06823.HK）股份合訂單位，上市集資約 12 億美元。

其電訊業務包括三類，電訊服務、流動通訊及其他業務。電訊服務方面有：(1) 本地電話服務，市占率 61.2%；(2) 本地數據及寬頻服務，市占率 65.4%；(3) 國際電訊服務。流動通訊服務則包含 2G、3G 及 CDMA 流動通訊服務，市佔率 12.1%。其他業務主要為中盈合資公司，向中國的電訊營運商提供網絡整合及相關服務。

在 2011 年初，和記港口集團以香港無商業信託之相關規範為由赴星上市，引起香港產官學界之重視，有主張應開放商業信託模式以吸引投資，亦有認為

¹⁷ 同註 16，頁 27。

新加坡商業信託之規範對小型投資者不利。香港電訊信託的成功上市，雖可認為香港引進商業信託模式，但實際限制仍應較新加坡為多，例如香港電訊信託所發行之股份合訂單位，電訊盈科有限公司仍為最大持有人，比率達 63%，即與和黃集團僅持有的 25% 門檻有相當差距。

2. 分拆架構

香港電訊信託並非獨立法定實體，故所有信託產業，即香港電訊信託的資產，均由託管人－經理以單位登記持有人的利益持有。在其分拆上市架構中，主要有以下關係人：

(1) 香港電訊有限公司 (HKT)

2011 年 6 月 14 日根據開曼群島公司法在開曼群島註冊成立，為電訊業務的控股公司。其所有已發行普通股須於股東名冊總冊內登記在託管人－經理的名下，而所有優先股均合訂至香港電訊信託的單位，並發行予股份合訂單位登記持有人。根據「上市規則」，香港電訊信託及香港電訊有限公司同屬於「上市發行人」。在任何情況下，發行的單位、普通股及優先股的數目必須相同，且只有股份合訂單位可於聯交所進行買賣，股份合訂單位的個別組成部分（單位、普通股的實益權益或優先股）概不獲准作獨立買賣。

(2) 託管人－經理：香港電訊管理有限公司

於 2011 年 6 月 14 日根據「公司條例」在香港註冊成立。其已發行及繳足股本為港幣 1.00 元，為電訊盈科有限公司的全資附屬公司。而為確保股份合訂單位的投資者享有與上市公司股東同等的投資者保障，託管人－經理肩負特定及受限制的角色，即管理香港電訊信託。託管人－經理並不積極從事電訊業務，電訊業務乃由本公司及其營運附屬公司管理。茲將其上市架構整理如圖 4 所示¹⁸。

¹⁸ 資料來源：「香港電訊招股章程」，頁 172。

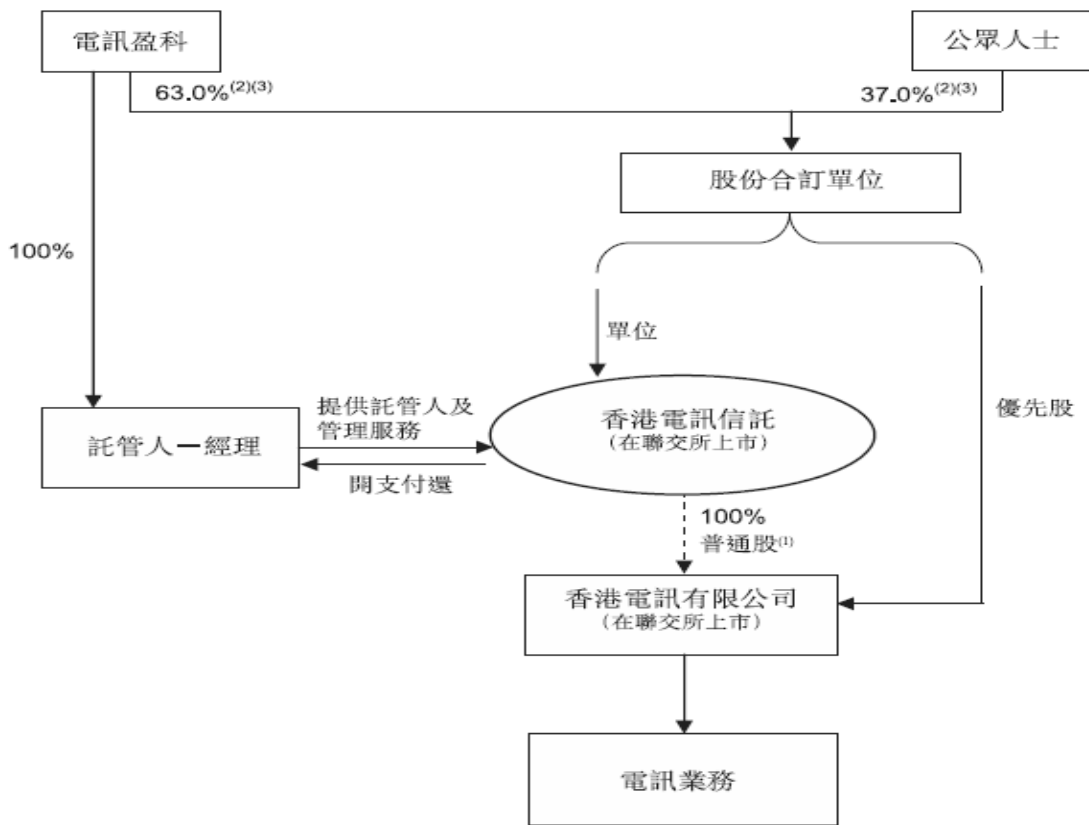


圖 4 香港電訊信託之上市結構

3. 商業信託上市之主要權益事項

(1) 股份合訂單位¹⁹

香港電訊信託之單位將與香港電訊有限公司之證券或證券權益合併，有關證券或證券權益僅可一併買賣，不得單獨或個別買賣。其每一合訂單位包括：

1. 香港電訊信託的一個單位；
2. 與單位「掛鈎」的特定普通股的實益權益，由作為法定擁有人的託管人—經理（以其作為香港電訊信託的託管人—經理的身份）持有；
3. 與該單位合訂的一股特定優先股。

(2) 分配政策²⁰

根據香港電訊信託之信託契約書第 14.1(c)條，香港電訊有限公司之董事會

¹⁹ 同前註，頁 52。

²⁰ 參閱香港電訊信託之信託契約書，頁 57，2012 年 5 月 3 日修訂版。

將向託管人－經理宣派及分配本集團百分之一百年度經調整現金流，以作為託管人－經理就股份合訂單位進行分配的資金。故可將全數現金流扣除開支後作為分配之用。

(3) 交換權利

股份合訂單位登記持有人有權通過訂明以股份合訂單位交換普通股的特別決議案，隨時將所有股份合訂單位交換為普通股。股份合訂單位登記持有人將其股份合訂單位交換普通股的權利稱為「交換權利」。該等單位登記持有人的特別決議案一經正式通過，即具備於相關時間就所有已發行在外股份合訂單位行使交換權利的效力，並對所有股份合訂單位登記持有人具約束力。根據信託契約以通過單位登記持有人的特別決議案方式行使交換權利後，單位及優先股將與託管人－經理交換並被註銷，因此作為代價及交換，託管人－經理將向股份合訂單位登記冊內登記為股份合訂單位登記持有人的人士轉讓由其持有且與單位（由因此而註銷的股份合訂單位組成）掛鈎的特定普通股。

(二) 朗廷酒店投資信託（01270.HK）

1. 背景事實

朗廷酒店投資為香港第二起成功之商業信託上市案例，係以鷹君集團（0041.HK）旗下之3間酒店物業進行分拆，而以商業信託之模式獨立上市，資產包括（1）香港朗廷酒店、（2）香港朗豪酒店及（3）香港逸東酒店。該信託之收益方式乃將酒店物業出租予鷹君集團旗下之總承租人，藉此收取固定基本租金及浮動租金，並攤分酒店營運收入，而不會直接參與酒店物業的任何日常營運。

2013年1月，鷹君集團根據「上市規則」第15項應用指引，向香港聯交所遞交分拆建議書，隨後並成立 LHIL（朗廷酒店投資有限公司，2013年1月29日成立）、LHIL Assets Holdings（鷹君集團之間接全資附屬公司，2013年1月25日成立）、GE（LHIL）Lessee Limited（鷹君集團之間接全資附屬公司，2013年2月5日成立）等公司，作為建議分拆後之集團架構。而在2013年5月30日以股份合訂單位上市，發行8.52億單位，招股價港幣5元，上市集資42.6億港元，於重組及全球發售完成後，所有已發行股份合訂單位的市值約100億港元。

鷹君集團分拆之酒店物業性質上屬於不動產，亦得以不動產投資信託（REIT）方式為之，惟依「房地產投資信託基金守則」規定，香港 REIT 每年須將不少於其經審計年度除稅後淨收入 90% 的金額分配予單位持有人作為股息（房地產投資信託基金守則第 7.12 條），借款總額亦不得超逾該計劃的資產總值的 45%（房地產投資信託基金守則第 7.9 條）。相對於 REIT，商業信託則無上述限制，不管在配息政策、借貸比率及營運策略上皆更具彈性。

2. 分拆架構

(1) 分拆前：鷹君集團透過旗下間接全資附屬公司，擁有香港朗廷酒店、香港朗豪酒店及香港逸東酒店，其公司架構如圖 5 所示。²¹

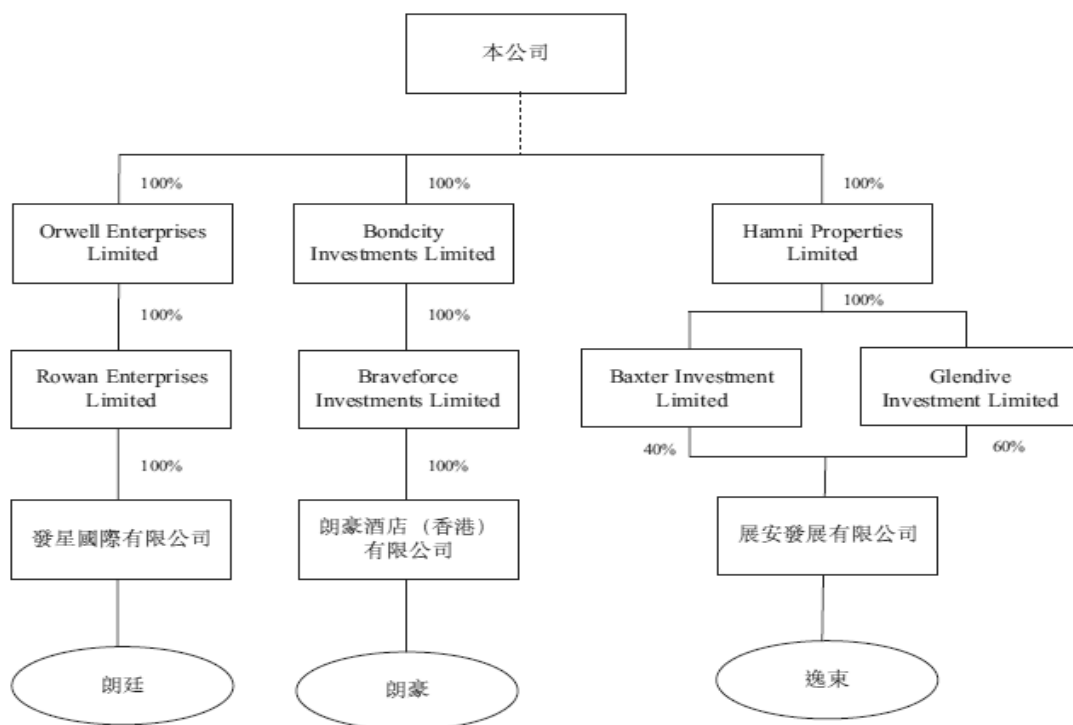


圖 5 鷹君集團分拆前之酒店物業關係

²¹ 資料來源為鷹君集團「有關建議分拆香港酒店物業並於香港聯合交易所有限公司主板獨立上市的主要交易」書面通知函，頁 24。

(2)分拆方式：就本件分拆架構而言，主要有下列關係人：

- a. 買方 LHIL（朗廷酒店投資有限公司）：根據建議分拆，其作為買方受讓鷹君集團所分拆之酒店物業，而成為朗廷酒店投資集團的控股公司。
- b. LHIL Assets Holdings：鷹君集團之全資附屬公司，代其持有朗廷酒店投資所發行股份合訂單位總數之 57.4%。
- c. 總承租人 GE（LHIL）Lessee Limited：GE（LHIL）Lessee Limited 為鷹君集團之全資附屬公司，與 LHIL 簽訂總租賃協議，負責承租 LHIL 所擁有之三間酒店物業，供鷹君集團使用收益。
- d. 託管人－經理（朗廷酒店管理人有限公司）：同為鷹君集團之全資附屬公司，與 LHIL 簽訂信託契約，而獲委任為朗廷酒店投資的託管人及經理，並擁有朗廷酒店投資資產的合法所有權，以及根據信託契約聲明其代朗廷酒店投資單位登記持有人持有該等信託資產。

茲將朗廷酒店投資信託上市之結構，整理如圖 6 所示²²。

3.商業信託上市之主要權益事項

(1)股份合訂單位²³

朗廷酒店投資及 LHIL 所聯合發行之股份合訂單位，其內容包括以下 3 個部分：(i) 一個朗廷酒店投資信託單位；(ii) 由「託管人－經理」所持有特定識別普通股所賦予的實益權益，該項權益與上述單位「掛鉤」；(iii) 一股特定識別優先股，該優先股與上述單位「合訂」。股份合訂單位在香港聯交所上市，僅具有單一報價，股份合訂單位的個別組成部分（單位，即普通股及優先股的實益權益）不會提供報價。

(2)總租賃協議²⁴

總承租人 GE（LHIL）Lessee Limited 同意租賃酒店物業，租約期限自上市日期起計為期 14 年。於總租賃協議的整個租約期限內，總承租人同意向酒店公司支付每年合共 2 億 2,500 萬港元的基本租金（若任何期間不足一年則按比例計

²² 同前註，頁 25。

²³ 同註 23，頁 30。

²⁴ 同註 23，頁 41。

算)及浮動租金。直至 2019 年 12 月 31 日,浮動租金將根據酒店物業的合共經營毛利(未扣除各間酒店公司應付的全球市場推廣費用)的 70%計算。

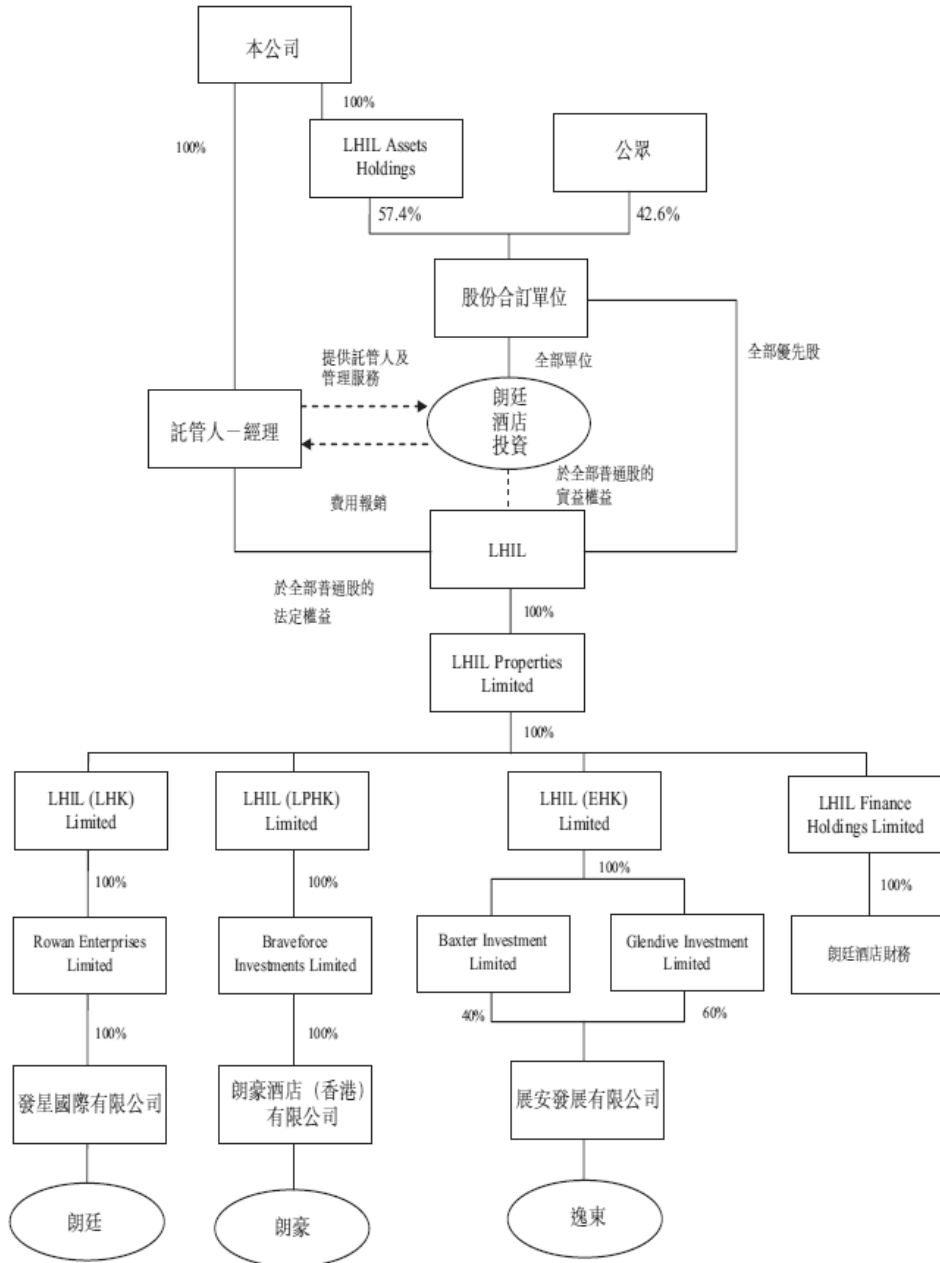


圖 6 朗廷酒店投資信託之法律結構

(3)分配政策²⁵

關於分配比率，自上市日期至 2013 年 12 月 31 日期間以及截至 2014 年及 2015 年 12 月 31 日止各財政年度為朗廷酒店投資集團可分配收入的 100%，此後各財政年度不得少於朗廷酒店投資集團可分配收入的 90%。另外，LHIL 亦可彈性處理宣派及分配較低比例的集團可分配收益，但前提是該等分配符合信託契約之條款。

(4)酒店管理協議²⁶

由朗廷酒店管理人有限公司（託管人－經理）擔任酒店物業的唯一及專屬管理人，以監督、指導及管控酒店物業的業務及日常運作。各酒店管理協議的初步年期為自上市日期起計 30 年，並可由酒店管理人選擇透過發出通知按相同條款續期 10 年，其後可由各方互相協議以 10 年期續期。

酒店管理人可收取相關服務費用，包括（i）基本費用：相關酒店物業的總收益的固定百分比 1.5%；（ii）獎勵費用：經調整經營毛利（即經營毛利減相關商標許可協議項下應付的基本費用及許可費）的固定百分比 5%。

肆、企業採商業信託模式之益處及啟發

一、固定配息有助於提高投資意願

原則上，公司分配股息以有盈餘為必要，若事業無盈餘時，則不得分配股息或紅利，我國公司法第 232 條第 2 項亦有明文。而在商業信託的場合，則無此項限制，商業信託得直接將扣除必要支出後之現金流作為配息之用，股息的分配政策，也往往是投資人認購商業信託單位時之重要參考依據，故對於股息分配政策，發行人皆會將其明列於招股章程及信託契約中。

在和記港口控股信託（HPHT）之情形，其為 100% 分配，即於計算經營開支、所收取之股息以及本金及利息款項後，所得之現金流可全數分配，並每半年分配一次；而在亞洲付費電視信託（APTT）部分，同為每半年分配一次，但預先

²⁵ 同註 23，頁 35。

²⁶ 同註 23，頁 42。

訂定分配比率目標，如 2013 年預估配息 7.51%、2014 年預估配息 8.51%，投資人可預先衡量其風險及利潤；香港電訊信託之分配政策與和記港口相同，朗廷酒店投資信託則預先保留彈性處理的條款，必要時可將資金作為積極用途。

惟不論分配細節如何，固定分配股息應是商業信託模式之特徵，故大抵而言，申請商業信託之資產應具有穩定收益，例如香港電訊、台灣寬頻的有線電視用戶收費，及朗廷酒店投資信託之長期租賃收益等即屬之。若欠缺穩固收益，則分配固定股息反可能成為影響信託延續之重擔，如在新加坡上市的太平洋海運信託基金（PST），即因船舶租賃收入遠不如預期，最終黯然下市。

二、商業信託有資產套現之功能

商業信託係將特定物業予以信託並公開發行，就募得之資金，可依信託契約條款來取得或使用。與 REIT 相比，其適用範圍較廣，且在分配股息及舉債限程度上皆更具彈性；亦不會像出賣股份般依稀釋股權之程度來獲取資金；而與直接向特定人出售資產做比較，公開發行更有機會完整體現或超越資產價值。

以和記港口控股信託觀之，其分拆上市大約從公眾及基礎投資者中募得 455 億港元，其所得款項幾乎全數用作支付部分收購金額²⁷（又若和黃行使超額配售權時，所得款項不歸於信託）；除上市募得價金外，和記港口控股信託亦與銀行團達成聯貸協議，當信託有效成立時將取得 30 億美元（約 233 億港元）貸款，其中大多數亦作為支付部分收購金額而交予和黃。若以說明書所載之信託資產來分析，信託資產雖作價 931.7 億港元，然其中商譽占 458.7 億港元²⁸，若先保留商譽作價部分不論，和黃此分拆上市應取得相當之溢價利潤（尚不包括和黃仍保有 25%信託單位及實質經營權）。

三、商業信託仍可維持經營權

按一般商事信託之原理，是以專業管理為目的，而選任具有資格之商業銀行或專業託管機關為託管人。但在商業信託之實務，信託財產由「託管人—經理」管理，而此一「託管人—經理」則係由委託人全資成立之附屬公司擔任，

²⁷ 參閱「和記港口信託—新加坡發售說明書」，頁 76。

²⁸ 同前註，頁 A-39。

故委託人於商業信託成立後，實質上仍繼續保有對信託財產之經營權。在和記港口控股信託部分，和黃持有之信託單位約 25%，「託管人－經理」為其控制之 Hutchison Port Holdings Management Pte. Limited；而亞洲付費電視信託方面，保薦人麥格理僅持有 3% 信託單位，「託管人－經理」為 Macquarie APTT Management Pte. Limited；在香港電訊信託，盈科電訊有限公司持有 63%，「託管人－經理」為附屬之香港電訊管理有限公司；朗廷酒店投資信託之委託人持有 57.4%，「託管人－經理」為朗廷酒店管理人有限公司。

依新加坡「商業信託法 (Business Trust Act)」第 20(a) 規定：「罷免託管人－經理之決議案，須經符合資格之親自投票或派代表出席大會投票之所有基金單位持有人四分之三以上同意為之。」故在新加坡上市之商業信託，委託人僅需持有 25% 之信託單位，即可確保「託管人－經理」之身分，等同委託人得以更低資本掌握經營權。在香港方面，並無專責之商業信託法規範，而須在招股說明書及信託契約中明定，因新加坡之撤換門檻在香港受有質疑，故實際上訂定之撤換門檻均較新加坡「商業信託法」為低，例如朗廷酒店投資信託，根據信託契約之條款，股份合訂單位之登記持有人可召開大會，並於會上提呈及以超過投票總數的簡單多數通過決議案罷免「託管人－經理」²⁹。

四、可藉由商業信託分拆改善母公司財務狀況

經商業信託分拆上市之物業，其財務將與母公司脫鉤，若該物業本身即夾帶高額之負債，其分拆亦可降低母公司之資產負債比率，而得以減緩利率升息所帶來之衝擊。以分拆和記港口信託為例，根據說明書所披露之內容，港口信託之業務組合，2010 年之負債總額為 358.28 億港元，資產總額為 464.96 億港元，其資產負債比率為 77.06%，負債程度相當高³⁰。因此，和黃分拆港口業務上市，除分割之負債外，連同上市集資之 455 億港元、及作為支付部分收購金額之信託貸款，約可替和黃減少千億港元之負債。

除直接減少負債外，和黃持有和記港口信託 25% 之信託單位，將會取得每半

²⁹ 參閱鷹君集團「有關建議分拆香港酒店物業並於香港聯合交易所有限公司主板獨立上市的主要交易」書面通知函，頁 30。

³⁰ 參閱「和記港口信託－新加坡發售說明書」，頁 96。

年一次之固定配息，列入和黃之收益項目。而作為「託管人—經理」，亦可取得基本管理費用及績效酬金。

伍、結論

商業信託制度對於委託人而言，不僅可以利用商業信託架構以向投資大眾吸收資金，且同時能以更少的股份維持完整的經營權，實具有相當誘因。此外，其亦可能作為一種「財技」的工具，用以改善母公司之財務狀況，例如和記港口分拆案，僅商業信託上市本身，和黃集團即取得相當之利益。故以 2011 年香港是否應引進商業信託之爭論觀之，反對派即認為新加坡之商業信託對小額投資人保障不足³¹。本文以為，吸引投資在本質上即是一種圖利，正因制度有利於投資人方能具有足夠之誘因，若吸引投資、發展金融市場及開放更多元籌資管道之益處，經權衡後仍能符合整體國家利益，即不宜因噎廢食。

因此，本文對於商業信託原則上採開放之態度，惟可視具體情形針對以下事項彈性處理，以強化對投資人、債權人之保障，或符合目的事業主管機關之監管要求：

一、對於投資人資格之限制

商業信託之架構具有彈性，發行人可於信託契約及公開說明書中限制投資人之資格，主管機關亦可在申請上市時設計相關之查核機制。例如台灣寬頻（TBC）若在臺灣商業信託上市，因其屬於受管制之第二類電信事業，對於投資人之資格勢必有所限制。

二、表決門檻之調整

主要針對「託管人—經理」之罷免門檻，新加坡商業信託法要求罷免之門檻須達到四分之三（商業信託法第 20 條），即委託人僅須保有 25% 股份，便可穩保完整之經營權，此部分有無調整空間，應有討論之空間。

³¹ 參閱「指星洲法例 保障小股東不足 Webb：港毋須搞商業信託」，蘋果日報，2011 年 1 月 22 日。

三、舉債限制

新加坡商業信託法並未設有舉債之限制，相較之下，REITs 則具有借款總額不得逾該資產總值 45% 之限制（房地產投資信託基金守則第 7.9 條），商業信託在經營上顯得更加彈性。惟商業信託乃類似於公司之企業經營組織，有無設定其舉債限制之必要，非無探討之必要。

四、信託財產之鑑價

以商業信託上市時本即可能募得較資產市值為高之數額，然過高之估價亦可能對信託單位後續之行情造成影響，例如和記港口分拆前之資產總額約為 465 億港元，負債 358 億港元，而上市時資產作價為 931.7 億港元，其中商譽即高達 458.7 億港元。此也導致和記港口信託須於成立時即借款 20 億美元，用以支付購買資產之對價。

五、有無揭穿公司面紗原則之適用

觀諸新加坡商業信託法之規定，皆是以「託管人－經理」為責任主體，然而，商業信託之「託管人－經理」皆為委託人之從屬公司，資本額 1 元亦屬平常。若背後之控制股東（委託人）有違法濫權之情事，亦可能解為有揭穿公司面紗原則之適用。

參考文獻

一、中文部分

1. 王志誠，信託法，五南圖書出版公司，2010 年 1 月，第 4 版第 2 刷。
2. 王志誠，信託之基本法理，元照出版公司，2005 年 11 月。
3. 賴源河、王志誠，現代信託法論，五南圖書出版公司，2003 年 11 月，第 3 版第 3 刷。
4. 謝哲勝，信託法，元照出版公司，2009 年 3 月，第 3 版。

二、網路資料

1. Asian Pay Television Trust, Prospectus 2013, available at <http://static.macquarie.com/dafiles/Internet/mgl/com/aptt/investment-centre/docs/prospectus.pdf?v=1>
2. Monetary Authority of Singapore, List of Registered Business Trusts, available at <http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/business-trusts/list-of-registered-business-trusts.aspx>
3. 和記黃埔有限公司, 「和記港口信託—新加坡發售說明書」, available at <http://www.hutchison-whampoa.com/hphtrust/tc/cc110307k.pdf>
4. 和記黃埔有限公司, 「建議分拆和記港口控股信託及將其於新加坡證券交易所有限公司主板獨立上市—可能須予披露交易」, available at <http://www.hutchison-whampoa.com/hphtrust/tc/ca110309.pdf>
5. 香港交易所, 「有關商業信託及合訂證券上市的一般原則的指引」, available at http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listguid/iporq/Documents/gl40-12_c.pdf
6. 香港電訊信託, 「香港電訊招股章程」, available at http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/1116/LTN20111116016_C.pdf
7. 香港電訊信託, 信託契約書, 2012 年 5 月 3 日修訂版, available at http://www.hkt.com/staticfiles/HKTCorpsite/About%20HKT/Investor%20Relations/Announcements%20&%20Notices/2012/May/c3-LTN20120503829_C.pdf?parent=d338a2ed95b4c310VgnVCM1000006a8ba8c0RCRD
8. 鷹君集團, 「有關建議分拆香港酒店物業並於香港聯合交易所有限公司主板獨立上市的主要交易」 書面通知函, available at http://www.greateagle.com.hk/link_tchi/c_00041cir-20130516.pdf
9. 蘋果日報, 「指星洲法例 保障小股東不足 Webb: 港毋須搞商業信託」, 2011 年 1 月 22 日。available at <http://hk.apple.nextmedia.com/financestate/art/20110122/14895699>