

# 不動產證券化的真義

張金鵬（國立政治大學地政學系教授）

江穎慧（國立政治大學地政學系博士生）

不動產證券化條例於日前通過，基於健全不動產市場的理念，我們樂見此制度的建立，但對於目前正反兩面眾說紛紜的說法，認為有必要加以釐清。

正面意見者認為不動產證券化條例通過有助於刺激不動產市場景氣復甦，並對解決當前過多空餘屋有所助益；反面意見者則認為此舉無異是圖利財團建商的行為。其實，有關不動產證券化可以刺激市場景氣復甦的說法，在目前供過於求長期不景氣的大環境下，實際上很難僅藉由證券化即可使景氣復甦；而不動產證券化主要是透過證券化方式由投資大眾共同分享利潤與承擔風險，並非單純獨厚財行為。

不動產證券化的真正意義是使得不動產市場將出現結構性改變，傳統實體不動產的投資轉變為有價證券形式後，可結合資本市場擴大投資，使法人機構藉由社會大眾募集資金進場投資與經營不動產。長期以來，由個人散戶為主的不動產投資與經營管理結構，將朝向以法人機構為主。藉由專業機構理性的投資分析，將可引導個人投資行為，使不動產投機性降低，專業性提昇。此外，透過不動產證券化方式間接投資不動產，所有權與經營權分離，未來不動產的經營與管理將獲得重視，進而能提昇不動產的品質。

另外，關於現行通過條文中將開發型不動產排除，是美中不足的说法，認為不動產證券化目的未得以完全發揮。對於這項看法，不如將其視為階段性權宜措施，或有助於未來體制之健全。因為開發型不動產，證券化初期並無現金收益，屬於高風險性產品，在當前不動產市場長期低迷的環境下，此高風險商品未必能產生高報酬，基於保障投資大眾的前提，以漸進方式逐步推動不動產證券化，對不動產證券化市場整體而言，未嘗不是一件好事。

自不動產證券化條例通過後，市場上似乎瀰漫著利多的氣氛，對當前過熱的情勢我們實感憂心，因為相關配套子法尚未通過，所以目前的現象其實只是業者炒作的短期效應。依據財政部的說法，預計於一個月內提出相關子法修正，三個月內完成立法，最快也要到年底之後才會出現相關不動產證券化商品，所以證券化之後對於不動產市場景氣的影響，還是要等到產品真正出現，看市場的接受度

才能得到進一步驗證。

根據國外實施的經驗，不動產證券化商品的風險報酬是介於不動產與股票之間，對於此項新商品的風險與報酬衡量，投資大眾應要有所認知，才能做出正確的決策。另外，依據我們最近針對國內不動產證券化所進行之調查研究，發現影響一般投資者意願的因素主要為報酬性、分散風險性、及流通性；而影響法人投資意願的主要因素則是分散風險性與投資工具兩項。此外，一般投資者認為市場資訊愈充分，流通性愈重要；而年齡愈大、投資證券市場年期愈長，選擇資產信託的機率愈高；另一方面，預期報酬率愈高、投資工具種類愈多時，選擇投資信託的機率則愈高。

因此，投資者所重視的仍是產品本身，所以，證券化能否成功的關鍵乃在於產品本身的良莠。值得省思的是，如果是流動性佳、低風險、高報酬的資產，業者本身是否願意將其利潤分享給大眾；若是體質不佳、高風險、低報酬的資產，業者雖有意願分散風險及分享利潤給投資大眾，但推出後可能由於產品不佳而面臨募集資金不足的問題。因此，未來擔任創始機構的信託業者即扮演關鍵的角色，對於投資或信託的不動產應予嚴格把關。

最後，我們提出下列幾點呼籲：一、業者應體認不動產證券化並非是下金雞蛋的金母雞，也不是拯救市場景氣復甦的萬靈丹，如何推出優良產品才是成功的關鍵；二、投資大眾在初期面對資訊並不充分的情況下，應該更謹慎地進行不動產證券投資決策；三、政府主管機關應儘速通過相關子法及配套措施，不動產證券化才能真正實現。期盼社會各界應抱持審慎的態度，不宜過度樂觀或悲觀，來面對此一不動產證券化新局面。