

# 不動產證券化專題研究第五次紀錄

時間：2003/10/31 16:00~19:00

演講題目：不動產證券化相關實例研析

演講人：李日寶

紀錄：李泓見

出席人員：張金鶚、林秋瑾、廖仲仁、曾偉豪、江穎慧、周美伶、林育聖、詹任偉、陳祥銘、  
陳憶茹、李泓見、曾建穎、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮、彭芳琪、章定煊、另有三位  
旁聽朋友

## 前言

國內目前有申請辦理不動產證券化的公司，有台灣工業銀行與法國里昂銀行，另外，在不動產相關法規部分已訂定差不多，信託公會應定訂的定型化契約範本與相關子法已正式公佈發行。

## 一、何謂不動產證券化

### (一) 證券化之基本概念

將辦公大樓、購物中心、工業廠辦等商用不動產，所產生的租金收入與資產價值，包裝成受益證券再以私募與公募的方式發行給投資人購買。其中可能的投資人包括金融機構、共同信託基金、企業法人與個人投資者。而發行的受益證券與金融資產證券化相類似，金融機構將房貸、企業貸款等作為發行標的，再發行受益證券給投資人認購，值得注意的是，發行機構可能不侷限於金融機構本身，一般民營公司也可作為證券化的發行機構，例如新加坡的世平半導體公司。

不動產證券化的標的基本上以商業與工業不動產為主，而以商業居多，例如商業辦公大樓、購物中心等，旅館也可作為證券化標的，但其風險可能因為現金收入的穩定性而有不同，以商務型的旅館來說，收入較為穩定，因此產生的違約風險較一般旅館低。個別的商業辦公大樓的風險也不同，依品質再分，另外看的重點也不同。

基本上不動產證券化與金融資產證券化信託的主要元素為「破產隔離」，若委託人破產，債權人不能對信託財產有求償權，因為受益證券收益的來源，主要為信託財產的現金流入，若無法保障信託財產的完整性，即不能保護投資人，因此破產隔離為信託最主要保護投資人的基本原則。

## (二) 不動產投資信託流程

受託機構經過金融機構、目的事業主管機關、證期會或中央銀行核准後成立不動產投資信託基金，因為證券化的標的可為土地與其權利以及道路、橋樑隧道等，因此所涉及的目的事業主管機關各有不同，例如以工商綜合區作為證券化標的，其主管機關為經濟部商業司，若是像高速公路與捷運，其主管機關為交通部，依各種證券化標的的不同，必須經過個別主管機關核准同意。

在投資人支付價金購買受益證券後，受託機構運用信託資金，投資於不動產及其相關權利，不動產證券化與金融資產證券化所發行的受益證券，其他經主管機關核准投資或運用之標的以及具有固定風險的金融商品例如銀行存款、政府債券、金融債券、國庫券、可轉讓定存單、商業票據以及主管機關核定之商品。

## (三) 不動產資產信託流程

標的物所有權人處份資產或是借新債還舊債，可經由此設計不同的金融商品，金融局核准受託機構的申請，標的資產的所有人將信託標的資產委託給受託機構發行受益證券給投資人，因此標的資產所有人收到投資人支付的證券價金，而投資人所購買的受益證券利益由標的資產所產生的利益作分配。

## (四) 不動產投資信託與資產信託比較

基本上不動產投資信託與資產信託的發行架構都是以信託為主，資金募集方式可為公開招募與私募，均可上市上櫃，但須經過主管機關同意，也就是證期會同意，另一方面，其不同點的地方在於不動產投資信託投資標的較不動產資產信託為多，前者可以除了可投資不動產及其相關權利上，也可投資在財政部所規定的標的上，例如受益證券、資產基礎證券、政府債券等，較為類似證券投資信託基金；後者所投資限於具有穩定收入不動產以及不動產相關權利上，性質上與債券相當，因為包括有約定本金、票面利率、償還年限與每期還本四要素，較為類似金融資產證券化條例發行之受益證券，在經過商品設計後可達到資產信託的效果。因此以後介紹以資產信託為主。

## (五) 不動產受益證券之投資考量因素

不動產投資信託與權益性質不動產資產信託受益證券，依其不動產管理機構之能力，考量的因素為組織架構、管理能力與策略、風險管理與控制、投資哲學與策略、營運績效及客戶服務等。而不動產本身之條件，所考量之因素包括影響不動產市場之總體與個體因素分析、資產品質、流動性管理、績效表現與管理費之關係等，不動產是否位於正在發展區或是過去發展區，關係到是否有漲價利益。

債權性質不動產資產信託受益證券所考量的因素包括影響不動產市場之總體與個體因素分析、LTV(Loan-to-Value Ratio)與 DSCR(Debt Service Coverage Ratio)、信用評等結果。

$$LTV = \frac{\text{受益證券發行總額}}{\text{標的資產的資}}, \quad DSCR = \frac{\text{現金流量}}{\text{應付本金加上利息}}$$

基本上來說本質越好的受益證券，其 LTV 越低，DSCR 越高。LTV 若較高表示借貸回收可能性較低，因此若是比較低可以降低違約風險，而 DSCR 越高表示控管能力越好。

## (六) 不動產受益證券之投資利益

主要目的有二，降低投資組合風險與較低之投資稅負。根據以往的歷史資料，不動產投資信託協會研究，REITs 的報酬率與股票、長期債券的報酬率之相關性甚低且相關係數逐年降低，若是以馬可維茲的資產組合選擇理論證明，投資人可以藉由增加風險相關係數較低之投資標的，達成降低投資組合風險之目標。目前因為不動產衍生的金融商品較少，因此在未來不動產相關證券可以作為有效降低投資組合風險的工具。

不動產證券化減免的稅負部份，證券交易稅是免徵，因為不動產證券化所發行的受益證券為證券交易法中所規定的有價證券，在證券交易所所得稅部分是停止課徵，所獲配信託利益是採分離課稅，目前稅率為 6%。

## 二、不動產證券化之業務發展方向

### (一)不動產投資信託未來發展方向

現行不動產證券化條例規定，不動產投資信託基金，以封閉型基金為限。但經主管機關核准者，得募集附買回時間、數量或其他限制之開放型基金。根據國內外相關資料顯示，封閉式基金必然面對折價問題，因此民國 80 年代中其國內封閉式股票型基金陸續被迫改型為開放式基金，據投信投顧公會資料顯示，截至 92 年 6 月底為止，封閉式股票型基金僅佔全體市場的小部分，約為 69 億元，而開放式基金較受大眾歡迎，市場基金規模達 2 兆 3 千億左右。

這表示投資人對封閉市不動產投資信託基金之接受度有待觀察，以受託機構角度來看，基金規模沒有達到一定規模以上時，無法有效率運作，募集開放式不動產基金不利受託機構資金配置，因為投資人隨時可以贖回，因此不動產投資信託基金短期內在國內發展機會似乎不高。不動產證券化受益證券毛投資報酬率大約為 4.5%~5.5%，若扣除相關花費，只剩 4% 左右分配給投資人，現在股票市場年平均報酬率約為 8%，難以說服投資人購買受益證券，因此當國內不動產收益率上揚後，也就是房地產價格有明顯上升，可考慮評估以私募方式設立不動產投資信託基金，此時為投資不動產受益證券的好時機。

### (二)證券化後可能的利益

不動產資產信託可以作為資產所有人籌措資金或處分資產的選擇之一，在實行證券化後，可能產生的利益有增加籌資管道(需與不同的資金取得作比較)、降低資金取得成本、以資產本身而非所有人的財務能力籌資、減少資本要求並提升股東權益報酬率、移轉風險、實現獲利等，但並不是實行後全部利益都能達到。

但若是以一些邊際產業來說，不動產資產信託是一種不錯的借錢管道，例如銀行借給一般廠商融資利率可能為 3%，借給建築業可能提高至 6%~7%，因此有歧視的差別待遇存在，但若是以不動產證券化來融資，是以標的資產為準而非投資公司本身，因此可以以較合理的融資利率來取得資金。

依投資人目的不同，可分為債權性質與權益性質之受益證券，若資產所有人之目的在於尋求較低之借款成本，可以利用擔保借款型之資產信託計畫，發行債權性質之受益證券，即 CMBS。若是資產所有人之目的

的在於實現資本利得或降低不動產部位，則可以利用處分型資產信託計畫，發行權益性質之受益證券。在一宗證券化交易中，可按利益分配與風險承擔原則，區分為債權性質之受益證券與權益性質之受益證券。

### (三)擔保借款型例子(CMBS)

假設標的資產價值有 50 億，在經過 SPT 發行受益證券後，分為三類第一類為 Senior Notes，第二類為 Mezzanine Notes，第三類為 Residual interest，一般而言 CMBS 計畫至少會分割為優先順位證券與剩餘利益兩部分，至於是否發行 Mezzanine Notes，需視市場需求而定，因此擔保借款型可能只發行單一受益證券。信評高低為 Senior Notes 最高，Mezzanine Notes 次之，Residual interest 不取得信評，因為剩餘利益因係屬業主權益。收益分配為 Senior Notes 最為優先，接下來為 Mezzanine Notes，若現金流量有剩餘會先還本金，也就是先還 Senior Notes。

### (四)擔保借款型不動產資產信託之好處

擔保借款的主要好處為不需設定抵押權，可以節省處分時間，抵押權經過法院程序以及金服公司處理至少須經過一年，若是經過法院三拍、四拍更是遙遙無期，另一方面，可以節省相關規費。在附條件之還返條件部分，須在委託契約簽定後繳交土地增值稅，但因為負擔沉重，這部分須與財政部作進一步協商。

### (五)受託機構據以發行受益證券-處分型

全部為權益性質受益證券，由委託人將標的資產出售並移轉與受託機構成立之特殊目的信託，受託機構據以發行與標的資產等值之權益性質受益證券。部分為權益性質、部分為債權性質證券，由委託人將標的資產出售並移轉與受託機構成立之特殊目的信託，受託機構發行可以依據標的資產的預計現金流量，將部份受益證券設計成債權性質。這樣因為可以提高權益性質受益證券投資人之股東權益報酬率，因此較受到投資大眾歡迎。但值得注意的，若是現金流量過低，會產生負面的槓桿效應。

## (六)處分型不動產資產信託之交易架構與交易條件

標的資產所有人也就是委託人(標的資產所有權人可能會成為投資人)將標的資產信託出售予受託機構並應在信託契約約定委託人無買回標的資產之權利或義務，之後受託機構以信託財產為基礎，發行一定存續期間或無存續期間之受益證券。受託人將受益證券支出售價金扣除相關費用與稅捐後，支付予委託人。標的資產於信託期間所生之所有收入由受益證券之持有人，按持有比率分配。一般來說，投資人較喜愛有存續期間的受益證券，因為投資人較確定投資時間與投資獲利以便知道何時可以拿回本金與利息。

## (七)不動產資產信託之適當標的與潛在客戶

適當的標的的資產類型包括商用不動產、公共設施等，權利種類包括以有穩定收入之不動產所有權，指的包括地上權以及經主管機關核定者，資產性質最好位於台北地區，且以地標性建築為主，整棟大樓產權以集中為同一主體，經營管理較方便，管理維護狀況良好者，作為 CMBS 設計，維修成本低，所以帳面盈餘較好看。若以借款比例來看，LTV 最好低於 65%，，但若是金額太小無法達到借新債還舊債的預期目的，會降低投資人投資意願。

潛在客戶包括資產所有人，但因為產權較為分散，無法達到規模經濟之效益。人壽保險公司，但目前較不缺錢。取得特許權之民間機構，特許權是否轉讓需看相關主管機關如何規定。潛在客戶也包括政府機構例如台北捷運公司，因為收入良好穩定，為良好的投資標的。台北市政府交通局所管理的停車場收費，因為收入狀況不錯，也可以作為證券化的標的。高速公路收費以及政府重大建設所採行的 BOT 方式，也可以作為考慮的對象。

## 三、相關費用與執行步驟

台灣工銀團隊相關費用：主辦費、承銷費。

其他專業機構相關費用：律師費、稅務會計及標的資產實質查核費用、賤價報告費及標的資產結構與維護報告費、信託移轉登記費、其他費用。

執行費用：票息費用、受託機構費用、備位服務機構費用

## 四、信用評等之考量因素

### (一)標的資產之現金流量分析及資產品質決定評等結果主要因素

標的資產的基礎現金流量計算公式為淨營運收入，減去資本支出、租賃改良、租賃佣金。標的資產品質分析之考量重點，包括市場競爭、經濟預測、人口變動、空置率預估、標的資產的功能。這些因素將反映於資本化利率，作為計算調整的基礎。

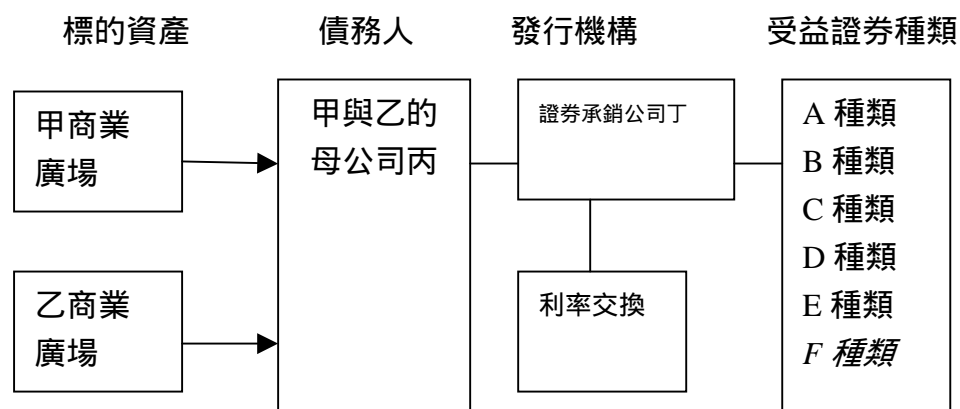
發行架構分析，包括利率風險、保險種類與保險金額、準備金提撥(花費支出、地價稅、房屋稅、保險費費用)、收款管理及混和風險(倒閉風險)、分期償還本金或一次償還本金、再融資風險等。法律分析包括破產隔離(信託關係有效成立)、債權人對標的資產之權利、處分標的資產之程序及所需時間等。管理能力分析，包括標的資產管理者之專業能力、收取租金之能力、信用風險之控制與管理。

### (二)辦公大樓評等之主要考量因素

包括結構內外觀設計樓層面積與區位、就業成長率、停車位(是否提供充足空間?)、出租率、承租人結構(是否財務健全?)、大樓管理能力(關係到大樓維修成本)、市場競爭情勢等。

## 五、 案例分析-Commercial Plaza Securitisation Limited

### (一)發行架構



證券化實際例子，如上圖以香港的購物中心為投資標的由發行機構發行受益證券。丙為甲與乙公司的母公司，為一集團，經由發行機構證券承銷公司丁，發行利率受益證券分為六種，所取得價金交由資產所有權人。因為為規避利率風險，以利率交換方式進行固定利率與浮動利率的交換。

## (二) 貸款條件暨受益證券發行條件

貸款條件：1. 主要貸款是以港幣計價，固定利率以及至 2005 年 9 月到期。2. 貸款人必須償還完整貸款總額在貸款到期日期之前。3. 若有超額的現金流量必須把部分的證券買回。

證券條件：1. 發行日期：2000 年 8 月 21 日。2. 結構類型：分為兩種主要與次要。3. 利息付款：每季，第一次在 2000 年的 12 月。4. 贖回：包括本金與利息，但受限於有超額的現金流量。5. 貸款總額：14 億港幣。6. 總發行金額：12 億 4 千 7 百萬港幣。

## (三) 受益證券總類

種類	評等	總額	利率	到期日	最後到期日
A	Aaa	4.92	浮動	2005/9/20	2006/9/20
B1	Aa3	0.8	固定	2005/9/20	2006/9/20
B2	Aa3	1.35	浮動	2005/9/20	2006/9/20
C	A3	1.59	浮動	2005/9/20	2006/9/20
D	Baa3	1.86	浮動	2005/9/20	2006/9/20
E	Ba3	1.95	浮動	2005/9/20	2006/9/20
F	N/R	1.53	零息	2005/9/20	2006/9/20

以上以 B1 型證券為固定利率，F 型為零息債券，年報酬率約為 10%，若現金流量不足，可以不必支付給 F，其他為浮動利率，每年付息，而各類型證券到期日為 2005 年 9 月 20 日，若是發生償還問題，便會進行強制執行，因為香港的法規對債權人較為有利，因此評估至 2006 年會將原有本金拿回。

## (四) 標的資產之基本資料

面積為 139,414 平方英尺，估計價值為 35.7 億港幣(2000/3/1)，信評公司評估價值大約為 20.5 億港幣。



## (五)評等考量、架構安排與信用增強

評等考量包括購物中心之間的競爭，以及整體金融環境，穆迪公司所考量的為香港經濟的復甦，零售市場是否有新的供給者？是否有新的地區競爭者？發行公司的財務狀況是否良好？以及現金流量等。

結構上的安排包括 F 型態的證券以及如果發生超額現金流量就要還本，另外還有就是利率的轉換。

信用增強方面包括有流動準備金(補足風險)、保留基金(押金與六個月應付利息)、資本支出保留基金(大樓維修、電梯空調維修)、費用保留基金(地價稅、房屋稅等)、承受風險訂定(不同順位的投資人有不同的承擔風險順序)。

## 六、Q&A

Q：請問為何估出來的價格分為信評公司估出的部分與估價師估出的部分，信評業者與估價師評估的差異在哪？

A：估價師是評估的方法與信評業者所用的方法不同，基本上資本還原率原本有差以及估價上的定義有不同。信評所估出來的價格是作為內部參考用的，但此價格不是公平合理價格，而是在不同經濟環境下可接受的價格。

Q：權益型加上債券型要如何分配？

A：依所得利益去分配，清算公司資產按所得價金比例去分配。

Q：潛在投資者，例如政府出資的國宅有固定收益，應如何去做？

A：要是法令規定情況去做分析，看是否可以移轉。

Q：證券化過程中負擔最重的是何項？

A：稅負，像是土地增值稅。

Q：請問幾各問題，1.政府可以做交通這方面的證券化嗎，像是隧道？國外有沒有案例？2.若是以捷運來作證券化國內是否不適用？因為捷運不可切割。3.新竹國宅出租收入作為證券化，假設折現率為 8%，在其他條件不變下，內部報酬率算出來為 30%，是否有什麼問題？

A：第三個問題，折現率調高調低不影響 IRR，至於交通方面，國外是有相關案例，如收費道路，以國內法規來看，需視法律規定是否可以作為發行標的，但其他法律是否排除需視情況而定。捷運不可分割可能以捷運公司整體營運來進行，這部分還有相當問題去解決。