

## 房地產投資與決策分析第十六次上課記錄

時間：2004/06/07(一) 14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270622 教室

記錄：黃佳鈴

出席：張金鶚、李泓見、曾建穎、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、唐晨欣、許慈美

### 第六章 不動產證券化

張金鶚教授：

- (1) 不動產證券化是現今很熱門的課題，其相關課題之討論可至 <http://www.realestate.com.tw> 點選上學期不動產證券化專題研討之上課紀錄。
- (2) 目前不動產證券化之討論多只是制度面、政策面的討論，欠缺分析性討論，其欠缺的主要因為資料缺乏，而較常使用之分析方法為蒙地卡羅模擬，其可分析一些尚未發生的情境，但其分析有極限。
- (3) 而就已成形不動產證券化之案例來看，如 IBM 大樓證券化，其是否會被購買？而其購買者為何？可加以討論。於本章之第五節中於民國 90 年調查不動產證券化之需求面，並利用羅吉特模型來分析。
- (4) 不動產證券化之實施，亦將地政領域拓寬，使地政與商學院有所結合，大家亦可對此部分來發表看法。

唐晨欣：

- (1) 對於目前不動產證券化之前景並不看好，因為目前制度多為套用國外制度，其是否真有符合國內之民情，仍有待商榷。
- (2) 另外，大家亦擔心台灣國內不動產證券化之市場是否夠大，因為台灣目前已有股票及其他證券投資工具，其是否仍有空間來容納不動產證券化，其為有待考量之議題。
- (3) 又不動產證券之資訊揭露不足，而一般民眾無法了解證券化產品的好壞，不象股票市場其資訊可被充分揭露，因此，投資於不動產證券化風險較高。
- (4) 又證券化之標的可能不限於實體標的，如之前曾聽過將政大商學院證券化想法，其證券化的標的可能為商學院的聲譽，其證券化的標的可能為一無形資產。就不動產證券化而言，其證券化的標的可能為大樓的收益，所以其證券化之標的似乎並不僅含不動產本身，其仍包括一些無形資產。

張金鶚教授：

- (1) 此部份為對證券化不完全的了解的關係，其實不動產證券化與股票一樣，若欲上市，其仍受上市之相關規定來規範，只不過現今不動產證券化多為私募，所以一般民眾無法取得相關資訊。
- (2) 就不動產的三階段來看，以前大家強調區位 (Location、Location、Location)，之後強調時間 (Timing、Timing、Timing)，於不動產證券化後則強調管理 (Management、Management、Management)。可發現證券

化後，其『管理』成為不動投資的重點。

- (3) 若就同學本身的看法，其自己本身是否會購買不動產證券化之商品？而一般人會不會購買呢？

唐晨欣：

就我本身而言，我並不會購買，而一般民眾可能會因為資訊不全及機制尚未健全而不會購買。

許慈美：

目前我並不會購買，但若有成功的案例，我會購買，因為之前有太多類似的案例均失敗，所以會讓人覺得國內不動產經營管理仍不健全。但將來若有案例成功的話，再加上台灣一窩蜂的效應，其買氣則會被帶動。此外，我亦覺得其買氣的帶動可由法人機構來帶頭做起，其效果較佳。

張金鶚教授：

- (1) 就慈美說法，因為現今無一個成功案例可以來對照，所以投資者多抱持著較保守的態度。但就股票而言，其新發行的股票於一開始時，多有一段蜜月期，而投資者多於此階段搶進，過一陣子後才會降下來。且就美國經驗來看，其不動產證券化一開始為慢慢成長，然後再 down 下來，之後才持平發展。而投資人也會有此種心態，再加上一窩蜂熱潮，不動產證券化商品仍有其需求存在。
- (2) 而資訊不全的問題，則是因為最近之案例多為私募，所以其資訊只會對特定人公佈，並不會對一般民眾公佈。

彭芳琪：

其不動產證券是否會成功，則需要看其標的之類型，如商辦大樓，若其過去收益表現不錯，其成功機率較大。且過去要投資此種商品需要龐大金額，非一般民眾所能負擔，而現今透過證券化將其投資金額小額化，其民眾的投資意願則會提高。

曾建穎：

若我去購買不動產證券化，會以類型為主要考量因素，且在購買時應考量其是否有穩定收益，其報酬才會穩定。

洪式韻：

我第一個想到的是不動產證券化是否有其市場？若就我個人而言，我並不會購買。購買不動產證券的理由有二，第一個為收益性佳、第二為可避險，而由不動產之經營管理來看，其收益較穩定，不像其他股票漲幅明顯。但於避險角度來看，其收益穩定，可增加其避險功能，所以就基金管理人或法人機構則會去購買。

黃佳鈴：

就我個人的話，我會想購買，因為就目前法令已規範證券化的標的，其需具有穩定收益，且透過信託方式來達到破產隔離效果，其規範多在保障投資大眾的權益，再加上國人有土斯有財想法，其現今有機會以小額方式來投資於不動產上，所以會覺得一般投資大眾應該有興趣投資於不動產證券化商品。

李泓見：

因為剛推行，其仍有一定風險存在，且對其運作不了解，就我個人的話，我會觀望一陣子再做決定。但就法人而言，其為了避險所以其有必要去購買。且之前曾聽過劉玉珍老師的演講，其提到投資者對於較熟悉的商品，其投資的比重會越多，反而造成無法有效的規避風險，而就法人機構若有較多種類的投資工具，對其規避風險的效果較佳，所以其有購買的需要。

張金鶚教授：

- (1) 從個人的角度來看是否購買，其為個人偏好，而從一般民眾來看，則為了解市場上的行為，但個人與市場行為會有差異存在。而為了解市場行為，則會藉由市場分析來了解有多少人會購買、怎樣的人會購買、購買類型為何。
- (2) 就理論上來看，法人為了規避風險，其有必要購買。就不動產證券化商品的特性來看，其為相對的低風險低報酬，且其為一個新產品。而有一個有趣的議題為，高報酬伴隨高風險，高風險必然伴隨高報酬？其高風險未必伴隨高報酬其為較合理之說法。而不動產證券化為一個新的報酬風險，就國外經驗，其為一個相對中等報酬、中等風險的產品。因此，就法人機構或基金操盤手而言，其為了投資組合，其必然購買不動產證券化的商品，再加上一些跟隨法人機構投資的散戶，所以，不動產證券仍有其一定的需求存在。
- (3) 於課本 p221 某建設公司之個案（不動產證券化類似個案），其現今仍存在，且收益不錯。且現今已有法令規範及稅負優惠，所以現今應該會有其需求存在。
- (4) 大家可藉由更多面向來了解不動產證券化，再由理論與市場上及自己個人的行為來解讀不動產證券化之發展。
- (5) 其不動產證券化的目的，主要為不動產市場結構性的轉變，由法人機構介入不動產經營，提高不動產投資經營的規模經濟。

許慈美：

課本 p235、p240 流程圖中的不動產經營管理機構其所扮演的角色為何？

張金鶚教授：

- (1) 課本的流程圖與財政部金融局之流程圖不同，可與其對照之。
- (2) 其就不動產證券化條例第四條所規範之不動產管理機構，指建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業或其他經中央目的事業主管機關核定公告之事業。但就上述四項行業之性質，並非為專業的管理機構。
- (3) 其由於不動產證券化其受託機構為信託業，而信託業則多為銀行機構，其對於基金管理上較為擅長，但不動產的管理經營並不熟悉，所以須委由不動產管理機構來管理。

## 房地產學術思潮論文集--第 15 篇 在事實陳述下，朝向社會效率的仲介行為

【內容介紹】：略

## 【心得感想之討論】

李泓見：

- (1) 不動產仲介在交易的事實誤述上對於不動產交易效率造成相當程度的影響，在本文的推論中若是以嚴格的責任主義使賣方或是經紀人對於任何的誤述負有責任，會使得外部成本內部化，這使得若是採取嚴格的責任主義會提供較好的經濟誘因，而目前的法院卻是採行過失責任主義，而買方可能會因為一些經紀人的無知誤述而形成無謂的損失，因此可看出法院較重視公平性而不是經濟上的效率。在這裡所說的是法律是否達到經濟效率？由法院是以非嚴格過失責任來判決，其所重視的公平性大於經濟效率，而這個情景同樣在「經濟學與法律的對話」有類似的想法，在這本書中有一章是在探討習慣法是否具有經濟效率？而經過作者推論的結果，認為法官判決有一部分可以判決是否達到經濟效率，而另一部分則不需要法官去判決，完全取決於當事人的協商。而在法官判斷的部分為何無法完全達到經濟效率，乃是法官可能關心在經濟因素與協商外其他的問題，像是是否達到公平或是正義？而就算是法官充分了解判決要達到經濟效率，但是如何去做以及判斷何種法律是最有可能達到經濟效率可能非常困難。
- (2) 在本文所探討的仲介人員的誤述行為，較為重要的就是如何解決仲介人員誤述行為所產生的外部性問題。以一般行為來說，若是自己所產生的淨效果增加，但對於其他人產生負面的經濟效率，儘管是自己的餅變大了，但總體的餅變小，實際上自己還是會做。但是為了達到社會福利最大化，不可能放任其他人一直產生負面的外部性，而損害社會大眾的經濟利益，因此一般在解決外部性的方法有四：直接管制、採取補償措施、利用私有財產和交易與不去理會，在第一種直接管制與第四種不去理會只有在中央集權管制的國家才会有這種專制的手法，而不去理會是因為處理的成本高過於其價值，因此寧可放任不管的消極手法。在現實社會上，應用最多的還是以採取補償措施與利用私有財產和交易的方式，而其中像是採取補償的措施就如同這裡所說的嚴格過失責任主義，仲介人員必須為其誤述行為所造成的損失賠償受害者，而這也是最符合經濟效率的，另一方面，藉由彼此的交易協商也可解決外部性問題，而這也可看到在法院訴訟前，會先召開合議庭，對於私人的爭議行為先進行協商，若協商成功則是免去一件訴訟案件，若是不成則待由法院判決。而由仲介人員的誤述行為看來，法院還是以公平正義為主要的考量，而不是經濟效率。

洪式韻：

其由公平面與效率面去看仲介行為，而仲介行為上的交易成本及因誤述而生的訴訟成本為其衡量公平與效率的主要關鍵。而當訴訟成本大於其損失補償時，買方則不會採取訴訟方式，而由此推論其有可能助長仲介業誤述情形。

黃佳鈴：

課本於 p478 中提及其過失行為分為目的不符與價值不符，但在價值的不符上，仲介如何能去擔保其標的可以去符合買方的預期價值呢？若買方於購買後，剛好遭遇到市場不景氣，其價值的下跌為市場所造成的，為何可以說是仲介的過失呢？

張金鶚教授：

其誤述範圍很廣，其於價值不符上，可為仲介於價值上的誇大，其說了不該說的

部份、誇大不實，亦為誤述的一種。而於房地產市場上，仲介業的廣告不實、誤述情形相當多。

唐晨欣：

其結論提及法院多傾向公平面，但法院本身亦須蒐集證據，來判定仲介是否具過失，才能為公平裁判，但對於過失的證據不易蒐集，因此其裁判未必公平，因此可能造成其不具公平及效率的情形。

張金鶚教授：

地政於公平面與效率面的討論相當多，但多欠缺分析性的部份，且於法律與經濟的結合仍不足。

彭芳琪：

若採取訴訟方式解決仲介誤述情為時，其法院如何去認定其過失是由仲介所造成的，或者是由買賣雙方造成，其事後的認定上有其困難所在，所以大多數消費者最後多只能自認倒楣，也造成仲介業會傾向去欺瞞消費者，因為其訴訟成立的機率是很小的。因此若採過失責任，其為有道德風險的存在。

許慈美：

其仲介業之責任究竟為何？是降低不動產交易成本，或充分揭露買賣雙方之訊息，若由此部份來看，所以需給予其法令規範。若以證照制度來看，買方相信其有專業知識，基於信賴原則，則需給予一個較嚴格的規範。其可先探討仲介於買賣中的所扮演的角色為何。

張金鶚教授：

於台灣之情形來看，應採過失責任或是嚴格責任？其就消費者角度來看，其會希望仲介責任採取嚴格的責任，因為這樣對其權益較有保障，而仲介本身則希望採過失責任，因為這樣其可規避部分責任。因此，基於消費者為弱勢的一方，法院應加以保障，故應採取嚴格責任，除此之外，亦可補償或賠償損失來解決之。且就目前收費標準來看，仲介與建築師相比，其收費相對較高（4+1%），但其負擔的責任則相對較輕，亦為不公平之現象。

## **房地產學術思潮論文集--第 16 篇 自有住宅使用價格 1973-1989**

**【內容介紹】：**略

**【心得感想之討論】**

李泓見：

不動產為消費財也是投資財，因此不動產的價格並不能完全取決於交易時的成交價格，而本文提出以住宅使用價格或成本取代，因為不動產適當價格應該是以某一時期的使用價格或是成本來決定，而在考量經濟貶值率、稅率與貸款成本等因素，以及分成不同的家戶類型與所得等級，討論可能的使用價格。本文所討論影響住宅使用價格的因素當中，我認為最重要的關鍵因素應該是稅率，不同的家戶型態例如單身、已結婚與家庭等三種型態，根據稅法有不同的稅額補貼，因此對於住宅使用價格產生相當大的差異。像是在本文中所提到的稅法的改革方案，因為居住費用的扣抵使得減少稅率，而造成稅率的下降，另一方面，已婚者因為享有較高的邊際稅率因此其使用的成本最低，因此在稅率改革或是變動下，所影響最深的應該是房地產的持有者，在國內歷年來稅法變動後究竟影響住宅的使用成本如何？究竟是買屋好還是租屋好，這應該可以再做後續的研究。

張金鶚教授：

住宅持有型式可分為自有自用與自有他用，而文中提到「在住宅相關費用可抵稅之下，若稅率越高，則自有住宅使用成本越低。」其針對自有自用者有稅負抵扣之優惠，而於美國有很多稅負的優惠，來作為民眾購屋之誘因。但於台灣由於稅率較低，所以以稅負為誘因之成效，並不理想。

許慈美：

本文亦有談到遷移成本，其亦為影響自有住宅價格與租買選擇的重要因素，但文中的討論並不多。

張金鶚教授：

其提供一種說法來說明租屋者的使用成本較高，因為若不考量租屋者的遷移成本則租屋者則可任意遷移，其為一個不合理的情形。

洪式韻：

較好奇的部分為稅法的改變，對擁屋者及租屋者使用成本、負擔能力的改變，進而改變其行為的部分。基本上最大的問題在於邊際稅率與租買選擇稅率，其邊際稅率越高，其自有住宅使用成本越低，其越有可能購買住宅，若以此做為解釋的話，則又要如何去解釋邊際稅率與租買選擇稅率的差異？

張金鶚教授：

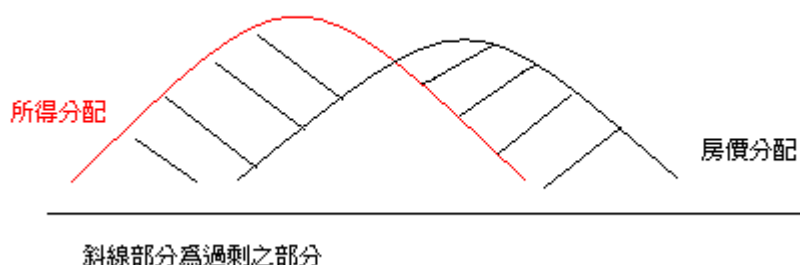
此部分可能須要去看一些稅率上的討論，上學期所發的 Housing Market 一篇有針對此部份的討論。由此可知，美國花了很大的力氣透過租稅來讓房屋市場有結構性的改變。反觀台灣在此方面的討論是很不足的，而台灣在沒有租稅誘因下，卻有很高的自有住宅率。而自有的好處是其外部性很大，如國家安定、房屋品質改善等，但其背後隱含著資源運用限制，此部分可以有許多不同的討論。而在稅負優惠部份，台灣由於稅負已經很低了，且又多以地價稅的角度來看，可見台灣結構的扭曲，如房屋稅率高於地價稅率。

黃佳鈴：

在台灣住宅自有率較高，其可能是因為台灣在住宅的稅負較低，因此造成住宅持有成本較低，所以民眾可能會覺得即使購屋出租的租金亦可支付住宅的持有成本。

張金鶚教授：

由住宅價格中可看出使用成本與住宅負擔能力，由過去對於房價與負擔能力的研究中，我們可劃出台灣的所得分配與房價分配（如下圖），來分析房價與負擔能力。其可看出低所得之房屋有不足的現象，而高所得之房屋則有過剩的現象。



## 台証投顧 20040531 產業簡報 - 營建業

張金鶚教授：

希望同學可藉由本篇聽聽證券分析師的說法，並藉此了解分析與整合方法，而台灣房地產消費與投資需求的情形，為 7：3。過去多重視投資面，而壓抑消費面需求，而現今消費面之需求有恢復之現象，其消費面的市場力量是很大的，因此，未來台灣的房地產市場仍是看好。

也希望同學藉由這一學期課程課程上的討論，能有所獲得及啟發。