

## 不動產證券化專題研究第二次上課記錄

時間：2003/10/03 (五) 16：10 到 19：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270726 教室

記錄：朱芳妮

出席：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、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮

### 【課程主題】

不動證券化之基本理論 - 可參閱張金鶚老師著作「房地產投資與市場分析-理論與實務」第六章。

### 【課程內容摘要】

#### 一、不動產證券化之意涵

##### (一) 不動產證券化之定義

不動產證券化係指將對於不動產的投資轉變為「證券」型態，投資者與標的物間由直接物權關係轉化為持有債權性質的有價證券，使不動產價值由固定性資本型態轉化為流動性資本性證券。

##### (二) 證券

此處所強調者為股票、公司債等「資本性證券」，由於「證券」的特性是直接自資本市場募集資金，如此可使不動產市場與資本市場相結合，使市場中之資源有效運用。至於證券的基本原理可進一步去閱讀相關資料。

##### (三) 證券化之目的

不動產證券化的主要目的是「投資」及「經管管理不動產」。前者可分散風險，後者可提昇效率性並促使利益分配。

#### 二、實行不動產證券化之原因

主要原因是不動產市場出現瓶頸，實行不動產證券化可發揮下列功能而解決部份市場問題：

##### (一) 提高市場流通性

由於不動產的價值是固定資本型態，市場資金流通性低，因此不動產經證券化之後，可轉化成流動的資本性證券，有助於投資者資金的流通。

##### (二) 促使不動產產權完整而便於經營

在不動產所有權及經營權合一的情況下，若有抵押權等他項權利的設定，將有礙不動產的利用，透過不動產證券化方式（如信託），可使所有權與使用

權分離，促進不動產的有效利用（美伶）。

（三）達成不動產經營的規模經濟

由於不動產證券化強調由企業或公司等法人組織取代一般個人對於不動產的經營管理，在大規模經營的情況下，所產生的效益較個人經營者為高。

（四）促使市場資訊透明化

就公平及效率的角度而言，不動產證券化可建立市場資訊透明化的機制，能便於資金的募集以及保護投資人，並透過促進投資及保障投資以活絡不動產市場，使市場趨向完全競爭市場。

（五）透過專家經營方式提高經營績效

由具有專業知識的人員從事不動產的經營管理，較由投資者直接經營更具經營績效，且因其專業分析能力及經驗累積，可降低投資風險，並有助於市場穩健運作。

（六）小額投資利於資金募集並可防止市場壟斷

由於證券每單位的認購金額小，故便於小額投資人投資，利於資金快速募集，且可擴大市場參與層面，使多數人能分享到土地資源的創造收益，進而避免市場為少數財團所壟斷。

（七）改善及提升不動產市場實質環境的品質

由於不動產證券化係由專業者有效地經營及管理不動產，如此可增加經常性收益（租金），使股利股息的發放更具穩定性，進而促使股價（證券價值）上漲，使不動產價值提高；由於不動產管理結構改變，將較以往更著重於不動產的管理及維護以提高租金收益，因此不動產證券化對於不動產實質環境而言具有正當性。

### 三、從事不動產證券化之方式及國內外情形

（一）國內外最常見者為「信託」方式

信託是促使資源有效利用的一種手段，其意涵為「產權關係的固定，所有權及使用權的分離」。信託是指委託人將財產權移轉或為其他處分給受託人，即委託人需移轉信託財產的所有權給受託人，受託人按照信託目的管理、運用或處分信託財產，並將信託所得之利潤移轉給受益人享用，最後於受託人信託責任終了或因其他事由使信託關係消滅時，受託人應將原有的信託財產或由管理、處分、滅失、毀損或其他事由所剩餘的財產反還受益人。亦即在信託關係存續間，信託財產必須移轉、設定（土地需登記）給受託人，使受託人成為財產所有權人，但是受託人對於信託財產而言僅有管理處分權，其權限亦受到信託本旨的限制，於信託關係消滅後，財產所有權須歸還受益人。

（二）不動產投資信託與不動產資產信託

我國欲推動的不動產證券化主要是透過信託制度的架構達成，可分為「不動產投資信託」及「不動產資產信託」。不動產投資信託主要是參考美國 REITs 制度，係以成立基金或公司的方式，發行受益憑證或股票，直接向投資大眾募

集資金，並交由專業經理人投資、買賣、管理實質不動產，或抵押擔保貸款，其受益憑證或股票可於集中市場或店頭市場掛牌交易，投資所得利益由全體受益人依據契約約定共享；不動產資產信託是借鏡日本的制度（如土地信託），係由委託人將其所持有的不動產或不動產相關權利信託給受託機構後，由受託機構發行不動產資產信託受益憑證給投資人，受託人依據契約自行或委託不動產開發或管理機構進行不動產的開發、管理或處分，受益人則依據契約約定享有信託利益。

美國的不動產投資信託（REITs）是以發行證券的方式向大眾募集資金，投資數筆不動產以降低投資風險；日本的資產信託主要是地主因土地過小缺乏投資規模，而將土地信託給信託業者並收取孳息；臺灣過去的土地信託則因缺乏資金經營大面積土地，故透過信託方式募集經營資金。

### （三）不動產投資信託與不動產有限合夥

不動產投資信託主要於證券交易所或店頭市場中發行受益憑證或股票，由於有掛牌認定，效力較高；證券可上市交易，流通性高；事業決策者為受託人（契約型）或董事（公司型），較不受投資人之限制；財務對外公開，運作透明性較高。

不動產有限合夥之合夥權益多僅在內部移轉，對外承認效力低；證券流通性有所限制，且其次級交易市場較少；事業決策者為經理合夥人，欲變更合夥契約中載明的事項時，需經由全體有限合夥人表決同意，故受到合夥人的限制較多；財務運作僅對合夥人公開，運作透明性低。合夥是採「契約」形式，對於權利義務的規範性會較信託為低。

### （四）公募與私募

公募是指發起人藉由公開說明書的方式，以發行證券形式向不特定的投資大眾籌募資金；由於投資者較多，可小額投資，故較能分散風險。

私募是指發起人針對特定對象進行資金募集；由於投資者較少，較不易分散風險；受勸募對象多具備專業知識，對於投資風險已能自我研判，可降低籌資成本；但特定對象可能因要求支付特定收益的能力增強而使之趨向公募形式（仲仁）。公募與私募差異不大，皆須為信用評等。

由於不動產投資信託需向外募集資金，風險較大，加上因公募需將相關資訊充分公開揭露而使其籌資（資訊）成本較高，因此臺灣不動產證券化可能最先產生的是「不動產資產信託」及「私募」形式。

## 四、臺灣未來不動產證券化之情形

未來臺灣不動產證券化市場供需情形如何？在需求面所關心者包括會不會購買？會購買投資信託或資產信託？在供給面所關心者包括是否以資產信託發行或自行經營？

欲剖析上述課題，需探討總體經濟情況、資產品質、投資者（個人或法人如壽險業）屬性及偏好、分散風險考量（就風險而言，不動產 > 證券化 > 證券）

報酬考量、投資組合等，可藉由問卷驗證。

### 【臺灣不動產證券化實施展望 - 投影片講義講授摘要】

#### 不動產投資信託流程圖（講義 P.3）：

1. 「不動產管理業/機構」的工作包括不動產的「出租」及「管理維護」(物業管理公司)，經由市場調查確定租約內容。
2. 「承銷商(卷商)」問題是目前的瓶頸，在包裝費用過於昂貴的情況下，可能是造成證券化無法順利進行的原因之一。其實關於「包裝費用」，因目前案子仍少，故要價不敢太高，出價能力高者反而是委託者，尤其 Rating 在制度面及法令解釋上仍不甚清楚(仲仁)。

#### 臺灣過去類似不動產證券化案例分析（講義 P.4-6）：

1. 所謂「類似」是指投資者拿到的是「產權持分」而非受益憑證，即非向大眾募資，無公開發行證券。持分是投資者得到的所有權百分比，不可公開發行；證券化是投資者得到的對收益的百分比，是可公開發行的。因此過去的案例在無法規依循、未經政府許可下都不是真正的證券化。
2. 「財神大酒店」是小套房、持分形式；「太平洋花蓮鳳蝶計畫」是純土地持分，土地切割細緻，財務不透明；「台東世外桃源度假花園別墅」是權益分享形式，產權持分即為會員憑證，由於係採會員制度，若會員人數過多，將使投資人權益受損；「某某建設公司內湖開發計畫」類似老鼠會，似合夥投資，目前仍在進行中，有租金收入，但因僅拿到合約而非產權、合夥人彼此不熟悉、執行者信用度低而使投資者面臨相當風險。

#### 證券化步驟中風險來源（講義 P.9）：

1. 「不動產擁有者(委託者)」會為委託實行證券化的原因，不外乎是無足夠經營資金、無經營能力或為分散投資風險。
2. 因風險無法預測，故即使採用證券化方式降低投資風險，最後的實際操作結果尚難斷定。

#### 市場面現階段調查結果(%) (講義 P.10)：

1. 調查結果為一般投資者及法人投資者對於受益證券的購買意願及購買類型皆偏向「不願意」及「資產信託」。
2. 偏向購買資產信託，係因一般大眾偏好「拿不動產投資」。然資產信託有「道德風險」及「較無投資組合(指不動產相關產品)」等問題；而「拿錢購買不動產去投資」的投資信託方式是否較佳亦無定論。
3. REITs 係定期收取利息配回給投資大眾，類似股票；而資產信託則類似公司債(仲仁)。

### Logit 模型的運用 ( 講義 P.13-15 ):

1. 「選擇購買受益證券 Logit 模型校估結果(含續)」- 若以具有顯著性的解釋變數而言，報酬性、分散風險性、流通性、房地產市場情況等因素對於一般投資者購買受益證券與否影響較大，投資者屬性則較無影響；分散風險性及投資工具種類對於法人投資者較具影響性。
2. 「選擇受益證券型態 Logit 模型校估結果(含續)」- 若以具有顯著性的解釋變數而言，市場資訊愈充足、流通性愈高、年齡愈大、投資工具種類愈多則愈偏向選擇資產信託；報酬性愈高、投資證券市場年期愈長則愈偏向選擇投資信託。

### 【討論內容摘要】

林秋瑾老師：

信託業者為何？信託時產權登記情形如何？稅制情形如何？

張金鶚老師：

在信託條款下，將限制信託業者的資格及權利。產權需登記於受託人名下，即產權需移轉；一般而言由於產權多有設定其他權利，此時可由受託者處理原本複雜的產權。信託產權移轉不需課徵土地增值稅。

廖仲仁：

為何壽險公司會購買不動產受益憑證？因非僅看報酬及風險，因壽險公司若擁有太多短期資產，會造成資金控管不良，現金流量短缺，故傾向購買長期資產，如此對於公司經營穩定度有所助益。為何好資產仍需證券化？因涉及公司經營能力高低，例如公司瀕臨破產，為避免好資產被債權人要求拍賣，多以信託方式進行專業經營管理，而債權銀行會評估此不動產未來長期收益是否足以償債來決定是否進行信託。不動產信託除了具有上述「破產隔離」的功能，使不動產不被輕易拍賣，且具有「長期穩定收益」、「鎖定利率 - 於票面利率低時發行債券，償還貸款，降低利息風險」( 鎖定現時的低利，借低利的新債償還高利的舊債，為一種避險行為 ) 等功能。

林秋瑾老師：

皆在「降低風險」。

廖仲仁：

若預期長期利率有走高趨勢，則於低利率時進行信託，可產生「避險」作用 ( 尤其是利率波動時 )，特別是公司無能力做「SWOT 交換」時，可以此降低投資

風險。

李泓見：

需評估不動產未來長期收益情形，是否穩定。

廖仲仁：

信用評等 (Rating) 即在評估不動產未來收益的穩定性。將等級做高的方法包括「減少發行比例」(如公司可擔保 50 億資產而僅發行 30 億證券，日後若無力償還，受託機構可將剩餘資產清算拍賣以償還受益人)、「購買保證銀行的保證」(無力償還時由做保證業務的銀行代償)、「購買保險」、「商品切割」(先定較低利率的一批固定利率債券，再訂定一批利率較高但可能血本無歸的類似股票形式商品)等。

林秋瑾老師：

信託與證券之不同？

廖仲仁：

證券包括股票及債券，債券(包括公司債)需要做信託；股票不用做信託。信託可為一種「安全保障」。股票可說是「公司資產價值證券化」(以公司為證券化主體)，民眾對此公司的經營能力有信心才會購買其股票。

張金鶚老師：

此處不動產證券化是針對不動產開發所產生的不動產收益。

李泓見：

公司股票若下跌就不需支付股息，而不動產證券化需定期支付投資人利息。

廖仲仁：

不動產證券化並非都會固定支付利息。其中投資信託是採「配股」方式，無保障收益，無獲利就無配息；資產信託是採「配息」方式，報酬固定，若一期沒配息則會受清算。資產信託不一定風險會比較高，因為標的情況易掌握，反而可降低風險。當無法預測風險(訊息不對稱)時，投資組合才有其重要性；在資訊充足(如內線交易)的情況下，即不需倚賴投資組合，因此對於某些人而言，資產信託反而更安全。

陳憶茹：

當公司信用評等不好時，有可能藉由不動產證券化發行新產品來掩飾其經營不善的狀況，且因此多了籌資的機會。

張金鶚老師：

目前民間對於不動產證券化的概念並非十分了解，也因此隱含了許多投資風險，即使信用評等公司也無法全然掌握公司及不動產狀況而給予投資人完全的保障。且進行不動產證券化之初，投機意味相當濃厚。及公司股票兩種籌資方式可同時進行，證券化並無經營權問題。

陳憶茹：

為何有些公司要發行股票而不發行債券，或僅發行債券？是否涉及經營者問題？若僅為籌措資金而實行證券化，則其正當性有所質疑。證券化與股票、債券有何不同（如國泰）？若同時進行證券化並發行股票，是否代表股票增資不易？

張金鶚老師：

假設國泰將其辦公大樓證券化，此與其上市股票是可同時並行的。因前者是以辦公大樓募集資金，後者是以國泰經營運作情況募集資金。是否代表股票增資不易或證券化較為容易則不一定。

廖仲仁：

買股票是擔心權益被分去，影響經營權；但證券化無經營權問題。

張金鶚老師：

希望各位能對於不動產證券化提出自己的想法及問題並與大家作討論。多閱讀一些基本理論的參考文獻，將有助於對不動產證券化的了解。