

不動產證券化專題研討第一次上課記錄

時間：2006/09/15(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：鄧筱蓉

出席：張金鶚老師、江穎慧、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、楊佩欣、紀凱婷、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、薛志文、蔡鋒億、陳明忠、游適銘、李宗翰、玟甄、歐陽好。

壹、本學期上課內容安排

1. 前二節上課內容為討論一個不動產證券化主題。
2. 第三節上課討論 “Chen, Erickson, and Wang(2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University Press.” 每週一章
3. 討論主題如下表：

No.	日期	課程內容	主講人	Chen, Erickson, and Wang(2003)
1.	9/15	課程介紹／不動產證券化基本概念	張金鶚	
2.	9/22	台灣不動產證券化過去與目前發展概況	吳怡蕙 鄭佩宜	Ch1: 紀凱婷 陳明忠
3.	9/29	美國不動產證券化之實施經驗	蔡鋒億 陳詩薇	Ch2: 洪御仁 張怡文
4.	10/6	中秋節放假		
5.	10/13	日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗	鄧筱蓉 邱于修 黃文祺	Ch3: 張維升
6.	10/20	歐洲及澳洲不動產證券化之實施經驗	張維升 郭益銘 楊佩欣	Ch4: 邱于修 李宗翰
7.	10/27	台灣不動產證券化相關法規探討	游世銘 薛志文 陳明忠	Ch5: 龔永香 吳怡蕙
8.	11/3	台灣不動產證券化實施案例與表現	吳怡蕙 鄭佩宜	Ch6: 鄭佩怡 陳詩薇
9.	11/10	國外不動產證券化文獻回顧	洪御仁 龔永香 張怡文	Ch7: 郭益銘

10.	11/17	國內不動產證券化文獻回顧	鄧筱蓉 邱于修 黃文祺	Ch8:黃文祺
11.	11/24	秋假不上課		
12.	12/1	不動產證券化之評價面討論	游適銘 江穎慧	Ch9:游適銘
13.	12/8	不動產證券化之信託與代理面討論	李宗翰 紀凱婷	Ch10:鄧筱蓉 蔡鋒億
14.	12/15	不動產證券化之會計與稅務面討論	李宗翰 紀凱婷	Ch11:楊佩欣
15.	12/22	不動產證券化之管理維護與信用評等	張維升 郭益銘 楊佩欣	Ch12:薛志文 玟甄
16.	12/29	不動產證券化之報酬與風險	洪御仁 龔永香 張怡文	
17.	1/5	金融資產信託與不動產抵押權證券化 (MBS)	薛志文 陳明忠	
18.	1/12	台灣未來不動產證券化實施展望	張金鵝	

貳、不動產證券化基本概念

1. **張老師**：民國 94 年的新聞剪報，是介紹富邦一號，並闡述其評估結果，但由今天的市場上看來，其結果比想像中好一點。我們要試著去了解發行不動產證券化對市場有何幫助？對營建股的影響又為何？由目前最新發行的兩檔情況看來都不太好。另一方面，由民國 95 年新聞剪報中得知，不光是簡單介紹富邦二號，專家學者更進一步在探討亞洲 REITs 狀況，並討論到商用不動產的市場好壞及未來遠景。至於開發型的不動產證券化為何，相關的管理維護問題，值得大家去思考。
2. **張老師**：證券和債券之間有何不同呢？

于修：債券報酬固定，證券則隨市場波動不一。

佩欣：證券因為受市場波動影響，所以風險較高，相對其報酬率也較高，而債券則風險低，報酬率低。

宗翰：證券是一個廣義的解釋名詞，其包括公司債、股票、有價證券等，而債券不過是其一種內容。

張老師：不動產證券主要是受股票市場的波動。

3. 張老師：不動產證券化之意義？

怡蕙：不動產具有不可移動性，藉由證券化，把以前對不動產的物權轉換成債權概念。

張老師：那麼債券與債權的關聯又為何呢？可以更詳細說明嗎？

筱蓉：在所有權與經營權分離下，可以達到專業化經營管理，獲取最大利益，把利益分給投資者。

張老師：這是下一個問題，「WHY」，為什麼要證券化？其實「WHAT」什麼是不動產證券化很難去定義，因為在不同的環境背景下，每個國家對此的定義都不一樣，綜合言之，不動產證券化就是將不動產為投資標的轉變為證券形式，可在證券市場上交易。

4. 張老師：證券化的涵義很多，與營建股有何差別？

志文：營建股的獲利是來自於公司的 EPS。

適銘：兩者在制度上不相同，投資的標的不同，也有不同的稅率。

怡蕙：營建股的獲利在未來上有不確定性存在，受市場波動。

張老師：不動產證券化，可分為 REIT、REITs，又以 REITs 為主，其收益的 90% 由大眾分享，但營建股的獲利則不全然交由大眾分享，有發放股利才得分享，嚴格說，營建股不是不動產證券化，其經營投資標的為不動產，多為開發型，投資者面對的是公司本身的治理，而非不動產的收益。另一方面，因為不動產證券化是小額投資，所以需要有法令規定，如果沒有法令規定去保障小額投資者，則不動證券化不易實行。

5. 張老師：為什麼要有不動產證券化？

文祺：方便大眾投資，民眾可參與。

于修：利用小額投資及進場門檻低的優點，可活絡房市。

張老師：這樣的說法很多人不太買單，因為不是完全絕對，不過投資工具變多，對市場有好處。

益銘：可以分散投資風險

張老師：這樣的說法，是站在投資者角度來說明 WHY，所以要了解是「對誰」來解釋 WHY，于修跟益銘的說法多是個人的說法，有投資組合比沒有投資組合好。

維升：有專業性的分工，增加安全性。

張老師：經營的分離可促進經營效率，證券化有此功能，但就經濟效率來說又不是說的那麼清楚，要對此作進一步的衍生。在經營與所有分離之下，容易產生大規模集中，像是現在的證券市場，與過去傳統的個人所有不一樣。

佩欣：不動產證券化有專業的信用評等，對投資者來說較有保障，也增加安全性，讓民眾較願意去投資。

張老師：安全上來說，不是有信評就一定安全，而是有信評之下，多了一個人幫你信評，增加多一些資訊，至於安全與否端看個人想法。

穎慧：目前國人對於信評有一種迷思，就 REIT 而言，是對收益、償還能力作

評等，而 REITs 是評等發行機構，國人應要釐清評等的對象是什麼。

怡文：發行 REITs 可募集資金，達到開發者的目的。

張老師：這是以開發者的角度來看，在資金不足下，發行 REITs 來募集資金，以都市更新來說，也可以藉此來證券化，但這是屬於開發型的部分。

歐陽好：提供大眾對於投資的新選擇。

張老師：當有新選擇出現，代表有新產品的出現，有新的投資組合，相對來說，有不同的投資報酬率跟風險存在。

甄甄：發行不動產券化，可以把不是很好的資產處理掉。

張老師：這是 NPL 的說法，亦是發行證券化的原因之一，但不是這樣容易就可以發行證券化。反過來說，如果是好蘋果為什麼要跟大家分享？大家可以去思考，現在大家會思考怎樣的產品是好產品。

凱婷：將不動產的不能流動性，在證券化之下，使其可以流動，增加變現性。

張老師：這是標準答案，發行 REITs 主要原因在於提高流動性跟變現性。

永香：多一個投資管道，讓社會大眾可以積極參與。

張老師：這是以社會大眾面來說，發行 REITs 可健全市場，是站在政府角度來看事情。

怡蕙：在眾多專業人員投入之下，資訊公開變的相當重要。

張老師：透過證券化，所有資訊必須公開，對過去傳統不動產市場來說，是一大改革。

御仁：強化不動產市場與金融市場的聯結。

張老師：不動產證券化後，與金融界的關係更緊密，不光是健全不動產市場，更可間接健全金融市場，減少 NPL 及呆帳。

鋒億：由真正的專業人才來經營管理，市場可以發展的更好。

張老師：專業人才是必要的，背後也隱含著提供更多的工作機會。

志文：就經濟學角度來說，有需求才有供給，市場上因為有此需求，所以前幾檔在發行後都有不錯表現。

張老師：真正好的市場是需求刺激供給，在過去沒有保障下，像是財神酒店，也是一堆人搶著要，但像現在有保障之下，供給跟需求的關係為何，值得大家去思考，而目前這兩檔的發行狀況不是很好，是需求減少還是供給不佳？另一方面，就個案融資而言，在向銀行借錢時，銀行不光是看個人的狀況，還考慮個人背後公司的經營狀況，兩者結合在一起，此就相關到信託問題，信託的目的在於有風險隔離、破產隔離制度，所以不動產證券化在信託後，有更大的好處存在。

明忠：不動產證券化的發行應來自於生產面，至於消費者不過是被說服的大眾，真正的需求者應該是經營者，藉由證券化使其資金得以流動。

張老師：這是現實面的說法，證券化的立法過程，業者是相當關鍵的部分，消費者的力量較屬於一盤散沙。

適銘：公開說明書，揭露一切所有的資訊，讓大家都有錢賺，不論是投資者、

政府機關、律師、估價師等，但有人賺錢就有人賠錢，究竟是誰賠錢？

張老師：這就是所謂的「柏拉圖效應」，所有人都得到好處，沒有人損失這也是創新之下的結果，所謂「創意值錢」就是這樣，創新的產品所造成的革命，但大家可思考誰是受害者？

宗翰：在經營與所有權分離之下，股票及有價證券市場之下，就應有資訊全盤公開，相對的 REITs 其公開程度是否與之相同？另外，NPL 是不好的資產，在信用加強機制下，把不好的變成好的，那麼 REITs 是否也有同樣的功能？

張老師：信用加強是必要的，有許多說法，可利用切割，把報酬跟利率切割開來，像是在資產信託之下，切割債券，回到所有的好處跟壞處，多提出證券化的好處，把不動產的盲點像是資訊不透明、不可移動、不易變現等，與證券作結合，展現證券的好處，但還有沒有其他的好處要提出？

適銘：提升環境品質。

張老師：環境品質的提升是不動產證券化的一大因素。在不動產證券化之下，得以大規模開發，為在經營中獲取利潤，就要有專業的管理維護人員，因為有專業性出現，所以出現規模經濟，讓整體的環境品質提升。目前短期可能看不出來，但長期下一定會有些不一樣。

6. **張老師：**不動證券化這麼好，為什麼這麼晚才推行？

張老師：當初最大爭議就是有產生很大的投機，怕牽涉到圖利財團。

7. **張老師：**不動產證券化的本質，是不動產還是證券？

適銘：應該是證券，因為是金管會主管。

張老師：目前一般傾向於證券的說法，可參考書的第一章，討論報酬及風險概念。

8. **張老師：**如何判斷這是好的產品？誰會去買？自己會不會去買？不動產證券化一定要問自己這些問題，讓自己可以學的更多。假設自己是發行者，會發行怎樣的產品？大家要去蒐集台灣現在 6 檔的資料。不動證券化牽涉那些領域？簡單來說主要是不動產的領域，另一方面是財務方面，了解如何將產品包裝更好。另外可以多參與法制面的討論，如何使法制面更完善？這部分很重要。舉例來說，台灣制度是以 SPT 為主，因為以銀行來信託所以有限制性存在，唯其破產隔離制度較完善。美國的制度則是以 SPC 為主，屬於公司型，公司會積極的開發創新。

9. **張老師：**自己要多去準備上課的課程內容，希望大家可以在課堂上多發表自己的想法，學習不動產證券化的精髓，有最大的收穫，有任何問題可以到我辦公室一起討論。