

不動產證券化專題研討第一次上課紀錄

時間：2008/2/22(五) 09：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

紀錄：許淑媛

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、陳佳甫、張竣維、陳妍如、林佑儒、許淑媛、楊博翔、王姿尹、賴靖雯、邱信智、翁業軒、施甫學、張耀文。

壹、本學期上課內容安排

No.	日期	課程內容	主講人	Chen, Erickson, and Wang (2003)	上課紀錄
1	2/22	課程介紹/不動產證券化概念	張金鶚		許淑媛
2	2/29	暫停一次			
3	3/7	台灣不動產證券化過去與目前發展狀況	張耀文 王旻	Ch1：施甫學	王旻
4	3/14	美國不動產證券化之實施經驗	張竣維 施甫學	Ch2：翁業軒	邱信智
5	3/21	日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗	賴靖雯 陳妍如	Ch3：陳佳甫	翁業軒
6	3/28	歐洲及澳洲不動產證券化之實施經驗	林佑儒 張耀文	Ch4：王姿尹	賴靖雯
7	4/4	迎春活動週(放假)			
8	4/11	台灣不動產證券化相關法規探討	王旻 張桂霖	Ch5：賴靖雯	施甫學
9	4/18	台灣不動產證券化實施案例與表現	王姿尹 許淑媛	Ch6：林佑儒	陳妍如
10	4/25	國外不動產證券化文獻回顧	翁業軒 邱信智	Ch7：陳佳甫	張桂霖
11	5/2	國內不動產證券化文獻回顧	許淑媛 陳妍如	Ch8：楊博翔	陳佳甫
12	5/9	不動產證券化之評價面討論	王姿尹 翁業軒	Ch9：張耀文	林佑儒 賴靖雯
13	5/16	不動產證券化之信託與代理面討論	邱信智 楊博翔	Ch10：許淑媛	王姿尹
14	5/23	不動產證券化之會計與稅務面討論	賴靖雯 許淑媛	Ch11：邱信智	林佑儒

15	5/30	不動產證券化之管理維護與信用評等	林佑儒 陳佳甫	Ch12：陳妍如	楊博翔
16	6/6	不動產證券化之報酬與風險	張桂霖 陳佳甫		陳妍如 楊博翔
17	6/13	金融資產信託與不動產抵押權證券化(MBS)	施甫學 楊博翔		張耀文
18	6/20	台灣未來不動產證券化實施展望	張金鶚		王姿尹 邱信智

貳、不動產證券化基本概念

1.張老師：What，什麼是不動產證券化？

靖雯：以前不動產交易金額大，證券化就是透過一些機制將其變成比較容易交易的標的，將物權轉換成債權。

佑儒：證券化介於土地買賣與證券市場之間，為一種工具，讓資金有流通空間，且大眾可以小額投資。

佳甫：因不動產投資金額大，證券化一方面可分散風險，讓不動產投資及營運風險分散。

張老師：你回答的是 Why 不是 What，什麼是不動產證券化？

佳甫：打包起來，變成證券賣出去。

張老師：是阿，這是一個簡單的回答，但是不動產證券化的過程中需經過什麼程序，其實這個回答還可以繼續走下去。還有沒有其他說法？

耀文：把交易門檻降低，讓流動性變高。

王旻：我們說不動產就是“不動如山”，動就是結凍的“凍”，而證券化就是讓資金或資產上都動的起來，將其活化。所以我覺得是從 freeze 這個層面來看，讓它真的動了起來。

甫學：證券化主要標的是收益性不動產，而一些有資金需求的不動產擁有者就可以證券化，再做其他投資。

張老師：這有一個很重要的點，之前大家的回答很多都從 Why 看，且是從需求來看，但從投資者的角度來看，怎麼樣可以提供證券化產品，有供給才有需求，有需求才有供給。以前常常有一個爭論點就是通常發起人不會把好產品拿出來，大家覺得壞產品才會證券化，但如果是廠商也有需求的情況來看又怎麼說呢？有沒有從法律角度來看？

桂霖：我覺得法規的概念還是從物權、債權來看，其實不動產證券化是從英美法來，就是一種財產權分割的遊戲規則。

2.張老師：不動產證券化比較偏證券或不動產呢？當然特性的討論有很多種，例如說他們的報酬和風險，報酬比較偏證券或不動產，這是什麼意思？證券或不動產報酬差別在哪裡？

業軒：就長期來看，報酬與風險應該比較偏向不動產。

張老師：那不動產及證券的報酬風險有什麼不同？

耀文：證券的交易型態有一集中市場，不動產無。故就風險來看債券流動性風險較低，而不動產兌現性低，流動風險高。

博翔：證券受國際匯率或利率影響大，不動產證券化報酬則是在不動產的收益上。

張老師：我就問一個簡單的問題，究竟證券的報酬高還不動產報酬高，究竟證券風險高還是不動產風險高？

大家：證券報酬高風險高。

張老師：當然，因為是效率市場，高風險就有高報酬。不過為什麼？佑儒好像不以為意喔？

佑儒：我覺得因為門檻的不一樣，除了一些特殊的案例，我覺得商用不動產也是受景氣等原因影響，所以對我來說是有高風險的。但是證券市場對我來說反而是比較容易進入。

張老師：如果就長久或整體上來說呢？

姿尹：我覺得是因為不動產有耐久性，證券會有負值或甚至消失不在，不動產則不會有這種情況。

張老師：房地產是一個實質資產，背後隱含的就是風險很低。而證券甚至可能消失，所以不動產相對比較低風險。差別就在“基本面”。

3. **張老師：**那你們覺得不動產證券化是偏向不動產還是證券呢？

王旻：就剛剛那個議題，相對來講報酬率較低是偏向不動產的。但如果大環境經濟是往上揚的，不動產的報酬率是會大於股票、債券，當然這是要長期看，像中國大陸與英國不動產市場的成長是非常驚人的，這時候不動產報酬就是較高的，但是就風險來看卻是相對的低。所以不知道這種情況還可不可以用基本面來看？

張老師：當然這個基本面上是因為不動產證券化背後有不動產做 base，兼具兩種特質。而每個階段都有不同，當然無法有一個一致的結論。

王旻：是不是可能因為景氣的不同或其他原因造成有時不動產證券化會偏不動產一點，有時偏證券化一點？

張老師：當然，介於之間會受兩個市場影響，但比較受證券市場影響或房地產市場影響？從最近次級房貸對 REITs 的影響，似乎可以感受到受證券市場影響較多。當然這中間還是會有許多爭議的地方。另外，除了報酬風險的角度，還可以用什麼角度來看？都是有趣的地方。當然，從 What 到 why，為什麼要不動產證券化，除了剛剛的流通性還有什麼答案？當然，除了投資人這端，還有發起人這端，甚至可以到政府，政府為什麼要證券化？都是思考的角度。

妍如：不動產投資金額高，不動產證券化可促進小額投資。

張老師：小額投資背後隱含大眾參與，大眾參與背後隱含不能被壟斷。

耀文：還有一個意含就是投資者只要出錢就好，管理就由專業的人管理。

甫學：我覺得是可以 portfolio 做一個投資組合，使風險降低。

張老師：為什麼可以分散風險？

淑媛：因為不動產風險比證券市場的其他標的低，所以就會買不動產證券化產品。

張老師：portfolio 的觀念是什麼？背後是其相關係數是相對較低的，隱含這兩者的報酬風險不是絕對正相關與絕對負相關的。房地產以前的困境就是雞蛋要放在同一個籃子裡，一次投資就動鋼上千萬，而有證券化後就可做 portfolio，目的非為了報酬，而是為了分散風險。還有沒有其他 Why？

桂霖：為了鼓勵創業，有些年輕人有想法卻無資金，這是從募集者角度來看。

佑儒：有資金的募集者可能是為了得到現金。

張老師：從政府的 Why 呢？稅賦減免的合理性如何？

峻維：可將壞的產品集中、專業管理，使其改善。

張老師：大家看看法條第一條，都有寫為了什麼目的所以要證券化。其實還有一個原因是實質環境的改善，這樣才有政府的正當性。如果台北市有很多大樓都證券化了，管得很好使得大家的品質都有提升，其實是對私環境是有益的，使有外部性的效果，至少在維持這塊是相當好的。

4. 張老師：營建股是不是不動產證券化？Why？

王旻：營建股是一個公司的型態，而非把不動產證券化，只是經營的標的是不動產。

佳甫：建設公司先投資賣房子，在把其盈餘分給股東，換句話說好像也是一種 REITs，先募集資金但不告訴大家標的。

張老師：其實美國的 REITs 有兩種，一種是先確定標的物再募集，而另一種是只寫提案，大概描述是哪一區的什麼不動產，再募集。但其實這中間都是很複雜的，過程需非常嚴謹。其實跟你講的有點雷同，但營建股是不是不動產證券化當然是否定的。

耀文：營建股是發行股票做我本身公司的事，例如融資，證券化以募集資金為目的，發行證券，性質不同。

張老師：當然這是一個最大的不同，一個是公司，一個是不動產。營建股投資的是公司的組成、治理與績效，另一個是以不動產產生的利益為主。但這當然解釋的也不是那麼清楚。

桂霖：兩者的收益似乎是相同的，但股票受股票市場的影響很大。

張老師：收益有兩種，一個是股利、股息的發放，另一個是其本身的波動。

張老師：我補充一下之前說到的 portfolio，有一個叫做“大數法則”，分散標的，如地區性的投資組合、商辦的、旅館的投資組合等等。很多細節大家都應該去找資料，我特別強調大家都應該有一些基本資料的認識。