

不動產證券化專題研究第一次上課紀錄

主題：課程介紹/不動產證券化基本概念

時間：2010/03/01(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：羅于婷

出席：張金鶚老師、袁淑湄、林佩萱、彭竹君、羅于婷、楊雅婷、王俊鈞、林逸杰、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、沈俞君、陳靜宜、張方瑩

壹、本學期上課安排

No.	日期	課程內容	主講人	Chen, Erickson, and Wang (2003)	記錄人
1	3/1	課程介紹/不動產證券化基本概念	張金鶚	--	羅于婷
2	3/8	台灣不動產證券化過去與目前發展概況	楊雅婷	Ch1：羅雅怡	廖庭萱
3	3/15	美國不動產證券化之實施經驗	袁淑湄	Ch2：林逸杰	陳相甫
4	3/22	日本及亞洲各國不動產證券化之實施經驗	張方瑩	Ch3：王俊鈞	張方瑩
5	3/29	歐洲及澳洲不動產證券化之實施經驗	彭竹君	Ch4：賴宗炘	楊雅婷
6	4/5	迎春活動週(假)	--	--	--
7	4/12	台灣不動產證券化相關法規探討	賴宗炘	Ch5：廖庭萱	羅雅怡
8	4/19	台灣不動產證券化實施案例與表現	沈俞君	Ch6：張方瑩	陳靜宜
9	4/26	國外不動產證券化文獻回顧	林佩萱	Ch7：陳靜宜	林逸杰
10	5/3	國內不動產證券化文限回顧	羅雅怡	Ch8：沈俞君	彭竹君
11	5/10	不動產證券化之信託與代理面討論	陳靜宜	Ch9：羅于婷	陳相甫
12	5/17	不動產證券化之會計與稅務面討論	廖庭萱	Ch10：彭竹君	賴宗炘
13	5/24	不動產證券化之管理維護與信用評等	林逸杰	Ch11：楊雅婷	廖庭萱
14	5/31	不動產證券化之管理維護與信用評等	羅于婷	Ch12：陳相甫	沈俞君
15	6/7	不動產政券化之報酬與風險	王俊鈞	--	羅于婷
16	6/14	金融資產信託與不動產抵押權證券化(MBS)	陳相甫	--	王俊鈞
17	6/21	台灣未來不動產證券化實施展望	張金鶚	--	林逸杰

• 課程相關規定：

每周上課輪流分別報告上課內容及教科書導讀
每周進行上課記錄，記錄請盡量完整。
每周上課心得，做上課的結論、心得，並可提出問題。
期刊（三中三英）之心得報告，一篇 1 至 2 頁。
期末研究報告，10 至 15 頁。

貳、上課記錄

老師：什麼是不動產證券化？What?

竹君：個別投資人出錢小額投資，由專業者來管理不動產，類似買股票的方式。

靜宜：增加流動性的一個方式。

老師：這個是 Why。一開始要破題，什麼是不動產證券化

俊鈞：如果一棟房地產一千萬，將它分割為一千個小的單位來賣。

老師：這是 How 的問題，如何切割，如何賣的問題。

竹君：由於不動產是實體的財產，證券化則將它變為一個權利。

庭萱：把不動產的物權證券化後轉化成債權，使其可分割成更細小的單位。

老師：淺白來講，就是將不動產轉換成證券型式的一個表彰，背後有受益憑證，將其轉化成證券型式，可以讓大眾分別持有，從直接投資轉換成間接投資。證券是有價證券的意思。也可依不動產證券化條例來說，法條規定叫做不動產證券化的有以下兩種：REITs (Real Estate Investment Trusts) — 不動產投資信託，為美國作法，許多國家認為這才是不動產證券化，也以這種方式為主；另一個 REATs (Real Estate Asset Trusts) — 不動產資產信託，是日本的作法。但這是國內定義的兩種，國外定義的未必相同。主要是以信託方式將其證券化。

我先點出在證券化的方式—SPV(V 指 Vehicle)，分為兩個：SPC (special purpose company) — 特殊目的公司，另一個是 SPT(special purpose trust)— 特殊目的之信託。因為每個國家定義不同，會有不同的制度，目前台灣皆為 SPT，以信託的方式而非公司，國外則以 SPC 為主，主張不動產證券化應以 SPC 為主。這個是一個核心，也因此我認為台灣的不動產證券化是有點失敗的。台灣有資產證券化條例，與不動產證券化條例。前者將所有 asset，資產證券化，不動產為資產的一個部分，為何需要不動產需要再訂一個條例？資產證券化條例將例如信用卡、汽車等都歸在這裡面。第一堂課我不講得太多，其中各方面問題待未來各位自行找尋。REITs 和 REATs 的差異在哪？

方萱：投資信託是先有錢，再購買不動產；資產信託則是先有不動產。

老師：投資信託是先有錢，再買不動產，再做證券化；資產信託則是先有不動產，再募集錢，再把它證券化。所以前者沒有不動產就可以證券化，後者要先有不動產，受制於要地主或擁有不動產者才能證券化。他們的發展如何、台灣目前的發展與未來的展望等等都是很值得討論的。

常問的問題例如「不動產證券化產品是不動產 (real estate) 還是證券

(security)?」這在學術上有很多討論。證券化資產信託未在股市掛牌，私募、公募等也有很多的不同。不動產證券化的產否受證券市場影響較大，還是不動產市場比較大等問題，也都有許多討論。投資國泰建設公司的股票與投資國泰一號的股票，有什麼不同？

俊鈞：投資不動產證券化，是投資那幾棟不動產，成為那幾棟不動產的股東之一。如果投資國泰建設，則我是國泰建設這家公司的股東。

老師：建設公司以開發為主，沒有在做經營。但這個不是重點，因為條例已經修改可以有開發型的，但目前沒有這樣的案子。最早的說法是所謂的高鐵條款，高鐵希望能用開發型的證券化募資，但因為政治問題不太願意高鐵用這樣的方式籌資，也可能是因為開發型的風險比較高，沒有立法成功，後來高鐵的問題就不在經營，在借貸的問題比較多。收益型開始是像買了股票每月有股利、股息收益，但開發型在開發初期沒有收益，僅有股票漲跌，主要是看怎麼預期未來，對投資者風險比較高，因此訂法條時先以較保守的收益型，使社會大眾不會受到太大衝擊，所以立法之初先以收益型為主。

證券化不一定要有特定的不動產，國內的都是特定的不動產，國外可以先確定要買哪幾個案子再募資，也可以不確定要買哪些，都需要寫募集資金計畫書，這較像建設公司未確定要開發哪塊地但是先募資。理論上「選定」這個問題，這牽涉到一點 How 的問題。目前這幾檔富邦一號、國泰一號、新光一號、駿馬一號、三鼎等等，還有基泰之星為上櫃沒上市的案子，包含西門町的基泰世紀，以及內湖兩個案子。從駿馬一號開始規定不能以財團為名，因為這是由社會大眾持有，但命名會誤導大眾以為這些不動產為財團持有。但是有趣的是唯一僅有富邦一號為 true sale，買了潤泰的案子，不是左手賣右手。所謂左手賣右手指物業管理公司都沒有變。

回到 why？為什麼不按照傳統用直接投資方式？我的書「房產七堂課」第一章先說房地產是不是好的投資工具？我認為市場上必定有漲有跌，五年前十年前房地產市場並不好，近年才覺得不錯。這個也是重要的不動產證券化的理由。各位覺得呢？

方瑩：資金需求大。流動性低，沒有集中交易市場。

老師：有個笑話說沒錢的人投資樂透，再有錢一點的投資股票，再來可能才是投資房地產。資金龐大與投資工具好不好比較沒有關係。流動性則與變現性有關，房地產確實流動性較低與變現較慢，流動性當然對於投資很重要，但不是最重要理由。

淑湄：交易成本。

老師：這也可以說其中之一。房地產買進賣出交易成本很高，也就是摩擦係數很大，包含仲介、搜尋成本，將這些成本扣掉，超過百分之十以上才叫獲利，當然不是很好的投資工具。真正的還有什麼？

俊鈞：資訊不透明。

老師：這也是一個理由，特別台灣資訊不透明，資訊被賣方壟斷，這也造成台灣

不動產市場離國際化還很遠。但就不動產證券化的角度來看不是最關鍵的。還有什麼？

于婷：市場參與者比較少？

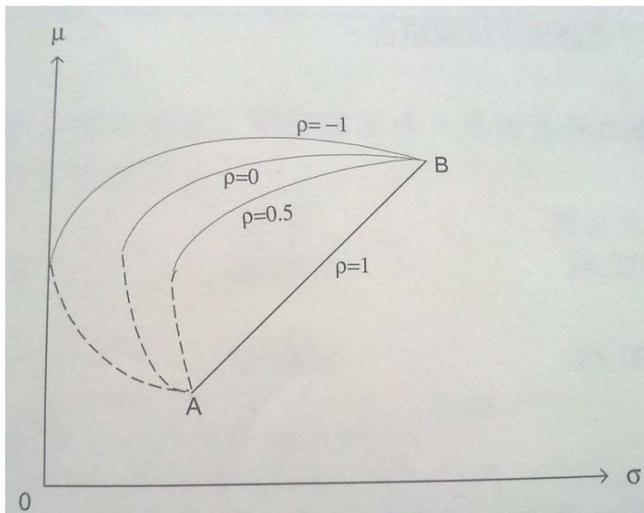
老師：這也有一點，但不是最關鍵的因素。有一個在投資學上的理由。

方瑩：消費與投資的比重？

老師：消費投資或風險等等當然這也是其中的理由，但仍不是關鍵。跟一開始方瑩提到需要大筆資金有關係。

俊鈞：金額過大沒辦法做投資組合。

老師：純粹從投資來看，能做投資組合才是關鍵，需要能夠對沖的東西，投資不動產因為太昂貴，等於是把所有雞蛋放在同一個籃子裡。所以為什麼要證券化？把它做成證券型式，同樣的一百萬可以買很多的組合，可以做投資組合。證券化都試圖把不動產的缺點修飾掉，背後就需要上市、掛牌、資訊必然要透明，也能讓更多人參與市場，進一步造成市場更活絡。做投資一定要做投資組合。



在投資課程有講過投資組合在效率前緣線圖上的問題。 ρ 值指投資工具間之相關係數。當 A、B 為不同相關係數下的投資組合。假設不動產與股票兩個投資係數為 0.3，會不會 8 成放在房地產，2 成放股市？回頭看自己的投資組合，很大比例在房地產。但是若以投資組合角度來講，可能應該是做 6 成不動產、4 成股市，所以顯然 8 成、2 成的組合是不聰明、沒有效率的投資組合。

不清楚的可以看房地產投資的課本第 2 章。所以房地產不是一個好的投資工具。另外一個需要證券化的重要原因是什麼？

方瑩：增加流動性。

老師：流動性與標準化有關。從效率性來講，可以增加不動產市場的效率性。還有什麼？大家為什麼買公司股票，跟自己經營公司有什麼差別？

竹君：有專業的管理人。

老師：投資者與經營管理者兩個分離，與投資公司股票的道理一樣，自己經營或是出錢，找好的經營者去處理。傳統只做這個有其困難，通常很怕雙重課稅。美國為什麼在 1960 年代會產生 REITs 的原因很有趣，美國並沒有一個 REITs 的明文法，美國是國稅局產出這個東西，tax free，主要是以稅捐減免的角度發展出來，是近年來在房地產界中很大的發明，對於資金的周轉，當然也造成次貸風暴，存在很多的爭議，但基本上我覺得是很聰明的一種創新金融產品，現在被用得很廣，只是怎麼更有效也還在學習中。經營不動產獲利與公司經營不動產獲利，在

美國 REITs company 因為是 SPC，特殊目的成立的公司，有特別的誘因去買不動產。只要認定是 REITs，不課公司稅，因為認定上很清楚，這是大眾募資去買、經營不動產，不能雙重課稅—課大眾利潤一次稅，又再課公司的稅。但也規定公司帳務要透明，利潤 90% 要分享給所有股東，不能像一般上市公司能以增資等等名義賺錢了但是不分。而且每個人的股份分享很少，不能超過 5% 等等會有一些規定與要求，目的是試圖讓更多小額投資人可以來投資、擁有不動產，不讓不動產只有大財團才有財力投資。所以這是 WHY 這個東西，一個是 taxation。開始發現 REITs 有點有趣，但也沒那麼簡單，背後有很多功課要去

淑湄：台灣要課稅嗎？

老師：台灣也沒有課，或課很少。有一個有名的「阿珍」實案例，吳淑珍買了大量富邦一號的股票，因為發現這個是不用課 25% 的公司稅，只要課 6% 的個人所得。這方面是有點抄美國。

大家想想還有什麼原因。這些在「不動產證券化—理論與實務」這本書都有談到，但有些也沒講那麼清楚、完整。Real Estate Investment Trusts 這本書談到很多，我自己讀過覺得很經典，因此推薦大家必須要看。

接下來一個問題是 HOW，房地產如何證券化？除了 SPC 和 SPT 兩種方式，公司主動方式或用信託方式來做，法令也會提到如何證券化的問題。剛剛提到 REITs 先有錢、REITs 先有不動產，整個來講就是在向大眾募資，收了錢之後會產生登記在誰名下的問題。持分有沒有可能？可能，以前台灣有個財神酒店，書上也講到很多，裡面所有東西都是產權持有，但是會造成處理上的爭議，處分方式要受到同意，大家都要蓋章，會把問題變得複雜。但如果沒有產權，台灣的登記制度造成沒有產權會沒有辦法證明持有。很大的關鍵就是不動產本身有登記上的問題，登記在誰的名下？所以才用信託的方式，登記在信託業者名下，例如是國泰的不動產，變成社會上一千個人、一萬個人持有，過去就是因為太多人登記持有，造成資產處理時有很多同意或反對的不同意見，所以信託在信託業者的名下。

剛剛說到募資是一個問題，登記又是一個問題，那權益的分配，一種是收益的權益，10% 要做擴張或經營等費用，90% 要分配，每個人拿到受益憑證，所以拿多少受益憑證就分多少錢。到最後資產要處理時再另行分配。過程中除了收益，還有房地產本身的增值貶值，證券化條例每年要重估，一定期間要出估價報告，但是是帳面上的增值，沒有處分沒有辦法收到錢，只有收益可以收到錢。另外還有股票本身的價值，各位知道現在的票面價值都十塊上下，第一個是因為交易不活絡，當初在討論的時候，不動產證券化誰該買，誰不該買？玩股票的人買不買，這要看報酬風險，未來我們會討論國內與國外報酬風險的差異，REITs 金額較大主要是給法人機構的。證券化融資，一個公司靠資產信託拿錢進來，跟社會大眾的融資，與個案融資有什麼差別？後者拿土地去跟金融機構融資，不用看案子的包裝或是會計師簽證等等這些複雜問題，這要看案子好不好，還要看公司的財務報表，公司好不好，可能產生的風險如何，也就是要看案子也要看擁有

者和經營者。那如果是 REATs，把公司跟案子切割開來，看案子如何，跟社會大眾融資，但當然包裝需要費用。

信託業者確保這個資產，受到大眾指定來處理、管理案子，但台灣的信託業者常是金融機構成立信託部門，但他們對不動產的經營管理不熟，所以找到管理公司來做經營者，管理者是由信託業者來決定，信託業者算是受到社會大眾的委託，全權來處理這些事務。管理者扮演重要的角色，因為需要經營一段期間(有期限或沒期限，通常沒設定期限)才能夠處理。這段期限內經營管理是核心，每一年分享獲利給大家，最後要處理時可以合併、解散，在國外特別重要。這是小型的公司股票，國外屬於投機股，國內算是比較小的資產投資組合，不像國外相對多。那組合應該越大好還是越小好；委外經營或自己管理也有很多的討論，牽涉道德風險、代理問題，背後有很多財務與經濟理論在討論不動產與證券結合在一起的問題。

SPC 或 SPT 為核心，台灣主要是 SPT 在這方面比較不積極，信託業者也只是收服務費而已，不會有太多的誘因去積極使用。當初富邦一號，如果對外募一百億，但超額募集，那就抽籤。如果擁有這些資產之後，可不可以做借貸？如果可以就是提高槓桿，現在規定可借貸 30%，設定一個比例以控制風險以保障社會大眾，例如富邦一號就有借貸再投資，當然風險會提高，但是報酬也相對提高。基金怎麼管理，另外是小額投資大眾要不要買，這兩個是目前的情況，HOW 的問題很多，每一個國家的作法都不同，所以名稱有些不同，美國是 REITs，台灣的是 T-REITs、日本的 J-REITs、韓國的 K-REITs，美國有兩百多檔，日本可能六、七十檔都有，市場規模大了，市場有比較多投，當然也比較活絡。建議大家先讀「不動產證券化—理論與實務」，對不動產證券化有一定的了解。有沒有問題？

淑湄：老師自己有沒有買？

老師：好問題，「房產七堂課」書中應該有寫到。REITs 的股票在次貸之後，狀況比較不好，現在又有點起色，就期待各位報告。二十幾年前推，但近年才發展出來，但是一開始，台灣要走 SPT 就走錯路了，我一直反對，也不認為要走 REATs。日本有 REATs 主要是為了都市更新的資產整合，整合小地主一起開發大樓做利益分享，避免權利分配的麻煩，這和證券化做投資組合的邏輯不太一樣。現在都更要走證券化，但也還沒有案子出來，特別都更其實目前不缺資金。

最後補充一點，不動產證券化的目的，在法條的第一條資產與資金要有效利用以外，我的理解還有很重要的一點是都市的實質環境改善，由專業管理者來管理讓外部性效果提高，但是現在案例太少，很可惜還沒能達到這個目的。日本一開始是 SPT、SPC 都有，現在也主要走到 SPC 去。信託制度要看人家要不要把東西拿出來信託給你，但是誰願意拿蘋果出來？今天先到此，各位可以先看看過去上課記錄，應該要能比過去更為豐富，期待未來各位的報告。