

不動產證券化專題研究第十六次上課記錄

主題：不動產證券化之報酬與風險

時間：2010/06/14(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：王俊鈞

出席：張金鶚老師、袁淑湄、彭竹君、羅于婷、羅雅怡、楊雅婷、王俊鈞、林逸杰、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、陳靜宜、蕭琬玲

◎期末報告：

1. 內容包含每周心得、總心得、三中三英、Term paper
2. 裝訂成冊繳交
3. 原則上，於 **6月30日** 之前繳交，deadline，**7月26日**。

【課程主題】

「金融資產信託與不動產抵押權證券化(MBS)」由陳相甫報告。

【報告與討論】

—簡報開始—

◎報告內容詳見陳相甫「金融資產信託與不動產抵押權證券化(MBS)」ppt 檔案。

老師：本週主題跟不動產證券化較無密切的相關，金融資產信託與不動產抵押權證券化與不動產證券化的差別何在？各自利弊在哪？目前台灣市場 REITs 與 MBS 都不好，而國外 MBS 則相當熱絡，今天主要是想要讓大家學習一下兩者之差別何在。而且導致金融風暴的是 MBS，不是 REITs，在金融風暴以來，大家從 MBS 當中學習到什麼？大家對 MBS 有什麼問題？問一下大家，Mortgage 與 Mortgage Loan 兩者有什麼差別？

相甫：一個是貸款，一個是債權。抵押債權是銀行持有的，因為當違約的時候，銀行可以處分抵押品，銀行有抵押品的抵押債權。而抵押貸款則指借方把房子拿去給銀行抵押，銀行貸款金額的那筆錢則是抵押貸款。

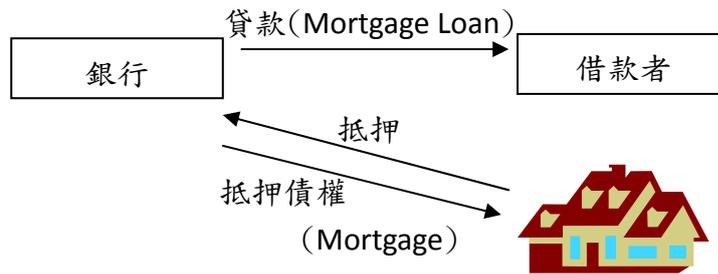
老師：MBS 是 Mortgage 還是 Mortgage Loan？把房子拿去抵押一千萬，銀行借款一千萬，這是什麼意思？

相甫：MBS 就是將抵押債權(Mortgage)證券化，不是抵押貸款(Mortgage Loan)。

淑湄：抵押債權就是對於抵押品的權利，抵押貸款就是抵押品的債務。照老師剛剛的例子，一千萬元就是 Mortgage Loan，而銀行對該抵押品的權力則是 Mortgage。

相甫：雙方的關係有債權、債務、抵押品以及貸款，權利的關係是債權與債務，而相對付出的東西是貸款與抵押品，所謂的抵押貸款就是指那筆錢，而抵

押債權只是的是債權債務關係。債權相對有債務，貸款相對於抵押品。



逸杰：因為銀行貸款給借方，可以收取固定的利息，銀行為了提前取得這筆利息的金額，重新包裝出售，即為 MBS。

老師：貸款人跟銀行借一千萬，把房子抵押給銀行，貸款人將來要還我一千萬加利息，銀行把這一千萬加利息包裝賣出去，就是 MBS。而 MBS 與 REITs 的差別就在於前者是債權的證券化，而後者則將不動產證券化，所以 MBS 是債權債務的問題，基本上與貸款的房子並沒有甚麼直接的關係，但還是有關係，因為在貸款前，牽涉對不動產一開始評價時高估或低估的問題。證券化有很多種切割包裝的方法，那又是另一個邏輯。

租賃債權的證券化，又是什麼意思，在台灣有什麼例子嗎？

靜宜：是 NPL 嗎？

老師：NPL 不一樣，NPL 是不良資產，把 NPL 證券化是不動產證券化，那不是 MBS。NPL 可分為不動產與不良貸款兩種，跟 MBS 沒什麼關係。我想說的是租賃債權證券化，有點像是台北市政府在信義計畫區 A7 的出租地上權賣掉，然後把 20 年租金先收回來的這種方式，現在就可以先用未來 20 年的租金，有點像是應收帳款的邏輯，有點類似租賃債權證券化。

相甫：租賃債權就是租賃公司買機器設備，租給公司收取租金收益，然後就有收取租金的權利，台灣的部分中租迪和有在做。

老師：這是一塊，另一塊是市政府 A7 的地上權，只要有預期收益就可以證券化，只是證券化的背後是什麼涵意？市政府收了錢要怎麼包裝出去？

靜宜：因為財政部說 A7 是一個 REITs。

老師：都是有租金穩定收益，就可以證券化去募集資金，然後將租金收益分享給大家，至於怎麼包裝，是另外一個邏輯，這部分值得多加討論。

相甫：老師您說的 A7 的例子，會不會是像國外的商業不動產 CMBS 的概念，台灣有 CMBS 嗎？

老師：雖然各國的定義上有一些誤差，但是發行證券化這件事情是一定要的，不管是不動產或是抵押債權，而其中的關鍵風險是應該特別注意的，請問靜宜你覺得金融資產證券化的關鍵是什麼？

靜宜：我們金融系比較注重訂價(pricing)的問題。

老師：訂價(pricing)就是在說這個產品值多少錢，理論上抵押品的訂價(pricing)有很大的困難嗎？

靜宜：我們系上通常會用到很複雜的 model 來計算。

老師：提前清償會影響到風險，風險會影響到價值的波動，所以證券化的提前清償是一個很重要的關鍵，要計算提前清償的機率為何，所以所有的貸款都有提前清償的問題，這是大家比較關心的一部分，不過訂價(pricing)的風險部分也是大家所關心的。不知道大家還有什麼想法或是問題？

相甫：我覺得 MBS 這個商品的設計其實還不錯，可以解決銀行放貸的債權高風險、變現率等等的問題，MBS 對於金融機構的資金運用是比較有彈性的。

老師：MBS 只解決風險嗎？MBS 主要是在解決流動性的問題，而流動性風險是一件事情，MBS 的最主要目的在於活絡資產，透過市場的流通，乘數效果很大，主要的目的在於促進資本市場的流動性、活絡資金，不會被貸款綁住二十年，這是 MBS 真正的邏輯與目的。

相甫：因為 MBS 與很多的政策性是相關的，在美國因為利率低再加上許多信評不好的商品，經過政府的手段包裝後，得到很高的憑證，就可以出售本質不好的產品出去。

老師：這背後的邏輯在於對風險的不清楚所產生的誤判。因為有些風險是無法衡量的，過去對於風險的衡量沒有處理得很好，現在有了這個經驗之後，應該可以從中學習如何改進？我覺得證券化產品的發行在金融市場上是很大的貢獻，只是這背後有些機制沒有設計好所引發的一些問題。在商品開發的時候，須透過財務工程很精密的計算，現在 MBS 發生金融海嘯問題，所以我開始懷疑財務工程的模型計算真的有用嗎？房地美與房利美本來是大家很有信心的，現在卻大家都沒有信心，連美國政府都還要去補貼他們。

靜宜：應該是市場總體面的因素。

老師：總體面的問題也無法解決，我們現在回來檢討，一方面是信評道德風險的問題，信評人員沒有認真執行；另一個問題就是說大家不斷的借錢，用錢滾錢，抵押品被不斷的膨脹之後，最後脫鉤了，這也是很大的問題。唯一與我們有關的是不動產的資產問題，因為不動產會縮水，像是美國的不動產泡沫，因此如何估計不動產真實的價值，資產的價值與不動產價值是基本面，泡沫的事情是我們大家所關心的。因此不動產估價是一個很重要的核心，但是不動產估價卻又不夠科學、不可靠，是尚未成熟的一門技術，所以在這不科學的技術下所發行的證券也有可能較大的問題，這也是我們關心的。所以我們在談論估價的問題還沒有釐清楚，而財務工程的部分卻沒有考慮到估價基本面的問題，一旦基本面的問題發生破滅了，就會產生很大的問題，這大家可以想清楚。

相甫：我講個估價的題外話。會計還有另一個學問是審計，會計還有一個審計的方法去查算會計算的對不對，而審計又是另外一種方法，有的會計師就是只專門做審計而已，可是像估價就沒有確認這個動作。

老師：不動產的問題，在估價是一個很基本面的問題，估價沒有審計去查核的動

作，我們是否可以用 AVM(自動大量估價方法)來查核，或是先做了 AVM 之後，估價師再來查核。我覺得最大的問題是，會計有會計準則，估價有估價準則，我對於估價最大的評論就是科學性不夠，估價的參數黑箱太多，這是我們想要改進的地方，雖然現在有一些科學化的模型在處理，但個別估價到目前為止還是有些疑慮，且估價師對這塊還是有些排斥，估價師都覺得這不可信賴，我當然也知道這裡面有一些疑慮，但是我還是看到估價師在估價過程上的黑箱太多。所以證券化的基本面就是估價的問題。如何證券化的技術問題是很多在討論的，財務工程領域有很多人在討論，我覺得不動產證券化與資產證券化的差異，在這樣的釐清之下，大家還有什麼問題？

淑湄：台灣有 MBS 的產品嗎？

相甫：有，在金管會的網站可以查到每年核准幾件金融資產證券化，台灣有 52 件，有一銀、台新、中國信託以及彰化銀行等銀行有在做，到 94 年為止，金額大約兩百億。

淑湄：要怎麼樣的東西才可以做證券化？當時我們在討論以房養老的時候，我們在跟土地銀行信託部的經理談到資產證券化，他們覺得很不可行，規模要達到一定程度，很難達到一定的門檻，要達到怎麼樣的門檻嗎？如果要包裝成 MBS 的產品會很困難嗎？

老師：應該不會很困難，因為把抵押品的應收帳款包裝出去就可以了，應該也沒有估價的問題。就算低估了，如果資產縮水了，如果借一千萬，抵押品卻只還了 800 萬，則還需要另外償還 200 萬。欠的錢是一定要還的，所以就是一開始的價值被低估，最後借的錢還是得還的。

相甫：可是之前信用卡有在說「更生人條款」。

老師：其實欠錢一定要還，沒有甚麼欠錢不還的事情。就算是更生人條款，還是有限制其每日的花費，也要求其擬具還款計畫書。

對今天這個主題還有甚麼問題嗎？林哲群老師對於資產證券化寫了一本書，不過裡面計算比較多，多在探討財務工程方面的問題。

靜宜：我覺得不動產證券化的出發點其實是很好的，只是上次討論到規模的問題，台灣在亞洲之間規模其實不輸人，檔次也比南韓的多，只是波動很穩定，我覺得應該是著重在法人長期持有，所以比較少因為散戶的買賣而波動，只是我覺得不知道該怎麼帶動讓台灣的 REITs 更活絡。

老師：大家從這堂課中大家學到什麼？有何想法？大家都知道台灣目前的狀況有很多的改進空間，我們也提出了很多改進的想法，可以分成理論上與實務上兩塊，總體來說，從書裡的結論中，REITs 是有潛力的，未來是樂觀的，只不過那是美國的結論，台灣呢？台灣應該也有其機會，應該可以帶動大家學習的企圖心。

靜宜：那應該要靠政府去帶動。

老師：靠政府是一種說法，但是若要靠政府也很無奈。

實務上又分為供給與需求，需求者又可以分為散戶跟法人，而在學術上台灣的 REITs 與國外的差別在哪，為什麼國外很活絡，國內卻一灘死水，為什麼國外有期限的比沒有期限的沒有吸引力，可是台灣卻有期限的似乎比較有吸引力，國內與國外到底有哪些差異，未來在研究上或是產品的設計上還有哪些改進的可能性？

我們今天早上請了富邦建經的總經理來演講，雖然富邦一號以及二號的表現還算可以，可是對他們來說，台灣的 REITs 並不是很穩健，今天早上也聽到他們說有一個謠言在傳，有三檔 REITs 要被清算，如果真的被清算，這市場就比較有趣了，因為現在的價值是折價七成多，如果賣掉清算，這樣的話就可以現賺兩三成，只不過清算是件不容易的事情。只是清算之後會不會有新的產品出來，這部分我們應該怎麼樣來看待。從清算的角度來看，這是有趣的，因為以很多可能性會出現。雖然現在的資產價值只是估價，其背後隱含底價，標價往往會高於底價，如果是這樣，投資客的利潤就更高了。從這樣的角度，大家看得到更多的潛力嗎？而且總經理也說，如果可以開放台灣的 REITs 境外投資，這市場是很大的，像新加坡大部分都是境外投資，這樣就會有更多的競爭力與可能性。大家應該多了解這種商品的背後，如何有更多的可能性。

【學期心得討論】

老師：大家認為這堂課還有什麼地方可以改進？證券化這個課題看起來很簡單，但是深入去談卻又很複雜，我們課堂上比較少做一些計算的分析，國內因為欠缺資料，所以比較難做一些計算，至少英文文獻讀本大家看了之後應該會有不少收穫才對。研究所的課，我覺得應該要有多一點的互動，這一點坦白說我不太滿意，大家的互動不夠多，有點可惜，大家應該有更多的想法出現，這部分還有改進的空間。我在研究所上的這幾門課，每一堂課進行的做法都不太一樣，我希望從這些課程當中，大家都能夠有不同的收穫。從同學的作業中，看起來是有一些想法，可是有一些去也有一點落差，因為有同學沒有按照進度每個禮拜準時繳交，這讓我覺得有一點失望，不過我還是期待大家的學習要一步一步的往前走，我對同學的期待很多，還是老話一句，師傅帶進門，修行在個人。

靜宜：我只希望台灣的 REITs 不要不見就好，因為我想要寫 REITs 的論文，我很想寫台灣的 REITs 要怎麼做，但是卻又沒有資料，而我又不想做問券。

老師：雖然這幾年來 REITs 這幾檔每天的資料都有，但是我覺得只做台灣是不夠的，可以做一些跨城市的比較，從制度面到表現績效的比較，從中對台灣有多一點的討論，這樣的話可能性就會比較高，資料的收集應該也可能不會太困難。

靜宜：我還是期待台灣的 REITs 可以更好，可是我會覺得我們學生只是寫一些東西，對市場面沒有太大的貢獻，感覺需要更有力量的人出來帶動。

老師：台灣的 REITs 很可惜，雖有產品但有點欲振乏力，大家還是可以去想想看，這個領域還需要有心人持續去記錄、研究、關心，並提供意見，我覺得這一個領域還是值得去探討的，而且台灣的 REITs 的公會如何去運作，且未來在中國大陸那一塊的發展也是可以期待的。我們期待靜宜在台灣的 REITs 市場上發光發亮。

淑湄：今天早上聽到建經的總經理的演講，我聯想到之前遇過新加坡一個從事 REITs 的人，那時候那個案子的收益率 9%，所以我覺得台灣一直不讓這些錢到境外去投資，則收益則將一直停在 4%、5% 而已，只不過新加坡有一套很厲害的機制設計，他們有很厲害的專業。所以如果我們也可以投資境外，我們也可能可以有更大的收益率。

老師：淑湄的意思是讓大家有更大的開展空間，當然不只台灣的不動產，國外不動產的獲利情況與台灣是有所不同的，大家可以更大膽的學習，放眼國外，大家不應該太侷限於國內，現在的競爭力是在國外的競爭力。各地不同的差異，存在著利差，大家也應該更廣面的去看待這件事情。不動產事漸漸國際化的產品，大家把視野往外擴充，是有幫助的。

淑湄：雖然每個國家的情況不同，可是可能在物業管理的部分，像新加坡這樣比較先進的國家就可以輸出其管理的方法與技巧，所以我覺得我們也應該往這條路上走。

老師：未來中國大陸國際化的程度會比我們強很多，但是這種說法也不太對，因為香港與新加坡也很小，但是他們國際化的程度很高。

淑湄：他們英文很好。

老師：國際化是語言的問題，這是我們需要去突破的，不過我也不覺的語言是核心，核心在於如何開拓國際化的視野，人的潛力是很大的，研究生目前有點被保護的太好了，不知道外面的風吹雨打。

雅怡：我上過老師其他課程，我覺得我對於不動產證券化這堂課，會比較沒有感覺，覺得這領域離我好遠，因為金融這領域我比較不熟悉。因為一般人對不動產證券化之不了解，所以會減少投資 REITs 的意願，因此如果有比較多的介紹的話，就有可能會吸引大家去投資。然後我覺得 REITs 是有潛力的，如果有好的標的的話，也可以吸引民眾投資。最後，今天這堂課是我最後一個學期的最後一堂課，很高興跟大家一起度過。

老師：的確，大家對金融這一塊很陌生，不過至少打開一扇門，讓大家多一點認識與接觸，讓自己有更大的挑戰，是可喜的事情。認識了之後就可以拿來當作運用的籌碼。

逸杰：一開始覺得 REITs 沒什麼，從 2004 年出現開始，就對社會沒什麼變化，可是上了幾堂課後，發現對於企業主而言，REITs 是活化資產的一個工具，所以對供給者來說，REITs 在傳統的銷售上是 100% 銷售完成，因此對於企業主而言，可以完全的轉移銷售的風險。而且法人也持有許多股份，對法人而言，REITs 也是很成功的。而另一個想法則是說，目前不動

產用民法物權編登記，每個人都持有物權，因此在都市更新的時候就很難執行，因此如果將不動產的持有用登記的方式改成證券化的方式持有，改成證券化不動產，民眾僅拿到憑證，而不是產權，如此是否將易於都市更新的執行？這只是我一個天馬行空的想法。

老師：逸杰提到不動產證券化的創新，我們可以從創新中獲取利潤，而另一個是都市更新的便利性的說法，看起來還沒成熟，有討論的空間。制度的創新的確會造成很大的改變，制度的創新是很難的，是需要漸進的，這如何做需要比較大的學問。

相甫：這堂課程讓我對證券化有比較多的了解，雖然在台灣目前也才六年多，很難得躬逢其盛，看著 REITs 慢慢的成長，雖然投資報酬率比股票低一些，但比定存高，我覺得還是一個不錯的投資組合商品，而且其股價波動也不大，像是喜來登火災，股價也不會跌，感覺是一個很安全的商品，風險很低的感覺。但是如果以後檔次很多，很活躍的話，也有可能變成跟股票一樣是一個很不理性的市場。所以我在上了這堂課之後，有可能會試著投資 REITs，因為這個市場比較小，如果有花力氣做功課的話，應該可已有超額利潤。

于婷：雖然在課程討論時常常會覺得好像沒什麼希望，或是還有很多需要改進的部分。但是對照美國的經驗，我們的發展有點像是美國早期的狀態，美國一開始也沒有這麼的蓬勃，所以我覺得如果我們願意嘗試制度的改變，未來有可能會愈來愈好。另外我覺得很重要的是對於企業或是發行者而言，資金成本跟稅的考量還蠻重要的，如果台灣現在資金成本取得不高，對企業而言就沒有太多的又因進入 REITs 市場，像台糖擁有許多土地，可能會做資產活化的工作，如果他們有資金的需求，他們就會在各種資金來源中做比較，如果不動產證券化對於是較好的資金來源，對企業而言就會有比較多的誘因。

老師：大家都還有一點樂觀，對於 REITs 還有一點期待。當然背後也隱含著我們還有很大的努力空間。

琬玲：我覺得台灣在金融市場朝向資產證券化這一塊發展，我覺得國內在引進 REITs，都是透過與國外的比較才比較知道台灣目前面臨什麼問題，總感覺國外會優先於我們，所以我們還有很多部分須要去學習，而且在法令制度方面有很多的限制，目前台灣的 REITs 在法治層面上還有很多的考驗，尚必須要透過許多的討論與修法，才能夠更臻成熟。

老師：我想法治化這一塊是我們初期要建立的核心，不過法制建立後，就是經濟面的問題。

竹君：我覺得證券化一直是一個很空泛的議題，需要靠很大的想像力，因為不像住宅那樣貼近生活，另一方面也對於金融這一塊比較不熟悉。我記得這學期一直在討論的問題就是要怎麼樣活絡這個市場，所以要去想 REITs 到底有甚麼樣的吸引力，之前討論到別的國家可能為了挽救經濟或是其他目

的，所以發展出 REITs 的產品，反觀台灣雖然為了投資更方便，流動性提高，但是相較於其他國家，發展 REITs 的目的就沒有這麼急迫性，這也是導致市場沒有這麼活絡的原因。另外也因為法人持有的關係，過於穩定，也會懷疑 REITs 未來的發展。但是如果可以讓個人有多一點的持有機會，現在房價這麼高，但是在國人有土斯有財的觀念下，大家可能會轉而投資 REITs 產品，買不起房子，就買 REITs，也還是擁有不動產的感覺。而且雖然台灣的 REITs 比較保守，但是發生的問題卻也沒這麼大，頂多就是不活絡，反觀美國，雖然金融商品設計的很有彈性，但是有可能因為過於有彈性，過度包裝，所以發生了次貸這樣的大問題，所以應該視各國的國情做調整，「保守」並不見得不好。

雅婷：最近 ECFA 議題沸沸揚揚，如果簽訂，對於台灣的經濟有很大的影響，目前台灣的商用不動產多是保險公司持有，因此如果保險公司未來可以到中國大陸去投資 REITs 發行，這是未來的一個契機。而且大陸最近也要發行 REITs，不知道中國大陸的 REITs 對我們會不會產生連動的影響，中國大陸的 REITs 可以投資我們的不動產嗎？這值得討論。

庭萱：從消費的觀點來說，因為不了解商品，消費者所以就不投資，可是從次貸的經驗，當承銷商來跟我們推銷 MBS 或是其他商品的時候，只要收益率高，投資者就算沒有真的理解，還是願意投資，因此只要讓投資者知道 REITs 的稅賦上的優惠以及穩定的收益率，就可以增加投資的意願，另外，如果是我自己，我以前會想要投資定存跟股票這兩大塊，現在上完這堂課之後，我可能會減少定存的部分，拿一部分去投資 REITs，改成投資 REITs 跟股票，重新規劃我的投資組合。

宗炘：這學期學到很多，我在外面有參加一個研究生的團體，我就把老師上課的東西整理出來，寫一篇文章投稿到那個團體的月刊，有一個人看了之後有興趣，就跑來問我 REITs，我就說其實目前台灣的 REITs 發展的並不好。所以我覺得有一個很大的問題，我那個朋友平常有在玩股票，但是連他都不知道要到哪裡去找 REITs，要如何購買，所以可以知道一般大眾也不了解 REITs，所以可現這個產品目前並不 popular。

俊鈞：坦白說，雖然大學的時候也上過不動產證券化的課，但是以前的我只知道不動產證券化分為 REIT 以及 REAT 兩塊，然後會背誦一些法律上的名詞與定義，然後上了這學期的課程之後，我似乎漸漸的開始了解什麼是 REITs，漸漸的理解到 REITs 的內涵。可是前幾週我去監考江穎慧老師在大學部上的不動產證券化的考試，我看了一下考試的題目，很訝異的發現我並不會作答，因為那堂課的考試比較多的計算以及公式的評價等等，這一塊本課程比較少提到，所以我覺得目前雖然對於 REITs 有了比以前多一點的了解，但是學無止盡，未來還有很多需要學習的地方。

老師：這門課跟我原來預期設計的還是有一點落差，雖然每一年教的主題都一樣，但是每年討論的內容與方向都不一樣。最近因為 REITs 處於有點要死

不活往上走的狀態，所以我們討論的主題是要想辦法讓 REITs 活絡，從這其中看起來，希望大家能慢慢了解與掌握 REITs 的脈動。

現在大家對於不動產應該要有很多的把握，但是我們比較少談到評價這一塊，事實上我們談很多。大家應該要能把握不動產的好產品，不動產的好價格以及不動產的好時機，大家應該要能夠把握到。過去我們在好產品以及好時機的部分討論比較多，但是在不動產的好產品的部分，大家應該也要能有所掌握，要有一些專業知識來支撐，這是身為不動產專業者大家會期待我們能夠掌握的部分。可是這門課不只有不動產這一塊，有很大一塊是金融那一塊，如果房地產沒有跟金融聯結在一起，房地產是死的，看不到不動產背後的資金的活絡與週轉，REITs 做了很多資金的創新與連結，所以大家透過這一門課開始有一些啟發。不過當然我不覺得大家可以全盤的了解，但是慢慢感受到者不動產與金融兩個力量的連結。

這學期最後一堂課，我希望這門課的設計，透過法制面，各國發展的比較。REITs 在台灣發展了六七年，現在還是在很混沌的一個環境中，但是危機就是轉機，我們比別人多懂了 know how，因此如何掌握我們的機會與挑戰，是很重要的。雖然現在台灣的 REITs 整體而言並不是太樂觀的，但是如何從悲觀的氛圍中，看到未來的曙光，這才是大家未來可以去努力的。