

不動產證券化之研究—以我國「不動產證券化條例」草案為中心

第一章 緒論

第一節 研究動機

就當今世界金融之發展趨勢而言，金融自由化、國際化和證券化乃金融市場之三大潮流¹。所謂的金融「自由化」是指放寬金融機構的設立，解除各項利率管制，以及因應金融環境的需要而創設新型金融工具（商品）。而金融「國際化」則是指因為世界貿易之擴大，外貿依存度之提高，國際收支不均衡不斷提高，以及網路通訊相關技術的急速進步，促使跨國際金融交易的大幅增加，世界各國金融市場逐漸邁向統合的國際性現象。而「證券化」一詞，廣義言之，則是指募集資金的方式由間接金融轉變為直接金融²。也就是說，募集資金的方法是採用發行證券的形式。

相較於美、日等國多元的證券化投資（金融）工具而言，國人對於證券化之觀念仍顯狹隘。除了公司股票、公司債、政府公債、基金受益憑證等較為耳熟能詳之證券外，對於外國一些以其他資產擔保的證券（如汽車抵押貸款債權，房屋抵押貸款債權³）所知仍相當有限。

而就我國當今的產業經濟環境而言，由於國內近十餘年來不動產市場持續低迷，不僅對素有火車頭工業的營建業產生鉅創，連帶影響整體產業之景氣。更嚴重的是，素以不動產抵押貸款為主要放款業務內容之金融業，亦因擔保品價值之縮水，及不動產業借款人還本付息能力之不足，使國內金融業之逾放比節節高升，在銀行資產流動性嚴重不足的情況下，又幾乎引發另一波之金融風暴⁴。

¹ 林秋玟，不動產投資信託法制化之研究，中國文化大學法律研究所碩士論文，90年6月，1頁。

² 企業或個人透過金融機構（如銀行等金融仲介機構）貸款的方式取得資金稱之為間接金融；反之，以發行證券之方式，直接向資金提供者取得資金之融資方式稱為直接金融。

³ 我國以此類型金融資產為擔保之證券發行之態已明訂於91年初通過之「金融資產證券化條例」，參該條例第四條第一項第二款。

⁴ 行政院經濟建設委員會，「不動產證券化條例」研討會簡報資料，91年7月，3頁。

筆者任職於一家上市之建設公司達九年之久，此期間經歷了國內不動產業從極勝到衰微的階段。所服務的公司也因而陷入財務危機幾至聲請重整之地步。從業界的普遍訴求都是希望能透過不動產證券化而起死回生。

因不動產資產各種特性，不動產業經營管理之最大困境即在於不動產之流動性不足，所有權人（業主）或抵押權人（貸款銀行）等相關產業均需面臨極大之資產流動性風險。而如何將不動產之財產價值加以重新包裝轉化，以提高其流動性已然成為該產業極其重要之經營課題。如前所述，將資產加以「證券化」是國際上已行之有年且具有提高資產流動性之良方妙藥。

另外，我國之不動產業又必須面臨頗為特殊之經營環境。除了極少數開發個案外，不動產業（建設公司）所能取得之營運資金大多是以不動產抵押向銀行借貸之一年期短期借款，一年到期後再行展期。其借款條件又相當嚴苛，例如必須每個月固定支付利息，且若有一期利息未按約定支付則所有負債視同提前到期，必須償還所有之本息。更有甚者，個別擔保品所擔保之責任範圍及於該不動產業者於過去、現在、未來向該銀行所有之借款債務。眾所週知，不動產業之營業週期長達三、五年以上。而傳統之資金籌措方式常陷不動產業於「短期資金做長期用」之困境中，更讓我國之不動產經營背負著極大之財務風險。

我國不動產業經營環境上之困境於經濟不景氣時尤為嚴重，因為每當不動產業者向銀行借貸之一年期借款到期後，銀行因為擔心將資金貸放與不動產業之風險增高，往往拒絕將貸款展期或另行要求增加擔保品，否則就拒絕將貸款展期，形成所謂「抽銀根」之現象。因此如何引進「不動產證券化制度」以提供不動產業者有別以往之籌資管道，克服經營資金「以短支長」之困境，進一步徹底改善不動產業之經營環境，便成為當前之重大財經課題。

而政府於二年多以前開過「經濟發展委員會」之後，在一片拼經濟及金融自由化之呼聲下，以提昇金融機構資產流動性為主要規範對象之「金融資產證券化條例」已於九十一年初通過立法施行。而以提昇不動產資產流動性，增加不動產業集資管道為主要規範對象的「不動產證券化條例」草案，也由行政院經濟建設委員會草擬完成，由行政院會通過並報請立法院審議中。本文爰以我國「不動產證券化條例」草案為中心，對不動產證券化之議題加以研究。

第二節 研究方法與目的

本文將以文獻探討起始，先行對研究本題相關之不動產、不動產市場、證券化概念、外國實施不動產證券化之經驗、台灣類似不動產證券化之案例等概念加以整理並做簡要之介紹。再進一步探討我國「不動產證券化條例」之體例，最後對我國之「不動產證券化條例」草案加以研析，並提出本研究之結論。

本研究希望達到之目的為：

- 一、 建立不動產證券化之完整理論體系，提供對本題目相關之人士參考。
- 二、 探討國外有關不動產證券化之經驗，以供我國訂立相關法規或實際運作時之參考。
- 三、 針對國內類似不動產證券化之案例加以分析，汲取其相關之經驗。
- 四、 結合本文筆者之實務經驗，剖析我國「不動產證券化條例」草案日後實際運作時可能面臨之問題，以供各界參考。並希望能建構出一套可確實提供不動產業者融通資金之管道，以及解決當前不動產業經營困境之法律架構。

第三節 研究範圍與架構

第一項 研究範圍

「不動產證券化」議題涵蓋之範圍甚廣，最廣義言之，將銀行自有之「房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權⁵」加以群組、信託、加強信用後以受益憑證之方式融通資金亦屬於不動產證券化之一環。然諸如此「房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權」以證券化方式融資之議題，其所關切的是幫助金融機構藉證券化之方式提高金融資產之流動性⁶，以助於金融機構之現金流量管理，改善其經營環境。雖然，因為金融機構之經營環境改善亦有助於不動產業之經營，但畢竟其涵蓋面太廣，對於協助不動產業脫離當前經營困境之針對性不高。在本文之中雖亦會約略提及，但非本文之研究範圍。

此外，一則為明顯呼應本文針對提供當前不動產業者解決方案之研究目的，二則考量筆者個人之能力有限，因此本文之研究範圍將以由經濟建設委員會擬定，目前由立法院審議中之「不動產證券化條例」草案為研究範圍。特別一言，該草案所建構之不動產證券化二大類型即「不動產投資信託」及「不動產資產信託」型之證券化，均係直接以資金之供給面（投資人）與資金之需求面（不動產開發業者）之動機考量，建構以證券化直接融通資金之管道，提昇不動產流動性改善不動產業者經營環境加以考量。因此，本文將以「不動產證券化條例」草案為研究範圍。

第二項 研究架構

綜上，本文之研究架構（章節）安排略為如下：

第一章：緒論

第二章：不動產及不動產市場

第三章：證券及證券化

第四章：資產證券化與不動產證券化

⁵ 參我國「金融資產證券化條例」第四條第一項第二款第二目。

⁶ 我國「金融資產證券化條例」第一條參照。

第五章：不動產證券化之動機分析
第六章：國外不動產證券化發展之概況
第七章：國內類似不動產證券化之案例討論與問題分析
第八章：我國「不動產證券化條例」草案之研討
第九章：結論
 第四節 小結

截至九十二年六月二十四日之資料，國內二十七家上市營建類股，僅有一家高速鐵路概念股之大陸工程其收盤價在十元以上。而就在同日，以不動產抵押放款為大宗業務之高雄中小企銀因經營不善，其所有債權資產遭金融重整基金拍賣，其受償率僅為 37%⁷。另一家以不動產抵押貸款為業務大宗之中興商業銀行，亦將結束營業。而五月底全國之金融業逾放比率仍高達 6.2%。國內不動產相關產業之慘況可見一般。

若以「九二一大地震」為不動產業寒冬期之起始點，這一波產業谷底已達四年之久，之所以不動產業遲遲無法走出谷底，除了不動產供過於求、台灣資金大量流向大陸及全球經濟陷入低迷之因素外，更雪上加霜之原因恐怕是如前所述，不動產業傳統之籌資管道讓業者陷入「短期資金做長期用」之因素所導致。當不動產業稍有「風吹草動」，貸款銀行就不再展延貸款之抽銀根動作，迫使不動產業者更需在市場上殺價拋售手中之不動產以償還銀行債務，整體市場之價格水準更一路走低。不動產價格水準一路走低更讓銀行貸款之擔保不足，銀行又採取更嚴格之信用政策，導致產生「不動產不景氣」「銀行抽銀根」「不動產業者殺價求售以償還貸款本息」「不動產市場價格水準降低」「銀行抵押擔保品價值不足」「銀行採取更嚴格之信用政策」「不動產業者之資金缺口越來越大」之惡性循環。要破除這種因傳統籌資管道（銀行貸款之間接金融）所造成經營危機或財務風險之惡性循環的解決之方，為不動產業者另闢籌資方法（以證

⁷ 亦即高雄企銀帳面上 100 元之債權（大多數為不動產抵押貸款），其實際拍定價格（市價）僅為 37 元。得標人為美商龍昇（Lone Star Asia-Pacific）資產管理公司。

券化達成直接金融)就成了探討之焦點。

以上係就不動產業者當前所面臨之經營困境觀之，而就不動產市場之另一重要參與者—投資人而言。「有土私有財」為國人傳統之投資觀念，因為不動產兼具保值及增值之特性，因此成為國人所偏好之投資標的。然而因為傳統都是以直接購買為投資不動產之方式，每一筆投資金額都相當龐大。一方面不是所有投資人都有財力投資不動產以享受不動產增值之利益。另一方面將大筆資金投資在單一之不動產上，其因投資集中所造成之風險，也使得許多投資人裹足不前。不動產證券化也相當程度的為此盲點提供解決之道。因此不論就不動產業者或是投資人而言，「不動產證券化」都提供了有別於傳統的管道，為資金需求者和供給者雙方提供一個更完善的經營或投資環境。