

第四章 資產證券化與不動產證券化

第一節 資產證券化之意義與理論架構

第一項 資產證券化之意義

若就證券化之類型言之，則可大別為「資產證券化」與「企業金融證券化」¹。其中「企業金融證券化」當為吾人所熟知之企業發行公司股票、公司債等金融行為（或稱理財行為）。而「資產證券化」又可依其標的（擔保資產）之不同大別為「金融資產證券化」（其標的即為金融機構所有之不動產抵押擔保債權證券化、汽車貸款證券化、消費貸款證券化、信用卡債權證券化等²）及以不動產及其相關權利為標的之「不動產證券化」。

簡言之，資產證券化即是將不動產或金融資產轉變為具有流通性之有價證券型態，使投資人得以直接或間接參與不動產或金融資產之經營或投資，而進一步分享其利潤而言。

第二項 資產證券化之法律架構

「企業金融證券化」與「資產證券化」雖然形式上都是以企業之特定資產為基礎或擔保，但其最大不同點則在於，例如企業金融證券化中之擔保公司債是由企業自己對外發行，其供設定擔保之資產並未與公司分離，故理論上企業仍需以全部資產作為責任財產；然而資產證券化則大多必須將特定資產移轉給特殊目的公司（specific purpose company；spc）、特殊目的信託（specific purpose trust；spt）、合夥等「特殊目的機構」（specific purpose vehicle；spv）³，並非由創始機構自己發行資產基礎證券或受益證券，故供其發行

¹ 王志誠，資產證券化與信託原理，集保月刊 47 期，86 年 10 月，5~6 頁

² 參「金融資產證券化條例」第四條第一項第二款。

³ 這些特殊目的機構又稱「導管體」，參王志誠，受益權證券化與特殊目的信託法制，台灣金融財務季刊，第二輯第三期，90 年 9 月，151 頁。

證券之特定資產必須與企業固有資產分離。

此一透過「特殊目的機構」進行證券化之最主要目的為：藉由資產分離 (Asset Partitioning)⁴之概念，阻絕資金需求者之風險與其資產之風險。所謂資產分離，基本上係將資產自原所有權人分離，而歸屬於另一獨立之法律主體。因此，該資產成為該法律主體債權人之擔保，而非該資產原所有人債權人之擔保。

資產分離之架構，除了將資產由其原所有人，移轉至另一獨立之法人外，甚至可以用信託法制，創設獨立之信託財產。甚至可以說，信託法制提供最佳之資產分離之法律設計⁵。利用信託法制，投資人之擔保存在於獨立之信託財產，而非特定之當事人之信用。所謂「信託」依信託法第一條之定義：「稱信託者，為委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。」⁶

而在信託法制下，信託財產不得強制執行⁶（即不受委託人或受託人之債權人追及）；受託人死亡時，信託財產不屬於其遺產⁷；受託人破產時，信託財產不屬於其破產財團⁸。此種種規制，得以將信託財產之風險隔離。這也就是資產證券化與傳統證券化（例如企業金融證券化）之最大區別。簡言之，這種融資方式之根本架構，是在法律上將證券化資產之風險和有融資需求之機構之信用風險分離。

在資產證券化中，為達資產分離之功能，除採取信託法制，創設獨立之信託財產之外，最特殊者實為架構特殊目的機構，以作為管理信託財產之受託機構。由委託人將資產移轉或信託予特殊目的機構，以阻絕資金需求者和信託財產間之風險。

⁴ 或稱之為資產分割，參王文宇，金融資產證券化之法律架構與管制爭議，台大法學論叢，31期2卷，91年4月，4頁。

⁵ 游啟璋，不動產證券化法制解析，月旦法學，88期，91年9月，153頁。

⁶ 信託法第十二條第一項參照。

⁷ 信託法第十條參照。

⁸ 信託法第十一條參照。

而信託財產之風險，除財產本身之風險之外，闕為信託前存在於信託財產之權利（如抵押權）及受託人因處理信託事務所生之債權債務關係⁹。而架構特殊目的機構，特別是單一目的之特殊目的機構，可以嚴格限制其營業項目、營業方式及負債比率來降低投資人之投資風險及代理成本。

在美國，特殊目的機構可以是股份有限公司、有限公司、合夥、有限合夥或信託，且最理想的是一新成立之機構。在日本則是除了信託之外，特殊目的機構則限於通產省和大藏省核准之特殊目的公司或合夥。二〇〇一年十一月修正之改正特殊目的公司法，更創設了特殊目的信託。我國之金融資產證券化條例採用特殊目的公司和特殊目的信託二種特殊目的機構¹⁰。而「不動產證券化條例」草案為避免該條例過於複雜，以及影響公司法制之契合，僅採取信託法制之特殊目的機構¹¹。

第二節 不動產證券化之意義

不動產證券化亦為證券化之一種，以字面上之解釋，不動產證券化係指證券發起人從事與不動產相關之證券化行為，將傳統直接擁有不動產所有權轉變為持有證券投資型態，使投資者與標的物之間由直接的物權關係，轉變為持有類似債券性質的有價證券。以結合不動產市場與資本市場，使不動產的價值由固定的資本型態轉化為具有較高流動性的資本性證券¹²。

不動產證券化之的型態可以是發起人發行證券募集資金以進行不動產有關之投資，也可以是發起人將本身持有之不動產產權或不動產抵押貸款債權轉變為證券形式後出售¹³。

⁹ 信託法第十二條第一項但書參照。

¹⁰ 金融資產證券化條例第四條參照。

¹¹ 經建會，「不動產證券化條例」草案總說明，91年4月；「不動產證券化條例」草案第四條參照。

¹² 王俊仁，不動產證券化之研究，中正大學法律研究所碩士論文，88年7月，31頁

¹³ 前者即為「我國不動產證券化條例草案」中之不動產投資信託方式之證券化，後者即為不動

若依前述證券化之廣義定義，凡是與不動產有關的價值「憑證化」的過程，皆可稱作不動產證券化。而與不動產有關之價值，除了所有權之外，尚有不動產定限物權如抵押權和不動產用益物權如地上權等。而符合上述定義之廣義不動產證券化模式至少有以下幾種：

- 1、以憑證方式募集資金從事與不動產相關之事業經營。如美國不動產投資信託(Real Estate Investment Trust, 簡稱 REIT), 美國不動產有限合夥(Real Estate Limited Partnership, 簡稱 RELP)。
- 2、以憑證方式包裝分割出售不動產抵押貸款債權。如美國不動產抵押貸款債權證券(Mortgage-Backed Securities, 簡稱 MBS)。
- 3、以憑證方式包裝分割出售不動產權。如日本不動產小口化、我國不動產共同持分出售。
- 4、以土地信託方式交付信託換取受益憑證。如日本土地信託。

由以上可知，符合此廣義定義之不動產證券化之型態頗多，然最常見者則為「不動產投資信託」及「不動產資產信託」¹⁴。茲分述如下：

一、不動產投資信託

目前世界各國採行不動產證券化法制，最成功也最常見之型態，係所謂「不動產投資信託」，不動產投資信託係以共同基金(mutual fund)之方式，募集資金投資於不動產及相關權利，並分配收益予投資人。在立法例上以美國不動產投資信託(Real Estate Investment Trust; REIT)最具代表。

美國之不動產投資信託經立法創設於一九六〇年代，現代之不動產投資信託則始於一九九一年。美國不動產投資信託可分為權益型(equity)、抵押型(mortgage)及混合型(hybrid)三種。權益型

產資產信託方式之證券化。

¹⁴游啟璋，不動產證券化法制解析，月旦法學，88期，91年9月，156~159頁。

係將所募得之資金直接投資（購買）不動產，並將之出租予第三人。截至一九九六年，此類型之投資信託佔全部市場之百分之九十。抵押型則係將資金投資於抵押貸款，或將資金貸放與不動產業者。混合型乃二者兼之。

日本於二〇〇一年五月修正改正後投資信託法，允許所謂之投資法人投資於不動產，其投資型態有契約型、信託型與公司型。投資法人所投資之資產必須是可以產生穩定現金流量之資產，其業務也必須限於與其所擁有之資產有關者，對其負債比率也有一定之限制。

我國之「不動產證券化條例」草案第四條第一項第十三款規定，「不動產投資信託」指向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資受益證券，以投資不動產，不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的而成立之信託。由發行不動產投資受益證券募集或私募所得之價款、所生之利益、孳息及其他收益，及以之購入之各項資產或權利，組成不動產投資信託基金¹⁵。

二、 不動產資產信託

「不動產資產信託」是由不動產所有人將不動產信託予受託人，由受託人依信託契約管理、收益及處分該不動產，並將收益分配予受益人。此類型之不動產證券化以日本之土地信託為典型，又可分為租賃型和處分型（分售型）。租賃型之土地信託，是由土地所有人將土地移轉信託予信託銀行，由信託銀行與所有權人共同擬定開發興建計劃，受託人再向金融機構借入建築資金，並委託建築公司興建建物，再將建物出租，以取得之租金支付銀行貸款、營建費用、利息費用、稅捐及管理報酬之後，分配利益與受益人。處分型之土地信託，是於建物興建完成之後將建物出售，於扣除所有成本及費用後將剩餘之利益分配與受益人。

¹⁵ 此即信託資產之「同一性」或「物上代位性」，參賴源河，王志誠合著，現代信託法論，五南圖書出版公司，90年6月，67~68頁。

日本之土地信託基本上因其相關證券無次級市場而非不動產證券化，但由受託人將受益權讓與特殊目的公司，特殊目的公司可將受益權證券化後募集資金，仍可達到證券化之運作方式。

我國之「不動產證券化條例」草案，訂有「不動產資產信託」。係由委託人移轉不動產或不動產相關權利予受託機構，成立信託財產。由受託機構以信託受益權為基礎發行證券募集資金，並以該證券表彰對該信託財產之權利。信託財產限於委託人所移轉之不動產及第上權或其他經主管機關核准之權利¹⁶。

以上所列美、日等國不動產證券化之類型之運作方式容後詳述。此外，本文將以我國「不動產證券化條例草案」中所規定之不動產投資信託（如上述廣義定義之第一項）及不動產資產信託（如上述廣義定義之第四項）為主要探討範圍。而上述廣義定義第二項之證券化方式於我國立法體例中則規定於「金融資產證券化條例」中¹⁷，其運作架構及立法目的之針對性與不動產證券化略有不同，故不在本文主要探討範圍之內。

第三節 不動產證券化之目的

不動產證券化之目的可分別由積極層面及消極層面加以探討¹⁸：

一、積極的目的

1、促進不動產之有效利用

藉由所有權與經營權分離的運作架構，在專業知識與資金之充分配合下，使不動產達到有效的利用。特別是國內長久以來的現象是不動產經營業者通常就是原有的地主，在專業知識不充足，資金不充裕的情況下，便無法讓不動產經營達到專業化的目的。

¹⁶ 參「不動產證券化條例」草案第四條第一項第四款。

¹⁷ 參「金融資產證券化條例」第四條第一項第二款。

¹⁸ 張金鵬，白金安著，不動產證券化，永然文化出版，88年9月，36、37頁

2、促金資金之有效利用

不動產投資經營者，經由證券形式自資本市場取得資金，除可擴大投資參與層面外，證券本身即具流動性，如此融資方式，即可促進資金之有效利用。

二、消極的目的

- 1、 避免土地資源為財團所把持，形成市場的壟斷。藉由證券化之方式，小額投資人也可透過購買細小化之不動產證券間接投資不動產，而不必然只有大財團才能投資不動產，在增加其競爭性之同時，亦可使大多數人分享土地增值之利益，避免不動產市場被少數人所壟斷。
- 2、 藉由運作的透明化與有關管制措施的配合防止土地投機。對於不動產證券化的運作過程，由於必須對外公開財務資訊，因此有助於政府部門對此事業的管控。
- 3、 透過專家經營管理的方式，健全不動產市場的機能。不動產的經營透過專家的運作，可使市場越趨專業而穩健，以可提升國內建築品質。
- 4、 提供多樣化的投資管道，分散投資風險。對投資者而言，將直接投入不動產的資金，相對的投資於不同標的的有價證券，可藉由投資組合的方式降低整體投資風險。
- 5、 不動產經營者可藉由證券之形式募集資金，解決融資問題，藉由不動產證券化之運作，經營者即可以證券之形式自資本市場取得資金，而不必完全依賴銀行的抵押貸款或建築融資，因此有助於經營上資金融通問題的解決。

第四節 不動產證券化之基本運作原理

(一) 企業所有權與企業經營權分離

於企業組織內將投資與經營之職能加以區分，各由不同之專業人士為之¹⁹。而其功能則為：

1、擴大資本規模

企業經營權與所有權分離，乃證券市場得以存在與繁榮之主因，透過證券市場，企業得以迅速、大量的籌措所需資金，提昇資本規模。

2、滿足投資者之價值取向

投資者參與投資，主要之目的是在於獲得投資之利得而非參與經營，更不希望承擔經營之風險。因此只有所有權與經營權加以區分，投資者在免除經營責任之同時，也更能排除無限責任之風險。

3、邁向專業化經營

由於不動產之經營管理所涉及之專業知識相當廣泛，需有大量專才方足以應付，藉由所有權與經營權區分，更有利於引入專業人才參與不動產經營。

(二) 資金聚合的大數法則²⁰：

大數法則 (The Law of Large Number) 或稱大數規律，就是在大數目裡，呈現出規律的現象，數目越大，規律性愈穩定正確，所以在大數目裡，可以觀察到穩定的事件機率值。不動產證券化利用規格化小單位化之證券向大眾募集資金的同時，個別小額投資者也可在既有的資金限制下透過購買不同標的之不動產證券而分散其整體或

¹⁹ 於我國「不動產證券化條例草案」中的不動產投資信託及不動產資產信託，皆可透過信託之方式將（實質）所有權與經營權分開。

²⁰ 張金鶚，白金安，不動產證券化與市地開發之研究（上），國立政治大學學報，81年3月，359頁。

不動產之投資風險 而就個別之不動產開發個案而言，則更可透過「經濟規模」降低交易與經營成本。

第五節 不動產證券化之特性

不動產證券化於運作上必須具備下列基本要素：

1、投資單位化

不動產經由證券化之的運作（包裝）後，其投資價額須予單位化，以便經由價額的小單位化，使更大多數的投資人可依其能力與需要認購單位數額，彌補不動產投資因所需金額龐大，所形成之資金瓶頸。

2、權益可分割性

因不動產在本質上具有不可分割之特性，因此在權益轉讓上有所限制。而透過證券化之運作後，其投資權益具有可分割性。以便投資者於需要時亦可將手中所持有證券之部分售出，增加其變現性，促進資金之有效流通。

3、證券形式之權益表彰

不動產證券化後，投資人之權益需以證券形式表示。而非不動產產權持分。投資人按持股比率，或按持有證券之約定方式分享不動產之處分或經營利益。並不擁有不動產投資標之物之產權。此與一般不動產交易係以產權持分之出售與購買，所擁有之權益為不動產所有權而非證券有所不同。

4、次級交易市場（The Secondary Market）的存在

投資人購買之有價證券本身需有後續交易的次級市場存在，使其便於流通轉讓，具有變現功能，促進資金之有效利用。

5、運作透明化

不動產證券化運作原理之一為所有權與經營權分開，因此，

其投資經營決策與財務資訊，必須對投資大眾公開。使投資人能依其風險承擔之能力選購證券參與投資。並可於運作過程中了解經營損益，以確保投資權益。

第六節 不動產證券化之主要優缺點

一、主要優點

證券與實質資產之主要不同，在於證券本身具有細小化與流動性之特性。因此，凡因投資標的之規模過大或投資標的不易流通者，均以證券交易較為恰當。吾人可將不動產證券化交易之優點以下列二種觀點加以探討：

(一) 社會觀點

1、降低一般大眾之投資門檻

由於傳統之不動產投資，其金額往往非常龐大，常常是一般人一生中所購買或投資中價值最高之商品。藉由證券化之運作，可擴大不動產市場之參與層面，增加其競爭性，使大多數人能分享土地資源創造之利益，而進一步避免壟斷之情況。尤其在台灣，因為以前不動產價格高漲，一般民眾往往窮其一生，才能購買一戶房屋自住。而且個人財富累積的速度往往跟不上不動產增值的速度。若能藉由不動產證券化，使小額投資人也能以不動產作為投資標的，則可使社會各階層均能分享因經濟進步所帶來不動產增值的好處。

2、提高資產流動性

傳統不動產投資，因不動產之區域性、建築形式及周邊環境之不同，因而各個不動產商品亦具有很高之異質性。不動產交易往往需透過個案仲介撮合。這種市場交易狀況使得社會承擔相當大的交易成本，同時投資者必須負擔相當高的流動性風險。藉由不動產證券化，所帶來的如證券規格化等特質，使市場交易、移轉的撮合成本大為降低，投資人也享受流動性提高的好

處。證券化的過程可以使不動產由固定資產型態，轉變為流動的資本性證券。對社會來說，證券的交易其交易成本較小，移轉手續也較簡單。

3、增加投資與分散風險工具

就社會福利的觀點，投資工具的增加，可以增加市場的完整性，亦即使社會的經濟效用提高。不動產的證券化，可增加市場交易證券的種類，只要在增加的不動產證券與市場上原有其他證券的價格沒有完全相關的前提下，可以增加市場的完整性，亦可額外提供投資人一項投資標的以供分散風險²¹，使整體社會效用提高。

4、融通大型公共建設計劃

大型公共建設計劃，所需資金龐大，在面臨資金不足的情況下，政府往往必須負擔龐大的建設經費，透過證券化的方式，融資大型公共建設計劃，既可達到集資的目的，順利推動公共建設，亦可使社會大眾有機會參與公共建設並分享公共建設之開發利潤。

5、利於企業資本累積

由於不動產開發需要龐大的資本投入，透過證券市場，企業得以大量、迅速的籌集所需資金，壯大資本規模。此與股票市場的功能相同。傳統的不動產開發，建設公司及地主僅能以自有資金和土地抵押貸款及建築融資等方式間接取得資金從事開發，除非財力雄厚，否則根本無法進行大規模的整體開發或重建計劃。透過不動產證券化，得以迅速累積資本加速土地開發計劃之進行。

(二) 投資者觀點

1、增加投資工具分散投資風險

²¹ 投資學上是以「投資組合」之方式，亦即增加投資標的數目，來達到分散投資風險之目的。

不動產投資證券於交易市場流通，可增加交易市場上流通證券之數量及種類，對於投資人而言，可經由投資不動產相關證券，增加投資組合的多樣化以分散風險。根據投資組合理論，投資人可以透過持有多種不同證券的方式，將非系統風險分散。而市場上各種證券間之相關係數越小，其風險分散的效果越大。因此以不動產為標的之證券，一方面可以增加市場上證券的種類，一方面以不動產為標的之證券，其收益型態與傳統證券均大不相同，投資人以該證券作為投資標的之一更能有效分散風險。

2、 分享不動產投資開發之高報酬

傳統不動產投資具有高價值、不可分割和專業化等特性，尤其是面對資金需求龐大的土地開發計劃，一般人更絕少有能力參與投資。透過證券化的設計，可以達成諸如所有權與經營權分離、每單位投資金額減少等目的。如此使不動產投資的特性改變，投資不動產開發不必擁有龐大的資金和專業知識，有利於小額投資人參與投資，共享不動產投資開發之高報酬。

二、 主要缺點

1、 代理問題

藉由不動產證券化之運作，投資人可以小金額購買證券的方式參與資金需求龐大的不動產投資開發，但由於投資人並非直接購買不動產之所有權，而僅擁有開發計劃之受益權，因此對不動產標的物的處分權及經營權受到相當大的限制，較缺乏彈性及自主性。尤其當不動產投資計劃的經理人經營不善，投資人除了撤換經理人外，也只能於證券市場出售持有之證券，但此時更因該開發投資計畫經營不善，而使證券價格低落，投資人必須承擔經理人經營不善的風險。

2、 使不動產市場受證券市場波動影響²²

²² 謝哲勝，不動產證券化之研究，台大法學論叢第二十七卷第一期，87年1月，294頁

傳統不動產市場因交易過程較長，價格波動較緩。而證券市場價格卻可以朝夕間為激烈之變化。因而，推動不動產證券化，不動產價格將受證券市場行情之影響，有礙社會和經濟之安定。由投資學的角度言之，即是將不動產市場本身之個別風險，再加上因證券化在證券市場上交易所產生之市場（系統）風險，而提高了不動產市場的整體風險。

3、基金募集失敗之風險

不動產證券基金募集來自一般社會投資大眾或法人機構，這些潛在投資者的投資意願會受到市場景氣、利率水準、投資標的物的性質及經營決策者能力強弱等因素影響。募集作業並不能保證順利完成。當無法順利募集完成而宣佈投資計畫或證券化計劃解散時，募集者必須承擔龐大之作業費用，而投資人則損失將資金投資於其他方案可能利得之機會成本。

4、可能加速不動產市場之價格波動。

透過不動產證券化之運作，會有更多的社會投資大眾將其所擁有之小額資金投入不動產市場，增加了不動產市場之資金動能，將可能助長投機風氣或促使不動產價格波動。