

## 第五章 不動產證券化之動機分析<sup>1</sup>

我國「不動產證券化條例」草案中有關證券化體制採用「不動產投資信託」(美國制)及「不動產資產信託」(日本制)雙軌制。而於草擬之初，曾有學者以日制之實務印證有瑕疵為由極力反對「不動產資產信託」<sup>2</sup>。然「不動產投資信託」最主要是從投資人之角度設計一套有利於大眾投資不動產之證券化制度。然衡諸當前我國之經濟情勢，最急於透過不動產證券化制度以提高資產流動性，順利取得資金以解決燃眉之急的莫過於手中擁有大批不動產之業者(建設公司)。換言之，就動機論而言，建設公司欲透過「不動產資產信託」之方式，以受益權證券化取得資金之迫切性，恐遠高於資金供給者(投資人)欲透過「不動產資產信託」在當前不動產景氣低迷，商業不動產獲利不佳之情況下，投資不動產之慾望。就此，本章將探討不動產證券化機制中各參與者(尤其為發起人或稱創始者)之動機如下。

### 第一節 不動產證券化之動機

#### 一、證券化發起人的意義和推動不動產證券化的動機

不動產證券化是一種不動產價值憑證化的過程，在這個過程中，最具有關鍵地位的角色便是發起人或創始人(Sponsor or Initiator)。所謂發起人，是指推動不動產證券化工作進行之人。發起人可以本身發行不動產證券或是另外成立組織以發行不動產證券。發起人在整個證券化的過程中扮演關鍵的角色。藉由證券的發行將資金的供給與需求結合起來。在典型的證券化個案中，發起人即是證券發行人，亦即發起人自行發行證券，而後至證券初級市場募集資金。

不過在比較複雜之個案中，發起人可以另外成立一個組織<sup>3</sup>，然

<sup>1</sup> 本章主要參考王俊人，不動產證券化之研究，中正大學法律學研究所碩士論文，88年7月，113~137頁。廖咸興，李阿乙，梅建平合著，不動產投資概論，華泰書局，84年9月，404~432頁。

<sup>2</sup> 反對「不動產資產信託」最力者為政治大學地政系張金鶚教授，參見自由時報，91年3月15日，第18版。

<sup>3</sup> 即前述之特殊目的機構。

後以該組織為證券發行人來發行證券，此時發起人與證券發行人就法律上而言並非同一人。

不動產證券化的基本理念，即是不動產證券化發生的原因。而要探討不動產證券化發生的原因，就必須從發起人動機的角度加以說明。發起人從事不動產證券化之動機，可以分為三類：

#### 1、資產轉換

「資產轉換」動機最主要是指發起人為調整投資組合之流動性、報酬率和風險，利用證券化之過程，改變投資組合中不動產的比率。

#### 2、融資

「融資」動機是指發起人利用證券化的方式達到外部融通，以籌措資金的目的。

#### 3、賺取服務費

而「賺取服務費」動機係指發起人發起成立不動產證券並不是因為要達到資產轉換或融資的目的，而純粹只是藉由不動產證券的發行管理來賺取服務費。

於會計上言之，「資產轉換」動機之證券化只影響資產負債表上資產科目間之相互轉換，因此又稱為資產面證券化；而「融資」動機之證券化過程，所影響者僅為資產負債表上有關負債科目(負債比率)之問題，因此又稱負債面證券化。茲分述如下。

### 第二節 資產面的不動產證券化

#### 一、資產轉換的目的

##### (一) 風險管理

所謂資產轉換，就是改變一個企業資產組合(項目)的內容。從資產負債表來看，企業的資產型態可分為流動資產、長期投資、固

定資產及其他資產<sup>4</sup>。其中不動產於一家企業之資產負債表中可能置於流動資產或固定資產項目，惟均不改變其流動性低之本質<sup>5</sup>。

企業與金融機構所擁有之資產種類雖然繁多，但其共同特性是這些資產均預期可在將來或現在產生現金流入，但這些現金流量之產生時間、預期金額和風險大小均不相同。對於資產擁有者而言，這些預期現金流量的型態可能無法符合企業的資金需求，因此可能會有產生資金缺口的風險。這種缺口風險的管理，對於任何一家企業而言均非常重要，對金融機構尤然。所以轉變資產的收益型態（即現金流量型態）以配合本身所需，並降低資金缺口的風險，即成為資產轉換的重要原因。

以美國最近迅速發展的 MBS（Mortgage-Backed Securities）而言，其產生的最主要原因，即是美國聯邦國家房貸機構為解決承做住宅貸款的金融機構所擁有抵押債權流動性缺口所產生的。

## （二）提高流動性

流動性管理為風險管理的一種，但對於擁有許多不動產的專業不動產開發公司尤為重要。以台灣為例，數年前之不動產景氣尚佳時，許多建設公司紛紛囤積了不少的土地存貨，這些存貨雖然在公司的資產負債表上列為存貨（流動資產科目），但實際上仍為流動性很低之資產。而台灣之土地抵押貸款之借貸期限均為一年，許多建設公司實際上均處於很高的違約風險中。因此，要如何提高資產的流動性，建設公司便對不動產證券化寄予厚望。

## （三）追求高報酬

企業或金融機構從事資產轉換的第三個重要原因是為了追求更高報酬。當企業經理人發現其他資產具有比原資產更高的預期報酬

---

<sup>4</sup> 於會計學上言之，資產項目是以其流動性及持有目的加以區分成流動資產、長期投資、固定資產及其他資產。

<sup>5</sup> 如在一般建設公司中，土地為待加工（興建）之素材而視為存貨而置於流動資產中；而在一般製造業中的工廠土地則置於固定資產。

時，經理人便會採取處分原資產，轉而持有其他較高報酬率資產以獲取更高利益之轉換。舉例來說，若某企業擁有一浮動利率之存款，當企業經理人預期市場利率下跌時，可以將此浮動利率定期存款解約轉而購買固定利率之政府公債。當市場利率真如預期下跌時，該企業便因資產轉換而避免了浮動利率利息減少的損失，並獲得政府公債價格上升之利益。

## 二、資產轉換的意義

從會計的角度而言，資產轉換是不同資產科目間的替換。在資產轉換並不產生淨利得或淨損失的假設下，轉換的過程或結果均與負債面無關。這種資產轉換，可以是從流動性較低但獲利性較高的資產轉換到流動性較高但獲利性較低的資產，或反其道而行<sup>6</sup>。端視企業的財務狀況及策略而定。例如擁有土地的企業，為了使持有的土地獲得妥善的利用，可將持有之土地信託予土地信託銀行，同時取得土地信託受益權憑證，此項轉換的過程中並不牽涉會計資產負債表中負債科目及股東權益科目，而資產科目內容則由固定資產之土地轉換為流動性較高之受益權憑證。且土地經信託開發後價值提高，持有土地信託受益憑證較原先持有未開發土地擁有更高的報酬率。

## 三、以證券化方式達成資產轉換

一般企業從事資產轉換之方法有出售資產、購買資產、簽訂互換契約及金錢或實物信託等方式。傳統上資產轉換均是以出售某一資產同時購入另一資產之方式行之。但是面對某些資產，如流動性很低的資產，或總價額很高的資產，因為單純的出售資產並不容易達成或交易成本太高，遂有以證券化方式達成資產轉換之方式產生。所謂以證券化方式達成資產轉換目的，係指在出售資產或信託的過程中，係藉由發行具有證券特性的有價憑證為媒介來達成。另外，以金錢或實物信託的方式轉換資產，因之取得受益憑證亦為證券化之一種，也是另外一種藉由證券化方式達到資產轉換目的的途徑。

---

<sup>6</sup>Chasteen Lanny G., Flaherty Richard E., O'conner Melvin C., Intermediate Accounting, Random House, New York, 1987, p180~189

### 第三節 負債面的不動產證券化

負債面的不動產證券化，是指企業利用證券化的方式，對外募集資金以融通資產的取得或變更財務結構之過程。從資產負債表來看，負債面的證券化主要有兩種類型，一是對外募集資金以擴充資本規模，如發行股票或公司債。一是財務結構的轉換，如讓公司債持有人轉換為普通股持有人。這兩種類型若從財務的角度言之，均屬於融資行為。而融資行為亦可由證券化或非證券化之方式加以完成。所以本節要探討之重點如下：

- 1、企業從事融資行為的目的何在
- 2、企業從事融資行為對資產負債表及資本結構之影響
- 3、以證券化方式從事融資行為的優點何在
- 4、負債面證券化之方式
- 5、針對不動產進行負債面證券化之探討

#### 一、企業融資的目的及對資產負債表的影響

企業融資的主要目的有二：一是擴大資產規模以進行淨現值評估為正的投資計畫；二是改變財務結構以規避財務風險。

- 1、資產負債表右半部為負債及股東權益，這兩者構成企業資金的來源。但無論是資金來自於負債融資（銀行借款或發行公司債）或股權融資（發行普通股或特別股），其目的均為籌措資金以進行有利可圖之投資計畫。
- 2、資本結構的組成為負債和權益，一個企業必須採行適當的資本（財務）結構，以降低資金成本。例如，當企業欲提高財務槓桿試圖增加負債比率時，可以發行公司債將所得之資金從事股票購回。這種調整資本結構之作為其主要目的在於使資本結構趨向最適化，並降低財務風險。

## 二、以證券化達到融資目的

若以企業融資方式考慮，證券化融資是指融資者不經金融中介機構貸款，轉由發行證券直接向投資人籌措資金的行為。透過金融機構取得資金的融資方式，一般稱之為間接金融。而以發行證券之方式直接從初級市場取的資金的方式，一般稱之為直接金融。

而傳統上，一般所認為的證券。是指公司股票、公司債等為達到上述融資目的而公開發行或私募的有價證券。而證券化即是企業發行這些有價證券吸收股權或債券投入的過程。從證券發展的歷史而言，企業因融資目的而發行證券即是傳統中證券的原始型態，學者以「企業金融的證券」、「資產證券化」、「負債型證券化」和「資金籌措證券化」等不同名稱稱之。

以上這些以融資為目的的證券化型態，依股權或債權融資的不同，可以細分為：資本型證券化（如發行股票）、負債型證券化（如發行公司債）和負債附資本型證券化（如發行可轉換公司債或認股權證）等三種。這種以融資為目的的負債面證券化可以說是最早期的證券化

## 三、以證券化融資的優點

證券化融資的起源很早，其產生的主要原因在於傳統融資方式無法達到大規模的融資，或融資的成本太高。而證券化融資乃是為了解決傳統上大規模融資不易的問題。以證券化融資的主要優點有三：

- 1、擴大融通資金的規模
- 2、達到所有權與經營權分離的原則
- 3、融資的成本較小<sup>7</sup>

另一方面，從投資人的角度而言，以購買證券之方式進行投資較直接借款予企業，也有其優點：

---

<sup>7</sup> 投資者（債權人或股東）因持有流動性較高的證券，所要求的流動性報酬較低，從而會降低融資者之資金成本。例如，數年前建設公司向銀行抵押借款之利率通常為年息百分之八到十之間，而發行負擔保公司債的票面利率通常只需百分之五、六即可。即因公司債持有人可隨時在次級市場賣出公司債換取現金，所以公司債因流動性較高，融資企業所需付出的資金成本也較低。

- 1、投資金額較小，可投資於不同標的物以增加投資組合的多樣性，進一步分散投資風險。
- 2、相較於持有未證券化之債權，持有證券化之流動性較高。

#### 四、負債面不動產證券化之方式

如上所述，負債面證券化之目的在於融資，而負債面之不動產證券化產生的原因，就在於傳統的融資方式無法有效達成融資需求。從財務的觀點來說，外部融資可以分成債權融資和股權融資，債權融資是指同時增加資產負債表中負債科目和資產的規模；而股權融資則是同時增加股東權益和資產的規模。以下所列舉有關以不動產證券化進行外部融資的方式，即是以債權融資和股權融資分別加以探討：

##### （一）發起人以不動產證券化之方式進行債權融資

- 1、金融機構以不動產抵押貸款債權為擔保，發行不動產債權證券。

此類不動產證券化融資方式，係指發起人（主要是承做不動產抵押貸款之金融機構）以所擁有之不動產抵押貸款債權為擔保品，發行不動產抵押貸款債權證券（MBS）於資本市場募集資金。此類 MBS 屬於融資行為，並非前一節所述之資產轉換，因為發行機構仍保有不動產抵押貸款之債權。

- 2、建設公司或不動產開發公司發起成立「不動產投資信託基金」（REIT； Real Estate Investment Trusts），募集資金後再貸予自身。即該證券化發起人發行信託受益憑證對外募集資金，再將所得之資金貸放予不動產開發公司。
- 3、發起人先向金融機構承貸不動產抵押貸款，再成立不動產信託基金，並以所得之資金向金融機構購買先前之不動產抵押貸款。這種類型的不動產證券化，通常是由建設公司或不動產開

發公司發起。其方式為：建設公司或不動產開發公司先向金融機構申請不動產抵押貸款，而後成立不動產投資信託基金以募集資金，最後擁有該不動產抵押貸款債權之金融機構再將此債權售予不動產投資信託基金。產生這種複雜融資程序的主要原因是由於發起募集不動產投資信託基金所需的時間很長，所以使用這種過渡的方法以配合不動產開發的時效性。

## （二）發起人以不動產證券化之方式進行股權融資

前述之不動產投資信託基金的投資標的可以是不動產、不動產抵押貸款債權、其他不動產投資信託基金證券、股票及政府債券等。經由購買建設公司或不動產開發公司之股票，可以間接享受來自不動產開發的收益。而如果用以購買自身公司之股票，則就形成以不動產證券化來達成股權融資之目的。

### 第四節 不動產證券化的另一動機----賺取服務費

以賺取服務費作為發起不動產證券化的唯一動機時，發起人並不是因本身的資產轉換需求或融資需求而進行不動產證券化。此時發起人的資產負債表並不因為不動產證券化的進行而有大幅度的變動。其運作模式為當不動產專業管理公司察覺不動產市場景氣良好時，可以另行成立不動產投資信託基金對外募集資金。通常這種不動產投資信託基金多為規模龐大的全國公開型共同基金，而且在成立時並不指定所要投資標的物。待不動產投資信託基金募集完成後，不動產管理公司以本身的專業，接受不動產投資信託基金的委託從事不動產的投資、開發與管理，進而達到賺取管理手續費之目的。