

不動產證券化

企業金融證券化！
資產證券化！
土地證券化！

林世淵 編譯

84年7月15日
第一版／第一刷

不動產證券化

編譯者：林 世 淵

發行人：廖 雪 鳳

登記證：行政院新聞局局版台業字第3648號

出版者：台北國際商學出版社

地 址／臺北市金山南路二段138號二樓

電 話／(02)3952248・(02)3952605

傳 真／(02)3962195

郵 撥／第01010213號 千華出版公司 帳戶

編輯主任：甯開遠

執行編輯：藍淑芬

校 對：陳文玲・許翠瑄・陳憶君

法律顧問：呂沐基律師

排 版：華琪電腦排版公司

製 版：明國照相製版公司

印 刷：雨利美術印刷公司

裝 訂：義明裝訂廠

定 價：350元

ISBN 957-625-043-9

・版權所有・翻印必究・

本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司更換。

譯者前言

目前世界金融、資本市場的三大潮流乃是自由化、國際化、及證券化。所謂的「金融自由化」意指放寬金融機構之設立、解除各項存款最高利率的管制，以及因應金融環境的需要而開發新金融商品。而「金融的國際化」則因世界貿易的擴大、國際收支不均衡的擴大、以及通訊與資訊處理相關技術的急速進步，促使跨越國界金融交易的大幅增加，世界各國金融市場逐漸邁向統合（Financial integration）的國際性現象。而在自由化及國際化的潮流中，乃產生配合金融業及相關行業之資金需求與供給的「證券化」（Securitization）。但證券化一語在國內仍然相當陌生，目前國內對於證券化的研究，尚處於探索性階段。

所謂的「證券化」，有廣義與狹義之區分，廣義的定義：募集資金的方法由間接金融轉變為直接金融，亦即有價證券化，也就是說：募集資金的方法採用發行證券的形式並提高發行證券的比例。而狹義的定義：為提高企業、金融機構所持有之資產及債權之流動性為目的，以資產及債權為抵押擔保，設計並發行新型態的證券，公開銷售予一般大眾，以達成募集資金的過程。

證券化所涵蓋的範圍大致可以歸納為以下五種：

一、企業金融的證券化

企業或國家以本身之信用發行證券進行直接從金融

11/15/01

2 不動產證券化

資本市場募集資金，而不經由金融機構的仲介。所發行的證券包括股票、國債、公司債、可轉換公司債及 C P 等。此種發行證券的方式可視為最早期的證券化。目前我國金融、資本市場僅有此種形式的證券化。

二、抵押擔保債權的證券化 (Mortgage Securitization)

抵押擔保債權證券化於一九七〇年代於美國蓬勃地發展，當時由於利率的上升及利率變動幅度的增大而使資金流向債券市場及短期金融市場，使得原本扮演美國主要住宅貸款的儲蓄金融機構（儲蓄貸放協會—Saving and Loan Association, S & L、相互儲蓄銀行—Mutual Saving Bank, MSB、信用聯合—Credit Union）面臨資金短缺及流動性不足，而導致經營困難。美國政府爲了振興住宅金融市場及改善儲蓄金融機構流動性之不足，乃由三大政府機構：「美國政府全國抵押協會」（Government National Mortgage Association, GNMA, Ginnie Mae）「聯邦全國抵押協會」（Federal National Mortgage Association, FNMA, Fannie Mae）及「聯邦住宅貸款抵押公司」（Federal Home Loan-Mortgage Corporation, FHLMC, Freddie Mae）收購住宅金融機構所承作的住宅貸款，並進行標準化使之成爲組群，加上政府的信用保證，再發行抵押擔保證券（Mortgage-Backed Securities, MBS），公開售予投資大眾。

三、金融資產證券化 (Asset Securitization)

由於抵押擔保證券市場的成功發展，一九八〇年代中期更將抵押擔保證券的擔保標的擴及金融機構的汽車

貸款、信用卡貸款、工商貸款等一般性的放款及企業的應收帳款及租賃貸款等。以上述的資產為擔保而發行之證券稱資產擔保證券（Asset-Backed Securities, ABS）。

四、歐洲型證券化（Euro-Securitization）

在歐洲市場（Eruomarket）大企業之資金募集方式由傳統的銀行團聯合貸款融資轉變為以發行證券或發行證券與貸款融資的混合型態稱之為「歐洲型證券化」。歐洲市場資金的主要來源為一九七〇年代初期石油危機期間所累積的巨額油元，一九八一年為聯合貸款餘額達最高峰。但由於一九八一年波蘭債務拖延，引發東歐各國之債務危機；一九八二年中南美墨西哥等國外債龐大，引發一連串之政治事件，致使銀行承作國際聯貸意願大為降低。使得大企業轉而發行證券或兼具貸款與債券混合型態之各種歐洲市場證券化金融商品募集資金，此類商品包括浮動利率債券（Floating Rate Note, FRN）、歐洲票券（Euro Note）及歐洲商業本票（Euro Commercial paper, ECP）。

五、不動產證券化

而「不動產證券化」乃是指不動產資金直接從資本市場籌措之方法。直接了當地說是將一個龐大單位且不具有流動性之不動產金融商品，細分為如同公司債或證券的單位，使其證券化並賦予流動性。亦即將對不動產之投資轉變為證券形態，使不動產的價值由固定的資本型態，轉化為流動性之資本性證券，促使不動產市場與資本市場結合。不動產證券化的產生乃由於不動產具有

4 不動產證券化

不可移動性、異質性、昂貴性、不可分割性、長期性等本質，使不動產投資及開發需要投入大量時間、物力、財力，及相當的專業知識等特徵，以致容易造成投資風險的過度集中，形成不動產投資之瓶頸，因此為促使不動產市場具流動性、開拓投資資金來源，擴大投資者參與層面之不動產證券化於焉產生。

美國實施不動產證券化已有四十餘年的歷史，根據美國的實際經驗，不動產證券化確實可以達成以下目標：

- (1)不動產資金可直接從資本市場籌措，並建立不動產資本市場，從一般投資人募集資金，交由投資專家應用於住宅興建、都市開發及公共建設。
- (2)誘導資金從事不動產長期投資，有助於不動產市場之穩定，抑制短期炒作及房價飆漲。
- (3)提供一般投資大眾長期、穩定的投資工具，使投資大眾分享不動產投資、開發成果，避免財團壟斷土地資源及縮短貧富差距。

美國不動產證券化制度有兩種方式：一為不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REIT），類似我國的證券投資信託制度，只是將所募集資金投資於不動產；第二種為不動產有限合夥（Real Estate Limited Partnership），其當初設立之目的為享受不動產投資之節稅目的。

日本的不動產證券化始於一九八八年四月由三井不動產銷售公司發行不動產小口化商品。所謂「不動產小口化商品」乃是將不動產所有權轉換成共有持分權，利用信託或民法上的組合之架構，採行一致的管理、運用、處分，使不動產成

爲容易投資的對象商品。亦即日本的不動產公司將大廈、公寓、旅館、購物中心之所有權給予分割成小單位持分，分售給投資家，並以不動產的租賃收入或處分利益分配給投資家。目前的架構方式可分爲「信託型」及「組复合型」。信託型：將共有持分權信託給信託銀行，換取受益權證書，信託銀行將建築物出租，再將租金扣除手續費之餘額，以信託利益分配給投資家，此亦稱「共有持分權信託方式」。組复合型：以共有持分權爲出資，組成民法上的任意組合，經營不動產，此亦稱「任意組合方式」。

經由不動產小口化商品，不動產業者可以籌措資金，而投資家則可以從事個人財力難極之不動產投資。其優缺點爲：

優點

- (1)給予個人投資家投資收益性高之不動產的機會。
- (2)由於稅法上的處理之故，可作爲因應所得稅及遺產稅之對策。
- (3)由於不動產的細分化，使發行單位下降，可擴大不動產投資之機會。

缺點

- (1)一般而言，不動產小口化商品在運用期間之收益率較低，導致收益分配率偏低，以致可能缺乏投資魅力。
- (2)流動性向來受到限制。
- (3)商品的良窳較偏重於經營不動產之不動產公司之信用，而不重視不動產本身。

近年來日本由於地價的大幅下跌，以致不動產投資之資本利得大幅衰退，以致對不動產投資之資金來源短絀，不動

6 不動產證券化

產公司積極以不動產小口化商品從個人投資家及機構投資家等籌措資金。預計未來十年內將發行一兆二千億日圓。

不動產小口化商品可使不動產賦予流動性，投資者可依經濟情況達成不動產投資。然而因以信託契約為基礎，可藉以保護投資者之法律僅有信託法及信託業法之規定，實仍未周延，因此日本政府正在擬定「不動產共同事業法案」，以期用「許可制」方式，貫徹保護投資家之宗旨。

近年來我國由於不動產價格巨幅上漲，導致投機性資金大量流入不動產市場，而一般真正需要購買自用住宅者卻無能力購屋，以致呈現高空屋率及無殼鍋牛的兩極化現象。而政府相關單位為促使土地價格的安定常採用「供需縮少均衡政策」，亦即儘可能減少不動產交易次數，乃是促使房價安定的良策。然此種縮小均衡政策僅是抑制地價上漲的臨時應急措施，其結果導致不動產交易的減少及造成房價居高不下。因此藉由不動產證券化之制度，促使國人對不動產持有需要轉換為對證券市場上不動產證券之需求，以減少對不動產之投機需求，才是解決地價、房價之治本方法。又目前政府推動之公共建設，所需經費龐大，財源之籌措相當困難，尤其在交通建設、新市鎮開發、國民住宅之興建等更是耗費龐大，所以在此種環境下，可考慮採用不動產證券化方式，合法吸收、誘導民間游資、配合人力資源有效投資於公共建設，促進經濟成長，促使不動產價格合理化，達成平均地權及住者有其屋之理想。

從美、日各國推行不動產證券化的經驗，檢討我國實施不動產證券化可達成的政策目標，則可歸納為以下幾點：

(一)結合不動產市場及資本市場，促使土地資源有效利用，並引導一般投資大眾資金流入不動產市場，使不動產投資、開發之成果由一般大眾分享，避免財團壟斷市場及貧富差距的擴大。

(二)促使不動產市場資金來源的多樣化。我國不動產資金的來源以銀行抵押貸款為主，以致建設公司等投機家擅長短期炒作，以致房價高漲，如經由不動產證券化使不動產開發的資金來源是經由中、長期且穩定的資本市場，促使不動產開發朝向中長期的經營，則對抑制房價上漲及消除短線炒作有莫大貢獻。

(三)建立不動產資本市場，將大眾資金有效集合於住宅興建、都市開發及交通建設。目前我國正進行多項龐大公共建設計劃，以促使我國邁入先進國家之林，然所需鉅額之財源籌措，如以大量發行公債進行，將使財政惡化，此可以日本為借鏡。所以藉由不動產證券化之推動，吸收大量的社會游資，使一般投資大眾參與國家建設，並提供投資管道以疏解過剩的游資。

我國類似不動產證券化之案例，起源於民國六〇年代之財神酒店、嘉年華大飯店等，當時的方法為「集資投資、包租還本」，但由於國內相關法源基礎付之闕如，以致技術層面無法突破各項法律障礙，加上經營管理之問題，導致不動產證券化受到嚴重的挫折。最近幾年不動產證券化的潮流又掀起熱潮。在民間方面，由於房地產市場的不景氣，建築業者為促銷房地產及開發募集資金的管道，紛紛推出不動產證券化的銷售手法。在政府方面，為籌措龐大的公共建設資金

8 不動產證券化

來源，擬引用不動產證券化方法募集資金，運用於交通建設及新市鎮開發。因此不動產證券化勢必成為未來之風潮。由於不動產證券化實施牽涉之問題相當複雜，為了使不動產證券化能夠在我國推行順利，實宜參考美、日實施不動產證券化經驗，並參酌我國國情，制定實施方法、修訂相關法規、建立不動產證券之發行市場及流通市場等。有鑑於此，本書之內容以美國推行不動產證券化為主，內容涵蓋範圍頗為廣泛，其中艱深難解部分亦不少，惟經由多次的閱讀應可充分了解不動產證券化之相關知識。最後希望本書能對我國推行不動產證券化有所助益。

序 言

本書的主題是探討「不動產證券化」，由五位具有實務經驗或關心不動產證券化問題之專家學者聯合執筆，每位依各自的立場及角度分析不動產證券化。

「證券化」(Securitization)一語，近年來在日本迅速的傳播，目前已由「介紹時代」邁向「研究、開發時代」。本書主要以美國之不動產證券化為研究對象，目標是希望能超越單純的介紹，進行更進一步分析，但限於篇幅的關係，介紹仍占大部分。

不動產證券化，一語道之，乃指不動產資金直接從資本市場籌措的手法。在美國，傳統的不動產金融只是反映「不動產」之特殊性，與直接金融無直接關係。然而隨著經濟環境的激烈變化及金融自由化的浪潮中，儲蓄金融機構盛行將其持有之住宅抵押貸款給予證券化，目前證券化的潮流更廣及於辦公大樓、購物中心等商業不動產。本書乃嘗試說明不動產證券化目前的潮流及趨勢。

第一章：首先明確敘述不動產金融具有與一般企業金融不同的特質，進而對證券化之意義及定位給予分析，並進一步探討美國不動產證券化對日本之啓示。

第二章：以美國的實際例子詳論商業不動產的證券化，並研究不動產證券化在資本市場的相關問題。

第三章：分析最近在日本熱烈討論是否應該導入日本市

場的不動產投資信託（REIT），並對REIT在美國的發展情形作全面性介紹。

第四章：對美國於1986年稅制改革法而導入之“不動產抵押貸款管道”（REMIC）制度，說明其導入理由、及相關之法律、稅務問題等。

第五章：對美國不動產證券化之相關法律問題，進行整理，並歸納為幾個項目進行分析。

各章的敘述可能有重複之處或因執筆者之不同而有不同的見解，但為了使不動產證券化能夠廣泛討論以及了解各執筆者對不動產證券化之觀點，對於重複處及不同見解將不給予修改。最近土地價格的高漲、土地再開發等，使日本的土地問題備受矚目，本書適時探討不動產證券化，以尋求今後土地問題的解決方案，希望能促使不動產證券化受到廣泛的重視。

神田秀樹

著者介紹

金子榮作：1947年生，1972年東京大學經濟學部畢業。同年進入日本債券信用銀行，歷經營業、企劃、計劃形成等部門，目前任職該行產業調查部主任調查員。

橋上雅子：國際基督教大學教養學部畢業，行政學科碩士畢業。1981年哈佛大學研究所畢業。曾任職摩根、史坦利紐約總公司、solam plaza紐約總公司、Drexel Burnham證券東京分公司，現任Drexel Brunham證券紐約總公司債券營業部副總裁。

松本順一：1947年生，1971年國立橫濱大學經營學部畢業，同年進入三井產物公司，1975年以研究員身分赴奧大利國立大學社會學部留學，1980年取得芝加哥大學經營研究所經營學碩士（MBA）學位，目前任職三井物產業務企畫室課長。

小野傑：1953年生，1976年東京大學法學部畢業，1978年取得律師資格，1982年密西根大學研究所畢業，1983取得美國紐約州律師資格，目前為西村真田法律事務所合夥人，兼任律師。

神田秀樹：1953年生，1977年東京大學畢，目前為東京大學法學部助教授。

編譯者 林世淵

1957年生，1980年成功大學企管系畢，1982年任職台灣松下股份有限公司，1989年日本慶應大學商學研究所畢，目前任職財政部證券管理委員會。

不動產證券化

目 錄

譯者前言 序

第一章 不動產證券化····· 1

第一節 不動產金融····· 2

第二節 不動產證券化的架構····· 8

第三節 證券化與不動產管理····· 27

第四節 美國不動產證券化對日本之啓示····· 40

第二章 美國之商業不動產證券····· 49

第一節 商業不動產證券的萌芽····· 51

第二節 商業不動產證券債券之分類····· 55

第三節 商業不動產債券之信用分析····· 60

第四節 商業不動產債券與信用評等····· 73

第五節 結語—商業不動產證券市場之原動力·· 83

附 錄 另一種的證券化—不動產股權證券····· 90

第三章 美國之不動產投資信託 (REIT)·· 93

第一節 REIT的歷史····· 95

2 不動產證券化

第二節	REIT的定義·····	101
第三節	REIT的特徵·····	103
第四節	REIT的型態·····	105
第五節	REIT的市場·····	109
第六節	直接所有型REIT之分析·····	112
第七節	間接所有型REIT之分析·····	115
第八節	REIT與有限合夥之比較·····	117

第四章 REMIC——美國不動產證券化

的架構及稅法上處理····· 119

第一節	美國不動產證券化之架構·····	121
第二節	不動產抵押投資管道 (REMIC)·····	147
附 錄	REMIC相關條文——1986年內地稅則 第860(A)條至第860(G)條·····	172

第五章 美國不動產證券化相關法律問題 187

第一節	證券化的架構·····	188
第二節	各種法律相關問題·····	192
附 錄	美國證券化商品及證券化之發展·····	203

重要解釋名詞····· 237

不動產證券化

第一章

不動產擁有其他經濟財迥然不同的特性，導致不動產的投資、開發需要專業知識及大量資金，因此對不動產的投資容易造成投資風險的過度集中，形成不動產投資瓶頸，為解決不動產投資的瓶頸，不動產證券化於焉產生。不動產證券化是將不動產投資轉變為證券、債券及受益憑證之型態，投資者與標的不動產之關係由直接的物權關係轉換為持有債權性質之有價證券，促使不動產的價值由固定資本型態轉換為流動性資本證券。

不動產證券化之優點，就社會整體而言，可促進不動產及社會資金的有效運用，結合資本市場與不動產市場使投資管道多樣化，促進不動產市場機能健全以避免財團壟斷市場及防止貧富差距的擴大，進而因不動產資本市場的建立而將大眾資金有效匯集於都市開發及交通建設等龐大公共建設計畫；就不動產經營者而言，最大優點為經由發行不動產證券取得低成本大量資金，其次為因專業知識的提供而收取報酬；就投資者而言，不但提高不動產投資的變現性及流動性，而且可以小額資金從事規模龐大之不動產投資。

在探討不動產證券化運作方式之前，若能對於證券化、不動產特性、不動產開發程序、證券發行者與投資家之間的關係等概念充分了解及掌握，則對研究不動產證券化之各種問題有所助益，因此這些概念可稱之為不動產證券化入門基本概念。

傳統的不動產金融是將不動產抵押以借取資金，亦即“負債型不動產金融”，而不動產證券化是經由發行證券（股權）募集資金的不動產金融，亦稱“不動產股權之證券化”。不動產證券化之架構與美國住宅抵押貸款證券（MBS）架構亦略有所不同。負債型不動產金融隨著金融環境的變化而發生變化，更促使不動產證券化的產生，在研究不動產證券化理解負債型不動產金融的變遷及MBS之歷史沿革是頗為重要。

不動產證券化的三大要素為不動產本身、不動產金融及架構性證券，其中架構性證券是不動產證券化最重要特性，探討不動產金融的架構性，了解架構性所衍生出各專業機構之功能分化及對不動產證券投資的機構化，才能窺視不動產證券化之全貌。

不動產證券化後對不動產管理上產生重大衝擊，由於不動產證券化是持有表彰不動產部分權益之證書，而放棄不動產之所有、控制、占有等，因此對不動產之期待是不動產證券價格的上升而非不動產之增值，不動產管理方式因而產生重大變革，不動產管理因不動產所有程度有密切關係，亦即因所有比例的大小而產生各種不同的管理方式。

2 不動產證券化

商業不動產證券在美國資本市場是屬於新發展的領域，目前正逐漸成長，為極具發展潛力的資本市場。狹義的不動產證券化（Securitization of Real Estate）係指商業不動產資金直接從資本市場募集之型態。唯在本章探討的焦點將集中於不動產資金之取得如何新型化問題，並且對資本市場相關問題亦給予分析。更進一步，從不動產資金籌措面研究其架構、發展背景，並與住宅金融資金籌措之新型化作比較，進而探討其相互間關係，然後對因不動產金融的新型化所伴隨的不動產管理問題加以解析，以了解美國商業不動產（Commercial Properties）證券化發展過程之全貌，並希望從美國之經驗能對日本發展不動產證券化有建設性的啓示。

第一節 不動產金融

在進入不動產金融新型化或不動產證券化問題前，擬簡單扼要敘述不動產金融的概念。

一、與企業金融之比較

不動產金融（Real Estate Finance）能否包括在企業金融（Corporate Finance）範疇內？在企業金融中當然亦包括對不動產業界之融資。表 1 - 1 為美國資本市場的規模，表中屬於企業金融的包括負債（Debt）方式之公司債及股權方式（Equity）之股票，當然其中亦包括對不動產公司之融資。另一方面，不動產金融則包括商業不動產抵押貸款與商業不動產股權融資。因此在美國，不動產金融與企業金融有明確的區分，尤其必須特別注意的是美國不動產金融已是資本市