

論壇

# 住宅增值參與證券：降低民眾住宅負擔新方案—— 一個可負擔且持續的住宅所有權之新方案

## Home Appreciation Participation Notes (HAPNs) - A New Way to Affordable and Sustainable Homeownership

楊太樂\*

Tyler T. Yang\*

### 摘要

住宅兼具消費財及投資財的雙重特性。在現今制度下，購屋民眾必須同時購買兩種住宅特性，然投資財的特性不但增加房價波動風險，亦使部分民眾購屋壓力加重，無力負擔包含投資財的住宅價格，進而影響民眾消費住宅的基本權利。住宅增值參與證券(HAPNs)是一個同時考量購屋者負擔能力及降低房價波動風險的金融創新方案，藉由分開出售住宅的消費財與投資財雙重特性，來提高購屋者購屋負擔能力並降低銀行呆帳風險，亦增加購屋者投資組合之規劃調整彈性。住宅增值參與證券(HAPNs)整合多項現行住房融資制度，應可順利的在現行法規與市場環境中推行。

**關鍵詞：**住宅增值參與證券、住宅消費、住宅增值、證券化、負擔能力、住宅擁有、預防取消回贖權

### ABSTRACT

Housing is a unique commodity in that it simultaneously possesses two conflicting utility values: shelter consumption and investment. Because these two utilities are bundled together under the current legal system, the excessive housing value fluctuation caused by investment has repeatedly posed problems to the affordability and stability of the national housing consumption. We argue that the housing commodity allocation and efficiency will vastly improve as a result of decomposing these two utilities into segregated markets. Home Appreciation Participation Notes (HAPNs) constitute a financial innovation that allows the housing price risk to be separated from the shelter necessity. In addition to the benefit of improved housing affordability and reduced mortgage default risk, HAPNs also enable homeowners to more flexibly manage their wealth portfolios. As they integrate many existing features, HAPNs can be easily implemented under the current legislative and market environments.

**Key words:** HAPN, housing consumption, home appreciation, securitization, affordable, homeownership, foreclosure prevention

(本文於2009年3月2日收稿，實際出版日期2009年6月)

\* 美國安富金融工程集團總裁

Chairman and CEO, IFE Group. E-mail: tyler.yang@ifegroup.com

## 制度背景

美國住宅金融危機所引發的市場景氣衰退已蔓延全球，使得世界各國現正面臨嚴峻的經濟挑戰。然住宅金融危機發生的最大原因在於購屋者必須承擔未來房價下跌與房貸利率上升所隱藏的風險損失，當房價下跌至不足償還房貸餘額時，購屋者僅能選擇貸款違約來抑制損失增加，因此購屋潛藏的風險不但造成銀行貸款違約率大增，更可能使購屋者喪失房屋所有權，導致嚴重的財務損失。

存在住宅市場中之投機者，經常藉由投資炒作使得部分市場房價飆漲，甚至面臨房價泡沫化的危機。在房價飆漲的情況下，部分民眾無力購屋，或購買超出市場穩定價格的房屋，而該價格亦非民眾所能負擔之範圍。造成民眾超額購屋的主要原因在於銀行提供的各項房屋貸款專案，其提高了購屋者的負擔能力。寬鬆的核貸條件及低頭期款等各項誘因，遂使民眾大膽的購買高價房屋，但卻伴隨著前所未有的浮動利率房貸月還款額變動風險。假設市場景氣面臨衰退，房價開始下跌，市場利率上升，購屋者將無力償還房屋貸款，銀行貸款違約率隨之增加，導致購屋者喪失其房屋所有權並造成龐大的財務損失，而如此衰退的住宅金融市場，隨之而來的即是整體金融市場逐漸蕭條。

住宅增值參與證券(home appreciation participation notes, 簡稱HAPN)是一個同時考量購屋者負擔能力及降低房價波動風險的新方案。HAPN藉由分開出售住宅的消費財與投資財雙重特性，來提高購屋者購屋負擔能力並轉移房價波動風險。

住宅兼具消費財與投資財的雙重特性。購屋者在購屋後將取得消費房屋的權利，其中包括居住權、裝修權利及所有權移轉權利等等，然而，對一般的購屋者而言，房屋也是其畢生最大投資。HAPN方案將房屋的消費財與投資財分開出售，住屋者可以保留房屋的消費權，房屋未來的增值利益則出售給其他投資者，隨著房屋投資價值的出售，房價波動風險亦隨之轉移，民眾的購屋能力將大幅提升。

## HAPN是什麼？

HAPN是一種分離房屋債權的財務工具。購屋者將HAPN出售給投資者，使購屋者所需負擔的房價降低，房屋貸款金額亦降低。HAPN價格為出售HAPN時房屋預期增值的折現值，隨著房屋投資財HAPN的出售，房屋未來價格變動的潛在風險或利益也轉移給投資者。

HAPN投資者購買房屋未來的增值權，在房屋移轉時投資利益將得以實現，住宅所有權移轉日即為HAPN的到期日。HAPN為一零息債券，在到期日之前，購屋者不需償還任何本金或利息。倘若未來房價上漲，HAPN投資者將取得增值利益，反之，若未來房價下跌，投資者則需負擔損失。

HAPN投資利潤為房屋期初(購買時)價值與期末(出售時)價值的差額。HAPN抵押權順位在房屋原設定的抵押權之後，屬於次順序抵押權。

HAPN可依據房屋消費者與投資者的需求而有不同規定或調整。舉例來說，消費者亦可分享房屋增值利潤，如保證消費者之房價每年以固定比率增值，對消費者而言，則可降低房價波動風險，且在居住時間則有維護屋況的誘因。

而相較於其他貸款產品，例如分享增值抵押貸款(shared-appreciation mortgages, SAMs)，HAPN更具有減輕購屋者負擔與降低購屋風險等雙重功能。

## HAPN實施之可行性

HAPN結合既有之抵押貸款商品，僅需制定HAPN的相關配套措施，即可應用於現行抵押制度當中。HAPN不影響原本的房屋貸款，但會降低違約風險，進而改變抵押權的風險組合，因此，金融機構(抵押權人)必須調整其核貸標準及風險管理機制。此外，HAPN擁有第二順位抵押權，金融機構須建立相關登記措施。不同於其他新式貸款方案增加購屋者的風險負擔，HAPN可降低消費者承受之風險，故推廣上不應有重大疑慮。

當前金融市場是實施HAPN的適當時機，特別是住宅金融市場。目前銀行房貸的呆帳與違約問題嚴重，更有大量的查封法拍案件，此時若無法重整貸款人的貸款結構，貸款問題將持續惡化，民眾亦將失去房屋所有權，造成龐大的財務損失。

一般來說，當政府面對房貸問題會採取減輕本金或降低房貸利率等措施予以解決，期望透過更寬鬆貸款條件來提高民眾償還能力，然而此等方式皆需政府的龐大資金挹注。相對於此，HAPN機制方案則不需政府補貼，以資本市場自行運作即可順利解決當前的房貸問題。

市場中存在許多償還貸款能力不足之購屋者，當其房貸餘額大於房價時，這些貸款就有可能違約。HAPN機制讓購屋者可以出售房屋未來的增值權，其價值會因當地市場成長率而有所不同，大約為房屋總價的百分之二十至百分之五十。隨著HAPN的出售，購屋者的貸款金額隨之降低。隨著房貸金額降低，月還款額的要求也等比例的降低百分之二十至五十，使得購屋者能重新具備償還能力，這將可避免民眾房屋被查封拍賣。在過去一年來，美國有大量的逾期房貸經由傳統的貸款重整方式而重新履約。但由於房價持續下滑，此類重整房貸有半數以上在六個月內又重新逾期。若使用HAPN來重整逾期房貸時，因未來房價下滑的風險已由HAPN承擔，屋主不會受到損失，類似的重新逾期問題將不復存在。

如此，金融機構經由HAPN的操作，把需要大量資本支撐的不良債權，轉換成僅需較少資本支撐的正常債權，即能改善其資本部位及資金週轉能力。因此HAPN不需要政府補貼，即能運用資本市場運作，成功降低民眾的貸款負擔，解決銀行房不良債權問題。

在現行體制下，金融機構與建築業者皆得以自行發展HAPN機制，然而在金融市場中政府扮演著重要角色，對於當前房市危機，藉由政府監督HAPN之履行及提高HAPN之流通性，將更有助於HAPN有效實行，進而加速解決當前房貸問題，及促進房屋市場復甦。

## HAPN有助於房地產發展及解決當前金融危機

目前美國房地產市場呈現停滯狀態，而造成房市蕭條有三大原因，首先是當前金融市場危機造成市場的信用緊縮。金融機構已面臨嚴重的資金衝擊，以往過於鬆散的信用審核標準是造成現今信用緊縮的主要原因。因此，即使以往被認為是高品質的借款者，如今也無法由銀行取得融資借款。第二，即使購屋者可以取得銀行借款，但在房價下跌的預期心理下，大部分的購屋者於房價尚未穩定前仍不願進行房市交易。第三，有能力的購屋者，亦會選擇價格相對便宜的成屋市場，而新屋或預售屋市場則持續蕭條。

HAPN可幫助傳統金融機構將不良債權轉為正常債權，進而增加放款總量；而私有資金投資者亦可透過HAPN交易，投資於房貸市場。因此透過HAPN即可解決當前房市問題，為房貸市場注入活水，加速整體房屋市場復甦。

一旦購屋者將房屋增值權出售給投資者，即不需再擔心未來房價會下跌，因而願意進入購屋市場，有效刺激房市需求。HAPN亦有效減少首購族的支付負擔及降低房價波動風險。房貸逾期的屋主可藉由HAPN重整貸款，以避免房屋因繳款不足而遭查封拍賣。成屋市場存貨隨之減少，降低房價繼續下滑的壓力，間接帶動新屋與預售屋市場之復甦。

此外，HAPN也有利於建商加速其餘屋出售。過去有些建商會提供第二順位抵押貸款來提高購屋者的購買能力，但這並不能解除購屋者對未來房價下跌的疑慮，而且會增加購屋者的還款負擔，提高未來房貸違約之風險。HAPN提供一個更有利之解套方案，建商可考慮僅出售房屋的使用權，而自行保留HAPN的增值權。如此，購屋者能以原價之百分之五十至八十購買房屋的使用權，且不必擔心未來房價可能繼續下跌。對建商而言，出售使用權至少可以出清部分存貨，回收部分投資成本，改善資金週轉能力。由建商購買HAPN，不但能降低購屋者的月付金額，有效提高其負擔能力，建商更可以獲得未來房價的增值利益(相對亦須承擔房價下跌風險)。

## HAPN對市場之影響

HAPN若能有效實行，對住宅金融市場將有多方正面之影響。首先，購屋者得以自行依其投資喜好進行個人理財投資組合規劃。多樣化的資產選擇是有效投資的關鍵策略，但在目前的市場制度下對於大部分的購屋者而言，房屋卻是許多住家主要的，甚至唯一的投資資產。因此一旦住宅市場衰退將造成嚴重損失。HAPN主要優點即在於提供購屋者多元的住宅投資選擇，能有效分散投資風險。購屋者得自由決定HAPN的比例，例如：選擇保留住宅全部的投資財，不出售HAPN；或者出售部分投資財；亦或出售全部的投資財，僅保留百分之一的每年住宅增值利益。因此購屋者可以依據投資偏好及風險屬性進行個人理財投資組合的調整規劃。

第二，購屋者現階段必須同時負擔房屋的消費財與投資財，投資財的增值價格不僅使購屋壓力加重，部分民眾更可能因此無法跨入購屋門檻，而HAPN將住宅的投資財出售，一般民眾可以較低的價格購得住宅。現在的租賃者也可能具備購屋能力，長期下來，將擴增購屋市場需求，減少無殼蝸牛，亦保障民眾的居住權利及生活品質。

最後，待HAPN制度成熟，房價波動風險將轉移給較有能力負擔的投資者。購屋者無須承擔房價下跌的損失，便能有效大幅降低房貸違約風險，從而降低房貸利率。