

第二章 理論與文獻回顧

IVSC(2003)闡述土地和財產概念，分別為土地是人類生活根本的需求，土地被視為一種不動產，其價值為不動產的效用、滿足需求的容量或人類社會的需要，同時土地亦是經久不變的資產，也具有固定的區位，土地的市場價值奠基於土地之最高級及最佳使用的概念，其影響了土地之效用及價值表現；價值的貢獻來自於獨特性、耐用度與區位，相關如有限供給、賦予基地之特殊效用；財產是一種法律概念，包括權益、權利及所有權的利益。相較不動產之差異為不動產為有形的權利，財產是法律之概念。某些國家把二者視為一束權利，如使用、買賣、租賃等。

在國際估價準則中定義使用價值(value in use)是以特定使用者的觀點所評估的非市場價值，使用價值有時會被認為是屬於特定使用者或所有者的價值；交換價值(value in exchange)是視為發生在一不確定環境中，用以交換資產所有權的市場價值。

不動產主要由土地及建築物所組成，土地經久不壞，可作為長期的利用，因此極易成為價值交換之標的。證券市場提供資金匯流的場所，同時架構了消費、儲蓄及投資的配置管道。因此，本章將分別就證券市場、證券種類、不動產特性以及不動產證券化等現況暨成果綜合討論，分別了解相關特性並擷取其優點，以增加土地結合證券市場的相容性。此外，本文假定的土地證券為期間無收益之證券，與不動產證券化強調投資期間的收益性不同，因此亦將性質先予說明，最後關於土地標售的內容與機制亦一併列舉。

第一節 證券市場及周邊機構

張捷昌(七十一年)在資本集中與證券制度中，指出資本的證券化係將社會上游間的資金集中於企業的一種手段，但是，只是將資本分割成許多證券，並不能順利推動資本證券化至資本集中的過程。證券持有者還得自由地將持有的證券轉讓給他人，同時也須有個證券交換場所，以滿足貨幣資金提供者所期望的短期的資本流動，

另一方面，貨幣資金需要者由於資產之固定性，所希求的是長期的固定資本。出資者所希求之資本的短期性與企業所希求之長期性之間是相互矛盾的，為了解決二者之間之矛盾，使企業得到半永久性的資本，同時出資者也可以自由地投資自己認為較有前途的企業，便產生了證券市場。

劉玉珍等(民國九十一年)指出證券市場匯集資金並提供有價證券的評價機制，除了對企業體的卓越經營績效予以資訊公開揭露外，也對其成長茁壯給予資本累積的機會。換言之，證券市場匯集有價證券並提供資金進出之法制，對法人及自然人也提供來自企業體及整體社會資本累積的報酬果實。因此證券市場的結構及有效管理的設計，架構了消費、儲蓄及投資的配置管道，而為現代企業及社會分配資源所必需，可以說是現代人透過法制享有因企業體提高生活水準而富裕民生之基礎。

劉憶如等(民國八十八年)以臺灣證券市場為例，將周邊機構分列如下；

- 一、證券暨期貨管理委員會
- 二、證券交易所
- 三、櫃台買賣中心
- 四、臺灣證券集中保管中心
- 五、證券金融事業
- 六、證券商與證券商同業公會
- 七、證券投信與投顧事業

第二節 證券投資工具及分類

謝明瑞等(民國八十七年)說明證券市場中的投資工具大多屬於金融合約性質的有價證券(Security)，其內容載明證券發行人及投資人的權利及義務。一般而言，有價證券約定發行人以特定財產的求償權或其未來收益的分配權，交換投資人現有資金或其使用權。證券投資工具依其合約所記載的權利義務內容，可區分為權益型(Equity)及債券型(Bond)二大類。而權益型有價證券又可分為股票及受益憑證

(共同基金)二類，廣義的債券型有價證券泛指固定收入有價證券(Fixed-income Security)，甚至包括領取固定股息的特別股。有價證券依完成交易的時間及交易方式，可區分為現貨(Spot)及衍生性有價證券(Derivative Security)。

現貨有價證券交易係銀貨二訖的即時交易，而衍生性有價證券則針對交易標的、交易價格、交易時間、地點及交易方式，另以契約方式規範交易雙方的權利義務，例如期貨、選擇權及換約交易等。此外，有價證券投資期間在一年以內者為貨幣市場(Money Market)投資工具，包括國庫券、可轉讓存單及短期票券，因此又稱為票券市場投資工具；一年以上中長期較高風險為資本市場(Capital Market)投資工具，包括中長期政府公債、公司債、股票、受益憑證、選擇權及期貨等。

David(1992)表示證券市場之功能在使資金之供給者與需求者各取所需達到均衡，因此由市場效率(market efficiency)觀點言之，不動產證券市場應符合分配效率(allocational efficiency)、經營效率(operationally efficiency)與資訊效率(informationally efficiency)三者。茲分述如下：

- 一、分配效率：係指在競爭市場中由出價最高之競標者，獲取資金並將稀有資源作最有效之運用；即透過競標過程使資金作最有效之運用。
- 二、經營效率：市場之交易成本經由完全競爭以決定者，在理想情況下其交易成本為零。
- 三、資訊效率：係指市場價格能迅速且完全反應有關之相關資訊。當市場具備上述之三種效率時為完全市場且具完全效率性質，其限制條件為：
 - (一)市場為無摩擦之市場。
 - (二)市場為完全競爭且參與者均為價格之接受者。
 - (三)投資者均有充分認識且為理性投資者。
 - (四)使用資訊無須負擔成本且參與者均能同時獲得資訊。

第三節 不動產市場特性

林英彥（民國九十二年）指出不動產市場（Real Estate Market）是由土地、建築物之供需關係所成立者，故不動產是一種具體市場。但就市場形態言之，不動產市場並未形成嚴密意義之交易所形態，而是一種集合之觀念，係由數千小市場於不同地區發生作用而形成。林森田（民國八十五年）指出土地市場是購買者與出售者一起決定一價格，以為某特定土地之交易，不像股票市場，土地市場並無正式組織之交易場所，可供出價或公開交易。同時分別指出下列二點；

一、在企業會計上，不動產是固定資產，所以不動產市場是資本市場的一種。

二、土地在本質上係自然資源，但建築物係人類所造成者，此物定著於土地，

始稱為不動產。故一般不動產之特性，係以土地之特性基礎。

不動產市場之特徵，根據林英彥（民國九十二年）之說明，有下列幾點；

一、不動產市場集中生產品之固定位置於一處。

二、其生產物無標準化而常有不同之性質。

三、基於當地之供需條件。

四、大多數交易包括鉅額酬金。

五、習慣上利用信用協定。

六、市場中普通購買者及出售者即不易預料。

七、經紀人服務之普遍利用。

八、隨價格變動而引起之不動產供需增減之反應緩慢。

九、供給者與需求者雙方在一生中從事不動產交易之次數很少，故對不動產市場之資訊掌握相當缺乏。

十、成立交易之期間相當長，而且需訂定相當複雜之交易契約。成立交易後還要辦理複雜之登記手續。

十一、不動產交易成立，不僅要支付龐大之價金，而且雙方均需負擔一筆可觀之稅賦。

十二、在不動產市場上引起之交易糾紛遠超過一般商品之交易糾紛。

由於不動產市場有以上之特徵，致不動產價格之決定相當困難，估價師必須充分了解不動產市場上之各種習俗、相關規定，才能求得客觀公正合理之價格。

廖咸興等（民國八十八年）認為不動產市場之特徵可歸納為下列四點；

- 一、產品差異性大。
- 二、市場分散。
- 三、市場組成複雜。
- 四、議價成交。

由此可知不動產具有一個不完全競爭的市場結構，不動產市場中之買者與賣者接非價格接受者，產品具高度異質性，並且由於市場相當複雜，使得訊息不充分流通，所以不動產市場是一個不完全競爭市場。

謝明瑞等（民國八十六年）說明土地的多重使用性，土地的供給有限，需求卻無限，都會區中一地難求，非都會區的土地易水漲船高，一人擁有大塊土地的機會愈來愈少，形成所謂的持分共有，亦即多人以持分共有的方式擁有一塊土地。另一方面，土地亦可視為商品，但其交易方式與一般商品不同，土地買賣雙方難以在市場中直接交易，通常必須透過經紀商來完成，又因不動產交易金額較大，許多人也許僅有一次不動產買賣之機會。

IVSC(2003)指出與財貨及證券市場相較之下，不動產市場被認為是無效率的。這個特徵被歸因於相對上較無彈性的供給，以及不動產的不可移動性。其次，不動產投資方面，由於不動產的低變現性，使得大量的價值無法立即地被運用。

第四節 地上權權利

我國民法第 832 條關於地上權之意義為稱地上權者，謂以在他人土地上有建築物，或其他工作物，或竹木為目的而使用其土地之權。是以說明地上權為使用土地之權利。地上權不動產價值為地上權加地上物之總和，其中地上權為使用權，多設

有存續期間，除因其價值會隨著地上權剩餘年限減少而遞減外，在存續期間內亦有可能因地上權地租未繳付，或因違反權利使用限制而遭土地所有權人撤銷而消滅，故其價值及市場性不易確定，實務上亦缺乏客觀認定標準，難以計算真正之價值，

張梅英（民國八十五年）以公有非公用土地設定地上權為例，指出此方式分享經濟成長所帶來之地價增值，將公有土地以設定地上權方式提供私人開發利用，由於土地所有權仍保持公有，政府除透過租金收取土地價值之一部份外，對於因社會經濟成長所產生的地價增值，亦可於地上權存續期間屆滿而收回，由全民共享之。此外，就資金運用效率而言，地上權人不須籌措鉅額土地資金購買土地，有利資金之運用，減少投資人的負擔。

林漢隆（民國八十九年）指出區分所有建物之基地使用權，多以區分所有人分別共有建築基地所有權形態存在，一旦區分所有建物因地震、災變等因素而完全會損後，區分所有人間將不再因區分所有建物所產生之權利義務關係，而區分所有權人引存在土地共有之關係。其結論說明由於區分所有建築物再建因土地共有所產生的問題不少，因此其主張採用區分地上權之方式取得基地利用權，將有助於再建問題之解決。

表 2-1 地上權性質

項 目	內 容
權利性質	物權
是否登記	非經登記不生效力
地租支付	不以支付地租為必要
存續期間	無限制
權利轉讓	除契約另有訂定或另有習慣外，得自由轉讓。
是否得為擔保之標的	得為抵押之標的物
租金減免之請求	不得請求

資料來源：張梅英（民國八十五年）

土地證券與地上權權利不同之處在於地上權的設定自始開始，並約定使用年限；土地證券的形成則可於土地或建築物的使用階段中，依據未來需求，彈性運用。

第五節 不動產證券化

不動產證券化條例指出不動產證券化之基本架構係將投資人與所投資之不動產間之法律關係，由直接持有不動產之所有權之物權關係，轉變為持有表彰經濟效益之有價證券，將不動產由原先僵固性之資產形態轉化成流動性之有價證券形態，同時運用自社會大眾購買有價證券所募集之資金，透過不動產專業開發或管理機構進行不動產之開發、管理或處分。以有效開發不動產，提高不動產之價值，充分結合不動產市場與資本市場之特性，以達地利共享，錢暢其流之目的。換言之，不動產證券化係將一個或數個而不具流動性之不動產，透過細分為較小單位並發行有價證券予以投資人之方式，達到促進不動產市場及資本市場相互發展之目標。不動產證券化對投資人之好處，主要是可透過不動產證券化之方式，以小額投資參與過去無力參加面積且金額龐大之不動產投資，同時擁有變現性與流通性，並由受託機構運用專業能力為投資人選擇適當不動產標的，加以管理、運用或處分，以增加收益。其對於不動產所有者之好處，在於透過募集社會大眾資金之方式，以解決不動產開發所需龐大資金之問題，或藉以先行回收資金，將資金做更有效率之應用。

世界各國不動產證券化最為成功之案例為美國之不動產投資信託（Real Estate Investment Trust, REIT）制度，美國不動產投資信託雖以公司形態為主，但其主要運作模式與證券投資信託制度亦屬類似，亦即向社會大眾募集資金用以投資不動產，並發行表彰不動產投資信託基金持有不動產資產價值之受益證券予受益人，而其受益證券又以封閉型基金為主，並於證券交易所上市交易，具有相當流動性。

Lowy(1999)認為不動產投資信託（REIT）相較於投資不動產的傳統方式，具有下列優點：

- 一、市場流動性相對較高。
- 二、透過專業經營可達到最佳收益。
- 三、享有定期的收益，且易於辨識其市場價值。
- 四、可以多樣化之標的，構成投資組合，分散投資風險。

張金鶚(民國八十六年)指出不動產證券化的意義在於可依證券形式自資本市場所募集而來之資金，直接或間接的方式參與不動產之投資與經營。目的為投資經營者可於資本市場取得融資，除可促進資金的有效流通外，且不動產本身也可在資金充裕的條件下達到有效的開發與利用。關於不動產證券化的特性，分別描述其流通性、變現性、公平性、專業化以及分散風險等優點；關於不動產證券化，見表 2-2。

表 2-2 不動產證券化

項 目	內 容
證券化的主要目的	藉由不動產證券化以結合資本市場與不動產市場，促進不動產與資金的有效利用。
證券形式與性質	此有價證券如股票、受益憑證，可於證券市場交易為資本性證券。
經營主體	不動產投資經營機構
融資對象	不動產經營者
於不動產市場所扮演的角色功能	直接參與不動產市場經營或以融資方式間接參與

資料來源：張金鶚(民國八十六年)

陳芳怡(民國八十六年)指出不動產證券化應可解決都市更新資金的來源，透過證券化的方式將有助於引導民間資金投入更新事業，同時使得一般小額投資人可以分享都市更新所衍生的利益。

美國估價協會指出 REITs 的成立確實提供一項不同的投資選擇，投資者也可能因摒棄持有多個不動產投資，改作不動產組合的單一投資而獲利。另需要大額資本之投資也可以經組合後，讓許多個別無力購買之投資者可一起投資。

姜堯民(民國九十一年)指出將來 Taiwan - REITs 基本上是採封閉型基金形式，因此集中市場是 REITs 較佳的上市場所，將來如能於集中市場上市交易，當能有較佳之流動性。

第六節 證券投資與不動產投資

黃嘉興（民國八十七年）指出證券投資與不動產投資是目前最受歡迎的二種投資方式。但是證券投資之金額卻遠小於不動產投資，其次證券投資之變現性佳，透過證券市場之交易，較易取得資金，不動產則有高單價與流通性不佳的缺點。

黃瓊瑩（民國九十三年）說明不動產的流動性風險，不動產的特性之一為異質性，且無法像股票一樣可以在市場中持續的交易，不動產在交易前，買方必須要作資料收集及研究分析，即使買方有意願購買，也必須安排貸款及處理法律程序，即不動產交易必須經過一段時間，因此不動產的流動性是低的，在不動產投資應考慮流動性風險。

翁偉翔（民國九十二年）就不動產證券化的需求面指出流通性主要是針對受益證券的交易市場而言，不動產證券化的一個重要目的在於將原本不易變現的固定資產，透過證券化之方式使其流通性更強，資金運用更靈活。其研究結論說明一般投資者認為受益證券的市場流通性愈高、分散風險的重要性愈高以及預期報酬率愈高，則購買不動產受益證券的可能性愈高；法人投資者認為分散風險的重要性愈高，以及其主要投資工具愈多，則購買不動產受益證券的機率愈高。

謝明瑞等（民國八十七年）指出投資人購買證券若著重於長期正規投資報酬，其報酬則決定於該公司盈餘之分配，以及證券本身的增值，這種購買證券的行為可視為一種投資；若投資人購買證券只著重證券價格的漲跌，而不考慮公司的潛在經營，並以謀取短期利益為主要考量，則這種購買行為稱之為投機。

謝明瑞等（民國八十六年）指出不動產投資首重中長期的戰略應用，不向股票、期貨等在短期之內即可獲利，尤其隨著社會的長期變遷，國民所得的大幅成長，不動產的長期增值利益更是指日可待。

廖咸興等（民國八十八年）指出不動產投資的特徵為下列各點：

- 一、長期而言社會對不動產之需求相對於其他非基本財貨較穩定。
- 二、不動產為良好對抗通貨膨脹之資產。

Darrat and Glascock (1989)指出不動產相較於其他投資理財工具不僅具有高報酬性，同時其所承擔之風險亦較低。

Clare(2000)不動產的市場價格是由供給與需求的交互作用所決定的，依照不動產市場的特性，又可分為三個次市場，租賃市場、開發市場與投資市場，供給與需求會受到出售的壓力、購買的壓力、替代財貨的有無、其他投資的價格與機會、賦稅結構、期望等因素所影響。

美國估價協會指出價值係未來可獲得利益的預期 (anticipation) 所產生，在不動產市場價值是決定於市場參與者對未來利益的預期；機會成本 (opportunity) 是一不被選取、或被否定、或喪失的機會淨成本，亦即選擇一項投資之投資者，放棄其他可投資的機會。機會成本可能以不同形式發生，並且與替代原則有關，對吸引資金所需的報酬率估價特別重要；在貨幣市場發行的金融工具(financial instruments)，是由價格決定其投資收益(investment yield)。收益乃是投資工具的票面利息加上折價，或減掉溢價的部份；利率則是金錢的價格或成本，隱含了當日市場上作相同信用等級與到期日投資的利率水準。

IVSC(2003)討論在世界的財富總額中不動產佔有可觀的部分，而且它的價值是全球資產與金融市場的核心。不動產必須與資產的其他種類作區別，經過 IVSC 認定後資產的種類可以分成實質資產、動產、企業與財務利益等四種。實質資產是整合所有相關於不動產所有權的權利與利益，而不能單純與實體的不動產混淆。不動產則是包括土地本身，以及發生在土地上的物體，像是建築改良物與農作改良物等。關於不動產的所有權有時候會稱為一束權利，這包括使用權、佔有、買賣、租賃、抵押、拋棄等權利；然而在某些國家一些特別的權利會被分出。

第七節 公開標售制度

陳憶茹(民國九十三年)針對法拍屋拍賣價值指出由於法拍屋市場之特性，造成市場競爭障礙，實證分析結論指出因競爭程度不足，導致法拍屋價格較搜尋市場折價，市場競爭不足實為導致法拍屋市場價格折讓之主要原因，若市場競爭程度提高，則價格較搜尋市場折價幅度將減少。

Mayer(1998)指出公開拍賣市場所呈現之競爭程度高且交易成本較低，因此容易溢價出售。Quan(1994)利用拍賣理論分析拍賣價格，認為市場資訊揭露程度與價格呈現高度相關，拍賣資訊揭露程度高則參與者眾，價格便因競價行為而提高。

關於國外採行公開拍賣的執行價格多為溢價出售，見表 2-3。

表 2-3 公開拍賣的執行價格

研究者	拍賣制度	地區	所佔比例	類型	執行結果
Lusht (1996)	公開競標	澳洲	1/2	正常資產	溢價出售
Mayer (1998)	公開競標	美國	少數	正常資產及 不良債權	溢價出售
Quan (2002)	公開競標	美國	少數	正常資產	溢價出售
Dotzour 等 (1998)	公開競標	紐西蘭	-	正常資產	溢價出售

資料來源：陳憶茹(民國九十三年)