

不動產證券化與市地開發之研究(下)*

張金鶚** 白金安***

肆、不動產證券化於都市更新之運作模擬

藉由不動產證券化的運作方式，可結合民間資源從事市地開發，進而達到市地之有效利用的目的，而所謂的市地開發包含新社區的開發、舊市區的更新，及捷運車站之聯合開發等，本研究基於人力及時間之考量，乃以都市更新範疇，針對權利變換運作方式之權益分配，模擬經由證券化後之權利變換模式，並予以比較分析。而於此本文採權利變換運作方式為探討課題，主要是基於下列理由：

- (1)日本自1969年都市再開發法領布以來，至1986年底已完成的更新區中有219個地區是以權利變換方式達成，佔總數的97.3%，可見此法在日本應用得非常成功（註五三）。
- (2)權利變換之運作方式，在日本有專法規範，因此有其強制性，然其運作模式與精神，類似國內之合建方式，故頗值得國人借鏡。
- (3)於權利變換中，藉由證券化的運作，引入再投資的功能，可提高原權利人之權利價值，創造更高的收益，有助於更新事業的推動。

因此本研究嘗試藉由證券化的運作模擬，透過權利變換的方式，建立證券化權利變換的運作模式，以供政府作為日後更新事業的參考。

一、權利變換之運作方式

日本都市再開發法之權利變換方式，具有行政上之強制力量，且此制度之運作尚有其他之法令配合，而就整體之制度而言，國內有關研究頗多，本文於此不再贅述，而基於本研究

* 本文乃接受行政院國科會補助研究（NSC-79-0301-H004-08），特以致謝。

** 作者為本校地政系專任教授

*** 作者為中興大學都市計畫研究所碩士，目前任職中國建築經理公司

註五三：參閱 孫思俐 應用「權利變換方式」以實施都市更新——以臺北市雙園國小西側更新為例中興都研碩論 76年6月 P6。

之目的乃著重於權利變換中權益之分配，因此以下乃針對此操作層次，就權利變換之意義與種類、實施的要件與區域、權利變換之計劃內容，及實施的程序與各項權利的變換，予以說明如下。

(一)權利變換的意義與種類

1.意義

權利變換方式又稱為等價交換方式，其為更新內之土地或建物各項權利人提供區內之土地或建築物各項權利，投資者提供資金合作參加重建，於更新工作完成後，各按所提供之資產額大小，等價交換新後之建築基地或建築物有關之權利（或補償）而言。除所有權人、投資者參加權利變換外，對地區內之他項權利人持有之權利，也有適當之處理，如租地權人得依其權利價值比例取得相當價值額之樓地板，租屋權人得與原房屋所有人協議更新後繼續租屋之權利，屬於「擔保權」登記（抵押權之設定）類之權利可以移轉於更新後之土地或建築上（註五四）。此即基於公平的原則下，將更新區內原權利人與投資人之權利價額，按其比例分配更新後之建築物及其相關基地之權利。

2.種類

權利變換方式有二種類型：一為依「都市再開發法」規定內容移轉的「原則型的權利變換」，可依法強制執行，一為因應地區情況之不同，經全體同意之其他「特別型的權利變換」，茲分別說明如下：（註五五）

(1)原則型之權利變換

a.更新地區內之土地，有關建築基地部份合併為一筆土地，區內之建地所有人（申請以現金補償者外），取得該建築基地之共有持分（圖6-1 中之A,B）在此基地上，設定建築物之所有為目的之地上權。取得建築基地共有持分（A,B），因設定地上權所受損失之補償分配建築物之一部分（建築物之區分所有權）及包含其相對之地上權共有持分。

b.更新地區之租地權消滅，租地權人（申請以現金補償者除外）分配建築物之一部

註五四：同註五三 P10。

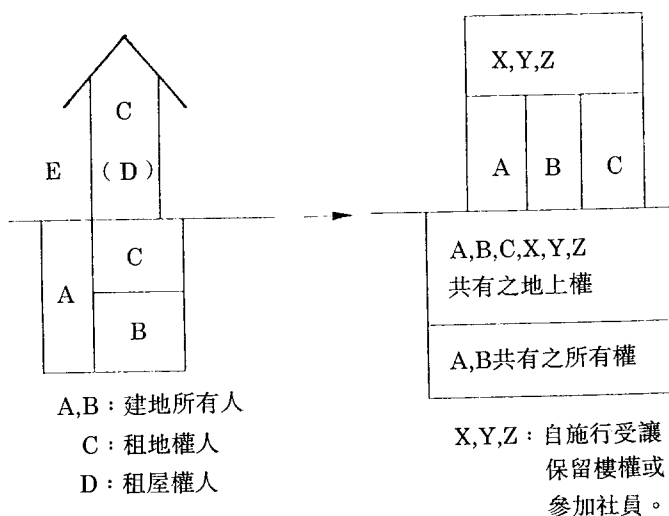
註五五：同註五三 P50。

分(C)。

c.更新地區內之建築物所有人(申請遷移者除外),分取建物之一部分(C)。

d.更新地區內建築物之租屋權消滅,租屋權人(申請放棄租屋權者除外),就其房東所得建築物之一部份,給以租屋權(D),其房東放棄權利變換時,施行人成爲租屋權人之房東。(註五六)

圖4-1 原則型權利變換示意圖



資料來源:同註(五三) P51

e.更新地區內之土地,建築物原有之抵押權,其擔保目的之權利轉換,移載於該新的權利(E)。

f.更新地區內之地役權等其他權利消滅,給予補償費。

g.申請現金補償之建地所有人、租地權人,或建物所有人及申請放棄租屋權利喪失權利另給補償費。

h.施行地區內之土地屬公共設施部份,如無特別規定時,市鄉鎮或原公共設施所有人爲管理人。

註五六:不論是個體實施或組合(合作社)方式實施或是其他主體實施之更新事業,其實施主體通稱爲施行人。

(2)特別型之權利變換

在特定情形，另有特別之權利變換方式，其規定之方式有二：

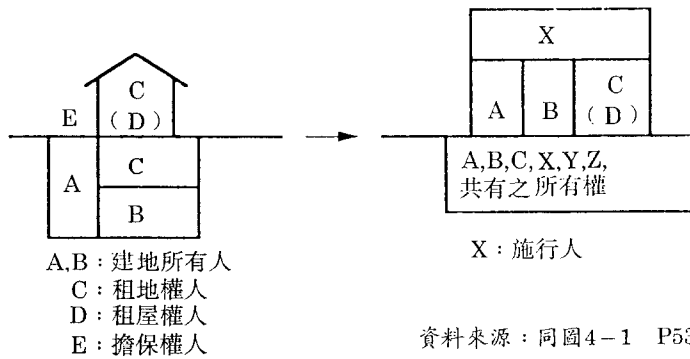
a.全員同意方式

合作社於權利變換日期所產生權利之變換，及其他權利變換內容，徵得施行地區內之土地或建物所有人全體之同意，可不依一般性權利變換準則，而實施任意性權利變換。

b.都市土地改造方式

地方公共團體或公團，如無法以設定地上權方式，訂定權利變換計畫之特別情事時，可假定建築基地未設定地上權而擬定權利變換計畫。其施行的情況為更新區內之大多數權利人不希望設定地上權、或經都市更新合作社全體同意、或移轉區外不願參與權利變換者佔多數的情形下，可以實施此方式。如圖（4-2）所示

圖4-2 特別型權利變換示意圖



(二)實施的要件及區域

1.實施要件（註五七）

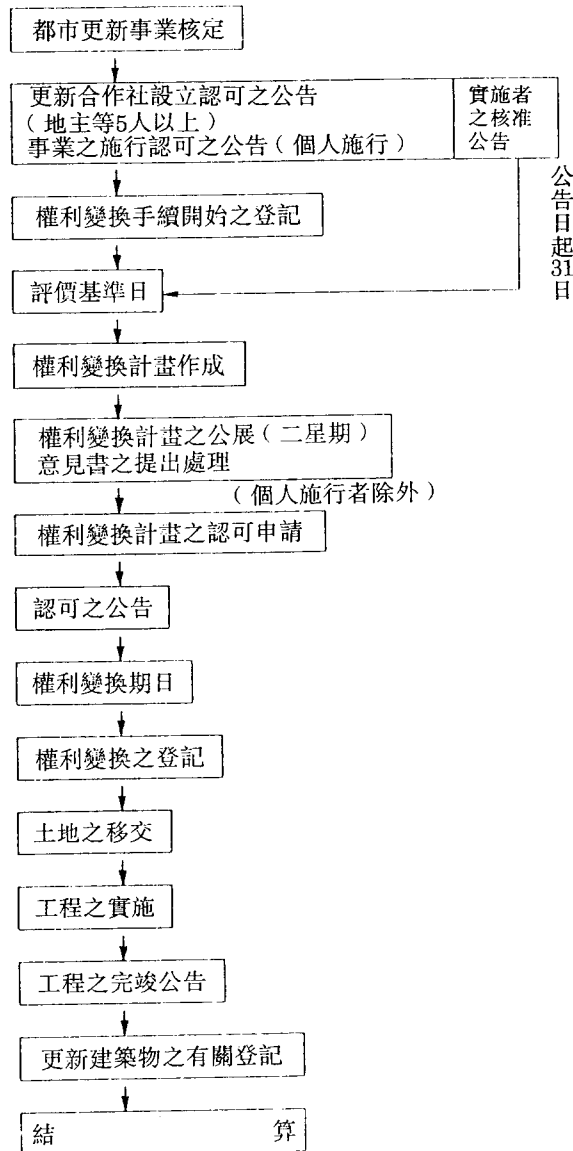
- 1.須獲得更新地區土地所有權人2/3以上同意及租地權人2/3以上同意。
- 2.前述所擁有之宅地面積合計，亦應佔更新區宅地總面積2/3以上。

註五七：1.所謂宅地乃指國有或地方政府所有，為公共設施用地以外之土地。

2.參閱 黃國堅 以權利變換方式推行都市更新產權處理之研究 政大地研碩論 77年6月 P42。

2.實施區域

圖4-3 權利變換手續之流程圖



資料來源：楊伯耕 更新計劃中「權利變換方式」之研究 政大地研碩論73年6月P13

依權利變換方式實施都市更新之地區，必須符合以下條件（註五八）

- (1)於高度使用地區範圍內。
- (2)三層樓以上防火建物必須少於該地區總面積之1/3。
- (3)土地使用狀況不合理。
- (4)此地區之集約使用將有助於都市機能。

(三)權利變換計畫之內容

依都市開發法第73條有關權利變換，應擬訂事項多達17項，其主要項目如下所述：（註五九）

1.配置設計

建物、公共設施等須依計畫擬定予以詳細設計，各權利人應得之各層樓地板部份之間隔、走廊、樓梯等公用部份之共有關係等以平面圖、剖面圖等表示之。

2.更新區內權利人之權利價值

更新區內之建地、租地權及其建築物，以基準日參考鄰近類似之土地買賣價格等估定之。

3.權利變換之權利及其概算額

權利人在權利變換後應得權利內容及其概算額應予記載。概算額應根據總計畫費用及基準日鄰近類似之土地買賣價格以估定。

4.權利變換之日期

實施權利交換之日，應規定明確之日期。

5.保留樓板之處分方式

建築物中成爲權利人部份（謂權利樓板）以外之樓板，一般稱爲「保留樓板」，悉由興辦人取得，並對保留樓板具有租賃處分及分開標售、特定分售等處分方式之權。

(四)實施的程序與各項權利的變換

註五八：同註五三 P11。

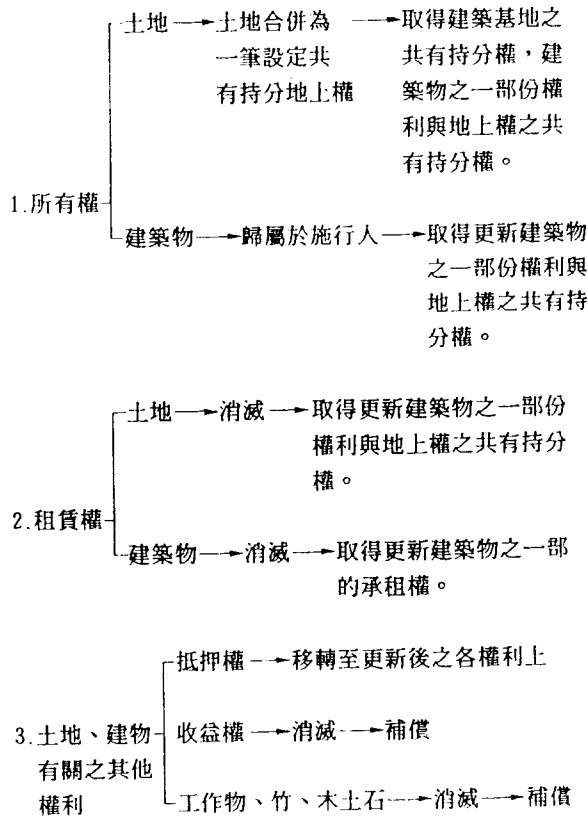
註五九：同註五三 P50。

1. 實施程序

日本都市再開發法中權利變換方式之實施程序，如圖（4-6）所示：

2. 各項權利之變換

依更新區內權利人之各項權利種類之不同，而分別予以處理，其分析如下：（註六〇）



二、證券化權利變換之運作模擬

本節主要目的在於闡述權利變換方式經由證券化理念的導入。其運作模式及權利之轉換

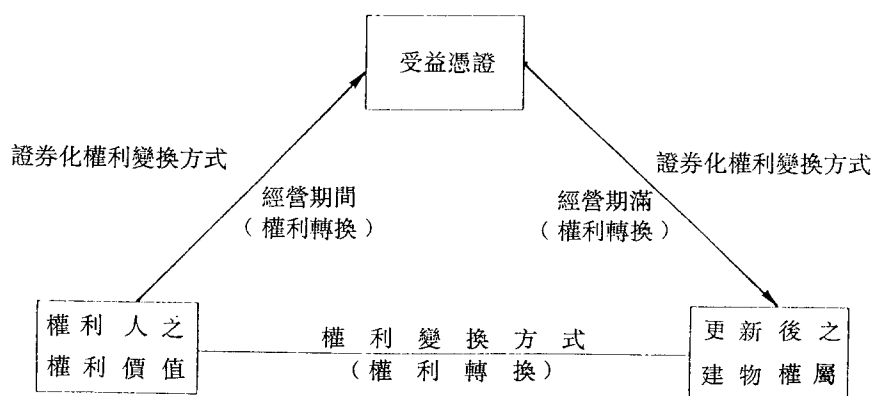
註六〇：參閱 黃國堅 以權利變換方式推行都市更新產權處理之研究 政大地研碩論 77年6月 P50。

情形，嘗試應用在本研究已建立之不動產證券化經營體系上，配合權利變換方式，研擬適合國內運作之證券化權利變換方式，以下謹就本研究所建立之不動產投資信託事業之經營體系，依序說明證券化權利變換之基本理念、運作架構與流程及分析更新區內原權利人與投資人之權益。

(一)基本理念

由於權利變換的方式，乃將更新地區內各權利人與投資者之權利，在公平並充分考量各權利人之利益均衡的原則下，將其權利價值予以量化，並求其個別的比例，作為開發完成後標的物權利的分配。此所謂證券化權利變換方式，乃指於權益分配的分配的過程中，加入再投資的功能，使其於標的物開發經營期間，更新區內之權利人由原來直接分配之標的物產權權屬，轉換成等價額具有流動性之證券，除可保障原權利人之權利價值外，其權益經由開發業者對建物的後續經營管理，尚可提高其權利價值，而原權利人仍可依權利變換計畫之內容優先承租所屬之標的物，俟經營期滿後，標的物公開出售時，原權利人並得以優先購回其所屬之標的物。其理念架構如圖（4-4）所示。而以下就其所謂優先承租權、優先購買權分別予以說明之。

圖4-4 證券化權利變換方式理念架構示意圖



1. 優先承租權

依權利變換計畫，更新區內之原權利人，如土地、建物所有權人、土地所有權人、建物所

有權人、租地權人等，若其權利價值滿足最小樓地板原則，於更新後可取得之標的物權屬，於證券化權利變換中，原權利人享有優先承租權，以保障原權利人繼續居住該地區的權益。

2. 優先購買權

於證券化權利變換中，更新區內原權利人於更新後可取得標的物之權屬者，即滿足最小樓地板原則，可依約於經營期滿後，標的物公開出售時，可優先購回該標的物，以確保原權利人產權的繼續持有。

(二) 運作架構與流程

本運作架構主要乃依權利變換作業模式與配合不動產投資信託事業之運作方式而建立，其運作架構與流程，茲分別說明如下。

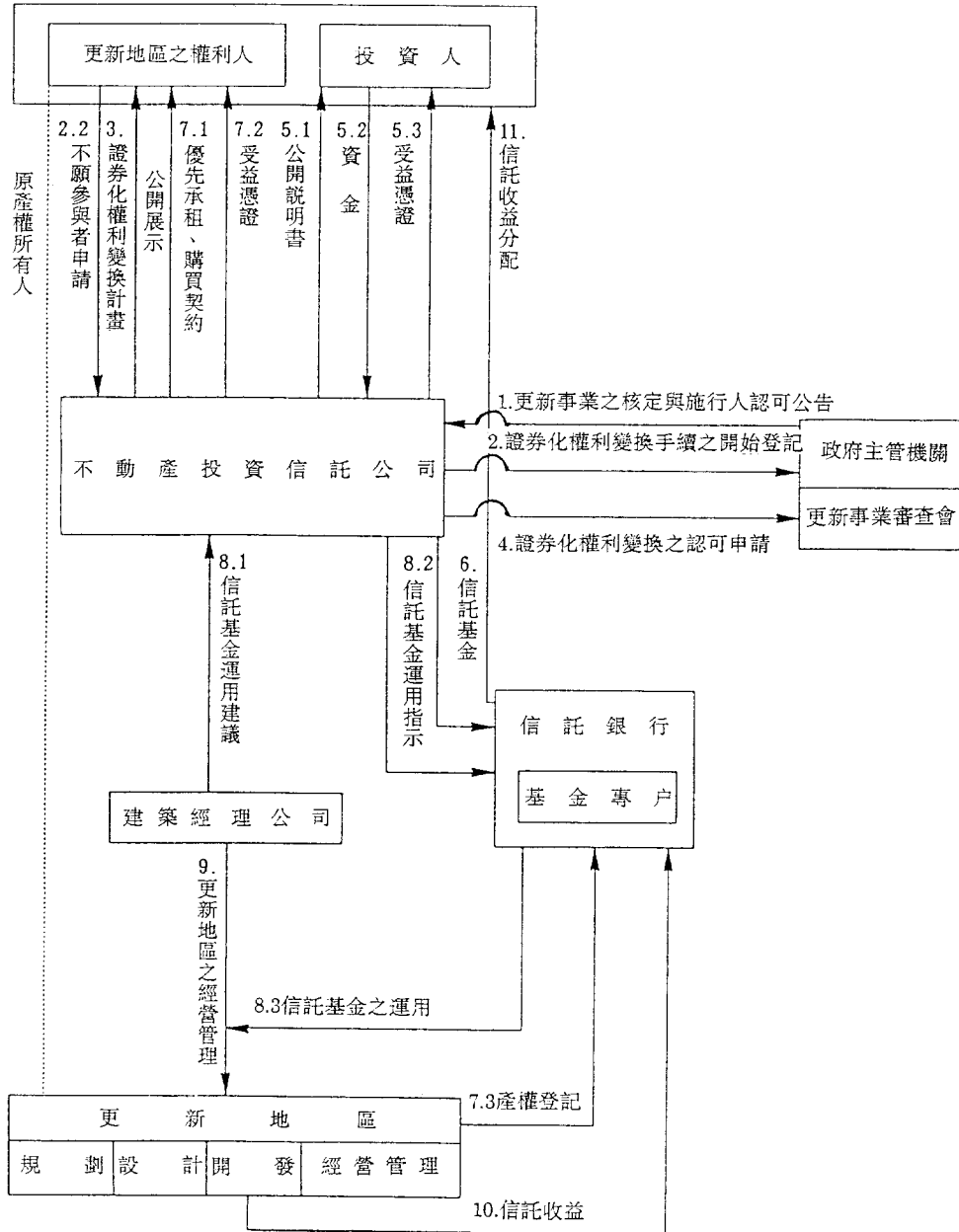
1. 運作架構

證券化權利變換之運作架構如圖（4-5）所示。

2. 流程說明

- (1) 都市更新事業核定及不動產投資信託事業為施行人之認可公告。
- (2) 更新事業計畫公布後，不動產投資信託公司（施行人）對實施地區內土地及建物所有權與租地權等，向主管機關申請權利變換之必要登記，並接受不願參與證券化權利變換計畫者之申請。
- (3) 公開展示之證券化權利變換計畫，應為更新審查委員會的通過，於內容中除載明配置設計、更新區內權利人之權利人之權利價額、權利變換日期、保留樓地板之處分方式等外，尚應包含不動產投資信託公司之簡介、每單位受益憑證之價格、經營方式與期限、及優先承租權、優先購買權等項目，且應事先將公開展覽之時間、地點通知區內全部土地及地上物之權利關係人。
- (4) 有關原權利人之建議反映及計畫內容之變更應為主管機關之核定，以申請證券化權利變換計畫之認可。
- (5) 不動產投資信託公司於證券化權利變換計畫核定後，向一般投資人發行公開說明書，募

圖4-5 證券化權利變換方式之運作架構圖



集資金。

- (6)將發行受益憑證募集而來的信託基金登記於信託銀行某基金專戶名下。
- (7)不動產投資信託公司與更新區內之原權利人簽訂優先承租與優先購買契約且以所屬之權利價額交換同等值之受益憑證，此時並將更新區內之產權登記於信託銀行某基金專戶名下。
- (8)建築經理公司依證券化權利變換計畫與公開說明書所擬的標的物規劃、設計、開發等事項，擬訂基金運用建議，由不動產投資信託公司作成決策，並指示信託銀行進行信託基金之運用。
- (9)建築經理公司依不動產投資信託公司之決策，執行更新地區之開發事宜及後續之經營管理。
- (10)經營期間更新地區標的物衍生的權益，則登記於信託銀行某基金專戶名下。
- (11)信託銀行依信託契約之規定，將收益分配給投資人與更新地區之權利人。

(三)更新區內原權利人與投資人之權益分析

證券化權利變換之運作方式，主要乃於權益分配的過程中將權利人之權利價值轉換成等額之證券，使具有流通性，而俟經營期滿，投資人可依權利變換計畫內容所載之權屬優先購買該標的物，因此其權利變換前後，與權利變換方式相近只是中間先將其權利價值轉換成具流通性之證券，而衍生權益性質的差異，以下就更新區內之權利人與投資人，分別析述如下。

1.更新區內之原權利人

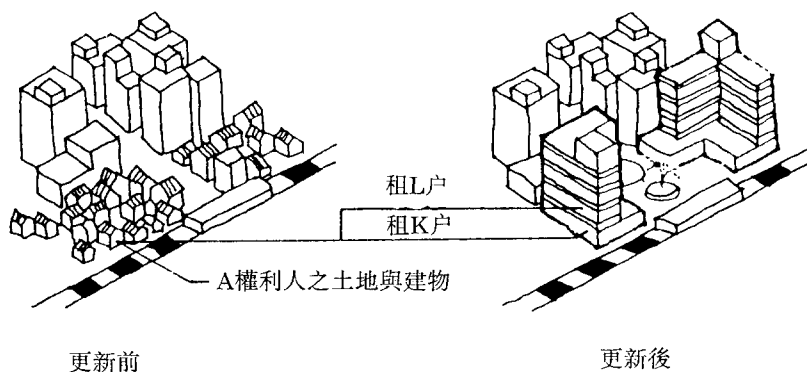
依更新區內權利人之權利項目，將其權利處分方式分析如表(4-1)所示。於上表中，原權利人所持有之受益憑證，具有流通性，可自由轉讓，而此依基金之處理方式，得以要求公司買回該受益憑證(開放型)，或於證券市場中上市交易(封閉型)，而其收益乃原之於不動產投資信託公司，於更新區內標的物之經營管理，如經營期間之標的物出租與期滿後之出售。以下以更新區內土地及建物所有權人A為例，進一步說明於證券化權利變換方式中，其權益轉換的情形。請參閱圖(4-6)

表4-1 證券化權利變換方式權利處分分析表

權利項目		權 利 處 分	
		經 營 期 間	經 營 期 滿
所 有 權	土地及建物	1.取得與權利價值等額之 受益憑證 2.享有優先承租權與優先 購買權	受益憑證出讓取得價金，或購買取得依權利變換計 畫內容所載之分配權屬： 1.更新建物之一部分權利 2.地上權之共有持分權 3.更新建築基地之共有持分
	土地	同上	同上
	建物	同上	受益憑證出讓取得價金，或購買取得依權利變換計 畫內容所載之分配權屬： 1.更新建物之一部分權利 2.地上權之共有持分權
權 租 賃 權			同上
		就其房東依權利變換計畫所分配之建物部分，取得優先承租權	
地 上 權	取得與權利價值等額之受 益憑證 2.享有優先承租權、優先 購買權	同建物所有權與租地權之權利處分方式	
抵 押 權	消滅補償		
使 用 權	同上		
竹木土石、工作物	同上		

備註：若更新前之建物有租賃行為存在，則其更新後之優先承租權由租屋人取得。

圖4-6 土地與建物所有權人A之權益轉換示意圖



(1)假設條件

- a.更新區內權利總值1億元，包括規畫、開發費用與權利人權利價額等。
- b.更新區A權利人之土地及建築物權利價額為100萬。
- c.不動產投資信託公司發行1000張受益憑證，每張值10萬，其總值為1億元。A權利可得同等值之受益憑證10張。
- d.更新後新建物中，L戶之月租金1萬元，K戶之月租金2萬。

(2)權益分析

a.經營期間

依證券化權利變換計畫中所分配的新標的物之權屬為L戶，則A權利人於經營期間可優先取得該戶之承租權，若租L戶，若當下此信託收益每張受益憑證分得1500元，則A權利人扣除租金可再收益5000元，依此類推，若轉租K戶則需再付5000元。

b.經營期滿

於經營期滿標的物公開出售時，A權利人可依約優先購買L戶，取得建築基地之共有持分，地上權之共有持分與L戶之建物產權。

2.投資人

投資人以出資方式參與更新事業，而持有受益憑證，依此分享更新區內標的物經營所衍生之收益，且該受益憑證可自由移轉交易，其依不動產投資公司之基金處理方式，得於證券市場交易或要求公司買回。

三、權利變換方式與證券化權利變換方式之比較分析

本節的主要目的，在於分析比較權利變換方式，經由證券化之運作後，其權利處分方式、權利內涵之變化情形與其主要之優、缺點，茲分別敘述如下。

(一)權利處分式

本研究研擬之證券化權利變換方式，除經營期間將原權利人之權利價值轉換成受益憑證

外，更新區內之原權利人於經營期滿後，優先購得之標的物權屬，大致與權利變換方式相同，以下將兩者分析比較，整理如表（4-2）所示。

表4-2 證券化權利變換方式權利處分分析表

權利項目	權利處分	權利變換方式	證券化權利變換方式	
			經營期間	經營期滿
土地所有權		取得更新建物之一部份權利，及地上權之共有持分，與更新建築基地之共有持分	取得與權利價值等額之受益憑證，及優先承租權。優先購買權	受益憑證出讓取得價金或取得更新建物之一部分權利及地上權之共有持分與更新建築基地之共有持分
原建物所權		取得更新建物之一部份權利，地上權之共有持分		受益憑證出讓取得價金或取得更新建物之一部分權利，地上權之共有持分
租地權		同上		同上
租屋權		取得更新建物之一部份租屋權利	取得優先承租權	
抵押權		隨其擔保標的物之權利變換，移載於新權利上	消滅補償	
使用權		無	同上	
竹木土石、工作物		消滅補償	同上	

(二)權利內涵之變化情形

因權利變換方式即是等價交換方式，故針對原本之權利變換方式，開發後權利人即可取得與其權利等價額之標的物有關權屬，而轉以證券化權利變換方式運作後，於經營期間權利價值轉換成等額之證券，其各權利人之各項權利如所有權、抵押權、租賃權等之權利內涵的變化情形如何？為以下探討之重點。

1.所有權

不動產之所有權基本上為一束權利，以下依其主要權能；使用權、收益權、處分權，予以分析。

(1)使用權

所謂的使用權乃所有人對於其所有物，於法令限制範圍內，得按物之性質，自由使用，達其功能（註六一）。於證券化權利變換方式的經營期間，雖建物開發完成，其產權名義上仍歸信託銀行所有，然由於原權利人享有優先承租權，故仍能承租使用該標的物。

(2)收益權

收益權乃指所有物之天然孳息或法定孳息（註六二），而就建物之持有而言，其收益往往源之於將此建物出租而產生的法定孳息，然於證券化權利變換方式的經營期間可藉由持有受益憑證，而分配信託收益。

(3)處分權

所謂的處分權，可分為法律上處分，即權利之移轉、變更、設定、拋棄，與事實上處分，如物體之變更、毀損、滅失等（註六三），於經營期間由於持有的是受益憑證而非建物，因此權利人無法對建物進行任何處分，然對持有之受益憑證，則可自由移轉交易，或將其質押變現。

2.抵押權

於證券化權利變換方式中，因經營期間，更新區內之土地、建物產權歸屬信託銀行，故對抵押權之處分乃依其價額予以償還消滅，而非如權利變換，隨擔保標的之權利轉換，移栽至新權利上。

3.租賃權

參與證券化權利變換之租賃權人，其可優先承租房東權利變換計畫中，分配所得之建物，因此於經營期間租賃權不受影響。

三)主要之優、缺點分析

權利變換方式中，藉由證券化運作方式的導入後，其主要的優、缺點，如下所述：

註六一：參閱 鄭淑屏律師 尤英夫律師編著 法律顧問百科全書 陽明書局印行 78年版P424。

註六二：同註六一。

註六三：同註六一。

1. 主要的優點分析

(1) 提高權利價值之流通性及變現性

於經營期間，以受益憑證代替原來直接分配的建物產產權，原權利人之價值除可獲得等價交換的保障外，其受益憑證可自由轉讓，於需變現時，可依其需要出售若干單位要求公司買回或於證券市場交易，具有相當的流通性及變現性。

(2) 有助於資金的募集

證券化權利變換方式，發行受益憑證以募集資金，而憑證的價額可以小單位化以便於投資人參與，此積腋成裘的方式，有助於開發資金的募集。

(3) 提高更新區內的環境品質

開發完成之標的物，於經營期間由不動產投資信託公司統一管理，而以出租方式經營，為提高不動產價值則有賴於建物及四周環境的管理維護，因此可提高更新區內的環境品質。

(4) 有助於更新事業的推動

藉由證券化的運作方式，權利人於經營期間之權利價值，因轉換為持有受益憑證而具有流通性及變現性，且經由公司對建物的經營管理可提升其權利價值，而藉此證券的發行尚可助於開發資金的募集，因此有助於更新事業的推動。

2. 主要的缺點分析

(1) 國人產權觀念的限制

由於經營期間，更新區內權利人乃持有受益憑證，而非直接分配建物產權，故無法對權利變換計劃內所載明分配之建物做任何處分，就國人對不動產所有權的觀念而言，在運作上易生阻力。

(2) 更新地區的特性限制

基本上更新地區的開發資金源之於投資人，而誘導投資人資金的投入乃在於有利可圖，然此除有賴於不動產投資信託公司完善的經營管理外，更新地區本身的特性，如區位條件、基地規模等特性，亦是相當重要的因素，因此並非所有地區之更新作業皆適合此運作模式，除非開發經營後能創造收益，惟因更新地區原屬都市已發展區域，

一般在區位上皆存在著有利的條件，因此在作業上仍有其相當高的可行性。

(3)經營風險的承擔

不動產投資信託公司經營的良窳直接影響受益憑證的價格與收益的分配，除此之外，若為封閉式的基金，此上市後的受益憑證價格亦會受證券市場的景氣與否而影響其交易價格，此等情況，皆是原權利人與投資人所需擔負的風險。

四、小結

不動產證券化於市地開發之運用，基本上並不限於都市更新作業，其他如新社區的開發或捷運車站之聯合開發皆可運用，本研究因限於時間、人力的限制，乃以都市更新為例針對權利變換方式之權益分配的課題，予以運作模擬，建立證券化權利變換的模式，茲將本部份研究所得，歸納以下重要結論。

- (一)於都市更新權利變換方式中，在權益分配的過程可導入證券的運作模式，即本研究所謂之證券化權利變換方式，在運作上其乃以不動產投資信託事業為經營主體，將權利人之權利價值由直接的土地、建物權屬分配，於經營期間轉換成等額之受益憑證，而更新區內之權利人享有依權利變換計畫中所應分配的土地、建物權屬的優先承租權及優先承購權，如此方式除可保障原權利人之權利價值外，其權益可經由經營主體對更新區內建物的後續經營管理，而提高其權利價值，且俟經營期滿後標的物公開標售時，原權利人得以優先購回其所屬之標的物。
- (二)都市更新權利變換方式中，藉由證券化運作方式的導入後，其優點為於經營期間，有助於原權利人權利價值的變現性，及有利於開發資金的募集，且由於經營者對更新地區建物的經營管理，可提升其環境品質與提高權利價值，因此有助於更新事業的推動，惟此運作方式基本上仍有缺點，如就更新區內原權利而言，經營期間所分配者為受益憑證，此權利價值的轉換，就國人對不動產產權的觀念而言，在運作上易生阻力，且其持有之證券若公開上市交易者，則其價格將受證券市場景氣波動的影響。再者因更新區之開發資金源之於投資人，而其資金的投入乃為有利可圖，因此並非所有地區皆能適用此模式，除非其開發經營後能創造收益滿足投資人之投資報酬率。惟因更新地區為都市已發展區域，通常具有區

位上的優勢，故在作業上仍有相當高的可行性。

(三)不動產證券化於都市更新之運作，除本章所建立的證券化權利變換方式外，尚可不必要透過權利變換方式，而省去過程中，建物實質分配的困擾，即只要更新區內權利人同意，將其權利價值轉換成等價額之受益憑證，或予以價金補償，其中並無權利變換計畫中之不動產權屬分配課題，而原權利人與出資投資人一樣，依持有之受益憑證，分享不動產投資信託公司經營更新區內標的物之信託收益，惟此作法如何保障經營期滿後，原權利人繼續居住於更新區內，仍有待進一步的探討。

伍、結論與建議

一、結論

國內隨著地價的高漲，土地成本成爲開發業者的一項巨大負擔，而爲突破此困境相繼而生的集資投資模式便層出不窮，然在缺乏法令制度的規範下，除投資人的權益缺乏保障外，更無法達到土地資源的有效利用。因此爲求不動產市場參與公平性，有效的引導民間資源進行市地開發，使不動產市場與資本市場結合，在資金充沛的情況下，使市地做有計畫的整體性開發，達到資源的有效利用，則有賴於國內不動產證券化制度的建立。因此本研究藉由不動產證券化的基本理念論起，對不動產證券化的意義、目的及特性等予以探討與界定，並與其有關觀念做比較分析，以澄清其基本理念，再針對其兩種主要形態，即不動產投資信託事業與不動產有限合夥事業，配合國內環境背景建立其經營體系，最後並以都市更新中權利變換方式爲例，就權益分配的課題予以運作模擬，期供政府結合民間活力，從事市地開發的參考。

茲綜合研究所得歸納成下列幾點結論，分述如下：

(一)不動產證券化之基本要素方面

不動產證券化簡而言之，即是將對不動產之投資轉變爲證券形態，使投資者與標物的之間，由直接的物權關係，轉爲持有債權性質之有價證券，使不動產的價值由固定的資本形態

轉化為具有流動功能的資本性證券，以擴大投資參與層面，提高市場參與的公平性。而其運作上，必需具備下列基本要素：

1.投資的單位化

經由不動產證券化運作後，其投資價額需予以單位化，以便藉由價額的小單位化，使投資人可依其能力與需要認購單位數額，彌補不動產投資往往需巨額資金，而易形成資金瓶頸的缺陷。

2.權益的可分割性

因不動產在本質上具有不可分割的特性，因此在權益的轉讓上有所限制，經由證券化的運作後，其投資的權益須有可分割性，以便投資者可依其需要出售部份單位的權益以求變現，使資金得以有效流通。

3.證券形式的權益表彰

即不動產經由證券化的運作後，投資人投資持有的權益須為證券的形式，而非其他如不動產的持分等，因產權持分的出售與購買，本質上即是不動產的交易，其擁有的權益是不動產所有權而非有價證券。

4.中古交易市場的存在

即投資人購買持有的有價證券本身須有後續交易市場的存在，使其便於流通轉讓，具有變現的功能，以促資金的有效利用。

5.運作的透明化

即經營主體於運作的過程，其投資決策與財務等，必須對投資大眾公開，使投資人能依其風險承擔的能力選購證券參與投資，並可於投資過程中，瞭解經營的損益，以確保投資人的權益。

(二)不動產證券化對市地開發意義方面

不動產證券化運用於市地開發的誘因，可由下列兩個層面來說明：

1.就金融的層面而言

由於市地的開發往往需要巨額的資金投入，而金融機構以存款為資源，承做不動產的抵

押貸款，因限於存款係一種流通資本應可隨時提取，實不宜於不動產的長期投資，而為解決此問題，除金融機構可將其抵押債權予以證券化外，就不動產經營者而言，更可藉由不動產證券化方式的運作，而募集資金以解決市地開發所需的龐大費用。

2. 就民間資源的利用而言

市地開發藉由不動產證券化的運作，可擴大投資參與層面，提高市場參與的能力與公平性，以便於民間資本的引入，再加上經營者專業知識的提供服務，使技術與資金緊密的結合，而藉此民間資源的引用，來參與市政建設，除可有效疏導游資外，並可減輕政府財政負擔。

(三) 不動產證券化應用在市地開發方面

本研究針對不動產證券化的兩種主要形態，即不動產投資信託與不動產有限合夥，分別建立適合國內運作的經營體系，再以都市更新為例，針對權利變換方式權益分配的課題，透過證券化的運作，建立證券化權利變換方式，再予以運作模擬，茲就研究所得的重要結論說明如下：

1. 國內不動產經營體系的建立

(1) 不動產投資信託事業

本研究中，所建立之國內不動產投資信託事業經營體系，主要乃參考美國不動產投資信託制度及國內證券投資信託事業及配合建築經理公司的機能而擬定，為採契約型的方式，即投資人為受益憑證持有人（受益人），不動產投資信託公司為（委託人）負責受益憑證之發行，及事業經營之決策，信託銀行（受託人），即基金保管機構。而建築經理公司為接受不動產投資信託公司之委託，負責經營決策之執行。

(2) 不動產有限合夥事業

此經營體系之建立，主要乃參考美國私下型不動產有限合夥之運作方式及配合國內民法債篇隱名合夥之有關規定而成，此事業之成立須經申請商業登記，而由經理合夥人負責有限合夥事業的經營管理，且對該事業負有無限的責任，而有限合夥人則以出資方式參與有限合夥事業，對該事業有檢查事務、查帳等權力，且其承擔之風險以出資

額為限。

2. 證券化權利變換方式的建立

其架構主要乃依權利變換作業模式與配合不動產投資信託事業之運作方式而建立，此乃於權益分配的過程中，加入再投資的功能，使其於標的物開發經營期間，更新區內之權利人由原來直接分配之標的物產權權屬，轉換成等價額具有流動性之證券，可隨時要求公司買回或於證券市場公開交易，除可保障原權利人之權利價值外，其權益經由開發業者對建物的後續經營管理，尚可提高其權利價值，且原權利人仍可依權利變換計畫之內容優先承租所屬之標的物，俟經營期滿後，標的公開出售時，原權利人並得以優先購回其所屬之標的物。

(四) 不動產證券化對市地利用之影響方面

由於國內尚無不動產投資信託事業與不動產有限合伙事業，故無法進行實證研究，因此本文謹就其事業運作的方式，與有關規範，予以探討，其研究所得的重要結論，說明如下：

1. 可避免土地的投機、壟斷

由於此事業的成立，以致投資經營的過程，皆有其嚴格的規範，加上運作的透明化有助於政府部門對此事業的管理，因此將可避免土地投機行為的發生，且不動產市場藉此機構的介入，可防止財團對此市場的壟斷現象發生。

2. 可促進土地資源的有效利用

為促進市地的有效利用往往須要大規模整體性的開發，因此須要大量人力及物力的投入，而透過不動產證券化的運作，即可有效的引進民間資源來參與開發作業，而於所有與經營分離的運作下，專業知識與充裕資金的配合，可使土地資源達到有效的利用。

二、建議與後續研究方向

(一) 建議

根據本文對不動產證券化與市地開發之研究結果，而有以下建議：

1. 鑑於國內類不動產證券化的案例層出不窮，而此集資投資模式在缺乏法令制度的規範

下，投資人的權益往往成爲運作下的祭品，甚至造成土地資源的浪費，爲因勢利導以有效引進民間資源於市地開發中，促進土地資源的有效利用，則有賴於國內不動產證券化制度的早日建立。

- 2.就國內未來不動產證券化的發展而言，基於現行體制的配合與證券流通性的考量，未來國內不動產證券化的制度建立，應朝向不動產投資信託事業發展。

(二)後續研究方向

謹對本研究所得，就未來後續之研究提供以下建議，以供參考：

- 1.本研究對國內不動產證券化經營體系的建立，乃著重於理念與運作層面，而非對制度整體的建立做全盤性的論述，故未來的研究，可針對國內不動產投資信託制度的立法層面做進一步的探討。
- 2.本研究將都市更新權利變換方式，導入證券化的運作模式，建立證券化權利變換方式，因囿於時間及人力的限制無法以實例來應用操作，只針對權益分配的課題予以運作模擬，故後續的研究，可循此構想，以實際的個案加以實例印證。
- 3.不動產證券化於都市更新的運用，亦可不必透過權利變換方式，將原權人之權利價值轉換成等額之受益憑證，以避免建築物實質分配的課題，而其如何保障經營期間與期滿後，原權利人仍可繼續居住於更新區內，仍待進一步的研究。
- 4.由於受限於時間及人力，本研究中對不動產證券化於市地開發之應用乃以都市更新中權利變換方式爲例，然實際上如捷運系統車站之聯合開發、新社區的開發等，皆可透過不動產證券化的方式來運作，而此等之應用方式，仍可藉由實例來操作。

參考文獻

一、中文部份

1. 不動產證券化可行性探討，住宅情報，1989年5月。
2. 王泰升，從所有與經營分離論公開發行公法制 中興大學法律研究所碩士論文，民國77年6月。

不動產證券化與市地開發之研究

3. 王寶菘，信託投資之法的認識，法學叢刊，民國77年1月。
4. 王惠光，論證券交易法上的有價證券，中興大學法律研究碩士論文，民國77年1月。
5. 日本信託實務，金融人員研究訓練中心，民國78年4月再版。
6. 太平洋房屋公司，日本不動產證券化之探討，民國78年。
7. 李孟茂，日本金融證券化之發展與展望，臺北市銀月刊，77年7月。
8. 李孟茂，日本信託銀行土地信託業務之探討，臺北市銀月刊，民國77年5月。
9. 李文齡，信託投資業務概況分析，臺北市銀月刊，民國72年10月。
10. 李莉，我國共同基金之發展現況，臺灣經濟金融月刊，民國78年9月。
11. 李少麟，證券投資信託制度之研究，臺灣大學法律研究所碩士論文，民國67年6月。
12. 李儀坤（輯），證券化與企業金融，臺灣經濟金融月刊，民國78年7月。
13. 李文雄，房地產共同基金與不動產有限合夥，新時代雜誌，民國78年1月。
14. 如何投資共同資金，徐氏基金會，民國78年版。
15. 投資：模式趨向集資證券化，錢雜誌，民國79年4月。
16. 翁世澤，金融證券化問題淺說，臺北市銀月刊，民國67年2月。
17. 莊玉雯，房屋預售問題之研究，政治大學地政研究碩士論文，民國71年6月。
18. 徐國香，信託法研究，五南圖書出版公司，民國75年版。
19. 陳錦村，美國證券投資信託基金之探討，臺灣經濟金融月刊，民國71年9月。
20. 陳師孟，當前金融的亂與治，中國時報3版，民國78年7月17日。
21. 陳忠慶，不動產證券化將成流行趨勢，財訊雜誌，民國79年2月號。
22. 陳文燦，共同基金（受益憑證）之發展及其投資績效之評估，產業金融，民國76年6月。
23. 陳春山，證券投資信託契約法律問題之研究，中興大學法律研究碩士論文，民國75年6月。
24. 曾坤章編著，美國房地產，南屏書局經銷，1982年1月。
25. 湯浚湘著，保險學，三民書局印行，民國76年版。
26. 孫思俐，應用權利變換方式以實施都市更新之研究——以臺北市雙園國小西側更新區為例，中興都市計劃研究所碩士論文，民國76年6月。
27. 孫道遠，經濟指標與股價關係之研究，中興大學企業管理研究碩士論文，民國75年6月。
28. 黃國堅，以權利變換方式推行都市更新產權處理之研究，政治大學地政研究所，民國77年6月。
29. 黃天麟，金融市場，三民書局，民國78年版。
30. 黃通、羅醒魂編譯，土地金融論，正中書局，民國44年再版。
31. 張玲琪，外來的和尚會唸經？——淺釋「共同基金」投資模式，臺灣房屋市場，1989年4月。
32. 張金鵠，房地產交易制度之研究——仲介制度之探討，內政部營建署委託，民國78年2月。
33. 張福興，日本之土地信託及開發業務考察報告書，臺灣土地銀行，民國78年9月。
34. 葉繼斌，美國不動產有限合夥投資，移民&投資，民國78年9月。
35. 趙榮琳，別忘了基金的成本和風險，錢雜誌，民國77年10月。

- 37.楊伯耕，更新計畫中「權利變換方式」之研究，政治大學地政研究所碩士論文，民國73年6月。
- 38.楊崇森著，信託與投資，正中書局，民國73年版。
- 39.鄭素卿著，美國金融制度及其監督與管理，財政部金融司儲委會金融研究小組編印，民國78年版。
- 40.鄭玉波，民法債篇各論下冊，三民書局出版，民國73年版。
- 41.鄭玉波先生七十秩華誕論文集，民商法理論之研究，三民書局，民國77年版。
- 42.劉幹青編著，不動產金融之理論與實務—兼論專業銀行金融債券之發行，世紀書局，民國73年版。
- 43.劉其昌，銀行法部份修正條文評析，臺北市銀月刊，民國78年9月。
- 44.賴英照，證券交易法逐條釋義—總則，實用稅務出版社，民國73年版。
- 45.賴英照，證券交易法逐條釋義—第二冊，實用稅務出版社，民國74年版。
- 46.賴英照，證券交易法逐條釋義—第三冊，實用稅務出版社，民國75年版。
- 47.賴朝明，美國「金融證券化」綜合介述，臺北市銀月刊，民國77年7月。
- 48.謝潮儀、黃進雄編著，不動產經濟學導論，茂榮圖書有限公司，民國72年版。
- 49.顏國隆，我國信託所得稅之研究，政治大學政研究所碩士論文，民國71年7月。
- 50.董安吏著，另一種投資管道—共同基金，聯經出版事業公司，民國77年版。
- 51.蘇溪銘，我國投資信託基金之發展與績效之評估，中國經濟月刊，民國77年4月。
- 52.羅怡德，美國「有限合夥」的簡介，律師雜誌，民國79年1月。

二、英文部份

1. Cheng F. Lee and James B. Kau, Dividend Payment Behavior and Dividend Policy on REITS, Quarterly Review of Economics and Business, 1987.
2. Epley and Miller, Basic Real Estate Finance and Investment, John Wiley & Sons, Inc. 1980.
3. Grear & Fareel, Investment Analysis For Real Estate Decision (2nd ED), 1988.
4. Gaylon Greer, The New Dow Jones-Irwin Guide to Real Estate Investing, Richard D. Irwin, Inc. 1989.
5. Haight, G. Timothy, REIT-Growth opportunities in real estate trust securities, Probus Publishing Company, 1987.
6. Howard F. Jackson, Jr. Real Estate Limited Partnership Investment, The Journal of the Real Estate Appraiser and Analysis, 1985.
7. Hal Katersky and Klera Katersky, Real Estate Limited Partnerships A Guide for Profits, Prentice-Hall Inc. 1989.
8. Henry E. Hoagland and Leo D. Stone, Real Estate Finance, Richard D. Irwin, Inc. 1969.
9. John H. Miller III, and Richard M. Betts, MAI, The Impact of Securitization on Real Estate Appraisal, The Appraisal Journal, 1986.
10. Jeffrey D. Fisher and George H. Lentz, Tax Reform and the Value of Real Estate Income Property AREUEA Journal, 1986.
11. John McMacham, Property Development, McGraw-Hill Book company, 1967.

12. James R. cooper & Kal L.Gunter, Real Estate and Urban Land Analgsis, D.C. Heath and Company, 1974.
13. John P. Wiedemer, Real Estate Investment (Third Edition), Reston Publishing Company, Inc. 1985.
14. Joseph R. Bagby, Real Estate Financing Desk Book (Second Edition), Institute for Business planning, Inc. 1986.
15. John W. Reilly, The Languge of Real Estate, Development System Co. 1977.
16. K. C. Chen Daniel D. Tzang, Interest-Rate Sensitivity of Real Estate Investment Trusts. The Journal of Real Estate Research 1988.
17. Kenneth D. Campbell, The Real Estate Trusts America's Newest Billionaires, Audit Investment Research, Inc., 1971.
18. Michel E. Solt and Norman G. Miller, Managerial Incentives-GImplications For The Financial Performance Of Real Estate Investment Trusts, AREUEA Journal 1985.
19. Mary Alice Hines, Intermational Dimensions of Real Estate e, The Appraisal Journal, 1988.
20. Martin Husander, Real Estate Syndicator's Manual and Guide (2nd edition), 1979.
21. Nancy Dunnan, Investing with REITs, ABA Journal, December, 1987.
22. Norman G. Miller & Partick G. Mckeown, Optimizing Distribution of Limited Partership Returns, AREUEA Journal, 1979.
23. Ronald C. Rogers and James E. Owers, The Investment Performance of Public Real Estate Limited Partnerships, AREUEA Journal, 1985.
24. Rancon Davelopment Fund VI (prospectus), Rancon Securities Corporation, 1989.
25. Roger B. Ibbtson & Laurence B. Siegel, Real Estate Returns-GA comparision with other Investment, AREUEA Journal, 1984.
26. Smith, Tschappat, and Racster, Real Estate Urban Development, Richard D.Irwin, Inc., 1977
27. Sheridan Titman and Artheur Warga, Risk and the Porformance of Real Estate Investment Trusts-GA Multiple Index Approach, AREUEA Journal, 1986.
28. Stephen P. Jarchow, Real Estate Syndication Securitization After Tax Reform, John Wiley & Sons, Inc. 1988.
29. Steven D. Kapplin and Arthur L. Schwartz, Jr, Jublic Real Estate Limited Partnership Return-GA Preliminary Comparision with other Investment, AREUEA Journal 1988.
30. Terry V. Grisson, MAI, Real Estate Syndications, The Appraiseral Journal, 1986.
31. Beaton, C. F. Sirmans, Do Syndications Pay More for Real Estate? AREUEA Journal, 1986