

第三章 證券及證券化

第一節 證券之基本概念

私法上和權利義務發生有關之文書，一般稱為證書或證券。證書係指證明特定權利關係或法律事實存在，如借據、買賣契約、結婚證書等；而證券主要是表彰權利，該書據本身與其所表彰之權利間，在實體法上有不可分離之關係。亦即，將權利之發生、移轉或行使與證券相結合¹。依此，又可「證券」分為「資格證券」與「有價證券」二種，茲將「證書」、「資格證券」及「有價證券」分述如下：

一、證書

證書是用來證明特定權利義務關係或法律事實存在及其內容之文書，於實體法上並不直接影響特定權利義務關係之發生、移轉和行使。如買賣契約、借據、結婚證書等。

二、資格證券

「資格證券」為權利人因持有證券而取得接受給付之資格。反之，債務人得向任一持有資格證券之人為給付而免責，故又稱「免責證券」。如量販店門口之手提包寄放牌，衣帽存放證均屬之。設立此種證券之目的在方便大眾，但也兼顧義務人之保護。所取得之證牌，只不過在證明攜帶物寄託之用。換言之，請求返還寄託物時，通常固然均提示寄物牌證明自己為某一寄託人。若寄物牌遺失，而如能依其他方法證明自己是寄託人，亦得請求寄託物之返還。此點與證書並無不同。

而在受寄人方面，只要對於牌證之持有人善意地返還寄託物，縱使該持有人並非真正寄託人，受託人亦可免其責任。此類證券，其本質雖為證書，然事實上卻因具有免責效力，帶有後述有價證券之機能之一，接近於有價證券。因此，是介於證書和有價證券間之證券。

¹ 鄭玉波，民法債篇各論（下），七十三年十二月八版，728 至 731 頁

三、有價證券

「有價證券」乃指表彰具有財產價值的私權的證券，其權利之發生、移轉或行使，需全部或一部依據證券為之，權力與證券成為不可分之一體。換言之，權利之發生需作成證券，權利之移轉需交付證券，權利之行使需提示證券，而使權利和證券結合。

惟其結合並非指權力的發生、移轉與交付三者均須與證券不可分。三者均與證券相結合者固為有價證券（完全的有價證券），其僅一部分與證券相結合者（不完全的有價證券）亦屬之，然此至少需移轉之部分與證券相結合始可，若權利之移轉與不與證券結合，縱使其其他二部分與證券結合，亦非純正之有價證券²。蓋有價證券重視流通，而移轉為流通之手段，使移轉與證券相結合，可助長流通之機能。因此若其移轉不與證券結合則失去有價證券之特色。

又有價證券，依其經濟機能有可分為貨幣性證券、財貨性證券和資本性證券³。茲分述如下：

1、貨幣性證券

作為信用、支付手段，記載對於某定額貨幣請求權之有價證券，例如票據法中所規定之匯票、支票、本票⁴。

2、財貨性證券：

為了使財貨容易處分，記載對於特定財貨請求權之有價證券，例如，載貨證券、提單、倉單等。

3、資本性證券

為了籌措資本、投資等目的，記載對於特定部份的資金、利潤請求權之有價證券。例如，股票、公司債、受益憑證等。

² 謝哲勝，不動產證券化之研究，台大法學論叢，第二十七卷第一期，87年1月，5頁。

³ 王惠光，證券交易法上之有價證券，中興大學法學研究所碩士論文，78年6月，20頁。

⁴ 票據法第一條參照。

第二節 我國證券交易法上之有價證券

第一項 有價證券

我國證券交易法第六條規定：(第一項)「本法所稱有價證券，為政府債券及公開募集、發行之公司股票、公司債券及經財政部核定之其他有價證券。」(第二項)「新股認購權利證書、新股權利證書，及前項各種有價證券之股款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。」可知我國證券交易法上之有價證券包含如下：

- 一、政府債券：包括政府公債、國庫券及中央儲蓄券。
- 二、公開募集發行之公司股票、公司債：

公司股票及公司債分別為表彰公司股東權及公司債權之證券，而證券交易法所重視者須有公開發行。

- 三、經財政部核准之其他有價證券

我國證券交易法對於證券的定義採列舉規定，另授權財政部得視需要，隨時將有必要納入規範以保護投資人之證券核定為證券交易法上之有價證券。依此，財政部所核准之有價證券如下：

- 1、證券投資信託基金為募集證券投資信託基金，所發行之受益憑證。
- 2、外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他有投資性的有價證券。凡在我國內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務者均屬之。
- 3、不動產證券化條例草案第五條則規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券。」並於第四十五條規定：「依本條例所發行之受益證券，得依證券相關法令規定申請於證券交易所上市或證券商營業處所買賣。」基於這些規定，讓依本條例發行之受益憑證得以在我國最具流動性之證券交易市場流通，因而大大提高不

動產證券之流動性，以符合立法目的。

第二項 視為有價證券之證券

依證券交易法第六條第二項規定之內容，視為有價證券之證券包括：

一、新股認購權利證書

指尚未認購新股前，得據以行使認購新股權利之證書，為公司法第二百六十七條規定，由公司發給員工、股東用以表彰其新股認購權之證書。

二、新股權利證書

為認購新股或者獲得新股分配後，因為公司需變更章程才能發行新股，為恐時間稽延所先發行之表彰新股權利證書。

三、價款繳納憑證

包含政府債券、公司股票、公司債及財政部核准之其他有價證券之價款繳納憑證。這些價款繳納憑證可以視為買賣有價證券之收據，以用來換取正式之證券，與新股權利證書有相同之功能。換言之，持有價款繳納憑證和持有正式的證券的效果幾乎一致，因此列入有價證券之範圍。

四、表明權利證書

任何可以用來證明前述有價證券之權利證書，亦視為有價證券。

在認識我國證券交易法上證券之意義後，可由證券交易法第一條之規定：「為發展國民經濟並保障投資，特制定本法」中得知，證券交易法之立法目的在保障投資，從而具有投資性之證券才是證券交易法主要規範之對象，所以證券交易法規範之對象原則上為資本性證券，且必須符合下列特性⁵：

⁵ 謝哲勝，不動產證券化之研究，台大法學論叢第二十七卷第一期，87年1月，6~7頁。

1、投資性

如上所述，證券交易法第一條即揭櫫其以保護投資大眾為目的，因此其規範的證券以資本性證券為對象，而不及於貨幣性證券或財貨性證券。就此也可以從證券交易法第六條所例示之證券均屬資本性證券得知。本乎此一原則，財政部核定之有價證券也應限於資本性證券。

2、書面性

證券既指表彰私法上權利之文書，故原則應具有書面之要式。惟為因應無實體證券（貨幣）時代之趨勢，我國證券交易法第六條第三項規定：「前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」

3、可轉讓性

在前述之有價證券的定義中即已說明，稱有價證券者至少需有關於其權利移轉之部分與證券書面相結合。因此，證券交易法上之有價證券亦應具有可轉讓性。就此點而言，證券交易法第六條所列舉之證券均符合此一要件。

4、公開性

參酌證券交易法第六條上所規定之用語，除政府債券外之其他有價證券均以公開募集發行者為限。其實政府債券本係對大眾公開發行，無須明文。因此，證券交易法上之有價證券即必須具備公開性。所謂公開性乃指對不特定人或公眾發行或透過公告，應募、發行或是否可上市或上櫃，則需視證券交易法上之規定而定。

如上所述，鑒於證券交易法上的證券才是一般人所認知的證券，同時也較能有明確的法律規範可資依循。因此，本文以為，如欲對於不動產證券化中之受益證券加以定義，應限於有價證券，同時係指資本性有價證券。

第三節 證券化之定義及目的

第一項 證券化之定義

證券化 (securitization) 一詞，在各國由於國情不同，其用法也略有差異。國內對於證券化之定義及分類亦未見一致⁶，茲將國內相關之文獻資料⁷，分析歸納如下：

簡言之，凡是以發行證券直接在資本市場籌措資金者，皆可稱之為證券化。又可分為廣義定義和嚴格定義加以區分如下⁸：所謂廣義的證券化是指證券發起人 (sponsor) 從事證券憑證化之之行為，即發行有價證券以表彰價值。而此「憑證化」，是指證券發起人將標的物之直接所有權，轉化為憑證而成為間接擁有。此時投資人所擁有的是具有債權性質的有價憑證，而非標的物本身賦有的物權。

而嚴格定義的證券化，是指所發行的憑證，除了滿足憑證化的要求外，必須達到細小化、規格化和流動性等三個要件。

- 1、細小化：所謂「細小化」，是指每單位的價格低，每單位所表彰的只是整體資產的若干分之一，以便於一般投資大眾可以進行小額投資，以達到「資金大眾化」之目標⁹。
- 2、規格化：所謂「規格化」，是指表彰相同標的物價值的證券，彼此完全相同，可以任意交換而沒有任何影響，各證券彼此間沒有先後或優劣的問題。
- 3、流動性：所謂的「流動性」，是指投資人與有價證券持有人可

⁶ 王肇蘭，「不動產證券化」觀念介紹及制度建立，財稅研究，82年9月，151頁

⁷ 有的學者將證券化分為三類：傳統證券化、資產證券化、及不動產證券化 (臧大年，資產證券化---美國之經驗，證券市場發展季刊第16期)；有的則分為四種：企業金融的證券化、抵押擔保債權的證券化、金融資產證券化及歐洲型證券化 (林世淵，美國金融證券化之發展，證券市場發展季刊第16期)；亦有將證券化分為：不動產證券化、不動產信用證券化及負債行證券化 (余金林，不動產投資信託制度之研究---兼論在台灣實施之可能性，八十一年六月，輔仁大學管理研究所碩士論文)；有人則簡單分為兩種：債權流動化證券及資金籌措證券化 (先進國家金融證券化之研究，產業金融第七十期)

⁸ 林煜宗，台灣土地銀行導入不動產證券化業務之研究，台灣土地銀行月刊，84年11月，7頁

⁹ 經建會，不動產證券化條例草案總說明，91年7月，1頁。

以在公開發行及次級市場上自由交易買賣¹⁰。

其實，以上這些要件都是以提昇資產之流動性為其指標，因此，證券化是否合乎嚴格的定義並不是從是否曾經發行有價憑證而定，而是從所發行的有價證券是否具備上列的特質，亦即該證券是否具有相當之流動性而定。我國「不動產證券化條例草案」第一條即揭諸立法目的：「為發展國民經濟，藉由證券化提高不動產之流動性，增加不動產之投資管道，」，可見整個不動產證券化之宗旨或成敗關鍵即在於提高資產之流動性。

第二項 證券化之目的

而證券化之主要目的有二：其一為資金籌措目的，即募集資金之方法係採用發行證券之方式為之。例如公司發行公司債或股票從資本市場籌措資金；其二為使債權流動化，即為提高企業、金融機構所持有資產、債權之流動性。而將資產、債權予以出售，或以其為擔保發行證券。例如銀行將手中的不動產抵押債權予以證券化後售出以提高銀行資產之流動性。

¹⁰ 究其實，細小化及規格化均為流動性之要件，因此此項流通性要件亦可稱為「市場性」。