

著作權聲明:

本文的全部或一部已登載於 台灣金融財務季刊第 6 輯第 4 期(2005 年 12 月)

## 不動產估價制度於不動產證券化所扮演之角色 及相關法制觀察

李智仁 黃郁婷

### 摘要

不動產估價於不動產交易所佔之地位極為重要，而不動產證券化下所為之不動產估價，基於其制度之特性而可能採取不同往昔之估價方式。在不同之估價方式擇定後，其相關之配套措施、估價技術之水準、資訊揭露之程度等，亦均為決定不動產證券化成敗與否之關鍵指標。本文結合地政與法律之角度作為切入點，探討現行不動產證券化估價實務所面臨之問題，並提出配套措施與法律規範之建議，盼能提供主管機關及相關業者卓參。

關鍵字：不動產估價、不動產證券化、收益還原法、不動產證券化條例、資訊揭露、不動產證券化資訊平台

### 壹、前言

2004 年年底，香港首檔不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts, REITs)基金公開募集時，造成了一百三十倍的超額認購，凍結了市場超過 6,000 億港幣的資金，雖臨時因法律訴訟無法上市，但在當時造成國際金融市場一陣轟動，亦掀起了亞洲市場的 REITs 投資旋風<sup>1</sup>。我國於 2003 年 7 月不動產證券化條例通過後，亦催生許多不動產證券化之新金融商品。綜觀國內不動產證券化之發展情況，起初多為不動產資產信託個案，於 2004 年 6 月由萬國商業(IBM)大樓個案起始，繼之有特力、遠雄、宏泰及新光等個案如雨後春筍般產生<sup>2</sup>。今 (2005) 年國內第一檔不動產投資信託 (REITs)「富邦一號」於募集時獲得了五倍的超額認購，雖然不及前開香港的盛況，但亦已確定 REITs 未來將成為國內極為熱門的投資商品<sup>3</sup>。富邦一號激發國人對於 REITs 之高度興趣後，其他業者相繼跟進(如國泰一號)，推出規模新台幣二十至一百四十億元不等的 REITs 商品，合計下半年將增至三、四百億元。據金融監督管理委員會之預估，到 2009 年台灣 REITs 之市場規模可望突破兩千億元<sup>4</sup>。另外，放眼亞洲地區，日本 TR Index 指數今年以來已勁揚一成多，新加坡也於 7 月推出首檔投資地區為亞洲的 REITs-「Maple Tree」，超額認購也高達五十七倍<sup>5</sup>。REITs 為何會吸引投資人注目？據統計，自 1971 年以來 REITs 的平均年報酬率高達 12.91%，較 S&P500 指數與 NASDAQ

指數的 11.45% 及 9.37% 為高。根據 NAREIT<sup>6</sup> 統計，2004 年前十月 REITs 投資報酬率更達到了令人稱羨的 18.89%，而同期的 S&P500 指數只有 3.06%。由各國之發展情況來看，REITs 確實已躍升為全球最受關注之投資商品。

前揭所謂不動產投資信託（REITs）係指由特定受託機構向特定人募集交付或向不特定人募集發行不動產投資信託受益證券，以獲取資金用以投資不動產或相關權利，以收取投資收益之投資導管<sup>7</sup>，屬於不動產證券化下的類型之一。至於不動產證券化下之證券價值應運用何種方式評估才合宜，乃投資者與參與者雙方皆相當關注之課題，同時也是影響制度能否成功的關鍵之一<sup>8</sup>。一般言之，不動產證券化首次公開發行（Initial Public Offering, IPO）的成本涉及估價、信用評等、會計師簽證及承銷等費用，又實務上不動產實體的估價本身因難度頗高，再經過證券化的程序，所涉及之問題諒必更為複雜<sup>9</sup>。

由於目前國內的不動產估價制度尚屬萌芽階段，相關制度均屬草創，而專業估價者的資格認定及管理也未臻健全，甚至估價技術與國外先進國家仍有差距，加上以往類似不動產證券化案例之失敗經驗，更突顯強化估價機制之重要性<sup>10</sup>。有鑑於此，本文試圖從不動產估價的觀點出發，探討估價制度在不動產證券化中所扮演之角色、可能產生之疑義及相關法律問題，希冀釐清相關爭點並提出觀察後之建議。

## 貳、不動產估價之基本介紹

所謂不動產估價（The Appraisal of Real Estate），係依據影響不動產價值之各種資料，判定對象不動產之經濟價值，並以貨幣額表示之評鑑方式。換言之，是在社會上之一連串價格秩序中，指出估價對象不動產之價格或租金額之行為<sup>11</sup>。與股票、債券等其他投資標的相較，不動產市場的資訊公開性顯然偏低，市場效率也相對較弱，而個別不動產所具備的稀少、唯一、不可移動及用途多樣等異於其他投資管道的特性，更使得不動產評價的困難度提高。由於不動產具有獨特性，且又缺乏集中交易市場所賦予的統一市價，以致於個別不動產的估價充滿挑戰性<sup>12</sup>。故以下擬先針對不動產估價之原則、方法及現行估價機制提出說明，並介紹不動產估價與不動產證券化估價之差異所在。

### 一、不動產估價原則

不動產估價原則是建立估價制度的基礎，只有在瞭解估價原則後，才能培養出正確的判斷能力，靈活運用後續所學之估價方法<sup>13</sup>。美國估價協會（American Appraisal Institute）在其出版之「不動產估價」（The Appraisal of Real Estate）<sup>14</sup>一書中列舉估算不動產價格之原則，計有預測原則、替代原則、變動原則、競爭原則、

收益遞增遞減原則、貢獻原則、剩餘生產力與均衡原則、適合原則、供需原則、最有效使用原則、外部性原則等十一項原則。日本不動產估價實務所採用之鑑定評價基準，對於估算不動產價格，也列有十一項原則俾供參酌<sup>15</sup>。

## 二、不動產估價之方法與分類

### (一) 不動產估價方法

2001年10月17日由內政部所制定之「不動產估價技術規則」中，明文列舉四種基本估價方法，即：1.比較法：指以比較標的價格為基礎，經比較、分析及調整等，以推算勘估標的價格之方法。依前項方法所求得之價格為比較價格(第18條)；2.收益法：指以指以勘估標的未來平均一年期間之客觀淨收益，應用價格日期當時適當之收益資本化率推算勘估標的價格之方法。依前項方法所求得之價格為收益價格(第28條)；3.成本法：指勘估標的於價格日期當時重新取得或重新建造所需成本，扣減其累積折舊額或其他應扣除部分，以推算勘估標的價格之方法。依前項方法所求得之價格為成本價格。建物估價以求取重建成本為原則。但建物使用之材料目前已無生產或施工方法已改變者，得採重置成本替代之。而重建成本係指使用與勘估標的相同或極類似之建材標準、設計、配置及施工品質，於價格日期重新複製建築所需之成本；重置成本則指與勘估標的相同效用之建物，以現代建材標準、設計及配置，於價格日期建築所需之成本(第44條)；4.土地開發分析法：指根據土地法定用途及使用強度進行開發及改良所導致土地效益之變化，估算開發或建築後總銷售金額，扣除開發期間之直接成本、間接成本、資本利息及利潤後，求得開發前或建築前土地價格之方法。依前項方法所求得之價格稱為土地開發分析價格(第67條)。

### (二) 不動產估價之分類

瞭解不動產估價之原則及方法後，即應進而分析不動產之種類，方能明瞭估價原則及方法在不同資產標的之使用時機。大體上，不動產可依其用途<sup>16</sup>、標的<sup>17</sup>及方法<sup>18</sup>進行分類。

## 三、現行估價機制概觀

不動產估價師法第2條開宗明義即表示：「本法所稱主管機關，在中央為內政部，在直轄市為直轄市政府，在縣(市)為縣(市)政府。」此外，依據同法第44條規定：「本法施行前已從事第十四條第一項所定不動產估價業務者，自本法施行之日起，得繼續執業五年；五年期滿後尚未取得不動產估價師資格並依本法開業者，不得繼續執行不動產估價業務。」意謂2000年10月4日之前已經進行不

動產估價的業者或公司行號，必須在五年內取得不動產估價師資格，若在 2005 年 10 月 5 日前尚未取得不動產估價師資格者，必須停止不動產估價業務；公司行號之營業項目中登記有不動產估價業務者，也必須撤銷該項營業項目。另於同法第 22 條中明定：「不動產估價師領得開業證書後，非加入該管直轄市或縣(市)不動產估價師公會，不得執行業務。」從上開不動產估價師法之規定看來，現行不動產估價機制之架構從上而下依序為主管機關－不動產估價師公會－不動產估價師。

### (一) 不動產估價師公會之角色定位

台北市不動產估價師公會已率先於 2003 年 1 月 10 日成立，之後高雄市不動產估價師公會及台中市不動產估價師公會也陸續在同年 4 月 12 日及隔年 3 月 30 日成立，中華民國不動產估價師公會全國聯合會(以下簡稱全聯會)更於今年(2005)3 月 12 日成立，各項不動產估價制度之推動，始奠定基石。全聯會所需擔負之責任重大，於法令中有諸多規定，如不動產估價技術規則中第 50 條、56 條、57 條、59 條、62 條、63 條及第 91 條規定，營造或施工費標準表、開發或建築之利潤率、廣告費、銷售費、管理費及稅捐等費率、建物工程進度營造費用比例表、建物經濟耐用年數表、建物之殘餘價格率、樓層別效用比等，都應由全聯會公告之，公告之資料應先報請中央主管機關備查，而此等資料均為不動產估價師於估價時，相當重要之數據；不動產估價師法第 22 條提及全聯會應設置管理委員會負責保管會費，並以其孳息或其他收入，用於不動產估價業務有關研究發展事項；第 38 條明定若不動產估價師有第 36 條各款情事之一時，不動產估價師公會得列舉事實，提出證據，送請不動產估價師登記地之不動產估價師懲戒委員會處理；第 41 條中對於不動產估價師間，對於同一標的物在同一期日價格之估計有百分之二十以上之差異時，訂定土地所有權人或利害關係人得請求土地所在之直轄市或縣(市)不動產估價師公會協調相關之不動產估價師決定其估定價格，必要時，得指定其他不動產估價師重行估價後再行協調，不動產估價師公會為前項之處理時，發現不動產估價師有違反本法之規定時，應即依第 38 條之規定處理。此外，不動產證券化條例第 22 條第 3 項第 1 款規定，同一宗交易金額達新台幣三億元以上者，應由二位以上之專業估價者進行估價。若專業估價者間在同一期日價格之估計達百分之二十以上之差異，受託機構應依不動產估價師法第 41 條規定辦理。另依不動產估價師公會章程第 6 條規定，本會任務有：1.價技術研究改進及法令修改之建議事項；2.會員業務或技術之研發、諮詢、考查、統計、編纂、出版、推廣及宣傳等事項；3.會員合法權益之保障、自律公約之訂定及會員間爭議之調處事項；4.不動產估價之專業訓練事項；5.會員相互間或對外連繫及公共關係事項；6.處理有關政府或民間委託不動產估價糾紛之調解及仲裁事項；7.接受政府或民間之委託事項；8.其他依法令規定應辦理之事項<sup>19</sup>。由上述各法令之規定看來，不動產估價師公會及全聯會對於不動產估價技術之提升或不動產

市場之穩定上，實扮演舉足輕重之角色。

## (二) 不動產估價師及建築師之業務區隔

在國內推動不動產估價師制度已步上軌道之際，法院拍賣案件委託估價，卻有建築師爭取估價業務，而與不動產估價業者產生業務衝突情事。探究建築師估價之法源，為建築師法第 16 條及第 17 條之規定<sup>20</sup>，惟關於建築師辦理之估價業務，內政部營建署於民國 77 年 9 月 22 日(77)營署建字第 11800 號函釋<sup>21</sup>中曾表示建築師估價業務範疇，僅有「建築物之新建、增建、改建、修建行為時所為工程上之估價」，而未包括土地。若建築師估價標的包括土地，則違反不動產估價師法第 14 條第 2 項<sup>22</sup>前段規定：「未取得不動產估價師資格者，不得辦理前項估價業務。」而可能有該法第 32 條：「違反第十四條第二項之規定者，處新臺幣五萬元以上二十五萬元以罰鍰。」之適用可能。

按不動產證券化條例第 4 條第 13 款對專業估價者之定義，係指「不動產估價師或其他依法律得從事不動產估價業務者」。當初立法討論時原已明訂為不動產估價師，後因考量不動產估價師法於 94 年 10 月之前的五年過渡期間，現有不動產鑑定公司之估價權益仍需維持，而改規定為「專業估價者」並加以定義。是就立法之初衷而言，並未考量建築師可做估價。另不動產證券化條例第 22 條規定應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書，亦僅有不動產估價師才得出具此種書面，建築師辦理建築物估價係依建築師法規定，並未有出具估價報告書之規範。就此觀之，不動產證券化條例中所指估價之適格者，並未包含建築師。綜合前述，建築師僅得辦理建築物估價，而不應擴充至建築物及建築土地之估價似較符合相關法令規定，且衡諸建築師未能掌握全部估價方法(僅使用成本法)，似不宜擔任前開工作。再者，現行實務亦未見建築師之相關估價作業規定，為避免肇致不動產市場交易糾紛、違背專業分工之精神及斷傷專業證照制度<sup>23</sup>，本文以為，在不動產投資信託之不動產估價業務上，不動產估價師與建築師之業務實有區隔之可能及必要。

## 四、不動產證券化估價與一般估價之差異

首先，我們必須釐清幾個問題，即「不動產估價」、「證券化不動產估價」與「不動產證券價值評估」究竟有何不同？大體觀之，「不動產估價」及「證券化不動產估價」之勘估標的乃是不動產本身，「不動產證券價值評估」則是針對證券本身之價值。一般就「不動產估價」而言，主要是評估不動產正常價格，即是具有市場性的不動產在正常情況下形成之合理價格，其估價方法有比較法、成本法、收益法及土地開發分析法<sup>24</sup>，已如前述。衡酌不動產估價實務，大多是以比較法為主要方式。

然而，過去不動產被視為經濟財，主要認定交易價格為資產價值，租金只是用以參考，惟不動產證券化條例通過後，在價值的認定上，漸漸轉而重視不動產在經營、管理所產生的效益，其價值的判斷，應該取決於能夠創造多少收益與長期所表現的資產利得<sup>25</sup>。一旦不動產證券化後，依據財務的觀念，任何金融資產證券的價值，就是該證券未來所帶來現金流量的折現，因此「證券化不動產估價」的評估應著眼於其未來收益，估價者實有必要將價值評估的技術，由偏向著重短期資本利得，轉向重視長期永續的收益<sup>26</sup>，反應於價格的認定上，則是跳脫以往採市價比較法或成本估算的傳統方法，改以未來的租金或經營收入及出售價格還原為現值的「收益還原法」作為主要估價方法，此亦為美、日等國產學界一致認為較適宜之作法，本文亦採之<sup>27</sup>。在收益法方面，又特別強調以折現現金流量方式(Discounted Cash Flow, DCF)做評估<sup>28</sup>。內政部於 2003 年 11 月 28 日公布之「證券化不動產估價報告書範本」，即是在評估勘估標的證券化過程中不動產之價值。由此可見，相較於一般之不動產估價，證券化不動產之估價更著重在未來收益之預測衡量。因此，財務分析也自然地成為不動產估價界之新顯學。

而所謂「不動產證券價值」是指在資本市場發行，由市場投資者根據經營不動產所獲得的利益去決定出價與證券價格<sup>29</sup>，由於不動產證券化兼具「證券」與「不動產」的特質，所以不能僅從「證券」或「不動產」的單一評價方式視之。傳統估價業者僅針對實體不動產進行價格評估，著重資本利得價值評估，評價方式為靜態分析，對於證券評估並不熟悉；而證券業則主要是對於企業、公司進行價值評估，著重現金收益價值評估，評價方式為動態分析，於不動產市場也不熟悉；未來不動產證券化評價應結合兩種領域的觀點，建立適合的評價制度<sup>30</sup>。由於不動產證券屬於收益型證券，因此評價的方法則可仿證期會（現為證期局）在初次公開發行時所採估計股價的股利折現法及盈餘資本化法<sup>31</sup>等類型。然而現行證券評價與基金評價的規定並不能直接運用在不動產證券化的資產評價，這是因為目前所規範的證券、基金評價，其投資標的並非以不動產為主，所以其價格評定的衡量因素並非以不動產價格變動的影響變數為考量。由國外研究顯示不動產投資信託性質與證券較相近，但實體不動產資產價值仍是影響價值的主要來源。目前雖已公佈證券化不動產估價報告書範本，但有關不動產證券化評價制度仍未有明確規範<sup>32</sup>，未來仍需多參照國外經驗來充實及強化國內相關估價制度並建立專業資料庫。

個別不動產在證券化之後，已與原先單純之不動產大不相同。論者曾就個別商業不動產評價與不動產證券化評價做出比較，認為個別商業不動產是基礎資產，交易的市場為私人投資市場，但是債務型不動產基礎證券(Real Estate-Backed Securities, RE-BS)，商業抵押基礎證券(Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS)與 REITs 不但是透過公開或半公開市場來交易，並且具備投資組合的特

性<sup>33</sup>。從本質上來看，個別物體資產是在私有財產市場上交易，因此可以直接得到其資產價值，然而 REITs 的股價反映的是間接從私有財產市場上交易所得的價值。換言之，只要 REITs 購買與銷售財產的所有價格，都剛好等於沒有造成 REITs 股價任何變動之行為時，私有財產市場的市場價值(Market Value, MV)，就代表從個體層面來看兩個資產市場間沒有價值上的差異。如果 REITs 以私有財產市場的 MV 來購買或銷售資產會造成 REITs 股價的變動，即表示兩者的個體評價不同<sup>34</sup>。故個別不動產與不動產證券化之價值差異，可見一般。然而目前不動產估價師之業務範疇仍以不動產為主，參照美國不動產證券化的發展，不動產估價師被委託評估不動產證券價值似乎不太可能，倒是在鑑定不動產與非不動產價值(如由不動產證券所創造的價值)時會需要他們，鑒於證券與不動產之風險分析間的重大差異，估價師必須能區別證券與不動產衡量指標(如投資報酬率或資本化率)之差異，區別屬於不動產或非不動產的價值，並充分揭露所有涉及證券化之不動產事實與狀況<sup>35</sup>。

### 叁、不動產估價業務現況

在不動產估師法尚未完成立法前，我國民間欲從事不動產估價業務，只要依公司法規定，向經濟部申請設立不動產鑑價顧問公司，即可從事不動產估價業務，基於市場需求，這類估價公司過去數年來數量激增，現行實際從事不動產估價業務之業者計有，不動產鑑定顧問公司、不動產鑑定限公司、徵信公司、不動產估價師事務所、銀行、農漁會信用部、信用合作社、房屋仲介公司、土地登記專業代理人業者、保險業者、房屋租賃公司、信託投資公司、生產力中心、建設開發公司、建築經理公司、建築營造公司等，甚至律師、會計師等亦紛紛投入，不動產估價師法未完成立法之前國內之不動產估價業，不分大小公司及估價人員有無牌照均可執業。由於缺乏有關法律規範估價業者之執業資格條件及業務責任，致其執業水準良莠不齊，我國在未建立不動產估價制度前，造成眾多問題，例如金融機構所暴發的不動產價值高估與冒貸及淘空公司資產等等弊端，尤其自 1987 年起，國內房、地價暴漲，惡性買賣循環以及假性需求炒作不動產價格，一般人早已無法判斷市場中合理的價位何在，之後又不斷傳出的購屋詐騙糾紛，使得社會大眾噩夢連連。最後，終於在 2000 年 10 月 4 日公布施行不動產估價師法，藉由專門職業估價人員制度之建立，提高估價技術及品質，並將估價業者納入輔導與管理，以因應經濟與社會發展之需要<sup>36</sup>。

#### 一、不動產估價業務範疇

雖然不動產估價技術規則第 14 條僅規定：「不動產估價師受委託人之委託，辦理土地、建築改良物、農作改良物及其權利之估價業務。」，然不動產估價師之業務實可包括：(一) 金融機構不動產抵押擔保物之估價；(二) 公開發行公司

不動產買賣交易之估價；(三) 法院民事執行處拍賣不動產之估價；(四) 法院民事糾紛有關土地分割、合併等之估價；(五) 都市更新權利變換前後不動產價值之估價；(六) 聯合開發有關政府、地主、投資者之權益價值估價；(七) 土地開發合建分配之權益價值估價；(八) 土地重劃前後地主權益價值估價；(九) 區段徵收地主分配抵價地估價；(十) 政府公共工程徵收地上改良物之估價；(十一) 政府公共工程徵收農作改良物之估價；(十二) 政府公共工程土地徵收之估價；(十三) 不動產證券化之不動產開發價值之估價；(十四) 各項工程造價或鄰房損害之不動產價值減損之估價；(十五) 土地使用分區變更前後之價值差異估價；(十六) 會計作業對不動產以最近日期重新估價；(十七) 企業購併對不動產價值之估價；(十八) 企業投資以不動產作價入股之估價；(十九) 各級政府公有不動產標售、買賣之估價；(二十) 移民國外有關之不動產價值之估價；(二一) 不動產權利(地上權、抵押權等)之估價；(二二) 其他土地、建築改良物、農作改良物及其權利之估價等<sup>37</sup>。

在國內推展不動產投資信託後，估價業者除了原有之估價業務外，又多出二項業務的選擇：一為評估基金受益憑證本身之價值，因為就美國經驗而言，REITs 取得財產或銷售時，有著時間上的壓力，大部份的經理人不容許去做詳細獨立的價值評估，來證明他們的決定。因此大部分只實行內部價值評估而不採取資產重估的方式，除非需要將此報告呈給股東或投資人閱覽，也因此導致獨立估價者似乎不若以往那麼重要。但估價者卻在另一方面找到契機，就是去評估 REIT 受益憑證之公平市價。這是由於傳統華爾街分析師們對於公開公司的估價方法不適用於 REITs 的估價，因為帳面上報導的所得會受佔了總資產大多數的不動產之高比率折舊所影響，帳面上的價值很快就變成無用的資料，而不動產本身有高度的特別性，並且流動性低，因此不得不借重不動產鑑價專家客觀的評估<sup>38</sup>。另一項業務選擇則為對於信託計畫說明書中之不動產開發計畫提供財務預測或預估受益率，因為這是各種計畫和公開說明書中都應記載之事項<sup>39</sup>。

此外，於 2005 年起實施之三十五號會計公報，亦為估價業注入了新的業務來源。其對企業資產評價之評估方式加以明確化，當資產有減損之虞時，須重估其有形、無形的資產價值，一旦資產重估後低於過去數字，即須提列虧損。故對於擁有不動產之企業而言，通常會委託估價業者進行資產鑑價，才能了解其資產是否有減損情況。台灣上市上櫃公司多達千家以上，有估價師預估，以全國總資產七十四兆元估計，在第三十五號公報的強制要求下，即使只抓 1% 的企業必須認列資產減損價值在財報上，以不動產估價的服務費費率(約按估價總額的 0.025 %，實際依各家收費標準而定)來推算，將至少產生一億八千萬元的資產重估商機<sup>40</sup>，三十五號公報所帶來的估價業務量，可能相當可觀。

## 二、不動產估價業者及不動產估價師現況



「不動產估價師法」之落日條款於 2005 年 10 月 6 日屆期<sup>41</sup>，證照制度正式啟動，所有不動產估價都需有不動產估價師的背書。目前國內之估價市場，合格之估價師不足，日後如何在避免浮濫與人手不足之間求取平衡，將是主管機關之挑戰。本文認為不動產估價師之人數應與市場上之業務量相對稱，且考試門檻應採取高標準，以維持不動產估價師之執業品質。且參考鄰近日本公部門公示地價制度為估價師帶來了穩定的業務，未來有關不動產估價的相關業務，不論是公部門或是私部門的部份，政府應不妨考量實際狀況，研擬適當之規定，釋出相關業務由專業之不動產估價師來承辦，同時也能提高所估價值之公信力。

## 肆、證券化不動產估價之爭議問題

日前內政部所公布之「證券化不動產估價報告書範本」是針對證券化之不動產而言，國內對於不動產證券化受益憑證之估價尚未有明確規範。而不動產估價師之業務範疇仍以不動產為主，故本文乃就證券化不動產估價方法中之收益法，提出幾個較具爭議性之問題，俾供思考。

### 一、「折現現金流量法」或「收益還原法」是否該考慮折舊費用？

在此問題上，贊成及反對之意見均有。贊成者理由如下：從法令的觀點來看，不動產估價技術規則(以下簡稱規則)中所提及之收益法公式為「不動產價格＝客觀淨收益/收益資本化率」，國際上一般將此稱為直接資本化法(Direct Capitalization)。其乃係由規則第 42 條中關於一定期間收益價格之公式所推出，蓋其公式為： $P = ax\{1 - [1/(1+r)^n]\}/r$ (P：收益價格，a：淨收益，n：可收益之年數，r：收益資本化率)，因土地具有永續性，因此  $n \rightarrow \infty$ ，而得出  $P = a/r$  之結論。惟建物有耐用年限問題，若欲永續只好折舊提存為「準永續」。故規則第 36 條即明定：「勘估標的之總費用，除推算勘估標的之各項費用外，如勘估標的包含建物時，應加計建物之折舊費用，併其他各項費用於有效總收入扣除。但因情況特殊未加計建物折舊費用者，於計算收益價格時，除考量建物收益資本化率外，應加計建物價格日期當時價值未來每年折舊提存率」。總之，建物折舊仍需計扣，若未扣折舊費，則需於房地資本化率加計折舊提存率，實務規定植基於學理支撐，甚為明確。由於受託機構多會要求不動產證券化報告應用 DCF<sup>42</sup> 估價，其架構為：不動產價值＝各期營運淨收益折現值＋不動產期末出售折現值。由於資產信託證券化標的確定，具有穩定收入，實際並無折舊費現金流出，故 DCF 法前半段「各期營運淨收益折現值」未計折舊可以理解，但因「不動產期末出售折現值」通常係以直接資本化法應用，故需扣折舊費，或加計折舊提存率。美國即有扣除重置提撥款之前之總資本化率，大於扣除重置提撥款之後之總資本化率之做法，扣除重置提撥款之前之總資本化率之所以較大，即因類似規則加計「折舊提

存率」之結果，惟該重置提撥款實為建物主體之重置提存，非僅指我國重大修繕費。亦有論者提出折舊提存於折現現金流量估價仍需考慮，否則則應於重大修繕費等資本支出反應，以免高估不動產價值。若現金流量期間未處理折舊或重大修繕費，則應於「不動產期末出售折現值」，通常採期末出售資本化率較高方式(即加計提存率)敘明<sup>43</sup>。因此，「折現現金流量法」或「收益還原法」應考慮折舊費用，方符合估價學理。

惟反對之見解以為，折舊源起會計記帳的「成本與收入配合」原則，亦即將資產成本減去估計的殘值後的數額，在估計耐用年限內，以合理有系統方法加以分攤，作為各期間的費用。而會計公報對折舊所為精要之定義乃：其係一種「成本分攤」方法，而非「資產評價」程序。亦即會計帳面上的累計折舊代表已分攤的成本，而帳面價值(成本減累計折舊)則代表尚未分攤的成本，並非資產的變現價值或重置價值。所以，折舊帳戶餘額並不是代表重置新設備之現金，僅代表資產已耗用成本，故折舊只是成本的分攤，帳面價值代表尚未分攤的成本，而不是現在出售預期可以獲得的價值。因此，折舊不僅與資產真正市價無關，亦與重置成本現金流量無關，既然折舊非因資產評價而生，那證券化價值評估，何以要考慮折舊？再者，很多人以為每年攤提折舊費用，經過若干年後則可視為取得重置該不動產之成本，真實情況就是在提列折舊費用時，根本沒有付出該筆支出，那提列折舊何能在若干年後取得重置成本，更何況是否要重置不動產，係屬資本預算的管理決策，與會計收入與費用配合原則所產生之折舊，關連性甚低。另有論者亦主張難以尋找到支持「折現現金流量法」或「收益還原法」的估價模式，需考慮折舊費用的看法<sup>44</sup>。

本文認為，依現行不動產估價技術規則及不動產估價師法來看，法令中已明定折舊應納入考量，且鑑定報告書仍需符合不動產估價技術規則，否則恐有違法之可能，故以適法原則之角度以觀，目前在「折現現金流量法」或「收益還原法」中仍應考慮折舊費用。針對此問題，建議未來可由估價師與專家學者及政府機關再做更進一步之討論。

## 二、「現金流量折現法之折現率」與「收益還原法之資本還原率」應如何估計？

「收益還原法之資本還原率」之求取，依據不動產估價技術規則第 38 條所規定：「收益資本化率應依下列方式擇一決定：一、收益資本化率應考慮銀行定期存款利率、政府公債利率、不動產投資之風險性、貨幣變動狀況及不動產價格之變動趨勢等因素，選擇最具一般性財貨之投資報酬率等基準，比較觀察該投資財貨與勘估標的個別特性之差異，並就流通性、風險性、增值性及管理上難易程度等因素加以比較決定之。二、選擇數個與勘估標的相同或相似之比較標的，以

其淨收益除以價格後，以所得之商數加以比較決定之。」雖前開規則明定二種方式，但仔細觀察第一種方法，可能會因個別估價師之主觀判斷而異其標準，只能就估價師過往之經驗做為判斷基準，恐生爭議；而第二種方法，看來較無太大問題，惟需注意的是資料來源之完整度，由於國內尚未建立完整之不動產估價資料庫，比較案例的蒐集往往只能依靠估價師的市調訪查，但是淨收益之計算需要詳細之資料，如地價稅、房屋稅、火災保險費、管理維修費等有關總費用之數據，通常也只能以概算之方式來求取，容有不足之處。

其次，目前實務上「現金流量折現法之折現率」之求取，主要從財務的角度出發，而透過「折現現金流量法」估算證券化不動產價值，模式中分母部分的「折現率」有三種概念，即機會成本、必要報酬率及資金成本。若是將 DCF 法運用於制定投資或開發不動產的決策，折現率可視為該投資開發案投入之資金，在資本市場中對等投資機會的預期報酬率，故很類似經濟學「機會成本」的概念，由此觀念產生從不動產投資人的角度來看，折現率即是對於投資人所承擔的不動產投資風險水準，而相對要求的「必要報酬率」。在財務理論上，它可藉由具有對等風險的證券投資之期望報酬率來衡量，便衍生出「資本資產定價理論(Capital Asset Pricing Model, CAPM)」。而從不動產開發者的角度來看，折現率即是開發業者在該投資案所必須付出的資金成本，藉由資本結構中不同資金來源的比重予以加權，所得的「加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)」，可視為證券化不動產開發財務評估案中的適當折現率<sup>45</sup>。本文以為，不動產證券化後，除了不動產之特性，亦須考慮證券之特性，因此在折現率的計算上，該考慮的面向應該涵蓋兩者。而 CAPM 與 WACC 較偏向於財務面，未納入不動產的特性，故在適用上是否恰當亦有討論之空間。欲建立完整之估價制度，後續在地政與財務二種領域之互動上，顯得更為關鍵。

### 三、DCF 法中預測未來每期現金流量之困難度

英國或美國之租賃契約期間相當長(英國最近有出現租期較短者，但以 25 年之長期契約占多數，美國則據說以 5 年或 10 年為契約期間者較為普遍)，而且不能在契約期間中解約，所以有可能掌握長期而安定之現金流量<sup>46</sup>。在臺灣，商、辦不動產通常是以 2 年至 5 年為契約期間較為常見，解約條件則由簽訂租賃契約時由承租人與出租人雙方協定，通常為欲解約前 3 到 6 個月以書面提出，但多半會訂有罰則，所以在長期而安定的現金流量估算上，較為不易。另外，台灣租賃商場的契約相當多元化，有純收租金制、抽成制及包底抽成制等，較為複雜，更深化估算現金流量之難度。目前實務上的做法，多以過去的租約情況來推算未來的現金流量，惟在歷史資料及相關資料庫均不足之情況下，解釋及預測能力是否足夠，仍有待商確。

## 四、DCF 法中預測未來轉賣價格之困難度

轉賣價格之查定方法，一般是採用將保有期間末之純收益，以最終還原利率還原之永久還原法。在美國與英國，這是由複數之調查機關經常提供利率等相關資訊，投資者也參考這些資料來判斷其價值，由於所提供之資訊相當完備，故不失為一有效的方法<sup>47</sup>。國內有關不動產相關資料庫相當缺乏<sup>48</sup>，導致現階段在未來轉賣價格之預測上有相當難度。目前財團法人不動產資訊中心已成立不動產證券化資訊平台，其目的在揭露相關資訊及數據，由於其乃 2005 年 3 月 17 日甫成立，故資料仍不完整。展望未來，不動產資料庫之建立，諒必為健全估價制度之重要措施<sup>49</sup>。

## 伍、不動產證券化中估價法制之觀察與評析

不動產證券化法制之建置，始於 2003 年 7 月 23 日總統令所公布之「不動產證券化條例」。其後，尚有「財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法」（2003 年 9 月 30 日）與「不動產證券化條例施行細則」（2003 年 12 月 2 日）等子法陸續發布。對於前開法制中之許多疑點，學者專家已為文提出評析與建議<sup>50</sup>，於此茲不覆贅，僅就估價相關法制進行說明與分析。

### 一、估價相關法制說明

對於不動產估價師從事不動產估價時，其作業程序、方法及估價時應遵循事項，依據不動產估價師法第 19 條第 1 項之規定，係由內政部訂定。內政部亦於民國 90 年 10 月 17 日以台（90）內地字第 9077692 號令訂定「不動產估價技術規則」，對於估價作業程序、估價方法、宗地估價、房地估價、土地改良物估價、權利估價等，均有詳細之規範之規範。然現行法令中關於不動產證券化之估價規定，主要仍見諸不動產證券化條例，茲將相關規定歸納如下：

#### （一）信託計畫書中之應記載事項

不動產證券化條例第 8 條及第 31 條分別就不動產投資信託與不動產資產信託計畫之記載事項加以規定，而估價事宜為應記載事項之一。依第 8 條之規定可知，於不動產投資信託計畫中，應載明信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見（第 1 項第 5 款），且投資計畫中亦應包含購買、管理或處分不動產之運用及控管程式、成本回收、財務預測及預估收益率等事項（第 1 項第 6 款）；依第 31 條之規定，於該類計畫書中亦應記載信託財產之內容及經專業估價者估價之信託財產價值（第 1 項第 5 款）、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見（第 1 項第 9 款）。

## (二) 不動產投資信託 (REITs) 契約之記載事項

估價方式亦為不動產投資信託契約中之應記載事項，依條例第 10 條之規定，該信託契約應以書面記載不動產投資信託基金淨資產價值之計算方法（含不動產估價方法、評估基礎、進行估價期間、淨資產價值計算之期間、應為公告之期限及公告方式）與受益權單位淨資產價值之計算及公告方式（第 11 及 12 款）。

## (三) 估價報告書之出具

按不動產估價報告書乃不動產估價師執行估價工作成果之展現，也是不動產估價師最主要之工作<sup>51</sup>。為確保不動產證券化下交易之公平性及價格之合理性，避免受益人權益遭受侵害，不動產證券化條例對於受託機構出具估價報告書之時點設有相關規定，分述如下：

### 1. 不動產投資信託之受託機構為達一定金額以上之交易前

條例第 22 條第 1 項規定：「受託機構運用不動產投資信託基金進行達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易前，應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書。」其中所稱「一定金額」，財政部金融局（現為金管會銀行局）曾於 2003 年 9 月 3 日以台財融（四）字第 0924000785 號函釋示，係指受託機構運用不動產投資信託基金進行同一宗交易之不動產或不動產相關權利總金額達新臺幣一億元以上者。換言之，不動產證券受託機構運用不動產投資信託基金進行之不動產或相關權利交易，只要金額達新臺幣一億元以上者，均需洽請專業估價者出具估價報告書。

### 2. 不動產資產信託之受託機構募集基金時

不動產資產信託之受託機構募集或私募不動產資產信託受益證券時，應檢具之書件中即包括信託財產之估價報告書，條例第 29 條第 1 項第 9 款設有明文。復觀條例第 34 條規定：「受託機構依第二十九條規定向主管機關申請核准或申報生效前，應先洽請專業估價者就不動產資產信託之信託財產，依不動產估價師法之規定出具估價報告書。」職是，受託機構申請為不動產資產信託基金之募集時，須提出估價報告書，自毋庸議。

### 3. 信託財產評審委員會認為有必要或契約有約定時

條例第 26 條亦為關涉不動產證券化估價制度之重要規定，其旨在規範受託

機構所設置之信託財產評議委員會（信託業法第 21 條），應至少每三個月評審信託基金之財產一次。並且，該評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，以作為評審參考（第 1 至 2 項參看）。惟須注意者，乃不動產資產信託亦準用此項規定（第 36 條）。

## 二、法制之觀察與評析

綜觀不動產證券化條例關於不動產估價之相關規定後，本文提出二項觀察所得，俾供先進方家參考：

### （一）應增列估價時機之相關規定

首先，關於不動產估價之時機，依條例之規定僅有 1.不動產資產信託基金募集時；2.運用基金為一定金額不動產交易時；以及 3.信託財產評審委員會之洽請等三種情況，規範範圍似仍嫌不足。學者認為在理論上，以下幾種情形亦有估價之必要<sup>52</sup>：A.不動產或相關權利保有期間之估價：蓋並非僅有在不動產或相關權利未取得或取得之初需要估價，因不動產之價格並非恆常穩定，必須定期估算其價額，受託機構方能即時因應，也使投資人得隨時掌握投資不動產之現況，而避免遭受不測；B.受託機構所保有之特定資產讓渡時：此為一般不動產或相關權利為交易時之必然過程，非僅不動產證券化獨有；C.反對信託契約或信託計畫變更決議之受益人向受託機構行使受益證券收買請求權時。因此，條例中所為不動產之估價時機，似有增列之必要。

### （二）資訊揭露法制之催生

由於不動產證券化受益證券在發行條件以及作業流程上，均較一般公司債或共同基金之發行更為複雜，且權利義務關係需更為明確，因此資訊的透明度影響投資人權益甚鉅。然而，目前國內不動產證券化相關資訊散落於櫃買中心、公開資訊觀測站等各處，加上長期以來台灣不動產市場交易、經營等相關資訊透明度不高，導致投資大眾對於不動產投資普遍存在著錯誤的期待，種種因素皆不利於不動產證券化市場未來的發展與國際化。國內有關不動產相關資料庫相當缺乏，導致現階段在價格之預測上有相當難度，前已述及。雖然中美基金已補助財團法人台灣不動產資訊中心成立「不動產證券化資訊平台」，希望藉由廣泛的蒐集各類型不動產證券化商品相關資訊，建立公開說明書及一切應公布之財務報表之資訊交換平台，提供各界查詢。並藉由匯集辦公室、大型商場、旅館等商用不動產經營資訊，以及所有不動產證券化案例及其財務運作資訊，建立各類收益還原率之資料庫，以提供估價或財務試算人員未來在評估不動產證券化產品或進行估價業務時之參考，希望藉此提高台灣不動產市場運作的透明度，進而活絡不動產證券化的市場<sup>53</sup>。然未來應否透過法律之規定，規範資訊當事人應主動提供相關不

動產資訊，不無討論空間。

按估價實務上所面臨之難題，莫若不動產估價師們須耗費較多心力於尋覓類似案例，以作為估價之判斷參考，且泰半覓得之資料多為待售或待租之情況，若要訪查到確切成交之所有相關資訊，更是困難重重。倘若資訊揭露平台得以建構，並有法律之明確規定為依憑，如此一來不僅能夠防止房地價之炒作，亦能促成資訊透明市場之建構亦有利於引進外資，並可讓不動產估價師將大部份時間致力於估價方法及內容之呈現，促進估價技術之升級。然而相對地，相信亦有反對之聲認為賣方優勢必將喪失，且是否能夠在不侵害資訊當事人隱私以及其財產權之前提下，設計出完備之法律規範，仍待商榷。

本文以為，透過法律之規定強制不動產資訊之提出，有其必要性。在立法設計上，可嘗試將備查之資訊劃分等級，同時查閱權限亦應有等級之分，如此方能確切掌握資訊之運用，不致生損害於當事人。此外，在報送之資訊內容上，除應標明地址、價格、面積、交易情況等一般事項外，同時亦應考量區域行情或其他特殊情事，而為不同形式之登載，以利區辨。但法制之構成中，仍有某些疑點值得思考，例如應於個別條例中規範抑或於土地法中為之？資料申報者為何人（或機關）？租金是否亦為申報內容，如何申報？……等，實有賴財金、地政及法律等領域之專家學者一同研商，以形成規範之共識。

## 陸、結論

不動產估價於不動產之交易中所佔之地位極為重要，而不動產證券化下所為之不動產估價，尚須慮及其制度之特性而可能採取不同往昔之估價方式，已如文中所述。在不同之估價方式擇定後，其相關之配套措施、估價技術之水準、資訊揭露之程度等，均為決定不動產證券化成敗與否之關鍵指標。本文再次強調不動產估價制度於不動產證券化之重要地位，也嘗試提出觀察所得以為結論：

- 一、證券化不動產估價之評估應著眼於其未來收益，估價者實有必要將價值評估的技術，由偏向著重短期資本利得，轉向重視長期永續的收益，反應於價格的認定上，則是跳脫以往採市價比較法或成本估算的傳統方法，改以未來的租金或經營收入及出售價格還原為現值的「收益還原法」作為主要估價方法，此亦為美、日等國產學界一致認為較適宜之作法，本文亦採之。
- 二、隨著資訊時代來臨，不動產數位資料庫的建立與供應在都市發展規劃及管理上，實已成為刻不容緩之工作。而建置之主要目的為：（一）提供都市經營與管理決策支援系統之參考；（二）促進不動產資訊透明化，提供服務以滿足使用者需求；（三）活絡不動產市場交易，作為不動產稅制改革之重要參

考；(四)強化與活化都市不動產交易產業體質；(五)導入柔性更新機制及(六)促進不動產市場價值公開化等。以臺北市為例，該市之不動產數位資料庫經過規劃，未來的臺北市不動產數位資料庫資訊系統將包含：(一)定位與疊圖功能；(二)不動產基本資訊查詢功能；(三)不動產交易資訊查詢功能；(四)環境資訊查詢；(五)基本統計與進階統計功能；(六)決策輔助系統功能；(七)法令查詢功能等幾項主要功能與附屬功能，以供政府、民間業者與一般民眾使用。本系統的規劃係以不動產為主題的資料庫，而不僅僅是空間資料的展現。此外，本系統也與「地政電傳服務系統」及「電子謄本系統」不同，在於它的決策輔助性，而不僅限於交易作業(transactions)。換言之，透過該不動產數位資料庫的建置與使用，對政府部門而言，不僅未來將可提供完整的不動產基本資料與統計資料作為政府機關或是研究者進行都市研究與相關決策的資料來源獲取處，而在規劃決策方面其可運用鄰避設施權值分析的功能以了解空間地點之鄰避程度，選擇影響性低者以進行鄰避設施的配置。廠商可利用廠辦與店址之權值分析來進行工廠與店舖之區位選擇。一般購屋者與居住者也可透過購屋之權值分析與友善鄰里分析以了解適合購屋地點與及居住環境的品質。而公開透明的不動產交易資訊則不僅能為交易減少不必要的風險成本，將更進一步促進房屋交易的買氣。因此，對於能提供完整且多功能的臺北市不動產數位資料庫而言，其廣泛的資訊及功能，在未來將可為使用者帶來極為可觀的效益<sup>54</sup>。本文以為，類此之不動產數位資料庫實應推廣建置，以提供即時及準確的資訊作為都市發展規劃與管理決策制定的基礎，並提供業者及民眾便捷的服務，亦有利於不動產證券化之推動與發展。

三、就法制面言，現行不動產證券化條例對於估價制度設有規範，實值肯定。本文認為，未來尚宜考量增列條例中不動產估價時機之相關規定，並可同時思量是否將資訊揭露之規範列入規定中，以促成真正實用的資訊平台得以建立。

(作者 李智仁為本所資深顧問)

## 註釋

- 1.參閱吳秋璇、陳品橋、吳嘉欽、劉宗聖(2005)，頁7。
- 2.參閱游適銘(2004)，頁1。
- 3.同前註1。
- 4.參看經濟日報(2005)，「投資REITs 注意資產管理」，7月26日。
- 5.參看經濟日報(2005)，「REITs 亞洲投資圈人氣王」，8月23日。
- 6.為美國之不動產投資信託國家協會(National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT)。NAREIT則是REIT和公開上市交易不動產公司組成的同業工會。



7. See Fass, Peter M., Shaff, Michael E. and Zief, Donald B. (1989), at 1-1.
- 8.參閱張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2004)，頁 48-49。
- 9.參閱林左裕(2005)，頁 1。
- 10.此諸失敗案例中，「要價過高，造成業主惡性倒閉」是一大主因，即投資人在業者強行行銷下，購買高於市價甚多的不動產，在附買回條件下，促使業者產生倒帳的動機，很明顯的暴露出，由於投資者缺乏正確的估價資訊，造成業者有機可乘，由此可之，在不動產證券化交易過程中，具有公信力之不動產估價制度，實為保障投資人的關鍵所在。參閱林清正(2003)，頁 49。
- 11.參閱林英彥(2000)，頁 13。
- 12.參閱林左裕(2003)，頁 275。
- 13.同前註。
- 14.參閱美國估價協會著，宏大不動產鑑定公司譯 (1999)。
- 15.所列舉之原則為：(1) 需求與供給原則(Principle of Demand and Supply)：在供給者與需求者要求經濟效率達到最大的情況下，將可產生均衡價格，因此在進行不動產估價時，必須先考慮目前整體不動產市場買賣雙方的力道強弱如何。當屬於景氣的賣方市場時，估價者應持保守態度，求得正常價格；反之亦然。但因不動產屬於不完全競爭市場，不動產間替代性有限，故無法完全由供給與需求來求得均衡價格；(2) 變動原則(Principle of Change)：不動產市場為一動態市場，其所謂的均衡價格並非一固定金額，而是會隨整體環境、景氣或個別不動產標的物相關變動因素改變的價格。因此，估價時應掌握這種變動的趨勢，並注意對各因素相互之間的因果關係進行動態分析，以做出合理的估價；(3) 替代原則(Principle of Substitution)：所謂替代原則，係指不動產標的物之價格與該標的物同類型且具有替代性的其他不動產有所關聯。市場比較法即運用該原則，當不動產間有相互關聯的事實時，運用歷史資料做替代性的比較，以求算出不動產標的物的估計價格；(4) 最有效使用原則(Principle of Highest and Best uses)：最有效使用原則為進行不動產標的物估價時，假設該不動產標的物在適法及當地市場可接受的情況下，是以最高獲利及用途多樣性為最佳的使用方式。而其中對不動產標的物有效使用的評估，包括目前是否達到最有效使用、未來是否可以達到最有效使用，以及是否具有持續性等；(5) 均衡原則(Principle of Balance)：不動產價格受到土地、資本、勞力及經營等四項內部生產因素組合的影響，若生產因素的配合達到均衡、最適狀況時，不動產便可產生最大效用；(6) 收益遞增遞減原則(Principle of Increasing and Decreasing Revenue)：在一定程度下，當某一生產因素增加時，不動產的收益將會增加，即所謂的收入遞增原則；但到了某一程度(邊際點)，如果再追加投資，不動產的收益不但不會增加，反而可能減少，即所謂的收入遞減原則。所以，邊際點將是最大的收益點；(7) 收益分配原則(Principle of Distribution)：運用收益還原法及土地殘餘法時，需要取得土地的地租及適當的報酬率，折現成目前土地的價值。所謂地租，即土地收益，將可運用總收益減掉營運成本、資本利息及

經營報酬即可獲得；(8) 貢獻原則(Principle of Contribution)：不動產會由於某一因素而對整體收益產生不同的貢獻程度，比方說，區位的不同，對於交通成本及公共設施好壞的貢獻程度就不同；(9) 適合原則(Principle of Conformity)：由於不動產標的物與當地環境相配合，具有協調、一致性，將使不動產標的物收益性及舒適性達到最大程度，因此在評估時，應考慮不動產與外部環境的關係是否具備最有效使用；(10) 競爭原則(Principle of Competition)：當不動產標的物具有超額利潤時，需求者將會搶購，直到回復正常利潤為止。因此，當不動產的替代性低時，競爭將會激烈，則價格就會有提高的可能，反之，當替代性高時，因為競爭性低，價格也將顯得平穩；(11) 預測原則(Principle of Anticipation)：此原則係運用過去的交易資料推定未來的動向及情事，因此估價時，需要對價格的形成因素做客觀合理的預測，且該預測對收益還原法取得收益及報酬率，對市場比較法取得變動之情況等，皆為一重要指針；(12) 外部性原則(Principle of Externalities)：不動產之外在環境因素，對其價值可能產生正面或負面的效應。例如附近有公園、圖書館會增加不動產價值。如附近有垃圾掩埋場，則產生負面影響。以上已就十二項不動產估價之原則概略說明，但應注意此等原則並非孤立的，而是全部有直接或間接之關連，故從事不動產估價之人員，除應充分瞭解各項原則之意義外，亦應明白各原則彼此之間之關係，靈活運用才能把握正確之不動產價格。(說明順序係依據日本不動產評價基準所列舉者，但另加美國所列舉之外部性原則一項)。參閱林英彥(2000)，頁 51-52 及頁 60-61；林左裕(2003)，頁 276-277。

16.依「用途」區分，可分為：(1) 住宅用不動產；(2) 商用不動產；(3) 工業用不動產；(4) 農業用不動產；(5) 特殊用不動產：如高爾夫球場、休憩遊樂區、山坡地、林地等不動產估價。

17.依「標的」區分，則有：(1) 土地；(2) 房屋或建築改良物；(3) 農作物；(4) 權利：如地上權、採礦權或租賃權等；(5) 其他：如車位、失敗之在建工程等。

18.依「方法」區分，有：(1) 部分估價：當不動產為土地及建物合一時，在考慮建物對土地價格的影響後，才對土地進行估價；(2) 獨立估價：當不動產為土地及建物合一時，不考慮建物對土地價格的影響；(3) 分割或合併估價：在土地分割或合併之前提下，就土地分割或合併後之土地進行分析。參閱林左裕(2003)，頁 277-278。

19.資料來源：台北市不動產估價師公會網頁 [www.reaa.org.tw](http://www.reaa.org.tw) (最後瀏覽日期：2005/10/01)

20.建築師法第 16 條：「建築師受委託人之委託，辦理建築改良物及其實質環境之調查、測量、設計、監造、估價、檢查、鑑定等各項業務，並得代委託人辦理申請建築許可、招商投標、擬定施工契約及其他工程上之接洽事項。」第 17 條：「建築師受委託設計之圖樣、說明書及其他書件，應合於建築法及基於建築法所發布之建築技術規則、建築管理規則及其他有關法令之規定；其設計內容，應能使營造業及其他設備廠商，得以正確估價，按照施工。」

- 21.內政部營建署於民國 77 年 9 月 22 日(77)營署建字第一一八〇〇號函釋：「關於建築師法第十六條及第十七條所稱估價業務，係指建築師依建築法及建築技術規則、建築管理規則等之規定辦理『建築物之新建、增建、改建、修建行為時所為工程上之估價』而言。」業有明定，且不動產估價師法第十四條第二項規定中，已考量建築師原有建築物估價業務權益，可見建築師估價業務範疇，係屬「建築物之新建、增建、改建、修建行為時所為工程上之估價」，應無疑義。然而高雄市不動產鑑定商業同業公會曾於 2000 年 9 月 6 日函詢內政部有關開業建築師得否為土地估價業務，案經 2000 年 10 月 6 日以台八九內營字第八九一〇五九一號函復曾表示過相反意見：「查『建築師受委託人之委託，辦理建築改良物及其實質環境之調查、測量、設計、監造、估價、檢查、鑑定等各項業務。』為建築師法第 16 條所明文。是建築師依法得為建築物及其實質環境，包括建築改良物及建築土地之估價。」但論者認為估價師法及建築師法為同位階之法律，就同一事項而有不同之規定，依「後法優於前法」、「新法優於舊法」及「新法改廢舊法」之法律適用原則，建築師估價當然優先適用不動產估價師法，故依不動產估價師法規定建築師得辦理建築物估價，不得辦理土地估價，應屬明確。參閱游適銘(2003)，頁 113-114。
- 22.不動產估價師法第 14 條第 2 項：「未取得不動產估價師資格者，不得辦理前項估價業務。但建築師依建築師法規定，辦理建築物估價業務者，不在此限。
- 23.參閱游適銘(2003)，頁 114-116。
- 24.參閱卓輝華(2004)，頁 29。
- 25.參閱賴樹奎(2003)，頁 109。
- 26.參閱王健安(2003)，頁 1。
- 27.同此見解可參小林信夫(1999)，頁 15。
- 28.參閱卓輝華(2004)，頁 30。
- 29.參閱卓輝華(2003)，頁 17。
- 30.參閱張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2003)，頁 49。有關不動產證券評價的問題，與會計師不同的是，會計師乃在公司營業活動發生後損益的認列證明，而估價師乃對該不動產未來可能產生的收益，應用專業技術，如市場調查與投資分析，經適當的風險，即必要報酬率的調整，還原為其基本價值，因此實務上不動產實體的估價本身困難度就很高，再經過證券化的程序，所牽涉的技術問題更為複雜。參閱林左裕(2005)，頁 1-2。
- 31.我國證券承銷參考價格為以下 A、B、C、D 等各價格因子之 40%、20%、20% 與 20% 之加權平均，其中 A 為(最近三年度平均每股稅後盈餘×同類上市公司股票最近三年之本益比)；B 為(最近三年度平均每股股利÷同類上市公司股票最近三年之股利率)；C 為最近一期經 CPA 簽證之每股淨值；D 為當年度預估每股股利÷金融機構一年期定存利率。參閱林左裕(2005)，頁 1-2。
- 32.參閱張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2003)，頁 50-51。
- 33.參閱李欽漢、廖仲仁(2004)，頁 17。

- 34.同前註，頁 19-20。
- 35.參閱美國估價協會著，宏大不動產鑑定公司譯（1999），頁 864。
- 36.資料來源：中聯代書生活網網頁  
[www.c123.com.tw/kmportal-deluxe/front/bin/ptdetail.phtml?Rcg=100029&Part=08-04](http://www.c123.com.tw/kmportal-deluxe/front/bin/ptdetail.phtml?Rcg=100029&Part=08-04)（最後瀏覽日期 2005/10/11）
- 37.資料來源：台北市不動產估價師公會網站 [www.reaa.org.tw](http://www.reaa.org.tw)（最後瀏覽日期 2005/10/11）
- 38.參閱林清正(2002)，頁 50；張祥瑞、呂建宏(2000)，頁 170。See also Harvard Law Review Association (1994), at 1117.
- 39.林清正(2002)，頁 50。
- 40.參看中時電子報(2005)，「三十五號公報效應 不動產估價最強一波商機浮現」，3月28日。
- 41.考試院自 2001 年 12 月起，至今已舉辦了五次不動產估價師高考及三次特考，已放榜之前四次高考一共錄取 150 位不動產估價師，三次特考一共錄取 144 位不動產估價師，總共錄取 294 位，於內政部地政司登記開業之估價師人數總計有 162 位。至於現行不動產估價師名額過少，內政部曾向考選部反應增加錄取名額，但考選部表示，不希望估價師像建築師人數過多，造成惡性競爭。不過需注意的是，目前不動產估價師的區域分布不均，除在北高等都會區開業，偏遠及離島地區幾乎無人執業。據內政部地政司資料顯示，基隆市、宜蘭縣、南投縣、嘉義縣、台南縣都僅一人開業，更離譜的是，新竹縣、苗栗縣、雲林縣、台東縣、金門縣、澎湖縣、連江縣，全部無人執業，部份地區的估價業務尚有待解決。觀察鄰近之日本，每年通過之不動產鑑定士考試者，約三百多人，其中需上課一年之實務經驗，再通過不動產鑑定士實務考試，而成為正式不動產鑑定士者每年約有二百名，相較於律師、會計師年增約一千位而言，不動產鑑定士收入較穩定，有崇高社會地位。就過往經驗來看，以往招考土地代書(現稱為地政士)未能適當反映市場之實際需求，多年放寬招考代書之錄取名額，嗣後卻因房地產景氣衰退、房市交易冷清，代書呈現供過於求，反變成高失業一族，甚成為艱困行業。根據統計，以台北市為例，在九十年有 2,000 餘位領有證照的代書，有五分之四平均每月接案量只有一件，平均每月收入不到一萬元。參閱中時電子報（2005）；游適銘(2004)；林清正(2002)，頁 50；賴樹奎(2003)，頁 111。
- 42.不動產估價技術規則第 43 條：「折現現金流量分析，指以收益法為基礎，結合財務分析並得配合運用其他估價方法以評估勘估標的之適當價格。前項折現現金流量分析，得適用於以投資為目的之不動產投資評估。」
- 43.參閱游適銘(2004a)，頁 47-50。
- 44.此外，張凱博(2004)在對「台北市住宅不動產折舊之涵義與估算」之研究中，曾引 Malpezzi, Ozanne, and Thibodeau(1987)的研究成果：「建物價值的形成非常複雜，屋齡所造成的資產價值減少只是原因之一，甚至無法形成決定的主

因。」

- 45.參閱王健安(2005)。
- 46.參閱梨本幸男著，林英彥譯(2003)，頁 29。
- 47.同前註。
- 48.參閱張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2004)，頁 51。
- 49.參閱賴樹奎(2003)，頁 110；卓輝華(2004)，頁 30；張義權(2003)，頁 83。
- 50.例如王文宇(2003)；謝哲勝、陳亭蘭(2003a)；李智仁(2004)等。
- 51.關於不動產估價報告書之詳細論述，請詳參張義權(2002)，頁 36-40。
- 52.參閱謝哲勝、陳亭蘭(2003b)，頁 162。
- 53.參閱台灣不動產資訊中心不動產證券化資訊平台推動小組(2004)。
- 54.參閱賴世剛、江渾欽、詹士樑、林子欽、彭建文、陳志閣(2005)。

## 參考文獻

- 1.小林信夫(1999)，「不動產鑑定評價・コンサルティングかあ見た不動產證券化」，不動產研究，41：3，12-18。
- 2.王健安(2003)，「不動產證券化價值評估過程中的折現因子之探討(上)」，載於財團法人國土規劃及不動產資訊中心網站 <http://www.realestate.org.tw/Realestate/start.aspx> (最後瀏覽日期：2005/10/09)
- 3.王健安(2005)，「再論不動產證券化估價的幾個課題：折現率、折舊與殘值的估算」，載於財團法人國土規劃及不動產資訊中心網站 <http://www.realestate.org.tw/Realestate/start.aspx> (最後瀏覽日期：2005/10/10)
- 4.王文宇(2003)，「不動產證券化條例之評析與前瞻」，月旦法學，101，62-71。
- 5.台灣不動產資訊中心不動產證券化資訊平台推動小組(2004)，「不動產證券化過程中資訊揭露的重要性」，載於不動產證券資訊平台 [http://res.realestate.org.tw/res/root/Default\\_Root.aspx](http://res.realestate.org.tw/res/root/Default_Root.aspx) (最後瀏覽日期：2005/10/19)
- 6.中時電子報(2005)，「三十五號公報效應 不動產估價最強一波商機浮現」，3月28日。
- 7.李智仁(2004)，「我國實施不動產證券化之法制問題探析(下)」，集保月刊，125，16-36。
- 8.李欽漢、廖仲仁(2004)，「商業不動產評價與證券化之課題」，鑑定論壇，7，17。
- 9.吳秋璇、陳品橋、吳嘉欽、劉宗聖(2005)，REITs，初版，Rich 致富館。
- 10.林英彥(2000)，不動產估價，九版，文笙書局。
- 11.林清正(2003)，「不動產證券化後估價業角色定位及相關估價方法之探討(一)」，現代地政，269，49-53。
- 12.林清正(2004)，「不動產證券化後估價業角色定位及相關估價方法之探討(四)」，

- 現代地政，272，46-50。
- 13.林左裕(2003)，不動產投資管理，再版，智勝出版社。
  - 14.林左裕(2005)，「不動產證券化估價技術之研討」，載於財團法人國土規劃及不動產資訊中心網站 <http://www.realestate.org.tw/Realestate/start.aspx> (最後瀏覽日期：2005/10/10)
  - 15.卓輝華(2003)，「不動產估價與證券化(一)」，現代地政，270，16-20。
  - 16.卓輝華(2004)，「不動產估價與證券化(二)」，現代地政，271，29-34。
  - 17.美國估價協會著，宏大不動產鑑定公司譯(1999)，不動產估價 (*The Appraisal of Real Estate*, 11th ed)。
  - 18.梨本幸男著，林英彥譯(2003)，「不動產證券化與鑑定評價」，土地問題研究季刊，2：2，26-34。
  - 19.張金鶚、徐驊彬、廖仲仁、江穎慧(2004)，「他山之石，可否攻錯？——從美國不動產證券化經驗探討國內相關課題」，律師雜誌，295，36-53。
  - 20.張祥瑞、呂建宏(2000)，「不動產證券化後估價業之定位-兼論評估 REIT 受益憑證公平市價之原則與方法」，財稅研究，32：4，165-174。
  - 21.張義權(2002)，「不動產估價在不動產證券化中所扮演之角色與功能」，全國律師，6：7，36-40。
  - 22.張義權(2003)，「不動產證券化與估價制度」，台灣金融財務季刊，4：4，75-85。
  - 23.游適銘(2003)，「不動產估價師法對建築師估價之規範」，土地問題研究季刊，2：3，113-116。
  - 24.游適銘(2004a)，「國內不動產證券化估價個案之問題研討」，土地問題研究季刊，3：4，47-54。
  - 25.游適銘(2004b)，研修「不動產證券化後估價及基準地估價技術」出國報告，行政院及所屬各機關出國報告。
  - 26.經濟日報(2005)，「投資 REITs 注意資產管理」，7月26日。
  - 27.———(2005)，「REITs 亞洲投資圈人氣王」，8月23日。
  - 28.賴樹奎(2003)，「推動不動產證券化亟待健全不動產估價機制」，土地問題研究季刊，2：3，105-112。
  - 29.賴世剛、江渾欽、詹士樑、林子欽、彭建文、陳志閣(2005)，「臺北市不動產數位資料庫規劃案簡介」，載於財團法人國土規劃及不動產資訊中心網站 <http://www.realestate.org.tw/Realestate/start.aspx> (最後瀏覽日期：2005/10/19)
  - 30.謝哲勝、陳亭蘭(2003a)，「不動產證券化條例簡介與評釋」，法學叢刊，48：4，59-79。
  - 31.謝哲勝、陳亭蘭(2003b)，不動產證券化——法律與制度運作，初版，翰蘆圖書出版有限公司。
  - 32.Fass, Peter M., Shaff, Michael E. and Zief, Donald B. (1989), *Real Estate Investment Trusts Handbook*, Clark Boardman Company, Ltd (New York), 1-1.
  - 33.Harvard Law Review Association (1994), "Note: Managing the Real-Estate

Investment Trust: An Alternative to the Independent Contractor Requirement,”  
Harv. L. Rev., 107, 1117.