

第六章 土地證券之效益分析

土地證券市場的效益等同不動產證券化所欲達成的效果，列舉不動產證券化條例立法所欲達成的六大目標如下：

一、不動產所有權的法律關係基本架構轉化

不動產證券化的基本架構是將投資人與其所投資之不動產間的法律關係，由直接持有不動產所有權的物權關係，轉變為持有表彰經濟效益的有價證券，將不動產由原先「僵固性的資產型態」轉化為「流動性的有價證券型態」。

二、「地利共享，錢暢其流」的市場目標

不動產證券化係運用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，以有效利用不動產，提高不動產之價值，充分結合不動產市場與資本市場的特性，達到「地利共享，錢暢其流」的目標。

三、增加小資本投資人的投資管道

不動產證券化使一般社會大眾可透過不動產證券化方式，以小額資金參與過去無力參加的大面積、金融龐大的不動產投資。

四、不動產投資的變現性、流通性與獲益性

不動產證券化將不動產所有權轉化為不動產有價證券後，投資人投資不動產擁有極佳的變現性與流通性，而且經由受託機構運用專業能力為投資人選擇適當的不動產標的，加以開發、管理、運用或處分，達到投資獲益的理財目標。

五、不動產所有人以社會大眾資金開發不動產

不動產所有人可以透過不動產證券化的方式，向社會大眾募集資金，以解決不動產開發所需龐大資金的問題；或透過不動產證券化方式，先行回收資金，將資金作更有效率的運用。

六、「資金大眾化、產權證券化、經營專業化」的總體經濟目標

國際資金的流動及土地、股票等資產性價格，更是判斷各國金融市場穩定與否的重要因素。

當土地由固定性資產轉換為證券型式，可以透過金融面解決不動產流動性的問題，其買賣交換之標的內容除了未來價值的分配權利外，亦是一種連續性的所有權移轉型態。換言之，土地證券的發行已綜整全數土地所有權人的同意後發行，因此土地產權的相關權利已經受到限制及監控，從整體土地所有權的集合轉變成分批、分量的受益權利買賣，在此同時亦產生資金流通之管道，具有調節短、中期不同資金需求之所有權人及投資人。另一方面，公部門將因此而減少涉入程度，雖然政府的服務通常具備合理性及公正性，然土地問題的廣度及深度，並非政府得以效率地掌控，唯有建立一個合理且適切的市場機制並使其運作順利時，則可減少政府的干預程度。此時，政府的角色當從參與者轉換成監督、輔導的功能。

關於建置之架構，如土地證券核准上市、買賣交易以及土地標售暨移轉等事宜，其目的在於使得參與市場運作之各群體得以瞭解運行必備之原理及規則，以利悉依市場既定程序予以執行。更重要的是，市場制度的合理建立，有助於穩定市場秩序，建立明確的物流及金流之平台，更進一步減少權利複雜化，創造價值的實現。

除此之外，土地利用協議之困難，已成為阻礙土地開發速度之最初原因，首先是過長之協議過程使得土地荒廢時間延長，本文提出的架構在於爭取土地協議之前置時間，在建築物尚未屆滿使用年限前，即可運用民間力量自主解決。其次亦提供合議後之相關具體誘因，使得土地所有權人採取利用並減少各自之疑慮。以下將分別論述四項效益：

- 一、創造多元之投資管道
- 二、公開土地之交易市場
- 三、增加不動產金融流通
- 四、促進土地之開發利用

第一節 創造多元的投資管道

土地證券市場的建構，改變了過去投資不動產之型態，土地證券單位的標準化及小單位化，使得投資門檻降低，也因此不動產投資不致輪為富人的工具；關於其擴大參與程度的益處，將有助於吸引更多數游離資金，因此土地的長期利益分配可以更均勻地由投資大眾共同分享。同時，證券市場之公開交易模式，資訊得以充分被揭露，且市場之參與者亦有鑑價單位及評等機構等一同參與，對於投資人而言可成為投資決策的輔助工具並提升投資決策的明確性，使得土地證券成為不動產市場中穩定的投資工具。另一方面，土地的固定性及地理區位屬於既定條件，不易變動同時可以隨時觀察，即使已轉換成土地證券交易亦同，因此價值及風險得以明確衡量，再加上土地證券訂有實現期限，期限一屆滿則土地證券市場即公告該標的物停止買賣交易，待公開標售後即分配價金，並無時間延宕之不確定性，且因土地標的物最後係採取公開標售的方式，故無產生不動產所有權複雜化的疑慮。

從原持有人角度觀之，自賣出土地證券而取得資金後，可另行依自身需求購置不動產供日後使用或進行其他金融投資。法人機構則提前滿足資金需求並可維持既有使用，對於企業經營而言，不失為一種彈性融資的方法。抑是原區分所有權人較為熟悉瞭解當地之土地市場，或對於未來土地標售價格有信心者，當可將閒置資金投資同一土地標的物，靜待標售後的價值分配。另一方面，市場參與者對於不動產皆有其資產配置方式及融資之需要，透過土地證券市場之運作，可以協助原所有權人自市場中取得資金及投資人調整其投資組合。

最後，因證券市場運作之需求，關於證券之買賣將衍生另一類證券融資需求，原將土地所有權抵押借款之範疇，部分轉移至土地證券融資，亦增加不動產金融的另一次級市場。

第二節 公開土地的交易市場

不動產市場的特徵可歸類為以下四點(廖咸興等；民國八十八年)：

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

就土地市場而言，更是如此。由於土地的不可移動性，所以整個土地市場是由許多分散於各區域市場所組成，也因此自成體系，在某種程度上來說是彼此相隔的，市場中的買者及賣者存在於不同的空間，對於土地的評價也不盡相同。土地證券市場創造了一個集合(pool)，使得土地可以在集中市場中買進賣出，有別於傳統封閉性、個別性的市場特性。其次，雖然土地之異質性仍然存在，但經轉換成土地證券後，即增加土地的識別性，除了辨識標號外，土地證券尚有基本條件資料、鄰近公共建設、評等標準與公開說明書等相關資料可供查詢，亦相對增加土地的透明性。另一方面，土地交易市場之特性亦由固定性資產轉變流動型資產，此流動性資產對於投資人而言，屬於一種交換標的，不必等至到期實現才有價值，可以隨時買進賣出，即使是小額投資或零股買賣，都可參與土地證券市場之交易；亦是一種投資標的，自買進至到期，即可實現土地證券之終值。也因此土地市場從未完成競爭市場變成了完成競爭市場，如此地轉變具備了以下優點：

一、買賣雙方人數增加

由於證券市場之公開，加上證券化後投資門檻降低，可參與市場交易之投資人當然日益增多，以致於個別之買方或賣方無法單獨地影響市場價格，依據供需法則將會形成一均衡價格。

二、標的物之同質性

土地證券彼此間之異質性因土地座落位置不同而存在，然由於證券化之單位標準是一致地，且從投資之角度觀察，由於數量眾多使得良好之投

資標的不只一處，因此彼此之間應可以完全替代，可以說土地證券具有相當之同質性。

三、市場訊息流通

土地證券市場及其周邊機構之設立，使得社會大眾及投資者可以迅速獲得證券交易及其相關消息。因此諸如證券之買賣價格、標的物周遭環境之變動或公共建設的投入等影響土地價格之因素，都因為土地證券市場之公開透明度及多數人之參與，相對地訊息發布及流通變得更加快速。

此外，就不動產價格而言，公開交易市場所形成之均衡價格具有一定的指標意義，因其除代表標的物的市場價值外，對於鄰近土地、近鄰地區或同一供需圈之土地市場價值亦深具參考價值，由於土地估價被普遍認為不只是一種科學，更是一項藝術，原因之一在於比較標的物數量過少或資料老舊等，因此適切地獲取最新之買賣價格參考資料，對於土地估價而言是件極為重要之工作。由於土地證券市場提供的是動態的交易過程，在集中市場有許多之買者與賣者，並隨時有交易價格出現，當日成交價格即為最新的資料，由此成交價格自然可以反推估原始標的物之市場價值。因此當土地證券成為比較標的物時，當可增加估價案例之參考準確性。

在投資組合方面，Jeffrey(2002)指出不動產通常被認為應該被包括在與股票和債券一起的多資產投資組合。當不動產成為投資組合的範圍時，並不如股票及債券可以提供即時之評價。但土地證券市場提供了於股票及債券相同之交易機制，透過證券之交易產生了價格，因此當土地證券成為投資組合之部分時，相同地可提供即時評價的功能。

第三節 增加不動產金融流通

建築物資產價值達一定規模以上，不論集合住宅、商用不動產或其他土地等，於建築物使用壽命期限內，規劃使用權利及交換權利分離後，即可於土地證券市場中交易，由於其耐用期限較新建不動產短，實現期限也相對較快，更有利於成為土地證券市場中之投資標的，因此既存的不動產進入證券市場之效益有下列幾點：

- 一、幫助原所有權人在不動產存續期間迅速取得資金，以便進行換屋、投資。
- 二、透過公開市場交易之誘因，解決既存土地產權複雜及共有問題。
- 三、不動產開發商可透過土地證券市場所公開標售之土地，價購完整的土地所有權，縮短開發既存不動產之開發時程。

由於不動產在交易過程中牽涉到法令、售價、產權移轉及稅賦計算等相當瑣碎並複雜之過程，再加上買賣雙方普遍難以在不動產市場中直接交易，因此不動產交易之專業性如透過公開市場以憑證取代，則一般投資人更易貼近，使得不動產成為一種常期投資獲利之工具。

不動產金融市場傳統上為間接金融市場，即資金需求者必須透過金融機構取得資金，無法自資本市場直接取得。土地證券市場開闢了不動產直接金融之機會，串連了資金需求者與供給者交易之管道，使得原土地所有權人透過土地證券交易之過程，可直接自大眾金融市場取得資金。其次，土地證券使得建築物及土地分別有獨立之價值，土地證券之買賣僅出售土地未來價值分配之權利，建築物之使用不受影響，因此建築物部分仍可自由使用、收益及處分。土地從整體抵押擔保之功能轉變成分批、分量之實際買賣，有短期調節不同資金需求之所有權人，更可減少因短期償債能力不足所引起之債信不良現象，對於維持不動產金融市場之穩定有相當助益。另一方面，原土地所有權人亦可於證券市場中買進同一土地標的物，增加持有比例及日後分配價值之權利，達到投資的目的。再者，因為土地證券市場之建立，增加了一般投資人參與不動產投資之機會，透過擴大投資之層面，達成地利共享之目的，土地價值及社會公平分配等不致於被過度扭曲。

從法人角度而言，不動產之處理可以保留一定期間的使用期限並可分階段移轉其標的物價值，在企業經營上擁有較寬裕之時程調整其經營型態，在財務調動上經由土地證券之買賣提供自由取得資金的機會，不失為兼顧企業經營及財務調節功能的有效方法。又土地證券出售後且於未屆實現期程前，企業仍可採取買進之方式增加持股，不同標的物之土地證券亦可以投資角度持有，且日後亦可參與本身土地之標售作業投標，重新取得土地標的物之所有權，對企業而言可以說是自由度很高的一項機制。除此之外，當企業對於土地有需求時，可於土地證券市場中尋求近期即將公開標售之標的物。換言之，土地證券市場不僅提供土地價值交換的場所，亦是廣納各宗土地公開標售之資訊來源。

在土地融資方面，各金融機構所提供標售土地後續之融資需求，因為有長期土地證券交易過程的觀察報告可資參酌，更加可以準確審視土地的市場價值並衡量融資額度，從而達到減少不動產不良債信發生的機會。

從金融層面觀察土地證券的交易模式，除了創造了更多金流管道外，亦經由土地證券單位化及市場交易增加更多的參與者，就整體風險分攤而言是相對有利的，其次不動產之流動性及變現性亦相對增加，使得土地證券市場的運作，相較過去不動產間接金融體系更具備效率性；土地自然增值的空間也經由土地證券的發行，提昇增值利益分配的普及性。

第四節 促進土地的開發利用

土地開發利用有一定的程序，土地所有權人協議的困難，已成為阻礙土地開發速度的最初原因，冗長之協議過程將使得土地荒廢時間延長。本文提出土地證券的初衷之一，於爭取土地協議的前置時間，使得建築物尚未屆滿使用年限前，即可運用區分所有權人自主的力量及早協議後續必須面對的土地利用事宜，以避免影響原所有權人權益及妨礙都市土地利用之效率。因土地之利用在於滿足人類生活上必要之機能，然現今因土地集約使用及立體使用的情形益增，土地共有情況甚為普遍，可以預見的是未來將有更多類似案例出現。這種情況之下，政府之立法角度已從全體土地所有權人同意的方向，轉變為在條件限制下僅須多數人同意即可，都市更新地區即是一例。然此種採取法律手段解決問題的方式卻不見得全然適合，因其未善用原所有權人自主的空間。其次，資本發達的社會環境尚可考慮以經濟手段解決類似問題，如環境可提供土地所有權人合議之相關具體誘因，供土地所有權人採取利用並減少各自之疑慮，應可循序漸進解決土地共有的問題。以下分別提出協議過程中具關鍵性的二項課題：

一、土地價值的呈現

土地重新開發利用後之價值不易評估，原所有權人與開發商之間常因土地開發後之價值認定，以致無法迅速達成協議。對所有權人而言，自有土地的價值不願被低估；對開發商而言，土地開發之時程過長，整體經濟環境、物價指數以及供貨系統等波動風險在加上企業經營之直接支出與利潤等，對於土地價值通常採保守樂觀之角度評估。因此，對價值的認定標準不一，以及無法在短期內與眾多的買方接觸，使得土地開發之時程延宕。

二、土地價值的分配

建築物在立體利用情形下，各樓層的市場價值不一，如採用合議重建之方式會面臨二項重要課題，首先是重建後的規模並不一定等同於既存情形，個別的價值認定上亦有歧異。其二是家戶不同世代間各自不同的需

求，如家庭擴張、居地遷移等，重建後的內容不完全符合需求。另一方面，土地持有之比率與建築物產權面積比例又不全然等同，更加衍生價值分配之紛爭。

土地證券在針對上述二項課題提供因應之道。土地經由公開市場之交易，獲得更多數人之評鑑，理論上較趨近於市場價值。其次，開發商在公開標售的過程中，面對其他競爭者所形成之賽局，因參與者增加，使得標售過程接近完全競爭市場之態樣，土地價值不致被低估。在價值分配部分，當土地證券已屆清償期限，則原建築物使用人之使用權消滅，其建築物殘餘價值歸零，整體價值回歸成為土地公開標售價值。因土地標售的時程在於建築物壽命屆滿，因此規劃土地價值分配之初必須以土地持有比例估算，且未來土地係標售予他人土地證券原始持有人及投資人僅就土地標售價值予以結算，並無後續建築物興建及分配等相關事宜。

最後，由於土地資產規模須達一定標準以上，才具備進入土地證券市場之條件，因此小面積土地開發僅得循一般市場方式交易買賣。土地證券市場之機制逐漸成形後，將會引導鼓勵大面積土地的開發，以使得開發後之不動產具備日後進入土地證券市場之條件。