

第一章 緒論

經濟學理論將財貨價值區分為使用價值（use value）及交換價值（exchange value），將此概念衍生至不動產資產價值並連結證券市場交易形態中，構築成本文的討論。

第一節 研究動機

不動產包括土地及其定著物，具耐久使用之特性，且屬於社會生活中的基本需要。整體而言，社會對於不動產的需求甚為穩定，相對地需求彈性非常小。然而不動產價值高昂，使其成為家庭財富結構中主要組成項目，且礙於不動產龐大的資金投入，一般人短期內無法進入不動產市場交易。其次，又深恐追趕不上不動產價值上漲的速度，以致於在資本能力不足的情形下，選擇擁有或投資不動產通常必須倚靠長期負債。因此指出不動產市場上缺乏一交易市場使得不動產可以成為一般小額投資人的投資市場，也間接使得整體不動產市場的利益分配極不均衡。

另一方面，土地在正常情形下永久不易損壞，普遍具有一般財貨所缺乏的耐久性，理論上有利成為長期投資之標的物，然制度上長期忽略不動產經濟利用權的發展，使得不動產仍傾向被認定為僵固性的資產。此外，不動產資產價值之低流動性與現今資本市場之高流動性、多元性相較之下，形成了一個不對稱的現象。晚近漸行發展不動產證券化之形式，已將固定性的資產形態轉換成流動性的有價證券，然深究其制度設計及市場機制，其證券化的方式係以透過不動產專業開發或管理機構進行個別不動產標的物之開發、管理或處分為投資形態，仍無法與現今金融體系及金融商品之大眾化、單位化及多元化等特性相提並論。

綜上所述，不動產市場長久以來受限其權利之僵固性及財產價值的象徵意義，使得不動產的持有與投資之方式通常為持有不動產的絕對所有權，並以所有權為基礎，透過租賃、債權抵押等行為實現其經濟利益及資金需求。在本質上，不動產之資產價值並未區分使用價值及交換價值。本文嘗試將不動產的價值劃分為土地部份

為其交換價值，建築物部份為其使用價值，並利用土地經久不變之特性，以證券化之形態建構土地證券市場。更進一步討論此新興市場將會如何形成，如何運作，可否使得不動產金融市場運作地更有效率，正是本文探索的初衷。

第二節 研究目的

不動產屬於固有財產，同時也是一種非貿易財，形成此類財貨之特殊性及稀少性，然不動產整體的價值交換，通常依交易的必要而個別形成，並非由廣大交易市場形成。本文提出的土地證券市場，即嘗試轉換不動產的權利型態，並就其各自形成之價值研擬交易市場，觀念上將不動產關於物的買賣亦伴隨絕對所有權的買賣視為分離，將不動產使用價值及交換價值各自形成獨立之投資標的，賦予不同的法律關係及經濟價值。就使用價值而言，定義為物的使用，滿足社會對於不動產使用的需求；交換價值定義為權利的使用，增加不動產之金融價值及資產價值之流通性。

另一方面，家戶對於不動產有其資產配置方式及融資的需要，絕對所有權的概念並未分離不動產的使用價值及交換價值，研究土地證券市場的形成，預期將有助於不動產金融流通、並透過市場交易瞭解其市場正常價格，同時藉由多元投資之方式增加土地轉換利用及縮短開發時程等效益。

土地證券將不動產投資劃分為較小的單元，經由證券市場之特性，使得一般投資人可以透過小額投資之方式，參與土地之價值分配，達成風險分擔，地利共享。

第三節 研究方法

本文首先回顧證券市場的特性，並指出證券投資工具的特性及分類。同時歸納不動產市場特性及地上權權利、不動產證券化的型態，進而分析不動產投資及證券投資，二者與土地證券市場的異同。同時擷取證券市場的特性，將土地證券化的概念結合證券市場運作方式建構土地證券市場。

本文的研究設計為使得這個新興市場運作簡化，先行假設未來市場的運作規則，就其法律架構、形成機制、投資標的、交易型態、處理方式等提出設計架構，將土地進入及退出證券市場之關係予以單純化，俾利解決土地共有、資金買賣等複雜性問題，並比較土地證券與不動產證券化的差異。

關於土地證券市場制度規劃方面，涉及土地證券的權利型態及投資標的、市場架構及周邊組織、公開發行及交易模式、投資收益及終值實現等，則參酌現行證券市場之內容，依循不動產特性之情形下，兼顧經濟學所追求之效率與公平提出制度規劃內容。

此外，土地證券市場的應用，本文將就土地類型，如素地、集合住宅、都市更新、國有財產、大型開發案等提出應用架構，並將土地證券市場所呈現的效益，如創造多元的投資管道、公開土地的交易市場、增加不動產金融流通、促進土地的開發利用等詳予說明。

最後，綜合上述內容及成果，提出本文的結論與建議。

第四節 研究範圍

土地價值為不動產組成價值中較高者，因此不動產金融的發展首先應著眼於土地部分。晚近國內形成不動產證券化之標的物，已漸漸成為社會大眾所接受的觀念並形成另一項投資工具。研析土地證券的形成暨結合證券市場的特性，則成為本文研究之範圍，分述如下：

- 一、不動產金融商品：不動產整體壽命中多達數十年，其間之使用者或家戶除建物老舊不堪使用外，亦歷經家庭擴張、世代交替外、人口增減、遷移換屋、所得變動等行為，對於不動產產生多種衍生需求，如何透過金融商品予以滿足。

- 二、不動產價值權利：不動產可被視為具使用價值及交換價值，二者必須同時滿足社會對不動產使用及金融之需求，也因此對應著不同的法律關係及經濟價值。
- 三、不動產金融體系：不動產的組成項目中，建築物與土地之壽命是不等長，但其經濟價值卻常被合併認定。傳統上，不動產資金之取得與不動產之使用是有所衝突的，仍依循抵押借貸方式取得融資，再者，家戶擁有不動產後的價值轉換與資金需求，亦甚缺乏與大眾金融體系的連結。
- 四、不動產即時評價：社會中存在證券市場的運作制度，卻缺乏有關土地的證券市場，也因此導致不動產價格的估算為個別性案例。此外老舊不動產的處理、資金的取得與經濟價值流通性等，尚缺乏即時的市場資訊以提供所有人及投資人適時地調整其投資組合。
- 五、土地的證券市場：透過證券市場之運作，協助原所有權人自市場中取得資金，以利其及早進行後續之不動產規劃。其次在不動產在邁入建物麻陋、頹朽之階段，所面臨之建物拆除、土地產權處理等事宜，如何透過金融市場之力量，縮短土地開發利用的時程，減少土地荒廢。最後，藉由證券市場之特性，使得一般投資人可以透過小額投資之方式，參與土地之價值分配，達成地利共享。

第五節 研究流程

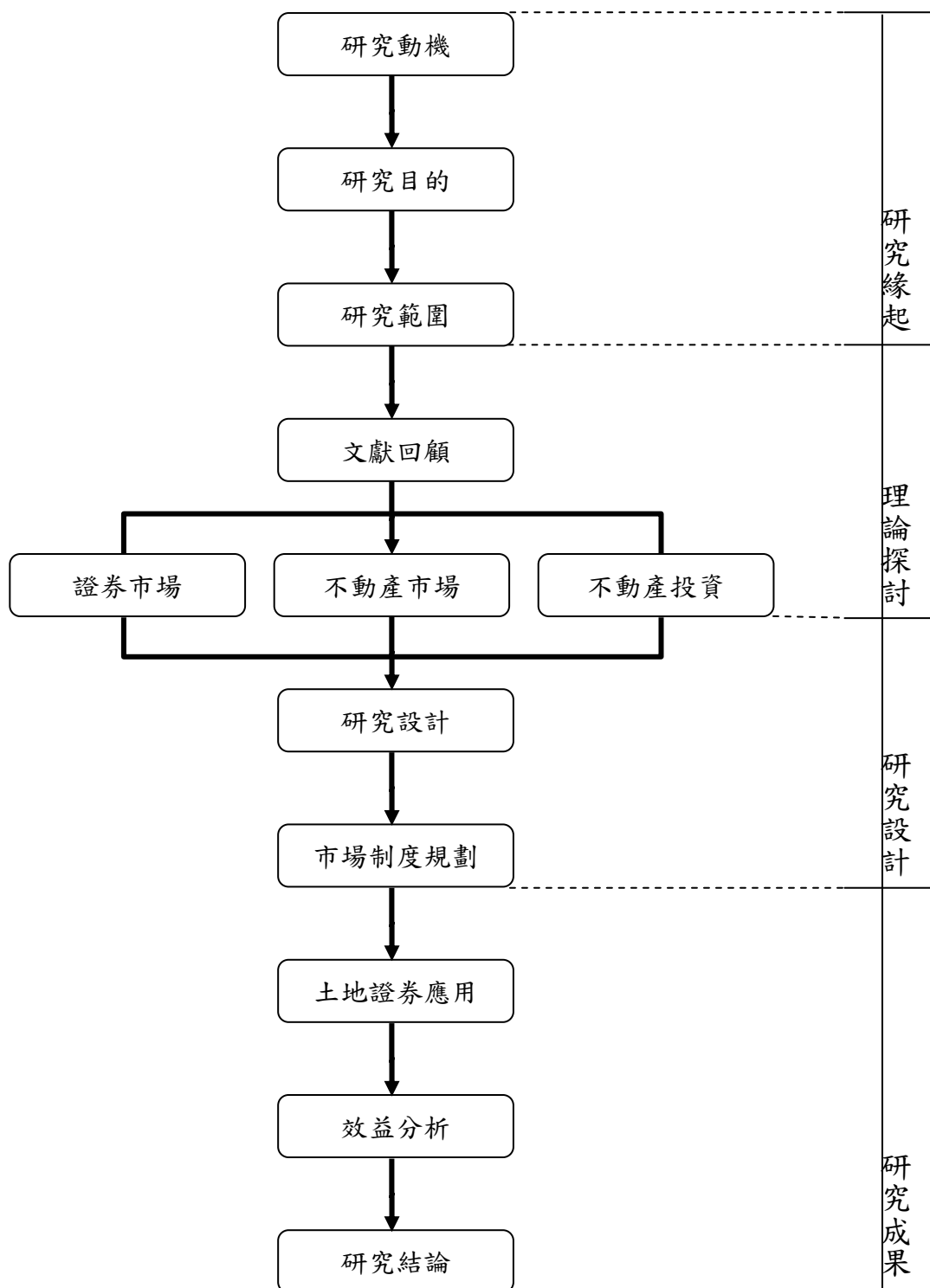


圖 1-1 研究流程圖