

第四章 土地證券市場制度規劃

土地證券市場建構的芻議，在於解決土地共有、價值交易、不動產金融流通等事宜。市場的存在奠基於價值的交換，土地價值及產權的處理方式，如將土地長期持有的觀念轉換為其所有權利及使用權利分別獨立的狀況，則可形成交易的市場。

另一方面，證券市場可分為資本市場與貨幣市場，相對地提供了社會大眾投資的機會及工具，這是資本社會中不可或缺的部份。將土地所有權轉換成證券型態之標的，無非是寄望透過證券易於流通的特性及小單位財貨的交易，滿足不同需求的價值交換並間接提高土地利用的效率。

土地證券市場制度設計參酌證券市場的整體架構，並依循不動產的特性，配合證券市場的金融商品優勢所建構形成。因此證券市場中的各種角色，對於土地證券市場而言，也成為一種必備的機制。其次，在傳統觀念上，國人有土斯有財的觀念不可偏廢，因而土地證券市場的形成應顧及社會及民情的接受度，俾使制度規劃適切可行。同時不動產金融的自由度，亦因土地證券市場的建立而更加流通，方是雙管齊下且具多面效益之市場制度。

土地證券市場亦同時提供了一套市場評價機制，透過公開市場買賣的方式，對於土地評價提供了良好的基礎，此基礎一旦建立，即產生相對的效益，首先是原土地所有權人得於同一時間點與眾多買方即時接觸，透過市場公開出價的過程，買方及賣方可以在同一平台上公開期待價格，其成交價格反應市場價格，因此土地之評價與估價此時與大眾市場接軌。

此外，土地證券標的物相對提供其近鄰地區或同一供需圈內，未於土地證券市場交易而處於買賣階段的土地之市場價值參考標準，因此對於土地估價也產生良好的波及效果。

以下將分別就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與證券市場的交易流程等方面予以討論。

第一節 權利型態及投資標的

土地證券權利型態的區分內容及關於投資標的之利益，分述如下：

一、權利型態

土地權利之表彰若以證券形式呈現，則不動產之所有權觀念，必須優先區分為土地所有權及建物所有權。其次建物所有權係奠基於土地所有權上。因此建物所有權為間接土地使用權。換言之，土地即區分為所有權利及使用權利。土地所有權利可於土地集中市場交易，使用權利則透過家戶個別之交易方式達成。

土地為耐久財 (durable good)，具有不可滅之性質，有一定之高價值性，同時其為使用權之基礎，再加上國人有土斯有財之觀念，將有利於土地單位化後之交易，更有助於土地集中市場之形成。當土地成為交易之標的物後，其購買價值在於土地後續利用部份，當土地上有地上物時，地上物之使用權仍舊存在，則土地之價值利用處於中止階段，須待地上物使用權期滿後，其價值才有實現之可能。此段期間土地並無收益，但有期待利益，隨著地上物使用權年限遞增，也代表土地所有權之交易風險愈小。另一方面，國人擁有不動產之方式，常須倚賴長期負債，意即必須藉由銀行融資達成擁屋之事實，但常因為償債能力不足之情形，面臨不動產拍賣之窘境，土地證券市場可提供資金取得之管道，則原所有權人可將其土地證券於公開市場中取得部份資金，優先償還銀行貸款，地上物之部份仍可保有其使用之權利，則更開闢了不動產之金融管道。

二、投資標的

土地證券確立了使用權及所有權分立之狀況，投資大眾舉凡對於認定標的土地之價值者，皆可自由地進入土地證券市場中購買標的物，資金供給者可以購買各種不同標的之土地證券，土地市場不再是巨額之交易，亦不屬於少數人投資之工具。再者，土地屬於長期投資性之資產，亦是投資穩定性較高之管道。一般投資人以相對少量之資金投資土地證券，可以參與日後土地之人為增值及自然增值之價值分配，不但具共享社會財富的功能，也可以參與不動產市場資本累積的過程。

投資期間因建築物尚未屆滿使用壽命，致土地未與建築物分離，因此證券持有人僅獲得參與日後土地標售價值之分配權利。然未到期之土地證券，也是期間無收益之投資標的仍有其市場性，亦可於實現期間前予以轉售，因此土地證券除為投資標的外，亦是一種交換標的。此外每位投資人對於風險及不確定性之看法不一，因此進入市場之先後順序亦不相同，然而當投資標的愈接近實現日期時，其風險及不確定性愈加容易辨識，此時縱使土地證券未到期，仍較前期更具吸引力。再者，市場之交易皆有其目的，高風險代表著是高報酬，公開買賣之市場自然具有調整之能力，因為此種投資標的提供持有人與購買人滿足各自需求之交易基礎。

土地證券是一種移轉支付證券(pass - through security)，就是根據每位證券持有人在組合中所占有的特定比率，依拍賣金額分配。土地標的物在建築物耐用期限屆滿時，即為土地價值實現之時，此時必須透過整體標售之方式換取資金，再將資金分配予所有投資人。至於土地之價購人將土地重新開發利用後，又產生了一批所有權人，此時原有土地是否有意願再度進入土地證券市場，得必須視其合意結果。

市場之熱絡程度與未來標售之價格有關，因為土地證券一旦到期即予拍賣標售，因此對於土地證券過高之評價並未有完全實現之機會，此外，過低之評價亦不致長期存在，因為公開市場之交易除了一般投資人之外，尚有法人機構、評等機構等共同參與，因此在自由市場機制之運作下，其市場價值應不致偏離。

土地證券除提供資金取得的管道外，也適時反應了土地估價的標準，每一宗土地轉換成土地證券上市公開發行之初，經由不動產估價機構評鑑而產生上市價格(在證券市場中皆有專有名稱或代號以供辨識)，一旦投資標的經由市場參與者的評價，更進一步地產生了交易價格，據此就可適時地推估出土地市場價格。再者透過土地證券的價值交換，可增加社會投資管道，亦可促進金融流通，然土地證券市場有一特性，在於土地由固定資產轉換成流動性佳之資產只是暫時性過程，有其一定之生命週期，將土地由固定資產轉換成流動性佳的資產，仍必須透過持續不停地轉換。

第二節 市場架構及周邊組織

土地證券市場的架構設計如下：

- 一、土地證券管理委員會：負責執行、擬定各項措施，其權利如下：
 - (一)審查權：凡屬於土地證券範圍內的各相關事業之設立、登記及管轄。
 - (二)檢查權：針對土地證券相關機構或其關係人，得要求提出報告並對其業務內容進行檢查；特定事件的檢視權。
 - (三)糾正權：對於土地證券相關機構違反法令規定時，處以限期改正、解除相關人事職務等行政處分。
 - (四)管理權：管理上市土地證券的財務、股務等方面。
- 二、土地證券交易所：提供場地及設備，供給土地證券集中交易的法人組織。
- 三、土地證券集中保管中心：為避免土地證券遺失、偽造等問題，爰藉由集中保管與帳戶劃撥交割的方式避免上述情形。集中保管劃撥的交割制度即是將投資人在土地證券商開設證券劃撥帳戶後，其相關的證券結算、交割保管、過戶等，均經由集中保管中心資訊系統的一元化作業制度。因此投資人可透過土地證券存摺，以轉帳的方式經由證券商電腦資訊系統辦理交割、送存領回等手續。
- 四、土地證券金融事業：證券金融事業即是承辦證券信用交易的機構，信用交易本身是一種擴充信用的交易方式，投資人藉由槓桿操作方式，以增加獲利程度或減少投資損失。信用交易制度的存在可以活絡土地證券市場交易，但也因為槓桿作用之操作不當而增加市場的不穩定性，因此必須謹慎訂定融資比例及融券保證金。
- 五、土地證券商：土地證券商之業務範圍，分列如下：
 - (一)承銷業務：經營土地證券之承銷及上市輔導、財務顧問等。
 - (二)自營業務：以自有資金買賣土地證券並自負盈虧。
 - (三)經紀業務：受投資人委託，代替買賣土地證券。

六、土地證券投信與投顧事業：土地證券投信事業係由基金管理公司藉由發行受益憑證向投資大眾募集資金存入保管銀行作為基金，之後利用基金買賣土地證券，將投資利益分配予受益憑證之持有人。土地證券投顧事業係對於投資人或投信機構提供投資建議與顧問服務的事業，其營業範圍包括分析土地證券、發行土地證券投資出版品、辦理投資講習等，提供土地證券相關之資訊服務。

第三節 公開發行及交易模式

土地證券之公開發行須經由原所有權人同意後為之，分為下列二種情形探討：

一、新建不動產

新建不動產初始可由開發商事前規劃使用權利及交換權利獨立，將土地部分轉換為土地證券之合意效果載明，如建築物壽命四十年者，初始規劃中可訂於十五年後土地部分轉換為土地證券，並使購買此類標的物之消費者充分明白此不動產之附加條件，消費者購置不動產暨取得產權後，即可相當期限內於土地證券市場中交易，並可視其資金需求之大小，將其使用權利或交換權利進行抵押取得貸款。

事前規劃之優點並不影響其一般之交易買賣，其優點在於免除日後不動產持有人合意規劃成為不動產證券之標的物，其次，如社會上之認知在於標的物證券化有利於資金融通等優點，那事前規劃不動產證券之標的物，應有助於提升不動產之價格。

二、既有不動產

建築物資產價值達一定規模以上，不論集合住宅、商用不動產或其他等，於建築物使用壽命之期限內，規劃使用權利及交換權利分離後，即可於不動產證券市場中交易，由於其耐用期限較新建之不動產短，實現期限也相對較快，更有利於成為不動產市場中之投資標的，因此既有之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) 透過公開市場交易有機會解決既有不動產產權複雜及共有之問題。

(三) 不動產開發商可透過證券市場交易取得交換價值(日後之土地所有權)，縮短開發既有不動產之開發時程。

建築耐用年限已屆時，相對地則土地證券約定期限到期，應停止於土地證券市場公開買賣，並將土地標的物公開標售，標得價金分配予證券持有人，如圖 4-1。

第四節 投資收益及終值實現

土地證券之價值包括投資收益及終值實現，分列如下：

一、投資收益

土地具有現在的價值(現值)與未來的價值(終值)，土地證券之投資角度之一在於衡量現值與終值之關係。當原持有人折價出售土地證券時，換得資金(現值)及未到期前之土地租金，如以終值(預估值)減現值之差額，即為原持有人使用土地之成本。投資人買進土地證券，其投資期間無收益收入，然其為折價買進(現值)，如以終值(預估值)減現值之差額，即為投資利潤。因為有不同之需求，所以產生了交易，關於買賣動機可區分為下列三種：

(一) 完全不取買賣差額為目的之投資 - 終值分配。

(二) 完全不以取得收益為目的之投資 - 長期投資。

(三) 完全獲取買賣差額為目的之投資 - 短期套利。

土地證券買賣之內容為土地未來之價值，原持有人原始價購土地之成本減去實際成交價格(現值)之差額，則為土地之增減價值加上期間使用土地之租金。由於土地現值受現時既存條件限制，又終值須透過現值推估，此係估價技術上困難之處，因此除一開始須給定參考價格之外，其後則完全透過公開市場之評價模式予以定價。

土地證券之投資，投資期間無收益，在制度設計上著重投資之目的在於終值實現，然而這種期間無收益之投資標的是否會引起投資人青睞，顯然是必須面對之課題。首先，在金融商品範圍中，有年金保險及國庫債券等二種商品可以類比，年金

保險係投資人在一定期間內（一般約二十年）繳納保險金，待期滿後由保險公司依契約內容，一次或分次給付其保險金額，這種長期之投資其間亦無收益，屬於年金終值給付之保險。至國庫債券也有短、中、長期之分別，長期者如亦有期間無收益屆時完全贖回之案例。因此金融市場中不乏期間無收益之商品，其次投資理論中闡明高風險，高利潤之投資型態，既然投資期間無收益，相對地如提供比較性之風險溢酬，則投資人仍具有投資動機。

二、終值實現

當建築物耐用年限已屆滿時，則表示土地證券已屆清償期限，此時則原不動產使用人之使用權消滅，建築物(成品)市場其相關權利亦已消滅，其定著物殘餘價值歸零，整體價值回歸為土地證券(原料)市場。此時必須透過整體標售之方式換取資金，再將資金分配予所有投資人，換言之，其土地終值採用公開標售，實現其市場價值。又土地證券是一種移轉支付證券(pass - through security)，根據每位證券持有人在組合中所占有的特定比率分配拍賣金額。

當土地證券透過公開標售之方式表彰其市場價值，並清算發還予證券持有人，則證券標的物即正式結束其公開發行，並退出土地證券市場交易。後續土地之得標人將土地重新開發利用後，如再予出售則又產生了另一批所有權人者，此時原有土地是否有意願再度進入土地證券市場，得必須視其規劃或合意結果，再行開始公開上市程序。

基本上，土地證券市場比較適合短、中期即可還原為素地的土地，主要理由在於過長期限的折現，其現值將折損過多。其次，土地證券發行之標的，類似期貨買賣，其價值在於土地素地或重新開發之價值，由於土地受環境的影響較深，因此實現期限越短，則風險越低，越能吸引大眾投資。但實現期間長風險較高，也未嘗無法吸引投資人，如提供相對之風險溢酬，在高報酬之情況下，亦會吸引相當之資金投入。

第五節 證券市場的交易模式

土地所有權人利用土地證券市場的特性，將土地所有權轉換成土地證券，以增加其流通性及變現性，土地證券市場的交易模式，如圖 4-1。

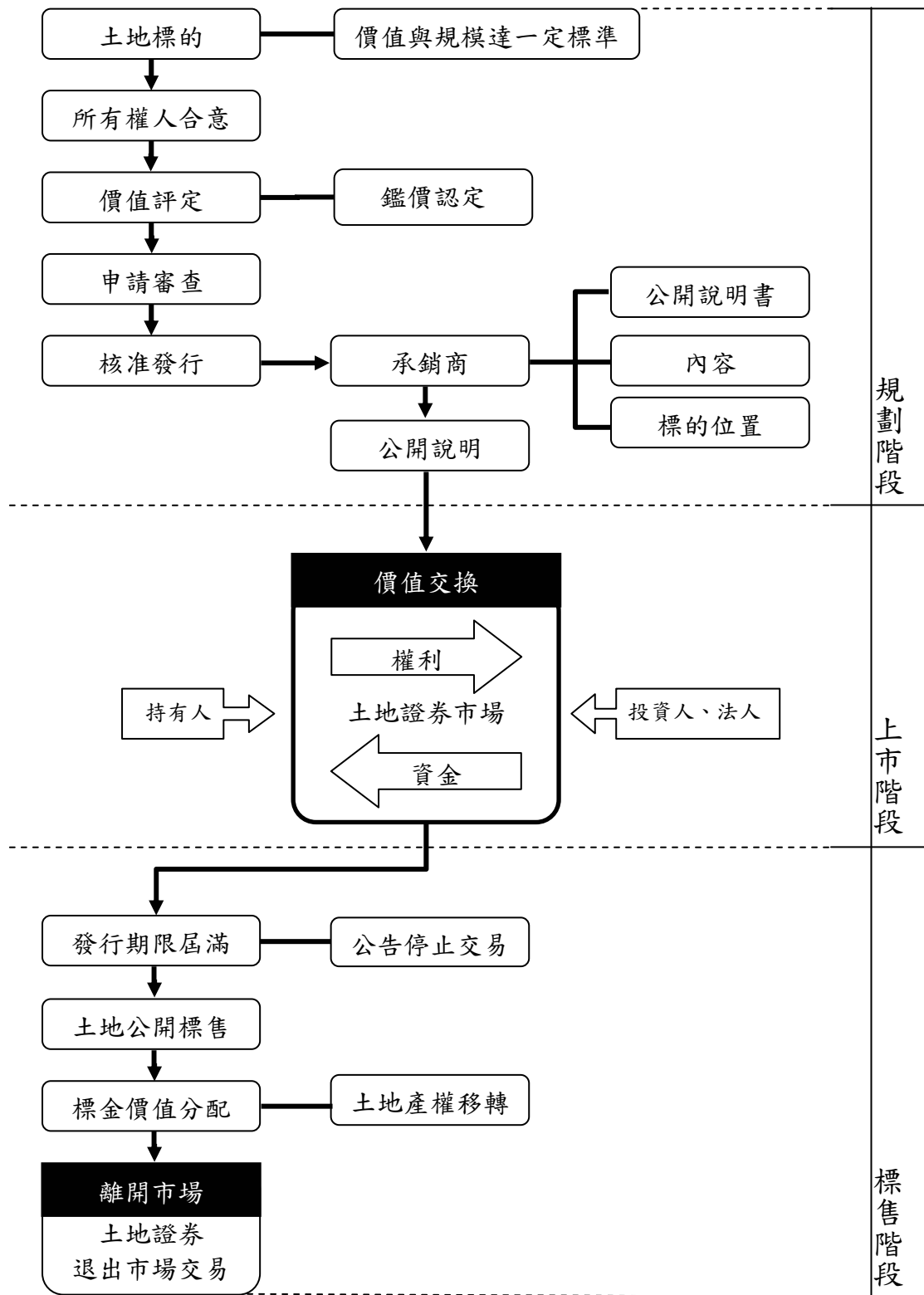


圖 4-1 土地證券市場的交易模式