

## 不動產證券化專題研討第十三次上課紀錄

時間：民國九十四年五月十三日(早上 9:00~12:00)

地點：政大綜合院館南棟 270622

老師：張金鶚

報告：鄒欣樺、楊依蓁、陳香妃

紀錄：鄒欣樺、陳香妃

出席人員：林秋瑾、陳香妃、鄒欣樺、曾翊璋、曾瀝儀、楊依蓁、張乃文、  
李奕農、李昀歡、田揚名、陳詩薇

## 不動產證券化之會計與稅務面討論

報告者：楊依蓁、鄒欣樺

### 課前教學

#### 何謂「折舊」？

折舊是指將建築物、車輛或機器等初始投資分配給使用中的各年，為成本分析中必要的做法。

#### 何謂「公平價值」？

公平價值最早是由美國證管會所定義，是採一般公認會計原則之觀念，定義資產的公平價值係出自於自願交易雙方於現時買賣資產之價格，且該交易並非於企業清算之情形下進行，負債之公平價值係出自於自願交易雙方於現時發生或清償債務之價格，且該交易並非於企業清算之情形下進行，採用此法的著眼點在於「攸關性」，金融商品的公平價值代表著市場對於該金融資產商品之未來現金流量之金額、時間及不確定性之預期與評估，故有助於報表使用者預測未來。

#### 何謂一般公認會計原則？

一般公認會計原則 (Generally Accepted Accounting Principles) 是為了編製出一般目的的財務報表，會計專業界一直試圖發展出一套廣為接受且可供實務運用之準則。這套共同的準則及程序，稱為一般公認會計原則 (GAAP)。「一般公認」係指制定會計原則之權威團體在特定領域內所建立的一套報導原則，或由於運用普遍，隨著時間過去而成為大眾接受之特定實務。

一般公認會計原則之意義定義於審計準則公報 (SAS) 第 69 號 (獨立查核人員報告中，“符合一般公認會計原則且允當表達的意義”)。在此準則下，職業道德規範第 203 條所稱的一般公認會計原則包括財務會計準則委員會 (FASB) 之準則與解釋公報、會計原則委員會 (APB) 之意見書與解釋、美國會計師協會 (AICPA) 之會計研究公報。

## 壹、不動產證券化會計面之介紹

在討論這個議題之前，本組認為應當先由國內現已規定的法令與制度為出發點，並以此引申各項問題，以國外相關經驗，試圖尋找解答與方向：

### 一、國內法規探討與問題發現

依據不動產證券化條例之規定，相關會計處理原則規範於條例第二章第三節不動產投資信託基金之會計第 26 至 28 條，大致而言，第 26 條主要是規範有關信託財產評審及淨資產價值計算。第 27 條則規定不動產投資信託基金應有獨立之會計，且相關會計簿冊應依商業會計法及相關規定辦理。第 28 條是對於收取業務手續費、報酬及繳納費用、稅捐等加以規範。

國內目前並未針對不動產或固定資產之會計處理，另行制訂財務會計準則公報。所以，有關不動產證券化之會計處理，仍應依循原有會計準則中對於不動產之相關規定。經過本組蒐集國內會計師與會計研究發展基金會的文章後，大致作了以下的探討與分類：

#### ①法令面之適用

吳偉臺（2003）按照不動產證券化之分類，將會計上的討論分為不動產投資信託與不動產資產信託兩方面探討，首先，不動產資產信託之概念類似投資信託，交易流程與性質類似國內的證券投資信託基金，故其相應之會計暨稅務處理可依循證券投資基金之概念，而進一步可參酌「證券投資信託基金管理辦法」第 75-77 條，但是這三條法規僅為提示會計年報之編制期間與公告、備查以及收益分配日期與會計年度等，不動產管機構之會計交易事項多為管理收入或費用，因此適用一般公認會計原則，較無特殊之處，會計處理事項之規定較少。

不動產資產信託方面，因為是以不動產為基礎發行受益證券，與金融資產證券化之概念較為相似，因此可由金融資產證券化條例為出發點，與其相關金融資產之移轉即負債消滅之會計處理，但是，必須要釐清的是不動產證券化之案例中，因不動產之存續期間較長，土地更被視為永續存在，故當移轉不動產予信託機構並據以成為發行受益證券之依據時，信託終止時，該信託財產之所有權歸屬條件為何，將影響移轉時之會計認列及賦稅義務之認定，即該移轉行為究為一出售行為或一抵押貸款（融資）行為，是不動產資產證券化在探討會計問題之一大前提。

#### ②按信託關係區分

受託機構方面，方燕玲（2003）則認為依據不動產證券化條例第四條規定，受託機構以信託法所稱之信託業為限，因此受託機構應依信託業者之會計處理方

式辦理，目前信託業會計處理大致係依據財政部民國 90 年 8 月 28 日發文之台財融（四）字第 0090717920 號函規定。依據此號函文，未來受託機構需要將信託資產與其自有資產獨立設帳，而信託帳亦須依客戶別分別紀錄。此外，信託帳會計科目分為信託資產與信託負債兩類；信託資產總額應等於信託負債總額。信託資產之定義與一般公認會計原則之資產定義相同。信託負債包括依一般公認會計原則觀念下之負債、投入本金及損益。

委託機構方面，在不動產證券化機制下，委託人係以其不動產或不動產相關之權利信託移轉予受託機構，因此其角色類似金融資產證券化中的創始機構，因此需要對此信託行為作是否符合出售（true sale）之條件。

⇒從以上的文章中，我們可以歸納出兩大問題：

- （一）不動產證券化機制下，信託行為究竟是否符合出售（true sale）之條件。
- （二）詳細之會計處理仍未被規範，要如何建立國內不動產證券化會計處理準則。

這兩個問題的解答，本組分別在以下歸納出了目前國人所作的努力與探討，和大家探討基本立意與背景：

## 二、問題出路與國外經驗之研究

### （一）信託移轉為出售或融資—會計層面之探討

關於此點判斷，國內主要是引用財務會計準則公報第 33 號對金融資產是否符合出售（true sale）之條件，係依據是否賣方放棄實質控制權來判斷，因此當企業喪失對於構成金融資產或部分金融資產之合約權利之控制時，企業應停止認列該金融資產或部分金融資產。此時視為已出售。反之，若金融資產之移轉未符合喪失控制之條件，則該移轉應視為擔保借款<sup>1</sup>。

又不動產證券化實務上，不動產移轉人可能買回部分之受益證券，其實質可能為「部分出售」，故可比照適用三十三號公報第 29 段有關金融資產部分出售之規定。該段規定中提到企業若僅出售金融資產之一部分並保留其他部分，則應依移轉時出售與保留部分之相對公平價值，分攤金融資產之帳面價值，若保留資產之公平價值無法可靠衡量，則該保留資產應以零列計。

---

<sup>1</sup>目前實務：其中全億、富泰建設所屬的宏泰世紀大樓案及嘉新 IBM 大樓案，均是以信託財產為基礎、融資為目的。至於新壽中山大樓、遠雄人壽大都市大樓及特力中欣忠孝東路大樓，都以處分信託財產為目的，屬於賣斷型，委託人〈即新壽、遠雄及中欣〉都無買回信託財產義務。

但不動產證券化其信託標的物與金融資產之性質完全不同，其信託資產除列與否，影響重大，應該做更嚴謹的討論，因此下段，本組介紹國外之處理方法。

## (二) 他山之石—國外相關財務會計準則規範

國外未直接針對不動產證券化訂定會計處理準則，因此需以一般財務會計準則中，尋求可適用對象；而在國外之財務會計準則當中，在實務上為人所引用者有二者：

1. 國際會計準則委員會(IASB)所發布的國際會計準則公報( IAS 或 IFRS)
2. 美國財務會計準則委員會(FASB)所發布財務會計準則公報(SFAS)

由於在此僅介紹以上所述三項與不動產證券化最相關之財務會計準則—IAS16、IAS40 及 SFAS66，看能否引用至國內。

### ①SFAS66 (財務會計準則公報第 66 號)

美國財務會計準則委員會所發布「不動產出售之會計處理準則」，是規範房屋及土地等不動產出售之會計處理準則，規範企業將不動產轉入或轉出的準則，該準則將不動產區分為零售土地交易與非零售土地交易兩種類型，分別對其規範會計處理方式，雖然 SFAS66 分為非零售土地交易及零售土地交易兩大部分，但我國不動產證券化相關之不動產必須是已開發完成，且有穩定收入者，所以無法類比適用 SFAS66 有關零售土地交易之規範，故僅對 SFAS66 中有關非零售土地交易之各種會計處理可作為適用範圍，SFAS66 有關非零售土地交易之各種會計處理方法，包含了全數應計法、分期付款法、成本回收法、保證金法與抵減利益法。

原則上，要判斷不動產出售是否可使用全數應計法（完全出售），有四大標準，否則應依其程度選用其他的方法，四大標準如下：

1. 銷售已完成。
2. 買方原始投資（頭期款）及後續投資（分期付款）足以表明買方購買不動產之承諾。
3. 賣方應收款未來不會成為次順位（買賣雙方之外的第三者可優先取款）。
4. 賣方已將持有該不動產所須承擔之一般風險及可享有之報酬移轉給買方，因而實質上為一出售交易，且賣方對該不動產無重大持續參與之情形。

### ②國際會計準則公報第 16 號「財產、廠房與設備」

規範固定資產的會計處理準則

### ③國際會計準則公報第 40 號「投資型財產」

規範租賃用途或投資用途不動產的會計處理準則。

最後，根據黃建隆（2004）研究指出，國際會計準則雖有 IAS16 及 IAS40 二號公報與不動產之會計處理相關，但不動產證券化會計處理較困難之處在於移轉人（不動產投資信托之發起人或不動產資產信托之委托人等）方面的會計處理，因移轉人須移轉不動產給受托機構，以進行不動產證券化，故牽涉到帳上不動產之處分或除列應如何處理的問題，國際會計準則中對於此議題並無明確之規範，幸美國財務會計準則公報第 66 號「不動產出售之會計處理」在這個部分可補足國際會計準則未詳細規範到的地方。

國內有鑒於對不動產證券化會計處理準則需求，證期會便發函委請基金會研擬不動產證券化會計處理準則，發出(93)基密字第 141 號解釋函「不動產證券化之會計處理」，作出不動產移轉之帳上除列條件、出售損益認列、服務資產及負債認列與衡量、企業財報應揭露事項，此解釋函之成形，主要採用以上所介紹美國財務會計準則公報第 66 號「不動產出售之會計處理準則」(SFAS66)有關其他不動產（房屋、設施等）交易規定

### 三、其他會計重要議題--折舊

在不動產證券化條例第 53 條規定持有之信託財產，得依固定資產耐用年數表規定之耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。但經選定延長年限提列折舊者，嗣後年度即不得變更。而財政廳強調，企業提列的不動產折舊費用因年限拉長，每年需要提列的費用減少，相對企業的所得即會增加，可以分發給投資人的投資利益也會隨之提升，對投資人具有增加投資報酬的實質好處。這項原則並適用於在移轉給受托機構進行不動產投資信托計畫時，已經相當使用年數的建築物。財政廳表示，只要受托機構評估其未使用年數，仍然較固定資產耐用年數表計算的未使用年數長者，也可依其估計未使用年數延長二分之一計算折舊費用。

舉例來說，建築物在耐用年數表中，可提列的折舊年限一般約為 50 年，若有一不動產投資信托計畫，其投資標的建築物在進行證券化前，已先提列 10 年的折舊費用，證券化時，經受托機構評估該建築物未使用的折舊年數仍可達到 60 年，而非剩餘的 40 年時，依照財政廳新規定，該建築物在不動產投資信托計畫中，可提列折舊的最長年限，即是以估計的 60 年再加計二分之一（即 30 年）後的 90 年。

方燕玲（2003）認為此條例之規定為「得依」，所以這項規定並非強制規定。如果受託機構採用此規定去提列折舊，在信託規劃下，由於信託利益是受益人所得，不計入受託機構之營利事業所得，因此實務操作上僅對受託機構之信託帳財務報表數字有美化效果。

後續對於折舊之討論，則是多認為遵循我國財務會計準則委員會第 1 號公報

「固定資產為供營業上長期使用之資產，其中土地及折舊性資產，應分別列示。固定資產除特殊情形外，應按取得或建造之成本入帳。至於折舊方面，則應以合理而有系統之方法逐期認列。固定資產可依法令規定辦理重估價，經重估價之固定資產自重估基準日翌日起，其折舊之計提皆以重估價值為基礎。」，其基本精神與國際會計準則公報第 16 號相似。

但在國內第一檔 REIT 上市後，對於不動產投資信託之信託財產應否提列折舊便提出了疑問，因不動產證券化之投資與不動產有重大相關，折舊之探討對整體表現有重大影響，因此國內會計發展研究基金會後續便發布了 (93) 基秘字第 237 號解釋函，內容對於「不動產投資信託之信託財產應否提列折舊」作出補充說明。

由於根據不動產證券化條例規定，不動產投資信託之信託財產至少每三個月評審一次，而在不動產鑑價實務時，資產已考量了相關折舊費用，如在會計處理上再提列折舊費用，會有折舊費用重複計算的疑慮，後續可能會影響基金股利分配。

基於以上考量，(93) 基秘字第 237 號解釋函同意受託機構若定期將帳上不動產投資信託之信託財產以公平價值重行衡量入帳，若其公平價值已考量相關折舊費用，則無須再於信託帳上提列。

#### 四、小結

在證券化會計討論的同時，要學習把目光焦點放在這項商品的特性上，傳統對於金融資產商品的會計，或是僅依循一般公認會計原則的同時，研究者也開始認清了盲點，不動產佔大比例的證券化商品來說，按照傳統公司會計觀點運行，極易影響整體收益，而傳統折舊的認定，會影響股利配息，而以目前 REIT 公司來說，也較無誘因保留這筆費用作為公司成長或再投資之用，對於重視股利政策的 REIT 來說，會計層面的衡量是個重要的議題。

### 貳、不動產證券化稅務面之介紹

#### 一、不動產證券化條例之稅賦優惠

依不動產證券化條例於稅賦優惠的規定如下：

- 證券交易稅：依第 49 條之規定，受益證券交易免徵證券交易稅。
- 所得稅：依第 50 條之規定，信託利益應每年分配。信託利益屬受益人之利息收入，並採取分離課稅，不併計受益人之所得稅額，並以 6% 之稅率分離課稅。

- 地價稅：依第 51 條規定，信託之土地資產，其地價稅之計算，就信託計畫在同一直轄市或縣（市）轄區內之所所有信託土地合併計算地價稅總額，但其信託土地之地價稅與其他土地之地價稅乃是分開計算，其信託土地之地價稅稅率仍是依土地稅法第十六條之累進稅率課徵。
- 土地增值稅：第 52 條規定，在資產信託類型，如信託終止時信託土地無需返還委託人者，於土地信託移轉時，以委託人為納稅義務人繳納土地增值稅，排除土地稅法第 28 條之三關於土地信託受託人不需繳納土地稅之規定。
- 固定資產折舊：依第 53 條之規定，信託財產之建築物耐用年限可延長二分之一計算折舊費用。

## 二、其他法律條文之規定

依不動產證券化條例第二條之規定：「有關不動產之證券化，依本條例之規定；本條例未規定者，依其他法律之規定。」由於國內不動產證券化制度是參酌國外現行制度及國內已通過的「金融資產證券化條例」，引入信託架構為主的「不動產投資信託」及「不動產資產信託」兩種型態，整體不動產證券化架構採信託關係為主軸。故不動產證券化不足之部分似應准照信託相關法令之適用。

- 所得稅：以信託終止時，信託不動產的權屬問題會影響到所得稅的課徵。若信託終止時不動產仍須返還委託人之情況下，該不動產之收益及風險似未隨著信託行為而移轉，且非屬委託人之資產處分行為，而認定為一抵押借款行為，故無處分利得故無需繳納所得稅。但信託終止時不動產無須返還委託人或委託人需以信託終止時之市價買回者，該不動產之處分收益全已以隨信託關係而有所移轉，故視為一處分行為，故符合應繳納所得稅之情事條件。
- 營業稅：其課徵點是以發生銷貨或提供勞務—即已發生銷貨行為：在中止信託關係時移轉給委託人或委託人以終結信託關係的市價買回時，屬於銷售不動產部分須報繳營業稅；若是不符合要件而是視為抵押借款情形下，則無須繳納營業稅。
- 印花稅：印花稅法第 5 條第 5 款規定典賣、讓售不動產契據須繳印花稅；然而，依財政部台財稅第 0900450432 號函，信託契約中言明委託人即受益人，且信託關係結束後不動產仍權屬於委託人，則信託關係開始的不動產權利移轉乃是屬於形式上移轉，此情事

則無繳納印花稅之問題。

- 契稅：依契稅條例第 7 條之一規定，以不動產為信託財產，受託人依信託本旨移轉信託財產與委託人以外之歸屬權利人時，應由歸屬權利人估價立契，並在規定期限繳納契稅。而契稅條例第 2 條明言在開徵土地增值稅區域之土地免徵契稅，故實施不動產證券化之地區較少發生繳納契稅問題。

### 三、不動產證券化稅務之爭議

#### 1. 不動產證券化條例之不足

不動產證券化條例對於稅務的說明是以該條文的第三章第五節第四十九條至第五十三條，就不動產政資產信託架構下的證券交易稅、信託利益之扣繳方式、資產移轉的土地增值稅、地價稅，以及信託資產的折舊提列方式加以說明。然而，在此架構下及現有說明中，不動產證券化實際交易過程中的各種複雜可能發生情況並未加以考量。

不動產證券化條例第五十二條—受託人為土增稅納稅義務人排除了土地稅法第二十八條之三之信託關係免繳土地增值稅，可推論為兩者移轉行為有實質上的差異；然而，若是在信託契約中未明訂信託終止時土地是否返還於委託人，其信託行為成立時之土地移轉行為是否應立即課徵土地增值稅？！

又依所得稅法第三條之四規定，信託財產發生之收入，受託機構應於所得發生年度，按所得類別依本法規定，減除成本、必要費用及損耗後，分別計算受益人之各類所得額，由受益人併入當年度所得額。且金融資產證券化條例第四十一條規定，特殊目的信託財產之收入，減除成本及必要費用後之收，屬受益人之所得；按利息所課稅，不計入受託機構之營利事業所得額。然而，不動產證券化條例對於信託利益如何計算，並無明文規範。

#### 2. 準用其他法律之適當性

不動產證券化條例第二條明言，該條例未規定者依其他法律之規定。由於台灣目前實際運作的兩項不動產證券化商品及法令規定之發行機構型態都是以信託關係為主軸，故在優先以信託及金融信託產品的相關法令規定準用之。而在不動產證券化的架構下，或許可依信託契約之實質，引用相關之解釋函或立法精神釐清印花稅及契稅之免徵(吳偉臺，2003)。

然而，不動產證券化的商品的特殊性再實際交易過程中與一般金融信託商品往往有所差異。如依信託相關之立法精神，資產移轉過程中的相關稅負如營業稅、土地增值稅等，如認定此為形式上移轉故一律免徵。且由信託最終受益人來決定所得稅或贈與稅之課徵與否，由可泛出立法反映出信託移轉係一無償行為。



然而，不動產資產信託乃以委託人移轉不動產與受託機構，並使受託機構以該不動產為發行受益證券之基礎，並以髓得現金用以支付委託人移轉不該不動產之對價，故在本質上與信託法的無償信託關係已有不同；且該移轉行為之相關稅負是否比照信託相關稅法之規定仍有疑慮。

### 3. 稅務遲延

前述關於不動產證券化時信託契約未言明信託關係終止時該不動產之權屬及處置方式時，對於信託移轉行為成立時是否應立即課徵土地增值稅之疑慮，倘若稅負機關從寬解釋，只要在信託契約中言明信託關係終止時一定不返還委託人時才課徵土地增值稅時，可能導致委託人利用不動產資產信託之方式延緩此土地增值稅之繳納時間。

## 四、小結

由於不動產證券化乃是結合不動產與金融信託商品之特性，兩者在稅賦課徵上即有明顯不同的標準與稅賦課徵立法精神。由於國內不動產證券化商品為新興產，且國內市場、法令及相關機制並非十分完善，對於不足之處乃是以替代原則作為一時的補正辦法，當不動產證券化稅務部分有所不足時而引用信託相關稅法時，首先必須先界定不動產證券化所規範之信託移轉時是否一併移轉具收益與風，判定其係屬一處分行為或一抵押借款行為，而作相印之會計處理並影響稅負上之徵免義務(吳偉臺，2003)。

此外，信託契約上關於信託關係終止時對於委託人的選擇權(option)界定是否明確，其權利範圍及限制都會影響到不動產證券化得稅務問題，當委託人的選擇權力越大、限制越小、不確定性增高時，相關稅務的發生情事也會隨之複雜。

而綜觀國內不動產證券化市場，由於目前相關商品數量不大，故可能遇到的契約違約及交易過程中的各種情況發生較少，依目前的不動產證券化條例的稅務及其他相關稅務法規尚可應付。然而，隨著國內不動產證券化商品的推出，商品的總數量及交易過程會越加複雜，且現今比照應用的其他稅務法令規定對於不動產證券化商品的特性仍有基本上的差異，因此，針對不動產證券化商品的特性及交易情況，針對其特性對於該商品做出明確的定義及定位，而加以補充或修正原條文對於稅務的規定及說明是必要的。

## 參、35 號公報之介紹與影響

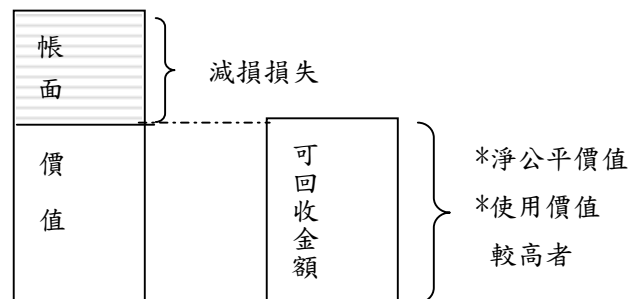
### 一、會計準則 35 號公報之簡示

<b>會計準則 35 號公報</b>	
內容重點	資產縮減的會計處理原則
主要觀念	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 潛在損失立即承認</li> <li>• 基於穩健原則，可能增值利益還是不能承認</li> </ul>
<b>資產減損</b>	
處理原則	成本與可回收金額孰低法評價 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 權益法長期投資</li> <li>• 固定資產               <ul style="list-style-type: none"> <li>使用中國定資產</li> <li>預付設備款</li> <li>閒置資產</li> <li>出租資產</li> </ul> </li> <li>• 可辨認無形資產</li> <li>• 商譽</li> <li>• 個別資產               <ul style="list-style-type: none"> <li>閒置不動產</li> <li>出租資產</li> </ul> </li> </ul>
適用範圍	
可能減損資產之辨認	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現金產生單位</li> </ul>
<b>可回收金額之衡量</b>	
衡量內涵	淨公平價值與使用價值孰高者

## 二、會計 35 號公報主要觀念

- 資產減損觀念

所擁有之資產假如不能獲利或潛在損失時，應立即承認提列，而資產減損按成本與可回收金額孰低法評價：以帳面價值與可回收金額兩者比較，當帳面價值低於可回收金額時表示有損失發生，故此法乃是將帳面價值與可回收金額兩者做比較，比較低金額者為準，將較高者減去基準者得差額，即是資產減損（如圖所示）。除商譽外，其他項目的減損若有減少，可就任列損失部分與以為轉並承認利益。



- 權益法長期投資的評價

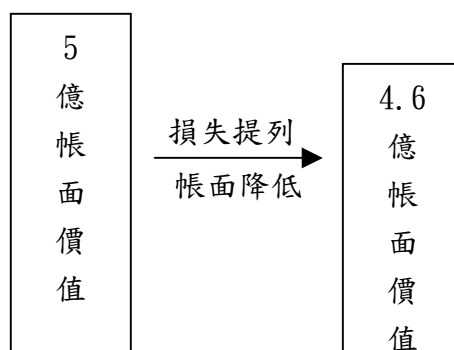
由於資產減損的適用範圍包括了長期投資，而在不動產證券化市場中十分強調的法人投資者在會計 35 號公報的發佈後，可能也會面臨到長期投資的不動產證券化商品跌損時的資產計算。

被投資公司先測試自己的資產有無減損，若有減損時，被投資公司承認資產損失，投資公司依持股比例承認損失。而投資公司在一投資帳面價值與被投資公司之市價及未來發送之現金股利現值孰高者（可回收現金額）比較，若發現有減損時，投資公司立即承認資產損失。

例如，長期投資 1000 萬股，每股 50 元，合計 5 億。而被投資公司帳面價值為每股 20 元，合計 2 億。

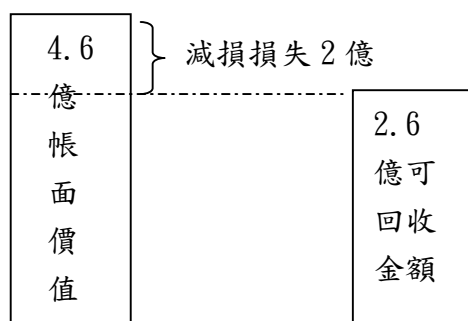
當被投資公司自行評估發現部分資產有減損時，以致淨值減至 1.6 億。2 億-0.4 億=1.6 億

- 被投資公司承認資產減損 0.4 億，投資公司承認投資損失 0.4 億。  
投資帳面價值 5 億-0.4 億=4.6 億



評估被投資公司市價為 2.6 億、使用價值為 1.2 億

- 此時的可回收現金額取較高者 2.6 億。



- 投資公司合計承認減損損失 2 億元。(4.6 億-2.6 億)
- 有資產減損可能的公司
  1. 連年虧損：自用不動產；商譽及公司業務有關的子公司價值。
  2. 權益法長期投資的帳列金額與被投資公司帳面淨值差異過大。
  3. 公司部門之自用及共有資產多年來均呈現虧損。
  4. 出租資產之租金收入與帳面價值顯著不相當。
  5. 合併後公司業務不佳之帳列商譽。
  6. 工廠往大陸移之閒置或出租資產。
  7. 利率上升時，資產折現（使用）價值因利率上升而降低。
  8. 產業狀況惡化時，使用中資產；可辨認無形資產及商譽。

- 使用價值

由於可回收金額的內容乃是取淨公平價值與使用價值兩者較高者，由於淨公平價值在前述已有所探討不再贅述，而將重點擺在使用價值上。使用價值的定義乃是預期運用資產所產生之未來現金流量折現值。

1. 計算步驟上：

先估計經由資產的持續使用及其最終處分，所產生的未來現金流入及流出，並就針對該未來現金流量使用是當折現率予以折現。

2. 現金流量之估計：

應基於合理且有根據之假設，並依最近期經管理當局核定之財務預測或財務預算擬定。而未來現金流量估價應包括：耐用年限內之現金流入、耐用年限之現金流出、處分資產之淨現金流量（流出或流入）。且未來現金流量以不做任何額外作為原則，不得包括：所評估資產以外之其他資產現金流入、企業尚未承諾之未來重組、為提升資產現有績效水準所做之改良或加強、因融資所得產生之現金流入或流出、因所得稅所產生之現金流入或流出。

### 3. 折現率：

採稅前基礎，並以類似資產於當時市場交易所隱含之報酬率或其他企業若僅持有與受評資產具相似服務潛能及風險之資產者，其加權平均資金成本兩者其中之一最為折現率基礎。而隱含報酬率可以按業主權益要求之報酬率、企業之增額借款利率、其他市場借款利率調整。

### 三、對於不動產證券化之影響

由於 35 號公報的適用，企業需遵循資產減損會計原則，需任列相當額度損失，可能對企業營額帶來莫大壓力。而對整體經濟市場而言，可能會產生較大的衝擊乃是新銀行、產品生命週期短的電子產業、閒置產房與機器設備高的傳統產業初期並對上市櫃公司股價產生影響。

#### ● 產業特性面向之分析

然而，將此 35 號公報所造成的衝擊產業特性對應到不動產證券化，由於國內不動產證券化商品甫發行，且對於開發型不動產證券化的法規限制下，以股票特性來區分，國內不動產證券化商品大都是屬於收益型，強調的是長期且穩定的收益、且將營運重點放在不動產的經營管理上，故不會有閒置資產的產生。

另外造成傳統產業的衝擊乃是高額の資本成本。由於不動產投資往往需要高額の資本投入，此特性也限制了不動產的流動性；然而不動產證券化就是針對此特性，降低投資公司取得不動產的資金成本並增加投資標的的流動性。因此就單純不動產證券化特性來看，35 號公報對於該產業在此面向的衝擊不大。

#### ● 資訊揭露

此 35 號公報所強調的是資訊的透明度，藉由公開的資訊，並對於風險的把關規定企業必須將潛在減損可能發生時立即提列。對應到現今的不動產證券化市場及商品，由於不動產證券化市場尚未成熟，對於資訊的揭露及流動皆有所不足；並且，該商品的公開說明書中，對於標的物的估價方法、程序及所採用的數據資料並無明確得解釋與說明；35 號公報的適用，對於資產的計算及揭露有極大的幫助。可能對於以發行及近期內預計發行的商品有所影響，但就長期及整體不動產證券化商品市場而言，有助於資訊的透明及流動。

#### ● 折現率之說明

資本還原率乃是不動產估價中專用，比照財務面即是折現率，故實務上資本還原率就等於是折現率。由於不動產證券化商品自發行前必須針對標的不動產進行價值評估，而現今對於估價的爭議仍是在於資本還原率的估算；而在 35 號公報對於折現率之估算有明確的定義，再加上 35 號公報對於資訊揭露有一定的標準，若能確實實施 35 號公報，可釐清一般大眾對不動產證券化商品的估價數據選用。並也能防止發行不動產證券化公司對於估價的錯誤使用，對於該市場的投資者有一定的保障。

## 肆、心得

### 欣樺的心得

會計雖非我們的專長，但在研讀的過程中，也發現會計從業與研究人員努力的針對不動產特性與 REIT 的行業特性進行會計原則的修正，以避免影響 REIT 在股利分配上等特性，今天課堂的介紹，有點像說故事一般，帶大家了解一路以來，在會計與稅務方面，國內的進展與努力和國際會計接軌的努力，而我們更要看到的是，財務會計報表所帶來的資訊揭露功能，對後續營運會帶來的重大影響，像上次報告的評價面中，其實 FFO 及 FAD 即是一種會計表現上的運用，更是不動產與其他領域的對話結果，雖非為法令強制規定，但卻是美國從業者的一種共識，而日本也採用此種觀念運行，我想國內雖無不動產證券化訂定會計處理準則，但這樣的行業默契也是需要被建立的，也能使投資者經由公司財務報表，了解這個行業，對於投資層面來說絕對是一良策！

### 依蓁的心得

不論由現今的既有法制規定來看不動產證券化的稅務或會計適用，可發現既有不動產證券化法令規定嚴重的不足、在任務解決上，以其他金融類似商品之規定或者僅以解釋函來處理。對於不動產證券化商品是屬於不動產抑或為股票的討論已有一定程度的認知-較偏向於股票。但在不動產證券化交易過程中，在面對會計及稅務處理可發現僅用金融商品的模式處理有明顯的差異。故現今的解決方法，就是對於不動產證券化在移轉資產的行為上做出明顯的定位。

談論到不動產證券化與一般信託行為在資產移轉與關係終止時資產的處置上的差異外，另外值得注意的是在信託契約上對於信託關係終止時委託人的選擇權 (option)，由於選擇權的範圍過大往往會造成在會計面及稅務面估算的困難及複雜。在 35 號公報裡對於使用價值中，提到了資產的使用價值是由資產的持續使用及最終處分所產生的未來現金流量而決定，可回收金額越高，資產減損的程度就越小。而委託人的選擇權乃是取覺得信託契約中的規定。因此，在信託過程中對於資產的處置及委託人權利範圍若是界定不明確，可能會造成不動產商品在會計層面及稅務上的價值浮動。

35 號公報對於企業雖然有所衝擊，但是就投資者角度及長期市場而言，有保護及健全之功用，並有助於揭露不動產證券化商品的估價黑箱。

## 伍、參考文獻

1. 2004-06-23/經濟日報/4版/金融要聞
2. 黃建隆，不動產證券化（一），以會計觀點看不動產證券化實務，2004-07-04/經濟日報/C6版/會計經緯
3. 黃建隆，不動產證券化（二），國際會計準則之相關規範 2004-07-11/經濟日報/C6版/會計經緯
4. 黃建隆，不動產證券化（三），美國財務會計之相關規範，2004-08-01/經濟日報/C6版/會計經緯
5. 黃建隆，不動產證券化（四），我國不動產證券化之會計處理原則，2004-08-08/經濟日報/C6版/會計經緯
6. 方燕玲（2003），不動產證券化之會計處理探討，實用稅務月刊 92 年 9 月第 345 期
7. 吳偉臺（2003），不動產證券化之會計與稅務面潛析，  
<http://www.sfb.gov.tw/reference/magazine/9210/ssld.pdf>
8. 財團法人中華民國會計研究發展基金會，會計人電子報第 40-48 期

## 陸、補充法規

不動產證券化條例		
■ 第二章第三節『不動產投資信託基金之會計』		
No.	條文	內容
1	第 26 條	<p>受託機構依信託業法第二十一條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之。信託財產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，作為評審信託財產之參考。</p> <p>前項專業估價者或專家，應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。</p> <p>信託業商業同業公會應對不動產投資信託基金之信託財產評審及淨資產價值之計算，擬訂評審原則及計算標準，報經主管機關核定。受託機構對不動產投資信託基金之淨資產價值，應按主管機關依前項核定之淨資產價值計算標準、有關法令及一般公認會計原則計算之。</p> <p>受託機構應於每一營業日計算，並於本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式公告前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，且對基金之淨資產價值無重大影響者，得依不動產投資信託契約之約定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。</p>
2	第 27 條	<p>受託機構募集或私募之不動產投資信託基金應有獨立之會計，受託機構不得將其與自有財產或其他信託財產相互流用。</p> <p>不動產投資信託基金相關會計簿冊之作成，應遵守相關法令及自律規範；其保存方式及保存期限，並應依商業會計法及相關規定辦理。</p>
3	第 28 條	<p>受託機構得向受益人收取辦理不動產投資信託業務之手續費及報酬，或逕於不動產投資信託之信託財產中扣除支付之。</p> <p>受託機構辦理不動產投資信託業務，因運用、管理所產生之費用及稅捐，得逕自信託財產中扣除繳納之。</p> <p>不動產投資信託基金投資所得依不動產投資信託契約約定應分配之收益，應於會計年度結束後六個月內分配之。</p>



4	第 53 條	依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫投資之建築物，得依固定資產耐用年數表規定之耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。但經選定延長年限提列折舊者，嗣後年度即不得變更。
<b>證券投資信託基金管理辦法</b>		
■不動產投資信託		
1	第 75 條	基金之會計年度，除證券投資信託契約另有約定或經本會核准者外，為每年一月一日起至十二月三十一日止。
2	第 76 條	證券投資信託事業運用每一基金，應依本會規定之格式及內容於每會計年度終了後二個月內，編具年度財務報告；於每月終了後十日內編具月報，向本會申報。 前項年度財務報告，應經本會核准之會計師查核簽證，並經基金保管機構簽署，證券投資信託事業並應予以公告之。 第一項年度財務報告及月報之申報，應送由同業公會彙送本會。
3	第 77 條	基金投資所得依證券投資信託契約之約定應分配收益，除經本會核准者外，應於會計年度終了後六個月內分配之，並應於證券投資信託契約內明定分配日期。
<b>不動產證券化條例</b>		
■不動產資產信託		
1	第 30 條	依不動產資產信託契約移轉之財產權，以第十七條第一項第一款及第二款所規定者為限。 前項之財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之法院公證同意書。 委託人應提供債務明細之書面文件予受託機構，並定一個月以上之期限，公告債權人於期限內聲明異議，並將聲明異議之文件予受託機構。
2	第 66 條	信託法第六條第三項、第十六條、第三十二條、第三十六條第一項至第三項及第五十二條之規定，於不動產投資信託及不動產資產信託，不適用之。

<b>信託法</b>		
1	第 6 條第 3 項	信託行為有害於委託人之債權人權利者，債權人得聲請法院撤銷之。前項撤銷，不影響受益人已取得之利益。但受益人取得之利益未屆清償期或取得利益時明知或可得而知有害及債權者，不在此限。信託成立後六個月內，委託人或其遺產受破產之宣告者，推定其行為為有害及債權。
2	第 16 條	信託財產之管理方法因情事變更致不符合受益人之利益時，委託人、受益人或受託人得聲請法院變更之。 前項規定，於法院所定之管理方法，準用之。
3	第 32 條	委託人或受益人得請求閱覽、抄錄或影印前條之文書，並得請求受託人說明信託事務之處理情形。 利害關係人於必要時，得請求閱覽、抄錄或影印前條之文書。
4	第 36 條 1-3 項	受託人除信託行為另有訂定外，非經委託人及受益人之同意，不得辭任。 但有不得已之事由時，得聲請法院許可其辭任。受託人違背其職務或有其他重大事由時，法院得因委託人或受益人之聲請將其解任。前二項情形，除信託行為另有訂定外，委託人得指定新受託人，如不能或不為指定者，法院得因利害關係人或檢察官之聲請選任新受託人，並為必要之處分。 已辭任之受託人於新受託人能接受信託事務前，仍有受託人之權利及義務。
5	第 52 條	受益人不特定、尚未存在或其他為保護受益人之利益認有必要時，法院得因利害關係人或檢察官之聲請，選任一人或數人為信託監察人。但信託行為定有信託監察人或其選任方法者，從其所定。 信託監察人得以自己名義，為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。 受益人得請求信託監察人為前項之行為。
<b>不動產證券化條例</b>		
■ 第五章稅捐及相關事項		
No.	條文	內容
1	第 49 條	依本條例規定發行或交付之受益證券，其買賣或經受託機構依信託契約之約定收回者，免徵證券交易稅。

2	第 50 條	<p>依本條例規定募集或私募之受益證券，其信託利益應每年分配。</p> <p>依前項規定分配之信託利益，為受益人之所得，按利息所得課稅，不計入受託機構之營利事業所得額。</p> <p>第一項利息所得於分配時，應以受託機構為扣繳義務人，依規定之扣繳率扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。</p>
3	第 51 條	<p>不動產投資信託或不動產資產信託以土地為信託財產，並以其為標的募集或私募受益證券者，該土地之地價稅，於信託關係存續中，以受託機構為納稅義務人。其應納稅額之計算，就該信託計畫在同一直轄市或縣（市）轄區內之所有信託土地合併計算地價總額，依土地稅法第十六條規定稅率課徵地價稅。</p>
4	第 52 條	<p>依不動產資產信託契約約定，信託土地於信託終止後毋須返還委託人者，於信託行為成立移轉土地所有權時，以委託人為納稅義務人，課徵土地增值稅，不適用土地稅法第二十八條之三規定。</p>
5	第 53 條	<p>依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫投資之建築物，得依固定資產耐用年數表規定之耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。但經選定延長年限提列折舊者，嗣後年度即不得變更。</p>
<b>土地稅法</b>		
1	第 28 條 之 3	<p>土地為信託財產者，於左列各款信託關係人間移轉所有權，不課徵土地增值稅：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>一 因信託行為成立，委託人與受託人間。</li> <li>二 信託關係存續中受託人變更時，原受託人與新受託人間。</li> <li>三 信託契約明定信託財產之受益人為委託人者，信託關係消滅時，受託人與受益人間。</li> <li>四 因遺囑成立之信託，於信託關係消滅時，受託人與受益人間。</li> <li>五 因信託行為不成立、無效、解除或撤銷，委託人與受託人間。</li> </ol>

## 柒、課堂討論

張老師：參與此次報告的同學可以瞭解到不同領域對於不動產證券化的討論，可以有更多和其他領域對話的機會，也請同學一同參與討論。

李昀叡：有兩個問題發問，一為報告中所提到的未來受託機構需要將信託資產與其自有資產獨立設帳，而信託帳亦須依客戶別分別紀錄。此外，信託帳會計科目分為信託資產與信託負債兩類；信託資產總額應等於信託負債總額。為何所探論的會計帳上沒有包括股東權益和分配的股息等項目；第二個問題則是想請問，在估價中，提到折舊的觀念，有經濟耐用年限與物理耐用年限兩種，收益法是以經濟耐用年限為主，成本法則是兩者交錯使用，但證券化未說明清楚，REIT 是以收益為主的產品，應當以經濟耐用年限較為恰當。

林老師：應當以使用期間來計算。

張老師：根據會計穩健原則，會採取折舊較少的，不過我們可以看到，折舊年限長，背後可以討論的有兩件事情，一為折舊較少，可以使成本變少，相對來說，收入增加，可使分配給投資者的股利增加，但是，以稅務角度來說，折舊可作為可抵扣稅額，若每年折舊減少，相對會使可抵扣稅額減少，使所繳的稅增加，而現行不動產證券化條例是採用何種耐用年限，報告的同學能否找到答案。

鄒欣樺：以財政廳所發佈的新聞中，可以看到所計算的耐用年限是以建築物耐用年數表所查出，所以是屬於物理耐用年限。

陳詩薇：按照折舊年限延長二分之一的作法，使每年折舊變少，會不會使得最後處分不動產時，所要計算的增值稅額度變大。

張老師：這個問題可以換個角度聯想，投資者是希望前期拿多一點錢或是後期拿多一點錢，就如借款給別人，會希望別人前期還多一點後其還少一點，有錢先「入袋為安」的感覺，風險也較小，而且其實增值額度不會差距如此大。

林老師：要請問報告同學三個問題，第一個問題是 SFAS66 分為非零售土地交易及零售土地交易兩種，其中的分野為何，第二個問題為，稅務的探討上，為何是以風險與受益層面做是否賣斷的判斷準則。最後，是想要釐清的是，信託利益屬受益人之利息收入，並採取分離課稅，不併計受益人之所得稅額，並以 6% 之稅率分離課稅，按報告的同學來說，是認為對高收入的投資者有很大的誘因前往投資，但是，對於法人投資者而言，是

更好的節稅工具，因為可和原本 25% 的所得稅率分開計算。

鄒欣樺：根據所參考的文獻，未對這兩種土地作定義上的探討，但是根據文中的探討可以推敲出 SFAS66 之非零售土地必須是已開發完成，且有穩定收入者，所以台灣按目前法令所規定的操作範圍，僅能適用 SFAS66 之非零售土地交易會計處理準則。

楊依蓁：以風險與受益層面做是否賣斷的判斷準則，是指未來信託財產若不需移轉回信託機構，那麼受託機構必須承擔較多的風險，反之，也是相同的探討。

張老師：從上學期請吳偉臺博士來演講關於會計與稅務層面的探討時，我們可以發現從業人員認為信託行為是否為 true sale 是個重要的界定，大家也可以做討論。

林老師：用收益和風險這個字眼來分辨是否為 true sale 條件，容易和一般投資者所想的收益與風險觀點混淆，若用實質控制權的角度來討論比較好懂。

張老師：用收益與風險的角度看受託者與信託者的關係，可由承擔者的不同來辨別，雖然較為模糊，仍待討論，但是有相當的經濟意涵，而先前林老師所說 6% 稅率對法人機構是有重大的影響，是大家要注意的。

張乃文：折舊不一定規定要用物理耐用年限，現在一般用經濟耐用年數表但易受 argue。

李亦農：國外對於折舊上有像國內一樣，規定按照折舊年限延長二分之一的作法，但是先前討論股利政策時，REIT 會發超過原本所規定的額度，那麼折舊與否有何差別？

張老師：雖然目前不知道有無此種規定，但是折舊的規定，對於是否發放超過規定額度沒有相關性，是在針對帳面上的增減，對於 REIT 公司無誘因保留這筆費用作為公司成長或再投資之用，是兩件不同事情的討論。

曾瀝儀：關於上課中所做關於 35 號公報的範例計算，為何要對被投資公司承認的 0.4 億先扣除以後，才扣除 2.6 億的減損損失。

楊依蓁：根據會計 35 號公報，法人投資者在會計 35 號公報的發佈後，要面臨到長期投資的資產計算。被投資公司要先測試自己的資產有無減損，若有減損時，被投資公司承認資產損失，而投資公司在投資帳面價值與被投資公司之市價及可回收現金額比較，若發現有減損時，投資公司立即承認資產損失。

田揚名:對於土地增值稅課徵時機的解釋可否作詳細的解釋，還有對於不動產證券化信託關係為有償行為的討論，該如何解釋？

張老師:現在所討論的土地增值稅延遲效果，是指最後土銀賣出時，所做的土增稅討論。

楊依蓁:一般的信託關係討論是以無償行為為主要宗旨，為其基本立法精神，而不動產證券化中的信託行為，在信託機構發行證券後，會把錢轉回給委託者作為土地的對價，受益者之一為委託人，因此為有償行為。

張老師:今天會計與稅務面的討論，本組有詳細的討論，其心得的內容大家也作了熱烈的討論，如會計所涉及的財報面，與資訊透明相關，資訊越透明可吸引投資者，更可與國際接軌，而此資訊透明的優點是否會遭一般公認會計原則的保守原則所破壞，也是大家可以深思的。在稅務面來說，稅率高低可探討其投資誘因，而折舊層面是政府稅收與投資者鼓勵的 trade off，這些的討論皆有助於投資市場的健全。

## 捌、課後補充

現在所對照的耐用年限表乃是經濟耐用年數表，不僅是在估價的使用上也運用於地價稅的課徵標準上；然而，引發出因應課稅的財政需求，對於在特定地區及目的的使用上該表的經濟耐用年數過長的問題。

## 不動產證券化專題研究——第二部分

報告人：陳香妃

### 第 10 章 REIT 股票的表現

#### ——REIT 股票真的不同於市場上其他股票嗎？

本章主要以文獻回顧的方式，來討論 REIT 股票的表現，其架構如下：

##### 前言

- 1. REIT 股票與實體不動產
  - 一般因素
  - 特別因素
  - 是否有一致的看法？
    - 支持整合的說法
  - 是否有折衷的結論？
    - 支持非整合的說法
- 2. REITs 的風險與報酬之特徵
  - REITs vs. 股票市場
    - 一般趨勢
  - REITs 與它的資產類型
    - 特定期間的表現
  - 影響 REITs 的市場因素
    - 整體表現
  - 利率水準與股票因素
- 3. 對抗通貨膨脹與多樣化的優點
  - 對抗通貨膨脹的潛力
  - 多樣化的潛力
- 4. 其他證券型式的不動產
  - REITs 與 CREFs 比較下的表現
  - REITs 與 REOCs 比較下的表現
  - REITs 與 MLPs 比較下的表現
  - 小結
- 5. REITs 作為成長型股票
  - 成長的限制
  - REITs 作為收益型股票
  - 對於不具成長潛力的 REITs 應該謹慎
  - 對於 REITs 的成長可以討論什麼？
- 6. 我們學到了什麼？
- 7. 結論

## 前言

在前面幾章我們已經討論過，REIT 股票可被視為一種具有證券形式的不動產，它表彰一種對於不動產或抵押貸款的請求權益。當投資者認為 REITs 是個可以投資的機會時，應該要提出二個相關問題：

1. REITs 能夠反映該實質不動產(underlying real estate)的收益到什麼樣的程度？  
如果 REITs 不能夠反映實質不動產的收益情況，投資者將不會把 REITs 當作一個適宜的投資工具，加入到個人的投資組合之中。
2. 適合 REITs 的訂價模式(pricing model)是什麼？REITs 的訂價應該跟不動產一樣，還是跟股票一樣？

不動產的訂價方法及模式與股票不同，而為了進行有效的投資組合（多樣化投資）的策略，投資者必須知道有哪些因素會影響到 REITs 的風險及報酬。

REITs 的價格變動與一般股票市場有關，而事實上也能證明 REITs 的價格與股票價格皆為連續性的變動；然而，不動產市場的價格變動並非是連續的，這隱含著在股票市場上交易的 REITs，其訂價行為與不動產市場上的實體不動產不同，因此，投資者必須加以注意股票市場上的各種活動對於 REITs 的影響程度。

如果實體不動產與 REITs 採用的評價模式相似，那麼它們的報酬將具有很高的相關性，在這種情況下，同時持有實體不動產與 REITs 並不具有多樣化投資的利益，此意味著投資者應該設法去瞭解，以投資 REITs 的方式來取代直接投資實體不動產，是否為一個好的投資策略？這是本章所要探討的主題之一。

## 一、REIT 股票與實體不動產

直覺告訴我們，一般股票的收益與整個股票市場的活動有正相關，如果這個看法對於一般營運公司來說是真的，那麼對 REITs 來說應該也適用；然而，直覺亦告訴我們，REITs 的價值應該由它名下不動產的價值來決定。這兩個直覺都有道理，但問題來了：哪一個才是決定 REITs 報酬的主要因素？

### （一）一般因素

至少有三個因素會影響 REITs 與實體不動產的報酬：

1. 利率的變動  
由於股票市場與不動產市場的價值變動皆以預期現金流量之折現來決定，因此，利率的改變對於實體不動產及 REITs 的價值皆有影響。
2. 產業的經濟活動情形  
產業的經濟活動會影響 REITs 的現金流量、營運收入，同樣也會影響實體不動產的現金流量等收入。



### 3. 不動產本身的價值

以權益型 REITs 來說，其名下不動產的價值會影響到該 REITs 的價值。這種說法亦適用在非不動產公司與該公司的股票，因為大部分的公司都持有不動產，這些不動產的價值也會影響該公司股票的值。

#### (二) 特別因素

REITs 市場與不動產市場在制度特徵上有很明顯的不同，這個差異主要來自於交易市場的本質不同。例如，REITs 的交易是在一個類似拍賣的公開市場上，與股票價值有關的資訊皆充分流通，很多的買方與賣方不斷地進行股票交易，而進一步來看，REIT 股票的價值更反映了它名下不動產的經營狀況。

另一方面，不動產市場不是一個公開拍賣的市場，不動產的交易並非那麼頻繁，而且不動產的價值是由對該財產一定期間的評估，以及近期類似產品的買賣價格來決定。評估的價值決定於對過去價值的觀察，而估價上的失誤會一直持續下去直到最後由時間來修正，因此，不動產價值的評估會呈現較平穩的趨勢，而與股票市場的價格波動有所差異。此外，不動產市場的資訊取得成本較高，使得相關資訊之取得較不容易。

#### (三) 是否有一致的看法？

一個權益型的 REIT 股票其報酬可能會跟它名下不動產的報酬不同，特別是當這個不動產的價值不容易被評估時，或者可以被評定但只採用估價基礎的 (appraisal-based) 資料時。因此，儘管 REITs 產生報酬的過程看似與不動產有關，但這個關係是什麼或者這個關係如何呈現並不那麼的清楚，這對於抵押型 REITs 來說亦有同樣的情形。

而在 REITs 市場與不動產市場是否為整合的 (integration) 的議題上，相關的研究並未有一致的看法。嚴格的來說，若這兩個市場的風險貼水 (risk premiums) 一樣或相似，則他們會被視為是一體的，此意味著風險因素對這兩個市場來說是同樣重要的，那麼對於它們報酬的預測應該不會有明顯的差異。但是，相關的研究卻有不同的看法，以下則是針對這個議題作簡單的文獻回顧。

#### 支持整合的說法

一些研究者發現 REITs 的訂價與其他股票非常相似，而且沒有證據顯示這兩個市場是分離的，所以認為 REITs 市場與股票市場是整合的 (例如 Li & Wang 在 1995 年之研究)。雖然 REITs 的報酬與不動產的報酬之間未有明顯的關係存在，卻不足以表示這兩個市場沒有整合的特性，它們可能是一體的，只是因為它們在市場上交易的產品，是採用不同的參數去估計它們的價值，所以使得這個一體的特性不易被察覺。

儘管在 REITs 的報酬與不動產的報酬之間難以找出同時的關係，仍有一些證據顯示不動產的報酬表現落後 REITs 的報酬一～二年，這隱含著它們之間具有

時間上的相關性。不動產股票價格與估價結果之所以會產生落後的關係，是因為股票市場吸收接納不動產的相關資訊較估價方面快速，所以能夠在股票價格上先反映出不動產的價值，而這些相關的研究亦指出 REITs 市場與不動產市場有一些相同的基礎。

#### 支持非整合的說法

另外有些研究顯示，不動產估價所用的資本還原率（折現率）對於權益型 REITs 的報酬有所影響，因此，資本還原率與 REITs 報酬之間的關係值得我們加以注意。如果估價所採用的資本還原率會影響到權益型 REITs 的報酬，那麼它將提供有力的證據來支持「REIT 股票的報酬有一部分會受到不動產估價的影響」這個說法。

Clayton & MacKinnon (2000) 認為權益型 REITs 的報酬不但受到不動產市場的影響，也受到股票市場的影響，他們的研究結果顯示 REITs 市場與一般股票市場並非完全一致。其他的研究者也認為不動產市場與 REITs 市場之間不具有相關性，例如 Myer & Webb (1994) 發現零售業的公司股票與零售業的 REITs 具有同時的關係，而零售不動產的表現與零售業的 REITs 之間，卻沒有證據可以看出它們有明確的關聯。而 Scott (1990) 與 Goetzman & Ibbotson (1990) 發現到 REITs 的收益並未反映該不動產的價值，反而常與不動產的價值分離，因此也認為 REITs 的報酬與不動產報酬兩者之間沒有關係。

#### (四) 是否有折衷的結論？

雖然眾說紛紜，但是「REITs 市場與不動產市場之間有一些基本的關係存在」的推論是合理的，至少在長期的趨勢下是如此。若事實真是這樣，那麼是何種原因導致上述看法的不一致？從這些實證分析可以發現，儘管過去 REIT 股票的風險及報酬之特徵與一般股票相似，近幾年來 REIT 股票的表現反而更像實質不動產，因此有部分原因是來自於研究期間的不同，而導致不同的結論。

然而，我們應該設法明瞭的是，不管 REIT 股票是否被股票市場整合，應該不會影響到投資者將 REITs 放入投資組合的決策，即使 REITs 與一般股票有相同的訂價因素，如果它的 beta 值<sup>2</sup>低於一般股票之平均值，投資者仍可以利用 REITs 來進行分散風險的動作。此外，對於「投資者在投資組合當中是否應該用 REITs 來取代實體不動產？」這個問題又更難回答了，因為相關資料顯示，REITs 本身在投資組合中可能無法完全取代實體不動產，如果投資者想要在投資組合的策略中仿效不動產市場的獲利行為，最好還是直接去投資實體不動產。

※ 課本的表 10.1 整理了與「REITs 市場與不動產市場是否為一體？」議題有關的文獻。

---

<sup>2</sup> beta 值代表個別股票對整體市場風險之敏感度（相關性），若 beta 值小於 1，代表該個股價格變動比市場大盤指數變動小，可視為保守性投資股；反之，則為積極性投資股。

## 二、REITs 的風險與報酬之特徵

我們已經知道 REITs 具有一些獨特的條件，使得投資者可以將它放到投資組合裡面來分散風險，但因此也延伸出一個問題：如果我們將投資集中於 REITs，其報酬是否會優於一般股票市場的表現？

### (一) REITs vs. 股票市場

如同大部分的股票，REIT 股票的收益隨著時間而變動，實際狀況證明 REITs 在不同期間的表現與一般股票市場不同。然而，在經過風險調整 (risk-adjusted) 之後，REITs 的表現並非特別優於一般的股票。

#### 一般趨勢

在 1960 年代~1980 年代初期的研究指出，REITs 長期的表現與一般股票相同。而 Smith & Schulman (1976) 與 Smith (1980) 則指出，由於過度舉債、缺乏投資、成本及利率上漲等原因，REITs 在 1973 至 1974 年之間是下跌的情形。

然而，許多近期的研究與過去研究結果不同，而這些研究結果證明 REITs 的表現不是劣於一般股票，就是與一般股票相同，例如 Standers (1998) 比較調整過後的 NAREIT 指數與 S&P 500 指數、Wilshire 指數，發現在 1978 年至 1996 年之間，權益型 REITs 的報酬並未優於一般股票。

#### 特定期間的表現

REITs 與股票市場的關係會隨著期間的不同而有所改變，例如 Standers (1998) 發現在 1978 年 1 月至 1986 年 12 月之間，權益型 REITs 的表現優於一般股票的大盤指數；但是在 1987 年 1 月至 1990 年 10 月之間的表現卻比大盤指數差。在 1990 年 11 月至 1996 年 6 月之間，REITs 的表現則是優於 S&P 500 指數、劣於 Wilshire 指數，這部分是因為 S&P 500 指數並不涵蓋小型股(而 Wilshire 指數有涵蓋小型股)，但是大部分的 REITs 屬於小型股，通常小型股的表現比大型股來得好，因此 NAREIT 指數的表現優於 S&P 500 指數。

Kenneth Rosen 在 2001 年的研究特別分析了 REITs 在 1993 年至 2000 年期間的表現，他發現 REITs 在風險與報酬上的表現低於 S&P 500 指數，這與 REITs 通常有較低的 beta 值有關。另一方面，Clayton & Mckinnon (2000) 指出 REITs 在 1993 年至 1996 年間的流動性增加，而 Downs 等人 (2001) 則指出不動產的價格受到 REITs 快速成長的影響，但沒有證據顯示 1993 年至 2000 年的現代 REITs 的股票表現顯著異於傳統 REITs。

#### 整體表現

長期來看，以 REITs 為主的投資組合其報酬並未優於一般股票市場的表現；然而，在一些特定的期間中，REITs 的報酬的確會顯著高於或低於股票市場，而

這種非穩定的報酬表現主要是受到不動產市場循環的影響。此外，仍沒有足夠的證據顯示現代 REITs 的表現會優於傳統 REITs。

※ 課本的表 10.2 整理了一些有關 REITs 長期表現的文獻。

## (二) REITs 與它的資產類型

大部分的學術研究皆顯示權益型 REITs 的表現優於抵押型 REITs，抵押型 REITs 長期以來的表現不佳可能是因為常過度舉債而導致許多失敗的案例，因而近幾年來 REIT 產業多以權益型 REITs 為主，它們在市場上的數量及資本額都很龐大。

許多研究亦顯示，權益型 REITs 的市場風險較抵押型 REITs 或混合型 REITs 低，即使它們的報酬相對較高。另外，有些研究也指出 REITs 的總風險會隨著時間降低，其中一個原因可能是隨著法人機構投資者的增加，使得權益型 REITs 的相關分析變多，而投資者能獲得更多的市場資訊。Khoo 等人 (1993) 與 Below 等人 (1996) 認為資訊取得的方便將會加強投資者對權益型 REITs 的監督，同時也會降低投資的不確定性。這些資訊的增加可能使 REIT 的股票價格與它們名下不動產的表現有更緊密的連結，並降低投資 REIT 股票的風險。

## (三) 影響 REITs 的市場因素

影響 REITs 報酬市場因素很多，通常被認為是最重要的因素有：股票與債券市場的報酬變動、利率的改變、不可預期的通貨膨脹，以及不動產的特性。

許多研究結果發現 REITs 的表現與股票及債券類似，顯示 REITs 市場同時與股票市場、債券市場有關，而 REITs 報酬的變動亦有一部分是受到市場帳面價值 (market-to-book value) 以及資本額之影響。此外，有些研究亦認為不動產的特性對於 REIT 股票的訂價有所影響，如果這些看法都是正確的，那麼 REITs 可被視為一種結合股票、債券及不動產性質的混合型證券。

※ 課本的表 10.3 整理出與「影響 REITs 表現的市場因素」之相關研究。

## (四) 利率水準與股票因素

由於 REITs 支付較高的股利，它們通常能夠提供穩定的現金流量，而這個特性與固定利率的債券相似，因此投資者可能會認為權益型 REITs 與抵押型 REITs 對於利率的變動較為敏感，這表示當利率升高時，REITs 報酬的下降程度可能會比股票大，一些文獻研究支持這樣的看法。

有些研究指出權益型 REITs 對於利率變動的敏感程度較抵押型 REITs 低，Allen 等人 (2001) 更進一步指出資產結構的不同、財務槓桿的比例、管理的策略以及投資組合的設計，皆會影響到 REITs 對於利率變動及市場風險的敏感程度，不過，近幾年來抵押 REITs 對於利率的敏感度已開始降低。

此外，Mueller & Pauley (1995) 發現在不同的利率環境中，REITs 的股價表現也會不同：在利率上升期間，REITs 的價格通常會下跌；而在利率下降的時候，它們的價格會增加，而且利率下降對於 REITs 價格的變動影響較大。

### 三、對抗通貨膨脹與多樣化的優點

既然 REITs 的表現並不優於一般股票，那麼投資者將 REITs 放入投資組合當中能有什麼樣的好處？在大眾傳播媒體的報導下，一般認為投資不動產的好處之一是可以對抗通貨膨脹，另一個好處則是不動產能提供多樣化的利益。如果這個看法是真的，那麼它們也能成為投資 REITs 的原因嗎？

#### (一) 對抗通貨膨脹的潛力

一般認為投資不動產能夠對抗通貨膨脹，因為房價會隨著物價水準的提升而上漲，實證研究結果亦證明了這個看法，而且還有一些研究發現，並非所有的不動產皆能對抗通貨膨脹，某些類型（例如住宅）之不動產其對抗通貨膨脹的能力較好。不過，我們更想知道的是，REITs 是否也能對抗通貨膨脹？

相關研究結果顯示，在短期間內 REITs 並不是一個好的抗通膨工具，有時候甚至是一個背離對抗通膨的工具 (*perverse inflation hedges*)，特別是在非預期的通貨膨脹情況下，因為它們的報酬與通貨膨脹呈現負相關。而在長期持有之下，REITs 也不一定能對抗通貨膨脹，因為通貨膨脹與 REITs 報酬之間的關係並不明確，即使有些研究 REITs 能夠對抗可預期的通貨膨脹。

※ 課本的表 10.4 整理出 REITs 能否對抗通貨膨脹的相關文獻。

#### (二) 多樣化的潛力

不少相關研究皆證實 REITs 能夠提供多樣化的利益，在長期之下，當 REITs 被納入一個資產混合的投資組合（例如股票與債券的混合）時，能夠改善投資組合的風險及報酬條件。

Chandrashekar (1999) 發現在 REIT 指數上升時，REITs 的報酬與股票市場、債券市場的相關變動性很低；反之，當 REIT 指數下滑時，其相關變動性較高，此亦表示投資者將會在不同的時間調整他們的投資組合策略，並且避免在市場衰退時投資 REITs。

※ 表 10.4 亦整理出 REITs 是否具有多樣化利益的相關文獻。

### 四、其他證券型式的不動產

除了 REITs 之外，其他類似證券型式的不動產有：經營不動產公司 (real estate operating companies, REOCs) 發行的股票、持有不動產的有限合夥 (master limited partnerships, MLPs)、混合不動產的基金 (commingled real estate funds, CREFs)。

REOCs 雖然是在股票市場上交易的股票，卻不像 REITs 一樣享有稅賦上的優惠；而 MLPs 與 REITs 更為相似，因為它們亦是在股票市場上交易，並享有稅賦優惠；CREFs 則像是一種開放型基金。

### **(一) REITs 與 CREFs 比較下的表現**

透過文獻的回顧可以發現到 CREFs 的表現是優於 REITs 的，其原因之一是 CREFs 的持有者通常為法人機構，另一個原因則是 CREFs 多投資大型的不動產。此外，亦有研究指出 CREFs 能夠提供投資組合更多降低風險的利益，並有效地對抗通貨膨脹。

不過，必須注意的是這些研究多在 1970 年代~1980 年代產生，而在 1990 年代之相關研究則較缺乏，有人認為 CREFs 在 1990 年代的表現可能不如 70 年代或 08 年代那麼好，這部分值得我們加以注意。

### **(二) REITs 與 REOCs 比較下的表現**

Gyourko & Keim (1992) 研究 1975 年至 1990 年間 REOCs 的表現，雖然他們未比較 REOCs 與 REITs 的報酬，卻發現 REOCs 的報酬與權益型 REITs、股票市場及債券市場有很大的關係。如果直接比較 REITs 與 REOCs 的表現，Sagalyn (1990) 表示在 1970 年代至 1980 年代，REITs 的報酬會優於 REOCs，其原因是 REOCs 管理資產的動作不一定會在市場上獲得報酬，此與 REITs 有所差異。

### **(三) REITs 與 MLPs 比較下的表現**

Wang & Erickson (1997) 指出在 1981 年至 1991 年間，REITs 的表現與 MLPs 相近，由於 MLPs 是一個持有不動產投資組合的公司，而且亦享有稅負的優惠，因此與 REITs 的表現差不多。

### **(四) 小結**

在經過風險調整後，可以知道 REITs 的表現並不較其他證券形式的不動產來得差，這可能隱含著股票市場並未注意到不同證券形式之不動產在組織上的差異，倘若這是真的，REITs—目前比 REOCs 與 MLPs 更吸引法人機構與個人投資者目光的投資工具—在未來可能會成為持有不動產的主要媒介。

另一方面，不少文獻顯示 CREFs 的表現優於 REITs，這背後是有原因的，因為 CREFs 並非在公開交易所交易，而且它的流動性較低，其流動性產生的高風險使得它的報酬高於 REITs。在計算 CREFs 的報酬時亦容易產生較大的誤差，因為它報酬的計算是採用估價基礎的資料，這使得 CREFs 與 REITs 的比較更加複雜，因此很難說 CREFs 是比 REITs 更好的一種投資選擇。

## 五、REITs 作為成長型股票

儘管 REITs 有能力成長，它們仍不應該被當作是成長型股票，因為他們被要求發放高額的股利，而且在買賣資產方面受到較多限制，即使許多 REITs 在 1990 年代股票市場快速發展時亦有重要的成長，他們仍應被視為收益型股票。

### (一) 成長的限制

許多相關研究顯示，當 REITs 想要在資金市場募集資金時，市場會嚴密地檢視它們的表現，而使得 REITs 在成長上受到諸多限制。Down (1998) 指出 REITs 每年的成長率並不超過 4~5%，這與一般股票市場所認定的成長型公司有 15~20% 之成長率相差甚遠。儘管 REITs 並非成長型股票，它的成長在市場上仍會獲得一些獎賞或利益，因此 REITs 仍可以努力追求成長以吸引投資者的目光。

### (二) REITs 作為收益型股票

表 10.5 及圖 10.1 顯示 1963 年至 2000 年之間 REITs 的報酬，將 REITs 的報酬再分成股利收益 (dividend) 與資本利得 (capital gain) 兩個部分來看，可以發現到股利收益是較穩定且較大的，因此 REITs 比較適合被當作收益型股票。

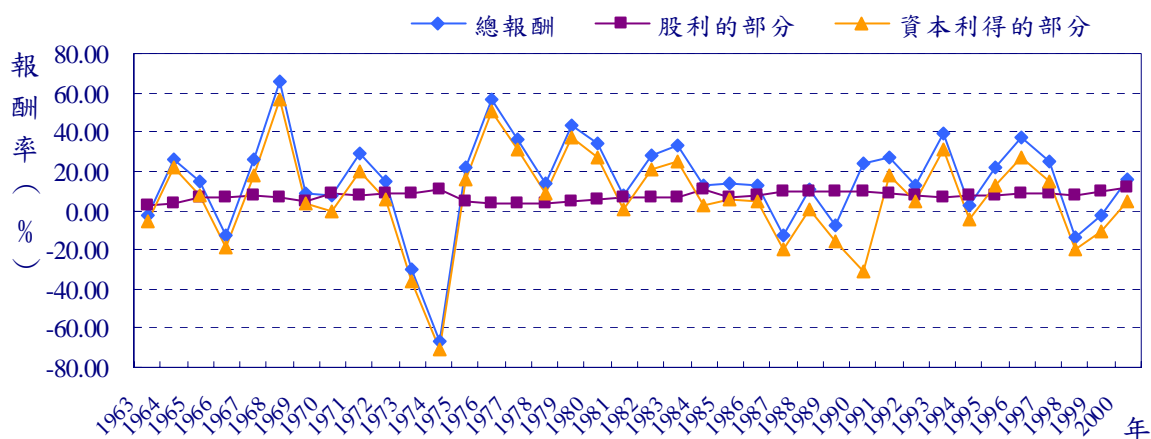
表 10.5 REITs 在 1963 年~2000 年之總收益、股利及資本利得

年	總報酬 (%)	股利的部分 (%)	資本利得的部分 (%)
1963	-2.58	2.88	-5.32
1964	26.25	3.57	21.99
1965	14.52	6.17	7.89
1966	-12.79	6.84	-18.50
1967	25.56	7.20	17.40
1968	65.99	6.16	56.81
1969	9.13	5.00	4.01
1970	8.07	8.27	-0.20
1971	29.46	7.71	20.37
1972	14.67	8.25	5.94
1973	-29.63	9.16	-35.71
1974	-66.89	10.55	-70.35
1975	21.70	4.92	16.06
1976	56.11	3.72	50.70
1977	36.11	3.57	31.54
1978	13.33	3.80	9.17
1979	43.67	4.54	37.61
1980	33.69	5.19	27.22
1981	7.61	6.69	0.93

表 10.5 REITs 在 1963 年~2000 年之總收益、股利及資本利得 (續)

年	總報酬 (%)	股利的部分 (%)	資本利得的部分 (%)
1982	28.39	6.57	20.57
1983	32.82	6.51	24.82
1984	12.68	10.25	2.23
1985	13.32	7.05	5.93
1986	12.45	7.84	4.31
1987	-12.42	9.31	-20.06
1988	10.40	9.73	0.61
1989	-7.46	9.22	-15.39
1990	24.39	9.96	-31.47
1991	26.87	8.20	17.35
1992	12.65	7.84	4.44
1993	39.18	6.29	31.15
1994	2.67	7.30	-4.36
1995	21.69	8.07	12.71
1996	37.30	8.18	27.13
1997	24.55	8.22	15.19
1998	-14.25	7.51	-20.30
1999	-2.39	9.53	-10.95
2000	15.96	11.78	4.18
平均數	15.07	7.20	6.46
標準差	23.75	2.17	24.01

資料來源：Su, H.C., John, R. & Wang, K. (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press, p.223



資料來源：Su, H.C., John, R. & Wang, K. (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press, p.224



### (三) 對於不具成長潛力的 REITs 應該謹慎

雖然 REITs 被當作收益型股票，投資者仍應避免投資完全不具成長潛力的 REITs，這個結論來自 Goebel & Kim(1989)對於 FREITs(self-liquidating finite-life REITs)的研究，FREITs 是指有一個終止期限，而在終止時會清算資產的 REITs。而 Goebel & Kim (1989) 的研究結果顯示，FREITs 的表現較一般的 REITs 差，主要的原因即是因為 FREITs 成長的潛力有限。若採用更長期間(1981 年至 2000 年)的資料來進行分析，如表 10.6 及圖 10.2 所示，FREITs 的表現仍劣於一般未定期限的 REITs。

表 10.6 未定期限 REITs 與有定期限 REITs 的報酬比較

年	未定期限之 REITs		有定期限之 REITs	
	平均年報酬 (%)	報酬指數	平均年報酬 (%)	報酬指數
1980	---	100.00	---	100.00
1981	7.60	107.60	6.39	106.39
1982	28.55	138.32	28.81	137.03
1983	33.30	184.39	17.67	161.25
1984	13.71	209.67	0.55	162.14
1985	15.55	242.28	2.69	166.50
1986	18.61	287.37	-5.79	156.87
1987	-9.25	260.79	-21.55	123.06
1988	11.65	291.17	6.70	131.31
1989	-6.31	272.81	-11.27	116.50
1990	-20.95	215.66	-34.52	76.29
1991	32.55	285.87	13.97	86.95
1992	8.73	310.81	19.47	103.88
1993	33.45	414.79	53.23	159.18
1994	0.29	416.00	11.39	177.32
1995	20.53	501.42	25.33	222.23
1996	36.06	682.22	41.26	313.92
1997	23.64	843.49	31.87	413.95
1998	-14.87	718.04	-6.74	386.05
1999	-2.77	698.13	5.09	405.68
2000	16.14	810.81	11.31	451.56
平均數	12.51		9.79	

資料來源：Su, H.C., John, R. & Wang, K. (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press, p.225

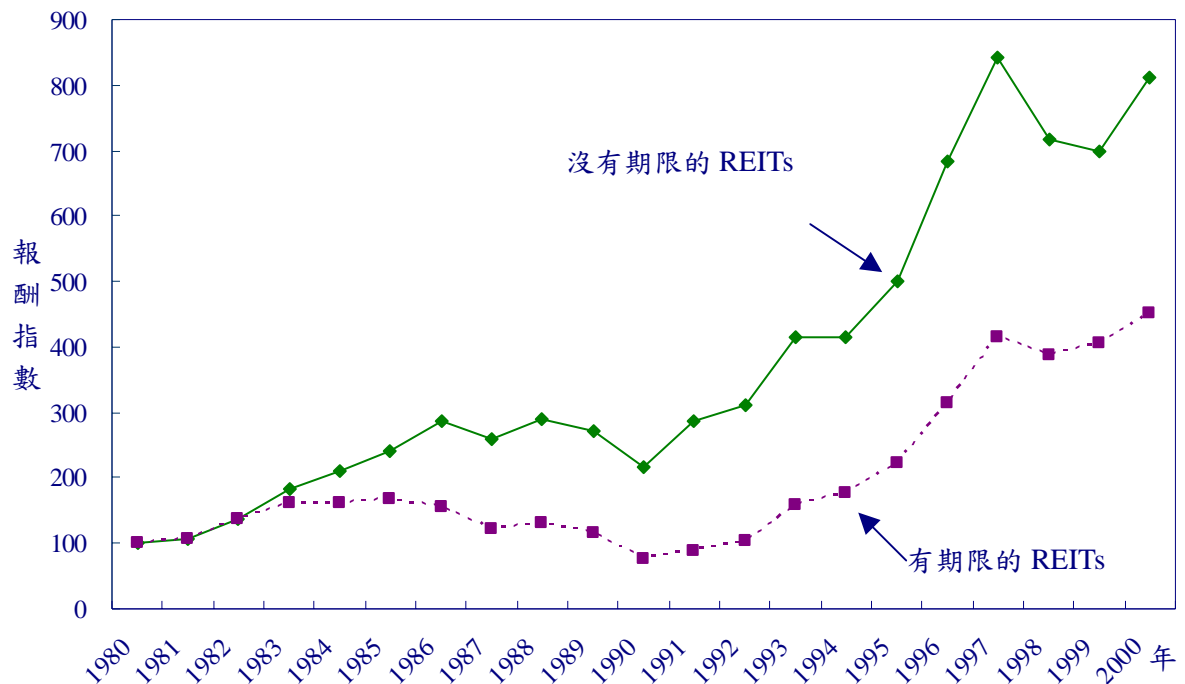


圖10.2 有期限REITs與未定期限REITs之年報酬指數

資料來源：Su, H.C., John, R. & Wang, K. (2003), Real Estate Investment Trusts, Oxford University press, p.226

#### (四) 對於 REITs 的成長可以討論什麼？

我們已經知道 REITs 的設計不像是成長型股票，然而，實務經驗亦告訴我們，缺乏成長潛力對於 REITs 來說並不好，因此，我們可以去探討 REITs 在其本身條件的限制之下，是否能有一些策略來保有它們的成長潛力？但不幸地，很少有文獻能夠告訴我們是否有一個適宜的策略，能夠讓 REITs 達到這個目的，研究者在未來可能會在這個主題上加以留意。

成長對於 REITs 來說是必然的，因為它可以獲得規模經濟的利益，也可以增加市場的持股比例，它也會受到許多的限制而僅能有限地成長，因此 REITs 仍會被視為是一種收益型股票，而完全沒有成長潛力的 REITs 在市場上將處於不利的地位。

#### 六、我們學到了什麼？

- 在長期趨勢下，經過風險調整後，REITs 的表現可以與一般股票進行比較。
- 整體來看，經過風險調整後的 REITs，其表現似乎可以與其他證券型式的不動產進行比較。
- 在 REITs 當中，權益型 REITs 的表現優於抵押型及混合型。而且很明顯的，有期限的 REITs 其表現劣於一般未定有期限的 REITs。

- 在較短的期間裡，REITs 的表現可能優於或劣於一般股票市場，但沒有證據顯示 1993 年～2000 年的現代 REITs 其表現顯著異於（或優於）1990 年以前的傳統 REITs。
- 當通貨膨脹率較低或者利率逐漸下降時，REIT 股票似乎會有較佳的表現，這部分值得不動產研究者多加注意。
- REITs 的市場風險已有明顯下降的趨勢，其原因之一是相關資訊的流通增加了 REITs 在市場上的資本額，另一個原因則是持有 REITs 的法人機構增加了。
- 雖然 REITs 在投資者的投資組合裡面無法完全取代實體不動產，但是它們對於投資組合的策略仍相當重要。
- REITs 對於小額投資者仍具吸引力，因為他們認為 REITs 能夠提供穩定的收益。

## 七、結論

REITs 比較不像是成長型的股票，因為即使它們嘗試採用成長的策略，通常也只有在不動產市場回升的期間裡會成功。而從 REITs 過去的表現可以發現，在短期的趨勢下，投資者似乎不會從 REITs 獲得很大的利益，即使它們在某些特定期間真的表現得很好。

投資者最好將 REITs 視為一種長期投資，因為它們提供高且穩定的股利，這種穩定的股利發放政策可以降低報酬率的變動，使投資人的投資組合更加穩定，因此，想要追求穩定收益與低風險的投資者，更不能忽視 REIT 股票。

不過，對於想要使不動產投資在投資組合中有更多暴露（exposure）的投資者來說，是否能夠用 REITs 來達成這個目的？其答案還是不清楚。即使近來有些資料顯示 REITs 的訂價與不動產市場有關，我們仍不知道投資者是否可以有效地運用 REITs 來直接取代實體不動產的投資。

由於未來無法預知，我們無法提供預測 REITs 將來的表現。儘管如此，REITs 在法規的調整下已愈來愈像成長型公司，我們可以預期 REITs 的報酬將與市場上一般股票有更多的相關性，換句話說，未來 REITs 的市場風險可能會增加，而非減少。

隨著許多法人機構進入 REITs 市場，以及許多 REITs 皆採用 UPREIT 的型態，過去的代理問題以及資訊不對稱的問題將會減少，而投資 REITs 的虧損風險（downside risk）也將明顯降低。考量以上這些因素，相信未來我們不會再看到某些 REITs（如 FREITs）與 REITs 首次公開募集（IPO）在 1970 年代與 1980 年代出現過的慘淡表現。

此外，近年來 REITs 市場的改變顯示這可能又是個值得我們好好觀察 REIT 股票的時機，因此，討論 REITs 自現在起至 10 年後這段期間的表現將會是非常有趣的，因為分析的對象是採用不同策略、規模更大的新興 REITs，其研究的結果將與過去文獻的結論不同。

## 捌、課堂討論

陳香妃：這篇文章主要以文獻回顧的方式來討論 REITs 在市場上的表現，不但比較不同型態的 REITs，也比較 REITs 與一般股票、REITs 與其他證券形式不動產的表現，結果是 REITs 的報酬並不特別優於一般股票或其他投資工具，但是它仍然可以放入投資組合裡面，達到分散風險的作用。

林老師：一般來說我們都知道不動產可以抗通膨，可是從這篇文章來看，REITs 不太能夠抗通膨，這是一個有趣的發現。

張老師：不過，也有相關的研究顯示 REITs 可以對抗通貨膨脹，或許是因為時間點的不同，而有不同的結果，台灣的 REITs 是否能夠對抗通貨膨脹？值得大家去注意。

REITs 的報酬表現如何？從理論上來看，它不會優於股票是可以理解的，因為它的風險相對較低，所以報酬也比較低，主要適合長期投資。比較特別的是這篇文章有提到 REITs 比較像小型股，一般來說，小型股的表現會優於大型股，有很多小型股是藉由炒作來獲利，在市場上常常大起大落。可是，REITs 又被視為收益型股票，這使得它跟小型股不太一樣，因為 REITs 的報酬穩定，其波動不像小型股那麼大。課本中的表 10.5、10.6 以及圖 10.1、10.2 可以在報告中附上。(已補上)

此外，「有期限的 REITs」與「沒有期限的 REITs」比較，這篇文章的結論是說「沒有期限的 REITs」表現較好，對台灣來說可能不一定，如果大家比較重視最後的資本利得，說不定有期限的 REITs 其表現也不差，美國的 REITs 已非常成熟，對於他們豐富的經驗是否能完全是用於台灣？亦即他山之石，可否攻錯？值得大家好好想一想。

田揚名：這篇文章提到的成長型公司，其成長率是看它的營業毛利率、營業利益率、稅前淨利率、資產報酬率、股東權益報酬率以及預期獲利等，而不是看它的股價。

李昀叡：所謂的 ETF 是指什麼？

陳香妃：ETF 為 Exchange Traded Funds 之簡稱，中文是「指數股票型證券投資信託基金」，簡稱為「指數股票型基金」，ETF 是指將某一指數之成份（一籃子股票組合）予以證券化，由於指數是衡量某一特定市場漲跌趨勢的指標，因此所謂的「指數證券化」是指投資人不以傳統方式直接進行一籃子股票之投資，而是透過持有表彰指數標的股票權益的受益憑證來間接投資。簡單的說，ETF 是一種在證券交易所買賣，提供投資人參與指數表現的基金，ETF 基金的投資組合以持有與指數相同成份之股票為主，透過證券化分割成眾多單價較低之投資單位以便投資人買賣。