

不動產證券化專題研討第十二次上課記錄

時間：2006/12/15(五)09：00 到12：15

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟270617

記錄：紀凱婷、楊佩欣

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇

第一部分：國內不動產證券化之會計與稅務面討論

報告人：李宗翰、紀凱婷

第一節 不動產證券化之會計面

壹、前言

在國外之財務會計準則當中，主流有二：首先為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)，至今 IASB 已發布 41 號 IAS 及 5 號 IFRS，其中國際會計準則公報第 16 號「財產、廠房與設備」係規範固定資產的會計處理準則。而國際會計準則公報第 40 號「投資型財產」則規範租賃用途或投資用途不動產的會計處理準則。目前我國財務會計準則依民國 90 年 8 月 25 日行政院經濟發展諮詢委員會財金組共識，以國際會計準則為主要依循對象，期於 2006 年後世界各國普遍採用國際會計準則之時，能與國際接軌。

另外，亦具有權威性之財務會計準則為美國財務會計準則委員會(FASB)所發布財務會計準則公報(SFAS)，至今 FASB 已發布 150 號 SFAS，其中財務會計準則公報第 66 號「不動產出售之會計處理準則」係規範房屋及土地等不動產出售之會計處理準則。

貳、國際會計準則

一、國際會計準則公報第 16 號「財產、廠房與設備」

(一) 認列

- 1、企業之財產、廠房及設備應於未來效益很可能流入及成本能夠合理衡量之條件下，予以認列
- 2、企業之財產、廠房及設備應以購入成本作為入帳基礎

(二) 衡量

- 1、成本法：以**成本減除累積折舊及累積減損後之金額**衡量
- 2、重估價法：以**重新估定價值**，減除**累積折舊及累積減損後之金額**衡量，重新估定價值係重估日之**公平市價**
- 3、企業對帳上各類型財產、廠房及設備之衡量應採用**一致**之衡量方法

(三) 折舊

- 1、折舊採「**組成要素基礎**」：指某一個別財產、廠房及設備項目的某一部分，其成本重大攸關該項目之總成本者（例如飛機中之引擎），應與該個別財產、廠房及設備項目分開計提折舊
- 2、可折舊金額為**成本減除估計殘值**
- 3、折舊方法之選用應能夠反映企業消耗該財產、廠房及設備之**經濟效益型態**
- 4、當財產、廠房及設備重估價時，應以重估金額為基礎續提列折舊
- 5、耐用年限應定期檢視是否合理，如有變動，應於當期反映

(四) 重估價

- 1、**單項**財產、廠房及設備予以重估：應將**全部同型態**之財產、廠房及設備予以重估
- 2、財產、廠房及設備**重估增值**部分：應列為**業主權益**。但迴轉先前認列為損益之重估減值者，不在此限
- 3、財產、廠房及設備**重估減值**部分：應列為**當期損益**。但若業主權益仍有先前重估增值餘額，則應先行沖減該餘額，如有剩餘，始列為當期損益

(五) 處分：**處分價格與帳面價值之差額**，應列為**當期損益**。

二、國際會計準則公報第 40 號「投資型財產」

(一) IAS40 適用於所有公司，未僅限於專業投資公司所持有之投資型財產。

(二) 投資型財產係指**專門供作租賃或賺取資本利得**之不動產。

(三) 投資型財產不包括：

- 1、用以**生產財貨**或作**管理用途**之不動產。（依 IAS16 處理）
- 2、以**銷售不動產**為主要業務之企業之**不動產存貨**。
- 3、正處於**建造過程中**，預計完成後做為投資型財產用途之不動產。

4、承租人於營業租賃時之租賃標的，或出租人於資本租賃時之租賃標的（因該租賃標的不在當事人帳上）。

5、森林或類似可孳長之自然資源。

6、採礦權、礦藏之探尋與開發、石油、天然瓦斯及類似不可孳長之自然資源。

（四）投資型財產之評價，應採用下列二方法之一：

公平價值法與成本法。前者係指將投資型財產以公平價值調整入帳，所產生之損益列入當期損益表；後者係指在投資型財產提列折舊後，以折舊後成本列帳，使用此法者應揭露該投資型財產之公平價值。企業對帳上所有投資型財產應採同一方法評價，唯有當變更方法更能反映投資型財產之表達時，才允許變更。且因為公平價值法係最能符合投資型財產之實際情形，故鮮少有理由可證明由公平價值法轉換為成本法係屬適切。若當企業一開始取得投資型財產便知續後年度無法持續以公平價值法衡量者，於取得該投資型財產時即應以成本法作續後評價。

三、小結

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**（不動產投資信託之發起人或不動產資產信託之委託人等）方面的會計處理，因移轉人須移轉不動產給受託機構，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。

貳、美國會計準則

一、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」

美國財務會計準則委員會(FASB)並未針對不動產證券化制定特定之會計準則，而係回歸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)處理。SFAS66 非常詳細地指出不動產出售時可能會遇到的各種情形，只要牽涉到不動產交易均可適用，包括我們所要處理的不動產證券化會計處理問題。前幾期我們為各位讀者分析，認為有關**不動產證券化會計處理最大的困難在於是否出售認定**，在國際會計準則(IAS)無明確規範下，參考 SFAS66 似為最佳解決方案。

SFAS66 係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，其摘要如下。

在零售土地交易中，可採用「**全數應計法**」認列利益的條件為：由**土地銷售**所產生的應收款必須為可收回，且賣方無須再履行開發該筆土地的重大義務。若無法滿足此條件，賣方應採用「**完工百分比法**」或「**分期付款法**」認列利益。

在**非零售土地交易**中，SFAS66 提出認列利益之方法有全數應計法與其他數種方法（「**分期付款法**」「**成本回收法**」「**保證金法**」及「**折抵利益法**」），方法之採用端視 1. 出售是否完成，2. 買方所投資不動產之出售程度，3. 賣方應收帳款是否未來成為次順位，4. 出售後賣方對該不動產仍持續參與管理之程度而定。

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，故僅介紹 SFAS66 中有關非零售土地交易之各種會計處理方法。

SFAS66 有關非零售土地交易之各種會計處理方法

（一）全數應計法

所謂「**全數應計法**」係於出售時，將售價與帳列成本之差額全數認列為利益。在下列條件及原則下，於不動產出售時應將利益全數認列：

- 1、利益之金額可決定，亦即，售價之收現程度可合理保證或不能收回之金額能夠估計。
- 2、獲利過程實際上係屬完成，亦即，賣方於銷售賺得利益後，無執行重大活動之義務。

當符合上述兩條件時，才能在出售時或出售後依全數應計法認列全部利益，否則應遞延全部或部分利益。

上述售價之收現程度視買方承諾付款金額大小而定，而買方承諾付款金額則包含原始投資（頭期款）及後續投資（分期付款），此買方承諾的金額表示賣方所承擔買方可能違約所含風險擔保。至於如何判斷收現程度，應考量(1)買方信用狀況，(2)分期付款年限，(3)不動產所在位置，(4)不動產所產生現金流量之足夠性。

（二）分期付款法

所謂「分期付款法」，係於出售時，將不動產出售的總利益（售價與帳列成本之差額），分別分配至賣方所收受之各期價款（包括頭期款及後續分期付款）中。將賣方該期收受之價款金額乘上總利益對售價之比例，即為賣方於該期應認列之利益，換句話說，賣方每自買方收受一部分價款，就認列一部分利益，直至總利益全數認列完畢。與全數應計法不同者，在於並非一開始就將利益全數認列。

因為賣方有部分價款於以後期間分期收受，故於當初交易在計算售價及總利益時，須注意這些分期收受之款項是否已分別採用適當之利率予以折現。

若原先以分期付款法處理非零售土地交易，嗣後符合全數應計法之條件時，賣方可改用全數應計法。此時剩餘未認列之利益應立即予以認列。

（三）成本回收法

所謂「成本回收法」，顧名思義，即賣方所收取之款項，包括本金及利息，於超過所出售不動產標的之成本時，才可以認列利益，相對於分期付款法或全數應計法來說，是較保守的作法。

若原先以成本回收法處理非零售土地交易，俟後符合全數應計法之條件時，賣方可改用全數應計法。此時剩餘未認列之利益應立即予以認列。

（四）保證金法

在保證金法下，賣方僅將所收受的款項（包括頭期款及分期付款之相關本金及利息）列為保證金負債，不認列任何利益及應收款，且繼續於財務報表列示該不動產標的及其相關債務，另須揭露該不動產標的係屬某一出售合約之資訊。賣方於收到保證金之期間，應繼續就該相關不動產標的提列折舊。

（五）抵減利益法

若出售相關不動產標的之賣方係分期收取對買方之應收款，根據「利益抵減法」，賣方應以(1)適當利率（市場利率與分期應收款票面利率孰高者）、(2)適當年限（分期應收款票面年限及 20 年孰低者）及 3. 出售合約要求之每年最低收取金額，將分期應收款折現至交易當期，並將其與頭期款之總額，視為出售價格。

（六）小結：

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。

因為 SFAS66 有關零售土地交易之規定係針對純粹土地或素地之交易而規範，而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，故無法類比適用至 SFAS66 有關零售土地交易之規定，因此在參考 SFAS66 訂定屬於我國之不動產證券化會計處理準則時，須考量此項因素。

二、美國財務會計準則公報第 77 號「應收帳款移轉之會計處理準則」

（一）應收帳款擔保借款(Secured Borrowing)

（二）出售應收帳款

- 1、買方無追索權(Without Recourse)：若應收帳款無法收回，買方不得向賣方追償，故壞帳風險由買方承擔。
- 2、買方有追索權(With Recourse)：若應收帳款無法收回，買方得向賣方追償，故壞帳風險由賣方承擔。此種應收帳款出售，需符合以下之要件，始屬債權買賣。
 - (1) 賣方必需拋棄對於債權未來經濟利益之控制權，債權移轉之後無權再買回該應收帳款。
 - (2) 追索權之義務(如壞帳與收帳費用)可合理估計。
 - (3) 除行使追索權外，買方不能要求賣方再買回帳款

（三）真實買賣與擔保借款之分錄

- 1、若債權移轉被定性為買賣：賣方之分錄為

現金

應收帳款

2、若債權移轉被定性為擔保借款：賣方之分錄為

現金

借款

三、美國財務會計準則公報第 125 號「金融資產移轉之會計處理準則」

若應收帳款之移轉同時符合下列條件時，為債權買賣。

- (一) 創始機構於移轉該帳款後，不得對該應收帳款行使權利。即使創始機構破產或被接管亦同。
- (二) 應收帳款之受讓者，取得該債權完整之權利。
- (三) 賣方不得藉由買回契約，維持對該應收帳款之有效控制。換言之，賣方不得於交易完成後，再對應收帳款行使買權。

肆、我國財務會計準則

一、財務會計準則公報第 1 號「財務會計觀念架構及財務報表之編製」

在一號公報第 75 段指出，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，依第 60 段規定，折舊費用應以合理而有系統之方法逐期認列，另第 76 段則指出折舊性資產之累計折舊應列為該項資產之減項。

第 79 段規定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，其折舊之計提均以重估價值為基礎。第 80 段規定固定資產已無使用價值者，應按其淨變現價值或帳面價值之較低者轉列適當科目，並將原科目之成本與累計折舊沖銷，如有差額認列為當期損失。

有關一號公報對不動產或固定資產之規範，多屬基本原則，原條文請詳見基金會所發布之一號公報。

二、財務會計準則公報第 33 號「金融資產之移轉及負債消滅之會計處理準則」

- (一) 金融資產除列之說明

除列(derecognize)係指由資產負債表移除原已認列之資產或負債。其判斷標準如下

1、 移轉人若未喪失對移轉資產之「控制」(control)，則不移除列該資產。如(第 4 段)

- (1) 移轉人有權取回移轉資產。但若該資產係在市場上「隨時可得」者，或買回價格係買回時之「公平價值」，仍宜移除列該資產。
- (2) 移轉資產非市場上隨時可得，且移轉人仍保留移轉資產之風險與報酬，如受讓人可無條件行使賣權賣回所持有移轉資產，則移轉人仍未喪失對移轉資產之控制。
- (3) 移轉人「有權利且有義務」買回或贖回移轉資產時，其交易條件實質上係使受讓人在在賣回所取得之資產時，能獲得「放款人報酬」(Lender's return)。此「放款人報酬」，與移轉人以移轉資產十足擔保向受讓人貸款時，所需支付與受讓人之報酬無重大差異。所謂移轉人有權利且有義務之舉例(第 6 段)

A；原則：移轉人可藉由下列方式有權利且有義務買回或贖回移轉資產。如遠期購買合約、同時持有買權與發行賣權，且其履約價格大約相同。

B：例外：若買回價格為買回時之公平市價，則以上均不足以認定移轉人對於移轉財產維持有效之控制。

2、 移轉人有權以「固定價格」買回移轉資產且該資產「非市場上隨時可得」者，因固定價格不必然為買回資產當時之公平市價，故移轉人仍未喪失對移轉財產之控制(第 5 段)。

3、 通常僅有受讓人有能力獲得移轉資產之利益時，方能判定移轉人喪失對金融資產之控制，此項獲得之能力，如(第 7 段)。

- (1) 受讓人可自由以接近公平價值出售或質押該移轉資產。
- (2) 受讓人為一特殊目的個體，且該個體本身或受益權利之持有人，有能力獲得移轉資產之幾乎所有利益。

4、 移轉人若未喪失對移轉資產之「控制」(control)，則不移除列該資產(第 4 段)與通常僅有受讓人有能力獲得移轉資產之利益時，方能判定移轉人喪失對金融資產之控制(第 7 段)不宜單獨考量。

- (1) 如某一銀行移轉貸款與另一銀行，但為保留與客戶之關係，而不允許受讓銀行出售或質押該貸款(受讓人未取得控制權)，但若移轉銀行沒有權利或不能取回該移轉資產(移轉人喪失控制權)：該移轉出售交易。

- (2) 如某一銀行移轉貸款與另一銀行，約定受讓銀行可出售或質押該貸款（受讓人取得控制權），若移轉資產非市場上隨時可得，且受讓人可藉由無條件行使賣權賣回所持有移轉資產（移轉人未喪失控制權）：移轉非出售交易。

（二）金融資產除列之會計處理

- 1、甲出售一筆應收帳款給乙公司，取得現金 6,300，該應收帳款之帳面價值為 6,000，公平價值為 6,600。甲未保留服務責任，但自乙處取得類似應收帳款之選擇權，公平價值為 420。甲再承擔買回逾期款項之有限追索權，其公平價值為 360。該應收帳款為市場上隨時可得，且甲以買回時之公平市價買回該應收帳款。則甲之分錄如下：

現金	6,300
買回選擇權	420
應收款項	6,000
追索權負債	360
處分金融資產利益	360

- 2、甲出售一筆應收帳款給乙，取得現金 5,200，該應收帳款之帳面價值為 5,100，公平價值為 5,100。甲未保留服務責任，但自乙處取得類似應收帳款之選擇權。該應收帳款並非於市場上隨時可得，且甲亦非以買回時之公平市價買回該應收帳款。甲之分錄如下：

現金	5,200
應付帳款	5,200

（三）服務資產與服務負債之說明

- 1、金融資產之服務機構收取服務利益，通常包括契約規定之服務費、延滯費及代收資金在交出前暫時利用之利益等。
- 2、每項服務合約通常產生服務資產或服務負債。

- (1) 當服務利益預期高於對於服務機構執行服務所需之適當補償時：服務合約將產生資產
- (2) 當服務利益預期低於對於服務機構執行服務所需之適當補償時：服務合約將產生負債
- (3) 當服務利益預期等於對於服務機構執行服務所需之適當補償時：服務合約之初始價值為零

3、若客觀環境改變，服務資產可能變成服務負債，或服務負債可能變成服務資產。

(四) 服務資產與服務負債之會計處理

甲出售三年期應收帳款給乙，取得 5,000，應收帳款之帳面價值為 5,000。若甲提供該應收帳款未來之服務，且服務利益與適當補償之現值如下，則應如何衡量甲之服務？

1、服務利益 400，適當補償 200：

甲之服務利益大於適當補償，則應認列服務資產。其公平價值為 $400 - 200 = 200$ 。服務資產應分攤之帳面價值為 $5,000 \times (200 / (5,000 + 200)) = 192.308$

2、服務利益 400，適當補償 400：因服務利益與適當補償相等，故不認列服務資產或服務負債。

3、服務利益 100，適當補償 200：因服務利益大於適當補償，故應認列服務債務。服務債務應以公平價值入帳，即 $200 - 100 = 100$

伍、會計研究發展基金會(93)基秘字第 141 號解釋函

一、定義

(一) 移轉人：為進行不動產證券化業務，將自有不動產提交證券化之個體（例如不動產資產信託中之委託人，或不動產投資信託中之發起人）。

(二) 受讓人：接受移轉人所提交之不動產，以辦理不動產證券化業務之個體（例如不動產證券化業務中之受託機構）。

3、服務機構：係指因受讓人之委任，以管理及處分信託財產或受讓資產之機構

(例如不動產證券化條例第四條第十項所稱之不動產管理機構)。

- 4、服務資產：係指執行不動產服務之合約，在其約定下由服務費、延滯費與其他附屬收入產生之估計未來收入，預期大於服務機構執行服務所需之適當補償。
- 5、服務負債：係指執行不動產服務之合約，在其約定下由服務費、延滯費與其他附屬收入產生之估計未來收入，預期小於服務機構執行服務所需之適當補償。

二、不動產證券化相關不動產移轉之會計處理

(一) 在符合下列全部條件時，不動產移轉交易之利益始應依全數應計法(詳附錄)認列全數利益：

- 1、銷售已完成。(見第三段)
 - 2、移轉人已將持有該不動產所須承擔之所有權風險與報酬移轉給受讓人，因而實質上係為一銷售交易，且對該不動產無重大持續參與之情形。(見第四段)
- 若不符合上述條件，則應依第五至十二段處理。

(二) **銷售已完成**：若符合下列所有條件時，視為銷售已完成：

- 1、交易雙方受合約約束。
 - 2、雙方對價已交換完成。
 - 3、任何移轉人應負責之財務計畫已安排妥當(例如由移轉人負責安排貸款事宜)。
 - 4、所有過戶應辦理之事項均已完成(例如處理不動產標的相關之抵押權負債)。
- 通常上述四項條件會於過戶時或過戶後完成，而不會於簽訂合約時或過戶前完成。

三、移轉人已移轉風險及報酬，不持續參與不動產

若移轉人於移轉後，以任何方式參與該不動產，以致於仍保有絕大部份所有權之風險與報酬，則視為不符合第二段 2. 之規定(但第十二段所述之情形不在

此限)。持續參與而保有主要風險與報酬之型式，如第七至十一段所述。

四、全數應計法不適用時，利益之認列

若不動產出售交易不符合第二至四段全數應計法認列利益之標準，該交易應依下述各段為會計處理。

五、銷售未完成

若不動產之淨帳面金額超過已收到保證金、未認列之應收票據公平價值、及受讓人所承擔負債之合計數時，移轉人應於銷售合約簽訂時即認列損失。若受讓人違約，或交易後之情況指出受讓人很有可能違約，且不動產將返還給移轉人，則移轉人應評估不動產價值是否有減損，而應認列減損損失。

六、移轉人不移轉風險與報酬，持續參與該不動產

若移轉人持續參與該不動產，且未移轉所有權絕大部分之風險與報酬，則認列利益之方式應依移轉人持續參與之本質及程度決定之。假如由於移轉人持續參與不動產而造成利益之喪失，且喪失金額只限於移轉契約約定之內容，則利益應於銷售時認列，但認列時應減除可能發生之最大損失。第八至十一段說明持續參與之一般情形，及當這些情形發生時所適用之特定會計處理方法。若移轉人以其他方式參與不動產，應視其參與之本質入帳。

移轉人有義務再買回該不動產，或交易條款允許受讓人能強制移轉人或給予移轉人再買回該不動產之選擇權。此交易應依其性質以適當之會計處理方式（例如融資或租賃等）予以處理，而不得視為銷售。

移轉人於限定期間或非限定期間保證返還受讓人之投資額或保證其投資報

酬（例如移轉人保證現金流量、補助金或淨稅務利益）。若移轉人保證在非限定期間返還受讓人之投資額，或保證其投資報酬，此交易應依其性質以適當之會計處理方式（例如融資或租賃等）予以處理。若移轉人在限定期間內保證其受讓人之投資報酬，且該不動產之營運能夠支應所有營運費用、債務還本付息支出、及合約約定支付金額者，相關利益應按所要求服務之執行程度為基礎予以認列，惟未能支應者，應使用保證金法（詳附錄）。

七、證券化不動產之移轉係部分未出售

若移轉人對移轉之不動產仍保留收取利益之權利（例如移轉人買回部分受益證券，或依約定有權分享已移轉不動產所產生之收入），或對持有受益證券之投資人擁有權益，則該交易應視為部分未出售。若同時符合下列條件，移轉人應於出售時按出售比例認列利益：

- 1、持有受益證券之投資人與移轉人間不存在實質控制關係或重大影響力之投資關係。
- 2、價款收現性可合理確定。（如附錄所述之全數應計法）
- 3、移轉人不須支援此不動產之營運，或承擔超過其權益比例部分之義務。

移轉人若僅出售不動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，分攤不動產之帳面價值。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，不動產全部帳面價值應分攤予出售部分。

出售部分應將下列二者之差額計入當期損益：

- 1、出售部分不動產所得之價款。
- 2、出售部分不動產之帳面價值，調整原為反映資產公平價值而列於業主權益之調整數。

移轉人帳上對移轉之不動產所保留收取利益之權利，應依其性質續依相關財

務會計準則公報處理(例如,若係具有「實質不動產」性質者,應以不動產處理;若係具有「金融資產」性質者,應以金融資產處理)。

若持有受益證券之投資人與移轉人間存在重大影響力之投資關係(例如,移轉人持有或取得該投資人之股權),移轉人應僅認列出售當時外部股權所能享有之利益。若移轉人與該投資人間具有實質控制關係,則移轉人對該投資人所持有之受益證券部分不得認列銷售利益。

移轉人不必承擔風險及損失,而可參與該不動產未來利益之分派(例如:無任何代價下參與營運利益或剩餘價值之分派)。若交易符合全數應計法認列利益之規定時,則應視為已符合有關移轉所有權之風險與報酬,及不持續參與之規定。未來或有利益應於實現時予以認列。所有銷售相關成本應於出售時認列;不得遞延於以後或有利益認列之期間。

八、服務資產及服務負債

若移轉合約要求移轉人在移轉不動產後,在不收取服務費或所收取之服務費低於現行一般費率,或基於不對等之條件下提供服務,在認列銷售收入時,應設算服務負債,並於提供服務之期間內攤銷。

企業因承擔不動產之服務而產生服務資產或服務負債,其會計處理如下:

- 1、服務資產與服務負債應於財務報表分別報導。
- 2、因不動產出售或證券化而保留之服務資產,應按其出售或證券化當日相對公平價值,分攤原帳面價值並予衡量;因不動產出售或證券化而承受之服務負債,應以公平價值作為原始衡量。
- 3、購入服務資產或承受服務負債時,應按支付價格視為公平價值作為原始衡量。

- 4、服務資產應於服務期間內，依直線法分期攤銷。
- 5、服務資產應於後續評估價值是否減損，其程序如下：
- (1) 服務資產應依相關不動產之主要風險特性分為若干群組。此等風險特性可能包含不動產用途(例如，不動產為商業辦公大樓、購物中心、住宅或其他)、規模、交付信託日、交付信託期間及地理位置。
 - (2) 每一群組服務資產之帳面價值與公平價值應依群組別比較，並依各群組分別認列「服務資產減損損失」及「備抵減損損失」。未認列為服務資產者，其公平價值不得列入減損之衡量。
 - (3) 已提列「備抵減損損失」者，若市價回升時，應於「備抵減損損失」貸方餘額內認列回升利益。
- 6、服務負債應於服務期間內，依直線法分期攤銷。然若因後續事項致使負債之公平價值增加並因而超過帳面價值，例如真正或預期未來現金流量之金額或時間，與原先規劃之現金流量比較具有顯著之改變，則服務機構應更正原先之估計，並將增加之義務認列為損失。

九、其他不動產證券化相關會計處理

不動產之銷售若要求移轉人在剩餘之全部或部分耐用年限內售後租回全部或部分之不動產，則依不動產售後租回處理。保證金法下，移轉人於資產負債表中列示之保證金負債，不得與相關不動產於帳上互相抵銷。

十、財務報表應揭露之事項

- 1、企業對報導期間內因不動產移轉所獲得之新資產或所承擔之新負債，若其公平價值無法可靠衡量時，應揭露其項目及理由。

2、企業應揭露下列有關服務資產及服務負債之事項：

- (1) 該報導期間內服務資產或服務負債認列及攤銷之金額。
- (2) 已認列服務資產及服務負債，若其公平價值可合理估計，該等資產及負債之公平價值、估計方法與其重要假設。
- (3) 已認列服務資產據以分為群組之相關不動產之風險特性。
- (4) 已認列服務資產減損之備抵評價變動數，包括期初及期末餘額、計入當期損益之增加金額及減少金額、直接沖減備抵之金額。

3、企業於報導期間內若有已證券化並符合出售條件之不動產，應就各種主要資產型態（例如土地、建築改良物、道路、橋樑、軌道、碼頭、停車場及其他具有經濟價值之土地定著物）分別揭露下列事項：

- (1) 有關衡量其保留權利之會計政策（若有保留權利），包含決定公平價值所使用之方法（如市場報價、類似資產或負債之售價，或以評價方法計算而得之價格）。
- (2) 證券化之特性（敘述移轉人對於移轉資產之繼續參與情形，包括服務、追索權以及保留權利之限制等）與證券化下不動產之出售損益。

4、證券化時用以衡量保留權利公平價值之主要假設，至少包括下列數量性資訊：折現率、未使用率（空置率）、市場平均未使用率（空置率）、發行成數及權益保障倍數（名詞解釋請見附錄）。

5、企業在資產負債表日對於各種主要型態之證券化不動產（例如土地、建築改良物、道路、橋樑、軌道、碼頭、停車場及其他具有經濟價值之土地定著物）若持有保留權利，應揭露下列事項：

- (1) 有關後續衡量保留權利之會計政策。
- (2) 決定保留權利公平價值所使用之方法，如市場報價、類似資產或負債之售價，或以評價方法計算而得之價格。
- (3) 估計保留權利公平價值所使用之主要假設，至少包括下列數量性資訊：折現率、未使用率（空置率）、市場平均未使用率（空置率）、發行成數及權

益保障倍數（名詞解釋請見附錄）。

- (4) 敏感度分析或壓力測試，以顯示上述 3. 所列每項主要假設其預計水準發生兩個以上不利變動時，對於保留權利公平價值之假設性影響，該影響數係基於在其他主要假設之預計水準不變之前提下計算之。另亦應敘述有關敏感度分析或壓力測試之目的、方法及限制。
- (5) 有關證券化資產及與其一併由企業管理之其他未證券化不動產，其除列之金額及繼續認列於資產負債表之各類型態資產之金額。

十一、附 錄

一、全數應計法

所謂「全數應計法」，係於出售時，將售價與帳列成本之差額全數認列為利益，在下列條件及原則下，於不動產出售時應將利益全數認列：

- (一) 收現程度可合理確定，以致於利益之金額可決定。
- (二) 獲利過程實際上係屬完成，亦即移轉人於銷售賺得利益後，無執行重大活動之義務。

當符合上述兩條件時，才能在出售時或出售後依全數應計法認列全部利益，否則應遞延全部或一部分之利益。

上述售價之收現程度視受讓人承諾付款之金額大小而定，此受讓人承諾之金額表示移轉人所承擔受讓人可能違約所含風險之擔保。至於如何判斷收現程度，應考量：

- (一) 受讓人之信用狀況。
- (二) 年限。
- (三) 不動產所在位置。
- (四) 不動產所產生現金流量之足夠性。

二、保證金法

在保證金法下，移轉人僅將所收受之款項列為保證金負債，不認列任何利益及應收款，且繼續於財務報表列示該不動產標的及其相關債務，另須揭露該不動產標的係屬某一移轉合約之資訊。移轉人於收到保證金之期間，應繼續就該相關不動產標的提列折舊。

在保證金法下，移轉人僅將所收受之款項列為保證金負債，不認列任何利益及應收款，且繼續於財務報表列示該不動產標的及其相關債務，另須揭露該不動產標的係屬某一移轉合約之資訊。移轉人於收到保證金之期間，應繼續就該相關不動產標的提列折舊。

當契約取消且不須退款給受讓人時，始將沒收之保證金認列為利益。若出售之不動產標的存在相關之抵押權負債，且受讓人對該負債之本金部分予以償付，則移轉人可將受讓人償付之金額視為額外之保證金負債，並沖減原先與出售之不動產標的相關之抵押權負債。

三、名詞解釋

名詞	定義	說明
未使用率 (空置率)	不動產中未使用 (未出租)之比率	用以評估同等級或同性質不動產之使用情形。
發行成數	發行受益證券總 金額佔不動產評 定價格之比率	用以衡量投資人就資產逕行處分時，可獲得保障之程度。發行成數越高，代表投資人之保障越低，其權益越易受不動產景氣因素之影響。反之亦然。
權益保障倍數	不動產營運之淨 收入，可以償付受 益證券本金及利 息之倍數	用以評估償付受益證券義務發生違約之風險。權益保障倍數越高，代表此不動產支付本金及利息的能力越強，發生違約的機會也就相對較低。反之亦然。

第二節 不動產證券化之稅務面

壹、不動產證券化條例之稅務規範

不動產證券化條例第五章「稅捐及相關事項」中所規範之稅負，主要內容：

一、證券交易稅：

依不動產證券化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。（第四十九條）

二、所得稅：

依不動產證券化條例募集或私募之受益證券，其信託利益應每年分配，且該分配之利益，為受益人之所得，按利息所得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總額或營利事業所得額，亦不計入受託機構之營利事業所得額。（第五十條）

三、地價稅：

以土地為信託財產者，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，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。（第五十一條）

四、土地增值稅：

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。（第五十二條）

◎土地稅法第二十八條之三：

土地為信託財產者，於左列各款情形，不課徵土地增值稅：

- （一） 因信託行為成立，委託人與受託人間。
- （二） 信託關係存續中受託人變更時，原受託人與新受託人間。
- （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。
- （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。
- （五） 因信託行為不成立、無效、解除或撤銷，委託人與受託人間。

五、固定資產折舊：

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。(第五十三條)

貳、不動產證券化之稅務探討

不動產證券化條例中規範之稅負包含證券交易稅、所得稅、地價稅、土地增值稅及折舊之提列等，而不動產證券化之產品依信託契約條件有不同的課稅義務，就其中幾點問題予以探討。

一、所得稅：

(一) 課稅精神：

信託移轉時係以無償方式為之，所以信託關係下資產移轉之所得稅課徵，除對委託人為個人時，針對該等行為視為贈與，並課徵委託人贈與稅及委託人為營利事業時對受益人課徵所得稅外，移轉時委託人並無所得，故無課徵所得稅之問題。

(二) 相關問題：

資產信託之委託人移轉不動產予受託機構，受託機構將發行受益證券所得現金用以支付委託人移轉該不動產之對價，本質上應為有償移轉，故委託人之移轉是否予以免徵？

(三) 課稅認定：

若符合收益及風險均已移轉至受託機構，或受益人獲得移轉資產之利益時，則移轉行為構成處分行為，應於移轉時即課徵所得稅；反之，則可能被視為一抵押借款，且不認列移轉之相關損益。

二、營利事業所得稅

(一) 課稅精神：

營業稅之課徵時點係以發生銷貨或提供勞務時，銷售不動產部分，可能需報繳營業稅。

(二) 相關問題：

信託移轉不動產時，委託人將可取得受託機構所募集之資金，是否應視為移轉之對價並認定為出售行為？

(三) 課稅認定：

信託行為在不符合處分之條件，而視為抵押借款情形下，較無報繳營業稅之問題。

三、土地增值稅

(一) 課稅精神：

依土地稅法第二十八條規定，土地於移轉時就漲價總數額課徵土地增值稅，故可知土地增值稅之課徵時點一般係於土地發生移轉時。依同法第二十八條之三之規定，因信託行為而於委託人與受託人間之土地移轉，免徵土地增值稅，探究其免徵原因，主要是受託人為管理資產之目的而持有該筆土地之所有權，故該筆土地依信託契約約定而為之移轉，僅為形式上之移轉，非處分或贈與等實質移轉，為減少信託行為所帶來稅負之重複課徵，故立法予以免徵。

(二) 相關問題：

信託契約成立時並未明定信託終止時土地是否返還予委託人，亦即採選擇性方案依信託終止時之市場供需狀況決定時，是否應立即課徵土地增值稅？

(三) 課稅認定：

1. 明定信託終止不返還者，於移轉土地時課徵土地增值稅。

2. 明定信託終止時不一定返還者，於日後確定移轉時才課徵稅，可能使委託人利用不動產資產信託之方式延緩土地增值稅之繳納時間。

四、印花稅

信託移轉時之印花稅及契稅課徵在一般之信託關係下，印花稅之徵免判定，依財政部台財稅第 0900450432 號函，信託契約中若言明受益人係委託人，且於信託關係消滅時，信託財產歸屬於委託人者，則信託財產於成立時所為之移轉，屬形式上之移轉，印花稅法第五條第五款規定不動產典賣、讓受不動產契據應繳印花稅，然該信託契約若言明委託人及受益人，則且於信託關係消滅時，信託財產歸屬於委託人者，則不動產權利移轉乃形式上移轉，無繳納印花稅之課題。]

五、契稅

不動產之買賣、贈與而取得所有權者，應申報繳納契稅，買賣契稅為契價之百分之六。第七條，受託人移轉信託財產與委託人以外權利人，則該權利人需限期申報繳納贈與契稅，贈與契稅係為契價之百分之六。又依契稅條例第二條，在開徵土地增值稅區域之土地，免徵契稅。因此就取得建物部份之權利人，應繳納契稅。

六、信託利益

(一) 所得稅法：

第三條之四規定，信託財產發生之收入，受託人應於所得發生年度，按所得

類別減除成本、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課稅。

(二) 證券化條例：

信託財產之收益分配所得之計算依不動產證券化條例第五十條之規定，信託利益應每年分配，且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。

(三) 相關討論：

故依不動產證券化條例發行受益證券時，受託機構分配之信託利益應以收入減除必要成本與費用之後之淨額為之，然不動產所提列之折舊費用是否為應列為減除之項目之一呢？及折舊提列之年限是否應考量信託終止是否將返還不動產予委託人等問題。

叁、不動產證券化之稅務面小結

不動產證券化所規定之信託移轉，判定其屬於處分行為還是抵押借款行為，作為會計處理的除列的判斷，並影響稅負上的免徵義務。

投資人取得之利息所得，於實際分配時按 6% 分離課稅，不需再併計受益人之綜合所得總額或營利事業所得額課稅。亦即對於高所得之個人而言，其實質稅率僅為 6%，與其他投資所得之稅負較低，應是一項頗具誘因之投資工具。

參考文獻

蔡朝安、林沛君，從實務及法律探討資產證券化，全國律師，第 5 卷第 9 期，2001 年 9 月。

戴興鈺，金融資產證券化之會計與稅務淺論，全國律師，第 5 卷第 11 期，2001 年 11 月。

許錦雲，不動產證券化制度與會計處理之研究，國立台北大學會計系碩士論文，2001 年。

賴三郎，不動產證券化相關租稅問題之探討，實用稅務，2003 年 9 月。

方燕玲，不動產證券化之會計處理探討，實用稅務，2003 年 9 月。

吳偉臺，不動產證券化之會計與稅務面淺析，證券暨期貨月刊，第 21 卷第 10 期，2003 年 10 月。

王春娥，台灣不動產證券化與衍生的相關問題探討，管理會計，第 67 期，2004 年 3 月。

黃建隆，2004-07-11/經濟日報/C6 版/會計經緯

黃建隆，2004-07-18/經濟日報/C6 版/會計經緯

黃建隆，2004-08-01/經濟日報/C6 版/會計經緯

黃建隆，2004-08-08/經濟日報/C6 版/會計經緯

會計研究發展基金會(93)基秘字第 141 號解釋函

財務會計準則公報第 33 號「金融資產之移轉及負債消滅之會計處理準則」

吳偉臺，不動產證券化之會計與稅務面潛析，資誠會計師事務所合夥人。

課堂討論：

張老師：前面的部份花了很大的力氣整理，但是這個領域大家不太熟悉，不過這個部份還是很重要，就不動產證券化來看，最關心的是投資者的利益會不會因此增加還是減少，以作為是否投資的決策考量因素。

討論這個主題的目的，在於不動產證券在會計或稅務上的影響如何？對於投資人的影響如何？這門課上第三年了，第一次上課找吳偉臺會計師來講課，但是三年前不動產證券化條例還沒出來，沒有實例，而且由會計師來講解大家都聽不太懂，但是印象很深刻的是「真實出售」的認定。第二年，後來是由地政系的同學欣樺跟依蓁寫的，也很清楚，而本次報告增加了很多號公報，可以參考過去兩次上課進行融合彙整會更好，也希望同學可以看過去幾次的上課紀錄作了解。

基本上稅跟會計都是會計師在處理，而稅的計算是依據會計的認定，所以會計的處理結果會衍生出稅務。不動產證券化，由會計師和估價師同時介入，但是想法很不相同，會計的想法是保守穩健，實際發生才認列，而估價強調市場上的價值認定，當兩者都在談論不動產的價值認定時，發現在觀念上有很多扞格的地方，所以在證券化上兩者的認定的價值常有落差。我們應要要把會計的作法實際放到這幾檔 REITs 來看，是不是真實出售？而實際稅負又如何？會計還有資訊揭露這部份。REIT 是不是真實出售，應該是有真實交易了，只是管理機構又回到原來的機構，因此造成了混淆，後來有實務經驗在富邦工作的子茵也分享，他在處理富邦一號的經驗，就是真的賣掉，增值稅也交了，但是富邦建經還是控制本身財產，是否完全的真实出售，還留有疑慮。那 REAT 是不是真實出售？A、B、C 卷的涵義為何？又部分出售、融資型、賣斷型、有沒有優先買回的意義是什麼？要回到實務上來討論會比較有意思。所以 REAT 可以歸到不是真實出售，所以同樣是證券化，就有兩個作法，不過 REAT 已經淡化。

不過商業活動上，會計的影響力很大，例如盈餘管理等等，而作帳結果是賺還賠，且股東分配盈餘又如何處理，都影響投資大眾。此外，每個會計的作法也因會計師不同而異，當然很多會計準則也試圖在把模糊空間講清楚，不過會計也有職業道德的問題。

另外，折舊跟增值的議題也值得討論，可看到條例也規定每三個月要重估一次，對於不動產來說房價上漲很重要，但是對會計來說，增值部分只要沒有賣掉就沒有增值，但是這樣的增值不認列，這些利益就無法分享給投資大眾。我們要跟不同領域的人對話，了解投資大眾是否有受到保護，而機構是否有盡到應盡的義務。立法目的，本來就是在保障投資大眾，因此我們要去釐清。美國因為稅的優惠，另一方面也避免重複課稅，興起不動產證券化的發展，也使 S P C 型發展，所以會計跟稅務的部分是核心，在台灣稅的估算、稅的利益，直到吳淑珍買了這個產品，6%的分離課稅才被

大家重視。大家有什麼想法？

適銘：在稅務探討 5，有關信託利益的相關討論上，受託機構分配之信託利益應以收入減除必要成本與費用之後之淨額為之，而不動產所提列之折舊費用是否為應列為減除之項目之一呢？收益部分到底有沒有計入折舊費用呢？我的想法是，折舊應該會認列的，但是可能使用另外的保留基金來進行重置提撥。第二的問題是在稅務探討 3 的土地增值稅討論部份上，有延緩土地增值稅的繳納期間，實際上 REAT 可能會有融資型跟處分型，那如果是融資型的有附優先買回條件的契約，那優先買回也不一定會買回，所以實務上，是否到真的不買回時才課徵，會不會委託人後來跑掉？第三個想請教的問題，就是在會計部份，認列利益的全數應計法，其認列是為銷售交易，且對該不動產無重大持續參與之情形。那老師有提到，子茵回來講的時候，但是即使賣掉了還是持續參與，而 REIT 很多售後租回，也就是發起人移轉給受託機構，但是實際上還是發起人在管理，這樣算是有持續參與的情形嗎？還是沒有重大的程度？

張老師：好問題，首先折舊要不要列入？理論上應該要扣除。

詩薇：我有請教過富邦一號，他們說折舊這部份是當成準備金，所以在分配收益是要扣除的，但是這個準備金已經作為折舊的提存了，因此未來不會再認列折舊或重大維修作為費用，而準備金的處理也不會在會計帳上出現，

張老師：我們知道一定會有折舊，但是在利益上到底要不要扣除？如果扣除，利益就減少，但是扣除是合理的，而先扣減下來的，管理機構有更多的錢，作為成本的項目之一。第二個問題比較清楚，就是等到沒有買回再課徵，就像保留選擇權。志文在實務上有沒有經驗呢？

志文：在實務上我不太清楚，但是就理論而言，在 52 條部份，規定在信託終止無需返還，才需課徵土地增值稅，所以從信託導到證券化這邊來看，從 REAT 來說，如果賣斷型就會課徵。

張老師：合約認定的問題，有四個條款來認定是不是真實出售，若附優先買回的條件，但是若不買回的情況呢？若信託應該是形式移轉，非真實出售。但是委託人跑掉，這也是無解。

宗瀚：我的理解，第一個問題，建經公司還是有管理不動產，是否有控制權了？但是這邊是兩個不同的法人主體，對於不動產移轉了就不承擔風險，只是如果說管理合約對不動產有控制力，也是另一個問題。但就現行來說，一定不認為這個具有控制力。第二個問題，售後租回，承租人也是不具控制力的，因為風險跟報酬應該移轉了。

在美國有一個有趣的例子跟證券化很像，就是有一個石油公司，有開採權，每年有 20 億的收益把它證券化，但是石油的開採具專門技術，且品質數量也需專門控管，所以又委給原來的出賣人石油公司開採，因此這到底是不是真實交易？美國的見解是，這個利潤完全被出賣人給控制了，投資人對於這個東西完全沒有影響力，但是他們的見解沒有一刀兩斷是不是

真實出售，因此就法律風險提高，所以他們認為這樣比較偏向沒有真實出售，所以證券化跟富邦建經管理富邦一號似乎跟這個例子很像。

張老師：這個是個好問題，富邦建設跟富邦建經在法律上是兩個公司，富邦建設賣給土地銀行，而富邦建經是土地銀行(信託機構)的代理人，但是法律上的認定是真實出售，實務上還有討論的空間。另外，售後租回的議題，台灣現在沒有這樣的例子，富邦把建物賣掉，雖然租戶還是不變，但是售後租回的例子比較像財神酒店那樣的例子，但是售後租回來是真實出售了。第三個回到石油公司的例子，石油公司把它證券化了，但是控制權還是回到石油公司手上，對投資大眾來說，應該不偏向真實出售。這些討論背後，都是利益的分享。

第二部分 不動產證券化文獻導讀

地研一 楊珮欣

CH11 REIT 股票市場的預測能力

—如果我知道如何戰勝市場，我會告訴你嗎？

一、前言

一個理想的證券價格應含有一致性、可預測能力之規律，此規律將引導一個可獲利的股市交易策略。自證券化第一次交易以來，而這也是吸引投資者的誘因，投資者藉由簡單地公開資訊的使用及自己設計賺錢的交易策略，假如其可以持續穩定地賺取高於平均的利潤，其會變得快速致富地。確實，開發一個可獲利的交易策略，是每個投資者的夢想，當然 REIT 的投資者也不例外。

然而，這個夢想會實現嗎？如果 REIT 的股票已經是一個可以反應市場上所有投資者有用資訊的價格了，亦即任何交易策略是建立在相同的基礎上，我們稱市場是有效率的，在有效率的市場，藉由使用任何交易策略，沒有高於平均的利潤，可以被持續的賺取。如果你相信 REIT 市場是有效率的，明顯的意涵 REIT 的投資者是比較喜愛『購買-然後持有』的策略勝過於積極交易的策略。

在財務金融的文獻中，市場效率的觀念是值得討論的。這可能是個課題，我們從未獲共識，因為沒有人可以真正的嘗試所有的可能性去驗證它。然而，因為類群股票 (subgroup of stocks) 間在資訊取得的差異性，比較真實的是，認為市場效率是一種程度而不是一般股市一成不變的特徵。假如在市場上獲得關於股票的資訊較少或假如少數獲知資訊的投資者在正常狀況下交易，明顯地，股票投資者可能賺取高於平均的利潤。

由上述可知，當投資 REIT 之投資者必需要了解以下問題的答案，首先，有任何理由相信 REIT 股票市場可能是無效率嗎？第二，有理由相信 REIT 市場比

一般股市較沒效率，而投資者由無效率市場裡獲利可能存在嗎？我們將在以下章節討論這些問題。

二、REIT 股票市場無效率之可能理由

我們可以界定兩個理由來說明 REIT 股票市場可能是比一般股市要沒有效率的。首先第一個理由，財務金融的文獻告訴我們(small stocks)小額股票的價格行為是異於其它市場上的股票的。這個無效率通常被歸因於小額股票資訊的缺乏或法人機構的投資。

歷史上，REIT 股票市場的價格行為和小型股票是很相似的。如同一般的姆指法則，小型資本額股票的特色在於市場資本小於 5 億（美金），中型資本額股票市場資本大概在 5 億～30 億之間，而大型資本額股票市場資本在 30 億以上。假如有人比較 REIT 市場上這些分界的話，很明顯的 REITs 在過去的歷史上是屬於小型資本額股票的。舉例來說 REITs 在 1962 年的平均市場資本額只有二千一百萬（美金），這個價值在 1991 上升到九千三百萬並且在 1998 達到六億三千一百萬的最大值，在 1997 年中期之後 REIT 的平均市場資本額上升超過了小型資本額 5 億的極限。

自從法人投資者對小型資本額股票興趣不大之後，證券分析者就很少去持續追蹤報導它們了。沒有財務金融分析者提供資訊，且法人投資者也不願去承受並交易這些資訊，股票市場將會發現要決定 REIT 股票的真實價格是很困難的。直到最近為止，因為 REIT 資訊的缺乏，使得只有少數的投資者為 REIT 股票的交易。因此，假如他們願意比其它市場上的投資者更小心的去學習了解市場，對投資者而言藉由交易 REIT 股票，有很多潛在的機會去賺取高於平均的利潤。

第二個理由，REIT 所擁有不動產價值的資訊是很難去取得的。我們知道在平衡表中不動產的價值是由不動產評價的方法或是由折舊去調整而決定的，這兩種方法都無法完全反應出不動產的真實價值。當 REIT 持有多樣化的投資組合，REIT 的評價就顯得更困難。由於不動產市場被區隔為區域性小市場，資訊取得更不容易，較無法大眾化。財務金融分析師不願意去做以上的工作，即使有個人投資者有興趣研究分析 REIT，其也不願意資訊分享。

Roulac(1988)發現去評價價權益型 REIT 之不動產是很困難且很昂貴的，因此，評價其股票亦同。Scott(1990)指出 REIT 的股票價格並非總是可以反應其資產的真實價值，這個個案即使我們認為 REIT 可能會在其淨資產價值折價時交易，在評價的困難的情況下，在 REIT 的市場上投資者誰能對真實不動產價值有較佳的了解，便可能會有較其它投資者更好的績效。

三、REIT 報酬預測能力之證據

為了所有投資者藉由獨特的交易策略來獲利，REIT 股票價格的變動是稍微

可以預測的。假如 REIT 市場是有效率的，它的價格應該會跟隨一個合理的隨機規律，這代表今天股價不會和過去股價或過去經濟變數有重大的相關。換句話說，假如某些投資者可以使用今天的資訊(REIT 股價及相關的經濟變數)去預測明天的價格，他就可以發展一個藉由 REIT 報酬的預測能力之可獲利交易策略。

REIT 報酬預測能力的證據在哪？最初 Liu and Mei(1992)說明了權益型 REIT 的超額利潤比市場上其它股票是更可預測的，他們定義 3 個變數是可以用來預測權益型 REIT 報酬的：元月效應、國庫券利率、房地產資本化率(對權益型 REIT 的報酬中房地產市場影響力之衡量)。因為 REIT 投資者需要多樣化的風險溢酬，他們建議使用進場時機策略，進行 REIT 股票的交易對投資者而言是有利的。Mei and Liu(1994)延伸其論點，包括抵押權型 REIT 和權益型 REIT 及其它房地產股票，得一樣的結果。Liao and Mei(1998)支持這個論點，與不動產有關之證券報酬比其他小型資本額股票更有預測能力，並且認為進場時機對 REIT 投資者是有用的。

Cooper Downs and Patterson(2000)與 Nelling and Gyourko(1998)顯示，建立在過去的報酬上，權益型 REIT 報酬是可預測的。更有趣的是，Nelling and Gyourko 發現以市場資本額來看，大型資本額 REIT 股票其報酬的預測能力基本上是不存在。舉例而言，檢驗中型股的報酬預測能力，並無顯著之證據顯示過去股票報酬之預測能力。大型股的報酬預測能力的消失，部分是因為比起小型資本額的股票，其較大的流動性，與較積極的交易，導致於較有效率的訂價狀況。因此 REIT 市場的無效率，更可能由於和小型資本額的 REIT 較有關係，而非大型股所致。

然而，Li and Wang(1995)發現 REIT 的報酬預測能力是不超過其它股票的。Karolyi and Sanders(1998)也發現 REIT 報酬是可預測的，但大部分的預測能力是因為投資者對 REIT 股票所需求的風險溢酬，在修正風險溢酬後，REIT 股票報酬預測能力即沒有勝過其它市場上的股票。REIT 報酬的預測能力證據眾說紛紜已經被混合了，此時，我們不能確實的掌握 REIT 報酬的預測能力，我們需要下一個章節來解說。

四、建立預測能力之交易策略

對投資者而言，REIT 的報酬是否能預測並不是那麼重要。對其重要的問題是他們能否藉由報酬的預測能力去呈現一個交易策略以獲取超額利潤。許多文獻的研究在檢測，基於 REIT 報酬預測能力的特殊交易策略其潛在的可獲利性，由所收集的資料中，你會發現基於積極交易 REIT 股票能否獲得超額利潤是不確定的，以下將討論這些問題及相關研究。

Bharati and Gupta(1992)比較兩種不同的交易投資組合的績效：包含了不同的組合如資本額大型股票、積極交易的 REIT、(有些案例含)國庫券利率與相對於相同資產不同組合之消極型的投資組合而言。他們發現即使考慮高額的交易

成本下，在季的投資期間，積極的交易策略仍然比消極型的交易策略有較好的績效，他們支持積極型的交易策略。

Mei and Liu(1994)提供相似的證據，發現投資者賺取超額利潤，假如他們預期超額利潤在房地產市場上會上升時購買 REIT，並且當預期市場超額利潤將減少時出售。他們發現一個適合的證據：相對於『購買-然後持有』的策略，積極的策略投資在房地產股票，包括權益型及抵押權型 REIT，會賺取較高的超額利潤，此策略為結合同性質的股票、債券及 S&P500 股票指數的投資組合。

投資者利用經濟政策的資訊，藉由 REIT 股票的交易來賺取不正常的利潤是有可能的嗎？Darrat and Glascock(1989, 1993)藉由分析經濟政策變數在 REIT 股票報酬裡的角色來試驗這個議題。他們發現，基於股市報酬的變動之貨幣政策會影響不動產股票的報酬大約領先一至二個月。他們認為因為搜尋關於財政的訊息在房地產市場所造成的影響而產生的交易成本，大於投資者所能賺取的收入，因此投資者不太可能運用經濟政策變數去賺取超額利潤。

對於市場效率的較重要的研究首推 Ling Naranjo and Ryngaert(2000)，他們試驗五個在 REIT 不同組合的積極交易策略的超額報酬績效。不如同過去研究認為 REIT 市場為無效率市場。Ling Naranjo and Ryngaert 發現在 1980~1996 年積極『購買-然後出售』REIT 股票，沒有比『購買-然後持有』策略來的有成效，這是很重要的，因為他們的研究範圍涵蓋了 1990 年代，並且引用了許多在 90 年代 REIT 市場所發生重要的變動。

雖然建立在預測 REIT 報酬的積極交易策略，可能對投資者獲取超額利潤有幫助，但有關於這些策略(至少在這幾年)可能沒有超額的收益性，這些理由可能會使深信利用獨特交易策略來積極交易 REIT 以獲取超額利潤的投資者感到灰心。我們相信這個實證的議題不會到此結束，某些個別的投資者設計一個交易策略認為不久將來可能可行的，則這個議題又將會再度被提起。

五、建立股票價格反向操作之交易策略

Mei and Gao(1995) Graff and Young(1977) and Nellling and Gyourko(1998)認為 REIT 股票明顯的價格反向操作。Cooper Downs and Patterson(1999)認為其價格行為的型態可能是因為投資者過度反應的影響，和 DeBondt and Thaler(1985)在一般股市所描述的相似，這樣的價格行為有趣在哪裡呢？它允許 REIT 投資者去跟隨一個反向操作(作法與一般大眾相反的投資人 例如買冷門股票)策略去選擇建立在過去價格行為的獨特 REIT 股票，即投資者會去買過去績效不好的 REIT 股票並且出售(或是短期出售)過去績效好的 REIT 股票。這種不正常的訂價行為，使投資者確認個別的股票可以獲取超額利潤。

由資產的角度來分析 REIT 的市場是否效率，Mei and Gao(1995)指出對短期持有的投資者而言，較長期持有的投資者較無效率的這個假設是合理的。因為短期持有的投資者只有較少的時間去吸收新的資訊以建立他們的投資決策，最

後，無效率市場是比較容易從短期持有的投資者去觀察的，因為他們可獲得的資訊較少且較少時間去評價，只能由 REIT 股票所獲得的資訊去採取行動。

Mei and Gao(1995)欲了解使用短期價格反向操作及短期持有交易是否存在可獲利的策略，他們發現不考慮各種不同期間之投資組合形成的交易成本下，顯著的獲利報酬，並且隨著投資長度期間大概一年以上而增加報酬。換句話說，他們也發現了在近 30 年(1962~90)這個獲利性策略的報酬降低了尤其最低點的獲利報酬在 1980 年代，更重要的，他們也發現現即使考慮適當的交易成本並且隨著長度期間大概一年以上之投資，他們的交易策略並未帶來可獲利的報酬。

然而，最近的令人鼓舞的證據顯示，關於建立在價格反向操作的積極交易 REIT 股票的收益性，Cooper Downs and Patterson(1999)試驗藉由使用過濾規則及購買輸家的投資組合、短期出售贏家的投資組合，這樣的反向操作的方法來積極交易 REIT 股票是否可能獲取超額利潤。過濾規則可以被視為是一個簡單的規則，即告訴投資者當基於過去價格變動買進或賣出股票時機，舉例而言，假如它的價格已經上升 10%，賣出股票；且假如它的價格已經跌了 5%，買進股票。

在不考慮交易成本之下，作者發現他們的積極過濾策略產生比『購買-然後持有』投資組合還要高的報酬，即使在考慮合理的交易成本後，他們採取適中到極端的過濾策略顯現是有可獲利的報酬。而這可獲利的報酬是建立在來回的交易成本及線上股票的交易上，作者提供的第一個可能的解釋，認為現金流量，相對於其它股票，對於決定房地產報酬是很重要的。假如現金流量很難在短投資期間被預測，相較於其它股票而言，REIT 股票價格對投資者過度反應可能會很敏感且易受動搖。這個實證結果是引人注目的，特別是這個實證經由 1995 年且其經歷許多過去 1990 後期 REIT 市場的變化。

綜合來看，雖然基於 REIT 股票價格反向操作獲利性的證據被混淆了，它仍認為 REIT 股票市場在考慮交易成本及風險之後仍是有效的。另外一方面，關於進場時機使用反向操作交易策略(建立在短期交易期間)及採取適中到極端的過濾規則等證據，明確的指出獲取超額利潤是可能的。

然而，當研究者公開提出具獲利性的交易策略時，最常被問的問題即是，為何不使用交易規則在 REIT 股票市場賺錢，以代替只是發表這個策略？當然，假如交易規則是有效運行的，研究者可以藉由交易 REIT 股票賺大錢。但是即使它被廣泛的報導及每個人開始使用它，我們確信其不再有效運行。Cooper Downs and Patterson 在 1999 年的研究告訴我們，採用一個 REIT 股票的交易規則及使用它去獲利是有可能的。換句話說，投資者發展積極交易策略，可以在 REIT 股票市場裡尋找到機會。表 11.1 綜合在這章目前討論重要的研究結果。

表 11.1 所選研究案例中支持 REIT 股票可獲利的交易策略存在性之綜合摘要

作者	樣本期間	應用獲利性交易策略之課題	應用 REIT 股票交易策略性之結果與其解釋
Ling, Naranjo, and Ryngaert (2000)	Jan, 1980–Dec, 1996	利用可預測性 REIT 報酬來比較積極型策略與消極型 REIT 投資組合，5 個積極型交易策略投資組合的混合型 REITs 與國庫債券，S&P500 股票、小額股票報酬執行績效之比較課題。	在 1988–1989 年期間交易成本與風險調整後，積極型交易策略之 REIT 與 T-bills 有相似性之執行績效。在整個樣本期間(1980–1996)，與在 1990 年代期間，積極型策略(買進賣出)之執行績效低於買進—持有之 REITs 投資組合。
Cooper, Downs, and Patterson (1999)	Jan, 1973–Dec, 1995	由於投資者對於不同持有期間有關 REITs 新聞之過度反應形成之極端價格動能效果，與利用過慮規則之 REITs 其執行績效之課題。	透過可能會產生偏誤結果之控制之下考慮交易成本以反向投資策略之檢測形成顯著性之不正常利潤。
Nelling and Gyourko (1998)	Jan, 1975–Dec, 1998	可預測性之權益型 REITs 報酬與設計與月負相關之 REITs 反向操作策略執行績效課題。	在權益型 REITs 月報酬，尤其是 1975–1984 與 1993–1995 之期間是可預測性。月平均報酬在買進執行績效不好之股票與賣出執行績效較好之股票策略下其報酬無法大到可含蓋交易成本而形成可獲利之策略。
Mei and Gao (1995)	July 2, 1962–Dec 31, 1990	利用報酬之可預測性於可交換交易之 REITs，與其他不動產股票在套到交易策略之設計下利用不動產股票價格反向操作獲利之課題。	雖然伴隨者顯著性之價格反向操作之交易策略之利潤性，但考慮中等水準之交易成本，則此利潤就沒有了！REIT 股票市場可能為經濟上的效率性市場，此結果是來自於長期不動產證券基金之管理，與對於交易規則之使用。
Mei and Liu (1994)	Jan, 1971–April, 1989	可預測性 REITs 與其他不動產證券報酬之積極型交易策略市場時機之執行績效課題。	可預測性不動產證券利用市場時機之積極型策略優於經風險調整或未調整之消極型策略。尤其在貸款型 REITs、權益型 REITs 同時其他不動產證券與政府公債與股票有關之投資組合下也是有以上的結果。

六、REIT 之動態之交易策略

和反向操作交易策略相反的就是動能(momentum)之交易策略。動能影響存在於美國股票市場如同在國際股市一樣，財務金融的文獻中同樣也發現可靠的證據即短期持有者（通常六個月）過去贏者恆贏（或輸者恆輸）是比較有可能是贏家（或輸家）。由此觀點，投資者相信動能投資策略，其會購買過去是贏家的股票並且出售過去輸家的股票。

Chui and Wei(2001)檢測在 REIT 股票市場裡，動能策略是否有其功能。他們發現這個策略在 1982~1997 間，每個月由 REIT 股票產生 0.76%的獲利，在同一時期在其它普通股票的獲利是 0.61%。他們將如此明顯的動能策略影響歸因於 REIT 相較於其它普通股票的不易流動性及小規模。

更有趣地，作者也發現在近 1990 時期前動能策略對 REIT 的影響是很弱的，然而由動能策略交易所獲得的利益在 1990 之後變的強壯。他們相信使用動能策略所獲得的報酬的差異可能是因為與 REITs 評價的不確定性增加而引起的。確實，當相較於 1990 時期前，對 REIT 評價有較大的不確定性，1990 之後因為重大的變動形成於 REIT 的組織架構、權屬結構及企業策略上。由於對 REIT 的評價已經變的越來越複雜了，根據這些證據顯示，動能交易似乎是持續可行的策略

七、我們學到了什麼？

這一章問投資者，假如 REIT 股票市場是無效率的，其是否會採取積極交易『買進-然後賣出』REIT 股票的策略？這個問題的答案被清楚的回答在以下的觀點：

1. 假如 REIT 股票報酬是可預測的，即使考慮交易成本及風險後，投資者可能可以穩定持續的賺取超額利潤。
2. 雖然很清楚 REIT 的報酬是稍微的可預測的，但並不清楚它們是否比其它股票要來的更容易預測。
3. 沒有證據指出 REIT 投資者在扣除交易成本後，基於經濟變數上的交易策略，可以獲取超額利潤。
4. 有限的證據顯示，過去的投資者可以使用反向操作策略買進(或賣出) REIT 股票以賺取獨特的利潤。然而，並不清楚是否這個策略可以在未來持續的被運用。
5. 雖然動能交易策略在 1990 以前沒有成效，但在 1990 之後也有證據顯示，運用動能交易策略也能賺取超額利潤。
6. 直覺地，使用交易規則不能產生任何超額報酬。因為其它投資者可能去發現它並且競爭任何利潤。然而，我們不能排除這些交易規則存在於 REIT 投資者之間的可能性。

八、結論

過去描述 REIT 股票市場效率經驗的研究結果，和一般股票市場效率或多或少是一致的。雖然 REIT 市場較一般股票市場不效率，REIT 投資者藉由確實可靠的交易策略，並不一定能賺取超額利潤。很明顯地，如果建立在公開資訊上，合理地、簡單及具獲利性的交易策略存在，其它投資者是有可能去發現它們並且使用這些資訊，在過程中，這些競爭是可能將任何超額利潤給消除掉的。即使這些建立在歷史資料上的具獲利性的交易策略被證實，REIT 投資者在運用這些規則仍是必須要小心，並沒有保證這些過去起作用的交易規則就可以運用到未來。最後，我們建議 REIT 投資者，不用太去注意已發表的交易規則，假如這些規則是有作用的，研究者採用它們去賺錢更甚於去發表它們。

九、心得

我覺得這篇探討的部分很有趣，結論告訴我們，不要太相信過去已經被發表的投資策略，研究顯示無論是採取所謂的「反向操作」(買輸家的股票，隱含與大眾投資策略相反)或是採取「動能策略」(買贏家的股票)，都有人在短期投資中獲得超額利潤，這樣的結果等於間接證明了策略是功能性很低的，文章的標題已經暗示我們，假如我已經知道一個絕世無敵的獲利方法，我有可能告訴妳們嗎？這好像是在教我們盡信書不如無書的道理？所以，想要成為成功的投資客，運用所學建立一套獨門的投資策略，然後相信自己吧！

課堂討論：

張老師：結論是相信自己！發表文章都不是賺錢的，所以結論就是不要相信我的話，這篇蠻有意思，你覺得台灣 REIT 到底有什麼賺錢術？大家可以想想看，這篇的講法是 REIT 比起其他的股票是較無效率的，較無效率就可以混水摸魚，我們希望把水弄清一點，但是換句話說這樣就是沒錢可以賺了。

台灣市場還是新興市場，所以制度都還沒有建立好，你們應該賺錢才對，因為你們是積極的投資者、少數的了解者，最後我同意珮欣講的，你要自己建立自己獨特的投資策略，有效率就有預測能力，你會知道到底結果如何。

佩宜：因為目前只有富邦一號跟國泰一號發行超過一年，所以市場上還很難有預測的效果出現，能不能用富邦股票的股價來預測富邦一號的走向？

張老師：理論上是沒有關係，但是以基泰為例，基泰把羅浮世紀賣掉，基泰建設股票就上漲了，但是到底誰領先誰落後，假設有領先效果就可以做策略應用，但是如果公佈出來就絕對沒有效果。

志文：這個應該是要先問穎慧學姊(笑)

張老師：基泰漲不只是因為基泰之星

志文：基泰本身出售會影響很大是因為基泰之星本身就是比較小資本額的，富邦昨天已經到 12.6 塊，沒有配息報酬率就高到 25%，剛開始學這們課時報酬率還很低，法人如果那時有看到報告進場的，短短的幾個月就有這麼大報酬，其實是蠻誇張的。

張老師：老師叫你買你們還不買(大笑)

穎慧：可是我看那些股票跟證券化相關係數低，但是目前好像是反向變動了，我不知道是有年底效應嗎？還是有配息的原因？

志文：配息會有影響，配息前大家可能會在一兩個月之前進去

穎慧：我覺得二號都比一號好，國泰二號漲的很誇張

志文：潤泰南港站得標，訊息出來可能造成激勵效果

張老師：消息面通常都大於基本面，尤其是股票市場

志文：我最近看工商日報，看到他報導再世資金全都逃亡到不動產證券化，如果利率持續降低，採保守策略的資金應該都會跑到不動產證券化。

張老師：為什麼不買不動產證券化要買公債，對不對？

志文：目前利率水準已經到頂了，不過還是要等不動產證券化發展一段時間，才能詳細觀察。

張老師：大家有人買嗎？不過可能你們還年輕沒有經驗。

張老師：台灣目前 REIT150 幾億就算是很大的，但是全台灣 REIT 加起來都比不過一個鴻海，志文，對吧

志文：台灣超過 30~40 億就可以算是中型股了

張老師：REIT 未來還會不會漲？

穎慧：我覺得會

張老師：現在最大問題是 REIT 規模沒有擴大，現在發行的規模越來越小，投資大眾的心理其實很難了解，了解越多其實也不是對的?(笑)，不過當然我們的目的不是教大家賺錢，是教大家學習知識，書中自有黃金屋，黃金是在股票市場裡面，就看大家怎麼發揮自己獨特的策略來賺錢了！