

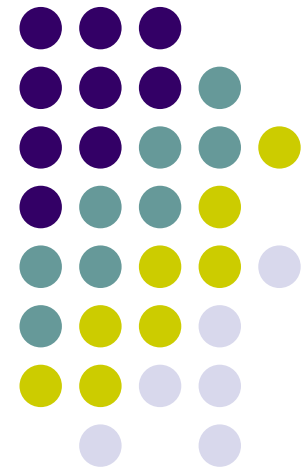
台灣不動產證券化 — 實施案例與表現

政治大學地政系碩士班

鄭佩宜 吳怡蕙

台灣REITs

目前台灣發行七檔REITs
規模達541.4億元



各檔REIT基本資料



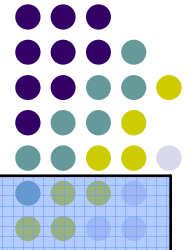
	富邦一號	國泰一號	新光一號	富邦二號	三鼎	基泰之星	國泰二號
上市日期	2005.03.10	2005.10.03	2005.12.26	2006.04.13	2006.06.26	2006.08.14	2006.10.13
基金規模	80.9億	139.3億	113億	73.02億	38.5億	24.5億	72億
信用評等	TWA+/穩定 /TWA-1	TWA-/穩定 /TWA-2	TWAA/穩定 /TWA-1	TWA+/穩定 /TWA-1	TWA-/穩定 /TWA-2	TWA-3/穩 定/TWBBB	F1/穩定/A
組合內容 (投資金額 比例)	1.富邦人壽大 樓 (55.1%) 2.富邦中山大 樓 (10.1%) 3.富邦天母大 樓 (6.8%) 4.潤泰中崙大 樓 (27.9%)	1.台北中華大 樓 (12.1%) 2.台北西門大 樓 (12.6%) 3.喜來登飯店 (76.3%)	1.台南新光三 越 (27.8%) 2.天母傑仕 堡 (51.6%) 3.新光國際 大樓 (10%) 4.台證金融 大樓 (10%)	1.潤泰中崙大 樓 (51%) 2.富邦民生大 樓 (24.2%) 3.富邦內湖大 樓 (24.6%)	1.前瞻21大 樓 (43%) 2.香檳大樓 (40%) 3.誠品物流大 樓 (17%)	1.世紀羅浮 大樓 (52%) 2.大湖商旅 大樓 (48%)	1.民生商業 大樓 (51%) 2.世界大樓 (29%) 3.安和商業 大樓 (21%)

國泰二號

- 上市日期：95/10/13
- 初始發行金額：新台幣72億元
- 借入款項上限：35%
- 信用評等：惠譽
長期「A(TWN)」，短期「F1(TWN)」
- 受託機構：兆豐國際商業銀行股份有限公司
- 管理機構：國泰建築經理股份有限公司



國泰R2—初始投資標的



	民生商業大樓 (51%)	世界大樓 (29%)	安和商業大樓 (21%)
型態	商業辦公大樓	商業辦公大樓	商業辦公大樓
辦公室承租面積	9,726.44坪	7,473.89坪	4,212.74坪
主要承租人	美商亞培、易遊網、 台灣百靈佳殷格 翰、國揚實業、 香港商信可	艾波比、陽明海運、 宏德國際軟體諮 詢顧問、裕利、 福盈科技化學	嬌生、英商壯 生、美商玫琳 凱、新加坡商 全球紀實、大 維凱斯特國際
區位	民生東路、龍江路口	南京東路四段	敦化南路、 基隆路口
主要用途	金融分支機構、 辦公室、停車場	辦公室、集合住宅、 餐廳、停車場	一般事務所、 停車場



國泰R2—特色

- 5倍超額認購，認購金額高達338億元
- 創下國內7檔REITs上市掛牌單日最高成交紀錄，單日周轉率超過一成，亦是首見現象，終場10.19元，上漲0.19元。
- 聯發科花5億元買進5000萬個單位
- 國泰一號當初為推廣REITs新商品，因此以散户為優先配售對象，但此次國泰二號是以比例原則配售，不少法人額度增加

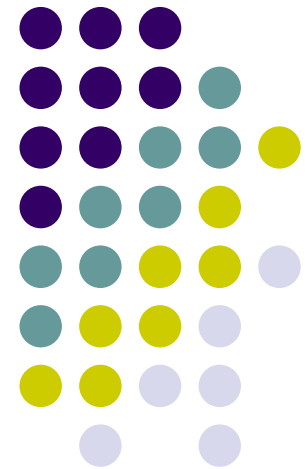
各檔REIT之表現

各檔REIT—成交量情形

各檔REIT—績效表現

國內REIT是否有蜜月期行情??

資料期間：94.03.10~95.09.30



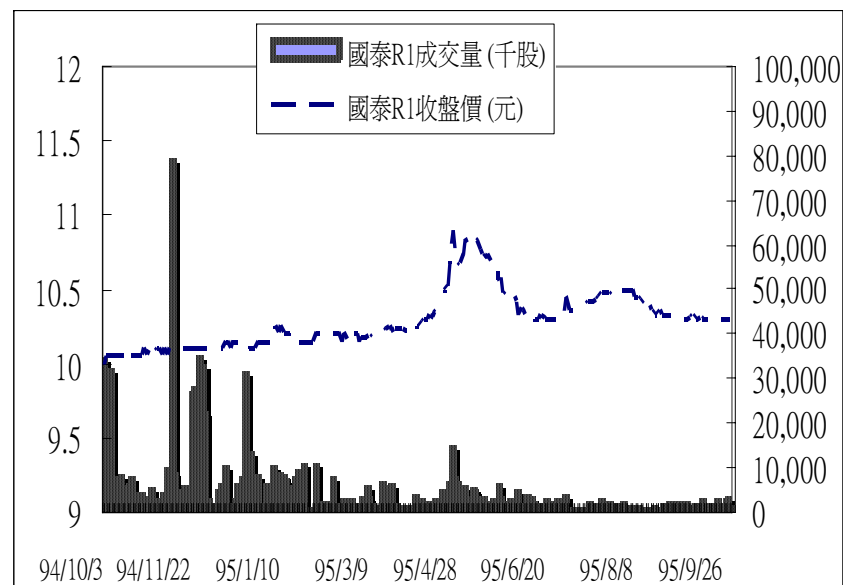
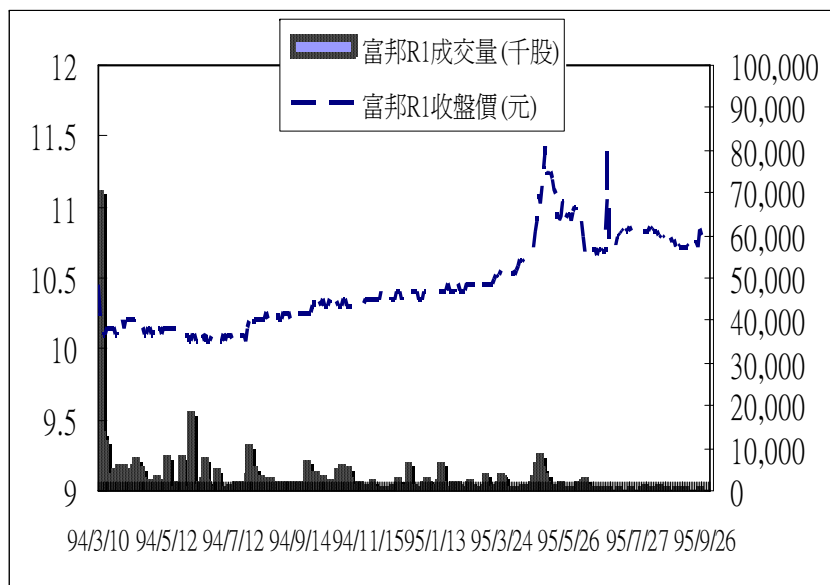
各檔REIT—成交量情形

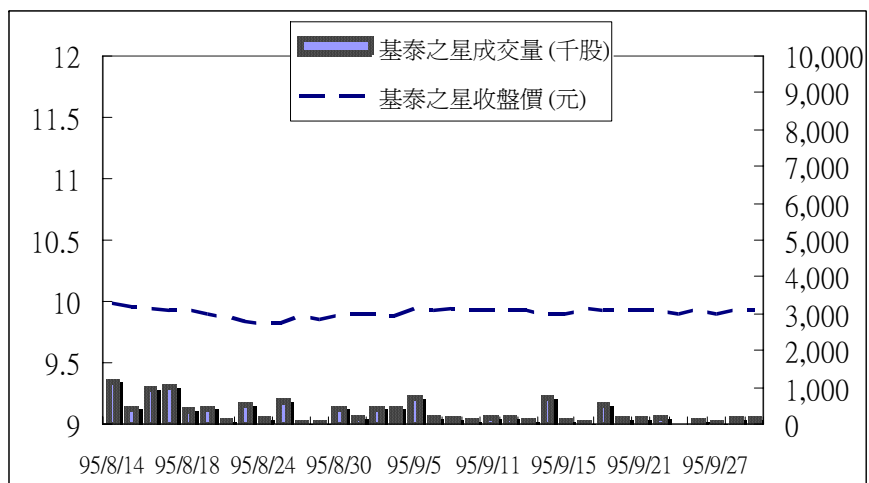
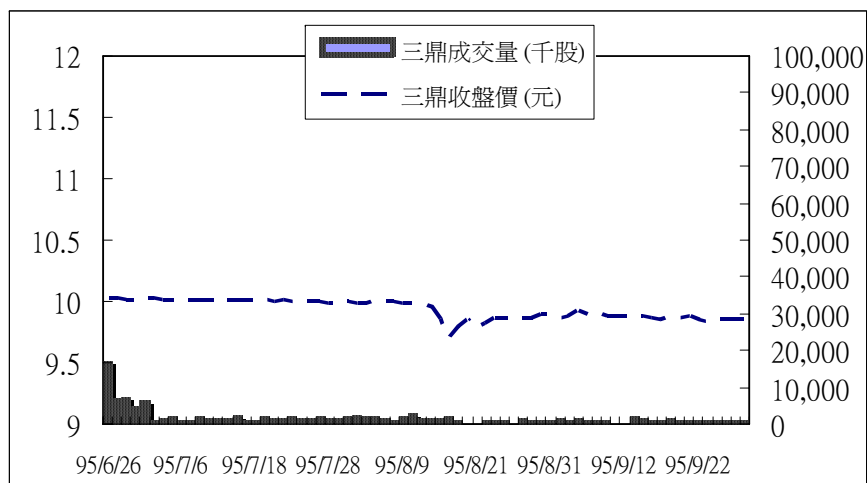
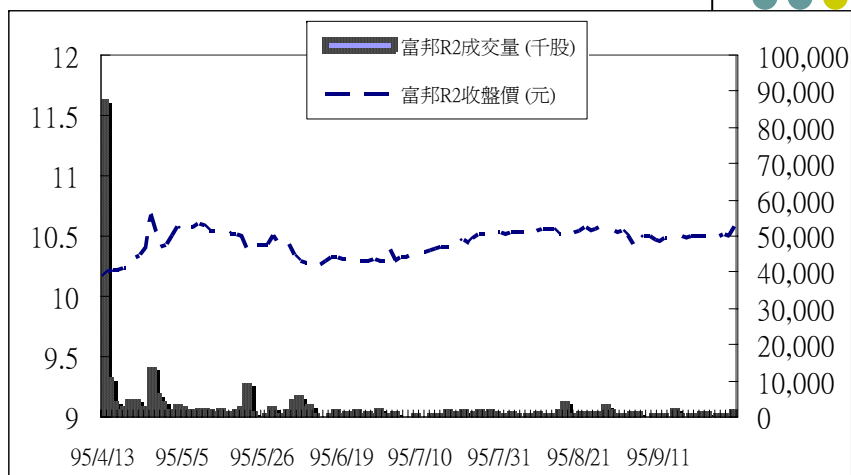
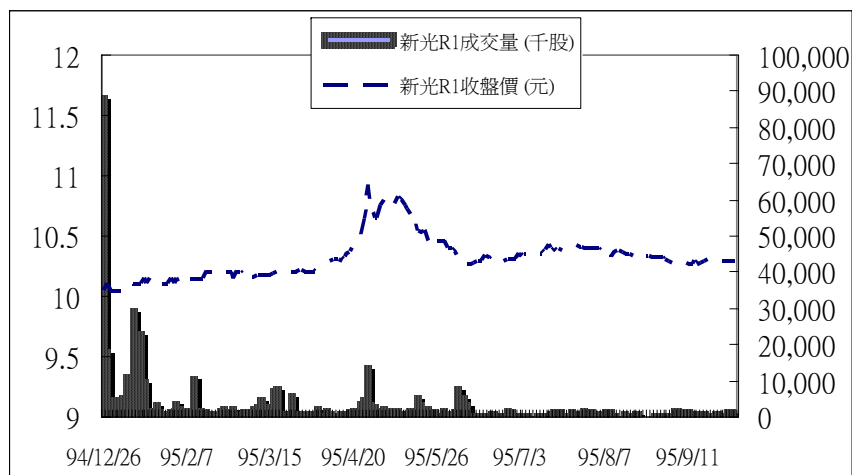
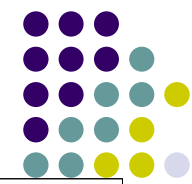


- 各檔成交量的表現大致上僅在各檔上市首日出現較高的成交量。其中，富邦一號、富邦二號、國泰一號、新光一號的首日成交量分別為七萬餘張、八萬七千餘張、三萬四千餘張、八萬八千餘張；而三鼎與基泰之星的首日成交量僅為一萬六千八百餘張、一千多張，與前四檔的成交量比較，則有明顯差距。



各檔REIT—收盤價與成交量圖





各檔REIT—績效表現



- 報酬率

- Beta值

- Sharpe Ratio

$$= \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i}$$

- Treynor Ratio

$$= \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i}$$

- Jensen Index

$$\alpha_p = \overline{R_i} - [\overline{R_f} + \beta_i(\overline{R_m} - \overline{R_f})]$$

各檔REIT—績效表現



REIT	富邦一號	國泰一號	新光一號	富邦二號	三鼎	基泰之星
平均日報酬	0.035	0.021	0.016	0.036	-0.025	-0.017
標準差	0.651	0.351	0.370	0.427	0.296	0.240
Beta	0.079	0.069	0.057	0.061	0.043	0.047
Sharpe Ratio	0.054 (3)	0.061 (2)	0.043 (4)	0.071 (1)	-0.081 (6)	-0.071 (5)
Treynor Ratio	0.441 (1)	0.311 (3)	0.278 (4)	0.489 (2)	-5.632 (6)	-0.367 (5)
Jensen alpha	-0.006 (1)	-0.022 (3)	-0.026 (4)	-0.011 (2)	-0.066 (6)	-0.064 (5)

括弧內為風險調整後之績效表現排名 (Performance Rank)

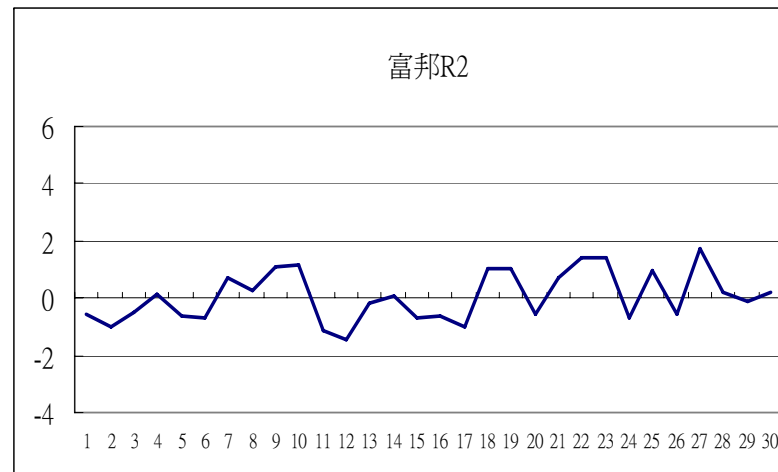
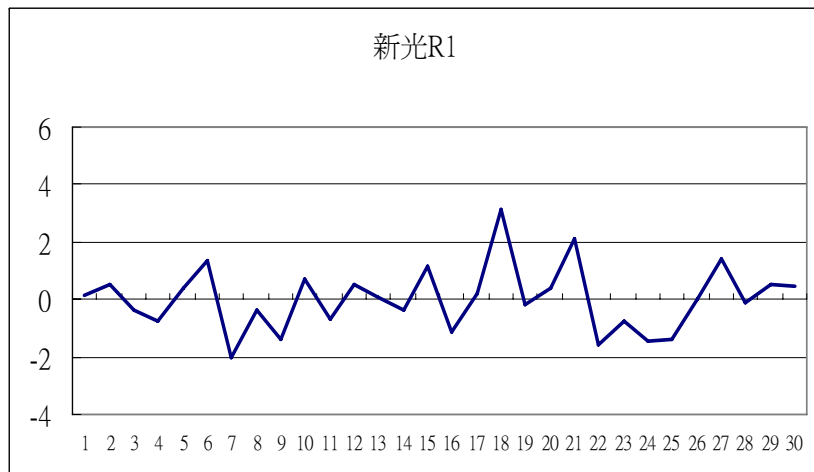
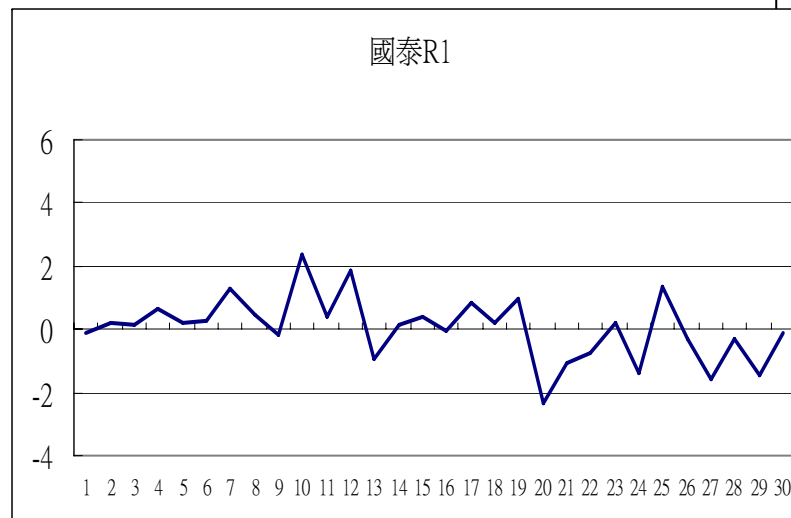
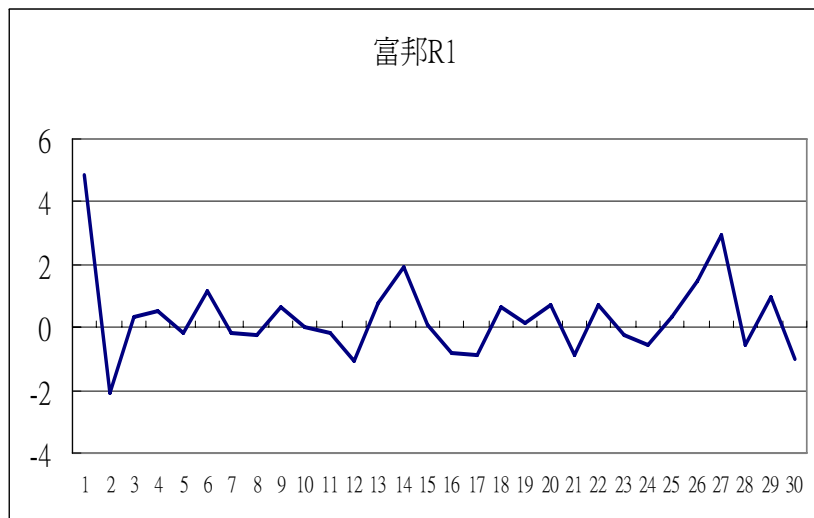
國內REIT是否有蜜月期行情??



- 針對各檔REIT超額報酬之衡量與檢定，由於各股票蜜月期期間可能不同，本研究以各檔REIT上市後7天、15天、30天交易日之收盤價及加權股價指數來計算個股的日超額報酬，公式如下：

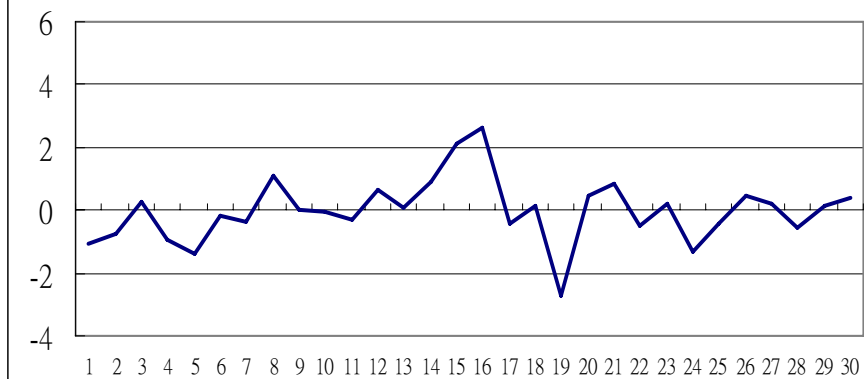
$$ER_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} - \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

各檔REIT 上市30天超額報酬率

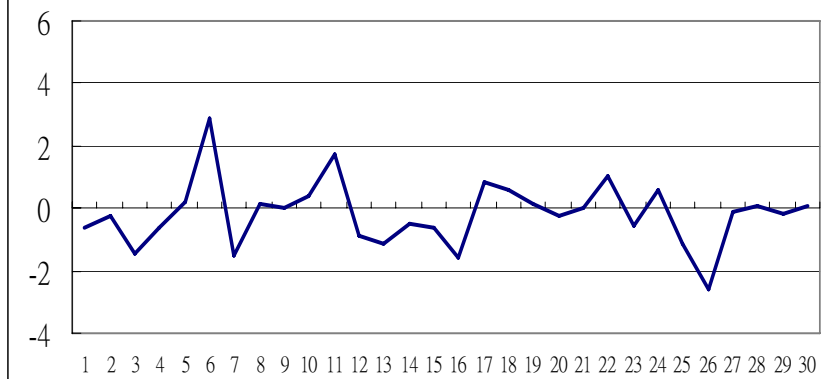




三鼎



基泰之星





- 蜜月期行情－檢定結果

	7 天		15 天		30 天	
	T-value	P-value	T-value	P-value	T-value	P-value
富邦一號	0.78	0.464	1.06	0.3084	1.29	0.2073
國泰一號	2.17	0.0735	2.27	0.0398**	0.25	0.8049
新光一號	-0.26	0.8038	-0.31	0.7595	0.1	0.9239
富邦二號	-1.57	0.1666	-1.1	0.2917	0.39	0.7002
三鼎	-2.92	0.0266**	0.04	0.9692	-0.05	0.962
基泰之星	-0.35	0.7368	-0.49	0.6317	-0.93	0.3619

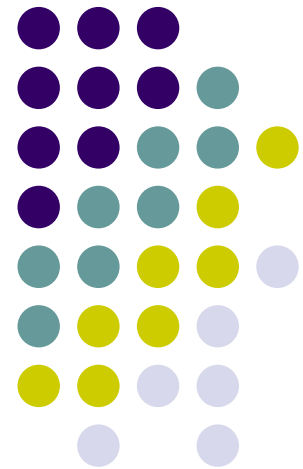
*表示在 10%之水準下顯著；**表示在 5%之水準下顯著；***表示在 1%之水準下顯著。



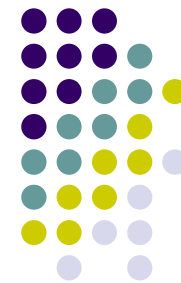
- 結果顯示，6檔REIT中，唯國泰一號在上市15天的超額報檢定中有顯著的超額報酬之外，其他無顯著異於零之超額報酬，亦即各檔REIT上市後7天、15天、30天交易日幾乎無明顯的蜜月期行情存在。

台灣不動產投資信託 (T-REIT)

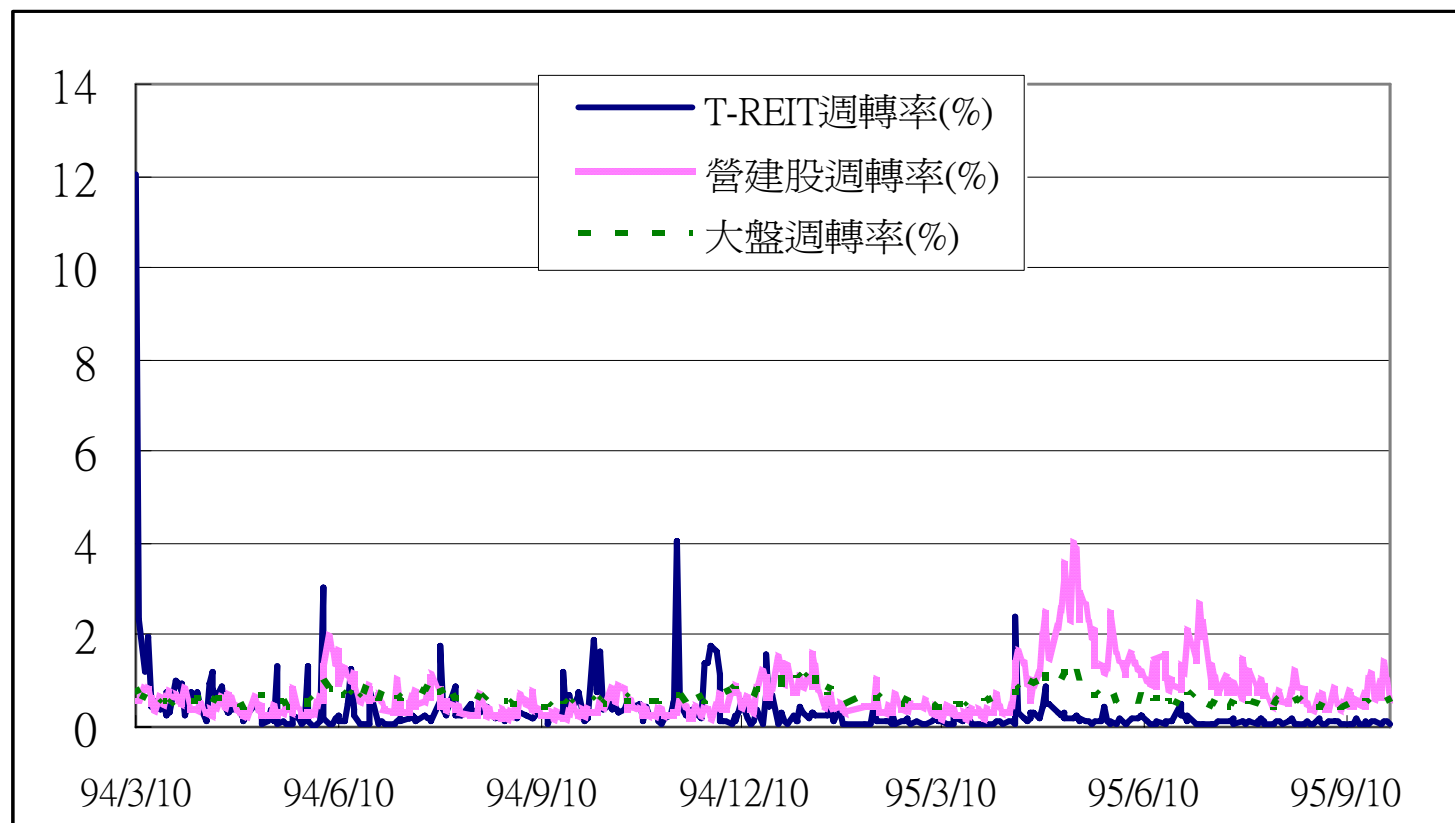
整體表現



T-REIT 整體流通情況



- 當日各股票成交股數之合計數/當日各種股票上市股數之合計數



T-REIT指數建立



隨著國內掛牌REITs檔數逐漸增加，為了解台灣REITs的整體表現情形，本研究乃編列T-REITs指數，作為不動產投資信託市場的指標。

● 1. 指數成分

納入採樣之樣本為所有掛牌交易的股票，新上市股票於上市當日，即納入採樣，採資本加權的方式計算。包括富邦一號、國泰一號、新光一號、富邦二號、三鼎與基泰之星等六檔REIT。



● 2. 編制方法

(1) 基期：以富邦一號發行日(94.03.10)為基期，基期指數設定為100。

(2) 編算方法：當日指數乃是當日總發行市值除以基值。

基值原為基期的總發行市值，總發行市值為樣本中各股股價與其發行股數之乘積的總和。爾後若有樣本異動情況發生時，則基值隨之調整，以維持指數的連續性。

(3) 調整基值：

新基值 = 舊基值 × 異動後總發行市值 / 異動前總發行市值。



T-REIT指數走勢





T-REIT指數走勢（續）

- 指數整體呈現上升的趨勢，但是由於國內發行的案例少，因此從94年3月10號到94年10月3號之指數，僅代表當時國內唯一的REIT案例「富邦一號」之股價走勢。
- 爾後隨著國泰一號、新光一號、富邦二號等各檔REIT陸續上市，使得REIT指數持續走升。
- T-REIT指數於2006年4月底至2006年5月底，出現一高峰，主要是由於95年4月25日的公務人員財報顯示，總統夫人以4千萬元存款購買富邦一號，透過媒體之報導，造成REITs進一步被投資大眾認識，在投資需求的推動之下，使富邦一號、國泰一號、新光一號、富邦二號的股價均有上漲情形，甚至持續一段期間，在95年5月4日T-REIT上升到107.58的最高點
- 在95年8、9月，指數呈現些微下降的情形，主要是受到三鼎與基泰之星之股價表現欠佳所影響。

T-REIT之報酬與風險



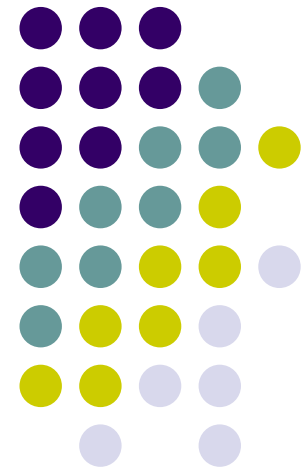
股票	T-REIT	加權股價指數	營建股
平均日報酬	0.019	0.031	0.097
標準差	0.397	0.967	1.924
Beta	0.045	1	1.211



報酬與風險(續)

- 關於T-REIT之報酬與風險，T-REIT的平均日報酬為0.019%、Beta值為0.045；而加權股價指數的平均日報酬為0.031%、Beta值為0.967，營建股的平均日報酬為0.097%、Beta值為1.924，因此若將國內REIT與加權股價指數指數、營建類股指數等指數相比，得到整體而言REIT是一項具有穩定收益以及低風險的投資商品。

T-REIT之投資避險



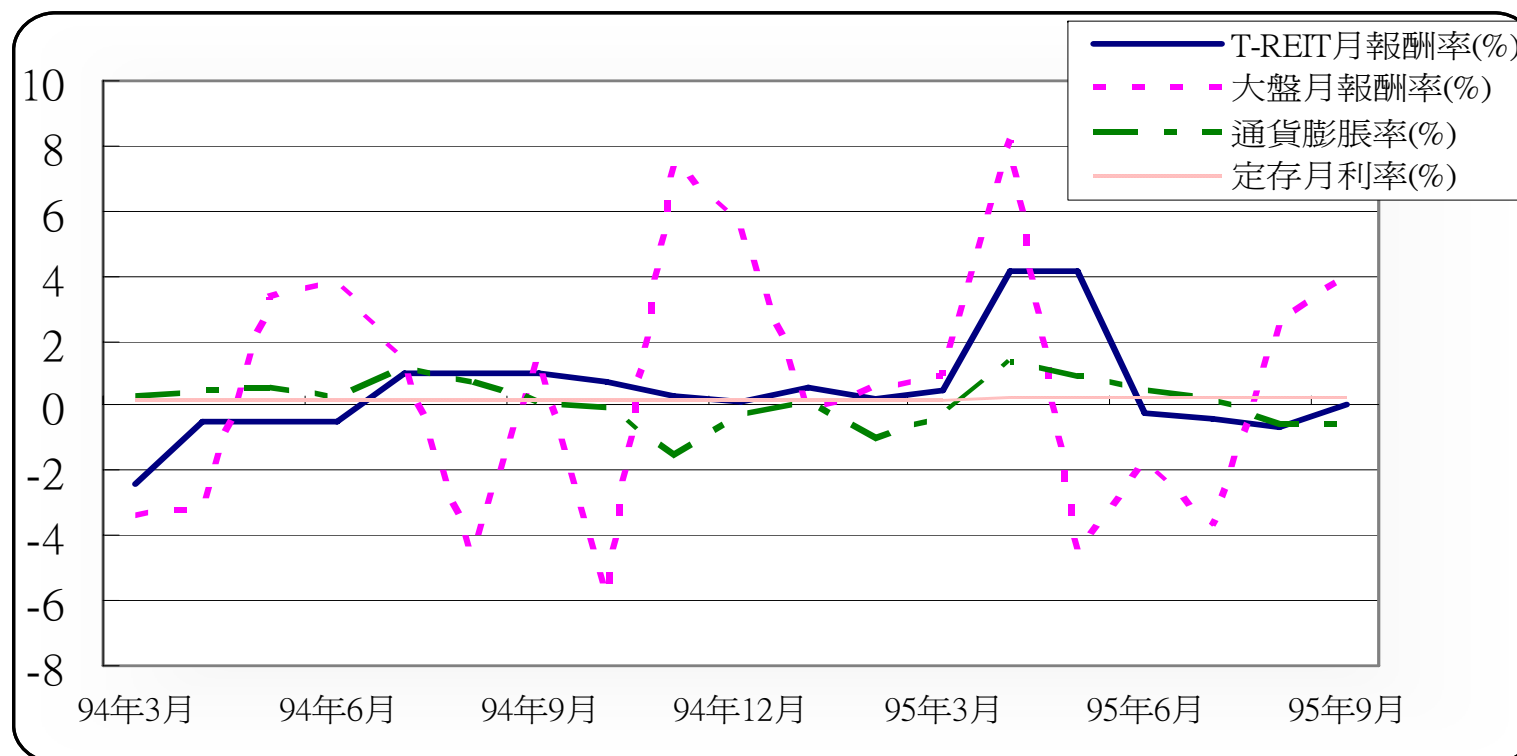
相關係數



指數名稱	T-REIT	大盤	營建類股	通貨膨脹率	定存利率
T-REIT	1				
大盤	0.15	1			
營建類股	0.11	0.61	1		
通貨膨脹率	0.42	-0.23	0.24	1	
定存利率	0.36	0.13	0.41	-0.19	1



T-REIT與其它指數走勢





投資避險—小結

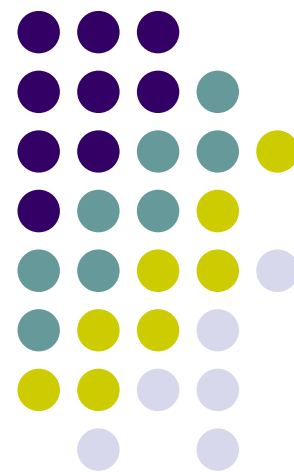
- 從T-REITs指數與通貨膨脹率兩者間的關係比較中，可以發現T-REIT報酬與通貨膨脹率呈現正相關，相關係數0.42，而且T-REIT報酬上下波動的走勢與通貨膨脹率走勢相似，兩者趨於同向變動的關係，且大部分時間優於物價走勢，即某種程度上會跟隨幣值波動、通貨膨脹而變動，表示REITs的報酬也會因應物價水準而向上調整，使其確實擁有抵抗通貨膨脹的能力。



投資避險---小結(續)

- 此外，研究數據顯示，大盤與營建股的相關係數0.61，而REITs與大盤指數、營建股指數的相關係數分別只有0.15和0.11，遠低於各股票指數之間的相關係數，REITs與其他股票資產相關度低，能夠有效地分散機構投資者的投資風險。

結論與心得



結論與心得



- 整體REIT市場而言

目前國內發行的REITs整體表現穩定，整體呈上升的趨勢。而且在報酬與風險方面，顯示T-REIT是具有低風險、穩定報酬特性的投資標的。此外，相較於其他股票，提供較佳的避險能力，是具有對抗通貨膨脹與利率變動之規避風險功用的投資工具。



結論與心得(續)

但是，在各檔表現方面，以富邦一號、富邦二號的表現最佳，三鼎與基泰之星之表現則略顯較差。

➡ 因此在各檔表現不同的情況下，
投資人選擇哪一檔REIT則顯的很重要。

目前各檔REITs (95/11/02)



收盤價

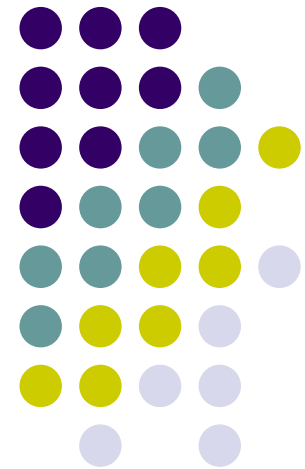
- 富邦R1：10.96
- 國泰R1：10.43
- 新光R1：10.40
- 富邦R2：10.64
- 三鼎：9.95
- 基泰之星：10.02
- 國泰R2：10.37

淨值

- 富邦R1：10.71
- 國泰R1：10.66
- 新光R1：10.31
- 富邦R2：10.59
- 三鼎：10.1
- 基泰之星：10.14
- 國泰R2：10.01

台灣REITs個人與法人 投資需求之研究

過去、現在與未來



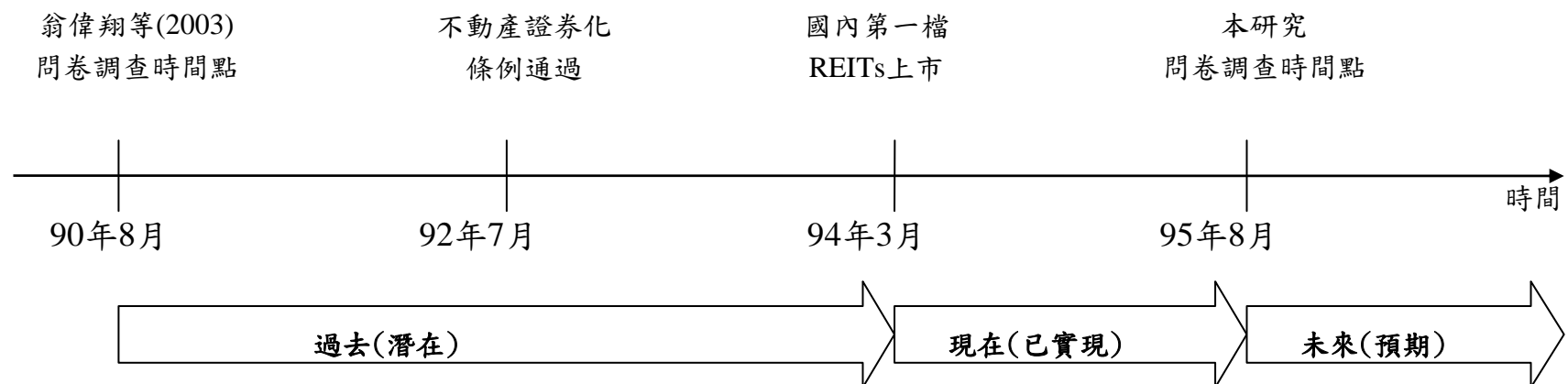


研究動機

- 國內發行REITs至今已達一年多，但礙於過去相關需求研究僅限於未發行REITs前的潛在需求研究，且隨著時間的經過，投資人對REITs的認識已加深且可能有異於過去的想法，為了解國內對REITs的投資考量因素及意願有否改變並作比較，故本研究將延續翁偉翔、張金鶚、陳明吉(2003)的研究，再次利用問卷調查方式進行研究。



模型設定時間示意圖





模型比較

- 「過去」與「現在」
過去:潛在需求 VS. 現在:已實現需求
是否發生落差？
- 「過去」與「未來」
過去:未發行之預期需求 VS.
未來:已發行之預期需求
資訊較充分下，預期行為是否改變？



Logit 模型變數

自變數	現在購買REITs與否； 未來購買REITs與否	
總體因素	總體、證券市場、房地產景氣	
證券化產品因素	市場資訊、報酬性、分散風險性、小額投資、流動性、優惠性	
投資者屬性	個人	性別、年齡、教育程度、收入、投資工具種類、投資不動產經驗、投資經驗年期、投資金額、風險利潤偏好、投資REITs經驗
	法人	成立時間、可用投資金額、投資不動產經驗、投資工具種類



抽樣與調查方法

調查時間為民國95年8月

- 個人

平均市佔率前三大的證券商—元大京華、富邦及台証證券，進行北中南部營業據點分層抽樣，發出1,000份問卷，有效回收份數為628份，有效回收率為62.8%

- 法人

對象為保險公司、一般金融機構、證券商、投資顧問公司、投資信託公司以及信託契約中載明可以投資REITs的共同基金，以普查的方式進行調查，調查總樣本數為510份，以郵寄方式寄發問卷，有效回收份數為113份，有效回收率為22.2%



問卷信效度分析結果

- 信度

「Cronbach a」係數

個人：0.741 ； 法人0.762

→ 皆大於一般接受的0.70以上，顯示本研究問卷信度尚佳。

- 效度：先請專家評定測驗格式與呈現的合理性以確保具有專家效度



問卷調查結果

		個人		法人	
		樣本數	百分比	樣本數	百分比
購買經驗	是	184	29.3	47	41.6
	否	444	70.7	66	58.4
	合計	628	100.0	113	100.0
未來購買意願	是	338	53.8	59	52.2
	否	290	46.2	54	47.8
	合計	628	100.0	113	100.0



個人過去與現在 投資REITs之考量因素

	過去	現在
總體因素	房地產市場情況、證券市場情況	---
證券化產品因素	分散風險性、報酬性、流通性	分散風險性、市場資訊
投資人屬性	---	投資工具數、投資金額、投資經驗年期

法人過去與現在 投資REITs之考量因素



	過去	現在
總體因素	---	---
證券化產品 因素	分散風險	流動性
投資人屬性	投資工具數	投資工具數

個人過去與未來 投資REITs之考量因素



	過去	未來
總體因素	房地產市場情況、證券市場情況	房地產市場情況
證券化產品因素	分散風險性、報酬性、流通性	分散風險性、小額投資
投資人屬性	---	(投資經驗年期)、投資REITs經驗

法人過去與未來 投資REITs之考量因素



	過去	未來
總體因素	---	---
證券化產品 因素	分散風險	分散風險、流通性
投資人屬性	投資工具數	---

簡報結束

謝謝指教😊