

不動產證券化專題研討第十次上課記錄

時間：2006/12/01(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：游適銘

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：不動產證券化評價面之探討

課程主題—不動產證券化評價面之探討 (報告內容詳見PP檔)

報告人：江穎慧、游適銘

課堂討論

張老師：

1. 不動產證券化評價面之探討，估價師需認知幾個議題：估價目的為何？發起人發起目的影響？其以出售不動產為目的？或需評估投資人買方所購得之投資價值？另外該估價係就不動產或證券估價？
2. 不動產估價方法應貼近實際市場行為，所估之市場價值應僅作為發行時證券價值訂價之參考，發行後則交市場機制決定後續操作。
3. 以往外界對不動產證券化估價有偏向發起人之顧慮，故不動產估價技術規則已有更為明確之規範，惟租金收益穩定性所需出具之內容，宜再加強規範。

永香：DCF 於操作時，折現率之決定應為重點課題。

怡文：不動產證券化估價考慮之特徵、因素眾多，如兩家估值接近則有點令人懷疑。

宗翰：現金流量表中所扣的償債支出及利息是否重複？

適銘：償債支出係計算現金流量之用，利息扣減係計算所得稅之用，應無重複；為此處不動產估價因係算淨收益，亦無需考慮上述問題。

詩薇：香港及新加坡似有每年重估即無須攤提折舊規定，另持有期間如三年內不能出售、富邦一號與承租人簽長約是否有影響？

適銘：會計研究發展基金會規定有查估公平市價即無須攤提折舊規定，係會計上之折舊(Depreciation)，與收益法提存(Recapture)有所不同。

鋒億：有關重置提撥不足及日本經驗方面，對投資人有何影響？

志文：如美國做法於若干年後購買新投資標的，舊標的既可處分，重置提撥重要性是否可降低？

適銘：投資人若非有較長期持有想法，不見得會考慮充足的重置提撥，惟證券化投資大眾係價格接受者，發起人及估價師如未考慮未來影響，投資大眾即需認知所購得之不動產是否能長期保值。

第二部分

第九章 REIT 證券發行—其與其他證券不同嗎？

REIT Securities Offerings—

Are They Different from Other Securities?

報告人：游適銘

本章目錄

一、	前言：.....	4
二、	REIT 首次公開發行有何獨特之處？What is Unique About REIT IPO.	4
	(一) 財產價格的不確定性：.....	4
	(二) REIT 首次公開發行的買方：.....	5
	(三) 類似基金的組織架構：.....	5
三、	REIT 首次公開發行的實證 Empirical Evidence on REIT IPO.....	6
	(一) 資料蒐集：.....	6
	(二) 首次公開發行的活動：.....	6
	(三) REIT 首次公開發行之訂價：.....	9
四、	決定交易首日報酬之因子 Factors Determining the Initial-day Return	
	11	
	(一) 承銷機構與上市股票：.....	11
	(二) 法人機構投資者：.....	11
	(三) 分配方式：.....	14
	(四) 評價之不確定性：.....	14
	(五) 基金存續期間：.....	15
五、	REIT 性質的改變：1990 年前後 The Changing Nature of REITs: Pre- and	
	Post-1990.....	15
	(一) 組織結構的改變：.....	16
	(二) REIT 股份之所有權：.....	17
六、	我們學到的課題 The Lesson We Learned.....	17
七、	首次公開發行之後的價格表現 Price Performance Following IPOs.	17
八、	REIT 證券之再次發行 Secondary Offering.....	18
	(一) 再次發行之活動：.....	19
	(二) REIT 股權再次發行之表現：.....	21
	(三) 哪一種 REIT 應使用股權再次發行？.....	21
九、	首次公開發行與股權再次發行之連結 Link Between IPOs and SEOs.	22
十、	我們學到了什麼？What We Have Learned?.....	22

十一、 結論 Conclusions.....23

一、前言：

- (一) 投資人在美國普通股的首次公開發行，在 1970 至 2000 年之**交易首日平均報酬率約 18%**，而近來來自網路產業例子在交易首日有更高的價格—如 VA Linux 於 1999 年 12 月上市時高達 697.5%。然而，若你是 REIT 首次公開發行市場的投資人，當你在收到 REIT 首次公開發行分配股利時，不要太興奮，在 1970 至 2000 年時交易首日股利分配的價格上漲平均只有 0.21%。
- (二) 財務文獻提醒，首次公開發行市場在交易首日的價格增加量很大但不穩定，其中不正常的高報酬佔很重要的比例，在首次公開發行之後，其可能於 200 天內損失掉。對產業的首次公開發行而言，如果檢驗出與較長持有期間有關者，交易首日的利得將會減少。不幸的是，REIT 在交易首日並沒有享受到價格增加的利益，而當與市場中其他的股票比較時，其首次公開發行之績效是相當疲乏的。這表示說，若我們專注於長期持有期間時，REIT 首次公開發行市場中的投資人賺取的報酬較差。
- (三) 那麼為什麼 REIT 首次公開發行績效表現不佳並且與其他產業的首次公開發行不同？他們的績效表現是來自基金式的組織結構，或是不動產及貸款之持有？有沒有可能 REIT 首次公開發行的投資人與其他產業首次公開發行不同？換言之，本章欲探討的是 REIT 與非 REIT 的首次公開發行為何表現不同？我們的發現應該對首次公開發行的投資人特別重要。
- (四) 除此之外，在第八章指出 REIT 於稅的減免方面，其可課稅所得的 90% 應分配股利。由於這種高分配股利與資本密集特性，REITs 為了成長或擴展，必須時常在市場募集更多的資金，他們可發行債券或權益證券來達成。我們於第八章討論發行債券的意涵，本章所提的是市場對 REITs 再次發行的反應。
- (五) 依據上述，本章的架構如下：
 1. 首先檢視部份 REIT 首次公開發行的一些特徵，相較於其他產業的首次公開發行，其可能使投資人的對其評價產生差異。
 2. 接著，歸納實證 REIT 首次公開發行在交易首日與長期間的績效表現。
 3. 最後，說明投資人對於 REIT 再次發行證券的反應。

二、REIT 首次公開發行有何獨特之處？What is Unique about REIT IPO

Wang, Chan, and Gau (1992) 指出 REIT 與其他產業首次公開發行差異之可能原因有三點：第一，REITs 首次公開發行價格的不確定性高於其他產業；第二，於研究期間為 1971 至 1988 年間，相較一般股票市場，REIT 市場中許多投資人是資訊不足的；第三，REITs 首次公開發行應該比較像共同基金而不像產業公司首次公開發行。

(一) 財產價格的不確定性：

1. REIT 市場之學術及實務界皆懷疑不動產股票於價格之不確定性，高於擁有營運

資產之大部分產業股票。Palmon and Seidler (1978)、Hite, Owers, and Rogers (1987) 報導不動產公司抱怨股票市場低估其「真實價值」之情形，較之其他產業低估情形為多。他們也指出，由於他們相信股價並未反映資產潛在價值，因此一些不動產公司寧願將部分或所有不動產變現。

2. Firstenberg, Ross, and Zisler (1988) 指出不動產市場中資訊流動複雜性，乃因其不是可提供每個財產可分割股票的拍賣市場。因為 REIT 投資標的價格不易求取，因此首次公開發行市場的投資人不易確定 REIT 的價格。
3. 此外，Titman and Warga (1986) 檢驗權益及抵押權型 REITs 之風險與績效，並歸結出：由於 REITs 具高度不穩定性，所以不易瞭解其績效衡量方式，此證明指出 REITs 評價之困難。
4. 從實證結果看出，平均而言 REIT 首次公開發行之價格不確定性高於其他產業。然而財務文獻卻指出，較高的不確定性應使我們期待 REIT 首次公開發行價格明顯折價；也就是說，REIT 首次公開發行與其他產業相較，前者應賺取更高首日利潤。很顯然的，財務文獻描述情況與市場上情況不同。事實上，有經驗的投資人瞭解這個奇異現象，因此會盡量避免在首次公開發行階段去買 REIT 股票。舉例而言，一些非常成功不動產股票基金歸因其成功的策略在於，於價格下降至吸引人之前，避開新發行 REITs 股票。

(二) REIT 首次公開發行的買方：

1993 年以前法人機構對投資 REIT 首次公開發行欠缺興趣，表示當時投資人多為散戶。VMS 抵押權型投資基金公開說明書報導四檔子公司 REIT 首次公開發行股票總價 4.75 億美金，有 33,600 投資人。此與第 6 章提及內容併同證明，個人投資者於 1980 年代及 1990 年代初期為 REIT 首次公開發行市場的主力。

散戶通常被認為比法人機構無經驗。若 REIT 首次公開發行市場為散戶所主宰，則 REIT 首次公開發行承銷機構可能會向投資人出售的股票索取最高價，從事積極侵略性的銷售策略。我們也可在共同基金市場發現這種策略，例如 Weiss (1989) 認為封閉型基金股份不是被投資者購買，反而這些股份是被積極侵略性地出售給投資者。

(三) 類似基金的組織架構：

1. 雖有謂傳統 REIT 與共同基金相似，而共同基金不會過高或過低訂價，因此其首次公開發行之價格會與交易首日之股票價格相等。REITs 有類似基金的組織架構，而我們應認為其首次公開發行類似封閉型基金嗎？欲回答這個問題，我們需要比較由 REIT 持有的資產類型與封閉型基金所持有的資產類型。
2. REIT 較常投資於較一般商品不常交易之不動產，並且其價格不確定性非常高，這是因為首次公開發行之不動產或資本市場，其價格資訊不充足。在此情況下，就沒有證據證實 REIT 首次公開發行訂價行為應該與共同基金股票相仿。
3. 然而，Chan, Stohs, and Wang (2001) 分析香港不動產公司及非不動產公司之首

次公開發行，發現在交易首日二者皆訂低價，分別是16%及19%。同樣地在英國，不動產公司訂低價程度與其他非不動產公司相仿。這兩個發現指出，REIT首次公開發行訂價之差異與美國的營運公司相較，較可歸因於組織結構與管理策略，而較不是持有之不動產資產。

三、REIT首次公開發行的實證 Empirical Evidence on REIT IPO

瞭解REIT與非REIT之首次公開發行的不同後，我們用學術的證明來看REIT首次公開發行市場之特徵及其績效。同樣地，我們也是比較二者實證結果有何區別。

(一) 資料蒐集：

我們無法找到提供1970至2000年REIT首次公開發行整體資料的研究，故我們以NAREIT於1970至2000年所列不同REIT首次公開發行的樣本。以獲得第一天交易日及後續200天交易日之價格，第一天的價格以公開交易之收盤交易價格為準。扣除無後續價格資料之樣本，最後採261個樣本。

(二) 首次公開發行的活動：

1. 表9.1比較1970至2000年間REIT與非REIT首次公開發行之數量、交易量(gross proceeds)與交易首日平均報酬。圖9.1與9.2比較每年的平均交易量與首次公開發行之百分比。由二者可知：

(1) REIT發行數量變動較非REIT大。

(2) 1974至1978年REIT市場上沒有首次公開發行，1999至2001年，REIT市場上首次公開發行冷清。

(3) REIT首次公開發行較顯著的有四個階段，分別是1971至1973年、1985至1988年、1993至1994年，與1997至1998年。

表 9.1 REITs 與非 REITs 首次公開發行比較

Table 9.1 Annual Summary of Initial Public Offerings for REITs and Non-REIT Firms (1970–2000)

	REITs			Non-REITs			
	Number of Offerings	Average Gross Proceeds (\$millions)	Average Initial-Day Return (%)	Number of Offerings	Average Gross Proceeds (\$millions)	Average Initial-Day Return (%)	
1970-1986	1970	1	61	-0.63	358	2	-0.70
	1971	6	30	3.00	391	4	21.20
	1972	10	17	-4.56	562	5	7.50
	1973	6	10	-7.32	105	3	-17.80
	1974	0	—	—	9	6	-7.00
	1975	0	—	—	14	19	-1.90
	1976	0	—	—	35	7	2.90
	1977	0	—	—	35	4	21.00
	1978	0	—	—	50	5	25.70
	1979	1	10	-2.44	81	5	24.60
	1980	1	30	-5.83	238	6	49.40
	1981	1	50	0.00	438	7	16.80
	1982	3	72	5.67	198	7	20.30
	1983	2	34	0.00	848	16	20.80
	1984	6	40	-1.42	516	8	11.50
	1985	28	97	-2.41	507	21	12.40
	1986	16	57	-4.52	953	18	10.00
	1987-1999	1987	6	90	-3.89	630	22
1988		12	80	-3.50	223	20	9.80
1989		3	167	-14.17	210	27	12.60
1990		3	117	-24.58	172	28	14.50
1991		3	69	-0.25	365	44	14.70
1992		6	146	1.24	513	45	12.50
1993		45	188	3.19	665	46	15.20
1994		44	150	1.47	567	34	13.40
1995		7	132	1.98	571	52	20.50
1996		7	162	-0.16	831	52	17.00
1997		25	249	7.91	603	56	13.20
1998		17	132	1.23	357	98	20.20
1999-2001	1999	2	146	1.27	543	121	66.70
	2000	0	—	—	449	148	55.50
	2001	0	—	—	n.a.	n.a.	n.a.
	1970–1979	24	20	-3.10	1,640	4	9.00
1980–1989	78	80	-3.14	4,761	16	15.30	
1990–2000	159	172	2.36	5,636	65	23.80	
1970–2000	261	130	0.21	12,037	37	18.48	

Source: For data on the REIT sample, refer to the appendix. For data on non-REIT firms, see Jay R. Ritter's website (<http://bear.cba.ufl.edu/ritter>) as of April 16, 2001. The data for REITs include best-efforts offerings while the data for non-REIT firms in 1988–2000 exclude best-efforts offerings.

Note: Initial returns are computed as the percentage return from the offering price to the end-of-the-first-day bid or transaction price, without adjusting for market movements. The number of REIT IPOs reported in year 2001 is as of October 31.

備註：最初報酬係以發行價格至首日收盤價(bid)或交易價之百分比，且不進行市場動向調整。

圖 9-1 IPO 平均發行金額

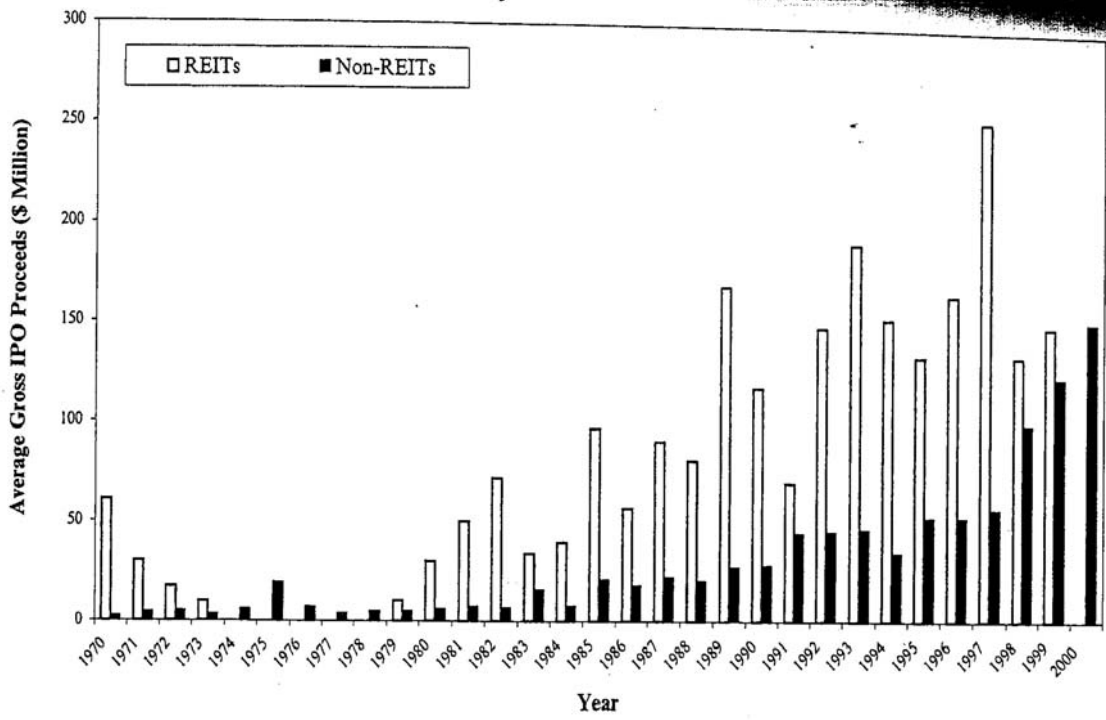


Figure 9.1 Average Gross IPO Proceeds

圖 9.2 REITs 與非 REITs 首次公開發行比率

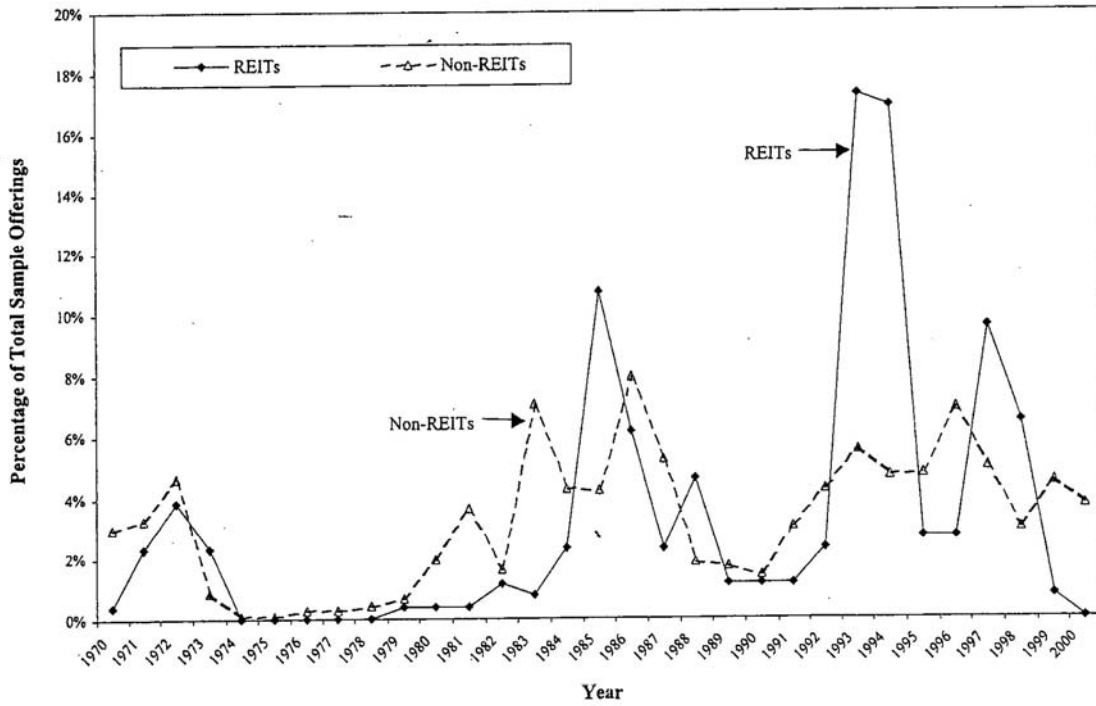


Figure 9.2 Percentage of REIT and Non-REIT Offerings

備註：比率是以各年數量除以總數量 261 檔。

2. 值得注意的是，1993 至 1994 年 REIT 首次公開發行增加如此多，反應出法人機構投資的需求。財務評論指出股票相對低收益，以及 1990 年代初期固定收益之投資，增加了不動產證券之吸引力；但 1999 年後 REIT 首次公開發行下跌至僅剩 2 檔，非 REIT 發行則較前一年增加 52%。某種程度上乃因利率調漲，投資人害怕經濟不景氣，並且投資人開始轉向成長類股，如網路及科技類股所致。2000 年中於科技類股的崩盤，REIT 部門再度受到歡迎。然而於 2001 年 10 月仍然沒有首次公開發行 REIT，某報導認為低 REIT 股票價格使 REITs 認為透過發行募集資金過於耗費成本所致。
3. 表 9-1 顯示 REIT 產業首次公開發行總交易量於股票市場之首次公開發行展現顯著比重。於 1970 及 2000 年間，261 檔 REITs 即於首次公開發行募集 340 億美金（不含私募），而非 REITs 產業 12,037 檔首次公開發行募集約 4490 億美金。如表 9-1 顯示，REITs 於 1970 及 2000 年間平均首次公開發行交易量約 130 億美金，此金額約為非 REITs 產業首次公開發行 37 億美金的 3 倍。此證據顯示，REIT 與其他在股票市場之公司而言，前者常使用首次公開發行。當 REIT 首次公開發行熱絡時將會增加資金募集。當 REIT 以首次公開發行增加權益時，發行規模的大小將顯著大於產業公司首次公開發行，這表示不動產是資本密集的產業。

（三） REIT 首次公開發行之訂價：

1. 財務文獻記載首次公開發行投資人於交易首日獲取 18%報酬，此低訂價結果並不完全適用於每個 REIT，如封閉型基金與主要有限合夥(MLP)。如 Muscarella(1988) 及 Michaely and Shaw(1994) 發現擁有有限投資法人所有權之 MLP 的 IPO，較營運公司的 IPO 較未被低訂價。
2. 表 9.1 顯示出，REIT 與非 REIT 每年交易首日平均報酬，與 1970 至 2000 年期間的次期間，其指出 REIT 首次公開發行只在 1990 年前有輕微的過高訂價，且在 1990 年後有輕微的過低訂價。
3. 圖 9.3 顯示出 1970 至 2000 年 REIT 首次公開發行量與其交易首日平均報酬之關係。圖 9.4 比較 REIT 與非 REIT 首次公開發行交易首日平均報酬，然而 REIT 首次公開發行過高訂價平均程度及新發行數量之關係，並無可察覺之型態。表 9-1 明顯證實 REIT 首次公開發行表現較產業首次公開發行為差。如投資人買首次公開發行 REIT，於交易首日將可期待 0.21%之報酬。然而，於投資人購買產業之首次公開發行，於首交易日將可期待 18.48%之報酬。對此，最重要的議題在於：誰會買首次公開發行 REIT？為何投資人未從過去經驗有所體認？

圖 9-3 REIT IPO 數量

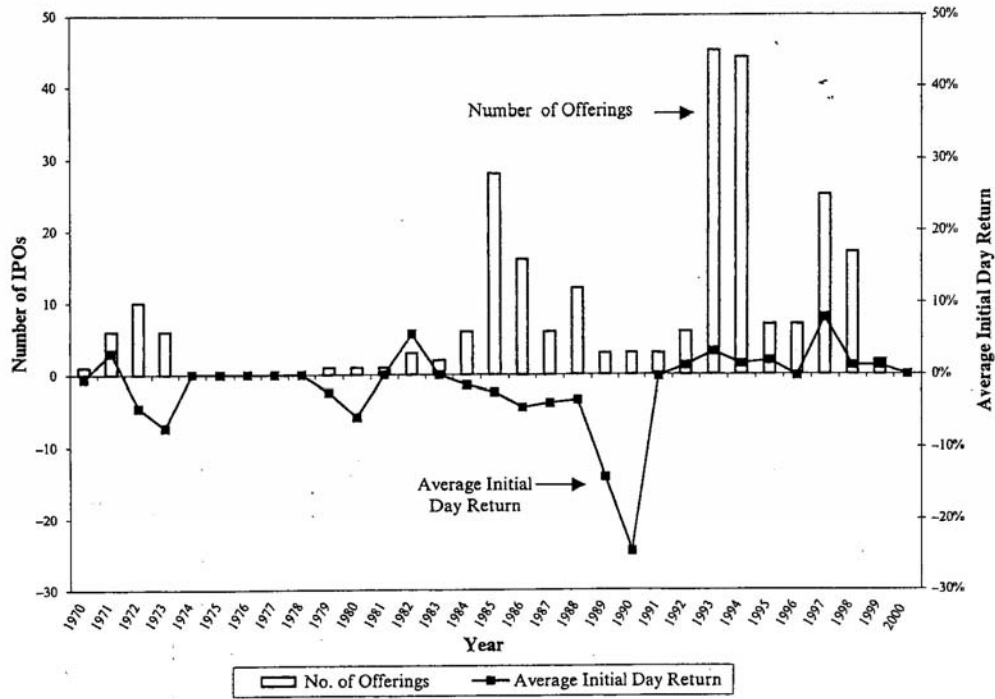


Figure 9.3 Number of REIT Initial Public Offerings

圖 9-4 平均首日報酬

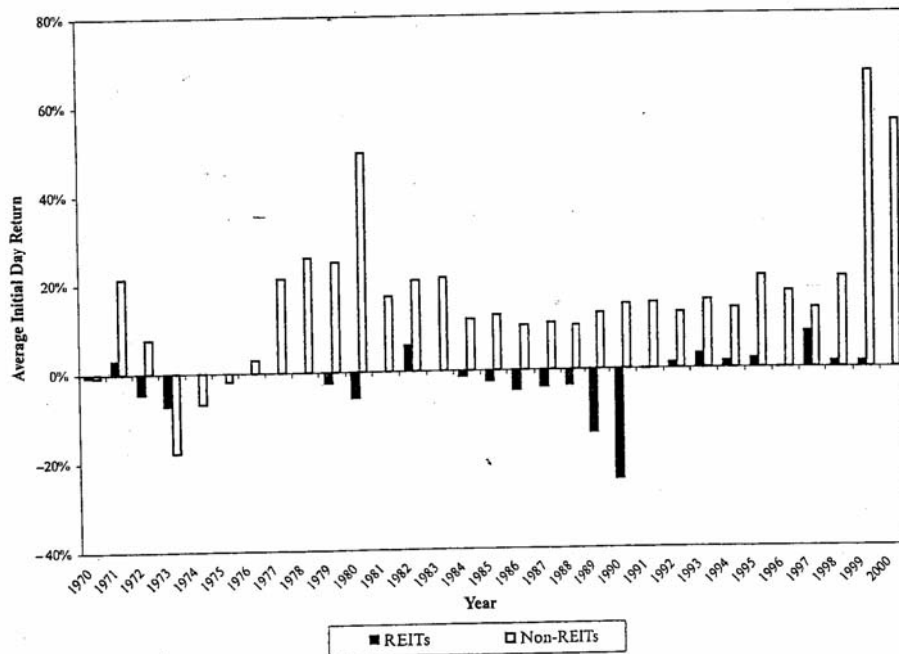


Figure 9.4 Average Initial Day Return

四、決定交易首日報酬之因子 Factors Determining the Initial-day Return

Wang, Chan, and Gau (1992) 發現 1971 至 1988 年，REIT 平均交易首日之報酬呈現負值，並且在各種 REIT 間首次公開發行的交易首日報酬有很大的差異。雖然作者發現 REIT 首次公開發行訂高價的結果對於發行價格及大小並無不同，然他們亦報導了分配方式、股票交換、承銷機構的聲譽、投資人多寡、資產種類與公司存續期間，以上這些是決定 REIT 首次公開發行低訂價或高訂價的因素。

(一) 承銷機構與上市股票：

1. (1) Wang, Chan, and Gau (1992) 認為在 1971 至 1988 年間，有名望的承銷機構與較少高訂價有關；換句話說，良好名聲的承銷機構對其保證之 REIT 首次公開發行將不會有高訂價之情形。

(2) Ling and Ryngaert (1997) 認為若 REIT 首次公開發行為較無名聲之承銷機構所保證者，則其交易首日報酬之變異較高。

2. (1) 以上的實證給予我們一個強烈的意涵，即某些 REIT 首次公開發行出現高訂價，乃因市場效率不彰；換言之，REIT 首次公開發行可能未提供必要的監視機制來確保投資人充分瞭解其發行價格。

(2) 然而，即使承銷機構欲傾銷 REIT 首次公開發行之股票，某些人會在交易開始前就有意願去購買，而誰是 REIT 首次公開發行之買者就是一個重要議題。

(二) 法人機構投資者：

1. 表 9.2 比較法人機構投資者持有 REIT 與非 REIT 的首次公開發行之股份，而我們可以看到，法人機構投資的增加明顯地是 1990 年後。在 1990 年法人機構投資者其首次公開發行後第一季股權約持有 7%，而首次公開發行後第二季末則約 9%。但在 1990 至 1999 年這段期間，法人機構在第一季平均持有約 39%，在第二季約 47%。

2. (1) Wang, Chan, and Gau (1992) 指出 REIT 的首次公開發行法人機構持有較多者較不會有高訂價問題，並認為是因為法人機構投資不會超額支付。

(2) Ling and Ryngaert (1997) 更進一步指出 1991 至 1994 年間若 30% 首次公開發行股份由法人機構投資者持有，則有低訂價情況出現。正如 Weiss(1989) 發現很少法人機構投資者對於首次公開發行封閉型基金有興趣，法人機構投資者對於首次公開發行後第一季的平均權益持有比率僅 3.5%。

(3) Wang, Chan, and Gau(1992) 亦顯示法人機構參與較多於規模較大且包銷¹(firm

¹受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法 Regulations Governing the Public Offering or Private Placement of REIT and REAT Beneficiary Securities by a Trustee 對 firm commitment 譯為包銷。(第 6 條：不動產投資信託契約及不動產資產信託契約，除應依本條例第十條及第三十三條規定記載外，應再記載下列事項：四、受託機構對於因其持有受益證券...但證券承銷商因包銷持有受益證券致不符合第一款規定者，不在此限。<http://law.banking.gov.tw/Eng/EngContent.asp?MsgID=146>)

commitment)之類股，並由知名承銷機構所簽證。他們亦似乎投資更多傳統型態(永續)之REIT，且有更多可觀察資產(權益型REITs及全部或部分明確標的之REITs)。僅有少數法人機構投資者參與代銷²REIT首次公開發行。

表 9-2 法人機構於 REIT IPOs, 所有 REITs 及所有股票持有之比較(1970-2000)

Table 9.2 Comparison of Institutional Holdings among REIT IPOs, All REITs and All Stocks (1970-2000)

	Number of Initial Public Offerings	Average Initial-day Return (%)	Average Institutional Holdings (%)			
			First Quarter of IPO	Second Quarter of IPO	For All REITs	For All Publicly Traded Stocks
1970	1	-0.63	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1971	6	3.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1972	10	-4.55	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1973	6	-7.32	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1974	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1975	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1976	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1977	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1978	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1979	1	-2.44	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1980	1	-5.83	0.10	0.30	n.a.	n.a.
1981	1	0.00	5.00	11.00	9.74	14.60
1982	3	5.67	6.00	7.68	9.75	14.70
1983	2	0.00	0.00	0.00	10.31	17.10
1984	6	-1.42	12.67	2.58	11.01	16.80
1985	28	-2.41	12.06	14.30	12.59	18.60
1986	16	-4.52	1.43	7.18	13.94	20.20
1987	6	-3.89	9.51	14.84	14.50	20.40
1988	12	-3.50	2.29	2.04	14.06	20.10
1989	3	-14.17	0.11	0.13	15.36	21.30
1990	3	-24.58	0.00	0.00	14.37	21.90
1991	3	-0.25	10.28	11.28	15.04	22.90
1992	6	1.24	29.50	38.33	13.77	24.50
1993	45	3.19	41.29	50.91	19.43	26.00
1994	44	1.47	36.85	45.90	26.40	26.50
1995	7	1.98	38.59	47.39	31.27	27.70
1996	7	-0.16	49.90	44.49	32.89	29.10
1997	25	7.91	44.28	50.74	38.49	29.80
1998	17	1.23	45.95	54.83	40.33	31.00
1999	2	1.27	33.38	39.41	38.76	31.20
2000	0	—	—	—	n.a.	n.a.
1970-1979	24	-3.10	—	—	—	—
1980-1989	78	-3.14	6.98	8.71	12.62	18.50
1990-1999	159	2.36	39.38	47.15	28.89	27.48
1970-1999	261	0.21	26.08	31.33	23.04	23.91

Source: Authors' own computations. For data on institutional holdings, *Spectrum 3:13(f) Institutional Stock Holdings Survey* published by Computer Directions Advisors, Inc.

² Best Efforts 盡力推銷：承銷商就擔任發行公司及投資者之間代理人的承銷協議 (www.youmars.com)，國內實務上簡稱代銷。

表 9-3 平均首日報酬與 REIT IPOs 法人機構持有-分配方式(1970-2000)

Table 9.3 Average Initial-Day Return and Institutional Holdings of REIT IPOs, by Distribution Method (1970-2000)

	Firm Commitment			Best Efforts		
	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings
1970	-0.63	n.a.	1	—	—	0
1971	3.00	n.a.	6	—	—	0
1972	-4.55	n.a.	10	—	—	0
1973	-7.32	n.a.	6	—	—	0
1974	—	—	0	—	—	0
1975	—	—	0	—	—	0
1976	—	—	0	—	—	0
1977	—	—	0	—	—	0
1978	—	—	0	—	—	0
1979	-2.44	n.a.	1	—	—	0
1980	-5.83	0.10	1	—	—	0
1981	0.00	5.00	1	—	—	0
1982	0.00	9.00	1	8.50	4.50	2
1983	5.00	0.00	1	-5.00	0.00	1
1984	-1.42	12.67	6	—	—	0
<hr/>						
1985	-1.08	14.75	22	-7.29	0.26	6
1986	-0.73	2.18	10	-10.84	0.17	6
1987	-4.58	14.26	4	-2.50	0.00	2
1988	0.53	2.49	8	-11.56	1.95	4
1989	—	—	0	-14.17	0.11	3
1990	—	—	0	-24.58	0.00	3
1991	-0.25	10.28	3	—	—	0
1992	1.24	29.50	6	—	—	0
1993	3.19	41.29	45	—	—	0
1994	3.49	40.63	40	-18.75	0.00	4
1995	1.98	38.59	7	—	—	0
1996	1.06	49.90	6	-7.50	n.a.	1
1997	7.91	44.28	25	—	—	0
1998	1.99	45.95	16	-10.94	n.a.	1
1999	1.27	33.38	2	—	—	0
2000	—	—	0	—	—	0
1970-2000	1.81	32.76	228	-10.84	0.64	33

Source: Authors' own computations based on the sample described in the appendix. For data on institutional holdings, *Spectrum 3:13(f) Institutional Stock Holdings Survey*, published by Computer Directions Advisors, Inc.

^a First quarter of IPO.

(三) 分配方式：

表 9.3 顯示 1970 至 2000 年，以代銷之首次公開發行 REIT 約佔 14.5%³，此比率與所報導產業首次公開發行亦相差不多。其亦指出當以代銷首次公開發行，有最高高訂價者，意謂交易首日首次代銷之報酬約-10.84%，而包銷則為 1.81%。此結果顯示平均低訂價程度較以代銷之產業首次公開發行為大。於 REIT 市場，較之包銷首次公開發行，有較少法人機構投資於代銷首次公開發行。此或許可解釋代銷 REIT 首次公開發行之高訂價。

(四) 評價之不確定性：

1. 表 9.4 呈現 REIT 首次公開發行之交易首日報酬與法人機構平均持有股份，並以資產類型分類。在 1970 至 2000 年間，權益型 REIT 價格低訂價 1.2%，抵押權型價格高訂價，帶來首日-0.78%報酬，混合型首日報酬平均為-6.72%，但因混合型因樣本數過少（8 個），因此後面將不會著重在此類型。有趣的是，雖然法人機構在最近幾年在抵押權型之持有股份增加快速，但其持有權益型仍較抵押權型的為多。

表 9-4 平均首日報酬與 REIT IPOs 法人機構持有-資產類型(1970-2000)

	Equity REITs			Hybrid REITs			Mortgage REITs		
	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings
1970	—	—	0	—	—	0	-0.63	n.a.	1
1971	7.87	n.a.	3	—	—	0	-0.63	n.a.	1
1972	-20.32	n.a.	2	—	—	0	-0.88	n.a.	2
1973	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1974	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1975	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1976	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1977	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1978	—	—	0	—	—	0	—	—	0
1979	-2.44	n.a.	1	—	—	0	—	—	0
1980	-5.83	0.10	1	—	—	0	0.00	5.00	1
1981	—	—	0	—	—	0	8.50	4.50	2
1982	0.00	9.00	1	—	—	0	—	—	0
1983	0.00	0.00	2	—	—	0	-0.63	8.50	2
1984	-1.60	17.00	3	-2.50	8.00	1	-2.84	8.27	11
1985	-2.19	14.19	16	-1.25	16.00	1	-2.56	0.64	7
1986	-6.95	2.29	8	1.25	0.00	1	-2.56	0.64	7
1987	-4.58	13.01	4	—	—	0	-2.50	2.50	2
1988	-15.00	3.50	2	-0.63	5.50	2	-1.34	1.03	8

(continued)

³ 14.5%=33/228。

1989	-	-	0	-20	0.04	1	-11.25	0.15	2
1990	-20	0	1	-30	0	1	-23.75	0	1
1991	-0.25	10.28	3	-	-	0	-	-	0
1992	3.04	32.67	3	0	35	1	-0.84	22	2
1993	342	43.71	42	-	-	0	0	7.33	3
1994	1.47	36.85	44	-	-	0	-	-	0
1995	0.67	40.1	5	-	-	0	5.24	34.83	2
1996	-0.16	49.9	7	-	-	0	-	-	0
1997	7.92	44.65	18	-	-	0	7.87	43.33	7
1998	4.47	54.03	8	-	-	0	-1.64	38.88	9
1999	1.27	33.38	2	-	-	0	-	-	0
2000	-	-	0	-	-	0	-	-	0
1970-2000	1.2	34.14	176	-6.72	8.76	8	-0.78	15.74	63

2. Wang, Chan, and Gau (1992) 檢視 REIT 首次公開發行之訂價，在 1971 至 1988 年間 70 個可辨認的首次公開發行中，有 36 個敘明其全部或部分之持有標的，而其發現無明確標的之 REIT 首次公開發行，平均而言較有明確標的之價格來的高；這項證明也指出 REIT 價值的不確定性可能會導致首次公開發行將價格調高。

(五) 基金存續期間：

1. 財務文獻告訴我們，封閉型共同基金的股票價格可能會比基金擁有之股票價格低，這是因為當他們認為應該出賣共同基金股票時，投資人憂慮他們不能自由出售。因此，對共同基金決策沒有控制力的投資人，將會低估基金價格。
2. 有存續期間的 REITs (具有於未來某一明確期日將股份變現之計畫。) 用來保障其股份最後將以接近資產價格之金額變現。若投資人憂慮類似基金架構的 REITs 可能會將成本加諸於股東時，則他們應不大會擔心有存續期間者，這是因為其將在特定時間及地點出售全部的不動產。
3. 表 9.5 呈現的是在 1970 至 2000 年 41 個有存續期間 REITs，其交易首日報酬率為 -9.03%。這個實證似乎指出 REIT 首次公開發行之訂價行為不能以類似基金型態的架構來解釋。在這個表中，有許多法人機構參與 REITs，其中以永續經營的 REITs 為多；缺少了 REIT 股票市場主要參與者的注意，可能再次解釋了有存續期間 REIT 首次公開發行價格有大幅高估的現象。

五、 REIT 改變性質：1990 年前後 The Changing Nature of REITs: Pre-and Post-1990

表 9.1 清楚表示，1992 年後 REIT 證券發行劇增。Ling and Ryngaert (1997) 認為 REIT 首次公開發行首日低訂價與 1990 年後 REIT 組織與所有權架構的改變導致的較高價格不確定性有關，並且和較多法人參與有關。這些因素使得 REIT 首次公開發行必須訂定較低價格，以確保散戶繼續參與 REIT 首次公開發行的投資。

(一) 組織結構的改變：

1. 在 1986 年租稅改革法案以前，早期大多數的 REITs 啟用顧問公司以決定其管理與投資決策；然而在 1990 年後，REITs 逐漸成為追求策略上及長期利益的營運公司，其中的 UPREIT 結構，即整合合夥人投資與 REIT 所有權，內部管理下使 REIT 架構更接近營運公司。Ling and Ryngaert (1997) 辯稱，與 1990 年之前 REITs 相較，此種結構對公司價值會產生事前的不確定性。
2. 因為 1990 年後 REIT 類似營運公司，因此其訂價策略應與其他產業公司的 IPO 相仿。該推論雖然有道理，但仍無法解釋 1990-2000 年間，REIT IPO 平均首日報酬

Table 9.5 Average Initial-Day Return and Institutional Holdings of REIT IPOs, by Duration (1970-2000)

	Infinite-Life REITs			Finite-Life REITs		
	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings	Average Initial-Day Return (%)	Average Institutional Holdings (%) ^a	Number of Offerings
1970	-0.63	n.a.	1	—	—	0
1971	3.00	n.a.	6	—	—	0
1972	-4.55	n.a.	10	—	—	0
1973	-7.32	n.a.	6	—	—	0
1974	—	—	0	—	—	0
1975	—	—	0	—	—	0
1976	—	—	0	—	—	0
1977	—	—	0	—	—	0
1978	—	—	0	—	—	0
1979	-2.44	n.a.	1	—	—	0
1980	-5.83	0.10	1	—	—	0
1981	0.00	5.00	1	—	—	0
1982	5.67	6.00	3	—	—	0
1983	5.00	0.00	1	-5.00	0.00	1
1984	-1.21	13.60	5	-2.50	8.00	1
1985	-1.13	18.23	15	-3.90	4.36	13
1986	-2.48	2.39	9	-7.14	0.19	7
1987	-4.58	14.26	4	-2.50	0.00	2
1988	0.00	2.40	7	-8.40	2.16	5
1989	—	—	0	-14.17	0.11	3
1990	—	—	0	-24.58	0.00	3
1991	-1.88	12.00	2	3.00	6.85	1
1992	1.83	34.40	5	-1.67	5.00	1
1993	3.27	42.20	44	0.00	1.00	1
1994	4.02	39.61	41	-33.33	0.00	3
1995	1.98	38.59	7	—	—	0
1996	-0.16	49.90	7	—	—	0
1997	7.91	44.28	25	—	—	0
1998	1.23	45.95	17	—	—	0
1999	1.27	33.38	2	—	—	0
2000	—	—	0	—	—	0
1970-2000	1.94	34.24	220	-9.03	2.19	41

Source: Authors' own computations based on the sample described in the appendix. For data on institutional holdings, *Spectrum 3:13(f) Institutional Stock Holdings Survey*, published by Computer Directions Advisors, Inc.

^a First quarter.

2. 36%相較於產業公司之 23.8%高報酬。

(二) REIT 股份之所有權：

1. REIT 股份之所有權會隨著時間經過而轉移，如許多法人機構投資者於 1990 年後持有 REIT 股票多於 1990 年前（詳細內容請參閱第六章—法人機構投資者的影響）。在此可合理地推論：1990 年後低訂價的原因，乃因法人機構投資者的增加。
2. 然而，我們再度懷疑 REIT 首次公開發行市場法人機構的增加真的能解決市場問題。在 1990 年代，購買 REIT 首次公開發行股票之投資人較其他產業的為多；但在此階段，REIT 首次公開發行首日報酬為 2.36%，仍較其他產業的（23.80%）為低。因此，法人機構投資者的增加並無法完全解釋 REIT 與非 REIT 首次公開發行行為之差異。

六、我們學到的課題 The Lesson We Learned

- (一) 1970 至 1989 年投資人於 REIT 首次公開發行市場蒙受損失，沒有人了解為何 1990 年以前 REIT 首次公開發行市場溢價發行；而產業首次公開發行市場以折價方式吸引投資人。對此 Wang, Chan, and Gau (1992) 認為係因市場無效率，以及多積極侵略性地出售給資訊不充分且不瞭解其股票價格的投資人所致。
- (二) REIT 首次公開發行市場在 1989 與 1990 年停滯，此時沒有任何的 REIT 首次公開發行出現。2 年的停滯期過後，開始出現新種類的 REIT，而其帶給 REIT 首次公開發行市場爆炸性的成長，並使法人機構投資者大量進駐。Martin (1997) 提到在這段期間許多退休金發起人也加入 REIT 股票成為其投資組合，而投資人對許多 REIT 多支付 20% 至 40% 之價格參與。
- (三) 當許多參與者相信新型 REIT 就能夠解決產業面對的問題時，事實上並非如此，自 1999 年後 REIT 首次公開發行便又出現減緩現象。以此判斷，組織結構的改變及法人機構投資者之參與並不能解決問題。
- (四) 表 9-1 於 1970-1979 年 REIT 首次公開發行與產業公司首次公開發行平均首日報酬分別為 -3.1% 及 9.0%，利差達 12.1%。該利差於 1980-1989 年達到 18.44%；1990-2000 年達到 21.44%。
- (五) 我們相信，隨著法人機構投資 REIT 者增加，取得資料會越來越容易，並可能協助減緩 REITs 與其投資人之間資訊不對稱關係。此外，若讀者在 REIT 首次公開發行不能夠獲得與其他產業一樣的報酬時，那麼你應該在過一段時間後才去買在股票市場上的 REIT 股票。

七、首次公開發行之後的價格表現 Price Performance Following IPOs

- (一) Wang, Chan, and Gau (1992) 認為 REIT 首次公開發行之股票表現，在第 2 至第 190 天時與非 REIT 公司一致，其於 IPO 後的 190 天交易日表現不如市場。然而 Ling and Ryngaert (1997) 卻發現，1991 至 1994 年 REIT 首次公開發行在前 100 個交易日並沒有表現不如市場。
- (二) 圖 9.5 描繪出 261 個 REIT 首次公開發行於前 200 天的累積報酬績效表現。由

圖可看出 261 個 REIT 首次公開發行並沒有表現突出，其報酬率只有約 3%；然而，若投資人以相同金額投資於市場指數（其包括了 NYSE、Amex 及 Nasdaq 等所有進行交易的股票），他們將能夠收到約 17% 的報酬率。由此可知，由於首日低報酬及最初 200 個交易日不顯著的報酬表現，投資 REIT 首次公開發行並非是個好主意。

(三) 然而 Shelor and Anderson (1998) 在首次公開發行後檢驗 REIT 營運績效的改變，發現正面的訊息，認為 REIT 首次公開發行後，資產價格會增加。惟不同於其他學者，作者二人則是以 ROA 與選取財務表現的方式。然而，為何 ROA 的進步無法轉換到股價的進步，尚待進一步驗證。

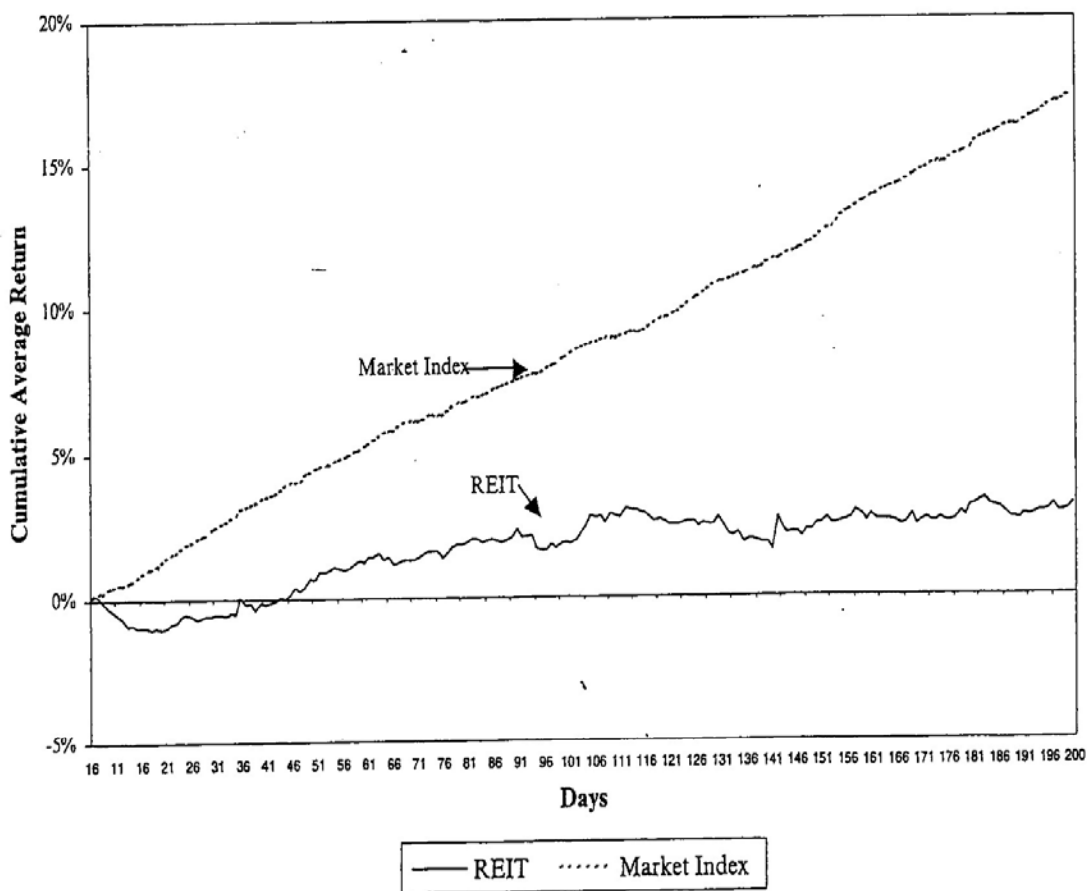


Figure 9.5 Long-run Performance of REIT IPO

八、REIT 證券之再次發行 Secondary Offering

本章前面說過，由於高股利分配與不動產資本密集特性，故 REIT 必須從事資本增加的活動。REIT 因公開化且其利益自資本市場取得，因此必須定期地支付額外的資本。承襲前章探討 REIT 發行債券活動，以下並將注意力轉向探討 REIT 的股權(equity)

再次發行 (SEOs)。

(一) 再次發行之活動：

1. 表 9.6 與圖 9.6 顯示 1982 至 2000 年之 REIT 股權與債券再次發行。與 REIT 首次公開發行相似，當 REIT 首次公開發行在 1994 年減少時，股權再次發行在 1990 年後激增，REIT 基金仍是透過再次發行增加；其於 1994 年的 99⁴個發行量，到 1998 年到達頂峰的 457⁵個。
2. 由圖 9.6 可看出，REIT 債券發行量在 1995 至 1999 年巨幅增加，Donohue (1999) 描述 1995 至 1997 年間，有強烈績效的 REITs 取得良好信用評等並因此進入公債市場。
3. 在研究 REIT 財務方面，Hsieh, Poon, and Wei (2000) 時間鎖定於 1965 年至 1992 年，比較 REITs 與其他產業的財務型態，發現 REITs 欲增加資本時，常常會用短期負債與普通股，而非長期負債及可轉換負債。此外當與需繳稅之公司比較時，REITs 對資金需求較少使用負債融資；也就是說，他們發現 REITs 相較其他產業，常使用普通股進行融資。
4. 比較表 9.1 及 9.6，REITs 在 1994-1998 年再次發行市場較依賴股權甚於負債，以滿足其資本需求。惟需留意 1990-2000 年再次發行市場較依賴負債甚於股權之趨勢。
5. 在 1999 年首次公開發行降溫，但股權再次發行卻有顯著的增加。投資者在他們願意加入市場前，可能需要的是更多 REIT 首次公開發行的資訊。

⁴ 99=52+47。

⁵ 457=297+160。

Table 9.6 Secondary Offerings of Equity and Debt Securities by REITs
(1982–2001)

	Secondary Equity ^a		Secondary Debt ^b	
	Number of Offerings	Total Capital Raised (\$ millions)	Number of Offerings	Total Capital Raised (\$ millions)
1982	5	115	1	5.0
1983	15	438	4	150
1984	8	173	4	1,125
1985	17	413	13	1,066
1986	17	624	26	2,841
1987	15	733	23	1,562
1988	13	785	11	910
1989	15	722	8	644
1990	8	389	6	494
1991	20	786	7	694
1992	24	1,055	25	4,541
1993	50	3,856	41	5,135
1994	52	3,945	47	3,600
1995	92	7,268	94	4,233
1996	139	11,201	80	5,081
1997	292	26,378	145	12,597
1998	297	19,354	160	17,774
1999	100	6,444	103	10,477
2000	42	2,834	72	7,542
2001 ^c	60	4,515	36	8,170

Source: Data from various issues of *Statistical Digest*, published by NAREIT, and NAREIT's website, <http://www.nareit.com>.

^aIncludes common share offerings and preferred share offerings.

^bIncludes unsecured debt offerings and secured debt offerings.

^cAs of October 31, 2001.

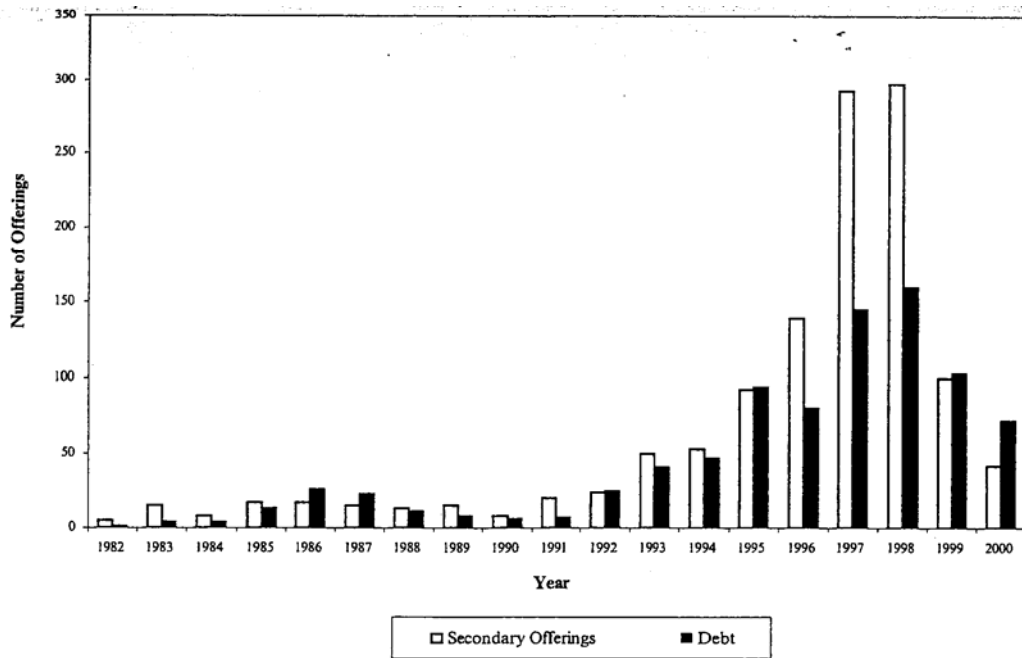


Figure 9.6 Secondary Equity and Debt Offerings

(二) REIT 股權再次發行之表現：

1. 檢視財務文獻顯示股票市場，一般而言，投資人就需繳稅之產業公司，對股權再次發行回應是負面的。可能權益發行之公布似乎在市場傳達負面的資訊，另外投資人認為公司經理人只有在其相信公司股票高估時，才會授權新股權銷售。
2. 雖然投資人對 REIT 股權再次發行之公布反應亦為負面，但 REITs 股價下跌量卻是比其他產業的要小，這可能是因為 REITs 必須常常為資金而接觸市場，因此使其證券發行量較其他產業的可預測。

(三) 哪一種 REIT 應使用股權再次發行？

1. Ghosh et al. (1999) 發現當標的發行量較大，且被大規模或較大內部管理所有權 REITs 所提出者，投資人會對 REITs 股權再次發行有負面的反應。然而這種負面的反應，能被股權再次發行時使用有聲譽承銷機構的 REITs 所緩和。其中，REITs 結構與其標的類型對股權再次發行似乎沒有價格上的影響，Ghosh, Nag, and Sirmans (2000) 亦認為若 REITs 有高度法人機構所有者或為聲譽較低的承銷機構所保證者，REITs 股權再次發行將會低訂價。
2. 此外，Hsieh, Poon, and Wei (2000) 提出，REITs 於股權再次發行之前的股價越高時，投資者對該公告的反應越不好；可理解的是，投資人傾向推測經理人相信 REITs 股票是過高訂價，並且他們欲利用這個情況進入市場。Ghosh, Nag, and Sirmans (1997) 也分析股權再次發行前後之 REITs 股票市場價格表現，其發現有再次發行的 REITs 表現勝過其他的 REITs；可理解的是，REITs 經理人可能會選擇 REITs 的良好表現及成長前景的時機發行股票。
3. 總之，一旦投資人感覺 REIT 管理者欲發行新股權資金以進入熱絡的市場情況（該

市場對 REIT 未來充滿過度自信之情況)，則投資人將藉由減少股票價格以重新評估 REIT 現有價值。如他們相信 REIT 再次發行是為了作有利潤的投資，以提高 REIT 價格等原因，投資人可能會有不同反應。然而，除非外來投資人擁有與經理者相同的資訊，否則其很難知道 REIT 再次發行是為了作有利投資。在此情形下，有聲譽佳的承銷機構參予將減少此資訊落差。因投資人可能信賴承銷機構對 REIT 再次發行的詳細檢視(due-diligence)。

九、首次公開發行與股權再次發行之連結 Link Between IPOs and SEOs

(一) 到目前為止，首次公開發行低訂價與股權再次發行連結之實證分析並無具體結論。最近的研究如 Ghosh, Nag, and Sirmans (2000) 實證 1992 至 1996 年首次公開發行與股權再次發行之關係，而發現以下幾點：

1. 於首次公開發行訂價低的 REITs，股權再次發行出售較快。
2. 首次公開發行低訂價愈多的 REITs，透過首次公開發行與股權再次發行的組合，導致較大的資本募集。
3. 首次公開發行低訂價的 REITs，股權再次發行亦會低訂價。
4. 首次公開發行之低訂價並不會減緩與最初股權再次發行有關之評價損失。

換句話說，實證結果指出訂價低的首次公開發行 REITs，可能會盡速返回市場，以藉由透過首次公開發行的有利資訊獲取資金。因投資人對首次公開發行有好感，就會對同一 REITs 之股權再次發行有所偏好。

- (二) 1. REITs 經理人對於權益證券之訂價策略可能會縝密地思考，除非投資人有其他相信的理由，不然當發行新權益證券時，都會傾向降低 REIT 股票價格。
2. 在首次公開發行階段將 REIT 股票訂低價，對投資人會有好感，並對 REIT 股票會更有信心。若這個經驗能夠使投資人對 REIT 再次權益發行有正面思維，則使 REIT 首次公開發行成功，並於再次權益發行取回可能的損失。
 3. 實證成果指出，應需同時考量二者，才能夠使發行證券利潤極大。

十、我們學到了什麼？What We Have Learned?

1. 1990 年之前，若你投資 REIT 首次公開發行，你可能看到的是交易首日的價格滑落 3.1%。
2. 然而，1990 年之後的 REIT 首次公開發行與 1990 年之前的不同。我們看到的是在交易首日，價格小幅上漲了 2.4%。
3. 若我們考慮 1970 至 2000 年間全部的 REIT 首次公開發行，交易首日之價格上漲只有 0.2%，然而在同樣的期間，其他產業的首次公開發行卻有 18.5%。
4. 雖然在 1990 至 2000 年 REIT 首次公開發行之平均報酬率轉為正值，但交易首日的報酬，仍遠低於其他產業的首次公開發行。從這個觀點判斷，並非是 REIT 組織結構改變，也非更多的法人機構投資者存在於 REIT 市場，等二者協助增加 REIT

首次公開發行之績效。

5. 誰買賣 REIT 首次公開發行，對其績效是重要的。REIT 首次公開發行伴隨著更多的法人投資者，以及由高聲譽的投資銀行提供保障，較為其他 REIT 首次公開發行表現的好。
6. 雖然在 1993 年之後只有少數的發行量，投資人仍應嘗試避免有期限的 REIT 或代銷的 REIT 首次公開發行。
7. 經驗告訴我們，REIT 首次公開發行達到高峰，是在法律的改變影響了 REIT 組織結構時。在這個情況下，顯示出下一個 REIT 首次公開發行的高潮將可能是在 2001 年 REIT 現代法案生效產生影響之後—在 2003 年左右。
8. 投資人對於 REIT 股權再次發行會做出不好的反應；實證指出，REIT 經理人能夠發展出一套 REIT 首次公開發行之訂價策略，而這將與規劃中的股權再次發行有關，以最小化權益增資之成本。

十一、結論 Conclusions

- (一) REIT 股票市場中法人機構投資者的增加並運用良好生產技術，導致 1990 年後產生出更多的資料，以及關於不動產業高品質的研究。這些改變（如投資人擁有更多資訊、更多市場資訊公開、更高流動性等）將有助減緩 REIT 價值的資訊不對稱。
- (二) 此外，新型 REIT 越來越像營運公司，因此類似基金的組織結構的舊式 REIT 於未來將不太重要。隨著這些改變，不久的將來我們相信 REIT 首次公開發行的投資，將與投資於其他產業公司首次公開發行相似。然而在此出現之前，我們建議投資人會嘗試不在首次公開發行市場上購買 REIT 股票。
- (三) 1. 我們瞭解到香港不動產首次公開發行之價格表現，與非不動產公司的首次公開發行相同，而這有三個原因：
 - (1) 香港的傳媒對於不動產公司較其他型態公司為注意。
 - (2) 香港投資人投資不動產公司者為多數。
 - (3) 香港不動產公司本質偏向營運型態。
2. 我們相信，一旦 REITs 開始呈現出與香港不動產公司相同特徵時，REIT 與非 REIT 的首次公開發行在報酬上的差異將會消弭。

讀後心得：

- (一) 本章探討 REITs 的發行，發行分為首次及再次兩部分；再次發行又分為權益及債券兩部分。綜合 REITs 的發行，1990 年之前交易首日-3.1%。1990 年之後雖上漲了 2.4%。但相較於 1970 至 2000 年間其他產業的 18.5%，其獨特之處簡言之即報酬不佳。
- (二) 故文中一再地質疑有誰會投資於 REITs 的發行。而比較國內的情形，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。
- (三) 國外經驗決定報酬因子雖然眾多，重點似在於法人投資比例。國內如富邦一號 IPO，58.3 億募集金額中，有多家外資機構、本國大型企業參與，總金額超過 10 億元。至外資及確切持有比例，因受益證券採無實體交割，資料在集保公司，尚無法明確統計。有待進一步分析。
- (四) 我國 REITs 先有標的，感覺發起人之 asking price 影響估價之發行價額有高估之虞。故會有改以先有基金再有投資標的，轉向 offering price，是否對投資人較有保障的想法。惟此篇卻顯現 specified 之資產類型反而高估；惟不知是否仍因法人對此類型投資較少有關。
- (五) 我國 REITs 皆以永續基金為主，如為有期限則屆時轉讓之價格將對 IPO 之價格重新檢視。正因永續基金為主，反正未來不太可能有轉讓價之衝擊，感覺發起人較敢高估。惟此篇卻顯現有限期之資產類型反而高估；惟不知是否仍因法人對此類型投資較少有關。

課堂討論

張老師：

1. 國內不動產投資信託基金雖多聲明永續，但實際上未來仍有處分可能。如美國持有期間多 7-8 年，該期間收益之掌握即需配合契約租金或經濟租金之邏輯。
2. 相較於美國 IPO 及後續報酬分析表現，國內 IPO 後的表現整體而言似屬穩定；惟未來有賴類似的實證分析。國內目前尚無 SEOs，外來發展仍可觀察。