

台灣不動產投資信託之表現與投資組合

鄭佩宜* 張金鵬** 白金安***

摘要

國內不動產投資信託發行至今(96年)已屆兩年,從各檔 REITs 上市造成大量的超額認購的盛況顯示,REITs 顯然將成為一項重要的投資工具。但國內缺乏市場實際表現的討論,因此本研究針對國內施行狀況進行研究。在各檔績效表現方面,以富邦二號與國泰二號表現較佳,三鼎與基泰之星之表現則略顯較差,而且各檔均無顯著的股價蜜月期。在整體 REITs 市場方面,透過 T-REITs 指數的建立與指數走勢,得知目前國內 REITs 整體呈上升的趨勢;而於流通情況方面大致在新 REITs 上市當日,有相對較高的成交量之外,整體而言國內 REITs 週轉率明顯低於大盤與營建股;在報酬與風險方面,顯示 T-REITs 是具有低風險、穩定報酬特性的投資標的。

本文檢驗 T-REITs 加入投資組合之可行性,由相關係數分析得知,T-REITs 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,且 T-REITs 與其他股票走勢的相關性低,乃是分散投資組合風險的有效途徑。另外,由共整合檢定結果顯示,T-REITs 指數與大盤指數以及 T-REITs 與營建股價指數之間,均無共整合之均衡關係存在,表示投資人可達到投資分散風險之目的。整體而言,國內 REITs 是一項值得加入投資組合的商品。

關鍵詞：不動產證券化、不動產投資信託、REITs、績效表現、投資組合

* 國立政治大學地政學系碩士生, E-mail: 94257020@nccu.edu.tw。

** 國立政治大學地政學系教授, E-mail: jachang@nccu.edu.tw。

*** 國立屏東商業技術學院副教授, E-mail: chinan@npic.edu.tw。

一、前言

近年來「不動產證券化」陸續於全球金融體系中蓬勃發展，學術上對於不動產證券化，特別是不動產投資信託¹方面，於各國均有廣泛的討論，尤其是將不動產證券化納入資產配置方面之實證研究(Booth,2002; Glascock,2002; Lee and Stevenson,2005; Waggle et al.,2004)。台灣第一件不動產投資信託案件「富邦一號」於94年2月募集完成，並於同年3月10日上市，台灣不動產投資信託商品(以下簡稱REITs)發行至今已屆兩年，一般社會投資大眾與法人機構對於投資REITs的需求逐漸興起，然而目前國內針對REITs的相關討論中，於法令面、制度面討論者甚多，針對市場實際表現之討論則顯相當缺乏。就投資觀點而言，資訊的取得是影響投資需求以及資產配置的關鍵因素²，惟目前針對不動產證券化市場實際狀況之研究實為少數，並且現今有關不動產證券化之相關資料分析稍嫌零散，而缺乏統一且宏觀之指標或數據。因此，造成一般大眾投資者不容易直接且深入瞭解其運作狀況，而無法以有系統且明確之思維分析此產品。據此，不論自學術抑或實務上之角度而言，針對不動產證券化於國內施行的狀況進行研究，均有其必要性。

不動產證券化市場目前的重要課題為，台灣目前已上市之各檔REITs之表現情況為何？台灣REITs市場的整體表現情形為何？但均未被加以深入討論，因此本文認為對於目前上市之各檔REITs以及整體REITs市場進行實質上的分析研究，有其相當之必要性。另外，某股票漲或跌等類似之資訊於股票市場中所常見，此乃表達個別股票或各檔REITs之股價變動狀況，但欲瞭解整體市場的走勢與概況，則必須透過一個綜合性且能代表整體股價水準變動情形的指標來表達，如美國NAREITs指數、日本東證J-REITs指數等，均可正確地反映該國REITs市場之情況。台灣除上述富邦一號外，尚有多檔REITs發行，截至96年2月共計七檔REITs掛牌上市，惟如前述，目前仍缺乏REITs相關整體市場性之指標，使得投資人不免明確掌握國內整體REITs之市況，而無相關投資參考之據，因此，建立能反映台灣REITs市場之指標，顯然有其必要性與正當性，故本研究欲編制T-REITs指數，盼能提供投資者參考，進而降低資訊取得成本，促進市場之效率。

此外，台灣REITs的發展除了受政府推動之原因外，主要更由於其他投資商

¹ 不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts)，構想源自共同基金(Mutual Fund)，以證券化方式來表彰不動產的價值，證券發行後可以在次級市場上交易流通，投資者可隨時在集中市場上或店頭市場上買賣證券，有助於資金的流通，消除了過去不動產流通性及變現性不佳的問題。其證券化形式主要為股票或受益憑證，依組織方式之不同而有所差異，因此募集而來的基金本身非課稅之主體，然其機構之組織方式、資產內涵、收益來源、收益分配等需符合嚴格規定，而投資人則可依本身之條件，於證券市場選購合適之證券參與不動產投資。

² 翁偉翔、張金鵲、陳明吉(2003)指出有相當比例的投資人者，對於市場上不動產證券化之市場資訊認為不夠充分，並指出提供更詳細的產品介紹，以及證券化相關知識，將是刺激潛在需求的方法。

品吸引力不足之需求面因素，而促使台灣 REITs（以下簡稱 T-REITs）市場的發展。因此，本文欲瞭解 T-REITs 納入投資組合資產配置之可行性，於投資組合理論之基礎下，針對目前台灣發展狀況，探討 T-REITs 與其他股票表現之差異及互動關係，並分析 T-REITs 是否可以降低投資組合風險，而獲得多元化投資效益。

本文分為五部分，除第一部份為前言外，第二部分為相關理論與文獻回顧，第三部分為研究資料與國內各檔 REITs 之績效表現，第四部分為台灣不動產投資信託（T-REITs）指數之建立與表現評估，第五部份為 T-REITs 納入投資組合之可行性，最後為結論。

二、理論與文獻回顧

（一）績效表現衡量

投資人於投資決策過程及投資績效之自我評價時，所關切的不僅是投資所獲取之報酬，同時也在意欲獲得該報酬所須承受之風險。最簡單的績效衡量方式乃是以報酬率來表示，但此種方式缺乏風險之考量，不僅無法正確反映該投資之績效表現，更無助於投資人選擇合適的投資組合。因此，有學者提出各種不同的績效衡量方式（Sharpe, 1966），以資本資產定價模型³為基礎，用風險對報酬率作調整，故稱風險調整績效（risk-adjusted performance）。傳統上，Sharpe Ratio 為主要的衡量指標之一，Sharpe Ratio 表示承擔每單位風險（標準差）所得到的超額報酬，指標值越大代表績效越好，其計算公式為：

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i} \dots\dots\dots (1)$$

其中， $\overline{R_i}$ ：投資之報酬率， $\overline{R_f}$ ：無風險利率， σ_i ：投資報酬率之標準差，

Redman and Manakyan（1995），以 Sharpe Ratio 指標衡量 48 檔 REITs 之績效；Howe and Shilling（1990）、Joseph et al.（2004）也以 Sharpe Ratio 等方法來衡量 REITs 之績效表現；Graeme et al.（2005），也以此指標來衡量 REITs 與不動產類股表現。上述文獻均將風險調整後之績效衡量方式，應用於 REITs 或不動產類股之討論上。

此外，Ibbotson（1975）指出初次上市發行股票（IPO）上市後通常享有顯著異於零短期超額報酬之實證結果，自該篇論文問世後，IPO 短期超額報酬現象及其成因，乃受到世界各國學者廣泛的注意與重視。IPO 出現超額報酬的反常現象，在學術的財務金融文獻中已有相當的引證，然而過去亦有研究認為，IPO 出

³ 資本資產定價模型（capital asset pricing model, CAPM），乃是用來說明市場上的價格是如何被決定的，模型的主要貢獻在於界定個別資產和市場報酬之間風險與報酬之替代關係。（鍾惠民、吳壽山、周賓鳳、范懷文，2006，財金計量，臺北市：華泰文化事業公司。）

現超額報酬的現象，在 REITs 這項資產中並無被發現 (Wang, Chan and Gau, 1992; Balogh and Corgel, 1992)。而本文欲針對台灣目前上市 7 檔 REITs IPO 進行檢驗，驗證其與過去研究結果異同之處。

(二) REITs 指數

美國國家不動產投資信託協會 (NAREITs) 建立 REITs 指數，該指數是目前唯一包括全部在紐約證券交易所、納斯達克和美國證券交易所上市交易 REITs 的綜合指數。NAREITs 除了提供綜合的 REITs 指數之外，也提供權益型 (Equity REITs)、抵押型 (Mortgage REITs) 及混合 (Hybrid REITs) 的 REITs 指數，上述指數均以 1971 年 12 月 31 日為基期，基期指數設定為 100。另外，於 2000 年 1 月，NAREITs 也選出 50 檔 REITs，運用此 50 檔 REITs 之股價編製 NAREITs Real Estate 50 指數。其中，NAREITs 指數之計算方式為：

$$Index_t = Index_{t-1} \times (1 + R_t) \dots\dots\dots (4)$$

$$R_t = \frac{\sum_{i=1}^n [(P_{i,t-1} \times N_{i,t-1}) \times R_{i,t}]}{\sum_{i=1}^n (P_{i,t-1} \times N_{i,t-1})} \dots\dots\dots (5)$$

其中， n ：公司數目， R_t ：當日收益率， $P_{i,t-1}$ ：公司在前日之股價， $N_{i,t-1}$ ：公司在前日之股數。

在亞洲方面，日本東京證券交易所於 2001 年 9 月開設 J-REITs 市場，日本的 REITs 相關指數，有由日本住友信託基礎研究所建立的 STBRI J-REITs 指數，此指數乃以 J-REITs 全部之股票為對象，於 2004 年 10 月公布。基本上，其與美國 REITs 代表之指數—NAREITs 指數算出之方法相同。除此之外，最能代表 J-REITs 市場的指數應為東京證券交易所於 2003 年 4 月公布東證 REITs 指數 (J-REITs 指數)，就上市於東京證券交易所之全部 REITs 股票為對象，J-REITs 指數的建立與東證股價指數 (TOPIX) 採相同之算出方法⁴，均使用為資本加權的方式計算。J-REITs 指數以 2003 年 3 月 31 日為基期，基準時的市價總額為依 2003 年 3 月 31 日之收盤價算出之市價總額為準，基期指數設定為 1000，於 2003 年 4 月 1 日首次公布。計算方式為⁵：

⁴ 東證股價指數，表示東證市場第一部市價總額動向之股價指數，以於東證市場第一部中所交易之全部商品為計算對象，其計算公式為：TOPIX = (本日東證市場第一部之市價總額 ÷ 基準市價總額) × 100。資料來源為東京証取引所，http://www.tse.or.jp/topix/topixs/topix_organization.html。

⁵ 資料來源為東京証取引所，<http://www.tse.or.jp/topix/reit/index.html>。

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{i,t} \times N_{i,t})}{\sum_{i=1}^n (P_{i,0} \times N_{i,0})} \times 1000 \dots \dots \dots (6)$$

其中， n ：公司數目， $P_{i,t}$ ：公司在該日之股價， $N_{i,t}$ ：公司在該日之股數， $P_{i,0}$ ：公司在基期之股價， $N_{i,0}$ ：公司在基期之股數， $\sum_{i=1}^n (P_{i,0} \times N_{i,0})$ ：基值。

美國 NAREITs 指數、日本東證 J-REITs 指數，均可反映該國 REITs 市場之情況。台灣目前亦有多檔 REITs 發行，但是卻仍然缺乏此類指標，國內過去在討論 REITs 表現方面，大致以台灣營建類股資料作為 REITs 資料之替代，或以美國 REITs 資料為研究檢定的客體，作為台灣 REITs 表現之參考指標，亦即由於國內缺乏此類指標之情況下，造成過去學術上研究有不足之處。因此，本文參考美日之 REITs 指數以及台灣發行人加權股價指數之編制情況，進行編制 T-REITs 指數，並透過指數的建立，衍生更廣泛之討論與研究。

(三) 投資組合理論與相關研究

馬可維茲 (Markowitz,1952) 提出現代投資組合理論的主要意涵為，透過資產間的組合，使相同的報酬水準下降投資風險，或相同的風險下提高投資組合報酬，亦即認為投資者可以藉由增加投資相關係數較低之標的，以降低投資組合風險，獲得多元化投資效益。可利用平均數—變異數準則 (MVC) 進行投資分析，MVC 模型之意涵為「同一風險水準下，投資者希望期望報酬率愈大愈好；而在同一期望報酬率下，則希望風險愈小愈好。」，符合條件之效率投資組合，即構成投資機會集合，且此集合所構成的曲線稱為效率前緣 (Efficient Frontier)。而效率前緣之曲度，會隨著投資組合中標的報酬率標準差及標的間之相關性不同而有所差異。投資人利用代表其偏好之效用函數與效率前緣，來決定最適的投資組合，且最適投資組合是在效率前緣上。而多元化投資乃是為了降低不必承擔的風險，若是資產之間的相關係數太高時，表示投資組合並沒有發揮降低風險之效果，因此在進行投資組合分析時，應慎選彼此之間相關係數愈小之資產，以達到多元化投資的利益 (diversification benefits)。

在 REITs 的商品特色方面，Lowy(1999)認為 REITs 相較於傳統方式投資不動產，其優勢主要在於 REITs 的市場流通性高且具有多樣化的產品選擇，提供小額不動產投資者作為投資組合工具，分散不動產投資風險以及具有穩定並定期的收益分配。Hudson Wilson、Fabozzi、Gordon (2003) 認為將不動產加入投資組合有助於提升投資組合績效。個人投資人對於投資不動產往往有所遲疑，乃因投資不動產須經歷複雜且冗長評價過程以及不動產流動性不佳等問題，然而因為 REITs 的興起，將不動產轉化成證券型式，從此投資人得以毋須面臨投資實質不動產之困擾，藉由投資 REITs 參與不動產市場投資，

以擴大其投資範圍，獲取提升投資績效機會。另外，張金鶚(2004)討論 J-REITs 報酬和風險，指出若依據東證 REITs 指數、東證マザーズ指數、東京日經 TOPIX 指數、不動產業股票指數等各家指數相比，得到結果為東證 REITs 指數的標準偏差最低，得到 J-REITs 為一有穩定收益及低風險的投資商品。上述研究均指出 REITs 確實存在著產品優勢。

此外，REITs 市場與其他市場之間是否有互動關係，對於一些投資人的投資決策而言具有相當程度的影響。Li and Wang (1995) 利用共整合檢定方法討論 REITs 與股票市場之間的關係，並指出二市場間有共整合關係，Ling and Naranjo (1999) 針對美國不動產市場與股票市場之間是否具有關係作實證研究，研究結果發現 REITs 和股票市場之間是具有整合關係的，且整合程度在 1990 年代大幅增加。Patrick Wilson、John Okunev (1997) 研究 REITs 與 S&P500 之間的關係，結果指出兩者具有共整合的關係存在。陳或如 (2005) 檢驗 2003 年 4 月到 2004 年 9 月間美國、澳洲、日本以及新加坡的不動產投資信託對於投資組合多角化的影響，利用共整合方法來檢驗其各市場間長期經濟上的關連性，研究結果指出，在研究期間內此四國的 REITs 市場與股票市場，均不具有共整合關係，並說明將 REITs 加入投資組合中，可以獲得多角化利益。綜合以上，若 REITs 市場與其他市場之間確有關係存在，則各資產之間將產生替代性，且各資產的價格也會彼此交互影響，造成相關市場的價格波動，此時若投資人同時投資於此二市場，其所能獲得的分散風險效果將會相當有限；但若此二市場之間並沒有關係存在，亦即分散資金投資於不同市場，將可為投資人帶來顯著的分散風險效果。

在將 REITs 加入資產配置方面，NAREITs 指出 REITs 提供吸引人的風險/報酬，REITs 的收益與其他投資商品的關聯在過去 30 年已經減弱，將 REITs 加入投資組合中不僅可以增加投資組合的多樣性，並且可以增加報酬或降低風險。Sowden and Young(1997)認為 REITs 相對於股票市場的波動性較小且法定配息高，故能在資本市場佔有一席之地，而且由於 REITs 與其他股票相關性很低，對於加入投資組合來說，是一項很吸引人的投資工具；此外，雖然 REITs 與股票市場是低相關，但是呈現正相關，這代表當股票市場下跌時，REITs 亦會小幅下跌，但股票市場上漲時，REITs 可能會上漲。Chen, Jun., Peiser, Richard(1999) 利用 REITs 和 S&P 500、S&P Mid-Cap 400 指數，比較 REITs 和大盤指數的變化，指出所有 REITs 的 Beta 值都很低，顯示受大盤的影響程度很低。Hendershott and Sanders(1990)發現 REITs 的投資報酬高低受到通貨膨脹風險影響甚大，而不同 REITs 類型之間其避險程度也不同，但整體而言 REITs 的投資風險，相較於其他股票投資則顯得較低。Glascok (2002)也檢視了 REITs 報酬與通貨膨脹率的關係，結果顯示 REITs 與通膨呈反向關係僅是一個表象，支持了 REITs 在投資組合裡，是一個相當有用的通膨避險工具。Lee and Stevenson(2005)研究了 REITs 在資本市場投資組合裡的吸引力。研究指出 REITs 可以提供改善投資組合的能力，當投資 REITs 的期限愈長利益愈多，投資 REITs 的主要利益乃是 REITs 能展現多角化利益的特質，增加投資組合的報酬或降低風險。

綜觀各國過去對於不動產證券化的相關研究，討論甚廣。其中有針對 REITs 商品特性進行研究者，亦有將現代投資組合理論(MPT)運用於資產配置的議題，包括將 REITs 加入各種有價證券、不動產等權益證券與固定收益商品之組合，討論風險分散效果者。由以上國內外相關文獻可發現，將 REITs 加入投資組合將使投資組合更有效率；然而在國內 REITs 是否會得到與國外相同的結果，這也將是本研究所欲探討的問題之一。

三、各檔 REITs 資料說明與表現分析

(一) 研究資料說明

台灣目前已有多檔 REITs 發行，截至 96 年 2 月底有七檔 REITs 掛牌上市上櫃，故本研究以 94 年 3 月發行的富邦一號、9 月發行的國泰一號與 12 月發行的新光一號、95 年 3 月發行的富邦二號、6 月發行的三鼎、8 月上櫃之基泰之星與同年 10 月發行的國泰二號，共計七檔 REITs 為研究對象，如表一所示。本文研究期間從 94 年 3 月 10 日至 96 年 2 月底。本研究報酬率、市值與收盤價資料取自「台灣經濟新報資料庫」之「台灣財經資料庫」。

表一 台灣證券交易所上市(櫃) REITs

名稱	編號	上市(櫃)日期	市值(億元)	佔 REITs 的總市值百分比
富邦一號	01001T	94.03.10	80.9 ⁶	14.9%
國泰一號	01002T	94.10.03	139.3	25.7%
新光一號	01003T	94.12.26	113	20.9%
富邦二號	01004T	95.04.13	73.02	13.5%
三鼎	01005T	95.06.26	38.5	7.1%
基泰之星	01006T	95.08.14	24.7	4.5%
國泰二號	01007T	95.10.13	72	13.3%
總計			541.42	100%

(二) 各檔 REITs 資料說明與表現分析

1. 各檔 REITs 績效表現

若僅以股價報酬率作為績效衡量方式，顯然缺乏風險之考量。在風險方面，本文使用 Beta 值來衡量各檔 REITs 相對於大盤指數報酬的系統風險，Beta 值越大的個檔，系統風險就越大。因此，本文以大盤日報酬(發行量加權股價指數日報

⁶ 富邦一號於 94 年 3 月 10 日掛牌上市，並於同年度 7 月份增購中崙大樓(商場部分)，基金規模由原先 58.3 億擴大至 80.9 億。

酬)為自變數,各檔REITs日股價報酬率為應變數,進行迴歸分析。實證結果顯示,所有REITs的Beta值都很低,表示各檔REITs受大盤的影響程度是很低的,介於-0.019~0.075之間(見表二Beta值)。

本文以風險對股價報酬率作調整,來衡量各檔REITs之績效表現,採用Sharpe Ratio績效衡量方式。對國內REITs的驗證結果發現,國泰二號與富邦二號表現較佳⁷,新光一號、富邦一號與國泰一號之表現次之,表現較佳的前五檔,均屬於國內知名的金控集團所發行之產品,且規模較大⁸;而發行規模較小的三鼎與基泰之星,相對而言其表現則略顯較差,詳見表二。

表二 各檔REITs風險調整後績效表現(各檔上市日期至96/02/28)

REITs	平均日報酬(%)	標準差	Beta	Sharpe Ratio
富邦一號	0.063	0.682	0.058	0.092 (4)
國泰一號	0.029	0.376	0.075	0.076 (5)
新光一號	0.068	0.643	0.049	0.106 (3)
富邦二號	0.123	0.683	0.051	0.180 (2)
三鼎	-0.001	0.224	0.002	-0.004 (7)
基泰之星	0.011	0.260	0.038	0.042 (6)
國泰二號	0.203	0.905	-0.019	0.183 (1)

註:括弧內為風險調整後之績效表現排名(Performance Rank)

在各檔總報酬率方面,REITs之投資總報酬主要來自於股價波動所獲得之「股價報酬」與定期配發現金股利之「股利所得(Dividend Gain)」兩者之加總。而於股利所得中,目前只有富邦一號與國泰一號已經配發現金股利予投資人,其餘REITs均尚未配息。已發放股息的REITs,以其實際公佈的配息結果,計算其年化配息率,即富邦一號年化後配息率為3.73%,國泰一號年化配息率為4.27%;尚未發放股息REITs之配息率,本文則以其公開說明書中所載之95年預期收益率作為替代⁹。表三為各檔REITs年化後之總報酬率,以總報酬而言,得到與上述相同的結論,亦即國泰二號與富邦二號表現較佳,新光一號、富邦一號與國泰一號之表現次之,三鼎與基泰之星之表現則相對較差。

⁷ 但因本研究結果受限於研究時間尚短,至96年2月底國泰二號上市時間僅5個月,未來長時間之各檔REITs表現情形如何,值得擴張討論。

⁸ 各檔REITs基本資料詳見附錄。

⁹ 富邦一號95年每單位受益權預期收益率為3.86%,國泰一號95年每單位受益權預期收益率為4.14%,兩者均與其實際配發之年化配息率之差異甚小,乃在可接受之範圍內。

表三 各檔 REITs 年化總報酬率 (各檔上市上櫃日期至 96/02/28)

REITs	市值 (NT 億元)	股價年報酬率	配息率	總報酬率 (含配息率)	時間
富邦一號	80.9	14.93%	3.73%	18.66%	94/03/10~96/02/28
國泰一號	144	6.76%	4.27%	11.03%	94/10/03~96/02/28
新光一號	117	16.23%	3.90%	20.13%	94/12/26~96/02/28
富邦二號	77	29.75%	4.33%	34.08%	95/04/13~96/02/28
三鼎	38	-0.11%	4.03%	3.92%	95/06/26~96/02/28
基泰之星	25	5.18%	4.48%	9.66%	95/08/14~96/02/28
國泰二號	72	45.15%	4.19%	49.34% ¹⁰	95/10/13~96/02/28

2. 各檔 REITs 市場流通情況

由下表四之各檔成交量與週轉率來看，國內七檔 REITs 的流通性均不高，尤以基泰之星為最低，背後隱含的是在各檔 REITs 的股價漲幅不大的情況之下，投資者認為國內目前 REITs 產品的本質為長期性穩定收益商品，投資 REITs 不在於利用市場波動來賺取價差，因此產生國內 REITs 之市場流通性較低的情況。另外，值得注意的是，各檔 REITs 在上市首日出現相對較高的成交量，而其中三鼎與基泰之星的首日成交量僅為一萬六千八百餘張與一千多張，與其他各檔 REITs 的成交量比較，有明顯差距，如下表所示。

表四 各檔 REITs 流通情形 (各檔上市日期至 96/02/28)

REITs	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
首日成交量(張)	70,048	34,352	88,406	87,402	16,867	1,184	86,337
首日週轉率(%)	12.02	2.47	7.82	11.97	4.38	0.48	11.99
平均日成交量(張)	1416	3633	2839	1955	1005	488	3630
平均日週轉率(%)	0.24	0.26	0.25	0.27	0.26	0.20	0.50

3. 各檔 REITs 蜜月期行情

一般而言，初次公開發行 (IPO) 股票普遍幾乎存在顯著易於零的超額報酬，國內投資人無不期待在 REITs 股票剛上市之初期，可以享受到超額的投資報酬，亦即認為 REITs 存在所謂的「蜜月期」。本文針對國內各檔 REITs 來進行討論此七檔 REITs 剛上市之初期表現情形。

富邦一號首日收盤價為 10.45 元、首日報酬率為 4.5%，新光一號首日收盤價為 10.05 元、報酬率為 0.5%；而國泰一號、富邦二號、三鼎、基泰之星與國泰二號的首日收盤價分別為 10 元、10.16 元、10.03 元、9.98 元與 10.19

¹⁰但因國泰二號研究結果上市時間較短，值得後續觀察。

元。亦即表示國泰一號與基泰之星並無出現投資人所期待的正報酬。此外，在蜜月期的檢定方面，乃是針對各檔 REITs 上市初期超額報酬的衡量與檢定，由於各股票蜜月期期間可能不同，本研究以各檔 REITs 上市後一周、一個月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，各檔 REITs 上市後一個月之超額報酬率計算方式為：

$$ER_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} - \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \dots\dots\dots (7)$$

其中， ER_{it} ：第 i 股票在上市後第 t 個交易日之超額報酬率

$P_{i,t}$ ：第 i 股票在上市後第 t 個交易日之收盤價

I_t ：上市後第 t 個交易日之發行量加權股價指數

本研究進行檢驗七檔 REITs 股票是否具有顯著的超額報酬現象存在，乃採用 T 檢定方法，其檢定的統計假設為： $H_0: ER = 0$ ； $H_1: ER \neq 0$ ，根據實證結果顯示，台灣目前上市（櫃）的七檔 REITs，無顯著異於零之超額報酬，表示各檔 REITs 上市後一周、一個月交易日均無蜜月期行情存在，檢定結果如表五所示。

表五 各檔 REITs 超額報酬檢定

	一周		一個月	
	T-value	P-value	T-value	P-value
富邦一號	0.6	0.5871	0.83	0.4189
國泰一號	1.85	0.1381	1.08	0.2931
新光一號	-0.04	0.9701	0.19	0.8495
富邦二號	-2.65	0.0571	-0.72	0.4774
三鼎	-2.73	0.0524	0.1	0.9179
基泰之星	-2.1	0.1039	-0.4	0.6928
國泰二號	1.52	0.2024	0.5	0.6197

*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。

四、台灣不動產投資信託（T-REITs）指數建立與表現

（一）T-REITs 指數之建立

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 REITs，新上市上櫃 REITs 股票於上市上櫃當日，即納入採樣。包括富邦一號、國泰一號、新光一號、富邦二號、三鼎、基泰之星與國泰二號等七檔。

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：

以樣本中各檔 REITs 的發行股數當作其股價的權數來計算指數，當日指數乃是當日 REITs 總發行市值除以基值，總發行市值為樣本中各檔 REITs 股價與其發行股數之乘積的總和，基值原為基期的總發行市值，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。當日指數計算公式如下：

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{i,t} \times N_{i,t})}{\sum_{i=1}^n (P_{i,0} \times N_{i,0})} \times 100 \dots \dots \dots (8)$$

其中， n ：公司數目， $P_{i,t}$ ：公司在該日之股價， $N_{i,t}$ ：公司在該日之股數，

$P_{i,0}$ ：公司在基期之股價， $N_{i,0}$ ：公司在基期之股數， $\sum_{i=1}^n (P_{i,0} \times N_{i,0})$ ：基值。

(3) 調整基值

當採樣股票異動時，當期總發行市值或各股股價總和都會變動，因而會影響股價指數。為了避免這種非經由市場交易的因素，對股價指數造成影響，以致發生斷層現象，因此必須調整基值，以維持指數的連續。此外，當採樣的上市公司發放現金股利時，市場總市值會因價格除息而減少，此時調整方式是將計算所用之基值等比例調降，而使市場總市值除以基值所得到的指數值維持不變，讓指數不會因股票除息而下跌，因此會產生類似加回現金股利的作用，使得利用該指數所計算之投資報酬率中，亦包含現金股利之報酬。基值調整之公式為：

新基值 = 舊基值 × 異動後總發行市值 / 異動前總發行市值。

(二) T-REITs 之表現

1. T-REITs 指數走勢

按上述編制方法並依各檔 REITs 上市市值予以權重，建立 T-REITs 指數。以富邦一號發行日 94 年 3 月 10 日設定為基期，基期指數為 100，從 T-REITs 指數走勢圖（圖一）來看，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 REITs

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 REITs 陸續上市，使得 REITs 指數有上升之趨勢。而 T-REITs 指數走勢於 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-REITs 指數上升到 107.58 的最高點；另外，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；而於 95 年 10 月之後，各檔相較之前表現，均有大幅上漲之情形。



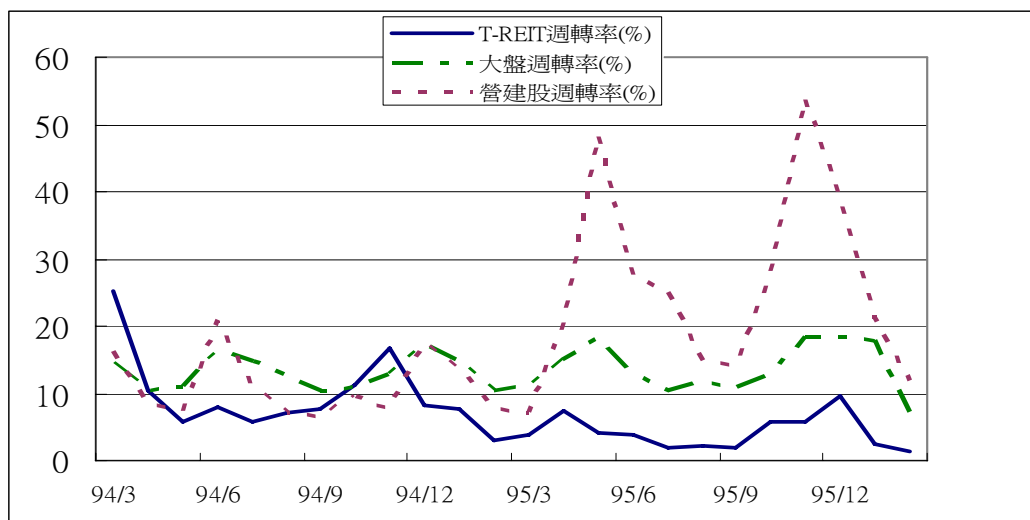
圖一 T-REITs 指數走勢圖 (94.03.10~96.02.28)

2. T-REITs 之整體流通性

流通性主要是針對受益證券的次級交易市場而言，不動產證券化的一個重要目的在於將原本變現不易的固定資產，透過證券型式使其流通性更強，資金運用更加靈活，以促進不動產市場發展。因此不動產證券化市場必須有足夠之流動性，當流動性增加，相對投資者投入 REITs 的意願也會增加，REITs 才會成功，因此在證券化實施初期，市場流通性將是重要關鍵¹¹。

本文透過整體市場之週轉率來看國內 REITs 之整體流通情況為何，整體市場之月週轉率之計算方式為：當月各股票成交股數之合計數除以當月各種股票上市股數之合計數。將整體 T-REITs 市場的週轉率與大盤、營建股之週轉率相比，可得到 T-REITs 市場的平均月週轉率為 6.92%，大盤平均月週轉率為 13.43%，營建股平均月週轉率為 18.54%，顯示 T-REITs 的流通情形低於大盤與營建股，如圖二所示。

¹¹翁偉翔、張金鵲、陳明吉 (2003) 指出一般投資者對於受益證券的流通性相當重視，而其認為流通性的重要程度，顯著影響一般投資者對於受益證券的購買意願。



圖二 T-REITs 週轉率 (94.03.10~96.02.28)

3. T-REITs 之報酬與風險

過去學者認為在投資不動產上，可以分為直接投資不動產與間接投資不動產，而在間接投資不動產方面，一般均指投資 REITs 與投資營建類股¹²，故本研究除了討論與大盤之差異外，並將營建類股加入比較，針對這兩項投資工具討論分析兩者之差異，供大眾及偏好投資不動產之投資者作為參考。

關於 T-REITs 之股價報酬與風險，T-REITs 的平均月報酬為 0.69%、Beta 值¹³為 0.17；而大盤指數（加權股價指數）的平均月報酬為 1.09%、Beta 值為 1，營建類的平均月報酬為 2.99%、Beta 值為 1.49，因此若將國內 REITs 與大盤指數、營建類股指數等指數相比，可得到整體而言 REITs 是一項具有穩定收益以及低風險的投資商品。

表六 T-REITs 之股價報酬與風險

股票	T-REITs	大盤指數	營建股
平均月報酬 (%)	0.69	1.09	2.99
標準差	1.60	4.03	10.13
Beta	0.17	1	1.49

¹² Ong (1995) 針對新加坡之不動產及營建股股票之關係做實證研究，作者認為在新加坡投資營建股被視為是間接投資不動產的方式之一；Newell、Chou、Wong and Keith (2005)，將間接投資不動產區分為投資 REITs 與投資營建股。

¹³ Beta 值乃是衡量股票相較於全體市場的風險，對於市場之投資比較，是以大盤指數 Beta 值為 1，Beta 值小於 1，代表投資風險低於大盤指數。(鍾惠民、吳壽山、周賓鳳、范懷文，2006，財金計量，臺北市：華泰文化事業公司。)

另外針對 REITs 之股利所得而言，首先與利率相比，目前國內五大銀行一年期定存的平均利息也只有 2.23%，近期升息也僅是微幅調升，且近期國內十年期的政府公債利率也僅約 2%，但是目前國內這七檔 REITs 的年配息率或每年預期收益率介於 3.73%~4.48%之間，均比定存利率、公債利率高，表示投資國內 REITs 的利差仍存在，投資購買國內 REITs 仍然有利可圖。此外，目前掛牌 REITs 投資標的以台北市的辦公大樓、物流中心為主，不動產租金收益穩定¹⁴，亦即誠如上述，國內 REITs 乃屬穩定收益之投資商品。

表七 各檔 REITs 配息率

REITs	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
配息率 (預期收益率)	3.73%	4.27%	3.90%	4.33%	4.03%	4.48%	4.22%

五、T-REITs 納入投資組合之可行性

(一) T-REITs 之投資避險

在考量風險方面，翁偉翔、張金鵠、陳明吉（2003）以問卷資料調查市場潛在需求者之投資意願及考量因素，實證結果，證券化產品因素對於投資者購買受益證券有顯著的影響，一般投資者與法人投資者均認為分散風險的重要性愈高，其購買受益證券之機率較大。此外，一般認為投資不動產能夠對抗通貨膨脹，在物價走揚時，房東可藉此將租金提高，將物價上升的成本轉嫁出去，當物價上漲時，租金、房價也會大幅上揚，亦即房價會隨著物價水準的提升而上漲。不過，我們更想知道的是，T-REITs 的規避風險能力，因為 REITs 本質仍是不動產，因此本文試圖瞭解 T-REITs 是否擁有通常與不動產相關的規避風險特性，故本文由避險(Hedging)角度分析，討論 T-REITs 報酬與總體經濟活動之間的相關性，特別針對通貨膨脹、定存利率進行相關係數的檢驗¹⁵。

在通貨膨脹率上升時，一般固定收益證券的價值會有很大的下跌壓力。而從 T-REITs 指數月報酬與通貨膨脹率兩者間的關係比較中（如表八與圖三所示），可以發現 T-REITs 月報酬與通貨膨脹率呈現正相關，相關係數 0.32，而且 T-REITs 報酬上下波動的走勢與通貨膨脹率走勢大略相似，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。

¹⁴以商用不動產的辦公室租金為例，不論景氣好壞，每年租金還是在變動幅度仍不大，收益非常穩定，參照 95Q4 國泰房地產指數季報。

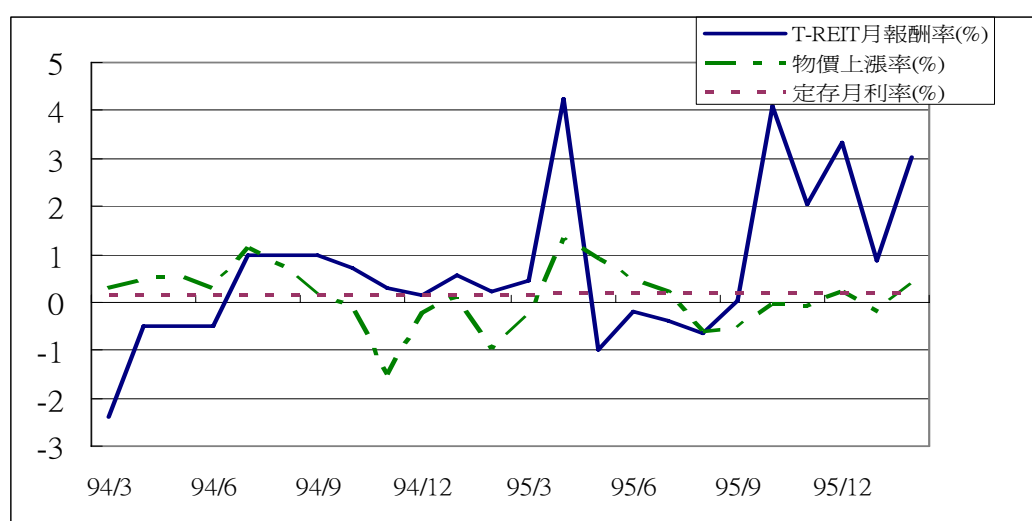
¹⁵為了配合通貨膨脹率（物價指數）以及定存利率為月資料之資料性質，於此乃採用 T-REIT 之月報酬、大盤指數月報酬與營建股指數月報酬進行分析。

而將 T-REITs 與大盤相比，T-REITs 月報酬與通貨膨脹率的相關係數 0.32，與定存利率的相關係數 0.56，而大盤指數月報酬與通貨膨脹率的相關係數-0.25，與定存利率的相關係數為 0.23，營建類股指數月報酬與通貨膨脹率的相關係數 0.16，與定存利率的相關係數為 0.38，代表 T-REITs 相較於國內其他股票，提供較佳的避險能力，亦即表示 T-REITs 乃是一項較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。

此外，研究數據顯示，營建股月報酬與大盤月報酬兩者的相關係數為 0.59，而 T-REITs 月報酬與大盤月報酬的相關係數分別為 0.24¹⁶，低於其他股票指數之間的相關係數，表示國內 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。

表八 相關係數分析結果

指數名稱	T-REITs 報酬率	大盤報酬率	營建類股報酬率	通貨膨脹率	定存利率
T-REITs 報酬率	1				
大盤報酬率	0.24	1			
營建類股報酬率	0.55	0.59	1		
通貨膨脹率	0.32	-0.25	0.16	1	
定存利率	0.56	0.23	0.38	-0.21	1



圖三 T-REITs 與其它指數走勢 (94.03.10~96.02.28)

(二) T-REITs 與其他股票市場之互動

REITs 市場與其他市場之間是否有互動關係，對一些投資人的投資決策而言具有相當程度的影響。此外，本研究針對同屬於間接投資不動產之 REITs 與營建

¹⁶ T-REITs 日報酬與大盤日報酬之相關係數為 0.11，T-REITs 日報酬與營建股股指數日報酬之相關係數為 0.06，均呈現低度相關。

股，這兩項投資工具進行分析，供投資者作為參考。

本文以共整合理論為基礎，由價格的角度來檢視 T-REITs 指數與大盤指數（加權股價指數）及 T-REITs 指數與營建類股指數，是否具有互動關係。而進行時間序列的討論之前，必須先確定數列是否具有穩定性，因此必須先進行數列穩定性檢定，在財務實證上，其經濟變數之時間序列是否為定態序列資料，可以藉由單根檢定（unit root test）來檢測。

本文使用 Augmented Dickey-Fuller(ADF)檢定法來檢測時間數列是否為穩定狀態，若數列並非穩定狀態，則須先取差分，使數列為穩定數列。依據單根檢定之結果，可知 T-REITs 指數、加權股價指數、營建類股指數皆呈現一階穩定序列，即以 I(1)來表示，檢定結果如表九所示。

表九 單根檢定結果

	臨界值	水準值(Level)			一階差分(First difference)		
		T-REITs	大盤指數	營建股	T-REITs	大盤指數	營建股
None	-1.94	2.04	1.24	1.66	-12.18*	-21.66*	-12.02*
I	-2.87	1.17	-0.19	0.54	-12.41*	-21.70*	-12.13*
I,TR	-3.42	-1.06	-2.27	-2.16	-12.55*	-21.74*	-12.28*

註：1. None 代表無包含截距項、無趨勢；I 代表僅包含截距項；I,TR 代表包含截距項與趨勢。

2. *代表在 95%的顯著水準之下拒絕單根檢定的假設。

進一步檢驗變數之間的共整合關係，本文使用 Johansen 共整合檢定方法¹⁷以確定變數間是否具有共整合關係，透過共整合檢定，檢定變數間長期趨勢移動之相互關係，若不同股市之股價存有共整合關係，則表示該股市之間具有長期均衡關係，且股價的變動將具有共移的關係。詳見表十、表十一。

表十 共整合關係檢定結果（T-REITs 指數與大盤指數）

共整合向量個數	Likelihood ratio	5%臨界值	1%臨界值
$H_0 : r=0$	17.93	19.96	24.6
$H_0 : r \leq 1$	4.67	9.24	12.97

r 代表共整合向量之個數，*表示在 5%顯著水準下拒絕 H_0 ，**表示在 1%顯著水準下拒絕 H_0

表十一 共整合關係檢定結果（T-REITs 指數與營建股指數）

共整合向量個數	Likelihood ratio	5%臨界值	1%臨界值
$H_0 : r=0$	9.83	19.96	24.6
$H_0 : r \leq 1$	2.32	9.24	12.97

r 代表共整合向量之個數，*表示在 5%顯著水準下拒絕 H_0 ，**表示在 1%顯著水準下拒絕 H_0

¹⁷ Johansen(1988,1994)及 Johansen and Juselius(1990)提出最大概似估計法(Maximum Likelihood)以檢定變數間是否具有共整合關係。

實證結果發現，T-REITs 指數、大盤指數以及營建股價指數都無法拒絕存在單根之虛無假設，表示原始數列為非定態數列，呈現隨機漫步的狀況，表示任何投資人均無法在長期裡以過去的價格來預測未來的價格。而在 REITs 市場與其他市場之間的互動關係討論中，T-REITs 指數與大盤指數，以及 T-REITs 與營建股價指數的共整合檢定結果均顯示，不論在 T-REITs 指數與大盤指數，或 T-REITs 與營建股價指數之間，皆無共整合之均衡關係存在，表示投資人無法準確預估，但這代表投資人可達到投資分散風險之目的，亦即表示將 REITs 加入投資組合中可以獲得多角化利益。

六、結論

國內不動產投資信託發行至今(96 年)已屆兩年，從各檔 REITs 上市造成大量的超額認購的盛況顯示，投資大眾對於 REITs 有強烈的需求，顯然將成為一項重要的投資工具。但國內缺乏市場實務面的討論，因此本研究針對國內施行狀況進行研究。

在各檔表現方面，以富邦二號與國泰二號表現較佳，三鼎與基泰之星之表現則略顯較差，而且各檔均無顯著的股價蜜月期。此外，在整體 REITs 市場方面，本文建立台灣的不動產投資信託 (T-REITs) 指數，來表達整體股價變動情形及國內 REITs 市場之情況，指數成分包括目前國內市場上之全部 REITs，透過指數的建立及指數走勢，得知目前國內發行的 REITs 整體表現穩定，整體呈上升的趨勢。在流通性方面，國內七檔 REITs 之流通性均不高，尤以基泰之星為最低，市場上大致因富邦一號、國泰一號、新光一號、富邦二號等新的個檔上市，而有相對較高的成交量之外，整體而言國內 REITs 週轉率明顯低於大盤與營建股。在報酬與風險方面，顯示 T-REITs 是具有低風險、穩定報酬特性的投資標的，綜觀上述，隱含著在各檔 REITs 的股價波動不大之情況下，投資者認為國內目前 REITs 產品的本質為長期性穩定收益商品，投資 REITs 不在於利用市場波動來賺取價差，因此產生國內 REITs 之市場流通性較低的情況。

此外，本文檢驗將 T-REITs 加入投資組合之可行性。首先，檢查了此段期間的 T-REITs 報酬對於通貨膨脹的避險能力，結果顯示 T-REITs 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。另外，透過相關係數分析亦得知 T-REITs 報酬與大盤報酬，相關係數低，在相關係數低的情況下，將 T-REITs 納入投資組合中，可以有效的降低投資風險；此外，本文以共整合方法來檢驗 T-REITs 與其他股票市場間長期經濟上的關聯性，實證結果顯示，T-REITs 指數與大盤指數以及 T-REITs 與營建股價指數之間，均無共整合之均衡關係存在，表示投資人可達到投資分散風險之目的，亦即將 REITs 加入投資組合中可以獲得多角化利益。

整體而言，依國內 REITs 的表現看來，平均股價報酬率雖低於大盤與營建股

股票，但配息率與預期收益率均高於定存利率與國內十年公債利率。此外，國內 REITs 在投資上還有每年穩定的現金股利收入、超過通貨膨脹的股利成長，可對抗通貨緊縮以及與其他投資工具相關係數低，加入資產配置中可降低風險等之重要誘因，即表示國內 REITs 是一項值得加入投資組合的商品。綜合以上，T-REITs 是報酬穩定的投資工具，投資者可以依賴 T-REITs 提供穩定的收益，且為投資者分散投資組合風險之有效途徑。

參考文獻

1. 翁偉翔、張金鶚、陳明吉，2003，台灣不動產證券化產品市場需求之初探，住宅學報，12，1-29。
2. 陳彧如，2004，不動產投資信託對投資組合多角化的影響---全球實證，國立中央大學財務金融研究所碩士論文。
3. 張金鶚，2004，日本不動產證券化之實施經驗與其對不動產市場影響探討，住宅學報，13:2，89-116。
4. 鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，2006，財金計量，臺北市：華泰文化事業公司。
5. Adrangi, B., A. Chatrath and K. Raffiee(2004), REITs Investments and Hedging Against Inflation, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 10:2, 97-112.
6. Balogh, C. and Corgel, J.B. (1992), Initial return behaviour of one class of composite security IPOs: REITs. Working Paper, Bentley College
7. Booth, P. M.(2002), Real Estate Investment in an Asset/Liability Modeling Context, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 8:3, 183-198.
8. Chen, Jun and Peiser, Richard(1999), The Risk and Return Characteristics of REITs – 1993-1997, *Real Estate Finance*, Spring, 61-68.
9. Glascock, J. L., Chiuling Lu, Raymond (2002), REITs Returns and Inflation: Perverse or Reverse Causality Effects?, *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Boston, 24: 3, 301-317
10. Howe, J. S. and J. D. Shilling(1990), REITs Advisor Performance, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 18, 479-500.
11. Jensen, M. C.(1968), The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance*, 23:2, 389-416.
12. Johansen, Soren (1988), Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.12, 231-254.
13. Joseph T L Ooi; Kim-Hiang Liow(2004), Risk-Adjusted Performance of Real Estate Stocks: Evidence from Developing Markets, *The Journal of Real Estate Research*, 26: 4,371-395.
14. Lee, S., Stevenson, S. (2005), The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run, *Journal of Real Estate Portfolio Management*. 11:2, 55-80.
15. Li, Y. and K. Wang(1995), The Predictability of REITs Returns and Market Segmentation, *The Journal of Estate Research*, 10:2, 471-481.
16. Ling, D. C. and A. Naranjo (1999), The integration of commercial real estate markets and stock markets , *Real Estate Economics*, 27:3, 1-28.

17. Lowy, J. M.(1999), Real estate investment trusts., Tax Management Real Estate Journal. 15(5), 115-158.
18. Newell, G., Chau, K. W., Wong S. K. and McKinnell, K. (2005), Journal of Real Estate Portfolio Management, 11:3, 263-280.
19. Ong, S. E. (1995), Singapore real estate and property stocks – a cointegration test, Journal of Property Research, No.12, 29-39.
20. Redman, A. L. and H. Manakyan(1995), A Multivariate Analysis of REITs Performance by Financial and Real Asset Portfolio Characteristics, Journal of Real Estate Finance and Economics, 10, 169-75.
21. Sharpe, W. F(1966), Mutual Fund Performance, Journal of Business, 39:1, 119-38.
22. Sowden, W and S. Young(1997), The Impact of Real Estate Investment Manager Mergers, Real Estate Review, Summer 1996, 26:2, 7-13.
23. Treynor, J. E.(1965), How to Rate Management of Investment Funds, Harvard Business Review, 43:1, 63-75.
24. Wang, K., S. H. Chan and G. W. Gau(1992), Initial Public Offerings of Equity Securities: Anomalous Evidence Using REITs, Journal of Financial Economics, 31, 381-410..
25. Wilson, H., Fabozzi, S. F. and Gordon, J. (2003), Why Real Estate? , Journal of Portfolio Management: Special Real Estate Issue, 12-27.
26. Wilson, P. and Okunev, J. (1997), “Using Nonlinear Tests to examine integration between real estate and stock markets”, Real Estate Economics, 25:3, 487-503.

附錄一各檔 REITs 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	24.7 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%)
投資標的棟數	4	3	4	3	3	2	3
標的物平均年齡	5.2	25.1	9.8	9	16	5	21.6
預估報酬率	約 3.8%~4.03%	約 4.15%~4.19%	約 3.93%~4.07%	約 4.33%~4.27%	約 4.03%~4.6%	約 4.06%~4.15%	約 4.19%~4.22%
借款上限 (%)	35%	25%	35%	35%	25%	25%	35%

資料來源：各檔 REITs 公開說明書與本研究整理