

## 第五章 辦公大樓投資組合分析

根據上章實證結果，建物特徵顯著影響租金水準，租戶結構顯著影響大樓空置率，可知建物品質及租戶品質是投資辦公大樓必須重視的兩個焦點。本文根據上章實證結果，在現有資料下，應用投資組合理論，嘗試不同建物品質及租戶品質之辦公大樓兩兩任意組合，分析組合後辦公大樓報酬及風險情況，以及組合後的效率情形及組合內容差異，相關操作流程如圖 5 所示。

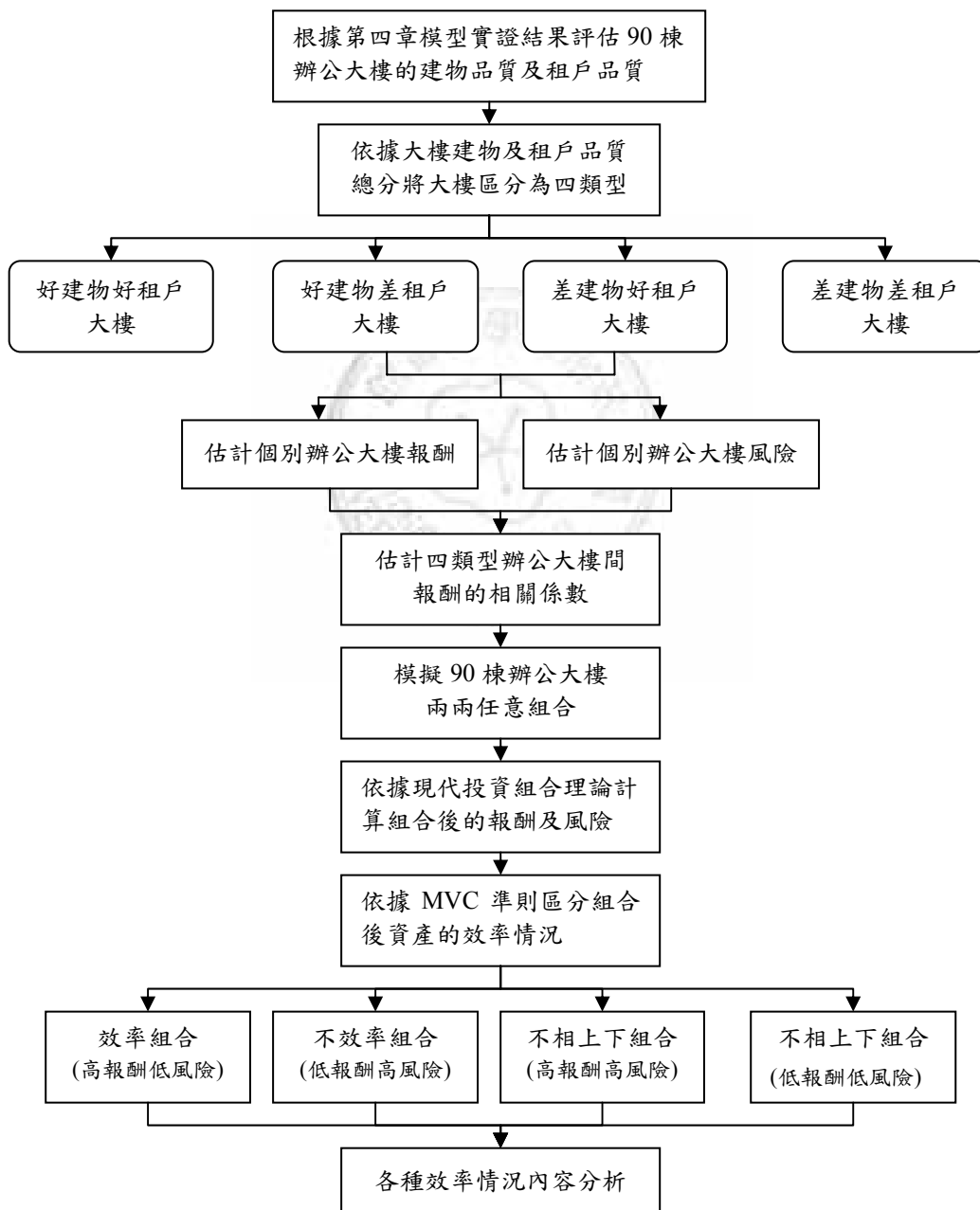


圖 5 模擬辦公大樓兩兩組合操作流程圖

## 第一節 資料說明、處理與樣本分析

### 一、資料說明

本章節研究樣本同第四章 90 棟辦公大樓，資料包括 1.建物特徵屬性資料。2.租戶特徵屬性資料。3.租金及空置率資料，其中建物及租戶特徵屬性資料為 94 年 7 月至 8 月(94Q3)調查取得，為橫段面資料；租金及空置率資料為縱段面資料，時間範圍為 92Q3 至 95Q1 共 9 季資料<sup>1</sup>。

### 二、資料處理與樣本分析

#### (一)辦公大樓類型分類

由於建物品質及租戶品質是辦公大樓投資須重視的兩個焦點，因此本章應用上章聯立模型實證結果，將模型中的建物特徵及租戶結構變數，作為評估大樓建物品質及租戶品質的指標，利用 3SLS 估得之各個變數的標準化迴歸係數值 (Standardized- $\beta$ ) (見上章表六)，作為各建物品質指標及租戶品質指標的「相對權重分數」<sup>2</sup>，以各變數的樣本平均數正負 0.5 個標準差作為分段點，將建物指標及租戶指標區分為三個等級(差、中、好三等級)<sup>3</sup>，並分別給予-1、0、1 的權重值(詳見表七、表八)，其次，將三個等級分別乘以建物及租戶指標的「相對權重分數」，計算每棟大樓各項建物特徵的分數以及租戶結構的分數。最後，計算每一棟大樓的「建物品質總分」及「租戶品質總分」，如建物總分大於 90 棟大樓樣本中位數 (0.1123 分)<sup>4</sup>，則定義為「好建物」，小於樣本中位數定義為「差建物」；如租

<sup>1</sup> 不包含 92Q4、93Q1 兩季的租金及空置率資料。

<sup>2</sup> 依此方法給予各個變數權重分數，已經將變數之間重要性的權重比例考量在內。

<sup>3</sup> 因研究樣本僅 90 筆，如區分過多等級則各等級樣本數過少，因此本文僅區分為三個等級；而以各變數樣本平均數正負 0.5 個標準差做三個等級的分段點，理由在於控制中間等級的樣本略多於好、差兩等級的樣本。而此設定較符合市場現況，一般品質水準的樣本佔多數，而好壞兩極端品質的樣本略少。

<sup>4</sup> 例如某大樓空置率 20%，屋齡 20 年，單層面積 500 坪，管理費 130 元，為 A 級大樓。從表七可知，因空置率 20%大於 90 棟大樓樣本平均數(7.83%)0.5 個標準差，而空置率高則租金和建物品質低，因此依據上章 3SLS 標準化迴歸係數值給予-0.3003 的相對權重分數(-1 0.3003)；而屋齡 20 年大於 90 棟大樓樣本平均數 16 年 0.5 個標準差，而屋齡高的大樓建物品質較差，因此依據標準化迴歸係數值給予-0.3487 的相對權重分數(-1 0.3487)；而單層面積 500 坪大於平均數 331 坪 0.5 個標準差，單層面積大的大樓建物品質佳，因此給予 0.2129 的分數(1 0.2098)；而管理費 130 元，落在平均數正負 0.5 個標準差之間，屬於中等範圍，因此給予分數 0(0 0.4227)，代表該大樓管理費對建物品質好壞相對不造成影響；而 A 級大樓建物品質佳，因此依據標準化迴歸係數值

戶總分大於中位數(0.1820分)，則定義為「好租戶」，小於中位數定義為「差租戶」。依據上述分類，將90棟樣本大樓區分為「好建物好租戶大樓」、「好建物差租戶大樓」、「差建物好租戶大樓」、「差建物差租戶大樓」等四個類型，各類型大樓樣本數詳見表九。

表七 建物品質指標及權重分數

建物品質指標		樣本 平均數	分段點 平均數 ±0.5個標 準差	各項指標三等級的權重分數	差(-1) 等級的 個數	中(0)等 級的個 數	好(1)等 級的個 數
空置率(%)		7.83%	平均數 ±0.5個標 準差	4.05% ≤ 空置率 ≤ 11.62% : 0 空置率 > 11.62% : -0.3003 空置率 < 4.05% : 0.3003	34	35	21
建物 特 徵	屋齡(年)	16	平均數 ±0.5個標 準差	12 ≤ 屋齡 ≤ 18 : 0 屋齡 > 18 : -0.3487 屋齡 < 12 : 0.3487	23	35	32
	單層面積(坪)	331	平均數 ±0.5個標 準差	244 ≤ 單層面積 ≤ 418 : 0 單層面積 > 418 : 0.2129 單層面積 < 244 : -0.2129	20	41	29
	管理費(元/月/坪)	150	平均數 ±0.5個標 準差	118 ≤ 管理費 ≤ 182 : 0 管理費 > 182 : 0.4227 管理費 < 118 : -0.4227	12	69	9
	辦公大樓等級	-	-	A級大樓 : 0.2768 B級大樓 : 0	46	44	-

給予 0.2768 的分數(1 0.2768)。加總各項指標分數後，該大樓建物品質總分為-0.1593分，小於90棟大樓樣本中位數(0.1123分)，因此將該大樓定義為「差建物」的辦公大樓。

表八 租戶品質指標及權重分數

租戶品質指標		樣本 平均數	分段點	各項指標三等級的權重分數	差(-1) 等級的 個數	中(0) 等級的 個數	好(1) 等級的 個數
租金(元/月/坪) <sup>1</sup>		1703	平均數 +- 1 個 標準差	1373 ≤ 租金 ≤ 2034 : 0 租金 > 2034 : -0.6752 租金 < 1373 : 0.6752	8	67	15
大樓等級		-	-	A 級大樓 : 0 B 級大樓 : -0.5118	46	44	-
租戶 結構	平均每層租戶數目 <sup>2</sup> (個/層)	1.26 (中位數)	中位數 +-0.5 個標 準差	0.72 ≤ 每層租戶數 ≤ 1.8 : 0 每層租戶數 > 1.8 : 0.3275 每層租戶數 < 0.72 : -0.3275	28	42	20
	租戶平均面積(坪) <sup>3</sup>	290 (中位數)	中位數 +-0.25 個 標準差	196 ≤ 租戶平均面積 ≤ 384 : 0 租戶平均面積 > 384 : 0.2003 租戶平均面積 < 196 : -0.2003	20	33	37
	租戶主要為外商公 司與否	-	-	租戶主要為外商公司 : 0.2123 租戶主要為本國公司 : 0	13	77	-
	企業平均利潤率(%)	7.53%	平均數 +-0.5 個標 準差	5.91% ≤ 企業平均利潤率 ≤ 9.12% : 0 企業平均利潤率 > 9.12% : 0.449 企業平均利潤率 < 5.91% : -0.449	17	47	26
	「金融及保險、不動 產及租賃、專業科學 及技術服務業」佔大 樓面積比例(%)	46.2%	平均數 +-0.5 個標 準差	34.7% ≤ 金融保險等行業比例 ≤ 57.7% : 0 金融保險等行業比例 > 57.7% : 0.2751 金融保險等行業比例 < 34.7% : -0.2751	25	31	34

- 註： 1. 考慮租金資料分佈情況，以平均數正負 1 個標準差作為分段點才能使中等級的樣本數較多，較符合市場現況。  
2. 由於平均每層租戶數目資料的樣本標準差大，且標準差數值接近樣本平均數，因此以中位數正負 0.5 個標準差做分段點，較不易受異常點影響。  
3. 由於租戶平均面積資料的樣本標準差大，且標準差數值大於樣本平均數，因此以中位數正負 0.25 個標準差做分段點，較不易受異常點影響。

表九 四類型大樓樣本數目表

建物及租戶品質		建物	
		好	差
租 戶	好	31	14
	差	15	30
總計		90(棟)	

## (二) 個別大樓報酬及風險估計

本文個別大樓報酬操作性定義：將每棟大樓 92Q3 至 95Q1 各季的租金水準值，乘上該大樓同時間之進駐率(occupancy rate)，作為大樓各季的歷史報酬。利用租金水準乘上進駐率所得之數值雖非真實的投資報酬率，但仍有其意涵，可相對比較出同地區同類型，不同大樓之間的收益狀況<sup>5</sup>。風險部分操作性定義：依據一般投資分析對個別資產風險的衡量方法，以上述求得之各棟大樓 92Q3 至 95Q1 各季歷史報酬之變異數，視為投資該大樓的風險情況。

## (三) 四類型大樓報酬的相關係數估計

相關係數之估計，本文以時間為軸，首先將 90 棟大樓依其所屬類型，將各類型大樓的各季報酬加以平均，表十列出四類型大樓各季的平均報酬情況，從表中可知，整體而言「好建物好租戶」的大樓報酬最高，「差建物差租戶」的大樓報酬最低。

求得各類型大樓報酬的時間數列資料後，本文進行兩兩類型大樓間報酬的相關係數估計(表十一)，而以時間為軸進行相關係數估計，將能看出隨著時間的變動，各類型辦公大樓報酬變化的相關性<sup>6</sup>。從表十一可之，因同為辦公大樓產品，故整體而言相關係數都不低，其中「好建物好租戶」與「好建物差租戶」兩類型大樓報酬的相關係數高達 0.8969，而相關性最低為「好建物差租戶」與「差建物好租戶」兩類型大樓，但兩者之相關係數也有 0.3252。

---

<sup>5</sup> Jud、Wingler、Winkler(2002)衡量美國 58 個大都市的零售市場，以每個市場各季的進駐率(occupancy rate)作為該市場的報酬率替代變數，並將各季報酬率的變異數視為風險，做區域間的投資組合模擬分析。本文將該文衡量報酬的方法加以調整，由於本文未有 90 棟辦公大樓逐棟價格資料，因此以 90 棟大樓個別租金水準乘上個別進駐率，在假設資本投入相同情況下，所得之數值將能顯示同地區同類型不同辦公大樓之間，報酬高低的相對狀況。

<sup>6</sup> 如利用歷史資料計算相關係數以套用馬可維茲投資組合模型求取共變異數，需做一前提假設：過去存在的關係會一直延續到未來，即資產間的相關性會一直延續。

表十 四類型辦公大樓各季報酬情況

時間	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
92Q3	1639.95	1541.19	1324.17	1257.84
93Q2	1640.72	1622.65	1366.4	1252.85
93Q3	1719.67	1654.96	1406.94	1235.54
93Q4	1770.76	1662.39	1368.61	1240.55
94Q1	1824.96	1737.31	1425.67	1264.64
94Q2	1822.09	1753.44	1423.67	1322.99
94Q3	1807.36	1713.11	1426.68	1331.08
94Q4	1806.26	1780.68	1340.58	1288.16
95Q1	1843.68	1853.74	1372.00	1300.98

表十一 四類型辦公大樓報酬的相關係數

大樓類型	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	1			
好建物差租戶	0.896866	1		
差建物好租戶	0.510523	0.325188	1	
差建物差租戶	0.612982	0.590232	0.372521	1

## 第二節 辦公大樓組合分析

### 一、辦公大樓組合之效率分類

本文將 90 棟辦公大樓進行兩兩任意組合，共模擬出 4005 種辦公大樓組合情況，並依據現代投資組合理論，計算辦公大樓組合後的報酬及風險<sup>7</sup>。其次依 MVC 準則，以所有組合的報酬及風險平均數，將模擬出的所有辦公大樓組合，區分為效率組合、不相上下效率組合、不效率組合三大類<sup>8</sup>，各種效率情況下平均報酬及風險如表十二所示，各種效率情況下各組合的報酬及風險散佈圖如圖 6 所示，而各種效率情況說明如下：

#### (一)效率組合

辦公大樓組合後報酬高於 1598.1，風險低於 19265.42，表示該組合相對擁有較高報酬及較低風險，屬於效率組合。組合筆數共 1168 筆，佔所有組合 29.16%。

#### (二)不效率組合

辦公大樓組合後報酬低於 1598.1，風險高於 19265.42，表示該組合擁有相對較高風險及較低報酬，屬於不效率組合。組合筆數共 764 筆，佔所有組合 19.08%。

#### (三)不相上下效率組合

##### 1.高報酬高風險組合

辦公大樓組合後報酬高於 1598.1，風險高於 19265.42，表示該組合相對擁有高報酬高風險，屬於不相上下效率組合，組合筆數共 596 筆，佔所有組合 14.88%。

##### 2.低報酬低風險組合

辦公大樓組合後報酬低於 1598.1，風險低於 19265.42，表示該組合相對擁有低報酬低風險，屬於不相上下效率組合，組合筆數共 1477 筆，佔所有組合 36.88%。

<sup>7</sup> 兩兩組合中兩資產的投資比例，本文以個別大樓樓地板面積做加權。

<sup>8</sup> 洪式韻(2005)將不良資產(NPL)進行兩兩及三三的投資組合模擬，其研究將模擬結果區分為效率組合、不相上下效率組合、不效率組合，以進行各種效率形況下組合的內容分析，本文參考該文之分類，除效率及不效率組合外，將其餘高風險高報酬、低風險低報酬組合，定義為不相上下效率組合。

表十二 各種效率情況之報酬及風險

效率情況	樣本數	平均報酬	平均風險
效率組合 (高報酬低風險)	1168	1878.79 (214.23)	10501.11 (4789.24)
不效率組合 (低報酬高風險)	764	1369.16 (146.073)	40695.22 (21605.35)
不相上下組合 (高報酬高風險)	596	1853.42 (196.84)	33683.55 (14480.72)
不相上下組合 (低報酬低風險)	1477	1391.76 (129.66)	9293.27 (4713.86)

註：1. 括號內為標準差

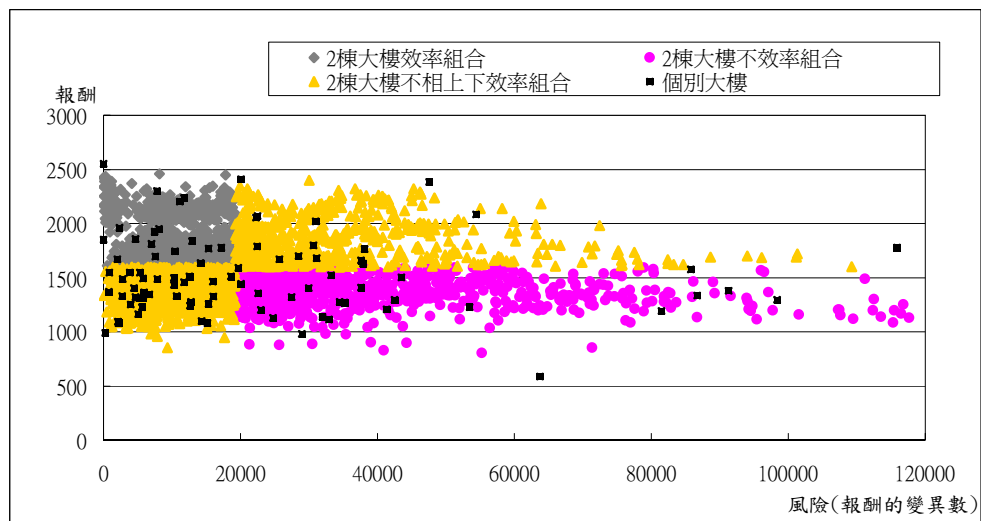


圖 6 個別大樓、兩棟大樓組合報酬及風險散佈圖

## 二、辦公大樓組合-效率情況及組合內容之相關分析

本文將四類型辦公大樓兩兩任意組合後，各組合內容筆數如表十三所示。其中「好建物好租戶」及「差建物差租戶」大樓因原始棟數較多，故組合後擁有最多的筆數，而兩棟大樓皆為「好建物差租戶」或「差建物好租戶」則因原始棟數較少，故組合後筆數較少。

從組合後報酬及風險比較上(表十四)，從兩棟大樓組合後報酬的平均數、標準差、中位數可看出，組合後資產的報酬普遍較個別辦公大樓為高；從兩棟大樓



組合後風險的平均數、標準差、中位數可看出，組合後資產的風險普遍較個別辦公大樓為低，組合結果符合投資組合理論，兩棟大樓的組合普遍較個別大樓表現為佳，整體而言，資產透過兩兩組合能達到報酬增加風險分散的效果。

其次，本文將效率組合及不效率組合的組合內容進行相關分析，將能了解兩極端情況下組合內容的差異性，以及何類型大樓較易出現效率及不效率組合？而對兩種不相上下效率組合的組合內容做相關分析，將能了解何類型大樓組合後，投資效率屬於中等情況(高報酬高風險或低報酬低風險)以及組合內容的差異性為何？

表十三 四類型大樓兩兩組合後，各種組合樣本數

大樓類型	好建物好租戶 (31)	好建物差租戶 (15)	差建物好租戶 (14)	差建物差租戶 (30)
好建物好租戶	465			
好建物差租戶	465	105		
差建物好租戶	434	210	91	
差建物差租戶	930	450	420	435
總計	4005			

註：1. 括號內為該類型大樓原始樣本數

表十四 個別辦公大樓與兩棟大樓組合報酬、風險比較表

	個別大樓報酬	兩棟大樓 組合後報酬	個別大樓風險 (報酬的變異數)	兩棟大樓組合後風 險(報酬的變異數)
平均數	1525.31 (357.14)	1598.1 (296.30)	24684.15 (28216.28)	19265.42 (17681.86)
中位數	1476.13	1550.09	15344.33	13808.60
樣本數	90	4005	90	4005

註：1. 括號內為標準差

#### (一)效率組合及不效率組合內容之相關分析

表十五為四類型辦公大樓兩兩組合後，效率及不效率組合結果。由表中可知兩棟大樓的組合中，當兩棟大樓皆為「好建物好租戶」，擁有最高的效率組合比例(54.62%)，而組合中只要有一棟大樓為「好建物好租戶」，則最少有 35.53%的效率組合比例；兩棟大樓皆為「差建物差租戶」則不效率組合比例最高(48.28%)，

而只要有一棟大樓為「差建物差租戶」，則效率組合比例相對較低，不效率組合比例相對較高<sup>9</sup>。而比較組合中至少有一棟「好建物差租戶」或至少有一棟「差建物好租戶」之效率及不效率情況可發現，「好建物差租戶」相對擁有較高的效率組合比例，但兩者在不效率組合出現的比例差異不大。

綜合上述，四個類型大樓的組合，若考慮出現效率及不效率組合的相對比例，較佳的投資組合產品為「好建物好租戶」的大樓，其次分別為「好建物差租戶」、「差建物好租戶」、「差建物差租戶」大樓。而相較於租戶品質，建物品質對效率程度之影響較為關鍵。

## (二)兩種不相上下效率組合內容之相關分析

表十六為四類型辦公大樓兩兩組合後，兩種不相上下效率組合結果。由高報酬高風險部分觀之，組合中兩棟大樓皆為「好建物差租戶」，有最高的比例(37.14%)出現高報酬高風險情況，整體而言，組合中只要有一棟大樓為「好建物差租戶」，出現高報酬高風險的比例較高<sup>10</sup>。

從低報酬低風險部分觀之，組合中兩棟大樓皆為「差建物好租戶」，或一棟大樓為「差建物好租戶」一棟大樓為「差建物差租戶」，有最高的比例出現低報酬低風險(分別為 67.03%及 74.52%)。整體而言，組合中只要有一棟「差建物好租戶」出現低報酬低風險的比例較高。

<sup>9</sup> 從表十五可知，組合中只要有一棟大樓為「好建物好租戶」，出現效率組合及不效率組合的比例，分別為 54.62%、40.21%、41.94%、35.53%以及 4.3%、10.75%、8.06%、14.3%；組合中至少一棟大樓為「好建物差租戶」，出現效率組合及不效率組合的比例，分別為 40.21%、32.38%、29.52%、23.11%以及 10.75%、19.04%、20%、30%；組合中至少一棟大樓為「差建物好租戶」，出現效率組合及不效率組合的比例，分別為 41.94%、29.52%、6.59%、2.62%以及 8.06%、20%、26.37%、22.62%；組合中至少一棟大樓為「差建物差租戶」，出現效率組合及不效率組合的比例，分別為 35.53%、23.11%、2.62%、0.23%以及 14.30%、30%、22.62%、48.28%。如將上述數據相對比較，即可了解組合中何種類型大樓出現效率或不效率組合的比例較高。

<sup>10</sup> 計算方法同註釋 36。

表十五 效率及不效率組合結果

效率組合(高報酬、低風險)				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	254 (54.62%)	—	—	—
好建物差租戶	187 (40.21%)	34 (32.38%)	—	—
差建物好租戶	182 (41.94%)	63 (29.52%)	6 (6.59%)	—
差建物差租戶	326 (35.53%)	104 (23.11%)	11 (2.62%)	1 (0.23%)
不效率組合(低報酬、高風險)				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	20 (4.30%)	—	—	—
好建物差租戶	50 (10.75%)	20 (19.04%)	—	—
差建物好租戶	35 (8.06%)	42 (20%)	24 (26.37%)	—
差建物差租戶	133 (14.30%)	135 (30%)	95 (22.62%)	210 (48.28%)

註：1. 上括號內為該類型大樓的效率組合或不效率組合個數，佔該類型大樓所有組合(4種組合)總數的比例。(例：兩棟大樓皆為好建物好租戶的組合中，共有254個效率組合，且佔兩棟大樓皆為好建戶好租戶所有組合(見表十三，共465筆)的54.62%)

表十六 兩種不相上下效率組合結果

不相上下效率組合(高報酬、高風險)				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	106 (22.80%) (17.79%)	—	—	—
好建物差租戶	147 (31.61%) (24.66%)	39 (37.14%) (6.54%)	—	—
差建物好租戶	40 (9.22%) (6.71%)	31 (14.76%) (5.2%)	0 (0%) (0%)	—
差建物差租戶	131 (14.09%) (21.98%)	98 (21.78%) (16.44%)	1 (0.24%) (0.17%)	3 (0.69%) (0.5%)
不相上下效率組合(低報酬、低風險)				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	85 (18.29%)	—	—	—
好建物差租戶	81 (17.42%)	12 (11.43%)	—	—
差建物好租戶	177 (40.78%)	74 (35.24%)	61 (67.03%)	—
差建物差租戶	340 (36.56%)	113 (25.11%)	313 (74.52%)	221 (50.80%)

註：1.上括號內為該類型大樓兩種不相上下效率組合個數，佔該類型大樓所有組合(4種組合)總數的比例。(例：兩棟大樓皆為好建物好租戶的組合中，共有106個高報酬高風險組合，且佔所兩棟大樓皆為好建戶好租戶組合總數(見表十三，共465筆)的22.80%

### (三)建物品質、租戶品質及組合後報酬、風險之相關分析

依據第四章聯立模型實證結果，建物屬性顯著影響租金水準，租戶結構顯著影響大樓租金收益穩定性。而辦公大樓兩兩組合後，建物品質、租戶品質及報酬、風險之間關係也有釐清的必要。如將表十五及表十六的四種效率情況，兩兩重新加以以劃分，區分為高報酬組合、低報酬組合、高風險組合、低風險組合<sup>11</sup>(表十

<sup>11</sup> 將「高報酬低風險」及「高報酬高風險」視為「高報酬組合」；「低報酬高風險」及「低報酬

七、十八)，則發現建物品質高低相較於租戶品質，明顯和辦公大樓組合後的報酬結果相關，而租戶品質高低相較於建物品質，明顯和辦公大樓組合後的風險程度相關。相關說明如下：

### 1. 建物品質和報酬的相關性

從表十七可知，不論租戶品質好壞，當兩棟大樓都是「好建物」，有接近 7 成的比例會出現高報酬組合<sup>12</sup>，而當兩棟大樓都是「差建物」，則有高達 9 成以上的比例會出現低報酬組合<sup>13</sup>。但當兩棟大樓都是「好租戶」，或兩棟大樓都是「差租戶」的組合，則無法明顯看出和組合後報酬高低之關係<sup>14</sup>。由此可知，建物品質明顯和組合後報酬程度有關，而好的建物品質使投資組合報酬較高，差的建物品質使投資組合報酬較低，但租戶品質好壞則相對無法反映組合後報酬的差異性。

### 2. 租戶品質和風險的相關性

從表十八可知，不論建物品質好壞，當兩棟大樓都是「好租戶」，有高達 7 成以上的比例會出現低風險組合<sup>15</sup>，而當兩棟大樓都是「差建物」，則高風險組合和低風險組合出現的比例差異不大。但當兩棟大樓都是「好建物」，或都是「差建物」的組合，則無法明顯看出和組合後風險高低之關係<sup>16</sup>。由此可知，好的租

---

低風險」視為「低報酬組合」；「高報酬低風險」及「低報酬低風險」視為「低風險組合」；「低報酬高風險」及「高報酬高風險」視為「高風險組合」。

<sup>12</sup> 表十七高報酬組合中，比較「兩棟都好建物」的組合：當兩棟都「好建物好租戶」的組合，有 77.42% 為高報酬；一棟「好建物好租戶」一棟「好建物差租戶」的組合，有 71.83% 為高報酬；兩棟都「好建物差租戶」的組合，有 69.52% 為高報酬，因此「好建物」出現高報酬組合的比例相對高許多。

<sup>13</sup> 表十七低報酬組合中，比較「兩棟都差建物」的組合：當兩棟都「差建物好租戶」的組合，有 93.40% 為低報酬；一棟「差建物好租戶」一棟「差建物差租戶」的組合，有 97.14% 為低報酬；兩棟都「差建物差租戶」的組合，有 99.08% 為低報酬，因此「差建物」出現低報酬組合的比例相對高許多。

<sup>14</sup> 從表十七高報酬組合中可知，兩棟大樓都是「好租戶」以及兩棟大樓都是「差租戶」的組合，出現高報酬的比例相近(分別為 77.42%、51.15%、6.59% 及 69.52%、44.89%、0.92%)，反之，表十八低報酬組合中，兩棟大樓都是「好租戶」以及兩棟大樓都是「差租戶」的組合，出現低報酬的比例也相近(分別為 22.58%、48.85%、93.40% 及 30.48%、55.11%、99.08%)。因此相較於建物品質，較難從租戶品質高低，判斷投資組合後報酬的高低情況。

<sup>15</sup> 表十八低風險組合中，比較「兩棟都好租戶」的組合：當兩棟都「好建物好租戶」的組合，有 72.90% 為低風險；一棟「好建物好租戶」一棟「差建物好租戶」的組合，有 82.71% 為高報酬；兩棟都「差建物好租戶」的組合，有 77.63% 為高報酬，因此「好租戶」出現低風險組合的比例相對高許多。

<sup>16</sup> 從表十八高風險組合中可以，兩棟大樓都「好建物」以及兩棟大樓都「差建物」的組合，出現高風險的比例相近(分別為 27.10%、42.36%、56.20% 及 26.37%、22.85%、48.97%)，反之，表十八低風險組合中，兩棟大樓都「好建物」以及兩棟大樓都「差建物」的組合，出現低風險的比

戶品質相對使組合後的風險較低，而建物品質好壞則相對無法反映組合後風險的差異性。

表十七 高報酬及低報酬組合結果

高報酬組合				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	360 (77.42%)	—	—	—
好建物差租戶	334 (71.83%)	73 (69.52%)	—	—
差建物好租戶	222 (51.15%)	94 (44.76%)	6 (6.59%)	—
差建物差租戶	457 (49.14)	202 (44.89%)	12 (2.86%)	4 (0.92%)
低報酬組合				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	105 (22.58%)	—	—	—
好建物差租戶	131 (28.17%)	32 (30.48%)	—	—
差建物好租戶	212 (48.85%)	116 (55.24%)	85 (93.40%)	—
差建物差租戶	473 (50.86%)	248 (55.11%)	408 (97.14%)	431 (99.08%)

註：1. 上括號內為該類型大樓的高報酬組合或低報酬組合個數，佔該類型大樓所有組合(2種組合)總數的比例。

例也相近(分別為 72.90%、57.63%、43.81%及 73.63%、77.14%、51.03%)，因此相較於租戶品質，較難從建物品質高低，判斷投資組合後風險的高低情況。

表十八 高風險及低風險組合結果

高風險組合				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	126 (27.10%)	—	—	—
好建物差租戶	197 (42.36%)	59 (56.20%)	—	—
差建物好租戶	75 (17.28%)	73 (34.76%)	24 (26.37%)	—
差建物差租戶	264 (28.39%)	233 (51.78%)	96 (22.85%)	213 (48.97)
低風險組合				
四類型大樓 兩兩組合	好建物好租戶	好建物差租戶	差建物好租戶	差建物差租戶
好建物好租戶	339 (72.90%)	—	—	—
好建物差租戶	268 (57.63%)	46 (43.81%)	—	—
差建物好租戶	359 (82.71%)	137 (65.23%)	67 (73.63%)	—
差建物差租戶	666 (71.61%)	217 (48.22%)	324 (77.14%)	222 (51.03%)

註：1. 上括號內為該類型大樓的高風險組合或低風險組合個數，佔該類型大樓所有組合(2種組合)總數的比例。