

香港房地產投資信託基金投資組合績效評估及風險之研究:以H-REITs為例

林治國、賴文魁

E-mail: 9607551@mail.dyu.edu.tw

摘要

由於香港金融市場為外資進入中國市場的窗口，其資金流動鉅額且快速，而在不動產證券化的過程裡，需要的就是有健全的金融體系和完備的法令配套。因此研究香港房地產投資信託(H-REITS)，可為未來中國不動產證券化市場開放後的投資借鏡。本篇在長期研究上利用變異數-共變異數法來進行風險值評估；另一方面，定期方向透過Markowitz的MV投資組合理論找出最佳投資組合及投資比例。實證結果發現：1. 在績效評估方面，長期以TLT-(領匯房地產投資信託基金)的整體績效表現最佳，定期以A-定期之(TLT)的整體績效表現最佳。2. 在風險值(VaR)評估方面，風險值(VaR)最大皆為TLT-(領匯房地產投資信託基金)，而Delta-Normal模式估算的風險值為可被接受的程度高於Delta-Normal GARCH模式所估算的風險值。3. 在最適投資組合中，各組合皆能有效分散風險，而投資者可檢視自身之風險偏好類型，選擇合適之投資比例。

關鍵詞：不動產證券化；香港房地產投資信託；變異數-共變異數法；績效評估；風險值

目錄

中文摘要	iii	英文摘要	iii
iv 誌謝辭		v 內容目錄	
vi 表目錄		viii 圖目錄	
x 第一章 緒論	1	第一節 研究背景與動機	1
1 第二節 研究目的及範圍	4	第三節 研究架構與流程	5
5 第二章 文獻探討	7	第一節 不動產證券化概論	7
7 第二節 不動產證券化相關文獻	24	第三節 績效評估相關文獻	34
34 第四章 風險相關文獻	42	第三章 研究方法	46
46 第一節 資料來源及樣本之選取	46	第一節 樣本資料報酬與變數基本統計量分析	65
52 第二節 投資組合評估	53	第二節 樣本資料績效衡量分析	69
57 第四章 實證結果分析	65	第三節 長期個別樣本資料之風險值評估	75
65 第一節 樣本資料報酬與變數基本統計量分析	65	第四節 固定期間樣本資料投資組合評估	80
69 第二節 樣本資料績效衡量分析	69	第五章 結論與建議	88
80 第三節 長期個別樣本資料之風險值評估	75	第一節 研究結論	88
88 第四節 固定期間樣本資料投資組合評估	80	第二節 研究建議及限制	91
88 第五章 結論與建議	88	參考文獻	93
91 第一節 研究結論	88		
91 第二節 研究建議及限制	91		
93 參考文獻	93		

參考文獻

一、中文部份 王文宇(2002)，不動產證券化法制評析，法令月刊，53(5)，34。王若愚(1998)，台灣共同基金績效評估-以個股特徵為基準投資組合之研究。國立台灣科技大學管理技術研究所未出版之碩士論文。王君文(2001)，極值理論風險值評估模式之探討，國立中正大學財務金融研究所未出版之碩士論文。王俊華(1990)，台灣地區共同基金績效評估與研究，國立中山大學企業管理研究所未出版之碩士論文。王隆(2000)，共同基金績效之研究:風險值模式之應用，國立成功大學國際企業研究所未出版之碩士論文。江奕欣(2000)，共同基金績效能力分解及持續性之研究，國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。李日保(1996)，不動產證券化與公共建設用地取得-兼論高鐵用地取得之操作模式，國立中正大學財務金融學系未出版之碩士論文。李明仁(1996)，台灣開放式債券型基金之績效研究，國立政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。吳明哲(2003)，不動產證券化市場潛在投資需求之研究，國立中興大學應用經濟研究所未出版之博士論文。林世淵(1995)，不動產證券化，臺北市:台北國際商學。林永汀(2005)，解析不動產證券化，臺北市:永然文化。范姜建伸(2006)，台灣不動產證券化的創新策略-一個從國外經驗與本土歷程出發的探討，國立台灣大學建築與城鄉研究所未出版之碩士論文。邱昭賢(1996)，國內不動產證券化之研究，東海大學管理研究所未出版之碩士論文。張金鵬，白金安(1992)，不動產證券化，臺北市:永然文化。張金鵬，白金安(1991)，國內類似不動產證券化之案例分析，台灣土地金融季刊，28(2)，69。張瑞芬(1999)，共同基金報酬之影響因素，國立台灣大學財務金融學研究所未出版之碩士論文。張雅惠(2000)，共同基金之績效，國立政治大學金融研究所未出版之碩士論文。許君薇(2004)，不動產證券化條例實施後之立法因應，私立東吳大學法律學系研究所未出版之碩士論文。陳亭蘭(2003)，不動產證券化法制之研究-兼評不動產證券化條例草案，國立中正大學法律學研究所未出版之碩士論文。陳端仁(1991)，不動產證券化制度與管

理政策之研究，國立成功大學企業管理研究所未出版之碩士論文。陸仕偉(2006)，日本不動產投資信託投資組合績效評估與風險之研究-以J-REIT為例，私立大葉大學會計資訊學系未出版之碩士論文。楊秀鳳(2000)，投資人於現有稅負下運用不同投資管道投資不動產證券化商品之最適策略研究，逢甲大學土地管理研究所未出版之碩士論文。楊朝舜(1993)，台灣共同基金選股能力與時機掌握能力之研究，台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。黃錦郎(1997)，台灣地區債券市場與開放式債券型基金之研究，國立政治大學企業管理學系未出版之碩士論文。董俊良(2004)，美國不動產投資信託與風險之研究，長庚大學企業管理研究所未出版之碩士論文。鄭桂娥(1995)，以持股比率評估共同基金之績效-台灣封閉型基金之實證研究，國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。廖咸興，李阿乙，梅建平(1995)，不動產投資概論，臺北市:華泰書局。蔡毓翔(2003)，台灣股票型共同基金績效之研究，私立淡江大學財務金融研究所未出版之碩士論文。劉宗聖，賴朝隆，歐宏杰，劉偉正(2006)，房地產投資信託基金攻略，香港；經濟日報。謝文倩(2003)，不動產證券化之研究，國立台灣大學財務管理研究所未出版之碩士論文。謝福源(2002)，金融資產與不動產證券化小百科，臺北市:台灣金融研訓院。羅健榮(2004)，台灣高科技共同基金之績效評估-風險值的應用，私立健康暨管理學院國際企業研究所未出版之碩士論文。顏彩雲(1996)，不動產投資信託制度實施必要配合之週邊環境探討，國立台灣大學財務金融學系未出版之碩士論文。

二、英文部份 Ambrose, B., & Peter, L. (2001). REIT organization structure & operating characteristics. *Journal of Real Estate Research*, 21, 146-162. Bhasin, V., Cole R. & Kiely, J. (1997). Changes in REIT liquidity 1990-1994: Evidence from intra-day transactions. *Real Estate Economics*, 25(4), 615-630. Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31, 307-327. Brightman, J. S., & Hanslanger, B. L. (1980). Past Investment Performance: Seductive but Deceptive. *Journal of Portfolio Management*, 6(4), 43-45. Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (1995). Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50, 679-699. Capozza, D. R., & Lee, S. (1995). Property types size & REIT value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363-380. Chan, K. C., Patric, H., & Anthony, B. S. (1990). Risk & Return on Real Estate: Evidence from Equity REITs. *AREUEA Journal*, 18(4), 431-452. Carlson R.S. (1970). Aggregate Performance of Mutual Funds: 1948-1967. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5, 1-31. Chen, S. J., Hsieh, C., Vines, T. W., & Chiou, S. N. (1998). Macroeconomic Variables: firm-specific variables & return to REITs. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 269-277. Chen, N., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59, 383-403. Damodaran, A., John, K., Liu, C.H. (1997). The determinants of organizational form changes: evidence and implications from real estate. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 169-192. Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with unit root. *Journal Information for Econometrica*, 49, 1057-1072. Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (1996). The persistence of risk-adjusted mutual fund performance. *Journal of Business*, 69, 133-157. Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Journal Information for Econometrica*, 50, 987-1008. Engle, R. F., Lillien, D. M., & Robins, R. P. (1987). Estimating time varying risk premia in the term structure: The ARCH-M model. *Journal Information for Econometrica*, 55, 391-407. Ernst, & Young, L., (2005) Tax Treatment of REITS [Online]. Available: <http://www.nareit.com/portfoliomag/05special/table.shtml> Ewing, B. T., & Payne, J. E. (2005). The response of real estate investment trust returns to macroeconomic shocks. *Journal of Business Research*, 58(3), 293-300. Gilliberto, M. S. (1990). Equity real estate investment trust & real estate returns. *Journal of Real Estate Research*, 5, 259-263. Gyourko J., & Nelling, E. (1996). Systematic risk and diversification in the equity REIT market. *Real Estate Economics*, 24(4), 493-515. Gyourko, J., & Sinai, T. (1999). The REIT vehicle: It's value today & in future. *Journal of Real Estate Research*, 18, 355-375. Grinblatt, M., & Titman, S. (1994). A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation techniques. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 419-444. Hendricks, D. (1996). Evaluation of value-at-risk models using historical data. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2, 36-69. Kupiec, P. H. (1998). Stress testing in a value at risk framework. *Journal of Derivatives*, 6(1), 7-24. Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-64. *Journal of Finance*, 23, 389-416. Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7, 77-91. Markowitz, H. M. (1991). Foundations of portfolio theory. *Journal of Finance*, 46, 469-477. McCue, T. E., & Kling, J. L. (1994). Real estate returns and the macroeconomy: some empirical evidence from real estate investment trust data: 1972-1991. *Journal of Real Estate Research*, 19(3), 277-287. Moses, E. A., Cheyney, J. M., & Veit, E. T. (1987). A new and more complete performance measure. *Journal of Portfolio Management*, 13, 24-33. Murphy, J. A. (1989). The inflation-hedging characteristics of equity REITs: an empirical study. *Quarterly Review of Economics and Business*, 29(3), 95-101. Sharpe, W. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 34, 119-138. Smith, K. V., & Tito, D. A. (1969). Risk-return measures of ex-post portfolio performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4, 449-471. Rogers, R., & James, O. (1985). The investment performance of public real estate limited partnerships. *Areuea Journal*, 13, 153-166. Treynor, J. L. (1965). How to rate management investment fund. *Harvard Business Review*, 43, 63-113. Vari, D. R., & Sosa, J. C. (2000). Value at risk estimates for Brady-Bond portfolios. *The Journal of Fixed Income*, 12, 7-23. Wang, K., Erickson J., & Chan, S. H. (1995). Does the REIT stock market resemble the general stock market?. *The Journal of Real Estate Research*, 10(4), 445-459.