

A study of performance Evaluation and Risks on Real Estate Investment Trust in Japan and Taiwan-The-J-REIT and REITs...

魏于鈞、賴文魁

E-mail: 9607707@mail.dyu.edu.tw

ABSTRACT

The aim of this essay is going to understand which is the better invest target by evaluating the risk and performance of Taiwan and Japan Real Estate Investment Trust. In addition, it will also talk about if it makes differences in different risky evaluation method. This investigation is using J-REIT and REITs as sample which is based on one year daily data and the weekly data which entered the market until Dec 30, 2006 to evaluate the risk and performance. The result shows that in daily data, it can combine Module EWMA and GARCH(1,1) to examine in a level 95 confidence interval, in order not to misjudge the risk. On the other hand, the evaluation of Module GARCH(1,1) is better in a level 95 confidence interval. Overall, sample NBF performs well than others. The sample of Taiwan distributes in the middle and behind. Under the weekly data, the GARCH(1,1) Module of Japanese Sample is good in a level 95 confidence interval; on the other hand, EWMA Module is better in Taiwanese Module. Under the level 99 confidence interval, GARCH(1,1) Module is better for Japan, and EWMA Module is better for Taiwan. If differentiates between Modules, the Office Module is better than residence Module under both daily and weekly data. In addition, the Market Module is better than residence Module under weekly data. The other Modules make no huge differences.

Keywords : GARCH(1,1) ; japan real estate investment trust ; real estate investment trusts ; exponential weighted moving average

Table of Contents

| | | | |
|---------------------------|------|---------------------------|-----|
| 內容目錄 中文摘要 | iii | 英文摘要 | iv |
| 誌謝辭 | v | 內容目錄 | vi |
| | viii | 圖目錄 | xi |
| | 1 | 第一節 研究背景 | 1 |
| | 3 | 第二節 研究目的 | 3 |
| | 6 | 第三節 研究範圍與方法 | 6 |
| | 8 | 第四節 研究流程與架構 | 8 |
| 第二章 文獻回顧 | 8 | 第一節 不動產證券化之沿革 | 8 |
| 第二節 不動產證券化相關文獻 | 36 | 第二節 不動產證券化相關文獻 | 36 |
| 評估相關文獻 | 49 | 第三節 績效評估相關文獻 | 42 |
| 第三章 研究方法 | 53 | 第四節 風險評估相關文獻 | 49 |
| 第一節 資料來源及樣本之選取 | 53 | 第三章 研究方法 | 53 |
| 第二節 績效報酬評估指標 | 61 | 第一節 資料來源及樣本之選取 | 53 |
| 第三節 風險評估方法 | 64 | 第二節 績效報酬評估指標 | 61 |
| 第四章 實證結果分析 | 73 | 第三節 風險評估方法 | 64 |
| 第一節 日資料樣本變數基礎統計量分析 | 73 | 第四章 實證結果分析 | 73 |
| 第二節 日資料三種績效指標分析 | 76 | 第一節 日資料樣本變數基礎統計量分析 | 73 |
| 第三節 日資料風險值驗證 | 84 | 第二節 日資料三種績效指標分析 | 76 |
| 第四節 週資料樣本變數基礎統計量分析 | 95 | 第三節 日資料風險值驗證 | 84 |
| 第五節 週資料三種績效指標分析 | 98 | 第四節 週資料樣本變數基礎統計量分析 | 95 |
| 第六節 週資料風險值驗證 | 106 | 第五節 週資料三種績效指標分析 | 98 |
| 第七節 修正後夏普指標(V1) | 117 | 第六節 週資料風險值驗證 | 106 |
| 第八節 不同類型J-REIT & REITs之比較 | 124 | 第七節 修正後夏普指標(V1) | 117 |
| 第五章 結論與建議 | 134 | 第八節 不同類型J-REIT & REITs之比較 | 124 |
| 第一節 結論 | 134 | 第五章 結論與建議 | 134 |
| 第二節 建議 | 140 | 第一節 結論 | 134 |
| 參考文獻 | 141 | 第二節 建議 | 140 |
| | 141 | 參考文獻 | 141 |

REFERENCES

- 王文宇(2003), 新金融法, 台北:元照出版。王文宇(2002), 不動產證券化法制評析, 法令月刊, 53, 29。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。王達榮(2003), 不動產投資信託(REIT)資本結構相關問題之探討, 國立中山大學財務管理學系研究所未出版之碩士論文, 8。台北富邦銀行, [線上資料], 來源: <http://www.taipeifubon.com.tw/index.htm>。台灣不動產資訊中心, [線上資料], 來源: <http://www.realestate.org.tw/index.jsp>。白金安(1980), 不動產證券化與市地開發之研究, 國立中興大學都市計畫研究所未出版之碩士論文。行政院金融監督管理委員會, [線上資料], 來源: http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=31617。向淑文(2000), 投資期限與資產定價因子, 國立中央大學財務管理研究所未出版之碩士論文, 40-42。何幸(1997), 國內共同基金績效評估及持續性之研究, 國立成功大學會計學系研究所未出版之碩士論文。李昇鑫(2002), 我國實施不動產證券化之探討, 國立臺灣大學財務金融學研究所未出版之碩士論文, 37-38。林文宏(1998), 全球股票型基金績效及持續性之研究, 國立東華大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文, 56-59。邱顯比(1999), 基金理財的六堂課, 台北:

天下遠見出版股份有限公司。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。吳偉臺(2003), 「不動產證券化法制架構與適用」, 證券暨期貨月刊, 21(10), 23-41。吳明哲(2004), 不動產證券化市場潛在投資需求因素之研究, 國立中興大學應用經濟研究所未出版之博士論文, 144。洪明欽, 王德仁(2001), 台股加權指數風險值評估---分位數迴歸法之探討, 東吳經濟商學學報, 台北:私立東吳大學。梅原一哲(2005), 亞澳國家不動產投資信託之研究, 國立臺灣大學財務金融學研究所未出版之碩士論文, 165。殷章甫(1996), 中、美、日三國不動產證券化之發展概況, 台灣土地金融季刊, 33, 1-13。陳馨宜(2002), 債券型共同基金績效及績效持續性研究, 淡江大學財務金融學系研究所未出版之碩士論文, 64-65。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, 大葉大學會計資訊學系研究所未出版之碩士論文, 95-98。張金鵬, 白金安(1992), 不動產證券化(初版), 台北:永然文化出版股份有限公司。張金鵬, 白金安(2005), 不動產證券化理論與實務, 台北:財團法人中國證券暨期貨市場發展基金會。游子軒(2003), 國內債券型基金績效持續性之研究, 長庚大學企業管理研究所未出版之碩士論文, 68-69。黃沛璿(2005), 國內不動產證券化投資商品風險之研究, 私立中華大學營建管理研究所未出版之碩士論文, 93。楊晉昌(1995), 共同基金型態與操作績效之研究, 國立政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。廖咸興, 李阿乙, 梅建平(1999), 不動產投資概論, 台北:華泰書局。廖含珮(2002), 台灣共同基金績效之分析-資料包絡分析法之應用, 中國文化大學經濟學研究所未出版之碩士論文, 79-81。劉志勇(2001), 選擇權風險值之衡量, 東吳大學經濟學系研究所未出版之碩士論文, 35。蔡毓翔(2003), 台灣股票型共同基金績效之研究, 淡江大學財務金融學系研究所未出版之碩士論文, 59-62。鄭桂娥(1995), 由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學系研究所未出版之碩士論文。謝文倩(2003), 不動產證券化之研究, 國立台灣大學財務金融學研究所EMBA碩士論文, 32、56、72。證券交易法部分條文修正草案總說明『行政院』(2005) 羅健榮(2004), 台灣高科技共同基金之績效評估 風險值的應用, 臺中健康暨管理學院國際企業研究所未出版之碩士論文, 63-64。

二、英文部分 Ambrose, B. W., & Linneman, P. (2001). Reit Organizational Structure and Operating Characteristics. *Journal of Real Estate Research*, 21(3), 141-162. Berndt, E. K., Hall, B. H., Hall, R. E., & Hausman, J. A. (1974). Estimation and Inference in Nonlinear Structural Models. *Annals of Economic and Social Measurement*, 4, 653-665. Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity. *Journal of Econometrics*, 31, 307-327. 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. Brightman, J. S., & Haslanger, B. L. (1980). Past Investment Performance: Seductive but Deceptive. *The Journal of Portfolio Management*, 6(4), 43-45. Capozza, D. R., & Lee, S. (1995). Property Type, Size, and REIT Value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363-380. Chan, S. H., Leung, W. K., & Wang, K. (1998). Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 357-374. Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59(3), 383-403. Chen, S. J., Hsieh, C., Vines, T. W., & Chiou, S. N. (1998). Macroeconomic variables, firm-specific variables and returns to REITs. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 269-277. Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49(4), 1057-1072. Droms, W. G., & Walker, D. A. (1994). Investment performance of international mutual funds. *The Journal of Financial Research*, 17(1), 1-14. Duarte, A. M., & Alcantara, S. D. (1999). Mean-value-at-risk optimal portfolios with derivatives. *Derivatives Quarterly*, 6(2), 56-64. D'Vari, R., & Sosa, J. C. (2000). Value at Risk Analysis for Brady Bond Portfolios. *Journal of Fixed Income*, 7-24. Engel, J., & Giszky, M. (1999). Conservatism, Accuracy and Efficiency: Comparing Value-at-Risk Models. Working Paper .2. Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50, 987-1006. Giliberto, M. S. (1990). Equity real estate investment trust & real estate returns. *Journal of Real Estate Research*, 5, 259-263. Goetzmann, W. N., & Ibbotson, R. G. (1994). Do Winners Repeat? . *Journal of Portfolio Management*, 20(2), 9-18. Grinblatt, M., & Titman, S. (1994). A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Technique. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 419-444. Gyourko, J., & Keim, D. B. (1992). What Does the Stock Market Tell Us About Real Estate Returns?. *Real Estate Economics*, 20, 457-485. Hendricks, D. (1996). Evaluation of Value at Risk Models Using Historical Data. *Economic Policy Review*, 39-69. Jarchow, S. P. (1988). Real Estate Syndication Securitization After Tax Reform. New York: Wiley. Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-64. *Journal of Finance*, 23, 389-416. J. P. Morgan and Company, (1996), "RiskMetrics™—Technical Document", Morgan Guaranty Trust Company of New York. Karolyi, G. A., & Sanders, A. B. (1998). The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 17(3), 245-262. Kriz, J. J., & Michles, D. (2002). A New Phase for Mortgage REITs. [Online]. Available: <http://www.nareit.com/portfoliomag/02julaug/sector.shtml> Lehmann, B. N., & Modest, D. M. (1987). Mutual fund performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons. *The Journal of Finance*, 42(2), 233-265. Li, Y., & Wang, K. (1995). The Predictability of REIT Returns and Market Segmentation. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 471-482. Ling, D. C., & Naranjo, A. (1997). Economic Risk Factors and Commercial Real Estate Returns. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 14(3), 283-307. Malkiel, B. G. (1995). Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50(2), 549-572. McDonald, J. G. (1974). Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(3), 311-333. Miles, M., & McCue, T. (1982). Historic Returns and Institutional Real Estate Portfolios. *Real Estate Economics*, 10(2), Blackwell Publishing. Mull, S. R., & Soenen, L. A. (1997). U.S. REITs as an asset class in international investment portfolios. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 55-61. Sagalyn, L. (1990). Real Estate Risk and the Business Cycle: Evidence from Security Markets. *Journal of Real Estate Research*, 5(2), 203-220. Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 34, 119-138. Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management Investment Fund. *Harvard Business Review*, 131-135.

三、日文部分 井出保夫(2002), REIT????, 東京:日本?業出版社。日本不動產證券化協會(2004), 不動產證券化 Hand Book 2004, 不動產證券化協會。J-REIT投資????(2004), 東京:??村印刷株式?社。渡??(2003), ??以上????書???不動??証券化, 東京:PHP研究所。

BRRRI Inc.

[線上資料], 來源: [http:// www.spc-reit.com](http://www.spc-reit.com)。 Nippon Building Fund Inc.

[線上資料], 來源: [http:// www.nbf-m.com/nbf](http://www.nbf-m.com/nbf)。 SPC Securities Inc.

[線上資料], 來源: [http:// www.spc-sec.co.jp](http://www.spc-sec.co.jp)。 日本不動産証券化協?, [線上資料], 來源: [http:// www.ares.or.jp/index_fla.html](http://www.ares.or.jp/index_fla.html)。 ???基礎

研究所(2002), ?大??私募型不動産????市場, [線上資料], 來源: <http://www.nli-research.co.jp>。 住信基礎研究所, [線上資料], 來源:

[http:// www.stbri.co.jp](http://www.stbri.co.jp)。 東京証券取引所, [線上資料], 來源: [http:// www.tse.or.jp](http://www.tse.or.jp)。 JREI:日本不動産研究所, [線上資料], 來源: [http://](http://www.reinet.or.jp/)

www.reinet.or.jp/。 不動産投信情報? - ??, [線上資料], 來源: [http:// www.japan-reit.com/](http://www.japan-reit.com/)。