

新加坡不動產投資信託投資績效評估與風險之研究—以S-REIT為例

陳佩嫻、賴文魁

E-mail: 9607709@mail.dyu.edu.tw

摘要

新加坡目前有13只上市REIT，是日本之外亞洲最大的房地產信託市場。早台灣3年，其市場的成熟度值得讓台灣作為參考的借鏡。故本研究欲探討新加坡發展不動產證券化的經驗以能作為台灣不動產證券化之借鏡。本研究以S-REIT作為研究樣本，對其樣本之風險及績效進行分析，並以資本資產定價模式(CAPM)來解釋樣本公司投資的報酬與風險的關係。在風險檢測上運用均等移動平均法和GARCH分析對新加坡各支REIT進行風險檢視，了解同一時間內各支REIT表現為何？何者最佳。實證結果發現從報酬與風險統計來看：各股平均報酬和風險值發現 Capitacommercial Trust最高，是高風險，高報酬的投資標的。從績效衡量指標分析來看，彙整三種指標，以Capitamall Trust的績效最好，從資本資產定價模型(CAPM)來看報酬與風險的關係：5%的顯著水準下，所有的新加坡公司樣本其市場風險溢酬因子對超額報酬的影響皆達到之顯著。依解釋能力來看(R 值)，最高值分最高值分別是Capitamall Trust和Capitacommercial Trust，表示其最容易受大盤的影響。

關鍵詞：不動產證券化；不動產投資信託；資產定價模型；績效評估

目錄

內容目錄 中文摘要	iii	英文摘要	iii
iv 誌謝辭		vi 內容目錄	
vii 表目錄		ix 圖目錄	
xi 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	2	第三節 研究範圍	2
3 第四節 研究架構與流程	3	第二章 文獻探討	5
5 第一節 不動產證券化之沿革	5	第二節 不動產證券化相關文獻	17
17 第三節 績效評估相關文獻	27	第四節 風險評估相關文獻	38
38 第五節 資本資產定價模型	43	第三章 研究方法	46
46 第一節 資料與樣本之選取	46	第二節 績效評估指標	48
48 第三節 風險評估方法	50	第四章 實證結果分析	56
56 第一節 樣本變數統計量及績效分析	56	第二節 樣本報酬績效衡量分析	61
61 第三節 報酬與風險關係之評估(CAPM)	61	第四節 風險值驗證	74
74 第一節 研究結論	74	第五章 結論與建議	75
75 第二節 研究建議	75	第一節 研究結論	75
75 第三節 管理意函	76	第二節 研究建議	76
76 參考文獻	77	第三節 管理意函	76
77			

參考文獻

一、中文部份 王有康(1997)，不動產證券化之研究，台灣土地金融季刊，34(2)，133-144。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，33-42。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，22-49。李政輝(2000)，債券投資組合之風險衡量 - 風險值與主成份分析之應用，私立東吳大學企業管理學系碩士班未出版之碩士論文，22-56。何幸(1997)，國內共同基金績效評估及持續性之研究，國立成功大學會計研究所未出版之碩士論文，21-66。邱昭賢(1996)，國內不動產證券化之研究，私立東海大學管理研究所未出版之碩士論文，11-55。吳承康(1996)，臺灣發展不動產證券化之研究，國立台灣大學財務金融學系碩士班未出版之碩士論文，19-36。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，33-66。范姜建仲(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，32-44。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，東吳經濟商學季刊，33(2)，12-28。陳怡芳(1997)，不動產證券化運用於都市更新之研究，國立中興大學都市計畫研究所未出版之碩士論文，11-33。陳馨宜(2002)，共同基金績效及績效持續性研究，私立淡江大學財務金融研究所出版之碩士論文，33-44。陳瑞仁(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，8-33。梅原一哲(2005)，亞澳國家不動產投資信託之研究，國立台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文，31-48。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, 16-42。華應榮(2004), 台灣不動產證券化探討, 私立大葉大學事業經營研究所出版之碩士論文, 22-35。黃淑美(1999), 國內債券型基金績效之研究, 國立交通大學經營管理研究所未出版之碩士論文, 35-44。張金鶚, 白金安(1990), 不動產證券化, 台北:永然書局, 8-22。董俊良(2004), 美國不動產投資信託與風險之研究, 私立長庚大學企業管理研究所未出版之碩士論文, 33-44。楊朝舜(1993), 台灣共同基金選股能力與時機掌握能力之研究, 國立台灣大學財務金融研究所未出版碩士論文, 8-55。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, 6-36。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, 23-48。蔡鎮坤(1998), 以主成份分析進型債券部位風險值(VaR)估算之探討, 國立台灣大學商學研究所未出版之碩士論文, 6-48。謝文倩(2003), 不動產證券化之研究, 國立臺灣大學財金研究所未出版之碩士論文, 4-56。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, 14-55。譚志忠(1999), DEA投資組合效率指數 - 應用於台灣地區股票型共同基金績效評估, 私立淡江大學財務金融研究所未出版碩士論文, 24-51。

二、英文部分 Allen, Paul, R., & Sirmans, C. F. (1987). An analysis of gains to acquiring firm ' s shareholders-The special case of REITs. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 175-184. Ambrose, B., & Linneman, P. (2001). REIT organization structure and operating characteristics. *Journal of Real Estate Research*, 21(1), 146-162. Beder, & Styblo, T. (1995). Seductive but dangerous. *Financial Analysts Journal*. 51(1), 12-24. Capozza, D. R., & Lee, S. (1995). Property types size and REIT value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363-380. Chen, S. J., Cheng, H. H., & Bradford., D. J. (1997). Real estate and the arbitrage pricing theory:macrovariables vs. derived factors. *Real Estate Economics*, 25(2), 505-23. Dellva, W. J., & Olson, G.. T. (1998). The relationship between mutual fund fees and expenses and their effects on performance. *The Finance Review*, 33(2), 85-104. Duarte, & Alcantara, W. (1999). Mean value at risk optimal portfolios with derivatives. *Derivatives Quarterly*, 11(2), 56-64. Ewing, B. T., & Payne, J. E. (2003). The response of real estate investment trust to macroeconomic shocks. *Journal of Business Research*, 58(3), 293-300 Gyourko, J., & Joseph, E. (1996). Systematic risk and diversification in the equity REIT market. *Real Estate Economics*, 24(4), 493-515. Grinblatt, M., & Titman, S. (1993). A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation technique. *Journal of Finance Quantitative Analysis*, 29(3), 419-444. Giliberto, M. S. (1990). Equity real estate investment trust and real estate returns. *Journal of real estate research*, 5(1), 259-263. Hendrick, D., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds:short-run persistence of relative performance. *Journal of Finance*, 48(2), 93-130. Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-64. *Journal of Finance*, 23(1), 389-416. Jorion, P. (1997). Value at risk:The new benchmark for controlling market risk. Irwin Publishing, 13(2), 8-12. Kupiec, P. H. (1998). Stress testing in a value at risk framework. *Journal of Derivatives*, 6(1), 7-24. Ling, D. C. & Naranjo, A. (1997). Economic risk factors and commercial real estate returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 14(2), 283-307. Li, Y. & Wang, K. (1995). The predictability of REIT returns and market segmentation. *The Journal of Estate Research*, 10(4), 471-481. Mcue, 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. Merton, R. C. (1971). Optimum consumption and portfolio rules in a continuous time model. *Journal of Economic Theory*, 3(1), 373-413. Mull, S. R. (1997). REITs as an asset class in international investment portfolios. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 55-61. McDonald, J. G.. (1974). Objectives and performance of mutual funds 1960-1969. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 6(2), 311-333. Moses, E. A. , Cheyney, J. M., & Veit, E. T. (1987). A new and more complete performance measure. *Journal of Potfolio Management*, 13(2), 24-33. Malkiel, B. (1995). Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50(7), 549-572 . Roboson, G.. N. (1986). The investment performance of unit trusts and mutual fund in Australia for the period 1969 to 1978. *Accounting and Finance*, 26(2), 55-79. Rogers, & Owers. (1985). The investment performance of public real estate limited partnerships. *Areuea Journal*, 13(2), 153-166. Smith, K. V., & Dennis, A. T. (1969). Risk-return measures of ex-post portfolio performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4(1), 449-471. Treynor, J. L. (1965). How to rate management investment fund. *Harvard Business Review July-August*, 12(3), 131-135. Wang, K., Erickson, J., & Chan, S. H. (1995). Does the REIT stock market resemble the general stock market. *The Journal of Estate Research*, 10(4), 445-459.