

我國不動產投資信託報酬、風險及其影響因子之研究：以Taiwan REITs為例

陳富忠、賴文魁；莊宏富

E-mail: 9608241@mail.dyu.edu.tw

摘要

本研究藉由CAPM模型、二因子模型、三因子模型、總體經濟因子模型及多因子資產訂價(APT)模型，探討對台灣不動產投資信託(T-REIT)具解釋能力之模型及因子。最後利用GARCH模型來探討台灣不動產投資信託(T-REIT)報酬的變動是否會隨前期之波動所影響。實證結果如下：1.二因子模型及多因子資產訂價(APT)模型對台灣不動產投資信託(T-REIT)整體具有較強的解釋能力；淨值市價比溢酬對台灣不動產投資信託(T-REIT)整體的超額報酬具有較強的解釋能力。2.台灣不動產投資信託(T-REIT)超額報酬的變動會隨前期之波動所影響。3.在各實證模型中，對台灣不動產投資信託(T-REIT)最具解釋能力之因子為淨值市價比溢酬。

關鍵詞：台灣不動產投資信託(T-REIT)、資產定價模型、GARCH 模型

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	2	第二節 研究架構與流程	2
3 第二章 文獻探討	4	第一節 不動產投資信託(REIT)之沿革	4
4 第二節 不動產投資信託(REIT)相關文獻	17	第三節 報酬評估指標相關文獻	17
23 第四節 風險因子相關文獻	27	第五節 不動產投資信託(REIT)之優缺點	31
31 第六節 時間序列分析	32	第三章 研究方法	34
34 第一節 研究對象與範圍	34	第二節 理論模型變數定義及選取方法	34
34 第三節 報酬評估指標	37	第四節 理論模型	39
39 第四章 實證結果分析	48	第一節 台灣不動產投資信託(T-REIT)樣本資料	48
48 第二節 報酬評估指標分析	49	第三節 總體經濟風險因子篩選結果	51
52 第三節 理論模型分析	52	第五節 單根檢定	66
67 第六節 GARCH模型分析	67	第五章 結論與建議	72
72 第一節 研究結論	72	第二節 研究建議	73
73 參考文獻	75	附錄一	75
83 附錄二	97	附錄二	97

參考文獻

一、中文部分: 王元城(2000), 不動產證券化應用於更新老舊集合住宅之可行性分析, 私立中華大學建築與都市計劃研究所未出版之碩士論文。白金安(1988), 不動產證券化與市地開發之研究, 國立中興大學都市計劃研究所未出版之碩士論文。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。李昇鑫(2002), 我國實施不動產證券化探討, 國立台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。李宜豐(2004), 不動產金融商品 - 理論與實務, 福茂鑑價顧問公司。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。林倬仲(2004), 國內不動產證券化發展之現況及探討, 今日合庫, 30-54。翁偉翔(2003), 不動產證券化可行性之研究, 國立政治大學地政研究所未出版之碩士論文。張金鶚、白金安(1999), 不動產證券化, 台北:永然。張金鶚、翁偉翔、陳明吉(2002), 不動產證券化可行性之研究 - 需求面分析, 不動產證券化理論與實務學術研討會論文集, 1-25。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, 國科會補助國外短期研究成果報告 - 日本明海大學不動產科學學院訪問研究, 住宅學報, 13(2), 89-116。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研究所未出版之碩士論文。陳勝源(1989), 我國共同基金投資組合績效之研究, 國立台灣大學商學研究所未出版之碩士論文。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劃研究所未出版之碩士論文。陳文達、李阿乙、廖咸興(2002), 資產證券化:理論與實務, 台北:智勝文化。陳高超(2003), 台北捷運聯合開發不動產證券化之可行性研究, 私立淡江大學商管

學院高階主管管理碩士學程未出版之碩士論文。 陳怡靜(2003), 海外日本基金進行國際投資組合之績效評估與風險性探討, 大葉大學會計資訊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, 國立中正大學法律研究所未出版之碩士論文。 陳政毅(2005), 不動產證券化收益面風險影響因子之研究, 開南管理學院財務金融研究所未出版之碩士論文。 陳萬發(2005), 台灣不動產投資信託之研究 - 以富邦一號不動產投資信託基金為例, 國立台灣海洋大學航運管理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研究所未出版之碩士論文。 黃勃叡(2004), 不動產證券化條例之解析與面臨問題之探討, 國立台北大學法學研究所未出版之碩士論文。 黃祺嵐(2004), 台灣不動產信託與不動產證券化之發展, 私立世新大學經濟研究所未出版之碩士論文。 黃祺嵐(2004), 台灣不動產信託與證券化之發展, 台灣金融財務季刊, 5(1), 67-85。 黃御綸(2004), 極值理論與整合風險衡量, 國立政治大學金融研究所未出版之碩士論文。 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。 曾昭萍(1998), 台灣不動產投資信託管理之研究, 淡江大學金融管理研究所未出版之碩士論文。 彭文俊(1995), 債券指數之建構與債券型基金績效之研究, 國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。 楊晉昌(1995), 共同基金型態與操作績效之研究, 政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。 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。 楊宗庭(2000), 共同基金風險值的評估與應用, 國立台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。 楊衍燮(2003), 我國不動產證券化之研究, 國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。 蔡如梅(1994), 海外共同基金績效評估之研究, 高雄工學院管理科學研究所未出版之碩士論文。 廖咸興(1999), 不動產投資概論。 謝富全(1994), 我國共同基金績效及其績效持續性之研究, 台灣科技大學管理技術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, 台北:台灣金融研訓院。 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。 蘇新業(1989), 評估國內共同基金投資績效之實證研究, 國立成功大學工業管理研究所未出版之碩士論文。 財團法人台灣不動產資訊中心。 <http://www.realestate.org.tw/> 二、西文部分: Ambrose, B., & Peter, L. (2001). REIT organization structure & operating characteristics. *Journal of Real Estate Research*, 21, 146-162. Bhasin, V., Rebel, A. C., & Joseph, K. K. (1997). Changes in REIT liquidity 1990-1994: Evidence from intra-day transactions. *Real Estate Economics*, 25(4), 615-630. Capozza, D. R., & Lee, S. (1995). Property types, size, & REIT value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363-380. Chen, N., Richard, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59, 383-403. Chen, S. J., Hsieh, C., Vines, T. W. & Chiou, S. N. (1998). Mar-coeconomic Variables, Firm-Specific Variables & Return to REITs. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 269-277. Cheol, S. E., Richard, K., & Bruce, G. (1991) U.S.-Based International Mutual Funds: A Performance Evaluation. *Journal of Portfolio Management*, Spring, 88-94. Glascock, J. L., Lu, C., & Raymond, W. S. (2000). Further Evidence on the Integration of REIT, Bond, and Stock Returns. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 20, 177-194. Glascock, J. L., Lu, C., & Raymond, W. S. (2002). REITs Return & Inflation: Perverse or Reverse Causality Effects. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24, 301-317. Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Fund in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23, 389-416. Lewis, Danielle, Springer, T. M., & Anderson, R. I. (2003). The Cost Efficiency of Real Estate Investment Trust: An Analysis With A Bayesian Stochastic Frontier Model. *Journal of Finance and Economics*, 26(1), 65-80. Ling, D. C. & Naranjo, A. (1997). Economic Risk Factors & Commercial Real Estate Returns. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 14, 283-307. Rao, Ramesh, P., & Raj, A. (1987). Performance of U.S. - Based International Mutual Funds. *Akron Business & Economics Review*(Winter), 98-107. Rogers, Ronald., & James, O. (1985). The Investment Performance of Public Real Estate Limited Partnerships. *AREUEA Journal*, 13, 153-166. Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360. Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 34, 119-138. Swanson, Zane, Theis, J., & Casey, K. M. (2002). REIT Risk Premium Sensitivity and Interest Rates. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24(3), 319-330. Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management Investment Fund. *Harvard Business Review*, July-August, 131-135. Vines, T., Hsieh, W. Cheng-Ho., & Hatem, J. (1994). The Role of Systematic Covariance & Coskewness in the Pricing of Real Estate: Evidence from Equity REITs. *The Journal of Real Estate Research*, 9, 421-429. Yang, & X., S. (2001). Is Bigger Better? A Re-Examination of the Scale Economics of REITs. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(1), 67-77.