

亞洲四小龍REITs與股票報酬及其風險因子之動態分析

徐資揚、賴文魁

E-mail: 9707907@mail.dyu.edu.tw

摘要

本研究選取在2007年1月1日至2007年12月31日間於四小龍各國掛牌上市的REITs商品(T-REITs、H-REITs、K-REITs及S-REITs, 共計四組), 與相同期間各國股市之股價指數作為研究樣本, 輔以四小龍各國之總體經濟變數, 包括各國通貨膨脹率、貨幣供給額、利率之共計1年的日資料, 來探討台灣、香港、韓國、新加坡個別國家之REITs及股票兩市場報酬分別與總體經濟變數間的互動關係, 以便了解這兩項金融產品, 也期望有助於提昇投資人在國內外之投資績效。本研究主要利用VAR模型中的Granger因果關係檢定、衝擊反應分析及預測誤差變異數分解進行實證。實證結果顯示: 四小龍各國股價指數皆為影響該國REITs波動的最主要變數。此外, 本文亦發現在台灣及新加坡, 通貨膨脹率皆為影響該國股價指數波動的最主要變數。其次, 在韓國, REITs則為影響股價指數波動的最主要變數, 顯示REITs價格與股價指數間存有相當程度的相互影響關係。另外, 在香港, 利率為影響股價指數波動的最主要變數, 此點與其他國家略有差異, 值得香港地區的投資人注意。

關鍵詞: 不動產投資信託; 股票市場; 報酬; 風險因子

目錄

中文摘要	iii	英文摘要	iii
iv 誌謝辭	v	內容目錄	v
vi 表目錄	viii	圖目錄	viii
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 研究流程與架構	2
3 第二章 文獻探討	5	第一節 不動產證券化(REITs)之沿革	5
5 第二節 四小龍各國REITs之沿革	9	第二節 不動產證券化(REITs)相關文獻	17
17 第三節 不動產證券化(REITs)之沿革	21	第三節 報酬相關文獻	27
27 第四節 股票相關文獻	32	第三章 研究方法	37
32 第五節 報酬相關文獻	37	第一節 研究範圍	37
37 第六節 風險因子評估相關文獻	39	第二節 實證步驟與架構	39
39 第一節 研究範圍	41	第三節 研究方法	41
41 第二節 實證步驟與架構	48	第四章 實證結果與分析	48
48 第三節 研究方法	50	第一節 資料之基本統計量分析	48
50 第四節 Granger 因果關係檢定	52	第二節 ADF單根檢定	50
52 第五節 衝擊反應分析	58	第三節 VAR檢定	52
58 第六節 預測誤差變異數分解	63	第四節 Granger 因果關係檢定	58
63 第一節 研究結論	69	第五節 衝擊反應分析	63
69 第二節 研究建議	75	第六節 預測誤差變異數分解	69
75 第一節 研究結論	79	第五章 結論與建議	75
79 第二節 研究建議	80	第一節 研究結論	75
80 參考文獻	80	第二節 研究建議	75

參考文獻

一、中文部份 李純瑩(2004), 國內股票型基金績效之影響因素研究, 私立世新大學經濟學系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, 台北市:福茂鑑價顧問股份有限公司。李昇鑫(2002), 我國實施不動產證券化之探討, 國立台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。李秀雯(1999), 股票市場波動性與總體經濟波動性及市場交易量之關係, 私立淡江大學財務金融學系研究所未出版之碩士論文。何國誠(2004), 金融風暴前後亞洲四小龍與美、日間股匯市之整合性及相互關聯性, 國立中興大學財務金融研究所未出版之碩士論文。吳秋璇, 陳品橋, 吳嘉欽, 劉宗聖(2005), REITs不動產投資信託, 台北市:英屬維京群島商高寶國際有限公司。余文德, 鄭紹材, 黃沛璿(2005), 國內不動產證券化商品投資風險之研究, 中華建築學刊, 2(1), 35-43。林文宏(1999), 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學系研究所未出版之碩士論文。林煜宗, 廖成興, 李阿乙, 陳仁遠(1995), 台灣土地銀行導入不動產證券化業務之研究, 台灣土地金融季刊, 11-15。洪之良(2001), 台美兩地之股價與總體經濟變數關聯性研究, 國立交通大學經營管理研究所未出版之碩士論文。段光齡(2000), 美國、日本與亞洲四小龍之股市相關分析, 國立台北大學經濟研究所未出版之碩士論文。陳聖明(2003), 台灣、日本與香港股市間互動、波動不對稱性及外溢效果之研究 - 三元不對稱VECM-GARCH-M之應用, 國立台北大學合作經濟學系研究所未出版之碩士論文。陳怡芳(1998), 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。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研究所未出版之碩士論文。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, 2004年8月25日~11月24日。張金鶚(2006), 民國94年不動產市場回顧與展望-兼論不動產證券化對不動產市場之影響, 臺灣經濟金融月刊, 42(6), 99-110。郭淑惠(2006), 亞太地區股票市場不對稱現象之探討, 國立雲林科技大學財務金融研究所未出版之碩士論文。郭鐘元(2007), 亞洲各國不動產投資信託基金(REITs)之投資績效與風險性評估之研究-以新加坡、香港、台灣之REITs為例, 私立大葉大學國際企業管理學系在職專班研究所未出版之碩士論文。黃守良(2004), 不動產證券化之研究-兼論不動產證券化交易市場法制與建置之探討, 私立輔仁大學金融研究所未出版之碩士論文。黃浩鈞(2006), 美國不動產投資信託報酬影響因素之研究, 國立台北大學企業管理學系研究所未出版之碩士論文。游仲萍(1999), 亞洲股市間股價波動傳遞效果之研究 以金融類股與工業類股為例, 私立實踐大學企業管理研究所未出版之碩士論文。董俊良(2004), 美國不動產投資信託報酬與風險之研究, 私立長庚大學企業管理研究所未出版之碩士論文。劉素正(2006), 總體經濟因素與股價關係之研究, 國立雲林科技大學財務金融系研究所未出版之碩士論文。蔡明修(2002), 亞洲股市互動關係與波動影響因素之探討, 國立台灣科技大學企業管理研究所未出版之碩士論文。謝文倩(2003), 不動產證券化之研究, 國立臺灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。謝朝光(2001), 台灣與亞太各國股市間關連性與動態相關係數之研究, 國立台北大學企業管理學系研究所未出版之碩士論文。

二、英文部份 Abdullah, D. A. (1998). Money growth variability and stock returns: An innovations accounting analysis. *International Economic Journal*, 12(4), 89-104. Ambrose, B. W., & Peter, L. (2001). REIT organization structure and operating characteristics. *Journal of Real Estate Research*, 21(3), 141-162. 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. Capozza, D. R., & Lee, S. (1995). Property types size & REIT value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363-380. Chan, K. C., Hendershott, P. H., & Sanders, A. R. (1990). Risk and return on real estate: Evidence from equity REITs. *Journal of the American Real Estate & Urban Economics Association*, 18(4), 431-452. Dellva, W. L., & Olson, G. T. (1998). The relationship between mutual fund fees and expenses and their effects on performance. *Financial Review*, 33(1), 85-104. Droms, W. G., & Walker, D. A. (1994). Investment performance of international mutual funds. *The Journal of Financial Research*, 17(1), 1-14. 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. Fortune, P. (1989). An assessment of financial market volatility: Bills, bonds, and stocks. *New England Economic Review*, pp.13-28. Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416. 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. Lamoureux, C. G., & Lastrapes, W. D. (1990). Persistence in variance, structural change, and the GARCH model. *Journal of Business and Economic Statistics*, 8(2), 225 - 234. Lin, Y. A., Pan, M. S., & Fung, H. G. (1996). International transmission of stock prices movement: Evident from the U.S. and six Asian stock pacific basin markets. *Journal of Multinational Management*, 6, 81-94. Liu, Y. A., Pan, M. S., & Shieh, J. C. P. (1998). International transmission of stock price movements: Evidence from the U. S. and five Asian-Pacific markets. *Journal of Economics and Finance*, 22(1), 59- 69. Manning, N.(2002). Common trends and convergence? South East Asian equity markets, 1988-1999. *Journal of International Money and Finance*, 21(2), 183-202. McCue, T. E., & Kling, J. L. (1994). Real estate returns and the macroeconomy : some empirical evidence from real estate in-vestment trust data:1972-1991. *Journal of Real Estate Research*, 19(3), 277-287. McDonald, J. G. (1974). Objectives and performance of mutual funds, 1960-1969. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 9(3), 311-333. Mull, S. R. (1997). REITs as an asset class in international investment portfolios. *Financial Analysts Journal*. 53(2), 55-61. Najand, M., & Yung, K. (1991). A GARCH examination of the relationship between volume and price volatility in futures markets. *Journal of Future Markets*, 11(5), 613-621. Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39(1), 119-138. Sill, D. K. (1993). Predicting stock-market volatility. *Business Review-Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 15-27. Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75. Wang, K., Erickson J., & Chan, S. H. (1995). Does the reit stock market resemble the general stock market?. *The Journal of Es-tate Research*, 10(4), 445-459.