

不動產證券化專題研討第七次上課記錄

時間：2006/11/03(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：吳怡蕙、鄭佩宜

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄、李芳怡

第一部分

報告人：鄭佩宜、吳怡蕙

課程主題—台灣不動產證券化實施案例與表現(報告內容詳見PP檔)

課堂討論：

志文：剛剛 REITs 表現部分，投資 REITs 與大盤比較可能較缺乏意義。而報酬應該以“月”相比，因為投資人會想說這個月把錢放定存還是 REITs，是以一段時間來考量。另外，流動性部份，可能應該與全部的資額本來比較。例如，目前收益最高的鴻海，資本額就 500 億了，可以與 REITs 全部規模抗衡，可見各檔 REITs 規模就很小了！如果鴻海的單日週轉率 5%，就好幾百萬張了，然而台灣 REITs 目前的每日交易量才幾百張，其實是相當低的。剛剛報告的投資需求調查部分，有說到經驗長的可能追求價差，這部份來講，應視個人而定，非經驗長的就追求報酬！還有法人重視流通性的原因，誠如上星期所言，法人在投資一段時間後，需要進行配息，可能要處分一些資產，如果投資在某一部分的資產太多的話，可能臨時賣不掉！如果法人持有 1000 張，要賣幾天才賣掉！

張老師：月報酬應該被強調，日報酬比較缺乏意義，因為投資人不會每日進出 REITs 市場。

穎慧：投資經驗長的人比較不會偏好投資 REITs 是對的。

張老師：REITs 投資需求調查的結果，大家應該會有更進一步的了解。另外，結論不管過去會不會買 REITs，對未來大多還是想買的，從這角度看，其實還不錯，值得大家關心！我們要更了解市場是大家要做的功課。

玟甄：REITs 與通貨膨脹的關係應該是正向關係還是負向關係才能對抗通膨呢？

佩宜：當物價上漲時，REITs 報酬也要跟著上漲，兩者之間要呈現正向關係才能達到對抗通貨膨脹的避險效果。

第二部份 課程主題—第六章 法人機構投資者的影響

第六章：法人機構投資者的影響

報告者：李芳怡、郭益銘

誰持有股票重要嗎？

在股票市場當中，你是個不會對個別股票做太多研究的一般投資者。某天，你的兩位朋友建議你該選購哪一支股票。第一位朋友，就像你一樣，是一個一般投資者，另一個朋友則是一個大型退休基金研究部門的主管。你知道這兩個朋友一樣聰明，但你只能接受其中一個的建議。我們猜測，你可能會選擇為退休基金工作的那位朋友所推薦的股票。為什麼呢？你認為這位朋友會比較瞭解他所推薦的股票。

然而，當我們稍微改變這個情境，你的答案可能會有所不同。假設，經驗豐富的那位朋友(為退休基金工作)推薦你買 IBM 的股票。另一位朋友(一般投資者)推薦你買通用汽車的股票。我們猜測，你可能對這兩個建議沒有偏好，因為這兩間公司都很大，都有很多人持有他們的股票，也都有很多公司的相關訊息。你可能會懷疑，經驗豐富的那位朋友如何會比另一位朋友更了解這些股票。

最後，我們來談談一個極端的情境。你正在觀望兩間新網路公司的初次公開發行股。你知道這兩間公司都沒有任何營收紀錄，而且兩家公司的產品幾乎一樣。在退休基金工作的朋友告訴你，他的公司將大量投資其中一家，但他也承認，他們對這兩家公司的了解程度沒有差別。

在這個情境之下，假如你一定要從這兩家公司挑一支股票，你會選哪一家呢？我們猜測，你會選擇退休基金大量投資的那一公司。為什麼呢？因為，即使這個經驗豐富的投資者對這家公司的了解沒有比經驗少的投資者來的多，但好處在於有退休基金會監督著新公司的管理者以及調查正在進行的事。你可能會想知道，為什麼這個退休基金要耗費精力去監督這家公司？答案很簡單，因為它要保護它的投資。以一個個別投資者而言，你可以免費享受這退休基金所做的努力。

這三個例子說明了股票市場中法人機構投資者的重要性，尤其是在股票交易活動少、資訊不足、股東需要花費較高的代理成本來監督的市場。法人機構投資者的參與正好與解決這些不效率密切相關。而 REIT 市場吻合了上述的描述，至少在 1990 年之前是如此。

這個章節中，我們會回顧 REIT 市場中法人機構的參與情況，也會探討和法人機構持分程度有關的一些股票特殊行為。從分析中，我們可以看到 REIT 市場中法人機構的增加是如何地改變了市場。由於法人機構的監督行為，使得 REIT 市場中代理問題得以減少。法人機構的交易活動也使得更多 REIT 的相關資訊得以產生，因而使 REIT 流通性增加、交易成本下降。因此，我們相信法人機構參與的增加對 REIT 市場來說是最正面的發展。

一、 法人機構投資者的角色

一般而言，法人機構對股票市場來說至少有兩個功能，而對 REIT 市場來說又多了第三個功能。第一、由於法人機構投資者持續的蒐集市場中股票價格相關的資訊，他們可能扮演著價格設定者的角色。第二、一旦法人機構投資者在擁有某特定公司相當大部分的股權時，他們將會更在意這間公司的表現及其管理團隊。因為他們同時擁有知識及投票權，他們會監督該公司的投資及財務決策。第三的功能可能僅適用於 REIT 市場中。這個功能就是出借信用與增強信任給他們贊助但是仍未知名且剛起步的公司(例如早期大部分的 REITs)。而一般大眾就可能把知名的法人機構投資者良好的聲譽涵蓋到它投資的新 REIT 上。大眾們也可能會相信新興 REIT 由於有了法人機構投資者的幫助應該會更了解自己的所作所為。由此可知，法人機構的參與對市場上所有公司來說是重要的，但對 REITs 來說，他們的參與更是重要。

(一) 監督管理決策

監督權以及影響管理決策的能力使得法人機構在股票市場上越來越重要。隨著所有權的增加，他們也從消極的股東角色轉變為積極參與公司治理的角色。過去十年間，法人機構所引導的股東行動主義已經成為金融市場中一個重要的特徵了。

法人機構股東行動主義的潮流基本上起源於 1986 年。投資責任研究中心指出：1987 至 1994 年間，退休基金發起了 463 次代理權提案，以尋求公司決策的改變。90 年代初期開始，機構投資者(尤其是大型公共退休基金)開始將表現較差的公司作為他們關注的目標，並密切注意公司表現以決定是否應該介入公司的管理決策。在這種嚴密監督之下，表現相對較差的公司將有更多事要擔心了。

Gillan and Starks 在 2000 年提出了法人機構及個人股東行動的效率性研究，他們檢視了 1987 至 1994 年間，452 家公司的 2042 次股東提議，發現相對於個人投資者的提案，由法人機構或所發起的提議顯著地獲得較多的支持。而管理階層在法人的監督之下也有了要表現更好的動機。此外，在法人的監督之下，管理階層與股東的利益衝突問題將會減少。REIT 市場中的從業者也觀察到，法人機構監督行為及協議能力的缺乏將會影響到 REIT 的收益。例如，Wang 在 1992 年指出，財富管理者對法人機構收取的費用，約比一般贊助者低 20%。必須注意的是，一家公司必須付的費用越高時，它的獲利將會越低。

Rudnitsky 在 1992 觀察到：Trammell Crow 豁免了 Trammell Crow Equity Partner Fund(一個由法人機構所掌控的不動產基金)650 萬美金的管理費用，在該基金表現不如預期的時候。然而在 Trammell Crow Real Estate Investors REIT 每股價值從 1986 年的 15 元跌到 1991 年 2 元時，Trammell Crow 依然收取了它的管

理費用。值得注意的是，該 REIT 的 2900 名股東當中，絕大多數為個別投資者。而 Trammell Crow 對於 REIT 及不動產基金的差別待遇，可能導因於法人機構的參與與否。

(二) 訂定股價

有越來越多的財務研究指出法人機構的交易策略與證券價格的變動有著有去的關聯。Lakonishok, Shleifer, and Vishny 在 1992 年發現：法人機構投資者引導著小型股票的正向回饋交易。Chan and Lakonishok 在 1993 及 1995 年也指出相似的結果：儘管平均影響不大且隨著公司資本化而有所差異，但這種法人機構的交易與價格壓力息息相關。1995 年 Keim and Madhavan 發現買賣決策與某些類型的法人機構過去的超額利潤有顯著的關聯性。

此外，有證據指出：法人機構引導了股價的變動。例如，Badrinath, Kale, and Noe 在 1995 年指出：法人機構持有比例高的投資組合，其報酬會領先於比例低的組合。1999 年 Nofsinger and Sias 的研究顯示，法人機構持有的比例與報酬的年變動有著強烈的正相關，也說明了法人投資者對價格的影響超過一般投資者。

這個證據清楚的顯示：法人機構投資者對股票市場中價格的設定有所貢獻。此外，也有證據顯示，個別投資者的表現比股市中一般水準來的差。Barber and Odean 在 2000 年檢視了 1991 年至 1996 年間，66465 個家戶的交易活動，發現交易熱絡的個別投資者傾向於有著低於市場水準的表現。而這個資訊至少可以顯示出：相對於個別投資者而言，法人機構投資者可能可以被視為較有經驗的交易者。

在 REIT 市場中，大家都知道追隨著法人機構投資者的腳步有著某些好處。1997 年 Simonoff and Baig 在某篇教導大家如何正確投資 REITs 的文章中點出，投資者應該專注在有較高比例為法人投資者的 REITs 上。Woolley 在 1998 年也說：當一般投資大眾被抵押型 REIT 所吸引時，有經驗的法人機構持觀望態度，因為他們認為，這種難以估價的 REIT，其價格將在初次公開發行後會掉下來。(而實證上也證實了他們的假設是正確的)

(三) 聲譽影響

法人的聲譽影響是 REIT 產業吸引我們注意的一個重要因素。回憶一下第四章，我們談論過贊助者的聲譽與 REIT 的表現之間的關係。我們知道，當 REIT 由知名法人機構所投資贊助時，它的表現會比由散戶投資的 REIT 來的好。

的確，傳統上被視為有著較少交易及較少股票的市場來說，知名的機構贊助者使得該 REIT 更容易吸引財務分析家的關注，進而吸引大眾投資。也由於法人機構的關係，REIT 更容易得到財務融通以及資產。

傳媒並指出法人機構間會互相影響，也就是說法人機構會傾向投資於同業

有投資的 REIT 上。因此為了吸引更多法人機構的投資，REIT 在設立前就必須尋找一個法人機構來投資、贊助。1994 年 McMahan 提到，在 1993 年之後，多數的 REITs 早在其初次公開發行前就大量的持有自己的股份且早就像一個團對一樣的工作。我們可以很清楚的看到，同儕效應對多數在 1993 年至 1995 年間初次公開發行的 REIT 的成功是有貢獻的。

一般認為，法人機構投資者傾向於投資高品質的股票。Malpezzi and Shilling 在 2000 年指出：雖然 REITs 和法人機構投資者都偏向於持有品質較好的不動產，但這種現象在法人機構的投資上較為顯著。他們也指出：在品質相同的情況下，法人機構偏好投資於商業服務、金融、保險、不動產及運輸上有著相對高的在地雇用比例的地方。這個證據似乎也說明了，法人機構投資者的投資行為受到了謹慎投資人原則的引導。也就是說，為了確保它的投資是明智的，法人投資者傾向於投資在較安全、較不投機的地方。

二、 REIT 市場中的法人機構投資者

在這份著作出版前，整體 REITs 股票中法人機構的持分情況還沒有廣泛的研究。有些實証研究檢視了特定樣本期間裡，小範圍的 REITs 股票中法人機構的持分情形。然而，相對於市場中的 REITs 的數量來說，這些研究的樣本數仍然過少。這個現象可能導因於蒐集法人機構資料具有相當的困難。事實上，這些研究中的多數都是從 Standard and Poor's stocks reports 中手動蒐集法人機構的資料。

為了能更有意義地討論法人機構在 REIT 股票市場中的涉入情形，因此我們需要長時間的 REITs 及其他股票市場的資料。由於在現存的文獻中，我們無法獲得所有我們所需要的資訊，因此我們必須自己動手來收集這些相關資料。這使得我們必須引導自己的研究與決定如何有效率的收集大量的所需資料。要手動收集如此長一段時間的 REIT 資料，經濟上可能是不可行的。幸運的是，我們發現一個快速又便利的方法，使得我們可以跟讀者分享這些資料。我們確信法人機構的參與對 REIT 的價格及管理來說，都是相當重要的。我們也希望投資者知道如何以及在哪裡可以得到這些資訊後，能在投資 REIT 時做出更好的投資決策。

(一) 蒐集法人機構的資料

我們的資料來源為 Computer Directions Advisors(CDA)所發布的法人機構股票持份調查。這可能可取得資料中，有著最廣泛法人機構持份的資料。由於資料可利用磁帶讀取，因此我們可以很快速且便利的追蹤到大量的資料。這個調查資料中的法人機構流動資產總值超過一億美金，並包含了銀行、保險公司、投資公司、投資顧問公司、退休基金、捐贈基金及基金會。所有 NYST 和 Amex stocks 的股票以及大部分的上櫃股票都涵蓋在這個調查資料中。

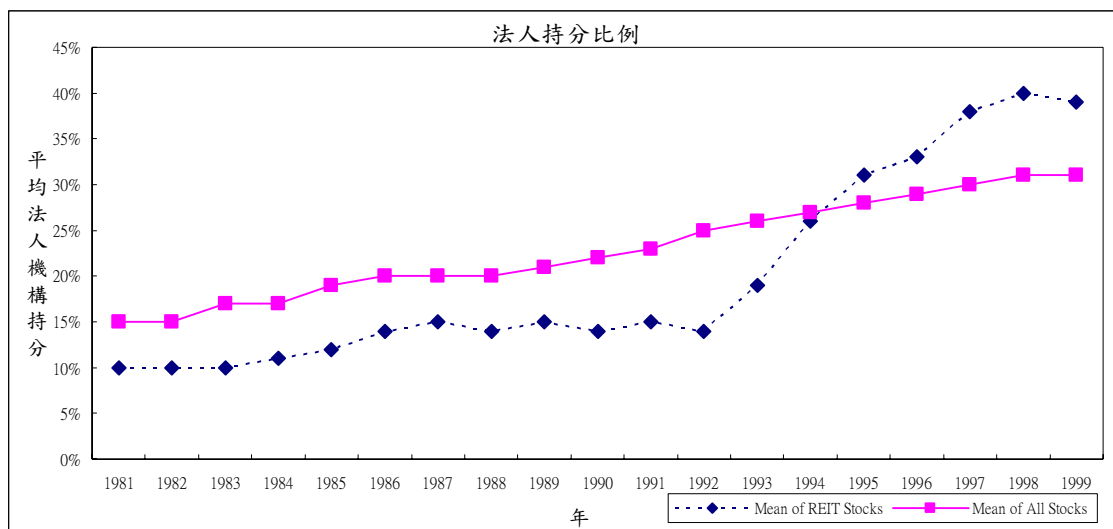
然而，雖然我們有了這份調查資料，但仍有部分 REIT 的法人持分資料我們

無法獲得，使得我們無法將這些 REIT 納入我們的調查研究中。由於這份調查資料的調查時間從 1979 年起，而 REIT 的部分又到 1981 年才較為完備，因此我們限縮研究期間為 1981-1999 年(由於 1999 年之後的調查資料尚未完成，因此我們無法涵蓋到 1999 年之後)。在這個章節中，我們會將 1981 年至 1999 年期間，REIT 股票及一般股票的平均法人機構持份的數據呈現出來，這個數據是用法人機構持有股數除上所有在外流通股數計算而得。

(二) REIT 股票的法人機構持份

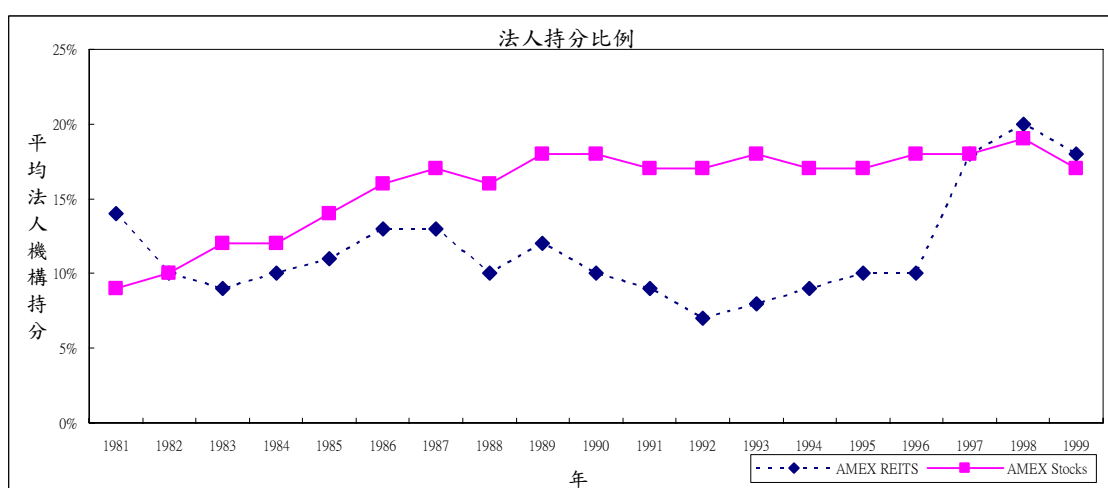
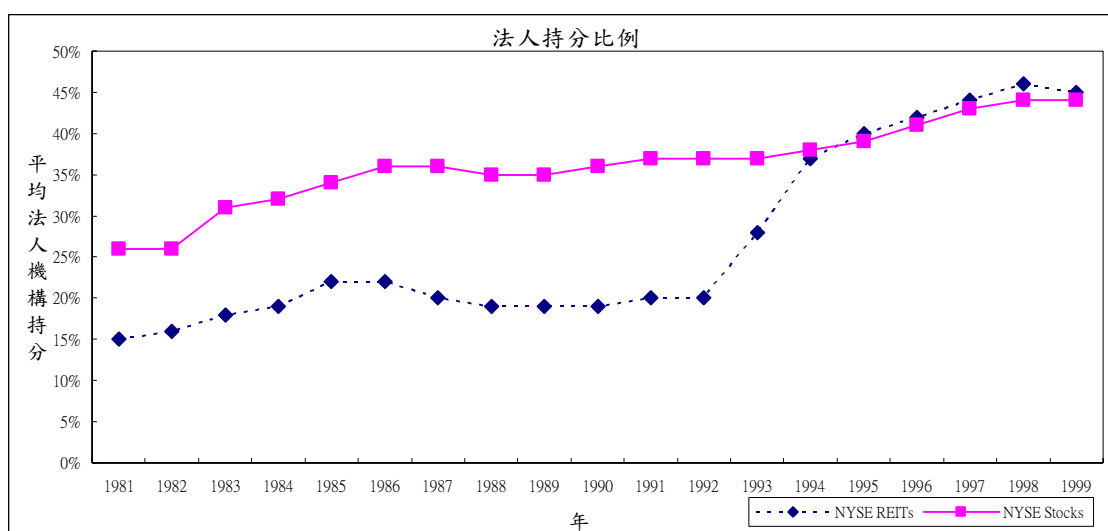
表 6.1 顯示了 1981 年至 1999 年間，REIT 股票和所有股票中法人持股比例的統計分配情形。由表 6.1 和圖 6.1 我們可以看到在這個期間內，REIT 股票市場中法人機構的參與引人注目地增加了許多。REIT 股票市場中平均法人持股在 1981 年為 10%，1999 年為 39%。應該注意到的是：REIT 股票市場中法人持股的比例基本上是一個隨時間增加的函數。另一方面，零法人持股的公司數的比例從 1981 年的 11% 減少為 1999 年的 3%。除了 1999 年外，REIT 股票市場中零法人持股的公司比例基本上是一個隨時間減少的函數。這證據顯示了，在樣本期間，法人機構這種團體變成 REIT 股票市場中的主要角色。如果我們相信法人機構較一般投資者擁有更多資訊，則我們的證據隱含了 REIT 市場在近幾年應該是更有效率的這個說法。

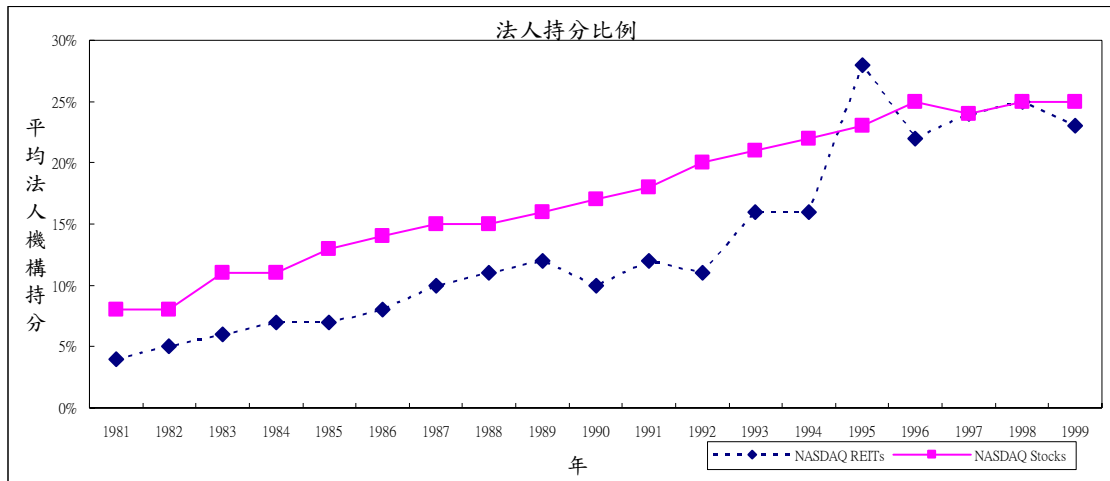
大家可能會想知道，REIT 市場中法人機構的增加是否是由於股票市場中法人機構的增加？然而，答案為否。從表 6.1，我們可以比較 REIT 市場及所有股票市場中法人的持股比例。1981 年時，所有股票市場中平均法人持股比例約為 15%，到 1999 年時，成長到 31%。雖然我們可以看到，隨著時間經過，所有股票市場中法人參與的增加，但股市中法人機構的增加速率低於 REIT 市場中增加的速率。



從圖 6.1 我們可以清楚的看見，在 1993 年之前，所有股票市場中的法人持份遠高於 REIT 股票。從 1995 年開始，REIT 股票市場中的法人持份高於所有股票。這顯示出，過去忽略 REIT 股票的法人機構逐漸的注意到 REIT 市場了。(可能是由於 1993 年之後新型 REIT 的出現)。在這種法人參與程度下，無庸置疑地，未來的 REIT 股票市場應該會變的更有效率。

我們也想要了解，在不同的股票市場中，法人機構持份情形是否不同？表 6.2 及圖 6.2-6.4 顯示了不同股票市場中法人機構的持股比例。從資料中，我們可以清楚的發現，NYSE 的法人投資者比另外兩個股票市場的法人投資者關注 REIT 許多。表 6.2 也顯示，NYSE 股市中的公司平均法人持股比例明顯的高於另外兩個股市中的公司。

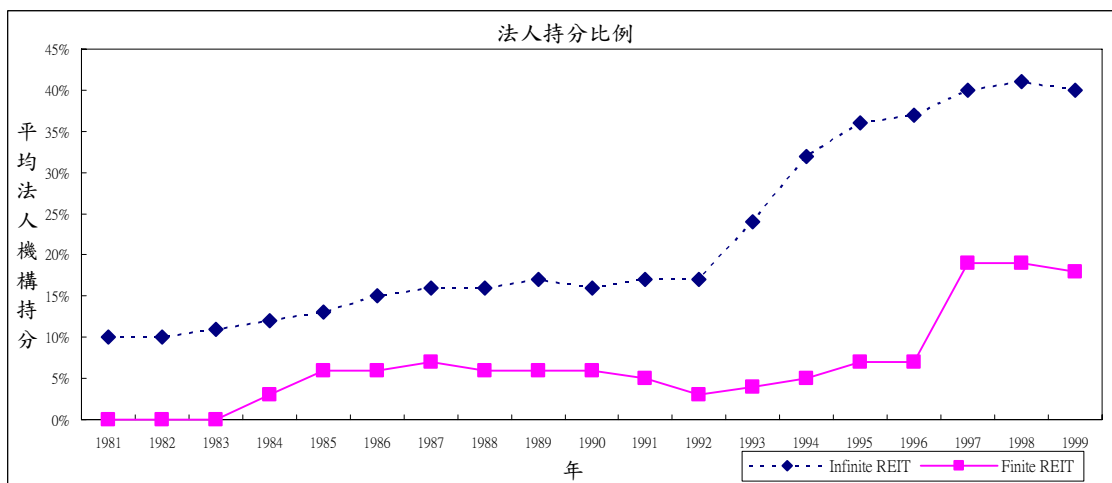
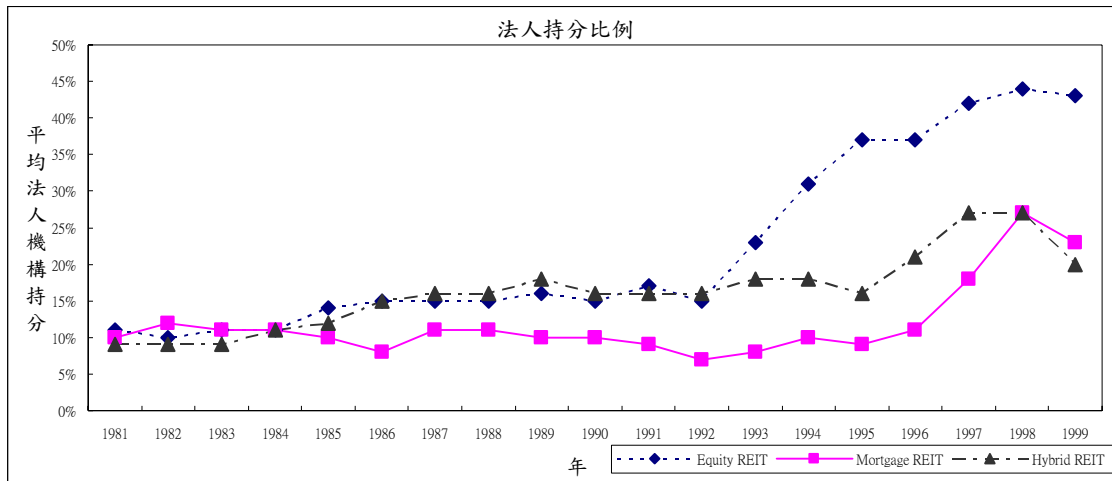




NYSE 股市中, REIT 股票的平均法人持股在 1981 年為 15%, 1999 年為 45%。相對地。在 1981 年 Amex 為 14%, NASDAQ 為 4%, 1999 年 Amex 為 18%, NASDAQ 為 23%。我們應該注意到, 除了 Amex 股市外, 從 1995 年開始, REIT 股票的平均法人持股比例超越了所有股票的持股比例。一直到 1980 年末期, Amex 股市中平均法人持股比例都高於 NASDAQ。但 1991 年後情況反轉, Amex 股市中平均法人持股比例顯著的低於 NASDAQ。(這個說法支持了 1998 年 CNN 新聞的報導: 近年來, AMEX 市場已經被 NASDAQ 所侵蝕)。

從 1981 年到 1999 年間, 我們注意到 NASDAQ 股市中法人持分比例大大地成長了 475%(1981 年的 4%到 1999 年的 23%), 而 NYSE 持分比例成長了 200%(1981 年的 15%到 1999 年的 45%), AMEX 持分比例成長了 28%(1981 年的 14%到 1999 年的 18%)。從上述資訊我們可以看到, 雖然三個股票市場中法人持股比例都有增加, 但法人機構的參與增加最劇烈的是在 NASDAQ。

表 6.3 顯示了 1981 年至 1999 年間, 權益型、抵押權型、混合型、無限期及有限期 REIT 的法人持股程度。利用資產類型區分 REIT 時, 可以看出法人機構注意權益型 REIT 超過抵押權型。圖 6.5 顯示出, 1993 年之後, 權益型 REIT 市場中法人機構投資者有顯著的增加。這也指出, 對於法人機構來說, 參與 REIT 市場的主因在於可以對 REIT 的不動產產權的現金流量有要求權。利用機構的存續期間區分 REIT 時, 法人機構注意無限期的 REIT 超過有限期的 REIT。從圖 6.6 也可以看出, 法人機構在無限期的 REIT 的持股比例遠高於有限期的 REIT。1993 年之後, 這之間的差異越來越大, 也顯示法人偏好投資於有成長潛力的 REIT。



(三) 應注意的地方

我們應該注意到，我們觀察到的法人機構對 REIT 的興趣提升，可能是由於相對少數的法人機構持股的增加。例如，Chan, Leung, Wang 在 1998 的研究指出，某個法人機構(Cohen & Steer Capital Management)持有的 REIT 股票總額約為六個平均 REIT 的大小。1995 年底，前二十大法人投資者投資於 REIT 的總額約為四十六個平均 REIT 的大小。很難說這樣的情況對 REIT 市場來說是好是壞，至少我們可以知道這二十個法人投資者將會密切的注意著 REIT 市場。然而，他們是否可以提供 REIT 市場適當的監督功能，則是另一個我們需要去關注的問題。

令人振奮的是，雖然只有少數法人機構集中投資於 REIT 市場，但他們並非集中投資於少數 REIT。Chan, Leung, Wang 在 1998 的研究顯示，在 1995 年一個 REIT 市場中的法人平均投資了 10.67 個 REITs。換句話說，大多數法人機構在投資 REIT 時，會做多元化的 REIT 投資組合。此外，在 1995 年，由 648 家受調查

的法人機構所持有的公司中，4.2%的公司為 REIT。由此，我們可以說法人機構並非集中於少數的 REIT 上。我們也相信這種多元化的投資策略對 REIT 市場的發展來說，會是有幫助的。

總結來說，從我們的大量資料中可發現，法人對 REIT 的興趣有劇烈的改變。1993 年之前他們不太注意 REIT，但近年來資料顯示，他們對 REIT 的關注程度已經超越一般股票了。這種法人機構持分的顯著改變也產生了一些有趣的課題，例如檢視股票市場中法人投資者與價格行為之間的關聯性。我們將會在下一個章節檢視這個課題。

三、 股票表現以及法人機構投資者

到目前為止，關於法人機構投資者對 REIT 的影響，我們僅僅提供了一些如同趣聞軼事般的證據，在這一節，我們概述了數個研究結果，它們明確地檢驗在不同法人影響程度之下的 REIT 表現，這些研究可歸類為下列三個標題：REIT 初次公開發行(REIT IPOs)、REITs 的星期一效應以及 REIT 的一般表現。

(一) REIT 初次公開發行

關於 REIT IPO 的研究可以提供先前討論過的聲譽影響最直接的經驗上的證據，在熟練的投資者間有個常識，那就是股票市場中的 IPO 投資者在交易的第一天能賺取非常高的利潤，1970~2000 年期間，IPO 公司的股價在股票市場的交易首日平均增加了約 18%。然而，這個顯著的價格現象並不適用於 REIT 的初次公開發行。Wang, Chan 以及 Gau(1992)發現在 1971~1988 年間的 87 檔 REIT 的 IPO 是溢價發行的，這表示 REITs 的股價在交易首日便下跌。

為什麼 REIT 股票會溢價發行？在 1971~1988 年這段期間，只有少數的法人投資者參與 REIT 的初次發行，造成這個獨特訂價行為的理由也許是缺乏法人投資者的參與，Ling 和 Ryngaert(1997)發現在 90 年代初期，REIT IPO 就不再被溢價發行(雖然股價仍未上升太多)，他們的發現符合這段期間市場上法人投資者的增加的情況。

更重要的是，Wang, Chan 和 Gau(1992)發現 REIT IPO 的首日報酬與持有 REIT IPO 股份的法人投資者比例之間為正相關，換言之，若有愈多法人投資者參與 REIT 的初次公開發行，REIT 的股價將在股票市場交易之中得到支撐，雖然我們不能說法人機構持有的多寡是決定 REIT 交易首日市價的唯一因素，但如果 IPO 有愈多法人投資者參與，REIT 的股價顯然將會得到支撐。(第 9 章將有更多更詳盡關於 REIT IPO 之訂價的討論)

(二) 星期一效應

金融文獻中最顯而易見的週期性異常現象之一就是明顯發生在星期一的股票平均負報酬(故稱為 Monday effect)，這個發生在星期一的異常報酬典型不僅在美國及其他外國的股票市場被觀察到，而且在債務市場中亦然。近來的研究中，Chan, Leung 和 Wang(2001)調查 REIT 在星期一的報酬及法人參與程度之間的關係，並提供了一些頗有趣的發現。

Chan, Leung 和 Wang(2001)在文獻中提到，有名的星期一效應僅適用於 1990 年以前的 REITs。然而，他們也發現這個效應已在近幾年消失，其經驗上的證據指出近來星期一的平均報酬由負轉為正，而且這個改變與股票市場中法人投資者增加的現象一致。換言之，REIT 市場中法人持份的增加有效地解決了報酬的異常現象，或者，換個方式來說，星期一明顯的負報酬發生在那幾檔相對較少法人投資者的 REITs 中。(所以如果你打算在星期一早上或星期五下午買檔 REIT，千萬別買法人持份低的那幾檔。)

(三) 一般表現

Wang 等人(1995)所做的研究為法人持有對 REIT 表現的影響提供了最全面的證據。他們發現在 1970~1989 期間法人持有 REIT 明顯比持有一般股票較少，亦提出較少法人持份的 REIT 表現明顯不佳。(應注意的是，在 1990 年以前 REIT 市場與一般股票市場相較下被認為較無資訊上的效率。)

將 1979 與 1989 年間的三段分支期間中的 REIT 經過風險調整後，分析結果顯示出除了前面討論的法人持份比例外，REIT 表現還與追蹤 REITs 的證券分析師人數呈強烈正相關性，這些結果都顯示出市場上資訊的流通對 REIT 的表現有正面影響。這些發現也暗示著部分權益型 REITs 表現優於抵押權型是可以被解釋的，因為關於權益型 REITs 的有效資訊在數量上是比較多的。較大型的 REITs 亦被較多財務分析師所追蹤並且有較高的法人投資者持有比例，這也許可以解釋較大型的 REITs 有著更加穩定的長期表現。

Downs(1998)提供了一個關於放寬 REIT 的 five-or-fewer rule 所引起之效應的研究，回想一下，要具備成為 REIT 的資格，公司不可有五個持股者持有超過 50% 的公司股份(我們稱之為 5/50 rule)，這個規定可能降低法人投資 REITs 的意願，然而 1990 初期的房地產市場不景氣說服了國會放寬了 5/50 規定以吸引更多法人投資者進入房地產及 REIT 市場。

REIT 行業似乎歡迎國會的決定，修改稅法之前，大型法人投資機構發

覺：若 REIT 市場資本額太小，要在個別的 REIT 中累積股份成為重要角色是件困難的事，5/50 規定的鬆綁似乎解決了這個問題。例如，Martin(1993) 及 Vincour(1994) 斷定這個稅法上的改變會導致退休基金及其他法人機構增加其對 REITs 的投資。

Downs(1998) 提出了 REIT 市場是否具有吸引法人投資者之價值的問題，並且發現問題的答案是「有」，他發表了一涉及全行業的研究並証明了因法人投資者的增加(由於 5/50 規定改變)引起的價值增加部份，他的主要結論是法人持有對於 REIT 價值有所貢獻，儘管法人投資者的絕對水準並非決定 REITs 報酬的重要因素，Downs 發現法人所有的改變與 REIT 風險調整後的報酬同時存在。這表示 REITs 經歷法人持有的增加(或減少)將表現的更好(或更差)。

Crain, Cudd 及 Brown(2000) 提出 REIT 的法人持份增加後，權益型 REIT 的非系統風險會顯著減少，這代表現在 REITs 與一般股票一前一後地移動，他們的證據似乎指出法人投資者影響了風險與報酬這兩個層面。

某種意義上來說，雖然 Downs(2002) 的發現近似於(儘管並非完全相同)Wang 等人(1995) 的報告結果，他的結果重申了法人持份是影響 REITs 報酬的重要因素；的確，Downs 的研究與法人持份與 REITs 報酬關係的議題特別相關，因為他利用了更近代的 REIT 市場中涵蓋法人持份增加的樣本期間。

四、與財務分析師的關係

Wang 等人亦設法以釐清證券分析師與法人持份於 REIT 報酬表現中所扮演之角色的方式來解決 REIT 的估價問題，他們表示 1979~1989 年期間 REIT 之法人持份比例增加，但仍為 REIT 總體持份的一小部份，財務分析師與法人投資者同樣地對非 REIT 的股票表現出更高興趣，並且對權益型 REIT 表現出比對抵押權型 REITs 更高的興趣，Wang 等人亦表示 1992 年前財務分析師很少注意 REIT 的原因可能是因為法人的股份的欠缺。

Khoo, Hartzell 以及 Hoesli(1993) 檢驗了權益型 REIT 風險的下降並且指出當追蹤的分析師人數增加時，風險(以報酬之變異數衡量)會降低，他們相信與權益型 REIT 相關的資訊增加是長期風險下降的重要解釋，再者，風險的下降與法人股份與追蹤 REITs 的分析師數量增加的證據一致，換言之，當投資者更熟悉 REIT 與 REIT 運作方式時，他們察覺到投資 REIT 的風險會下降。

金融分析師存在是因為存在對其服務的需求，然而吾人能有把握地推斷金融

分析師能提供資訊給創造多數這種服務需求的大型投資法人機構，因此金融分析師特別將注意力放在法人投資者有興趣的股票上是合乎常情的，先前討論過的證據似乎支持這樣的直覺，且應可合理地推斷 REIT 市場中法人投資者的增加導致市場上金融分析師的增加，這樣的依序增加提供了市場上的投資者更多的資訊。

五、其他消息靈通的投資者

法人投資者並不是唯一消息靈通的投資者，其他內部人士(如董事長、經理及董事會成員)諒必同樣擁有影響 REITs 表現的能力，為了讓故事更完整，我們應一併了解內部人士與 REIT 表現的關係。

Friday, Sirmans 及 Conover(1999)調查了內部人士持份多寡與 REIT 價值的關係，他們使用市價淨值比(market-to-book ratio)作為 REIT 表現的指標，換言之，如果 REIT 市價(由股價決定)高出股本淨值很多，我們可以說這檔 REIT 表現得相當不錯，Friday, Sirmans 及 Conover 將內部大量持股者定義為大量持有 REIT 股份的官員、主管或其他屬性的內部人士。

Friday, Sirmans 及 Conover(1999)發現權益型 REITs 中較少的內部人士持份與其增加的市價淨值比相關，這表示若權益型 REIT 的內部人士持有少數股份，它會表現得更好並且有較高的價值，換言之，內部人士持份增加會減少 REIT 的市價，這些學者相信當 REIT 中有很多內部人士持股者，他們會變得根深蒂固且能侵沒外部持股者的財富，他們的發現暗示投資者可能會避免投資有高比例內部人士持份的 REITs。

McIntoh 等人(1994)及 Friday, Sirmans(1998)發表了關於 REIT 董事會的組成與 REIT 價值間的關係，特別的是，他們發現如果董事會裡有較多的外部人士席次 REIT 的價值會較高，這個發現暗示外部人士的董事成員可以比內部人士更有效率地監控 REIT 的投資決策，然而，Friday 與 Sirmans 亦指出這個觀察只有在董事會中外部人士比例在 50%以下時才成立，換言之，如果董事會裡有太多外部人士，他們監控 REIT 決策會變得較無效率。

六、我們學到了什麼

本章所有論點背後隱含的直覺是容易理解的，而且經驗上的證據亦明確並可以毫無矛盾地做出結論，從而總結本章如下：

1. 在決定 REIT 價值時，誰擁有股票是重要的。
2. 法人機構投資者會監督 REIT 的管理決策。
3. 法人機構投資者比個別投資者了解更多關於 REIT 價值的事。
4. 法人機構投資者藉著參與 REIT 的設立來幫助它建立聲望。

5. 較多法人機構投資者參與的 REIT 會表現的較少法人機構投資者參與的 REIT 來的好。
6. 法人機構投資者的出現幫助了 REIT 股票市場消除了異常的價格波動，例如：星期一的負報酬。
7. REIT 市場中，法人機構投資者的增加進而造成財務分析師的增加，結果增進了資訊的流通。
8. 雖然 1990 年之前，REIT 市場中缺乏法人機構投資者，但現在，REIT 市場中的法人機構投資者已經多過於一般股票市場了。
9. 法人機構投資者的增加將使得 REIT 股票市場更透明更有效率。
10. REIT 內部持股的增加將會降地它的市場價值。
11. 當董事會裡外部董事的席次越多，REIT 的價值也會越高。

七、REITs 中法人機構投資者的未來

我們可以從本章做出的主要結論為誰擁有股票對 REITs 的價值與表現是很重要的，如果你是個只有少數空閒時間去追蹤 REIT 表現或監控其管理決策的小投資者，何不搭個便車去追隨法人投資者？本章提出的證據清楚地指出高度法人份的 REIT 在各方面的表現會比低度法人持份的 REIT 來得好，這個建議在過去是適宜的並且適用於現在。

這個建議適用於未來嗎？換言之，考慮到市場中法人投資的程度已經很高，我們討論的現象會隨時間流逝還保持不變嗎？答案可能是「否」，至少暫時是如此，法人持有 REIT 股份的比例高，但那些股份集中於小集團投資人手中，換言之，我們還要觀察 REIT 市場中法人投資者多樣化的群體，此外，法人投資者與 REIT 的管理者有著密切關係，因此，雖然情況正在改善，我們仍建議小投資者在簽下支票前先檢查 REIT 的持股結構。

八、感想

芳怡：本章的結論在於法人機構的參與對不動產證券化的發展絕對有正面的助益，關於這一點我個人也相當的贊同。然而，回想起台灣發展不動產證券的目的，其中有一點相當重要---活絡不動產市場。然而，過多的法人機構投資勢必對活絡市場有所阻礙，而過低的法人投資則又缺少了對 REIT 發展的正面幫助。因此就台灣 REIT 的發產來說，如何同時兼顧活絡市場目的與享受法人監督的功能，仍需要一段時間的觀察，以求兩者間最完美的平衡。

益銘：國內法律對法人投資者較有利似乎是 REITs 穩健表現的原因之一，一般多關注於法人持有程度，而較忽略 REITs 的內部持股程度，國內投資者可多花心思在此以達成更好的投資決策。

課堂討論：

張老師：法人機構投資者通常有很多財務分析師，且監督成本小。我們台灣 REITs 也有很多法人認購，如：富邦一號一開始是 60% 法人，但是後來太多散戶抱怨買不到，於是國泰一號就改為 40% 給法人持有。怡蕙認為台灣法人的影響力如何？

怡蕙：在台灣我們似乎無法知道是哪些法人認購 REITs，資訊較不流通的情況下，法人對散戶可能沒有那麼大的影響力。

張老師：關於台灣的 REIT 的 IPO 呢？

佩宜：文章中提到，在 IPO 首日大致會出現正的報酬，而在台灣方面各檔 REIT，除了基泰之星外，在首日的表現均出現正報酬；另外，星期一效應，可能是由於市場上偏好在星期五發表壞消息，進而反映在星期一的股價上，然而法人能掌握的資訊較一般大眾投資者充足，因此文中提到“如果你打算在星期一早上或星期五下午買檔 REIT，千萬別買法人持份低的那幾檔”是有道理的。

張老師：星期一效應理由為何？可能星期五發佈壞消息比較多，除了這個以外，那還有其他的理由嗎？像法人持股多的 REIT 比較不會有異常報酬，可以多看看是否有其他文獻支持。是否美國有的情況台灣也有，法人認購 REITs 在台灣初期很多，然而美國並非如此。法人的投資策略通常較穩健且保守，很符合 REITs 的特性，我們可以想想在台灣，法人與個人，是誰影響誰比較多？

宗瀚：內部持股到底要多還是少？金管會說管理階層要一定持股比例，休戚與共！但是內部持股又會影響股票價值，似乎存在著矛盾。

張老師：不同產品有不同特色，且有關於乎公司治理問題。不過這點很有趣，台灣似乎還不清楚。

適銘：我們可以知道法人參與對 REITs 的價格似乎有影響，因為法人具有監督能力，且在設定股價、聲譽都有一定的影響力。然而到底有沒有影響到估值訂價，值得我們研究，且一般都有溢價與折價發行的問題，台灣這塊也值得討論。

張老師：在美國事先有訂價策略，法人再看這樣的訂價到底要不要買。台灣好像是反過來，因為市場還不成熟，所以會先去問問有哪些法人要不要買再發行，且台灣是一股 10 元，發行後再看投資人的需求來反應價錢，像三鼎需求較少，投資人較不看好，所以就跌破 10 元，這似乎就是溢價發行。

穎慧：法人的投資者到底是哪一些人呢？其實我們應該可以看到是哪些投信投顧的人買，只不過初級名單就無法看到了。

張老師：從這篇文章，我們可見誰持有股票很重要。雖然台灣 REITs 的相關資料很少，但是我們可以知道是哪些法人持有 REITs，我們未來可以看看哪

些法人持有的 REITs 表現得好不好，研究一下台灣的法人影響力，因為法人的監督能力較佳。另外，REIT 跟股票市場可能有些行為相似，除了這議題之外，我們還可以想一下台灣 REITs 的其他影響討論。