

國外不動產證券化文獻回顧

林佩萱 99.04.26

簡報大綱

Corgel, Mcintosh and Ott(1995)

▶ 投資決策議題

1. REITs是不動產或股票?
2. 資產取得與處分對股東權益的影響
3. REITs公司再造
4. 不動產市場資訊對REITs價格的影響

▶ 財務融資議題

1. 股利政策:根據免稅身分高度限制的資格來決定對於股東的分配
2. 資本結構:免稅REITs對於距付稅敏感度的負債與權益的適當使用
3. 代理成本

▶ 報酬風險議題

1. 財務運作績效
2. 報酬
3. 風險及多樣化
4. 避險

▶ 其他

1.1 REITs是不動產或股票?

- ▶ Geotzeman and Ibbotson (1990) 、 Han (1991) 、 Liu and Mei (1992) 、 Gyourko and Keim (1992) 、 Barkham and Geltner (1993)
 - ▶ REITs的報酬落後於不動產資本化率的變動、領先於不動產的評價與交易價格。

 - ▶ Ross and Zisler (1987) 、 Geotzeman and Ibbotson (1990)
 - ▶ REITs的實質報酬來自不動產本身，但名目報酬則否。

 - ▶ Geltner (1992)
 - ▶ REITs的報酬因素是混雜的
-



1.1 REITs是不動產或股票?

(返)

- ▶ Lin, Hartzell, Greig and Grissom (1990) 、 Ambrose, Ancel and Griffiths (1992)
 - ▶ 變成流動的受益憑證，與過去單一所有權人經營不動產不同。

 - ▶ => REITs介於兩者之間，較偏向證券。
-



1.2 資產的取得與處分

[\(返\)](#)

- ▶ **Farragher (1982) 、Page(1983)**
- ▶ 研究發現REITs很少使用現代投資分析來作為投資決策，亦沒有作分散投資的動作。
- ▶ **Shilling, Sirmans and Wansley (1986) 、 Glascock, Davidso and Sirmans (1989)**
- ▶ REITs的投資決策沒有作者假設的那麼差，故取得資產對股東權益沒有顯著的負面影響。
- ▶ **Elayan and Maris (1991) 、 McIntosh, Ott and Liang (1993)**
- ▶ 發現當REITs處分資產時，會使股東權益有顯著增加。



1.3 公司再造

[\(返\)](#)

- ▶ **Allen and Sirmans (1987)**
- ▶ 發現公司合併對REITs股東權益有顯著增加的影響。
- ▶ **McIntosh, Office and Born (1989) 。**
- ▶ 通常非REITs公司合併對股東權益有負面的影響。
- ▶ 作者認為不動產經營管理效率是獲利的主要來源。
- ▶ **Rutherford and Nourse (1988)**
- ▶ 研究證實當公司重整組織、購買或處分不動產時，股東權益會加強。
- ▶ **Sirmans, Friday and Price (2006)**
- ▶ 不良績效表現會導致管理變動，但該文中的模型無法有效的預測管理變動

1.4 市場訊息對股價的影響

(返)

- ▶ McIntosh and Zaman (1992)
- ▶ 好消息對REITs價格有影響

- ▶ Ghosh and Sirmans (1992) 、 Larson (2005) 、
Damodaran and Liu (1993) 、 Payne, Mohammadi (2004)
- ▶ 壞消息對REITs價格有影響

- ▶ Gau and Wang (1991)
- ▶ 市場資訊對REITs價格無顯著影響



2.1 股利政策

- ▶ Lee and Kau (1987)
- ▶ 在投資者偏好在資本利得課稅而非股利上課稅的前提下，高額的股利支出將傾向於增加股東的要求報酬率，而因此降低了REITs的市場價值。

- ▶ Wang, Erickson and Gau (1992)
- ▶ 許多1980's 的REITs股利支出率超過95%要求水準許多。
- ▶ REITs股東偏好高股利支出率，可能因為高支出率確保了當 REITs額外增資時，資本市場對於其經營投資決策有進一步的監督。



2.1 股利政策

- ▶ **Maris and Elayan (1991)**
 - ▶ 1986年租稅改革法案前後，高股利支付的REITs吸引低邊際稅率的投資者。
 - ▶ 而高邊際稅率的投資者，則偏好低財務槓桿的投資。

 - ▶ **Ghosh and Sirmans (2006)**
 - ▶ 股息發放比例為管理者決策的品質及動機。
 - ▶ 股息的函數型態為企業績效、董室結構、CEO任期與持股比例。
-

2.1 股利政策

[\(返\)](#)

- ▶ **Feng, Ghosh, and Sirmans (2007)**
 - ▶ 檢驗REIT執行長鞏固地位與股利政策之間的關係。
(entrenchment，執行長的決策主要考量是自保，而非公司長遠利益)
 - ▶ 利用執行長的任期及執行長雙元性(頭銜的多寡)，建利執行長鞏固地位的指數，發現該指數顯著的影響股利政策。
 - ▶ 提名委員的影響: 在無提名委員的REIT，執行長越想鞏固地位，股利支付越高；而有提名委員會的REIT，執行長鞏固地位對股利政策的影響較小。
- =>推測股利政策是其他治理機制的替代；想要鞏固地位的執行長會決定支付較高的股利，以避免股東的約制及由其他人接任的威脅。
-

2.2 資本結構

[\(返\)](#)

- ▶ [資產清算價值在資本結構中的角色](#)
- ▶ Giambona, Harding, and Sirmans (2008)
- ▶ 驗證資產清算價質影響公司槓桿及債務期限的選擇。
- ▶ 利用REIT的追蹤資料，發現具有最多(少)流動資產的公司會有較高(低)的槓桿及較長(短)的債務期限。
- ▶ 對REIT而言，債務期限與槓桿是可相互替代的。



2.3 代理成本

[\(返\)](#)

- ▶ Jenkins (1980)、McIntosh (1991)、McIntosh, Roger and Sirmans (1992)：利益衝突
- ▶ [CEO酬金](#)
- ▶ Golz (1993)、Solt and Miller (1985)：誘因酬金與績效有正向關係
- ▶ Ertugrul, Sezer and Sirmans (2008)：執行長的現金報酬與其對股票報酬波動性的敏感度，都顯著的決定REITs的財務槓桿或使用衍生性商品。
- ▶ Feng, Ghosh and Sirmans (2007)
- ▶ REIT執行長鞏固地位。(entrenchment，執行長的決策主要考量是自保，而非公司長遠利益)



3.1 財務運作績效

(返)

- ▶ Bianco, Ghosh and Sirmans (2007)
 - ▶ 檢驗Gompers et al. (2003)建立的外部治理指數與2004與2006年REIT績效之間的關係。
 - ▶ 治理指數綜合了個別REIT制定的收購障礙及公司合併聲明當中的反收購條款。
 - ▶ 與一般公司相較，REIT的股東權利比未受限的公司大。
 - ▶ 分析結果如預期，治理指數與REIT績效有顯著的負向關係。
- =>由於REITs鮮少有惡意收購、低治理指數等情形。因此討論重點應集中在內部治理機制的效能上。



3.2 報酬

- ▶ 超額報酬
- ▶ Chen, Hendershooht, Sanders (1990) 、Han(1990) 、Glascock (1991)：在長期持有期間，使用許多市場模型，實證發現並無超額報酬。
- ▶ Glascock (1991)：研究發現在短期持有期間的REITs投資並無超額報酬。
- ▶ Hartzell and Mengden (1987)：研究指出1972-1987年間有4%的超額報酬。
- ▶ 風險與報酬
- ▶ Joseph, Wang and Webb (2009)：研究發現個別公司的風險與REIT定價有關。一旦無系統風險被財產定價模型控制，規模和帳面價值對公平市價比率的係數將有顯著的影響。

3.2 報酬

▶ 運作績效

- ▶ **Kuhle and Walter(1986)**：研究指出在1973-1984年間有較佳的財務運作績效。
- ▶ **Kuhle, Walter and Wurtzeback (1987)**：發現在1978-1985年間有統計上顯著的較佳運作績效，在1974-1975年時有顯著較差的運作績效。
- ▶ **Blake (1989)**：在1970-1980年業務過程中，除1970年中期外大部分時間REITs的運作績效較市場面好，且在上升(upswing)期間REIT會產生最大的風險調整報酬。
- ▶ **Martin and Cook(1991)**：研究發現1986-1990年間的REITs投資組合運作績效好，但在1980-1985年間較差。
- ▶ **Goebel and Kim(1989)**：研究著重在有明確期限(finite-life)的REITs和股票市場的運作績效情況的關係。發現在1983-1987年間，REITs比市場運作的績效差。

3.2 報酬

▶ 報酬(價格)的預測力

- ▶ **Colwell and Paek (1990)**：檢定REITs報酬的季節性，發現REITs的平均報酬在一月時較其他月份高。季節性規模效果(元月效果)存在REITs中。
- ▶ **Liu and Mei (1992)**：發現元月效果可計算權益型REITs每年有5%的超額報酬。
- ▶ **Capozza and Israelsen(2007)**：在資訊成本、交易成本及資訊的經濟衝及變化很大的市場，預測力會系統性的變動。



3.2 報酬

(返)

▶ REITs的評價

- ▶ **Daniels and Phillips (2007)**：研究結果顯示，財務顧問對於REIT所獲得價值的效果有顯著的正向關係。可能是資訊不對稱性的降低。

▶ REIT報酬地區性差異

- ▶ **Li and Yung (2007)**：研究結果顯示，在太平洋區域的REIT報酬波動性有顯著性的國際性外溢；另外，太平洋地區與大西洋低區間有顯著波動性的交流傳遞。

3.3 風險及多樣化

▶ 風險報酬的波動性

- ▶ **Giliberto (1989)**、**Khoo, Hartzell and Hoesli (1993)**、**McIntosh and Webb (1993)**：發現REITs的報酬波動性在1980年代顯著下降。
- ▶ **Giliberto (1991)**：股票及債券市場報酬能解釋將近60%的權益型REITs報酬的波動性。
- ▶ **Najand, Lin and Fitzgerald (2006)**：發現一階自我相關和市場利潤能幫助解釋REITs的超額利潤。當市場利潤不存在時，利率對於REITs的報酬才有正面影響。
- ▶ **Lee, Lee and Chiang (2008)**：發現法人投資者提供搜尋資訊服務、較具經驗的投資者改善資訊流通、法人投資者的高度參與使REITs報酬與私營不動產間的關聯更密切。

3.3 風險及多樣化

- ▶ REITs的投資組合多樣化效果
 - ▶ REIT是否能提升投資組合的效率
 - ▶ **Burns and Epley (1982)**：同時包含REITs及股票的投資組合，相對於只有投資REITs或是只有投資股票這種單一的資產投資組合還有效率。
 - ▶ **Kuhle (1987)**：發現結合一般股票及REITs的投資組合的整體運作表現與一般股票的投資組合並沒有顯著的不同。
-

3.3 風險及多樣化

- ▶ REITs與股市的替代關係
 - ▶ **Shbrahmanyam (2007)**：持續的流動性外溢存在於REITs與非REITs的股票(non-REITs)間。
 - ▶ 特別的是，非REITs股票的流動性指標可預測REITs的流動性，這樣的流動性溢酬會提升REITs報酬。
 - ▶ 股市的訂單流量(order flow)與報酬可以負向預測REITs訂單流量。這樣的結果支持不動產與股是為替代關係的概念，導致股市下跌時資金流向REITs市場。
-

3.3 風險及多樣化

(返)

▶ Shiawee X. Yang (2001)

- ▶ 研究結果發現REITs會有規模經濟的存在。不同的REITs有不同的規模經濟，外部的經營管理、低槓桿、多樣化的REITs能享有較高的規模經濟。

▶ Mueller (1998)

- ▶ 爲了維持某一水準的獲利成長，REITs需要更多能夠產生獲利的財貨。小型的REITs不必擁有太多投資標的，並可以挑選最適合的標的。
- ▶ 在這種情況下，似乎說明小型REITs可以選擇具有高報酬的財產。當一個REITs變的過大且無法找到好的投資標的時，只好屈就哪些獲利較少的類型。



3.4 避險

▶ REIT投資是否為對抗通貨膨脹的避險工具?

- ▶ Gyourko and Linneman (1998)、Murphy and Klieman (1989)、Park, Mullineaux and Chew (1990)、Chen, Hendershott and Sanders (1990)

- ▶ 持反對意見

▶ Simpson, Ramchander Webb (2007)

- ▶ 對1981~2002年195件公開交易的REITs報酬對通貨膨脹的反應有強烈不對稱性。結果指出REITs報酬對通貨膨脹的反應有強烈的不對稱性。

- ▶ Chen, Hendershott and Sanders (1990)、Liu and Mei (1992)、Goebel and Kim (1989)、Myer and Weeb (1990)

- ▶ 持贊成意見



3.4 避險

(返)

▶ 總體經濟與不動產報酬間的關係

- ▶ **Sagalyn (1990)**：在高GNP成長的期間，REITs的報酬較高、有較低的波動性及較低的系統風險。

▶ 金融政策與不動產報酬間的關係

- ▶ **Darrat and Glascock (1989)**：研究顯示貨幣/財政政策的措施與證券化報酬間有顯著的落後(lagged)關係，有可能根據過去的貨幣/財政政策進行決策。

- ▶ **Goukasian and Majbouri(2009)**：研究發現貨幣政策衝擊不動產產業在股票市場的價格，透過未來對股票的期待收益而非在實際利率或期待未來股息。住宅型REITs在某些特定時期對貨幣政策的反應行為不同於其他的產業。

- ▶ 貨幣政策也許衝擊住房負擔能力，但在某些時期內，對住宅型REITs反而有不同於所有其他產業的反應，非預期的高利率刺激比預期更高的出租現金流動。

結論

- ▶ 早期對於投資決策的研究較多，近年的討論則集中在財務、融資以及報酬風險等相關議題。
- ▶ 文獻中，對於市場訊息對REITs價格的結果不一。以台灣的情形而言，究竟消息好壞對價格的影響為何?
- ▶ 過去不動產被視為對抗通膨的有利投資工具之一，那REITs投資是否為對抗通貨膨脹的避險工具?
- ▶ 住宅型REITs對貨幣政策的反應該如何解釋?商辦型或混合型的反應是否相同呢?



簡報結束

謝謝聆聽