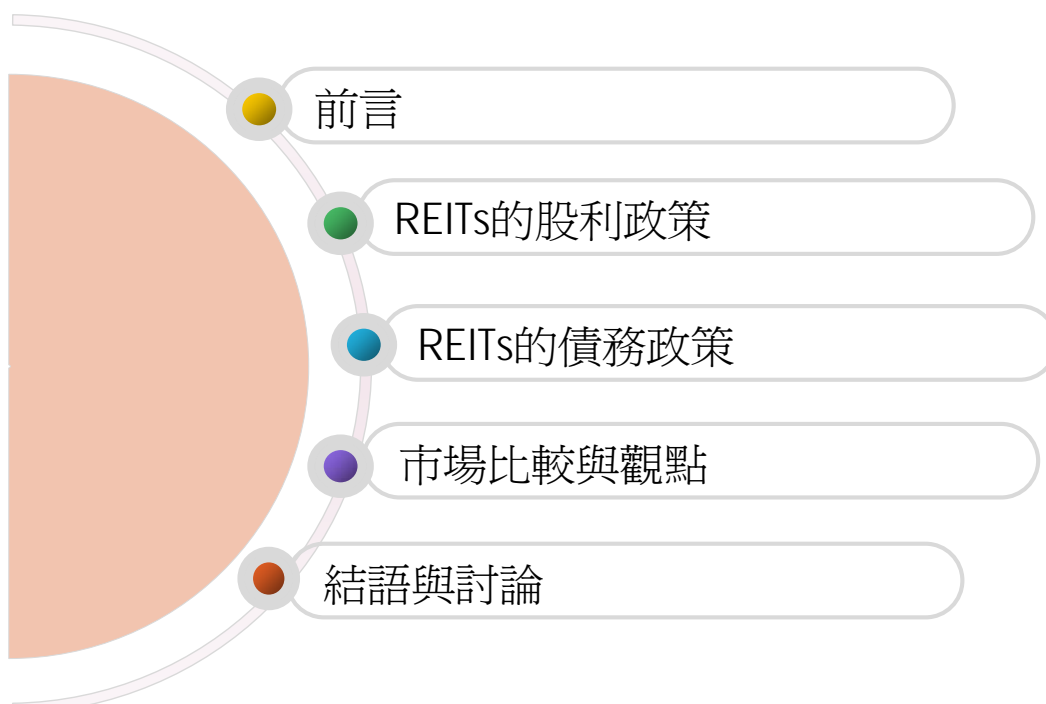


REITs 的 股利與債務政策

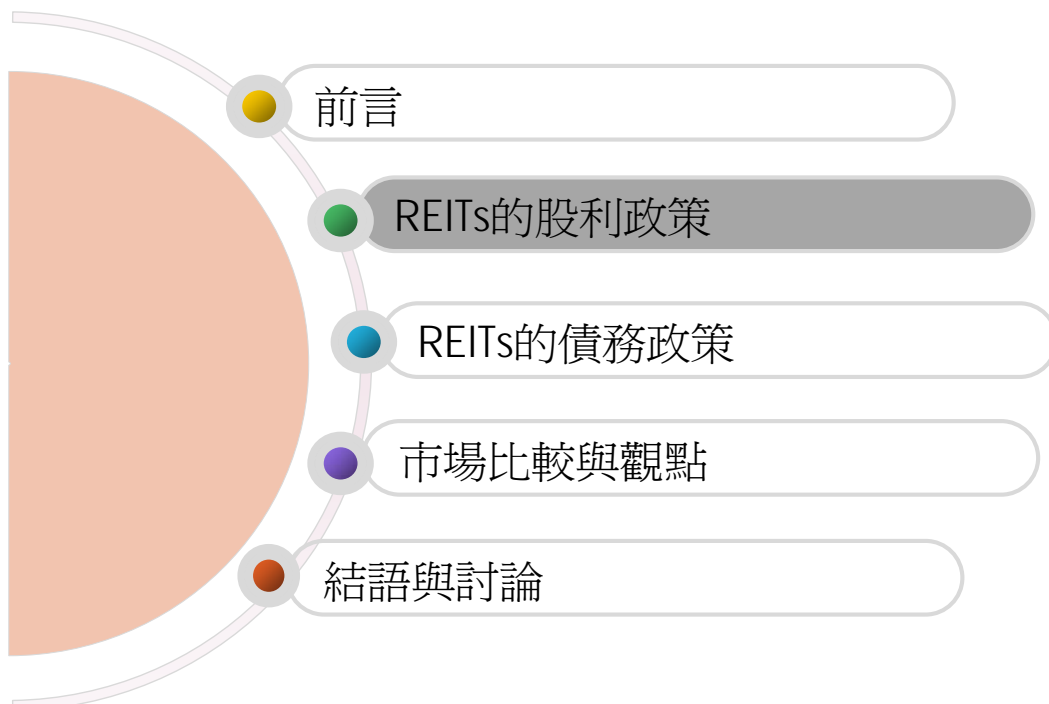
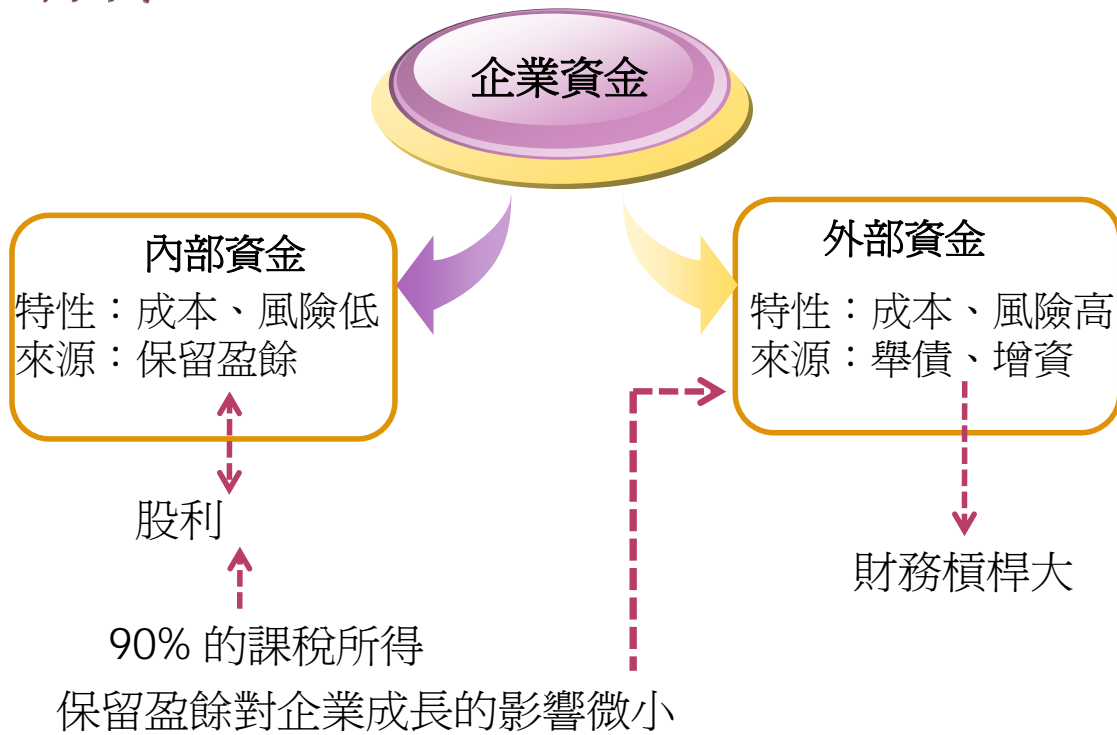
They pay out more than is required
but borrow less than is allowed

指導教授：張金鶚 博士
導讀者：沈俞君

導讀大綱

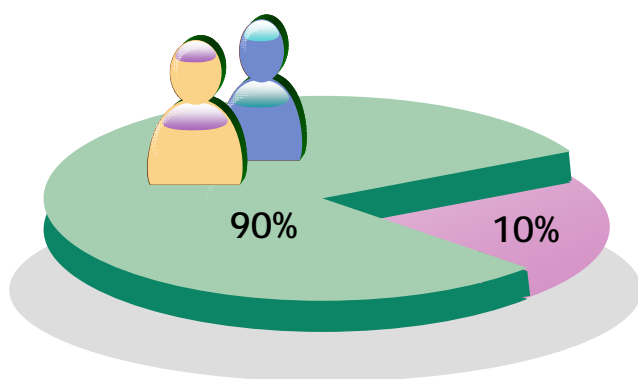


前言



REITs的股利政策—限制

- ◎ 在REITs市場中
 1. 市場景氣不穩，難以掌控穩定股利
 2. 非尋求穩定股利投資者的目標
 3. 資訊不對稱



5

REITs的股利政策—實證&影響

- ◎ REITs付出165%的稅後所得
Wang, Erickson, and Gau (1993)
- ◎ 股利分配約是淨利的兩倍
Bradly, Capozza, and Seguin (1998)
- ◎ REITs每年的現金流量 > 稅後盈餘
↑
折舊項的沖銷

6

表8.1—REITs股利發放比率 (P130)

	Cash Dividend to Net Income		Cash Dividend to Pretax Income	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1980	88	45	85	45
1981	96	58	90	57
1982	89	51	87	51
1983	87	49	85	49
1984	88	47	88	48
1985	102	53	99	54
1986	109	76	108	76
1987	123	81	125	82
1988	117	74	117	76
1989	124	68	122	70
1990	135	67	134	67
1991	137	71	133	71
1992	127	65	123	65
1993	126	100	120	101
1994	134	153	121	157
1995	138	158	124	164
1996	125	141	108	145
1997	125	153	107	162
1998	130	155	106	161
1999	130	160	113	163
2000	120	143	108	147
1980-1989	102		101	
1990-2000	130		118	
1980-2000	117		110	

7

表8.2—各種REITs股利發放比率 (P133)

Table 8.2 Dividend Payout Ratios by REIT Type

	Cash Dividend/Net Income						Cash Dividend/Pretax Income					
	Equity REITs		Hybrid REITs		Mortgage REITs		Equity REITs		Hybrid REITs		Mortgage REITs	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1990	138	35	143	12	127	20	137	35	143	12	123	20
1991	139	43	143	8	131	20	137	43	133	8	123	20
1992	129	46	96	7	137	12	127	46	83	7	132	12
1993	129	81	130	8	106	11	122	81	118	8	107	12
1994	143	128	97	8	87	17	128	132	91	8	82	17
1995	141	134	139	8	114	16	126	140	130	8	108	16
1996	133	118	104	8	80	15	114	122	82	8	75	15
1997	128	128	117	10	100	15	109	137	107	10	90	15
1998	133	132	119	10	110	13	105	137	113	10	107	14
1999	130	133	120	10	139	17	112	137	98	18	136	17
2000	122	122	122	9	106	12	108	126	112	9	102	12
1980-1989	104		94		108		103		93		107	
1990-2000	133		121		112		120		110		108	
1980-2000	119		108		110		112		102		107	

8

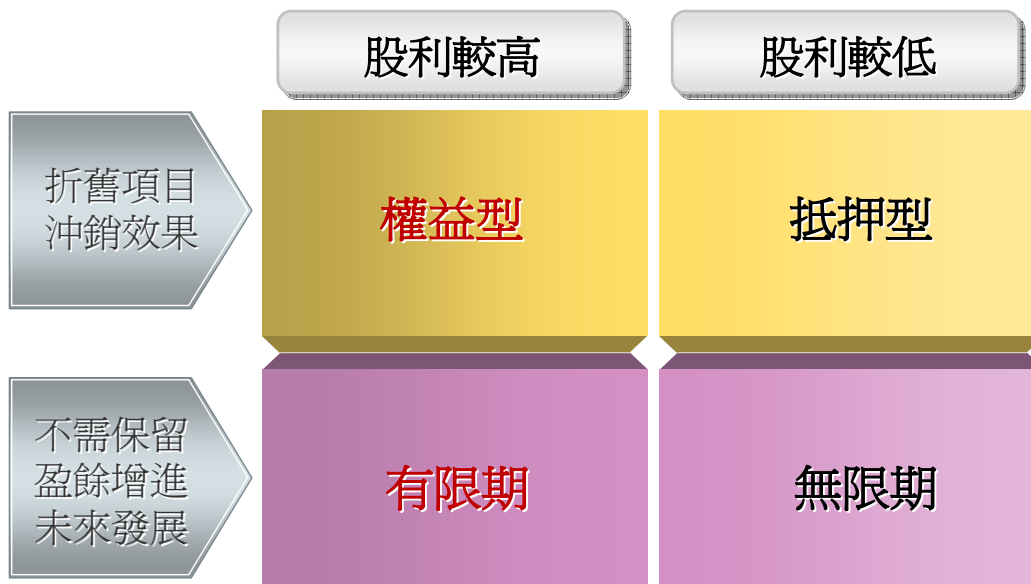
表8.3—有限、無限REITs股利發放比率 (P134)

	Cash Dividend/Net Income				Cash Dividend/Pretax Income			
	Infinite-Life REITs		Finite-Life REITs		Infinite-Life REITs		Finite-Life REITs	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1980	88	45	—	0	85	45	—	0
1981	95	57	107	1	90	56	107	1
1982	88	50	145	1	86	50	145	1
1983	86	46	104	3	84	46	108	3
1984	87	44	106	3	87	45	113	3
1985	100	43	114	10	96	44	114	10
1986	105	57	120	19	103	57	120	19
1987	119	64	139	17	122	65	136	17
1988	116	58	120	16	115	58	124	18
1989	123	56	130	12	121	58	130	12
1990	130	51	153	16	127	51	153	16
1991	128	48	156	23	121	48	156	23
1992	122	43	138	22	118	43	133	22
1993	131	76	111	24	123	77	108	24
1994	139	130	104	23	125	134	102	23
1995	140	139	124	19	125	145	121	19
1996	128	130	92	11	110	134	88	11
1997	127	143	94	10	109	152	82	10
1998	131	149	99	6	106	155	88	6
1999	131	154	117	6	115	157	72	6
2000	120	147	135	6	107	191	124	7
1980-1989	101		121		99		122	
1990-2000	130		120		117		112	
1980-2000	116		120		108		116	

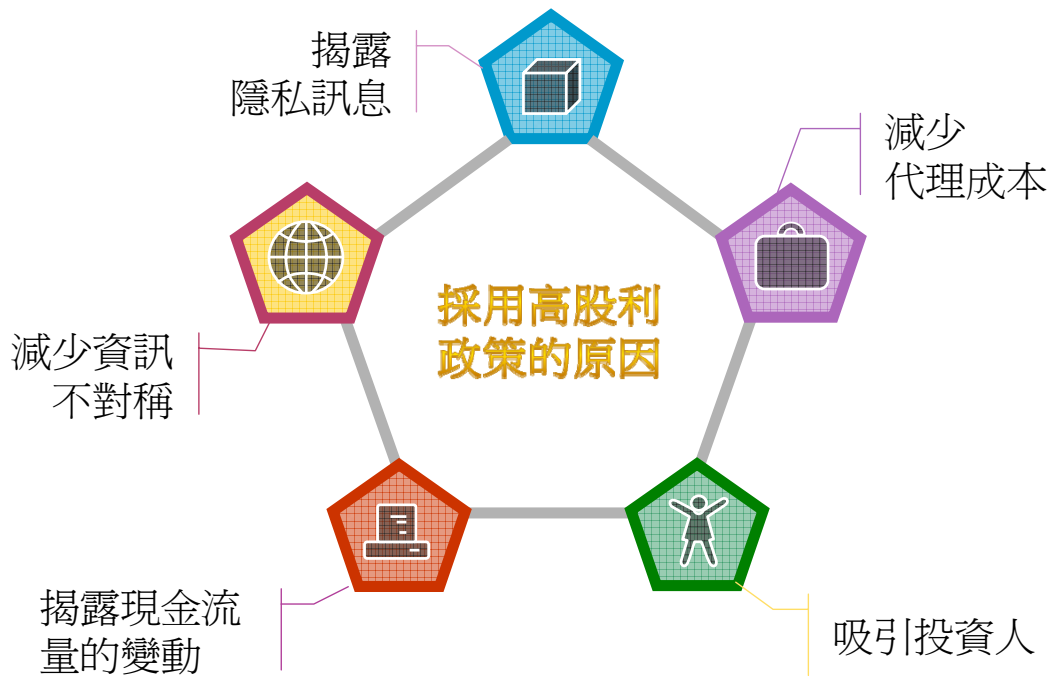
9

REITs的股利政策—表格小結

- REITs付出比規定更高的股利



REITs的股利政策—原因



原因一 減少代理成本

- ◎ 報酬與企業規模有相關時，管理者願採納淨現值為負的企劃案 (P134下方)



原因一 揭露隱私訊息

- ◎ 從股利的高低來感覺出REITs 未來發展的端倪
- ◎ 股利增加能使 REITs 的平均股價也增加
- ◎ 權益型 > 抵押型

原因一 揭露現金流量的變動

- ◎ 宣告降低股利→ 降低股價
- ◎ 採保守的股利政策→ 避免降低
- ◎ 維持高股利相對亦給投資人信心

13

原因一 減少資訊不對稱

- ◎ 股利政策可降低資訊不對稱
- ◎ 高股利可以使買賣價差縮小，減少交易成本

原因一 吸引投資人

- ◎ 高股利吸引投資者
- ◎ 尤其面對高利率或是差不多類型的公司比較競爭下

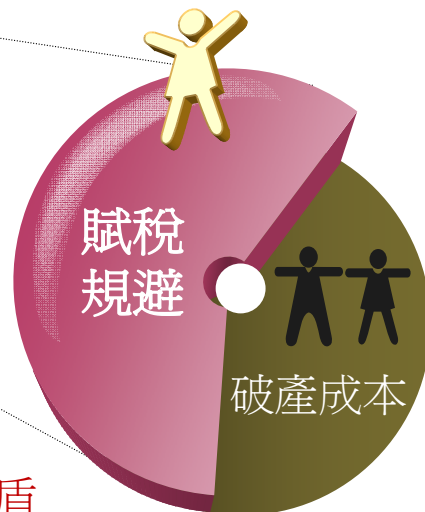
14

- 前言
- REITs的股利政策
- REITs的債務政策
- 市場比較與觀點
- 結語與討論

REITs的債務政策

舉債越多

1. 利息支付越多
2. 稅盾效果越強



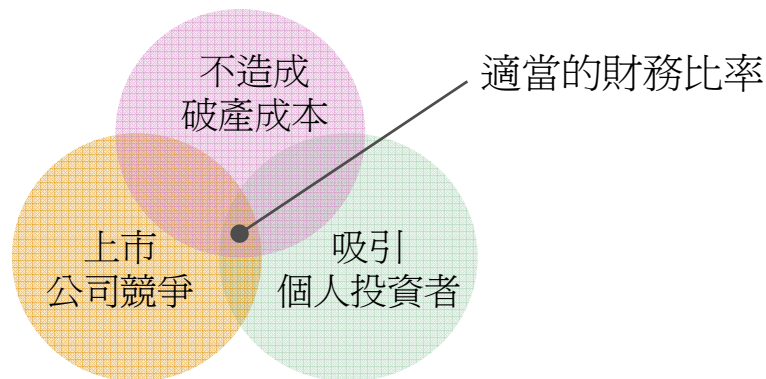
所得稅：~~6.6萬元~~ 3.3萬元 稅盾

淨利潤：13.4萬元

利息費用：~~10萬元~~ $13.4 - 10 + (6.6 - 3.3) = 6.7$

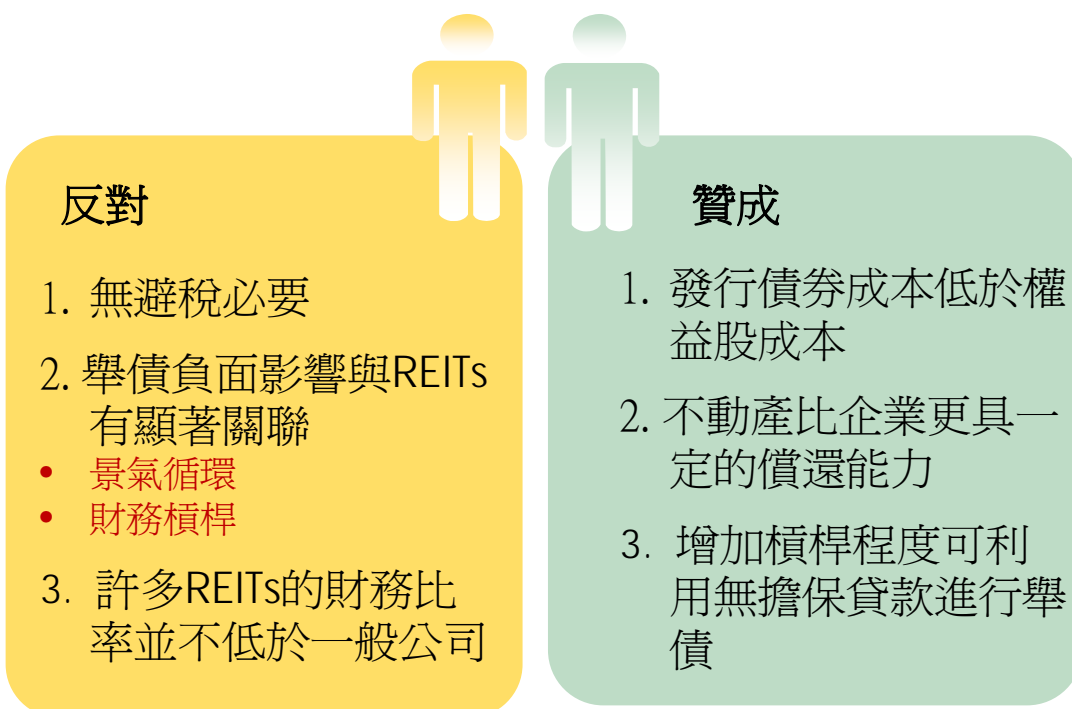
REITs的債務政策—限制

- ◎ 公司層級不用賦稅→稅盾起不了效果
- ◎ 股票市場不同於不動產市場
(負債比率75%-80%)
- ◎ 投資人不會承購負債高於80%的公司



17

REITs的債務政策—反對&贊成



18

表8.4— REITs財務比率 (P141)

Table 8.4 REIT Profitability Ratios

	Gross Profit Margin ^a		Net Profit Margin ^b		Return on Asset ^c		Return on Equity ^d	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1980	48.8	83	23.4	83	4.1	84	5.0	83
1981	42.8	92	15.8	92	3.3	93	9.6	93
1982	50.8	78	24.9	78	4.3	79	11.0	78
1983	47.6	77	33.2	75	0.4	77	3.0	77
1984	53.9	67	40.7	67	6.2	67	9.7	66
1985	54.1	77	43.6	75	8.9	78	5.5	77
1986	58.5	97	40.8	96	5.2	97	11.7	97
1987	58.1	102	32.7	102	4.1	102	9.3	101
1988	52.7	107	26.6	106	3.4	107	6.9	106
1989	43.4	109	14.0	106	0.3	108	-1.8	108
1990	38.0	104	8.0	102	-2.5	107	-5.7	106
1991	28.1	121	2.7	116	-0.7	123	-0.3	121
1992	20.2	127	1.3	124	-2.4	128	-7.7	127
1993	37.9	164	11.4	163	1.5	169	0.5	169
1994	39.9	212	19.6	210	1.7	212	5.4	212
1995	32.4	191	21.1	191	3.7	191	6.8	190
2000	52.2	186	17.0	186	3.7	187	8.3	186
1980-1989	51.1		29.6		4.9		7.0	
1990-2000	42.5		16.3		1.6		2.8	
1980-2000	46.6		22.6		2.7		4.8	

ROE=(稅後純益 / 營業收入) * (營業收入 / 資產總額) * (資產總額 / 股東權益)

表8.5— REITs市場帳面值比率 (P143)

Table 8.5 REIT Market Value Ratios

	Price-to-Book ^a		Price-to-Earnings ^b	
	Average	Number of Obs.	Average	Number of Obs.
1980	—	0	—	0
1981	—	0	—	0
1982	—	0	—	0
1983	—	0	—	0
1984	—	0	—	0
1985	—	0	—	0
1986	—	0	—	0
1987	—	0	—	0
1988	1.5	6	11.1	5
1989	1.0	104	15.8	77
1990	0.7	107	11.5	71
1991	0.9	116	19.8	82
1992	1.2	129	19.8	77
1993	1.4	158	25.4	84
1994	1.6	217	25.3	159
1995	1.7	210	20.3	169
1996	2.9	187	23.3	159
1997	2.1	194	24.9	159
1998	1.9	209	18.0	
1999	1.5	187	16.7	
2000	1.9	186	18.6	
1988-1993	1.1		17.2	
1994-2000	2.0		21.0	
1988-2000	1.6		19.3	

PE ratio
= 股價 / 稅後純益

本益比

投資人VS 企業

市場比較與觀點

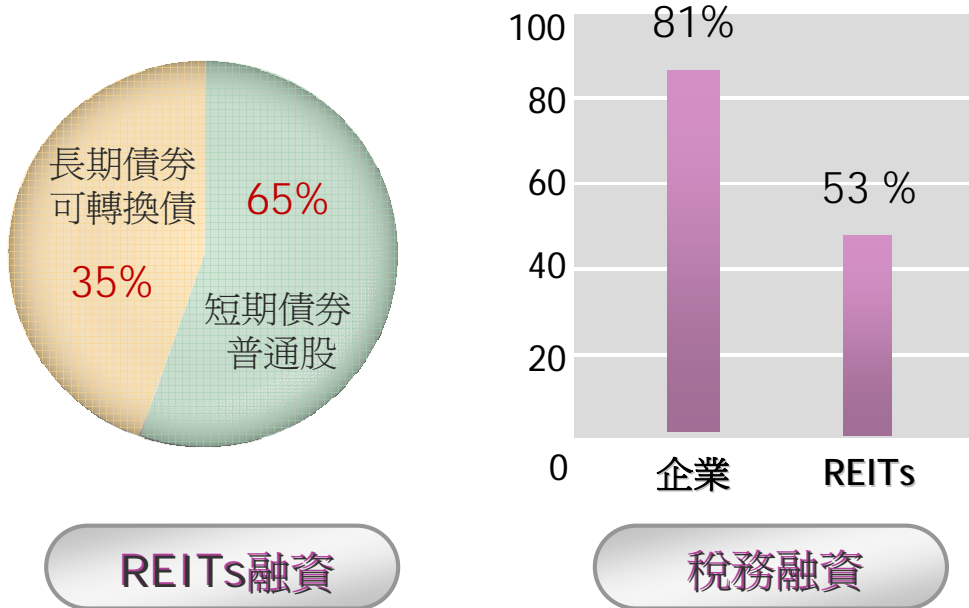


表8.6— REITs槓桿比率 (P144)

	Long-Term Debt to Total Capital ^a		Long-Term Debt to Total Market Capitalization ^b		Total Debt to Total Capital ^a		Total Debt to Total Market Capitalization ^b	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1980	41	83	34	78	81	83	54	78
1981	37	93	32	91	62	92	47	91
1982	36	80	30	79	63	80	45	79
1983	34	77	26	76	54	76	37	76
1984	31	67	24	66	53	66	36	66
1985	28	78	21	76	47	76	30	76
1986	31	102	24	98	44	99	31	98
1987	34	104	29	103	49	103	37	103
1988	34	113	29	112	49	112	39	112
1989	34	109	32	107	49	108	41	107
1990	36	107	37	106	47	106	49	106
1991	31	127	27	122	41	120	38	122
1992	30	131	28	131	45	128	39	131
1993	32	175	28	175	41	172	35	175
1994	38	214	33	212	45	207	39	212
1995	39	203	32	204	45	198	38	204
1996	43	189	33	184	49	181	38	184
1997	41	203	33	200	48	194	39	200
1998	48	213	43	209	61	203	53	209
1999	48	196	46	192	61	189	56	192
2000	50	187	46	186	62	180	56	186
1980-1989	34				55		40	
1990-2000	40		35		50		44	
1980-2000	37		32		52		42	

52-37=15 (短期)

圖8.3—槓桿比率比較 (P147)

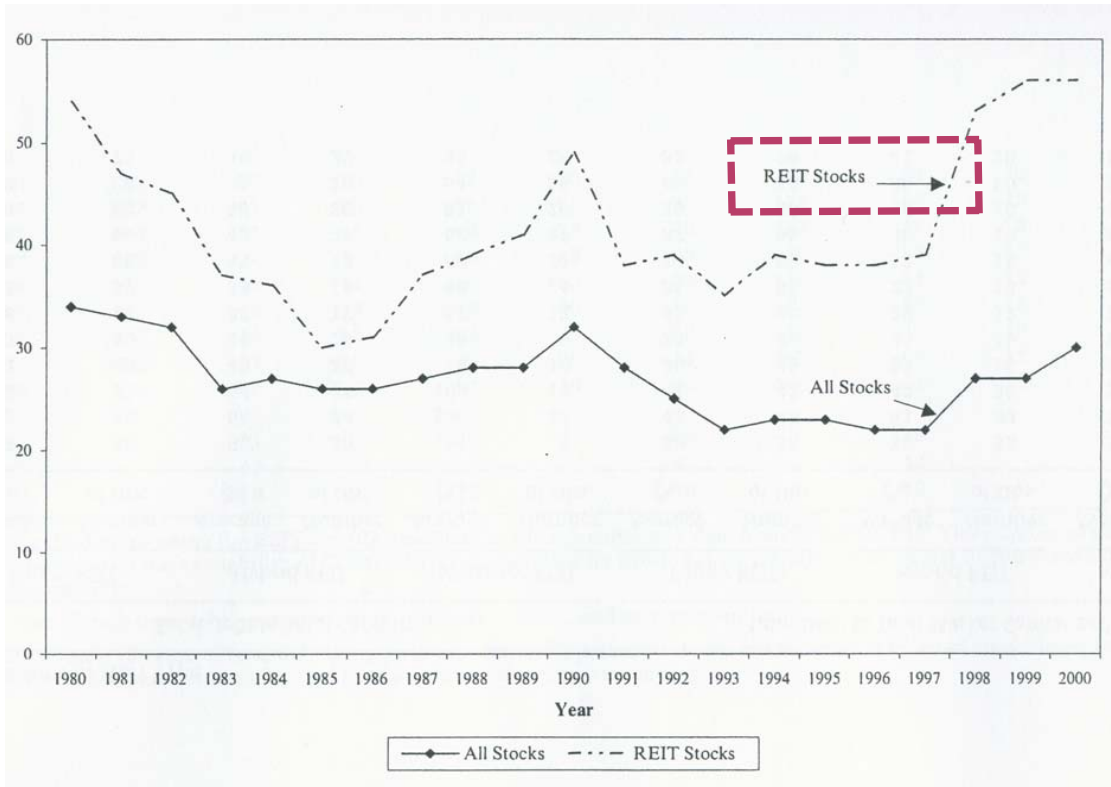


表8.8—不同REITs槓桿比率 (P148)

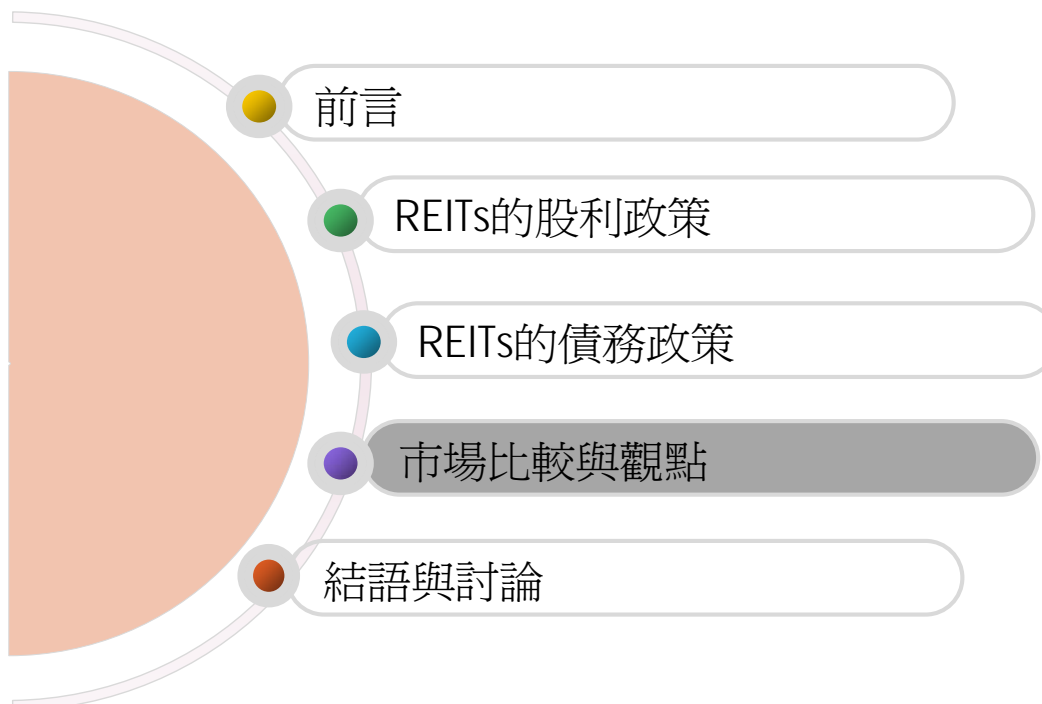
Year	Total Debt to Total Capital ^a						Total Debt to Total Market Capitalization ^b						
	Equity REIT		Hybrid REIT		Mortgage REIT		Equity REIT		Hybrid REIT		Mortgage REIT		
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	
1980	65	40	90	36	131	7	50	38	59	33	58	7	
1981	53	46	58	34	106	12	42	46	51	33	54	12	
1982	56	43	54	25	106	12	41	42	47	25	52	12	
1983	51	40	49	26	78	10	39	40	37	26	30	10	
1984	47	39	44	18	98	9	37	39	33	18	36	9	
1985	48	47	38	17	57	12	32	46	29	17	26	13	
1986	43	57	39	18	48	24	31	55	27	18	35	25	
1987	45	62	45	18	60	23	36	62	32	18	44	23	
1988	45	65	43	20	62	27	37	65	30	19	50	28	
1989	46	60	52	20	51	28	39	59	36	20	49	28	
1990	48	60	35	20	54	26	49	59	39	20	56	27	
1991	36	75	40	20	55	25	33	76	41	20	51	26	
1992	39	83	35	19	72	26	37	85	36	20	48	26	
1993	37	127	41	20	58	25	33	129	38	20	43	26	
1994	47	166	35	18	40	23	39	167	37	19	41	26	
1995	47	160	34	16	40	22	39	163	36	17	33	24	
1996	48	150	48	12	55	19	38	153	35	12	38	19	
1997	47	162	49	12	60	20	38	163	42	13	46	24	
1998	56	166										70	30
1999	57	159										72	24
2000	60	154										72	22
1980-1989	50		51		80		38		38		43		
1990-2000	48		47		65		42		42		52		
1980-2000	49		49		72		40		40		48		

抵押型：長短期間債務獲取利潤

表8.9—不同REITs槓桿比率 (P150)

	Total Debt to Total Capital ^a				Total Debt to Total Capitalization ^b			
	Infinite-life REITs		Finite-life REITs		Infinite-life REITs		Finite-life REITs	
	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.	Average (%)	Number of Obs.
1980	81	83	—	0	54	78	—	0
1981	62	91	16	1	47	90	18	1
1982	63	79	33	1	45	78	28	1
1983	55	72	35	4	38	72	23	4
1984	55	62	28	4	36	62	26	4
1985	51	63	30	13	33	64	20	12
1986	52	76	17	23	36	76	14	22
1987	57	81	20	22	42	81	20	22
1988	57	85	21	27	44	86	22	26
1989	57	83	23	25	45	82	28	25
1990	54	78	28	28	54	78	36	28
1991	55	82	11	38	49	83	16	39
1992	59	85	19	43	47	88	24	43
1993	48	129	18	43	38	132	24	43
1994	52	165	18	42	43	169	24	43
1995	52	163	17	35	42	168	18	36
1996	52	157	27	24	40	160	24	24
1997	49	181	38	13	39	186	41	14
1998	62	194	4	4	4	4	4	10
1999	62	181	4	4	4	4	4	8
2000	63	173	4	4	4	4	4	8
1980—89	59		25		42		22	
1990—2000	55		28		47		33	
1980—2000	57		27		45		28	

無限期：著重未來發展



市場比較與觀點—市場反應

企業舉債對市場反應

- ◎ 槓桿增加會導致股價增加
- ◎ 直接發行債務無顯著影響，但發行可轉換公司債則有負面影響

Eckbo (1986)

- ◎ 債務發行動機影響價格
- ◎ 無預警的資本支出、對現存債務融資並肯定能承擔，則無顯著影響
- ◎ 對於未來現金流量短缺則有負面顯著影響

Akhigbe, Easterwood, and Pettit (1997)

27

市場比較與觀點—市場反應

REITs 舉債對市場反應

- ◎ 改變其資本結構，股價有顯著正向反應，尤其是發行短期債券

Howe, Shilling (1988)

- ◎ 納稅不動產公司有顯著正向反應

Allen, and Rutherford (1992)

- ◎ 權益型REITs價格與債務總額有顯著正向反應；公寓、購物中心呈現負向

Nag, Ghosh, and Sirmans (1999)

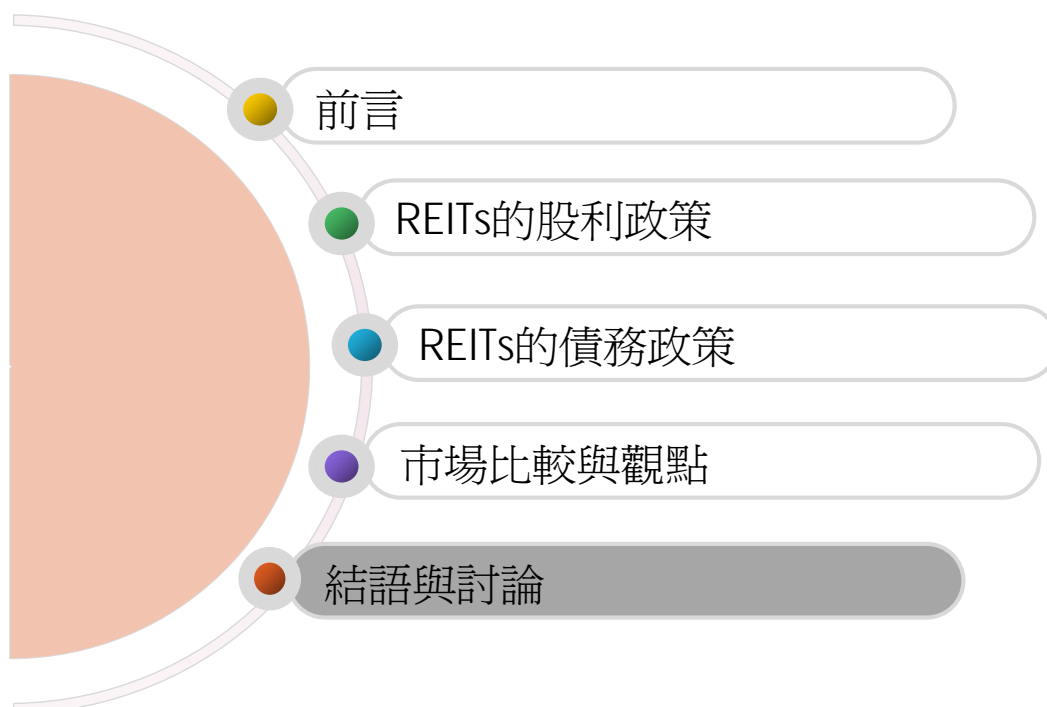
28

市場比較與觀點—市場反應

- ◎ 債務發行與股價無顯著關係
- ◎ 可轉換REITs與股價成負項顯著關係
- ◎ REITs債務造成市場反應與企業一致

Hsieh, Poon, and Wei (2000)

29



30

結語—我們學到什麼

- ◎ REITs明顯復出比法律還高的股利
- ◎ 投資人喜歡REITs支付高股利，並希望REITs取得外部資金成長，在舉債與市場的反應下來監督管理者的投資決策，縮小代理問題，但投資者亦希望REITs保存更多盈餘以供未來成長
- ◎ REITs的股利能直接反映市場股價，因為他間接影射了REITs未來的盈餘狀況
- ◎ 盈餘波動率高、表現差、高成長率的REITs股價較低

結語—我們學到什麼

- ◎ 投資人願意購買REITs，其中一項因素是高股利
- ◎ REITs的槓桿比率比不動產低，但比市場其他股票高
- ◎ REITs市場有正面的槓桿效應，也就是適當使用債務能使投資人的報酬增加
- ◎ 規模大的REITs比規模小的舉債多
- ◎ 股票市場並不排斥REITs使用舉債，有文獻指出股價對REITs舉債有正向的反應

結語

股利政策

- 使用外部資金促進REITs是件花成本的事
- 財務觀點建議最好支付法定規定的比率
- 高股利在未來的議題會越顯重要



債務政策

- 權益證券發行不易，需增加債務比率
- 不動產市場可借到約資產價值的80%，REITs無理由拒絕舉債
- 讓市場了解REITs的發展性好、可預期債務增加，才能使REITs能快速成長

謝謝聆聽
敬請指教