

REIT Security Offerings

Are They Different from Other Securities?

2010/5/10 羅于婷

1

Introduction

- 1970-2000 REIT IPO (首次發行)
 - 第一個交易日：一般股票18%獲利
 - REITs僅0.21%
 - 後續的交易日REITs股價表現較差
 - 為何REITs IPO的表現異於一般股票？
- REIT SEO (第二次發行)
 - 高配息要求、資本密集特性
 - 利用第二次發行來募資 (SEO)
 - 市場對SEO的反應如何？
 - SEO與IPO的關係如何？

2

Outline

- REIT IPOs
 - What Is Unique about REIT IPOs ?
 - Empirical Evidence on REIT IPOs
 - Factors Determining the Initial-Day Return
 - The Changing Nature of REITs
- Secondary Offerings of REIT Securities
 - SEO activities & Performance
 - Link between IPOs and SEOs
- Conclusion

3

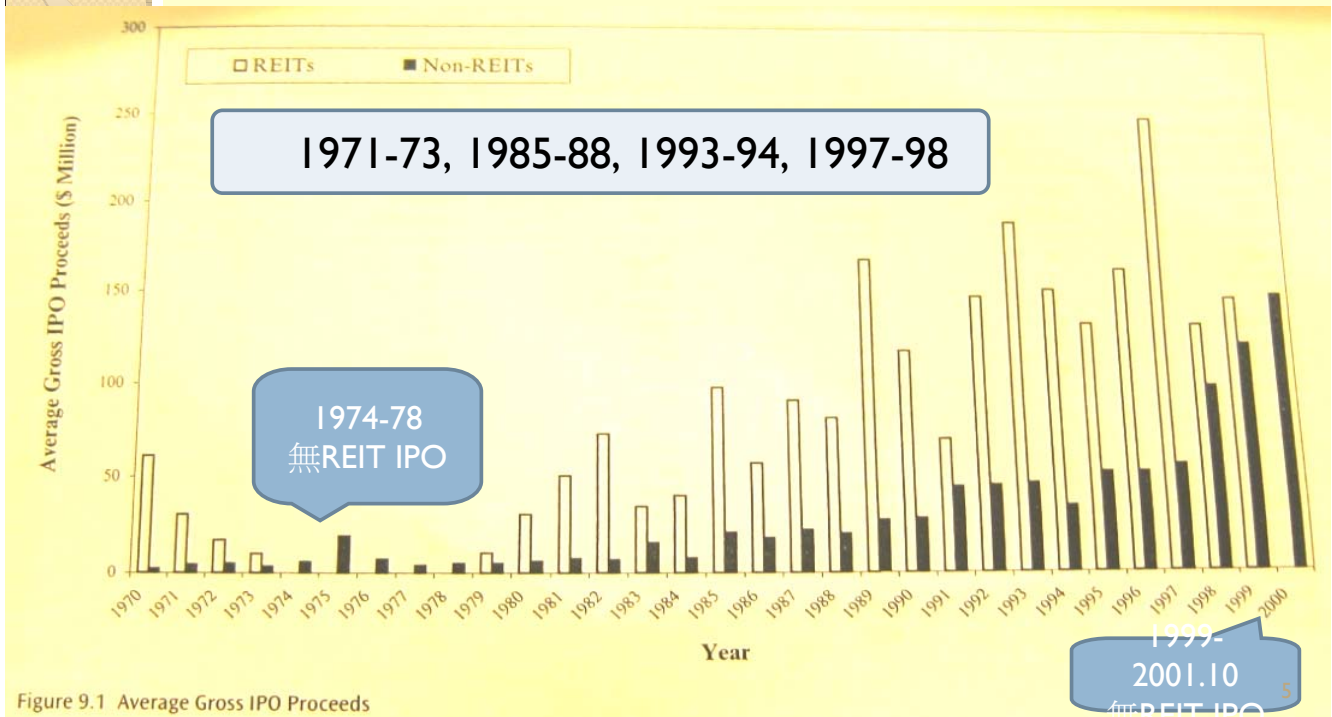
What Is Unique about REIT IPOs?

- 不動產價格的不確定性
 - 資訊複雜、流動性低；實際價格與績效難估計。
- 不確定性較高，折價發行機率較高
- 就1979-2000第一天交易狀況，REITs更像是溢價發行。
- REITs IPO之買方
 - 1980s-1990s散戶較多，買賣方資訊不對稱使證券承銷方較強勢。
- The Fund-like Organizational Structure
 - 不動產交易相對少，市場交易價格難以得知，
 - 香港與英國之REIT IPOs第一個交易日的表現與一般股票相近→組織結構及管理策略

4

Empirical Evidence on REIT IPOs

- 1970-2000 NAREITs



Empirical Evidence on REIT IPOs

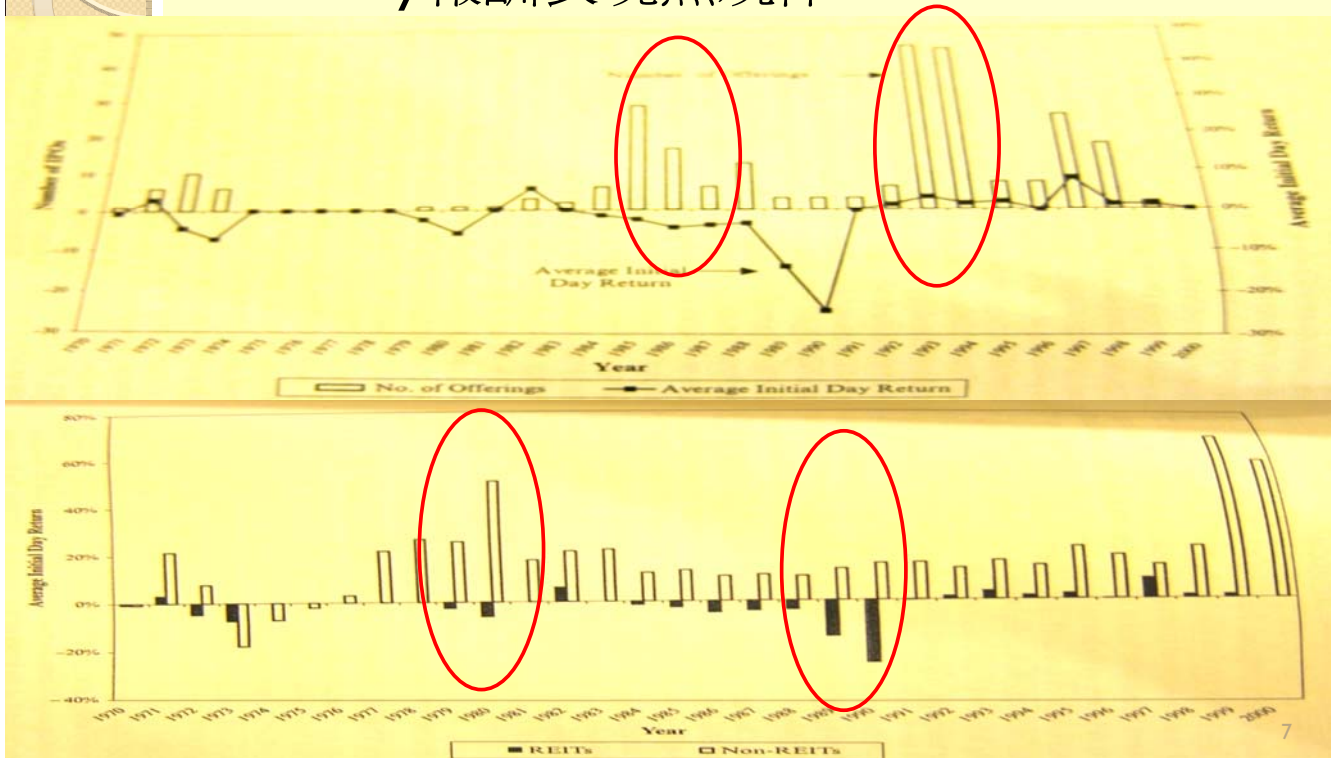
年代	狀況
1990	不動產證券的收益吸引投資人
1997	投資人重視REITs的股價報酬
1999	REITs IPO數量走下坡，可能因升息疑慮，也因當時科技、網路股很熱門 (non-REITs IPO ↑ 52%)
Mid-2000	REITs轉熱，因為投資人需要高收益的標的
~2001.10	無新REIT IPO，因其股價過低、發行成本高，籌資困難

REIT IPO佔了總IPO的7%；REIT 使用IPO較多，IPO的 size也較一般股票大。

Empirical Evidence on REIT IPOs

Pricing of REIT IPOs

- 1st day 報酬表現無規律



Factors Determining the Initial-Day Return

- 與發行規模無關
- Underwriter and Stock Listing
 - 信譽較差之承銷商較有價格高估問題，且首日報酬波動較大
 - 資訊不對稱造成的逆選擇問題

Factors Determining the Initial-Day Return

• Institutional Investors

- 1990 法人持有增加，REIT IPOs 價格不易被高估 (Wang, Chan, and Gau, 1992; Ling and Ryngaert, 1997)
- 法人投資經驗、資訊取得能力較散戶強。

Table 9.2 Comparison of Institutional Holdings among REIT IPOs, All REITs and All Stocks (1970-2000)

	Number of Initial Public Offerings	Average Initial-day Return (%)	Average Institutional Holdings (%)			
			First Quarter of IPO	Second Quarter of IPO	For All REITs	For All Publicly Traded Stocks
1970	1	-0.63	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1971	6	3.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1972	10	-4.55	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1973	6	-7.32	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1974	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1975	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1976	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1977	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1978	—	—	—	—	n.a.	n.a.
1979	1	-2.44	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1980	1	-5.83	0.10	0.30	n.a.	n.a.
1981	1	0.00	5.00	11.00	9.74	14.60
1982	3	5.67	6.00	7.68	9.75	14.70
1983	2	0.00	0.00	0.00	10.31	17.10
1984	6	-1.42	12.67	2.58	11.01	16.80
1985	28	-2.41	12.06	14.30	12.59	18.00
1986	16	-4.52	1.43	7.18	13.94	20.20
1987	6	-3.89	9.51	14.84	14.50	20.40
1988	12	-3.50	2.29	2.04	14.05	20.10
1989	3	-14.17	0.11	0.13	15.36	21.30
1990	3	-0.25	0.00	0.00	14.37	21.90
1991	3	1.24	10.28	11.28	15.04	22.90
1992	6	1.47	29.50	38.33	13.77	24.50
1993	45	3.19	41.29	50.91	19.43	26.00
1994	44	1.98	36.85	45.90	26.40	26.50
1995	7	1.47	38.59	47.39	31.27	27.70
1996	7	-0.16	38.59	44.49	32.89	29.10
1997	25	7.91	49.90	50.74	38.49	29.80
1998	17	1.23	44.28	54.83	40.33	31.00
1999	2	1.27	45.95	39.41	38.76	31.20
2000	0	—	33.38	—	n.a.	n.a.
1970-1979	24	-3.10	—	—	—	—
1980-1989	78	-3.14	6.98	8.71	12.62	18.50
1990-1999	159	2.36	39.38	47.15	28.89	27.48
1970-1999	261	0.21	26.08	31.33	23.04	23.91

Source: Authors' own computations. For data on institutional holdings, Spectrum 3:13(f) Institutional Stock Holdings Survey published by Computer Directions Advisors, Inc.

Factors Determining the Initial-Day Return

- The Distribution Method (table 9.3)
 - Best Efforts 代銷制 價格高估問題較多
 - Firm Commitment 包銷制 — 發行價格越低越好賣
- Valuation Uncertainty (table 9.4)

資產類別	Equity REITs	Mortgage REITs	Hybrid REITs
首日報酬	1.2%	-0.78%	-6.72%

- Fund Duration
 - Infinite-life (1.94) > Finite-life (-9.03)

REITs於1990s 之變化

- 1990年前REITs IPO溢價發行；一般股票則折價發行以吸引投資者
 - Wang, Chan and Gau(1992)認為REITs IPO效率較差，投資者無法掌握其IPO之價值。
- 組織結構改變
 - 1986 Tax Reform Act不鼓勵自行管理
 - 90年代後期，內部管理增加，管理者與股東目標一致，與一般公司組織較相近
- 持有者改變
 - 90年代後期法人持有增加，降低資訊不對稱的影響，使IPO表現較好

11

REITs於1990s 之變化

期間	1970-79	1980-89	1990-2000
報酬差距	12.10%	18.44%	21.44%

- 結構改變與法人加入並未解決REITs IPO不蓬勃及表現不佳的問題
 - 溢價發行情況減少。
 - 但REITs IPO及後續表現仍較一般股票差

12

Secondary Offerings of REIT Securities

- 90%股利、資本密集特性
- 1990年後興起。1994年IPO數量減少，但SEO仍持續增加。

Table 9.6 Secondary Offerings of Equity and Debt Securities by REITs (1982–2001)

Year	Secondary Equity ^a		Secondary Debt ^b	
	Number of Offerings	Total Capital Raised (\$ millions)	Number of Offerings	Total Capital Raised (\$ millions)
1982	5	115	1	5.0
1983	15	438	4	150
1984	8	173	4	1,125
1985	17	413	13	1,066
1986	17	624	26	2,841
1987	13	733	23	1,562
1988	15	785	11	910
1989	8	389	8	644
1990	20	786	6	494
1991	24	1,055	6	694
1992	30	3,856	4	4,541
1993	52	3,945	47	5,135
1994	92	7,268	94	3,600
1995	139	11,201	80	
1996	292	26,378	145	
1997	297	19,354	160	
1998	100	6,444	103	
1999	42	2,834	72	
2000	60	4,515	36	8,170
2001 ^c				

Source: Data from various issues of *Statistical Digest*, published by NAREIT, and NAREIT's website, <http://www.nareit.com>.

^aIncludes common share offerings and preferred share offerings.
^bIncludes unsecured debt offerings and secured debt offerings.

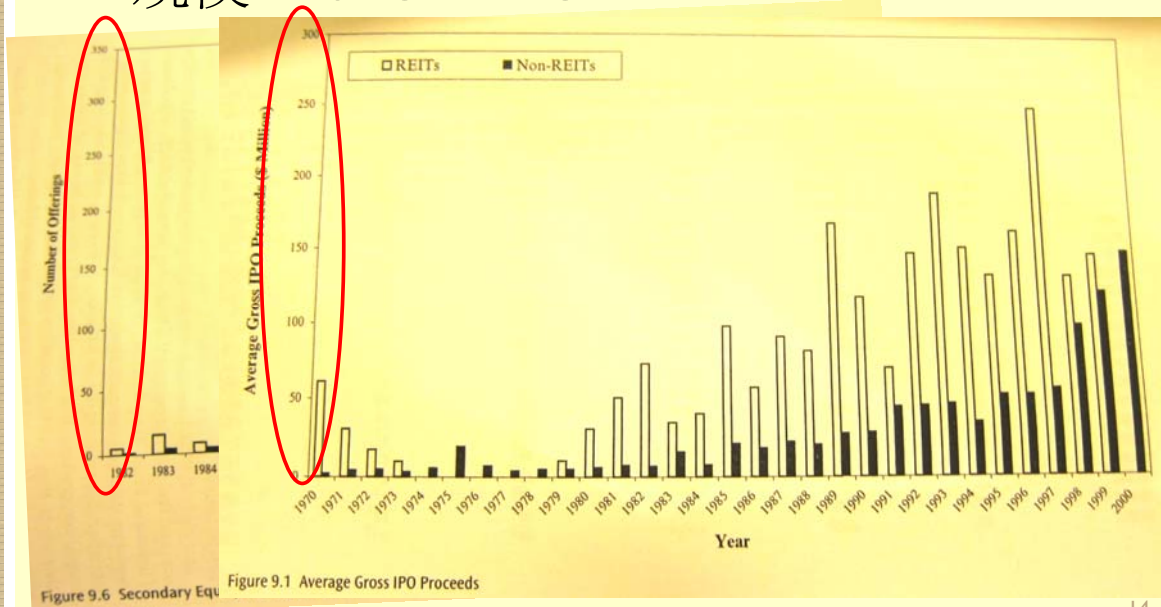
99

績效、信評佳

13

Secondary Offerings of REIT Securities

- 1994-1998 SEOs > debt
- 規模：SEO > IPO



14

Which Types of REITs Should Use SEOs?

- **SEO為負面消息**
 - 但REIT SEOs導致的股價下跌幅度較一般股票小。
 - 下跌程度與REITs的結構及資產類型無關
 - 規模或發行的量愈大，以及法人持有的愈多，會使股價下跌愈多

15

Conclusions

- 1990年以前，REIT IPO投資者在發行首日會虧損3.1%，到了1990以後則獲利2.4%。(組織結構改變、法人增加)
- 法人持有或找有聲譽的承銷商表現相對較佳。但無法改善REIT IPO的表現：1970~2000年買REIT IPO獲利遠低於買一般股票IPO
- 不建議購買REITs IPO；避免購買Finite-life及best-effort的REIT IPO。
- 制度面修改後，REIT IPO數目會增加。
- 無論是IPO或SEO市場，未來發展皆視REITs發行的盛行程度及訂價策略，折價發行較能吸引投資者。

16

心得

- 投資績效
 - 購買REIT IPOs、投資REITs績效較一般股票差。
- 資訊不對稱
 - 資訊不對稱造成賣價過高
 - 發行者與承銷者應思考訂價策略以吸引投資人
 - 投資人對REITs之不動產認知不足；參考法人投資走向。
 - 左手賣右手情形使資訊不對稱情況更嚴重
- 法制改革尙待努力
 - 市場效率提升，降低逆選擇問題
 - 使REIT發行增加，市場更加活絡。

17

簡報結束，謝謝指教。

18