

美国房地产教材 译丛

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

STRUCTURE, PERFORMANCE, AND INVESTMENT OPPORTUNITIES

房地产投资信托

——结构、绩效与投资机会

〔美〕

陈淑贤

(Su Han Chan)

约翰·埃里克森

(John Erickson)

著

王诃

(Ko Wang)

刘洪玉
黄英

等译



经济科学出版社

美国房地产教材译丛

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

STRUCTURE, PERFORMANCE AND INVESTMENT OPPORTUNITIES

房地产投资信托

——结构、绩效与投资机会



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资信托：结构、绩效与投资机会 / (美) 陈淑贤，
(美) 约翰·埃里克森，(美) 王诃著；刘洪玉，黄英等译。

—北京：经济科学出版社，2004.5

(美国房地产教材译丛)

书名原文：Real Estate Investment Trusts

ISBN 7-5058-4057-6

I. 房... II. ①陈... ②埃... ③王... ④刘... ⑤黄...
III. 房地产-信托投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 025506 号

策 划：朱 丹
责任编辑：王 茵
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：王世伟

房地产投资信托

——结构、绩效与投资机会

[美] 陈淑贤 约翰·埃里克森 王 河 著
刘洪玉 黄 英 等译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京毕诚彩印厂印刷

三佳集团装订厂装订

787×1092 16 开 19.5 印张 350000 字

2004 年 5 月第一版 2004 年 5 月第一次印刷

印数：0001 - 5000 册

ISBN 7 - 5058 - 4057 - 6/F · 3348 定价：37.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

作者介绍

陈淑贤 (Su Han Chan)

加利福尼亚州立大学福乐顿分校金融学教授和香港大学商学院访问教授。她在著名的金融学和房地产期刊上，发表了包括房地产投资信托 (REIT) 在内的许多文章。她也是三种学术期刊和一部系列丛书的编委。

约翰·埃里克森 (John Erickson)

加利福尼亚州立大学福乐顿分校金融系主任、教授。他在《房地产经济学》(*Real Estate Economics*) 和《房地产研究杂志》(*Journal of Real Estate Research*) 上发表了多篇有关房地产投资信托的文章。他在《金融学杂志》(*Journal of Finance*) 和《法律与经济学杂志》(*Journal of Law and Economics*) 上也发表了多篇文章。

王 诃 (Ko Wang)

加利福尼亚州立大学福乐顿分校房地产与金融学教授，香港中文大学荣誉教授。他是《房地产研究杂志》的主编、《国际房地产研讨学刊》(*International Real Estate Review*) 的创始执行主编，同时还是其他七种学术杂志的编委。

中文版序言

古今中外，财富累积与土地分配利用始终密切关联。检验全世界（或是全亚洲、全中国、全美国）前 100 名富豪的排名榜，我们会发现至少有一半人是从事与土地或房地产有关的行业。在许多比较先进的国家，为了能够达到均富及维持社会稳定的目的，国家的政策总是会鼓励一般大众投资于房地产。在美国，税法对人民拥有自用住宅给予了极大的税务优惠。例如，抵押贷款的利息可以抵税，房产的增值在一定范围内可免税，等等。为了鼓励一般大众对于商用房地产的投资，美国于 1960 年通过了《房地产投资信托法》。这个法案免除了房地产投资信托公司的公司税，使得投资于商用房地产更加容易及有利可图。

房地产投资信托公司的制度不但可让全民更加容易享有土地增值的利益，也为房地产行业打了一剂强心针。大家都了解，房地产开发绝对是一个资本密集的行业。在房地产投资信托公司尚未普及时，大型土地及商业楼宇项目的开发商主要从两方面着手集资：在借贷资金方面，开发商（或投资公司）可以向银行、信托、人寿或保险公司申请抵押贷款；在自有资金方面，资本大多来自富有的私人或集团。在这种状况下，一般大众很难参与大型房地产及商场投资，其结果是房地产投资者及开发商的集资来源严重受限。

若无房地产投资信托公司，房地产投资及开发行业在过去 40 年内不可能在美国发展得如此迅速。20 世纪 70 年代后期及 80 年代前

期，许多银行及金融机构陷入经营危机，在该期间有些投资及发展商主要依赖抵押型房地产投资信托公司取得借贷资本。进入90年代后，许多房地产投资开发商把自己拥有的产业经由房地产投资信托公司上市，这些从股市得来的资金给房地产市场带来了很大的活力，并给发展商提供了更多的资本来让其有能力从事更多的开发。从公正的角度来说，房地产投资信托公司对美国房地产投资及开发行业的发展功不可没。

房地产投资信托公司也受到一般投资大众及公司法人的喜爱。例如，经由房地产投资信托公司，一般的平民大众也可拥有闻名于世的洛克菲勒商业中心的一部分产权（虽然可能只是千万分之一的股权）；而在没有房地产投资信托公司的状况下，一般平民百姓是不可能投资于这种大型商业房地产的。大型法人机构投资者也愿意使用房地产投资信托公司，虽然法人机构有资本，但是它们没有必要的知识及信息从事房地产投资及管理。在房地产这一行，知识的转移（从一个地区到另一个地区或从办公大厦至商场）是很困难的，若没有房地产投资信托公司，这些法人机构只能从事直接的个案投资，在这种情况下，法人机构不敢轻易购买房地产；但是经由专业性投资管理的房地产投资信托公司，法人机构可以投资于不同地区及不同类别的房地产。这种选择投资的方便对法人机构投资者很重要，因为法人机构投资最重要的准则是分散风险，房地产投资信托公司正好为法人机构提供了分散风险的投资工具，这也是为什么有近45%的上市房地产投资信托公司是被法人机构投资者所拥有的原因。

近年来，许多企业都喜欢与房地产投资信托公司建立联盟关系，因为后者拥有房客的数据，同时也比较容易了解房客的需求，所以比较容易提供房客服务。譬如，房地产投资信托公司可以负责购买所有房客的家具及供给房客全年公司用品，它们也可以把商业网络算在整个租约里。对房地产投资信托公司而言，它们不必从事执行的工作，只要把合约签好就可以把其他的事情交给它们的联盟公司去执行，这对双方都是有利的。最近有一种趋势就是房地产投资信托公司提供部分资金给开发商并保证会向开发商购买完成的开发产业。在这种情况下，开发商愿意按照房地产投资信托公司的意愿去设计物业及分享投资利润，这种方式与中国的住宅预售方式有点类似，我觉得国情的不同可能使这种联盟制度反而会在中国发扬光大。

在美国，第一家房地产投资信托公司于1962年上市，到1969年底，整个市场也只有5家房地产投资信托公司。但当房地产投资信托公司的优点渐渐被了解之后，这个行业发展非常迅速。到2003年底，所有上市的房地产投资信托公司的股票市值是2242亿美元，而1990年的市值只有87亿美元，即13年中房地产投资信托公司的市值增长了将近26倍。假如这种趋势能够继续维持的话，在不久的将来，我们就会看到一个上万亿美元的房地产投资信托市场。房地产投资信托公司的概念在欧洲、澳大利亚及非洲（南非）都有很长久的历史。在亚洲，第一家房地

产投资信托公司是在1989年于马来西亚成立的。近年来，韩国、日本及新加坡也都成立了房地产投资信托公司市场。中国台湾地区及香港地区的房地产投资信托市场也正在快速发展过程中，在不久的将来，我们应该可以看到房地产投资信托公司开始在这两个地区上市。印度及泰国正在制定房地产投资信托法的草案，相信在10年之内，房地产投资信托公司会在亚洲成为推动房地产业发展的主要力量。

另外一个值得我们注意的趋势是，房地产投资信托公司国际化的趋势是双向的。当亚洲正在成立房地产投资信托市场的时候，美国房地产投资信托公司也开始投资于美国以外的房地产，虽然到目前为止的投资数量不算高，并且投资方向多在欧洲国家，但我们没有理由不相信在不久的将来，房地产投资信托公司拥有的产业会逐渐走向国际化。

虽然房地产在全球经济产业中的比重相当大，以及房地产投资信托公司对房地产行业的影响力也相当深远，但我们很惊讶地发现，有关房地产投资信托公司的研究非常薄弱。现有的关于房地产投资信托公司的书籍大多是肤浅地讨论一些执行上的细节或是如何设立一家房地产投资信托公司，因为有关的税法时常改变，很多国家的法令规章不尽相同，这类书籍往往只在一个国家及一段时间内有用。正因为房地产行业对我们的经济影响深远，而市面上没有一本适合的有关房地产投资信托的书籍，我们于是决定写一本这方面的书。在本书中，我们研讨在房地产投资信托发展中所存在的问题，并提出解决方案；我们告诉想要设立房地产投资信托公司的企业家，什么是这个行业里最好的组织及经营方式；我们也告诉有兴趣的投资人，什么样的房地产投资信托公司可能提供高报酬及低风险的回。我们很高兴牛津大学出版社和我们有同样的看法并愿意为我们出版本书，更高兴中国的经济科学出版社愿意出版本书的中文版。

我们非常高兴我的好友刘洪玉教授愿意把这本书翻译成中文。我在本书的最后一章中提到，因为中国自古以来就有“有土斯有财”的思想，相信中国内地迟早会成为仅次于美国的世界第二大房地产投资信托市场。我更相信，尽管房地产投资信托的概念目前在中国尚未普及，但一个很大的房地产投资信托市场将会不久出现在中国股票市场。

1995~2000年，我在香港中文大学教书并担任该校房地产讲座教授。在这期间，我和亚洲各地的房地产学者及业界朋友交往密切。清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授是我最早接触的一位中国房地产教授。我们这一群朋友于1996年共同在香港成立了亚洲房地产学会，刘教授曾担任过这个学会的主席。在1998年，我们又一起创立了《国际房地产研讨学刊》(*International Real Estate Review*)；2000年，刘教授和我作为联合会议主席，共同在北京组织了“第五届亚洲房地产学会年会暨国际房地产学术研讨会”。从与会者人数及学术质量来说，直到今天，这个

会议仍被国际同行认为是最杰出的世界级房地产学术会议。我希望经由刘教授的努力，该书的中文版能对中国房地产开发及经营理念的发展做一点贡献。特写此序为谢。

王 诃

2004年1月于美国洛杉矶

前 言

最近，全美房地产经纪人协会（National Association of Realtors）^{vii}所进行的一项调查表明，美国家庭财富的一半以上是房地产。即便是在 20 世纪 90 年代后期和 21 世纪初期，互联网业务吸引了绝大部分投资者（包括金融资源）的时候，房地产在家庭财富中的比重也一直是如此。各种全球富豪排名榜中，也显示他们当中的绝大部分人所拥有的财富与房地产或房地产有关的业务相关。总之，如果不考虑个人的财富水平，房地产对于所有投资者来说即便不是其最重要的资产，也是其最重要的资产之一。

然而，除了在大多数投资者的资产组合中处于支配性地位以外，房地产并未引起金融学者和投资界的足够重视。例如，虽然有一些学术杂志专门刊登房地产学术论文，但高层次的金融学主流期刊却很少刊登与房地产相关的研究成果。另外，从公司的角度来看，主要投资公司中的金融分析师也没有对房地产部门给予足够的关注。这种对房地产缺乏关注的情况，可能是源于难以获取足够的房地产市场信息。

很可能是由于缺乏来自投资界的关注，公共的和私人的房地产市场传统上一直被认为是缺乏效率的，尤其是与整体股票市场相比。基于这样一些基本认识，我们决定写一本书，介绍我们自己以及房地产领域中其他著名专业人士和学者多年在房地产市场领域的研究成果。^{viii}同时，我们把主要的内容集中在房地产投资信托（Real Estate Investment Trust, REIT）市场，这个市场一直被认为是房地产市场中最透

明的市场。

现有大部分关于 REIT 的书籍，其内容大都局限在介绍如何进行 REITs 投资等技术知识的层面，一些书籍对 REIT 的文献进行了概述，但大都是从某一个方面阐述，都不是很完整。本书的着眼点就完全不同。我们整合了房地产和金融学者们有关 REITs 的主要研究成果，其切入点不仅照顾到了一般公众，而且还照顾到了包括 REIT 的管理者和顾问在内的房地产实务操作人员。我们调查了 REITs 领域的学术文献，从有利于学者和一般投资者理解和应用的角度，系统地整合了相关的研究成果。我们不仅对过去多年来 REITs 曾经遇到过的各种问题给出了解释，而且从使 REIT 成为一个更有效的管理房地产资产的工具的角度，为管理者和立法者提供了解决方案。我们通过提出对 REITs 的结构和绩效评价的见解，为读者指出了 REIT 未来的发展方向。最后，利用我们所独有的综合数据库中的历史数据，讨论和阐明了包括组织形式变革和 REIT 股票业绩等许多问题（最早可获得的有关 REITs 的信息始于 1962 年）。

我们希望，通过对 REIT 行业进行全面的剖析，本书能提升投资界对 REITs 的兴趣，同时为相关政策和法规的制定者提供有用的信息。我们还希望，通过分析介绍过去在 REITs 实践过程中存在的问题和改进过程，可以帮助 REIT 的经营管理人员更加有效和透明地管理他们的信托资金或资产，以促使这个市场成为一个更重要的房地产领域的投资工具。最后，作者还希望通过本书，能激发学生们对该领域的兴趣，也可以为我们的同行进一步研究房地产市场问题提供一个坚实的基础。

致 谢

我们希望对那些曾经给本书提出过建设性意见和建议的人士，表达我们衷心的感谢。尤其是对12位花费了许多时间来审阅本书各章节书稿的人士。这些人士包括：布伦特·安布罗斯（Brent Ambrose，肯塔基大学）、丹尼斯·卡波扎（Dennis Capozza，密歇根大学）、大卫·唐斯（David Downs，乔治亚大学）、罗伯特·埃杰尔斯坦（Robert Edelstein，加州大学伯克莱分校）、乔治·高（George Gau，得克萨斯大学奥斯汀分校）、约翰·格拉斯科克（John Glascock，乔治·华盛顿大学）、约瑟夫·吉尤尔科（Joseph Gyourko，宾夕法尼亚大学）、梁佑国 [Youguo Liang，宝信（Prudential）房地产投资公司]、大卫·林（David Ling，佛罗里达大学）、梅建平（Jianping Mei，纽约大学）、格伦·穆勒 [Glenn Mueller，约翰·霍普金斯大学和LM顾问公司（Legg Mason）] 以及克里·范德尔（Kerry Vandell，威斯康星大学麦迪逊分校）。他们的宝贵意见，极大地改进了本书的质量。

我们还要感谢保罗·唐纳利（Paul Donnelly）、肯尼思·伊兹（Kenneth Eades）、亚瑟·基翁（Arthur Keown）

和约翰·马丁 (John Martin) 对我们的鼓励和帮助。是他们的指引, 才使我们有机会写作本书, 并使本书成为金融管理学会 (FMA) 和牛津大学出版社“调查与综合分析系列丛书” (Survey and Synthesis Series) 之一。没有我们所在大学的支持, 本书也是难以完成的。从这种意义上来说, 我们要感谢李金汉 (Kam-hon Lee, 香港中文大学商学院前院长)、阿尼尔·普里 (Anil Puri, 加利福尼亚州立大学福乐顿分校商业与经济学院院长) 和王于渐 (Richard Wong, 香港大学商学院院长)。

最后, 我们还要感谢我们的研究助理, 包括陈明燕 (Jacob Ming Yan Chan)、伊夫琳·伊万迪 (Eveline Irwandi)、简瑞明 (Shiu-Ming Kan)、刘浩明 (Joe Haoming Liu) 和丹尼尔·邱 (Daniel Yau)。他们艰苦的工作和不懈的努力, 使得我们能够在本书中提供许多最新的统计数据, 这些数据对于支持本书的主要观点是不可或缺的。王诃和陈淑贤的朋友梁伟坚 (W. K. Leung) 也在一些数据的处理过程中给予了帮助。我们还感谢弗吉尼亚·昂克费尔 (Virginia Unkefer) 和黛安娜·普拉特纳 (Diana Plattner) 为本书提供了有力的编辑支持。

目 录

前言	(1)
致谢	(1)
1 概述	(1)
1.1 为什么 REITs 值得我们关注	(3)
1.2 把证据放在一起	(6)
1.3 重点研究的问题	(7)
1.4 本书的结构	(9)
1.5 一本为了做出更明智决策的书	(10)
注释	(11)
参考文献	(11)
2 房地产投资信托的起源和发展	(12)
2.1 REIT 理念的历史	(12)
2.2 20 世纪 60 年代 ~80 年代的 REITs	(13)
2.3 20 世纪 90 年代: 又一次的增长与转变	(26)
2.4 现代的 REIT	(29)
2.5 REIT 理念的未来	(30)
注释	(30)
参考文献	(31)

3	组织结构	(34)
3.1	成为 REIT 的代价	(35)
3.2	REIT 组织形式的净效益	(37)
3.3	与 MLP 和有限公司结构的比较	(43)
3.4	新结构: UPREIT 和 DOWNREIT	(44)
3.5	我们学到了什么	(47)
3.6	REIT 结构是否会继续存在下去	(48)
	注释	(49)
	参考文献	(49)
4	顾问难题	(51)
4.1	发展变化过程	(52)
4.2	使用外部顾问的问题	(55)
4.3	使用内部顾问的问题	(58)
4.4	使用内部顾问还是外部顾问	(59)
4.5	被报酬机制复杂化的问题	(60)
4.6	我们学到了什么	(61)
4.7	未来的发展方向	(62)
	注释	(63)
	参考文献	(63)
5	REIT 的规模经济	(65)
5.1	赞成大型 REITs 的论据	(66)
5.2	反对大型 REITs 的论据	(70)
5.3	实证研究的综合分析	(72)
5.4	大型合并的未来	(75)
5.5	我们学到了什么	(77)
5.6	未来 REITs 应保持多大规模	(78)
	注释	(78)
	参考文献	(79)
6	机构投资者的影响	(81)
6.1	机构投资者的作用	(82)
6.2	REIT 市场中的机构投资者	(85)

6.3	股票绩效和机构投资者	(97)
6.4	与金融分析师之间的关系	(99)
6.5	其他消息灵通的投资者	(100)
6.6	我们学到了什么	(101)
6.7	机构投资于 REITs 的未来	(101)
	注释	(102)
	参考文献	(102)
7	多样化与集中化	(105)
7.1	从业人员的观点	(106)
7.2	REIT 管理者的作用	(107)
7.3	多样化战略：正面和反面观点	(109)
7.4	多样化战略的三个相关问题	(113)
7.5	新证据和新争论	(115)
7.6	我们学到了什么	(116)
7.7	结论	(116)
	参考文献	(117)
8	REITs 的分红和债务政策	(119)
8.1	REITs 分红政策的约束	(120)
8.2	似乎没有人关心这个约束	(121)
8.3	为什么 REITs 支付如此高的红利	(125)
8.4	REIT 债务政策的约束	(128)
8.5	本领域中的实际情况	(133)
8.6	市场中是否存在一致意见	(139)
8.7	我们学到了什么	(141)
8.8	结论	(141)
	注释	(142)
	参考文献	(142)
9	REIT 证券的发行	(144)
9.1	REIT IPO 的独特之处	(145)
9.2	REIT IPO 的实证分析	(147)
9.3	决定首发日回报的因素	(156)
9.4	REITs 变化的特征：1990 年前后	(163)

9.5	我们所得到的教训	(164)
9.6	IPO 后的价格表现	(166)
9.7	REIT 证券的二次发行	(166)
9.8	IPO 和 SEO 的关系	(172)
9.9	我们学到了什么	(172)
9.10	结论	(173)
	注释	(174)
	参考文献	(174)
10	REIT 股票的绩效	(177)
10.1	REIT 股票和非证券化的房地产	(178)
10.2	REITs 的风险与回报特征	(183)
10.3	抵御通货膨胀和投资多样化的好处	(190)
10.4	房地产证券化的其他形式	(194)
10.5	REITs 作为成长型股票	(196)
10.6	我们学到了什么	(202)
10.7	结论	(203)
	注释	(204)
	参考文献	(205)
11	REIT 股票市场的可预测性	(211)
11.1	REIT 股票市场无效的可能原因	(212)
11.2	REIT 的回报可预测的证据	(213)
11.3	基于投资回报的可预测性的交易策略	(214)
11.4	基于股价反转的交易策略	(215)
11.5	REITs 股票的顺势交易	(217)
11.6	我们学到了什么	(218)
11.7	结论	(219)
	注释	(219)
	参考文献	(220)
12	REITs 的未来	(222)
12.1	为什么 REITs 会一直和我们在一起	(223)
12.2	经营性公司与共同基金	(224)
12.3	非房地产产品	(226)