

政联型房地产投资信托的意义

李国权 李青 闫黎

新加坡的房地产投资信托 (REITs) 已经成为仅次于日本的亚洲第二大REITs市场, 总市值超过600亿新元。其中, 占55%以上市场份额的是与政府有联系的房地产投资信托 (Government-linked REITs; 以下简称: 政联型REITs)。第一家在新加坡上市的REIT——凯德商用新加坡信托, 就是政联型REIT。

对政联型企业 (Government-linked Companies), 一直以来存在诸多争论。有的学者发现政联型企业有更好的市场表现; 有的则认为政联型企业因其身份特殊, 可能更易获得融资和投资机会, 但却拿不出有效的支持数据。在REIT领域, 有关政府控股所带来的影响, 还从未有针对性的研究。我们发现, 政联型REITs与其他同行业公司相比较, 企业价值更高、盈利能力更强、融资成本更低, 因而具有更高的投资价值。

什么样的REITs属于“政联型”信托呢? 例如淡马锡控股公司 (Temasek Holdings) 或其他法定机构 (Statutory Board) 作为大股东 (Substantial Shareholders) 出现在该公司年报里; 可以被认为是与政府有联系的。

我们发现, 政联型REITs的企业价值比率 (Tobin's Q Ratio) 远远超过其他REITs达13.2%之多。同时, 虽然资产收益率 (ROA) 并没有显著的区别, 其股本回报率 (ROE) 和资本报酬率 (ROC) 也都远高于其他REITs, 综合盈利能力更胜一筹。所以我们认为政府控股对REITs有很显著的正面影响, 对公司的价值和盈利发挥着积极促进作用。

为什么政府控股会产生这样的效果呢? 不难想象, 与政府有联系的企业, 可能更容易融资, 借贷成本即利息支出会更低, 对企业绩效产生正面的影响, 这也是政联型REITs能获得更高的盈利能力的主要原因。对于REITs来说, 融资成本更加重要, 因为REITs需要将至少90%的收入分配给股东, 这会限制REITs利用自有资金, 因此很大程度上不得不依赖于外部融资。通过比较, 我们也发现政联型REITs的加权平均资本成本 (WACC) 和有效利率 (Effective Interest Rate) 等融资成本的确更低。

虽然较低的利息支出是政联型REITs获得较高盈利能力的主要原因, 然而, 企业价值的高低, 是不能仅靠融资成本来解释, 因为融资成本不足以影响企业价值。我们的研究结果显示, 更严格高效的公司治理 (Corporate Governance), 公司治理架构上与其他企业深层次的差别, 才是政联型REITs能够获得较高的企业价值的核心原因。

目前中国的国有资产监督与管理委员会 (国资委) 正在推动中国国有企业学习新加坡的淡马

锡模式, 来提升国有企业管理与公司治理。我们的发现对于中国的金融与房地产行业有非常大的借鉴价值。中国的REITs产品和国际市场有显著不同, 主要是为地产开发阶段向发展商提供融资为主要目的。虽然中国政府近年来, 开始推动金融改革与金融创新, 特别是资产证券化, 但是至今鲜见类似新加坡或在国际市场交易的REITs企业和产品。这是因为房地产市场前些年过热, 造成物业的价格与租金之间的比例失调, 绝大多数物业租金回报率低下。同时, 近几年来, 高企的物业市场价格限制了市场的活跃程度和交易数量, 造成了有价无市的现象。

新加坡的政联型REITs特别适合当前中国房地产行业所面临的这种情况, 中国国有企业掌握着中国最优质的物业项目, 可以通过REITs进行资产证券化, 优质物业项目可以进入资产管理市场 (Asset Management Market), 成为资产配置 (Asset Allocation) 的标的。这样, 在促进房地产市场的活跃的同时, 政联型REITs通过有效的公司治理, 以及在政府支持下获得相对较低的融资成本, 可以进一步提升整个行业物业管理的能力与水平, 从而提高物业与REITs企业本身的企业价值, 提升与改善目前陷入发展困境的物业管理市场 (Property Management Market)。

读者可能会质疑, 中国国有企业的公司治理本身仍受到诸多诟病, 凭什么说政联型REITs的模式会更有效呢? 正因如此, 新加坡企业和管理人才有了巨大的机会。中国向新加坡学习淡马锡模式的意愿是真诚的, 新加坡应该积极参与中国的金融、房地产与国有企业的改革与创新。这不但是在扩大新加坡对这个世界第二大经济体的影响力, 在帮助中国国有企业提升公司治理, 而且还通过资产证券化形成新兴的、符合国际市场要求的REITs市场。这对中国现有的资产管理市场, 是极大的补充, 也能为新加坡企业带来巨大的商机。

新加坡企业也将有机会对最具潜力和价值的国有物业注入资本, 并且持有这些物业。当REITs作为一种资产配置手段被中国投资者熟悉后, 反过来对新加坡这个全球华人最信任和最有信心的市场, 会带来巨大的国际资产配置的需求。加上REITs本身的税务优势, 叠加新加坡在税务方面的综合优势, 新加坡的REITs市场也会进一步得到中国投资人资金的注入。

李国权是新加坡管理大学李光前商学院量化金融学教授; 李青是新加坡沈基文金融经济研究所研究员; 闫黎是新加坡李光前商学院组织与战略系战略管理高级讲师