



热门文章

用多元线性

间借贷利率

何加强会计

国外汇储备

如何处理银行

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2009年9月]REITs基金委托——代理关系研究

【字体 大 中 小】

作者: [熊 丽 辛 文] 来源: [本站] 浏览:

一、引言

房地产投资信托(简称REITs),最早起源于1960年的美国。传统意义上的REITs是一种采取信托的组织形式,以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托投资基金。其中绝大部分的REITs形式。

由于REITs管理者采取的投资策略不相同,取得收益的来源和方式也不一样,如投资房地产用产债券、房地产期权、认股权证和直接涉足房地产运作。REITs在运作过程中基金投资人、托管人之间就形成特殊的“委托-代理”关系,相应产生“逆向选择”和“道德风险”问题。对这两类问题REITs基金的委托-代理模型进行分析。

二、REITs基金的委托-代理模型分析

房地产投资信托基金运作中,投资人,基金管理人,托管人之间存在典型的委托-代理关系。称条件下可能产生两种问题:一种是(逆向选择)问题,另一种是(道德风险)问题。因此非常托-代理理论和委托-代理模型来进行分析。

(二) 房地产投资信托基金的委托-代理分析模型

在REITs的运作体系中,投资者作为基金资产的实际所有者并不实际运作基金的资产,而是委托管理者进行投资。投资者在享受REITs收益的同时,也承担着相应的代理风险。作为委托人的基金管理者按照自己的利益进行证券投资,但投资者不能观察到基金管理者的实际运作,只的时间通过基金的业绩判断。因此,REITs运行机制的核心问题就是设立有效的投资者与管理利益治理机制,使管理者在日常的基金管理中选择对投资者最为有利的投资行动。为了建模本文做以下假设:

1. 投资者即基金持有人是风险中性的,基金管理者是风险厌恶型。
2. 管理者的行为具隐蔽性,即基金持有人无法完全观测管理者的工作行为和努力程度。
3. 管理者比基金持有人更了解证券市场,掌握基金持有人不具有的私有信息。
4. 管理者的行为结果的不确定性,即管理者的投资结果不完全由管理者本身的努力程度所决市场状况、宏观经济政策等随机因素的影响。
5. 管理者的行为结果具有可观测性。设 $\alpha$ 是代表基金管理者努力程度的一维变量, $\theta$ 是不受基控制的外生随机变量,并且 $\theta$ 服从均值为0,方差为 $s^2$ 的正态分布。令基金管理者的投资运作 $+ \theta$ ,于是有 $E_p = E(\alpha + \theta) = \alpha$ ,  $Var(p) = s^2$ 因此,基金管理者的努力程度只决定基金业绩,但绩的方差。

对基金管理者的激励合同也取线性形式,有 $S(p) = \alpha + \beta p$ ,其中 $\alpha$ 为支付给基金管理者的固定用,与业绩无关,而 $\beta p$ 为基金管理者的基金业绩报酬收入, $\beta = 0$ 意味着管理人不承担任何风意味着管理人承担全部风险。因为基金持有人是风险中性的,基金持有人的期望效用等于期望

$$E_v(p - S(p)) = E(p - \alpha - \beta p) = -\alpha + E(1 - \beta)\alpha$$

假定基金管理者的效用函数具有不变绝对风险规避特征,即 $u' = -e^{-\rho\omega}$ ,其中, $\rho$ 为绝对风险规为实际货币收入。假定基金管理者的努力成本 $c(\alpha)$ 可以等价于货币成本,为简化起见,进定, $c(\alpha) = b\alpha^2/2$ , $b > 0$ 代表成本系数: $b$ 越大,同样的努力 $\alpha$ 带来的负效用越大。那么基金实际收入为:

$$\omega = S(p) - c(\alpha) = \alpha + \beta(\alpha + \theta) - \frac{b}{2}\alpha^2$$

基金管理者期望效用

$$E\mu = -E(e^{-\rho\omega}) = -e^{-\rho E\omega}$$

定义确定性收入CE,则 $E\mu = \mu(CE)$

$$CE = E\omega - \frac{\rho}{2} Var(\omega) = \alpha + \beta\alpha - \frac{\rho}{2}\beta^2 s^2$$

其中, $E\omega$ 是基金管理者的期望收入, $\frac{\rho}{2}\beta^2 s^2$ 是基金管理者的风险成本,当 $\beta = 0$ 时,风险成基金管理者最大化期望效用函数 $E\mu = -E(e^{-\rho\omega})$ 等价于最大化上述确定性等价收入。

令 $\omega$ 为基金管理者的保留收入,如果确定性等价收入小于 $\omega$ ,基金管理者不会从事发起设立并管理基金的活动。因此,基金管理者的参与约束为:

$$s. t. (IR) \alpha + \beta\alpha - \frac{\rho}{2}\beta^2 s^2 - \frac{b}{2}\alpha^2 \geq \omega$$

在基金管理者努力程度 $\alpha$ 不可观测时,给定 $(\alpha, \beta)$ 基金管理者的激励约束(IR)即管理人确定性收入最大化,得 $\alpha = \beta/b$ ,基金持有人的问题是选择 $(\alpha, \beta)$ 和 $\alpha$ 得到 $Max - \alpha + (1 - \beta)\alpha$ ,将参与约束和激励约束代入目标函数得出:

$$\max_{\alpha, \beta} -\frac{\rho}{2}\beta^2 s^2 - \frac{b}{2}\alpha^2 - \alpha + (1 - \beta)\alpha$$

一阶条件为:

$$-\rho\beta s^2 - b\alpha = 0$$

$$\beta = \frac{b}{\rho s^2} > 0$$

当基金投资者能观测管理人的努力水平时,存在两类对称信息下不存在的代理成本。一类是由帕累托最优风险分担无法达到而出现的风险成本;另一类是由较低的产出水平导致的期望产出的净损失减去努力成本的节约,称为激励成本。

当基金持有人不能观测管理人的努力水平时,管理人承担的风险为 $\beta$ ,风险成本为:

$$\Delta RC = \frac{\rho}{2}\beta^2 s^2 = \frac{b^2}{2\rho s^2}$$

当管理人努力程度可测时,最优努力力为 $\alpha = 1/b$ ,当管理人努力程度不可测时,基金持有人可诱使管理人自动选择的最优努力水平为:

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

WOMEN'S SHOW  
13th MONTH

insights... investment boutique discover

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

WOMEN'S SHOW  
13th MONTH

insights... investment boutique discover

$\alpha = \omega = \dots$   
期望基金业绩的净损失为:

$$\Delta E\pi = \Delta\alpha = \dots - \dots = \dots$$

努力成本的节约为:

$$\Delta c = \dots - \dots = \dots$$

激励成本为:  $\Delta E\pi - \Delta c = \dots$

总代理成本:  $AC = \Delta RC + \Delta E\pi - \Delta c = \dots$

此时, 基金持有人的期望效用为:

$$E v = -\alpha + (1-\beta)\alpha$$

$$= -\omega + (\beta\alpha - \rho\beta\sigma - \alpha) + (1-\beta)\alpha = -\omega$$

假如基金持有人可以观测到基金管理者的努力程度, 此时激励约束不起作用, 任何水平的都可以通过满足参与约束的强制合同来实现, 因此, 基金持有人的问题是选择  $(\alpha, \beta)$  和  $\alpha$  解下列最优化问题:  $\max \alpha - \alpha + (1-\beta)\alpha$

$$\text{s. t. } (1R) \alpha + \beta\alpha - \rho\beta\sigma - \alpha \geq w$$

在最优情况下, 参与约束的等式成立, 将参与约束通过固定项  $a$  代入目标函数上述最优化问题可以表述为:

$$\max \alpha - \rho\beta\sigma - \alpha - \omega$$

最优化的一阶条件为:  $\beta^* = 0, \alpha^* = \omega$

将上述结果代入基金管理者的参与约束得:  $\alpha^* = \omega + \dots$

基金持有人的期望效用为:  $E v = -\alpha + (1-\beta)\alpha = -\omega$

基金持有人的期望效用损失:  $\Delta E v = \dots (1-\dots)$

以上分析可以看出, 在REITs的运作过程中, 必须对基金管理者进行监督。只有这样, 才能获得更多的有关管理者行动选择信息, 改变股东对REITs业绩分布的判断, 从而减少股东的期望效用损失。特别是在REITs运行机制中, 由于基金管理者实际控制着REITs投资的各方面事务, 在整个基金体系中处于核心地位。为了尽量降低委托-代理风险, 就必须完善相应的管理者与投资者的利益治理机制, 特别是对管理者的有效监督。

### 三、解决REITs投资中委托-代理问题的对策

#### (一) 解决“逆向选择”问题的对策

对房地产投资信托中存在的“逆向选择”问题, 需要设计各种合理的制度安排以改变房地产投资信托基金投资者的信息劣势, 降低其信息搜寻成本, 保障投资者的利益。

1. 建立必要房地产投资信托基金管理人、房地产投资信托基金托管人资格条件准入审批程序。通过政府资格审批程序, 帮助房地产投资信托基金投资者对管理人和托管人做出首轮核查删选, 将资金不足、信誉较差、经营能力欠佳的房地产投资信托基金管理人和托管人排除在房地产投资信托基金经营管理门槛之外, 使之不能参与到房地产投资信托基金交易中, 也就从源头上消灭了道德风险问题。但是, 为了保持市场上有足够的房地产投资信托基金管理机构以维持竞争格局, 政府对房地产投资信托基金管理人的门槛设立不应过高。

2. 完善房地产投资信托基金信息披露制度。可以通过三个方面的工作来实现: 第一, 加大信息披露力度。第二, 设计统一的业绩报告标准。第三, 建立法定的第三方监督制度。

#### (二) 解决道德风险问题的对策

1. 引入大型机构投资者和投票权代理制度[5] (P96)。在不存在大型机构投资者的情况下, 由于中小投资者的“理性冷漠”和“搭便车”行为, 房地产投资信托基金投资者大会形同虚设, 实质上被房地产投资信托基金管理人所控制。此外, 就是“搭便车”的行为, 这也就是为什么我们说房地产投资信托基金投资者大会形同虚设。产生上述问题的根源是投票表决的成本-收益不对称, 解决这个问题可以引入如保险公司、养老基金等大型机构投资者和投票权代理制度。

2. 完善房地产投资信托基金独立董事制度。在房地产投资信托基金中, 独立董事的功能可以概括为三个主要方面: 代理人、契约治理人以及监管者。[6] (P96) 首先, 董事应代表房地产投资信托基金投资者(股东)利益在房地产投资信托基金公司治理方面承担相应的责任。其次, 独立董事必须发挥契约治理人的作用。房地产投资信托基金作为一个独立的经营实体, 其正常经营必须依赖与其他许多相关机构签订各种契约。董事作房地产投资信托基金投资者利益的代表人, 有责任监控这些与投资顾问公司、承销商或其他服务商所订立的契约, 以维护投资者利益。最后, 独立董事还必须确保房地产投资信托基金公司遵守法律, 发挥监管者的角色, 此种角色要求独立董事必须对房地产投资信托基金公司的经营管理实施有效的监控, 以确保房地产投资信托基金公司的经营活动遵守各种法律要求, 监督、制衡控股股东和经理人权利、保护房地产投资信托基金投资者(股东)的权益。

3. 建立房地产投资信托基金持有人(投资者)诉讼制度。当房地产投资信托基金管理人发生道德风险侵害投资者的利益, 并且托管人和外部独立董事制度等也失去作用的时候, 房地产投资信托基金持有人(投资者)诉讼制度可以事后在一定程度上弥补投资者的损失。所谓房地产投资信托基金持有人诉讼制度, 是指房地产投资信托基金的股东/基金份额持有人拥有依法对基金公司/基金管理公司或者相关经营管理人员的违法违规行为向法院提起诉讼以维护自身利益的权利。当然为了防止由于双爪持有人滥用诉讼而影响到房地产投资信托基金管理人以及托管人的正常工作, 在具体的诉讼制度设计中可以对房地产投资信托基金持有人设置一定限制, 如只有持有的份额达到一定水平时方可行使该权利。

参考文献:

[1] 安东尼·G·科因 罗伯特·A·克兰, 杰斯·莱德曼 利率风险的控制与管理(唐旭等译) [J] 北京: 经济科学出版社 1999

[2] 陈柳钦 美国房地产投资信托基金的发展及其借鉴 [J] 国家行政学院学报 2006 (1) : 80-83

[3] William F sharp著 投资组合理论与资本市场(胡坚译) [M] 北京: 北京机械工业出版社 2001

[4] Crain Jolt Michaud Christopher Brown. The impact of the Revenue Reconciliation Act of 1993 and institutional ownership on the pricing structure of equity REITs [J] Journal of Real Estate Research 2000 (19) : 275-285

[5] 李干斌 中国证券投资基金治理研究 [M] 博士学位论文 2006第96页

[6] 贝政新 基金治理研究 [M] 上海: 复旦大学出版社 2006

[7] 陈淑贤 约翰·埃里克森, 王河著 刘洪玉 黄英等译 房地产投资信托—结构、绩效与投资机会 [J] 北京: 经济科学出版社 2004

[8] 毛志荣 房地产投资信托基金研究 [J] 深圳证券交易所综合研究所 2004(1)深证综研字第0089号

[9] 任纪军 房地产投资基金组织、模式与策略 [M] 北京: 经济管理出版社 2006

[10] 米歇尔·科罗赫 丹·加莱, 罗伯特·马克著 曾刚 罗晓军 卢爽译 风险管理 [M] 北京: 中国财政经济出版社 2005

[11] 李安民 房地产投资基金—融资于投资的新选择 [M] 中国经济出版社 2005

(作者单位: 中国人民银行黄石中心支行/中南财经政法大学信息学院)

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

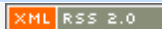
重写评论

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦