

不動產證券化專題研討第六次上課記錄

時間：2006/10/27(五)09：00 到 12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

記錄：張維升、郭益銘

出席：張金鶚老師、江穎慧、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、薛志文、蔡鋒億、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇

課程主題—（一）歐洲及澳洲不動產證券化之實施經驗

（報告內容詳見PP檔/報告人：張維升、郭益銘、楊佩欣）

張老師：從澳洲可以看出他發展的蠻早，從 1970 年代開始 LPT 逐漸成行，發展得非常蓬勃，這個狀況給台灣什麼樣的一個借鏡或是想法；一開始他是所謂 UPT 也就是未上市的不動產信託，有點類似私募的，不過他的起源開始是市場流動性很好的狀況，和我們亞洲的認知情況是不太一樣的，日本和台灣都是在不景氣的情況下開始不動產證券化的，澳洲是在行情好的時候就開始。

在投資比例上，投資其他國家尤其是美國的情況也是很盛行的，這在亞洲國家的情況下相對就比較封閉；流動性也是一個很有趣的點，澳洲流動性相對的比較高，台灣 REIT 流動性非常低的，買進賣出是很少動的，所以市場就不活絡，為什麼澳洲可以流動性好呢，這當然就有很多可以討論的地方，去想想看這樣的一個原因在哪裡。

在報告的內容中看出來歐洲發展比亞洲還不蓬勃，不過歐洲在商業活動上本來就比較保守，這點是可以理解的，在報告中說到 EPRA 對德國及英國的立法上路很期待，結果到底如何，也是可以去檢視的，法國也剛出來幾年也還不錯，另外剛剛有提到義大利主要是從不良資產這一塊開始的。

益 銘：從義大利國家的龐大國債這一部份開始。

張教授：這個情況類似上週提到的韓國的情況。英國證券化不發達但是信託業很發達，信託和證券化是不同的，但是有些部分也是意涵可以互相通用；英國和德國立法都希望在二〇〇七年完成，亞洲國家近年來為 REIT 新興市場所以美國資金留往亞洲來，如果歐洲新設立此一套制度，極有可能往歐洲流動，資本的調度上的確有這個可能，當然也要看整體市場的狀況如何。

未來會不會有歐盟整合的 REIT 發行，當然每個國家制度不一樣，但有沒有可能整合，有一個更大規模的，這個是蠻有意思的。

已經發展的三個國家中，荷蘭制度比較嚴格，剛開始發展的限制會比較多，後來市場競爭為了爭取更多的資金，或者說壓力越大他整個市場的開放越多，這裡面也隱含了歐洲市場上免稅這塊對於吸引資金相對有利，因為歐洲稅負相對是比較高的。歐洲這塊資料不大好找，可以稍微了解一下情況，大家有何評論？

鋒 億：澳洲各類房價指數漲跌幅，高達百分之 78 會不會太高呢？

張教授：因為那是四年的狀況，四年漲不到一倍其實也還好，不過也是蠻高的。

鋒 億：那澳洲是怎麼樣的讓資訊公開透明呢？

張教授：買賣價格的公開就是一個重點，台灣的情況賣方報價和買方報價勾結在一起，真實

的價格無法得知，在美國澳洲就很透明，這對市場效率的促進是很有效果的，並能就此資料建置各類指數，透過指數的發布可以知道很多漲跌的幅度，賣方就不會隨意亂開價，假如指數很精準細緻的話，市場的情狀如何大家就可以很快掌握到；然後所謂資訊的透明，第一要能容易查到，第二個要大家要能對他有信賴而且很細緻化，這塊台灣的情況還有很長的路要走。

張教授：不動產證券化是證券還是不動產這個問題，台灣的狀況比較近似於債券，因為他股價波動沒有，你可以穩定收益就像債券，而法國、比利時等國股價可以波動很大，隱含股價的漲幅；上周報告的香港、新加坡也是很大，利息就和利差有關係，可能是因為一開始 IPO 比較高，但是利息還是有的；台灣大家關心的是如果 REIT 漲到很高，現在利率很低的情況下大家會買，股價市場本來就是波動，會漲會跌，很少在等股利股息，台灣的情況目前還不錯，但是可惜的是不活絡，但是過於活絡變成投機市場又比較好嗎？過於波動不好，完全不動當然也不好，像澳洲剛剛報告情況就很活絡，是一種表現的指標，進出的誘因，所以怎麼樣來看這件事情是一個很有趣的討論，每個國家因為制度設計的不同，例如台灣不允許開發型的 REIT，但是這可以刺激市場，要怎麼樣不變成投機，怎麼樣使市場刺激變成有效率，又回到萬一變成上次提到的，市場上房價越來越漲，但非正常產品之投資商品例如小套房豪宅類太多的情況下，房地產市場是消費財的特色比較重的，應該不鼓勵大家太過成為完全投資性市場，反過來看股票或期貨市場他本來就是投資性市場，活絡為其主要的功能所在，怎麼樣來拿捏這些標準沒有絕對，不過是很有趣的討論，我們要怎麼樣看待市場的正常發展，借國外經驗，所謂他山之石即是。

宗翰：Stapled Trust 一比一綁起來賣給投資人我覺得這個蠻有趣的，我覺得應該是加重代理成本，現在又買了這塊，我又變成管理公司的股東，又買 REIT 應該會加重代理成本吧？

張教授：這部份有點像美國的 DOWNREIT，就是變成一間公司，這是從公司的經營角度來講的確可以降低代理成本，是有辦法的。像上次說到的代理的迷思，代理的問題很難解決，我想這個問題的確是澳洲一個比較特別的制度，相信市場上會去檢驗，不過現在看起來市場上還蠻接受的，市場檢驗真理，是有其優點存在的。

穎慧：荷蘭最大的投資額都是退休基金，不知道台灣的投資對象是那些族群？因為投資者的部份，很多國家都有提到退休基金，如果台灣公教人員退休基金都來買的情況不知道可否有此效果。

張教授：台灣現在是法人想買買不到，或是受到限制。

怡蕙：過去一直很注重分散風險，法人一直注意這點，但流通性對於法人也很重要，但是分散風險並沒有很顯著，相信分散風險以及流通性都是很重要的。因為基金是很久以前成立的，所以規則設立時沒有 REIT 加入，所以不能列入投資，我國保險業法要正面表列是非常落後的，外國多是負面表列，投資一個新的東西現在還要遞件，做什麼事情都要請主管機關核准，會錯失很多機會，大多有關投資限制的法規都是正面表列。

張教授：新成立的基金應該要納入，那些退休基金類的基金，有些不能投資股票，這些都會

影響股票的情形。國內的基金壓力比較大 所以對於 REIT 比較看不上眼，但這有點怪異，因為基金應該要比較適合長期投資，剛剛講的是那些像是壽險業者應該是要有興趣才對。

課程主題—(二)第五章 REITs 之規模經濟—規模大小重要嗎？

第五章 REITs 之規模經濟—規模大小重要嗎？

報告者：吳怡蕙、龔永香

對於曾經研究過全球股票發展的人，幾乎都會同意規模大小對於獲利是有影響的。在數以千計的跨國公司成立後，我們發現有一合併之趨勢，且合併後使得其成為各自產業領域中之佼佼者。在這個趨勢之下，我們也會想得知規模大小是否對於 REITs 之獲利及生存同樣具有影響。

這個問題特別與 REITs 產業有關，我們知道在 1990 年中期時，REITs 市場中有明顯增加的合併活動，並在 1993~1996 年這段期間中，大型 REITs 之 IPO 有爆炸性成長。這似乎顯示在 REITs 這個行業中的參與者相信大規模的 REITs 比小規模的更有優勢。然而這是否為真？此問題之答案對於投資者如何選擇 REITs 及小規模經營者之管理策略是很重要的。

然而我們並不適合拿國際性產業作為比喻之對象(因為兩者的營運特色完全不同)。我們可以從 1970~1980 年間銀行業間之合併潮得到一些訊息。在這些年間，大部分的人相信經濟規模會降低營運成本及增加獲利，使得未來只剩下少數大銀行。然而那些所謂只剩少數大銀行存在的現象並未出現，規模經濟之爭論是有意思的。這些論點也同樣存在於對大型 REITs 之規模經濟探討中。

本章將回顧 3 個重要問題：1.REITs 之規模大小是否是決定獲利的重要因素？我們將呈現支持及反對兩方的論點。2.我們將回顧文獻看過去是否 REITs 的規模是影響獲利的重要因素。3.如果未來 REITs 平均規模愈大，那合併及增購是否為達到此一目標之工具？這些在此揭露之訊息將有助於正在選擇 REITs 之潛在投資者以及對學習 REITs 成長策略有興趣的管理者。

一、對大規模 REITs 之爭論

對於 REITs 最適規模之討論始於 Linneman 在 1997 年發表了有名的 REITs 規模假說，他相信大規模 REITs 在收益、支出及資本等方面優於小規模之 REITs，因為有這些優點，在競爭的市場中，在未來大規模之 REITs 可能位於主導的地位。

在 Linneman(1997)所描述的情況中，較大的 REITs 將會變得更大(最終主導產業)，而 REITs 總數量將會顯著減少。這個假說也具有有一些證據支持，例如 Campbell, Ghosh and Sirman(2000)指出在 1994~1998 年間有 85 件 REITs 合併交易，具有大量 M&A 之活動。

Linneman 之論點是有趣的，如果大規模 REITs 在收益、成本及資本的確具有規模經濟，則大規模 REITs 應該已經在市場中具有主導之地位，然而但我們可以仔細反思，為何預期中大規模 REITs 尚未發生。因此，我們必須問一個很重要的問題：大規模之 REITs 是否真正享有規模經濟之優點？另外一個有趣的是，若主要之獲益來自於規模經濟，是否有其他利益可以從大規模 REITs 獲得？

(一) 規模經濟

預期大規模 REITs 擁有較低的營運成本是合理的，因為他們可以將固定成本分散到許多計畫中。大規模 REITs 有較高收益率也是有可能的，因為其可以做一些當初為小規模時無法

做的計畫。最後，大規模 REITs 較小規模 REITs 更易融資，因為銀行對大規模 REITs 信用增強和商業機會的前景看好。有這些可能的好處，因此相信規模經濟是存在於大規模 REITs 且比小規模具有更多的優點是合理的。

Ambrose and Linneman (2001)對規模經濟提出證據。在一個廣泛的研究中，提出大規模之 REITs 有更大的獲利空間，更高租金收益率，更低資本化率。他們也發現大規模比小規模有明顯較低的資金成本。他們的結果指出，當市值每增加 1 億元，REITs 的成本將減少 2.2%，換句話說，也就是他們的實證結果支持規模經濟的論點。

Bers and Springer(1998a,b)也提出大規模 REITs 存有規模經濟的實證證據及資源。他們調查數種成本來源：一般成本和行政成本、管理費用、營運費用及利息費用，並利用 1992~1996 年之 REITs 資料，大體而言，他們發現除了利息費用外，規模經濟有助於減少各類成本。毫無意外的，他們證明在規模經濟下，一般及行政費用管理費用的減少，但營運成本減少有限。Capozza and Seguin(1998)將 REITs 一般及行政成本分為「結構」、「型態」兩部分，存在規模經濟。他們的結論指出一個 REITs 可能可以藉由擴大規模，以降低結構性之成本來提升價值。

Bers and Springer(1998a,b)也發現不同型態 REITs 之經濟規模都不同。他們發現外部管理、低槓桿、多樣性 REITs 可能會享有較高之經濟規模，抵押型 REITs 比權益型 REITs 有較高之規模經濟，且特定財產類型之 REITs 比其他權益型 REITs 更能從規模經濟中獲利。

然而，規模經濟之議題也有一些挑戰。Vogel(1997)指出一些會限制 REITs 未來規模之因素，他指出當公司成長到一定規模後規模經濟會減緩，雖然單位成本會隨著 REITs 規模增加而減少，但當 REITs 規模過大時反而會上升。換句話說 REITs 之成本函數為非線性，而是曲線。

當考慮這個可能性時，Yang(2001)驗證 REITs 產業之成本函數及規模經濟之存在性，他們使用 1992~1998 年權益型 REITs 之會計資料，並發現一個曲線（凹向原點）成本函數比其他形式之函數為佳，此隱含著 REITs 確實存在一個最適規模經濟以節省成本。換句話說，當 REITs 規模超出最適點時，會產生規模不經濟。Ambrose 等(2000)更進一步提出更直接實證結果來對抗規模經濟之說法。他從 41 個 multifamily REITs 中發現並沒有證據支持規模經濟之說法，他們指出只是規模成長並不會創造一個合適的市場。這些研究對於那些在 Green Street Advisors 工作之管理者，無疑是一個打擊。

總結而言，支持規模經濟之證據是混雜的，雖然一般都認為當 REITs 規模成長到一定水準時會節省成本，但卻無證據驅使我們去建立一個大型的 REITs。

（二）其他大規模之利益

Rosenthal(1996)指出大規模之 REITs 可以獲得兩種額外之利益。1.他相信大規模 REITs 較小規模 REITs，可以買下較大和較有利潤的財產，且當規模大到可以買下整個財產組合時，能夠以折現的方式估計價格，而或許單一財產就不行。

這個議題在直覺上雖然是吸引人的，但確有其與生俱來的弱點。我們曉得銀行可以形成聯合組織去貸款，投資者可以形成合夥關係去投資不動產，高科技廠商可以形成合夥關係去投資一個特定計畫。沒有理由說明 REITs 可以合併去投資有財產組合或他們想要的特定的大規模財產，因此我們懷疑去取得較大計畫是 REITs 成長為更大之有力理由。

Rosenthal(1996)亦指出，成為更大規模之 REITs 或許較易發現最佳的投資機會。因為他們有足夠的資源去確定一個新市場區隔（有一個論點假設 REITs 會花費一個明顯的資源比例

去研究地理市場和財產市場)，因此，大規模 REITs 會享有資訊優勢使他們在對的時間進入對的市場，且最後可以獲得額外的利益。

這論點是如此吸引人，但 REITs 需要有法律規定去雇用外部顧問處理他們資產以獲得真正之保障。當 REITs 未取得及管理，規模經濟對於他們的收入及支出之影響就很小。即使到了後期 REITs 被允許雇用內部顧問，這個論點仍然有弱點：1.沒有實證結果顯示 REITs 會花費相當比例的資源去研究不同財產市場。2.如果這種市場研究可以增加投資收益，則小規模 REITs 及財產顧問也可以聯合其資源這樣做。所以我們相信 REITs 不會只為了得到訊息利益就擴大規模。

最後，Rosenthal(1996)提出大規模 REITs 吸引更多證券分析師去投資，因此增加監督且減少 REITs 的潛在代理成本。我們相信這是當 REITs 市場完全被法人機構和財務分析師棄置時將會是一個令人信服的論點（財務分析師一般歸隨著法人機構有興趣之標的），近年來我們發現有更多法人機構參與 REITs 市場，在這情況下，若只是為了吸引機構投資者的注意並不是讓 REITs 變大的理由。

二.反對大規模 REITs 之觀點

反對大規模 REITs 的觀點是基於決策者之間的溝通困難和因此減少的營運效率。如果一個人在一小型公司工作，也許可以直接跟決策者溝通新的想法且能快速作決策，然而若一個人是在大公司上班，那決策過程在未做最後決定前就需通過許多階層，在這過程中，有些訊息會遺漏因為個人想法也許沒有辦法跟做最後決策者溝通之機會。

我們用圖 5.1 闡述這個概念。假設在一個部門中有四個 REITs：公寓大廈、獨棟洋房、辦公室、零售商場（案例 A）。每一部門主管對其財產有特殊知識且可以跟管理財產者一起做決策。

假設我們使 REITs 以兩兩結合的方式擴大，如案例 B。我們必須在決策等級制度中創造一個層級。因此我們在此制度中會有 3 個階層：1.一個經理 2.兩個管理者 3.基層人員。在此新結構下，有些決策需要經過三個步驟。很清楚的，當與案例 A 之結構比較時，我們已經可以看到一些額外成本和結構之無效率。

讓我們試著使 REITs 規模更加擴大，現在將四個 REITs 結合起來，如案例 C 所示。在這等級中會有 4 個層級 1.一個經理 2.兩個部門主管 3.四個管理者 4.基層人員。雖然會因為 REITs 的結合使得有些成本能夠節省，但需多增加某些職位，除此之外，有些重要決定地需在經過經理層級決定。也就是說，由基層人員提供之重要訊息要傳達到經理必須經過 3 個階段。更進一步而言，在案例 A，經理只需擁有對其負責部門擁有評斷他或他工作表現的知識。

在案例 C，經理則需要瞭解各種型態之知識以做成一個重要的決定（你可以猜測這樣的一個可能性）。總結而言，很清楚的我們可以知道有些成本會加諸於大規模 REITs，在這種結構下，一般情況時，大規模 REITs 並無法如同小型 REITs 快速地作決定。另外，若外在情況迅速改變，大型 REITs 也許無法如同小型 REITs 快速的適應外在環境。

薪資是另外一個考慮的因素，且當廠商規模超過一固定點後規模經濟觀點會被推翻。Hardin(1998)指出當執行 REITs 報酬時大規模是一個決定因素，換句話說，當規模擴大時，單位薪資成本並不會降低，因為薪資水準會考量其規模大

小。在這樣情況下，大規模 REITs 也許並無法在薪資上有明顯的節省。

成為大規模最主要的好處大概是能夠以較低成本購買一個可獲利的資產。然而，這會導致某些專注於投資特殊類型和特殊地區的 REITs 產生一些問題。因為這些 REITs 成長機會是有限的，而成長規模則取決於獲利能力。有一些有趣的證據支持這樣的觀點。例如 Fitch(1999)指出有些優良 REITs 只專注於他們的財產並將其管理良好而不追求增加其他類型。對於那些相信不動產仍然只是一個地區且特殊壟斷的生意，故只須當地市場知識的投資者而言，則大型 REITs 很清楚的是一個不好的選擇。

Mueller(1998)指出，為了維持某一水準之成長獲利，一個 REITs 需要找出更多類似現有能夠產生獲利的財貨。當一個只是小型的 REITs 不必擁有太多財產並可以在其中挑選。在這種情況下，似乎說明小型 REITs 可以選擇具有高報酬的財產。然而當一個 REITs 變得過大且無法找到好的投資標的時，只好屈就於那些獲利就少的類型。Mueller 提到那些 REITs 股利成長率會隨 REITs 規模增加而減緩（若增加則似乎表示 REITs 都會變的很大），他也發現當 1988 前半年大型 REITs 價格大幅地下跌。他的證據可清楚懷疑是否越大越好的哲學是否適當。

三、證據顯示的真正結果

事實上有關於規模之議題兩方面都呈現出有說服力的說法，因此惟有透過實證才能鑑定何者具有正當性。故我們將回顧兩種文獻：

- (1)、我們將實證 REITs 規模是否影響收入。
- (2)、我們將實證 REITs 產業中，大型和小型 REITs 在財務表現上之不同。

(一)、規模和證券報酬

有足夠的財務文獻說明小工廠一般比大工廠有較高的報酬率。因此，REITs 似乎沒有理由去尋找能夠在股票市場獲得較高報酬率的成長機會。為了驗證這些論點，我們需要回答兩個問題。(1)、在市場上 REITs 與其他股票相比是否真的規模較小？若不是，我們就不需再考慮這個議題。(2)、小型的券商主要影響一般股票市場，是否同樣也會影響 REITs 證券市場？為了檢視 REITs 可否被視為小型股票，我們計算在 1962~2000 年期間交易的 REITs 證券的年平均規模，與 NYSE(紐約證券交易所)、Amex(美國證券交易所)、Nasdaq 的非 REITs 相比較。為了方便比較，我們也計算研究中每年市場 REITs 和非 REITs 的規模百分比。

結果呈現在表 5.1 與圖 5.2。可以清楚得知 REITs 證券和一般股票在市場上相比的確實是小規模，我們發現在 1993 年後 REITs 資本額急遽增加，NYSE、Nasdaq 的平均交易規模仍然支配 REITs 之規模，且其差異是很大的。舉例來說，在樣本期間內，REITs 證券平均規模約佔 1962~2000 年非 REITs 股票交易量的 20%；在 2000 年時，REITs 證券規模大約平均只佔 NYSE 市場中非 REITs 16%。一般而言，在 NYSE 市場交易的都是大型股票，因此我們可說 REITs 證券只是小型股票。既然 REITs 是小型股票，就可能發生小型券商透過影響財務報表去改變股票表現的情形。因此，我們需決定 REITs 大小對其表現之不同，我們可以用兩種方式進行：(1)、驗證 REITs 證券之表現；(2)、驗證 REITs 證券價值和其淨資產價值的關係。

(二)、REITs 規模及其股價表現

Colwell and Park(1990)首先去明白驗證 REITs 證券規模大小對報酬影響，且其發現是有趣的——1 月和其他某些月份對規模的反應是不同的，也就是說大型 REITs 會比小型 REITs 在一年中某些月份得到較高的報酬。然而 Mcintosh, Liang and Tompkinsy 則提出相反證據，其使用比 Colwell and Park 更多 REITs 樣本且發現小型 REITs 確實影響報酬。也就是說，小型 REITs 有較

佳報酬。

在上述研究之後，許多其他研究也使用規模當作影響價格的因素。然而，在這些研究中雖然都客觀且都有其方法，他們的結果仍欠缺一致。我們將引用Chen等人(1998)之研究，其使用特定廠商變數(如規模、book-to-market ratio、總體經濟變數及不同資產定價模型)分析REITs證券，他們的研究發現，不論使用什麼模型，規模總是REITs證券報酬定價之重要因素。換句話說，他們仍認為小型REITs 會反常的得到較高報酬。

我們從這些研究中學到什麼？就是還未有一個明確的證明。然而，即使我們似乎尚未完全確定小型REITs是否可比大型REITs得到較高報酬，但大型REITs卻沒有明顯的比小型REITs得到較高報酬。因此，REITs增加其規模似乎沒有特別好處，至少不是從市場投資者角度而言。

(三)、REITs的規模和淨資產

Capozza和Lee(1995)驗證REITs規模和淨資產間之關係。使用1985~1992年間REITs權益的資料。他們發現小型REITs較明顯的折現他們淨資產價值來做交易，而大型REITs則用超過他們商業財產價值來交易。他們也指出大型REITs財務槓桿較高，而小型REITs常具有地區性。

他們的證據指出證券市場的價格常高於REITs實際資產價格，尤其是大型REITs，這為規模經濟的爭議提出有力的證據，且此證據基本上告訴讀者，投資者會去評估較多大型REITs，且大型REITs較容易借到錢。

(四)、我們可以做什麼樣的結論

從目前已有的證據顯示我們不能有一個明確答案。若一定要回答的話，我們會說規模大小不是重點，且根據證據顯示，股票市場較喜愛小型規模REITs。

四、未來大合併

Linneman(1997)指出REITs正在開始經歷革命性結構合併，且最後會由少數大型REITs主導；Goodman(1998)同樣相信會有足夠空間會給大型REITs變更大。然而這兩位的預言會成真嗎？一些REITs真的會透過合併變大嗎？

為了對規模這個議題有更好的瞭解，我們驗證「REITs合併活動」。我們知道一個REITs可以藉由合併或併購其他REITs來變大。證券市場會如何回應這些合併活動？如果證券市場不評價REITs合併價值，則與Linneman之預測就會有高度不同。處理他們預測的公平方法是去評估市場對於REITs合併公告的反應。換句話說，若投資者認為股票市場間REITs合併是一個好的主意，他們會想去買那些合併的REITs證券且讓價格上漲；同樣地，若投資者不相信合併是好的主意，則其價格會降低。

(一)、REITs合併的實證

Allen 和Sirmans(1987)是第一個去驗證合併活動是否增加REITs 證券價值。下列為他們認為REITs合併的好處：

- 稅賦利益：若合併一個REITs的淨營運損失可由另一個共同承擔。
- 管理效率：一個合併能取代沒有效率的管理或更佳利用其資產。

Allen and Sirmans(1987)發現在宣布時一個REITs得到其他REITs時，會使其財富增加(即股價上漲)，且上漲幅度決定於合併是否為相似型態的資產，也就是投資者發現REITs合併會有助於協力經營。近年來，Li, ELayan and Meyer(2001)同樣研究出證券市場對REITs宣布合併抱持正面且明顯的態度。然而，他們相信這樣正向反映只是因為合併可以減少投資者稅的負擔。McIntosh, Officer and Born(1989)當他們驗證特定REITs對合併交易宣布時股價反應亦提出

同樣證據。Elayan and Young(1998)試驗不動產併購時全體或部分之市場反應，他們發現當REITs宣布合併決定時，特定廠商會得到正收益。總結來說，這些證據似乎支持投資者在證券市場中會去評估合併活動。然而Cambell, Ghosh and Sirman(2001)使用更大更多近年REITs合併例子時，卻提出不同看法，他們的結果指出市場對於一家公司合併的反應是負面的。依照這個發現，最近應該會形成一個看法——或許REITs合併活動並無法有太多收穫。

(二)、用合併來擴大規模？

近年來觀察到REITs正用合併方法增加規模是怎樣的情形？這個現象在未來還會持續嗎？Campell, Ghosh and Sirman(1998)對這個問題提出個簡明的答案，除非符合三個必要條件，否則REITs合併趨勢並沒有辦法發生：

- 察覺經濟規模的確會降低成本，資本成本的降低是確實存在。
- 經濟規模效益遞減不會很早發生。
- 即使經濟規模存在，REITs必須能處理因為合併而產生的組織問題。

很清楚的是，對這3個條件的反應會因個別REITs而異。然而我們可以做結論是，若是REITs合併沒有辦法獲得主要利益，則要發生REITs合併的大趨勢是不可能的。給予REITs管理者特別保護避免被不友善的併購之法律確實存在。在REITs許可中之預備慣例(又稱excess share provision)，如果管理者不喜歡合併計畫或面對惡意合併，允許管理者終止投票和分割一些投資者的權利是一個有效的措施。

我們知道很少有企業喜歡看到自己的公司被其他公司購併，因為他們也許最後會失去工作、活力和權利。在沒有惡意購併之威脅下，對公司管理者而言要去嚴肅的談判是很困難的，這指出REITs合併有額外障礙需要克服。Campell, Ghosh, Sirman(1998)指出了有趣的現象——在他們研究的樣本期間中並沒有惡意購併成功的例子，故雖然惡意購併在非REITs市場中常發生，但在REITs市場中卻沒有這樣的行為，這也指出法律之保護是相當有效的。這些說明投資者對合併方案的價值評估是很低之證據，告訴我們除非規定變更，否則未來將會很少有合併活動產生。因此我們相信REITs平均規模若不變大，則其成長將會是因其內在成長而非透過合併。

五.我們學到什麼？

若你是投資者，妳會喜歡大型REITs嗎？若你是REITs的管理者，妳應該用合併的方式讓REITs成長嗎？我們將這些問題的答案重點列出如下：

- REITs成長至規模經濟的話可能會帶來某些好處。
- 然而REITs若太大，則規模經濟的好處會消失。
- REITs太大的話會使決策者間溝通困難。
- 有證據顯示不動產是地區性的交易，這與REITs越大越好的哲學相違背。
- 當REITs與股票市場的一般標的相比，規模是很小的。
- 沒有確定證據顯示小型的REITs成長會優於大型REITs。
- 卻有證據顯示投資人會為了大型REITs所擁有的資產而願意付更多的資金。
- REITs合併在1990中期會是很好的時機。
- 然而投資人對REITs合併的評價並不高。
- 因此，我們或許不會看到有人推薦REITs，因此少數REITs主宰REITs市場的情況在近來是不會發生的。

六、未來REITs的規模會如何？

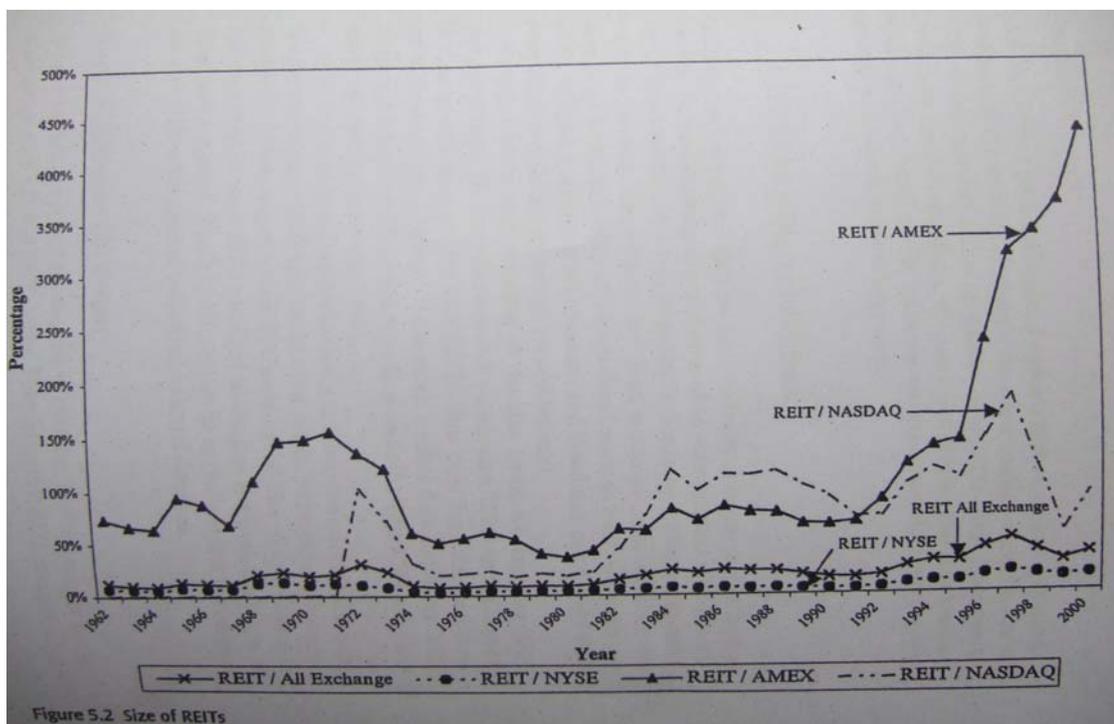
本章所討論的很清楚的指出沒有人對REITs最適規模有答案。而精準的分析則需瞭解有何選擇。更進一步說，REITs最適規模會依照每個REITs目標、資產型態、投資策略和管理哲學而不同。

對我們而言，要一個特殊或限定地區不動產之證券化從規模經濟中得到效益是很困難的。然而，舉例來說，對一棟A級辦公大樓的證券化我們可以清楚看到規模經濟的好處。本章呈現的證據告訴REITs管理者在REITs規模上並沒有固定的法則，管理者應該基於REITs標的、機會及限制決定規模。然而有一件事是如同一些專家所說的——在未來將不會有很多REITs存在。雖然財務文獻指出規模會影響股票報酬，但對小型券商對REITs證券之影響卻仍未明確，所以在選擇REITs標的時，我們建議投資人應將注意力放在REITs的基礎而非其規模。

七、譯者心得

本篇文獻探討到國外的 REITs 是否有規模經濟的效益存在，然而許多實證顯示此問題無一致性的答案，因為 REITs 的衡量不單單只是考慮到其資金規模大小，亦須考慮到其他條件，如經營管理績效、投資策略…等。而國內 REITs 的發行處於剛起步階段，目前只有七檔，其中具有財團性質(富邦、新光與國泰)的幾檔資金規模較大，其股價報酬也有較高的趨勢；而基泰之星與三鼎的資金規模較小，目前的股價報酬率也較前者低，似乎有這麼一點 REITs 的規模經濟帶來的效益意味，但是要說完全是其規模帶來的效益卻也不盡然，因為也有可能是因為前者有較好的商譽或是其他因素來吸引投資人購買。

前一堂上課有提到台灣目前 REIT 的擴大規模的方向，有採行基金得以「追加發行」的模式，而美國已朝向基金「併購」的方式，以擴大經營規模達到經營效率的提昇。國內雖未發生此一情形，但是隨著發行的檔數漸漸變多，會不會發生 REITs 的併購是很難預測的。且由於國內目前的檔數較少，要進行全面的實証有一定的困難，台灣的 REITs 是否有規模經濟的效益的課題是未來仍需研究的一塊。



【圖 5.2】

Figure 5.2 Size of REITs

【表 5.1】

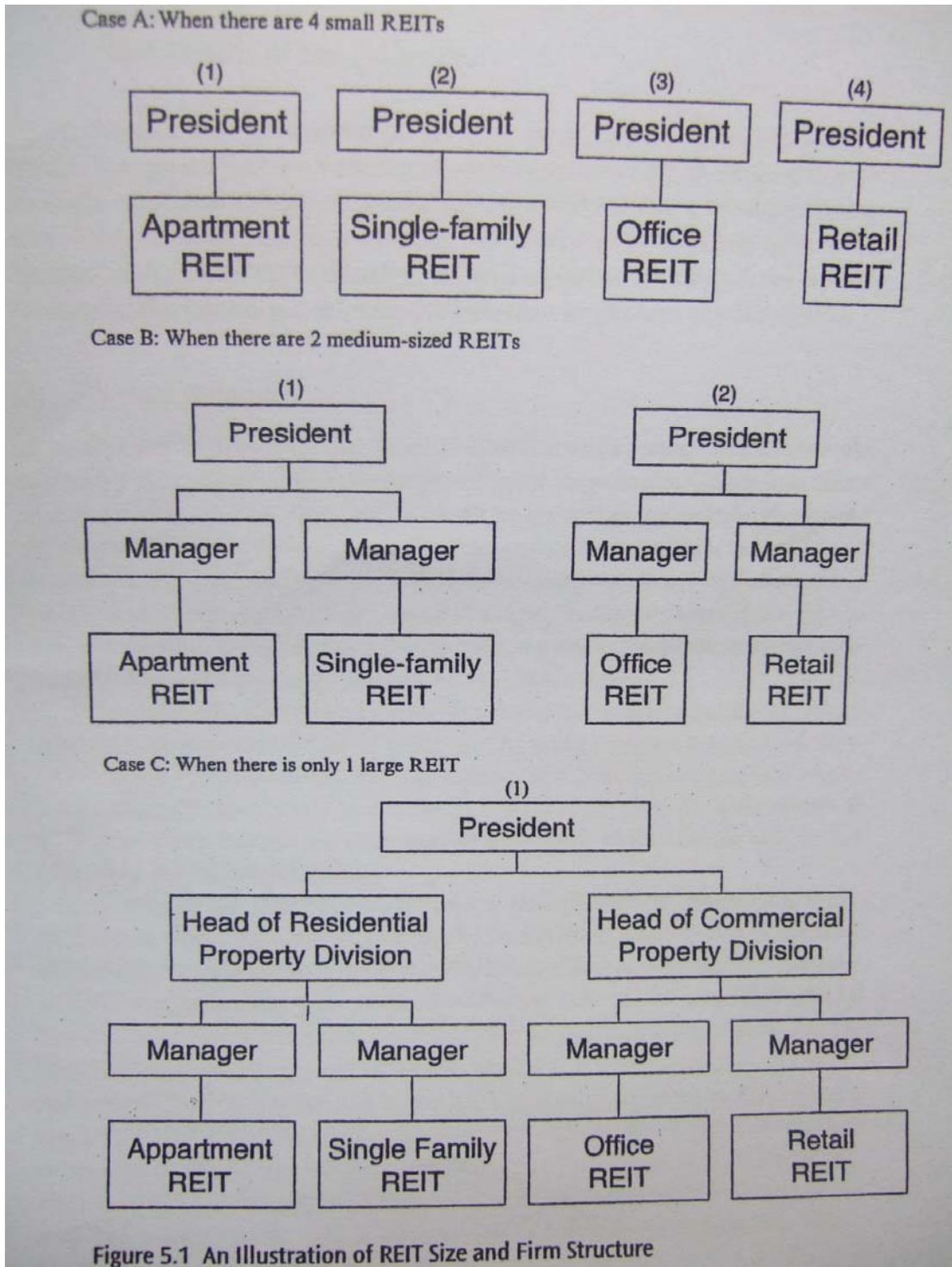
Table 5.1 Comparison of the Size of REITs with That of Non-REIT Firms from Various Exchanges

Year (Dec 31)	Average Market Capitalization (\$ '000)								
	REITs	Non-REIT Firms				REIT vs. Non-REIT Size (%)			
		All Exchanges	NYSE	AMEX	Nasdaq	All Exchanges	NYSE	AMEX	NASDAQ
1962	21,010	177,803	289,550	28,636	—	12	7	73	—
1963	20,637	207,970	336,736	31,123	—	10	6	66	—
1964	21,073	232,574	378,206	33,185	—	9	6	64	—
1965	33,138	259,096	420,615	35,344	—	13	8	94	—
1966	26,993	228,322	371,990	30,975	—	12	7	87	—
1967	32,926	288,384	468,403	48,488	—	11	7	68	—
1968	68,379	327,971	530,757	62,347	—	21	13	110	—
1969	64,702	279,374	465,777	44,265	—	23	14	146	—
1970	51,216	268,362	457,957	34,687	—	19	11	148	—
1971	62,575	298,534	508,334	40,535	—	21	12	154	—
1972	59,623	193,872	573,317	44,340	59,017	31	10	135	101
1973	37,290	164,873	452,371	31,100	52,158	23	8	120	71
1974	11,912	121,464	317,379	20,046	38,008	10	4	59	31
1975	13,239	171,819	432,323	26,806	68,989	8	3	49	19
1976	18,048	214,346	533,341	33,505	87,743	8	3	54	21
1977	20,399	207,008	500,356	34,472	87,957	10	4	59	23
1978	19,939	228,901	516,922	37,786	114,421	9	4	53	17

1979	25,499	267,009	609,708	64,961	121,447	10	4	39	21
1980	31,449	349,471	791,123	87,473	174,018	9	4	36	18
1981	32,113	298,890	732,103	76,550	140,416	11	4	42	23
1982	46,337	311,886	861,650	74,578	105,451	15	5	62	44
1983	58,615	320,653	1,028,072	96,780	78,605	18	6	61	75
1984	70,218	296,947	1,011,491	86,961	59,812	24	7	81	117
1985	74,824	367,897	1,257,993	107,140	77,065	20	6	70	97
1986	91,518	390,637	1,397,630	110,694	81,545	23	7	83	112
1987	79,941	365,447	1,332,156	103,074	71,850	22	6	78	111
1988	89,918	411,351	1,438,676	117,812	78,176	22	6	76	115
1989	94,854	514,614	1,744,598	144,281	93,325	18	5	66	102
1990	72,426	473,551	1,554,953	111,332	79,397	15	5	65	91
1991	92,910	624,609	1,905,324	138,029	129,542	15	5	67	72
1992	111,969	664,517	1,870,466	127,723	154,773	17	6	88	72
1993	177,075	691,827	1,910,539	146,925	173,663	26	9	121	102
1994	194,138	648,265	1,752,483	141,849	166,485	30	11	137	117
1995	252,195	849,894	2,260,795	177,401	235,381	30	11	142	107
1996	409,898	973,262	2,563,069	176,317	281,700	42	16	232	146
1997	630,108	1,258,379	3,279,230	201,310	346,339	50	19	313	182
1998	635,573	1,626,327	3,911,115	190,694	538,882	39	16	333	118
1999	611,895	2,154,363	4,539,533	169,193	1,075,903	28	13	362	57
2000	725,714	2,032,856	4,674,328	168,658	792,824	36	16	430	92
Average	133,141	506,752	1,281,574	88,138	191,886	20	8	116	78

Source: Authors' own calculations using the REIT sample described in the appendix and market capitalization data from the CRSP tapes.

【圖 5.1】



第二部分：第五章 REITs 之規模經濟之上課討論紀錄

張教授：由課文看來，結論是規模大小沒有那麼重要，fundamental 比較重要，也就是公司經理人表現好不好？這檔證券的不動產好不好？一個是人，一個是物，才是關鍵。會不會因為規模而影響選擇？目前台灣最大是國泰一號，新光是第二大，可由投資角度來看，另外從管理人角度來看規模影不影響，亦即管理人要不要選擇規模越來越大？

我們講過富邦一號二號要不要合併，併購當然是一個規模擴大的方式；富邦一號增加 LEVERAGE 也是規模擴大的意涵，從三個不動產變四個，大家覺得規模如何？從規模經濟到規模不經濟可找到最適規模，最適規模不太好找，規模太大的話管理無效率，太小固定成本增加很多，都是規模不經濟。

大家站在投資人的角度想想是否在意規模？(舉手表示意見)

張教授：看來兩派互有支持，但加上控制，若其他條件一致規模重不重要？

宗翰：平常買基金投資時只看基金績效，並不太關心規模。

張教授：績效怎麼產生的？其他條件都一樣，規模大可以 cost down，你的角度是由過去看未來，未來是未知的，落到房地產這件事情上，規模經濟是否存在？

規模小很難做投資組合，規模大較容易，你覺得台灣的規模重不重要？美國的情況和我們不見得相同，在這種背景下為何要買財團產品？一般人又覺得如何？投資者真的那麼清楚嗎？投資者要分兩種人——個人與法人？他們是否在意規模？

法人通常買大的，我們知道法人特質是較保守的，會做很多分析，通常法人不太買投機股，而個人會偏高報酬高風險。

珮欣：我覺得規模大很重要，因歷史悠久者通常規模較大。

張老師：規模與歷史未必一致。

珮欣：若法人投資規模大產品我會較有信心，而且規模大通常專業人員較多較不會有錯誤決策。

張老師：台灣投機者多還是投資者多？買 REITs 是投機者多還是投資者多？

雖然投資投機兩者可能是一線之隔。

在台灣股票市場投機者多，因聽信股票分析師的人多，所以電視台才有那麼多老師，那些人覺得 REITs 屬穩定收益所以都不買；

買 REITs 投資者多這個講法如何？可以嘗試去調查看看，買股票和買 REITs 的人行為本質上有沒有差別？

宗翰：股票市場裡的個人都不太買 REITs，因股價不波動，有點像債券。

張老師：可以考慮買債券的人和買 REITs 的人是否接近。

玟甄：投資和投機是相對的，今天在股票市場是投機者，但 REITs 市場很穩不太可能有投機，所以問題在於 REITs 市場大部分人是否都是投資？

張老師：怡蕙會怎麼回答？可以想想怎麼講背後有趣的故事

宗翰：能了解風險者所做的決定就是投資。

于修：我還是會先看報酬。

張老師：妳講的報酬指預期報酬，預期報酬僅供參考，但規模是實在的。

于修：現在 REITs 多為財團型，但在股票市場不一定會找規模大的，而會找有潛力的。

張老師：關於規模大小，課本上有提到相對於股票 REITs 的規模是小的，這在台灣如何？兩者資本額差多少？我相信也是較小的，基本上股票市場是股票市場，而 REITs 市場是另一個 submarket，REITs 本身就是小規模。

你說規模影不影響？我要講規模可能至少影響一些。

假設跑模型，解釋影響因素可能有兩種結果，一種可能顯著但係數可能不高，一種是接近顯著，相信不會完全沒有影響，規模是投資人考慮的因素之一，如何下結論

是要去討論的。

從管理者和投資者角度看規模，台灣的管理者指發起人，兩者看法一不一致？

這本書好的地方在於先提出問題，再以正反兩面文獻討論，最後歸納學到什麼？以及未來如何？所有東西都會有正反兩面說法，不要完全買單。