

**不動產證券化專題研討第八次上課記錄**

時間：2006/11/10 (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：洪御仁、龔永香、張怡文

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、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、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄、李芳怡

**第一部分**

報告人：洪御仁、龔永香、張怡文

課程主題—國外不動產證券化文獻回顧（報告內容詳見PP檔）

附錄：

整理於報告中所新增的補充文獻摘要（2005年及2006年國外REITs的相關文獻）

**Real Estate Investment Trusts and Stock Price Reversals**

**Stephen J. Larson. Journal of Real Estate Finance and Economics. Boston: Feb 2005. Vol. 30, Iss. 1; p. 81**

A trigger value of -5% is used to identify a sample of real estate trusts (REITS) that experience substantial one-day price declines. Abnormal returns are then calculated for the subsequent two-day period. The results of this study suggest stock price reversals are associated with extreme stock price declines for REITS. Hence, it appears the market overreacts at the time unfavorable information about REITS is disseminated. The degree of reversal across the sample is assessed according to variables such as the initial price decline (day 0), pre-event leakage (day -1), size (capitalization), the type of real estate investment trust, and relative trading volume.

**The transmission of shocks across real estate investment trust (REIT) markets**

**James E Payne, Hassan Mohammadi. Applied Financial Economics. London: Nov 15, 2004. Vol. 14, Iss. 17; p. 1211**

This paper examines the transmission of shocks across equity, mortgage, and hybrid real estate investment trusts (REITs). Though the augmented Dickey-Fuller, Phillips-Perron, and Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin unit root tests reveal that the respective REITs are integrated of order one, Johansen-Juselius cointegration tests

suggest that the three REIT markets are not cointegrated. The absence of cointegration supports the proposition of financial market efficiency proposed by Granger and by Richards. Granger-causality tests and Wald tests of long-run relations are presented to examine the short-run dynamics of the respective REIT markets; moreover, the generalized impulse response analysis reveals that shocks across the REIT markets are disseminated quickly.

### **Do Management Changes Matter? An Empirical Investigation of REIT Performance**

**G Stacy Sirmans, H Swint Friday, Russell M Price. *The Journal of Real Estate Research*. Sacramento: Apr-Jun 2006. Vol.28, Iss. 2; pg. 131, 18 pgs**

Management's effects on REIT performance cannot be directly observed. Stock returns provide a source for this information. This study analyzed 420 management changes affecting 158 REITs from 1984 to 2002. The purpose was to determine if negative performance, measured by abnormal returns and cumulative abnormal returns, leads to a management change. The effects of performance are measured over several categories: announcements/appointments, hires (including elections to board) and forced departures (resignations). Performance is also measured in relation to changes in board structure and officer structure. The results show that, at a period of one year prior to the management change, negative performance is significant across the entire sample and the five aforementioned categories. When performance is measured up to ten days after the change announcement, it shows an increased effect. At ten days prior to changes, the level of significance decreases. This suggests that the effects of the proposed change have already been accounted for. The one-year pre-event window shows that negative performance has the most significant effects on board structure and forced resignations; it has little to no effect on hires and officer changes. The use of a REIT composite equal-weighted return, instead of the NYSE/AMEX/NASDAQ composite equal-weighted return, produces a larger negative performance effect.

Examining the long-term effects of management changes, a persistent negative effect up to nine months after the change announcement was found. Surprisingly, expected positive effects after announcement of a management change do not occur at a significant level until two years after the announcement. When a REIT composite equal-weighted return is used, a positive effect does not occur at all.

The ability of negative performance to predict management changes was examined. No significant effects were found.

### **Do Managerial Motives Impact Dividend Decisions in REITs?**

**Chinmoy Ghosh, C. F. Sirmans. Journal of Real Estate Finance and Economics. Boston: May 2006. Vol. 32, Iss. 3; pg. 327**

Conflict of interest between shareholders (principal) and managers (agent) is a potential weakness of the modern corporate form. Various monitoring mechanisms--pay for performance compensation schemes, mix of cash compensation and long term compensation, the independence of the board of directors, the market for takeovers, and capital structure--have been developed to discipline management and motivate them to maximize shareholder wealth. We test the hypothesis that dividend payout levels reflect the quality of and motivation for managerial decision making and are a function of performance and monitoring effectiveness. Consistent with this hypothesis, our analyses indicate that dividend payout, and dividend yield are functions of corporate performance, board structure, CEO tenure, and CEO ownership of company shares. [PUBLICATION ABSTRACT]

### **The response of real estate investment trust returns to macroeconomic shocks**

**Bradley T Ewing, James E Payne. Journal of Business Research. New York: Mar 2005. Vol. 58, Iss. 3; p. 293**

To date, there has been considerable concern with evaluating the performance of real estate returns or determining the significance of fundamental state variables. This paper differs from the existing literature by identifying the response of real estate investment trust (REIT) returns to unexpected changes in the real output growth, the inflation, the default risk premium, and the stance of monetary policy utilizing the newly developed technique of generalized impulse response analysis. The generalized impulse response method does not impose a priori restrictions as to the relative importance each of these variables may play in the transmission process. The results show the extent and the magnitude of the relationship between the REIT market and macroeconomic factors. In particular, we find that shocks to monetary policy, economic growth, and inflation all lead to lower than expected returns, while a shock to the default risk premium is associated with higher future returns.

### **REITs, IPO Waves and Long-Run Performance**

**Richard J Buttner, David C Hyland, Anthony B Sanders. Real Estate Economics. Bloomington: Spring 2005. Vol. 33, Iss. 1; p. 51 (37 pages)**

The real estate investment trust (REIT) industry has undergone three waves of initial

public offerings (IPOs) since 1980. In this article we examine these waves within the context of the general IPO wave literature. We note that the unique nature of REITs may render them more transparent than other stocks, and that this may affect their IPO performance. Specifically we document the initial and long-run performance of equity REIT IPOs during and after each wave, and we then examine which of the general IPO clustering and pricing theories best fits that performance data. We find evidence of much smaller initial returns than is typically found for non-REIT IPOs. We also find no evidence of the long-run negative abnormal performance for REITs that is normally found for other stocks. Our findings support the idea that the Capital Demand Hypothesis best describes the REIT IPO market, although we also find some weak evidence in favor of the Information Asymmetry Hypothesis. We find evidence against the Investor Sentiment Hypothesis.

### **Initial Public Offerings and Real Estate Investment Trusts**

**Anonymous. Journal of Real Estate Literature. Cleveland: 2005. Vol. 13, Iss. 1; p. 85 (1 page) Copyright American Real Estate Society 2005**

Holsonback, Sandra F. Lehigh University, 2003. Initial Public Offerings and Real Estate Investment Trusts. Perhaps due to tight credit in real estate markets, private real estate companies often form as Real Estate Investment Trusts (REITs) in order to raise capital. REIT initial public offerings (IPO) trade in the same markets and are subject to the same SEC regulations as equity stocks. Interestingly, however, REIT IPOs do not exhibit significant initial day underpricing, which is common among new equity issues. This study compares the IPOs of four industries: retail, manufacturers of communication equipment, software development and REITs and finds evidence to support the theory of asymmetric information in IPOs, whereby investors are compensated for risk through underpricing. Furthermore, excessive initial day returns of REIT IPOs appear to be influenced by underwriter reputation, percentage of the company sold and offering size.

### **How Much Do REITs Pay for Their IPOs?**

**Hsuan-Chi Chen, Chiuling Lu. Journal of Real Estate Finance and Economics. Boston: Sep 2006. Vol.33, Iss. 2; pg. 105**

Previous studies have documented the reversal in the initial returns of REIT IPOs from overpricing in the 1980s to underpricing in the 1990s. We find that the gross spreads of REIT IPOs decreased significantly in the 1990s. In particular, there is a bimodal clustering for gross spreads at 6.5 and 7.0%. Moreover, in the 1980s around

94% of REIT IPOs had integer offer prices, most of which were priced at either \$10 or \$20. However, the proportion of integer offer prices decreased to 64% in the 1990s. Higher gross spreads, overpricing, and high frequency of integer offer prices for REIT IPOs in the 1980s are consistent with the marketing hypothesis that in the 1980s REIT IPOs were mainly marketed to less-informed individual investors. Our results explain the dynamic process employed by underwriters in the setting of gross spreads and the pricing of REIT IPOs as a new financial product in response to various structural changes in REITs.

**The Friday Effect in European Securitized Real Estate Index Returns**  
**Veera Lenkkeri, Wessel Marquering, Ben Strunkmann-Meister. Journal of Real Estate Finance and Economics. Boston: Aug 2006. Vol.33, Iss. 1; pg. 31**

This study extends research on the day-of-the-week effect towards European real estate indices. We examine this anomaly for several European securitized real estate index returns between 1990 and 2003. Although the countries under analysis have unique country-specific patterns, we find that eight out of eleven European countries exhibit abnormally high Friday returns. Moreover, two different Europe indices also exhibit the Friday anomaly. The anomaly is robust with respect to extreme observations, alternative specifications and several well-known calendar effects.

**Analysis of international joint ventures within real estate investment trusts**  
**Ryan Crumley, Donna K Fisher. Briefings in Real Estate Finance. London: Jan 2005. Vol.4, Iss. 3; p. 217 (11 pages)**

This paper examines international joint ventures (IJVs) by Real Estate Investment Trusts (REITs). Efforts are focused on foreign investors acquiring US-based properties. The IJVs examined in this study appeared to be motivated by the foreign investors' desire to invest in US property. In this regard, foreign investors perceive US investments to be associated with less political and economic risk. Several characteristics emerge from the IJVs studied; specifically, IJVs present unique opportunities for global expansion for US firms otherwise prohibited by foreign governments. Further, IJVs allow firms to obtain additional capital resources. In most cases, IJVs are time consuming and messy to design. IJVs are unstable arrangements with, more than likely, one firm seeking to dissolve the arrangement in no more than 5 years. IJVs generally follow a very structured plan that includes opportunity assessment, evaluation, design and implementation.

**The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run**  
**Stephen Lee, Simon Stevenson. Journal of Real Estate Portfolio Management.**  
**Boston: Jan-Apr 2005. Vol. 11, Iss. 1; p. 55 (26 pages)**

The poor performance of the Stock Market in the United States up to the middle of 2003 has meant that real estate investment trusts (REITs) are increasingly been seen as an attractive addition to the mixed-asset portfolio. However, there is little evidence to indicate the consistency of the role REITs should play in the mixed-asset portfolio over different investment horizons. This study's results highlight that REITs do play a significant role over both different time horizons and holding periods. The findings show that REITs attractiveness as a diversification asset increase as the holding period increases. In addition, their diversification qualities span the entire efficient frontier, providing return enhancement properties at the lower end of the frontier, switching to risk reduction qualities at the top end of the frontier.

**Financing and investing considerations for REITs**

**Phillip S Scherrer. Corporate Governance. Bradford: 2004. Vol. 4, Iss. 4; p. 78 (5 pages)**

As equity markets decline, bonds and REITs (Real Estate Investment Trusts) become more appealing to investors. Although REITs stocks are equity based their continual return is more bond-like in nature. This article addresses the analyses process for investing in real estate based equities. The key to any REIT is its management and, therefore, a subjective factor enters into investing and lending considerations. The investor or lender must consider the REIT's management's ability and capacity to operate their entire portfolio of properties and related businesses. Legislation effects REITs. In late 1998 Congress eliminated the paired share REIT. This changed the structure of REITs that attempted to adopt the paired share REIT structure. Lenders and investors favor balanced liability structures. Rating agencies are quick to penalize over leveraged REITs. Excess reliance on variable rate debt exposes a REIT to interest rate risk and leads to an eventual mismatch of assets and liabilities.

**Mohammad Najand, Crystal Yan Lin, Elizabeth Fitzgerald. Journal of Real Estate Portfolio Management. Boston: May-Aug 2006. Vol.12, Iss. 2; pg.167, 9 pgs**

Given the recent interest in Real Estate Investment Trusts (REITs), this study investigates whether REITs provide investors with a superior risk-return trade off.

Utilizing a conditional CAPM, the findings reveal that equity REITs have outperformed the stock market with an average abnormal annual return of 2.25% with a low time-varying beta of around .24 during the June 1995 to December 2003 period. Utilizing time-varying risk premium models for equity REITs with GARCH specifications, the findings reveal that both the ARCH and GARCH effects are significant in the estimated models. In addition, the volatility shocks are quite persistent. The results show that the market returns and the first-order autocorrelation help explain the excess returns of equity REITs. However, the movement of interest rates contributes to equity REIT returns only when the market return is not present in the models.

### 課堂討論：

張老師：我們可以看一下國外的文獻回顧，有什麼議題在討論。希望下次國內的文獻可以與國外相比較，而國內因為受限於資料，希望等以下的報告對國內有什麼啟示，「他山之石，是否攻錯？」，接下來我們就進入課程主題！

張老師：國外研究很豐富，我們應該要好好仔細閱讀，在面對很多議題時，國外是如何回應討論，因為議題的討論是很重要的，這才是研究的出發點。除了之前的舊文獻以外，也補上了較新的文獻，這一點值得肯定。我們與美國發展的時間不一樣，所以研究的結果也不太一致，有很多「公說公有理，婆說婆有理」的情況，而我們可以從國外已建立的一些假說，在國內可以再研究，例如，有些還有爭議(規模)，有些則有結論(內部管理較好)。國外研究實證為主，嚴謹度就是很重要的關鍵，不然研究就沒有意義了！大家可以討論一下。

詩薇：國外在做的議題大多探討報酬與績效表現，然而什麼是代表績效與報酬衡量？

張老師：有兩個問題，一個是報酬，另一個績效，你認為什麼才是衡量標準呢？

詩薇：制度影響投資人很多，且國外估價比較透明，股價波動。國內與國外大不同。

佩宜：績效有很多面向。

張老師：績效是價與量，報酬與風險，流動性啊，都是很重要的。夏普指數只是其中之一。報酬又包含兩個，收益率與資本利得。我們說 REITs 是股票還是不動產？其實比較偏向股票。美國比較偏向波動，而台灣是股利股息比重要，投資人當穩定收益。而我們研究兩者應該都要關心，

怡蕙：國外時間長，資料豐富，比較多著重於財務面分析，較少投資決策的文章。

張老師：國內剛發行，IPO 市場研究很重要，國外比較少討論，台灣是需要，不同時間的研究結果。主要是國內研究要從國外經驗吸取經驗。

穎慧：國外偏向股票，間接回答了很多投資問題，可以從國外的研究成果來延伸。

張老師：不動產報酬與股票報酬不一樣，股票市場、REITs、不動產三者關係，他偏向哪一個？台灣 REITs，股價不太波動，比較像債券。也可以預測三者之做領先落後關係。

穎慧：beta 只有 0.24，幾乎與股票市場脫鉤。

張老師：台灣也是，有可能與法人及個人參與的比例有關。

適銘：44 頁，應該要考量負債，而國內是 100% 交易。32 頁，什麼是錯誤定價？到底誰是對的？是不是應該回歸市場的表現，是不是第一天成交變 9 元才是對的，這樣就代表溢價發行？有否高估或低估，其實應該由投資表現來看。

張老師：國內應該著重於 IPO 表現討論，但 IPO 多久時間的討論較適當？如蜜月期行情，應該要幾天才是對的？台灣的表現，其實差異不大，這樣的結果又什麼啟示？折溢價這是我們可以關心的議題，高多少低多少，就應該看投資表現來觀察。

志文：38 頁，存活約 8 年，持有期間長短要多久才好？

張老師：這是個好問題，到底是持有有一年好，還是三年好？我們應該看股價波動來決定，但是國內時間序列較短，還沒辦法研究，不過這是很有意思的。穎慧看法呢？

穎慧：我是打算長期持有，但是有估價師跟我說大概 2~3 年就要賣了，因為他們當初估價是基於這兩三年的情況做評估，然而未來的不確定很大。但是富邦一直發行，且又有財務槓桿，其實目前表現相當不錯，但是未來就不可而知了。

張老師：現在他們的承租人以自己人為主，變動可能不大。

穎慧：但是不知道未來會不會增值？

張老師：這要看景氣變動。另外，併購的好處也沒有提到，如果富邦一號二號合併，要不要買？其實 REITs 至少應該是中期持有，而不應該是短期持有。

志文：上星期說到法人，剛好 11 月 8 日的中時電子報，瑞信證券有對 REITs 做評估，新聞中提到最近營建股指數是近年來新高，REITs 有補漲效果。資訊發布後，11 月 8~9 號的成交量就爆增 5,6000 張，可見訊息影響程度有多大，但是能持有多久就不知道了。但是 REITs 目前的報酬率有一成，相對於證券市場的表現是相當不錯了！

張老師：看到市場很活絡是好消息。



## 第二部分

### 第7章 分散或集中的投資策略 (Diversification versus Focus)

—你會想要把全部的雞蛋放在同一個籃子裡嗎？

*Do You Really Want All Your Eggs in One Basket?*

報告人：鄭佩宜、陳詩薇

- 一、前言
- 二、業界的人怎麼說
- 三、REIT 經理人的功能
- 四、分散或不分散之優缺點
- 五、分散議題有關的三個問題
- 六、新的證據與爭論
- 七、我們學到什麼
- 八、結論

#### 一、前言

若房間裡有一群 REIT 經理人，當有一個人開始這個話題：“我們的投資應該集中或分散？”這必定會引起熱烈的爭辯。不論是實務界或學者似乎對於此議題都有強烈的見解，也都有很好的理由以及理論來支持他們的立場。為了停止這項爭論最好的方法，就是提出實際的證據。但這還是無解，因為實證結果依然是分歧的。

直覺上，我們都瞭解，可藉由分散投資策略的好處—投資組合中持有多樣性的投資標可以降低風險。但另一個說法是即使 REIT 本身不分散投資，個別投資者還是可藉由持有不同類型或不同區域的 REIT 股票達到投資組合的目的，如此一來，個別投資者將可以使他們自己擁有的投資組合產生多樣性，而 REIT 本身是否分散投資則不是他們所在意的重點。可是如果真的是這樣的話，為什麼這些 REIT 經理人仍然這麼在意他們的 REIT 是分散或集中投資呢？

的確，應該採分散策略或集中投資策略這個問題並不像第一眼看到得這麼簡單。原因在於分散投資使 REIT 有穩定的現金流量並且降低風險，但也可能導致管理成本增加。穩定的經營對於員工、REIT 的發起人、承租人都是有利的，但這與投資者無關，因為投資者可以自己進行投資組合。換句話說，REIT 採取分散投資除了降低風險以外，一定有其他的原因以吸引投資人。

我們在財務的領域，通常都被教導投資組合是比較有利的。但最近財務文獻中的實證顯示，股票市場中，專注於本業的公司普遍較多角化經營的公司表現要好，那麼財務領域的研究是否適用 REIT 呢？本章首先歸納一些我們常常從經理人與分析師那邊聽到的關於分散投資或集中投資的爭論；再來我們檢查這些爭論背後的合理性並討論採行某一項策略是否會優於另一項策略；最後，提出一些評論。

## 二、業界的人怎麼說（What the Industry People Say?）

傳統上，經營REIT 較智慧的作法是分散經營，不但類型分散，區域也要分散，這樣才能於不同市場環境下仍然保持收入的穩定。這項論點相當受到歡迎，直到1990 年早期。1990 年後期，學界或傳播界的學者對於這項作法產生了質疑。

的確，當時對REIT 專家的意見調查中發現專家們並沒有一致的共識。我們將在這裡選出幾篇不同觀點的文獻。支持傳統作法的學者如Avidon（1995）指出許多有名的REIT 經理人均認為他們的成功關鍵在於分散投資市場及多樣化的租戶；Simonoff and Biag（1997）強烈建議投資人應該選擇投資於不同類型及不同區域的REIT。另一方面，Kistner（1996）卻建議投資者應購買專注於某類型投資的REIT 股票，但依然要分散投資於各區域；McMahan（1994）作了一項有趣的觀察，他發現在1993 年後上市的REIT 公司，多少都有自行經營以及專注於投資某項類型不動產的特徵，他同時也觀察到大部分的REIT 經理人將大部分的時間花在特定類型的不動產上，並和其他的經理人組成團隊。從上面四篇可以發現，在這個產業裡，並沒有存在一個明確的共識。為了給讀者更廣泛的視野，本文從Johnson（1999）實證文章（85 個REIT 案例）中整理出集中策略以及分散策略的利弊得失。

這篇報告中提出地區、區位及類型的不同都會影響REIT 的價值，這是大家都有共識的部分；當被問到集中策略的優點的時候，大部分的經理人都會回答：

- 能更深入的瞭解特定市場。
- 不必擔心或照顧太多的市場。
- 可使投資人或經理人更了解REIT。
- 投資人或經理人不必然要成為每個市場的專家。
- 可降低經營成本

但集中策略的缺點為：

- 無法有效降低風險。
- 若有其他更好類型的不動產，經理人並不被允許經營。
- 無法提供顧客（customers）多元化的區位選擇以滿足其需要。
- 容易受地區經濟情況起伏的影響。
- 現金流量波動幅度大。

兩邊的論點都有一點直覺性思考。現在也該是時候瞭解這個產業發生了什麼事還有以財務理論加以檢視這些論點。

### 三、REIT 經理人的功能 (The Function of REIT Managers)

在正式進入這個話題之前，我們必需清楚瞭解：判定一家REIT 採取何種經營策略並不是一件容易的事。Geltner and Kluger (1998) 指出甚少有REIT 公司僅投資一種REIT，所以僅以「投資多少種」來區分REIT 採取何種策略，會有混淆的情況，因為這樣會導致大部分的REIT 都歸類於分散投資策略。

Brent and Linneman (2001) 使用百分比的概念進行區分。假如一種REIT 有超過75%投資於單一類型的不動產，則歸類於集中投資策略。他們的報告指出內控 (internally advised) 的REIT 有72%屬於集中策略；外控 (externally advised) 的REIT 有84%屬於集中策略。然而這樣的分法也有其缺點，假如一家REIT 有75%的資產投資於出租公寓，其餘每5%都投資於不同類型的不動產，共計六種不同類型，這樣也很難說其採用集中投資策略。

NAREIT 在2000 年的統計摘要中，將REIT 分為八種類型 (表7.1)，從他們的分類可以看出，投資策略對於REIT 經理人來說已經成為重要的議題。另外，從表7.1 也可以看出權益型不動產特別聚焦於某類型的不動產，在1994 年的時候，分散投資類型的REIT 還有48 家，到2000 年時止剩20 家。同時，我們也可以發現自營倉庫類型 (Self Storage) 的不動產，有顯著的減少 (這是由於大力合併的結果)。越來越多的REIT 專注於各自的主流產品，代表整個潮流趨向於集中投資。

表7.1 REIT投資類型（1994~2000期間）

標的不動產類型	REIT 數量						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>工業/辦公室</b>							
辦公室	13	14	12	20	22	20	21
工業	12	12	9	13	13	14	10
混合	4	6	5	5	4	7	7
<b>零售</b>							
大型購物中心	28	29	26	28	27	28	31
地區購物中心	11	11	10	11	11	11	11
單體建築						7	7
工廠直銷購物中心	7	6	6	6	6	3	
其他		1	1	2	2		
<b>住宅</b>							
公寓大廈	34	36	37	33	32	27	22
新型移動式房屋	5	5	5	4	4	6	6
<b>多樣類型</b>	48	37	29	27	26	24	20
<b>休閒飯店</b>	10	12	14	14	15	15	15
<b>自營倉庫</b>	21	20	13	7	7	5	4
<b>醫療</b>	12	12	12	12	12	13	13
<b>特別類型</b>							
三方淨租賃	8	7	7	9	10	7	8
其他	3	3	3	2			
<b>抵押貸款</b>	10	8	9	18	18	23	24
<b>總計</b>	226	219	199	211	209	210	200

#### 四、分散或不分散之優缺點

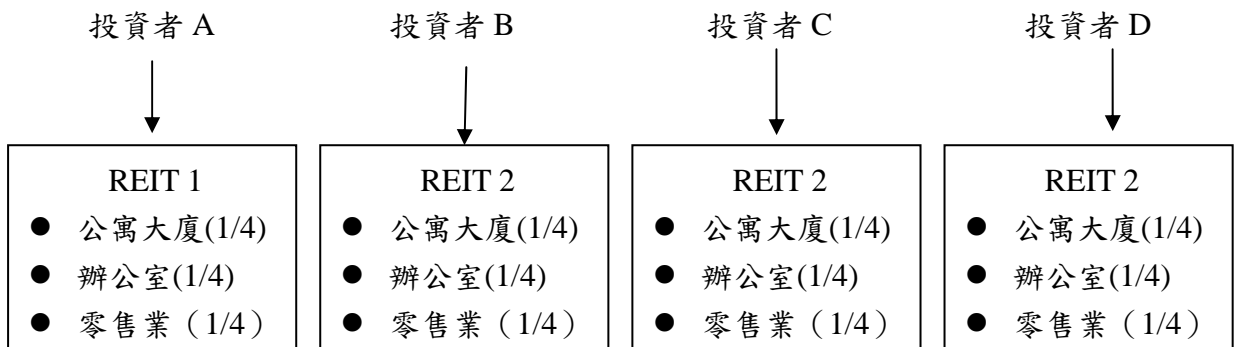
To Diversify or Not to Diversify: The Pros and Cons

##### （一）反對分散策略

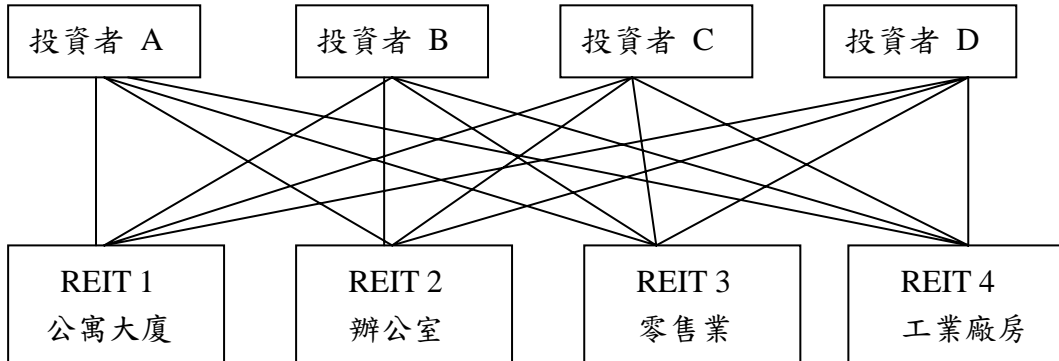
如同我們一開始所討論的，分散投資策略的支持者認為投資人要持有分散經營的REIT 以降低風險，然而每一家REIT 都使用集中投資策略，那麼投資人只要買進數種REIT 的股票也可以達到相同的效益。在這種情況下，如果降低風險是唯一的好處，那麼為什麼還有這麼多REIT 要使用分散化投資？傳統的投資智慧不可能完全錯誤，而這些答案將藉由檢視各策略的利弊得失來決定。

下圖展示兩個案例，提供強烈的證據反對分散化投資。在案例A 中，假設四個投資團體（A、B、C、D）及獨立的四家REIT 公司，每家公司都有4 億元的規模，均採分散化投資策略，各投資於公寓、商辦、零售業及廠房1 億，每個投資人都持有1 家REIT 股票。再看案例B，相同的投資團體及公司；但公司採取集中投資，各將全部金額（4 億）投資於單一類型不動產，且類型不同。在案例B我們可以想像REIT 1擁有先前案例A所有REIT的公寓大廈，而REIT 2擁有全部的辦公室不動產，以此類推。

案例 A：四個分散 REITs



案例 B：四個集中 REITs



於案例A，投資人可以簡單的投資任何一個REIT，來獲得分散風險的利益；於案例B，雖然僅有4個特定類型的REIT，但是假如投資人對於四家公司各投資1/4金額，投資人也可以達到分散風險的利益。如此一來無論在案例A與案例B，投資人獲得的報酬都相同。Gyourko and Nelling（1996）研究是否分散投資對於REIT 的價值是否有重要的影響。他們的證據指出分散投資並不會有顯著的風險降低利潤，REIT 並不需要分散化投資。Chen and Peiser（1999）的研究也顯示在考量風險後，REIT 分散投資類型有較低的投資報酬率。上述兩篇文章均指出分散REIT 的投資類型並不會提高REIT 的價值。

## (二) 分散策略

本文已經論證若 REIT 投資人可以自不同的方案中獲得相同的報酬，則 REIT 集中或分散將不再重要。因此，若報酬是唯一考量則投資策略的選擇似乎無關——但若真是如此，為何這項議題仍然被熱烈地討論？很清楚地，在這項議題上至少有二派說法。

當 REIT 使用分散策略時，其現金流量將因合作而較選擇集中策略者更為穩定。換句話說，依據不動產的績效，某些 REIT 可能在其他 REIT 表現不佳時有較好的表現。以投資人的觀點來看，結合四檔 REIT 的現金流量如 case B 是穩定的，則個別 REIT 的現金流量是否穩定就不再重要。然而，對四檔 REIT 的管理者而言可能未必如是，個別 REIT 管理者可能不會希望他們所管理的 REIT 在現金流量上有太多的波動。推測原因如下：

1. 以心理與績效評價的觀點出發，若 REIT 在現金流量上有較大的波動則可能會使投資人有不好的感覺。當 REIT 選擇集中策略時，相較於 REIT 平均，其可能會有特別好或特別不好的時候，因此，當投資人享受投資的良好績效時，他們可能歸因是他們在 REIT 股票上優秀的判斷能力，但若投資人經歷不好的績效表現時，他們極有可能會責怪 REIT 的管理者，且若一檔 REIT 的報酬(如投資旅館的 REIT)隨時間而有太大的波動，則投資人可能會因 REIT 報酬難以預測而有不好的印象。綜合上述，REIT 管理者可能會傾向採用分散的投資策略，尤其是當 REIT 績效與平均相違背，且以 REIT 的績效表現作為管理者評斷的依據時。
2. 不穩定的現金流量與集中策略有關，可能會增加 REIT 財務上的成本，尤其是當 REIT 使用較高的財務槓桿。當一檔 REIT 的現金流量有劇烈波動，貸方會要求較高的報酬率以補償額外的風險。最差的情況，現金流量的波動可能還會導致破產與相關支出。當一檔 REIT 的負債比過高且現金流量波動大，則破產的機會也將大大提高。因此，若一檔 REIT 所投資的資產無法在短時間內以合理的價格售出(如資產難以估價或該類型不動產市場低迷)，則 REIT 可能會傾向使用分散的投資策略以降低破產的機會與相關的延伸成本。

## (三) 小結

從先前的討論可以清楚地得知，若 REIT 管理者採用分散的投資策略，則他將無法僅降低風險，而必須將其投資策略反映在 REIT 的獲利與估價上。

直覺地，集中策略的增加應該可以改善整體 REIT 的報酬，因為它允許管理者將其知識與心力集中在一個區域的不動產市場上而非多個市場，且活動的集中同樣也可降低 REIT 的營運成本(而非增加利潤)。Capozza and Lee(1995)提出相關

的實證結果，指出分散的 REIT 較集中的 REIT 有較高的費用支出率。若相信平均而言，集中的 REIT 較分散的 REIT 有較低的營運成本，則圖 7.1 的 case A 與 case B 將提供使用集中投資策略的強烈說明。

使用集中策略的另一潛在優點即為資訊優勢。對 REIT 而言，是否集中在特定的地區市場同樣也受到廣泛的討論。鄰近市場的集中可以允許 REIT 因資訊效率而達到規模經濟，因此可以做更好的投資決策。然而，Ambrose et al.(2000)檢驗資訊優勢是否存在特定的 REIT 中，結果指出無實證上的證據支持此說法，至少在多重住宅市場上如此。當然，本文並無法自該研究中得到一般化的結論。我們知道只有在樣本期間內的特定不動產市場，此資訊優勢才無法被發覺。

此外，本文得到在特定環境下的分散投資策略是可以提供 REIT 股東真實獲利的。舉例說明，當 REIT 採用集中的投資策略時，其現金流量的變動性將較分散策略者為大。但若 REIT 同樣使用較高的負債比或投資在難以估價或在短期間內無法以合理價格出售的資產上，則會有問題。因為集中策略造成破產成本的提高同樣會發生在特定分散策略的 REIT 上。

綜合上述，在特定情況下分散或集中的投資策略皆和一般認知相符。然而，既然使用分散的投資策略會面臨較高的負債比，則 REIT 可能會傾向使用集中的投資策略，因為在 REIT 市場中平均的負債比率並不高(第八章有關於 REIT 負債比詳細的資訊)。

## 五、分散議題有關的三個問題

眾所皆知，不同不動產市場的報酬會有所差異。基於此，若 REIT 股票報酬與資產報酬之間有關係，則投資人也可能會預期權益型 REIT 的股票因不動產類型而有不同。而 REIT 股票報酬會反應不動產的價值嗎？若一檔 REIT 專門於辦公大樓，則其股票變動是否會反應辦公室市場的變動嗎？

若 REIT 報酬與其不動產類型間無關係，則其投資策略就毋需關心了。然而，若 REIT 報酬與其所有的資產間有關係，則投資人可能會關心哪一種類型不動產在過去 10 年有較佳的表現。反之，若所有 REIT 的報酬和其不動產類型彼此間的變動有關係，則分散或集中與否便無須討論。換句話說，若一檔 REIT 專門於辦公室而與專門於零售的 REIT 間有相似的報酬-風險抵換關係，則 REIT 選擇分散或集中的投資策略將不再重要。

### **(一) REIT 類型和不動產市場有關嗎？**

Mueller and Lapos(1996)對這重要的問題提出說明。藉由分析不同不動產類型在 1976~1995 年間三個不同階段的 REIT 績效表現，發現 REIT 報酬和其所營運的不動產績效間有關係。即雖然投資於地理區位相同的 REIT 可能會有不同的績效表現，但投資於相近不動產類型的 REIT 股票會有相似的表現。

檢驗 1993~1997 年間具有相似績效表現的各檔 REIT，Chen and Peiser(1999)指出 REIT 的績效表現與不動產市場的表現有關。然而，Myer and Webb(1994)並沒有發現零售不動產與專門於零售不動產的 REIT 間有正向關係。既然 Myer and Webb 的研究只包含一種不動產類型，因此我們必須自另二篇研究中得到更多的證據，並試驗性質地提出集中的 REIT 和其集中的不動產類型間有關係的結論。

### **(二) 不動產類型會決定 REIT 的報酬嗎？**

Mueller and Lapos(1996)最重要的發現即 REIT 報酬因不動產類型而有差異。雖然在 1972~1985 年間 REIT 報酬隨不動產類型變動極為相近，但在 1990 年之後，REIT 的報酬卻因不動產類型而有所發散，因此我們直覺地得到以下的結論：1990 年之前並沒有很多集中的 REIT，但在 1990 年之後 REIT 開始集中它們的投資在不動產類型上。

然而，使用 1989~1998 年間的資料，Young(2000)發現權益型 REIT 市場被整合，且不動產類型對 REIT 股票波動而言不是重要的影響因素。因此，關於 REIT 投資的不動產類型(或地理區域集中)對其股價是否重要這項議題，所能獲得的證據仍無法得到一致性的說法。但 Young 的研究是以統計所推論的結果為基礎，很難指出報酬上的差異，因此，本文更強調 Mueller and Lapos(1996)在這議題上的研究成果。

### **(三) 誰是贏家？我們該關心嗎？**

基於 Mueller and Lapos(1996)的研究，零售與健康照護的 REITs 在 1986~1995 年間相較於其他類型不動產有較佳的表現，此外，旅館型 REIT 的波動也明顯高於其他類型的 REITs。根據上述，投資者可能會傾向購買健康照護型的 REITs，而避免旅館型 REITs。然 Chen and Peiser(1999)指出，在 1993~1997 年間專門於辦公室、工業與旅館型的 REITs，有最高的月平均報酬。基於此，投資人為了享有較高的報酬率，可能會傾向購買專門於辦公室、工業與旅館市場的 REITs。由上可知，二篇文獻所列之贏家並不一致。

本文企圖去強調，投資者不應該發太多心力在過去的贏家或輸家。換句話說，本文並不認為對投資人而言，以過去的績效表現作為 REITs 選擇的依據是明



智的決定，而投資在網際網路股票的投資人亦可明確地告訴你，以過去的績效作為股票選擇的基礎是不明智的。雖然本文指出過去的贏家與輸家為何，但讀者仍不應該將此資訊作為選擇投資不動產類型的唯一考量。

而且，Gyourko and Nelling(1996)調查何種類型的不動產選擇最能反映該市場的系統風險，研究結果發現採集中策略的 REITs 有較高的報酬是為了補償其較高的  $\beta$  值。因此，若特定不動產類型的報酬率較高，則可能導因於該類型不動產有較高的  $\beta$  值。同時，該研究也指出，投資者以 REITs 投資標的所屬之不動產類型或地理區位，作為 REITs 股票選擇的唯一考量是無效的。

## 六、新的證據與爭論

從先前的討論可以發現，REITs 若採分散的投資策略，不是對 REITs 的現金流量有直接影響，就是必須要求投資人更了解 REITs。此時，只有二篇文獻直接對此提出討論，然而 Capozza and Seguin(1998,1999)卻同時注意到。

Capozza and Seguin 於 1998 年的研究中，分析 REIT 價值與 REIT 管理形式變數(如集中或分散的投資策略)間的關係，獲得有趣的發現。首先，發現採分散投資策略的 REITs 有較高的營運成本，然而，此較高的營運成本卻只有當 REITs 投資組合中有多種不動產類型時才會發生，若 REITs 投資多種地理區位則不會；此外，也發現採分散策略的 REITs 必須有較高的獲利，以補償(至少部分補償)因分散所導致營運成本的增加。總而言之，採分散或集中投資策略的 REITs，在 REITs 獲利線上不會有任何的效益，指出 REITs 採集中或分散投資策略實際上皆不重要，因為投資人皆簡單地將這些策略是為零淨現值的方案——即這些方案對投資人而言不會有實質的獲得。這是該領域中的新概念。

一年後，Capozza and Seguin(1999)擴張他們的分析，發現 REITs 增加特定不動產類型或地理區位的集中可提高股票的價值。然而有趣的是，採集中投資策略的 REITs 其股票價格提高，並非導因於採分散投資策略的 REITs 有不良的管理決策或現金流量的減損，而是因為增加不動產的流動性。的確，若一檔 REITs 有分散的投資組合，則對其投資人或貸方而言，將更難對 REITs 所有的資產估價，因此，股票的流動性將下降。

採分散投資策略的 REITs，因使貸方或股東為獲得資訊而蒙受較高的成本，因此，他們將理性地降低該 REITs 所產生現金流量的價值，即集中投資的 REITs 對投資人而言較容易去評價，同時，高度專門於不動產類型或地理區位的 REITs 也使投資人更容易去預測其未來表現。總而言之，集中有較高的流動性，而使得成長的基金有較低的成本與較高的股價。Capozza and Seguin(1999)的發現，建議 REITs 應採集中的投資策略以使投資人了解並吸引投資人。

正常說來，本文應當依據像 Capozza and Seguin 那二篇高品質的研究來做以下的建議，然而即使該二篇以作了詳盡的研究，但仍有其限制所在。二篇研究的資料時間皆為 1985~1992 年間，所以本文無法確定如此的結果是否可一般化於 1993 年之後所發行的新 REITs，因此，本文可能需要更近幾年的實證證據以重新確認上述的發現。

## 七、我們學到什麼

本章節的主旨整理如下：

- 對 REITs 傳統的觀念皆認為，REITs 必須要分散投資以降低風險。
- 然而，財務文獻卻告訴我們，REITs 不需要分散投資，因為投資人會自行採分散的投資策略。
- 若分散策略與成本有關，則 REITs 應該採用集中的投資策略。這想法似乎在 REITs 市場上已獲得共識。
- 然而，若 REITs 採集中的投資策略，則破產的機會較大。基於此，若 REITs 有較高的槓桿比率或資產難以估價，則應傾向採用分散的投資策略。
- 採分散投資策略的 REITs 會有較高的營運成本。然而，利潤的增加可能是因為使用分散的投資策略，部分補償了成本的支出。因此，使用集中或分散投資策略的 REITs 其最終的獲利可能一致。
- 不動產的績效與專門於該類型不動產的 REITs 報酬間互有關係。
- 證據指出，因為投資人與戴方必須支付成本以取得 REITs 估價的資訊，故他們可能會偏好採集中投資策略的 REITs。

## 八、結論

很明顯地，在了解集中或分散投資策略間的抵換關係前，還有許多研究必須去做。我們知道一檔 REITs 不應該只為了降低風險而採分散的投資策略，而是應該以負債程度高低(指會有較高的破產可能)與所擁有之資產估價或以合理價格售出的難易程度(指當破產時會有較高的流動性成本)，來決定採用何種策略。然而，既然大多數的 REITs 使用較低的負債比，且 REITs 的相關資訊也較過去更易取得，因此本文預期未來將會有愈來愈多的 REITs 採集中的投資策略。

儘管如此，即使 REITs 欲採集中的投資策略，但有限的市場機會卻不允許如此。尤其是當 REITs 採用成長策略或規模隨時間而增加時更是如此。Capozza and Lee(1995)指出小規模的 REITs 更容易地理區位集中，而這是因為小規模的 REITs 不需要去尋找太多的投資機會；然而，大規模的 REITs 為了獲得更多的投資機會而必須拓展其市場區域，所以我們可以看見有些 REITs 採用分散的投資策略，但這並非是它想要的。

建議 REITs 若必須拓展其不動產市場以尋求足夠的投資績效以支持其成長，則其應該保留一部分的本業(如不動產類型集中或地理區位集中)，換句話說，綜合可獲得的理論爭議與實證證據，本文可以保守地說：對 REITs 而言，將其資產分配在數種不動產類型或地理區位上是不明智的。因此，本文強烈建議 REITs 在其投資組合的管理上應集中在某種類型的投資。

## 【心得感想】

佩宜：

本章除了說明集中策略以及分散策略各有其利弊得失外，主要提供我們一個概念，「REIT 本身不需分散投資，個別投資者可以藉由持有不同 REIT，自行進行投資組合，以達到投資組合的目的」，並且建議 REITs 在其投資組合的管理上應集中在某種類型的投資。因此，雖然分散投資策略的立論點主要在於可以獲得類型分散或地區分散等風險分散之利益，但是投資者亦可透過自己持有的 REIT 來組合，也可使風險分散。另外在 REITs 的相關資訊較過去更容易取得的情況下，REITs 採集中投資策略的管理成本比較低，而且採行集中投資策略的情況下，投資人對於該檔 REIT 的了解也會比較深入且清楚。綜合上述，似乎集中投資較具優勢。然而，國內在審查標準中卻有對初始投資不動產的比例做規定，也就是每件不動產價值不得超過其計畫購買價值的 45%，進而使剩下的 55% 轉而去投資其他的不動產（同類型或不同類型），如此一來，可能產生引導分散投資的效果，故此項規定尚有討論的空間。

詩薇：

本篇提到 REITs 若必須拓展其不動產市場以尋求足夠的投資績效以支持其成長，則其應該保留一部分的本業，如不動產類型集中或地理區位集中，而建議 REITs 在其投資組合的管理上集中於某種類型的投資，因為 REITs 並不需要進行投資組合，投資人自行會進行投資組合，而過去之所以會有此爭論，原因在於投資人係以 REITs 的績效表現作為管理者的判斷依據，使得 REITs 管理者傾向採分散的投資策略，但隨著投資人愈益了解 REITs 的同時，任何的投資策略皆被投資人認為是零淨現值的方案，故在成本的考量下，管理者仍應採集中的投資策略。然而，本篇亦提到 REITs 的報酬會因不動產類型的差異而有所不同，因此，若 REITs 管理者為避免集中投資某種類型不動產而造成現金流量的不穩定，而又在採集中投資策略較具優勢的前提條件下，則是否意味著 REITs 管理者應該採地理區位的集中？目前實務上全球 REITs 基金(如寶來全球 19)，其投資策略即先由上而下(top-down)動態配置投資區域，進而再由下而上(bottom-up)嚴選各投資標的，而這是否說明實務上仍以區位作為選擇 REITs 的主要考量？

## 課堂討論：

**張老師：**投資策略採集中或分散好，可分別從供給者與需求者來探討。供給者方面就是 REIT 的創始機構採分散或集中的投資策略，如新光一號比較是分散策略，而需求者方面就是 REIT 的投資人應集中投資於單一 REIT 亦或分散投資於不同的 REIT；此外，不動產類型與區位的集中或分散亦是值得探討的議題，如國內似乎有明顯的地理區位集中，但辦公室市場的漲跌與住宅市場的漲跌並不一致，所以不動產類型與區位誰比較重要？其實投資於 2 或 3 個不動產即可達到分散的效果，因為不動產的異質性較強，因此不似股票或基金需要多種標的來達到分散風險的效果。然而不動產分散風險的效果如何是可以進一步去想的，首先就先想想在國內是集中或分散好？

**怡文：**對於新光一號採分散的投資策略似乎沒有特別的感覺。

**張老師：**回到不同時間點的差異，如北部房地產大漲，而集中投資於北部是比較好的，但 downside 時又如何？

**志文：**風險分散就是報酬分散，故時間點很重要，但若投資人不了解而不易找到對的時間點，則相對地集中投資會讓投資人遭受較高的風險。

**怡蕙：**投資人是不理性的，故往往會為了追高而採集中策略而忽略風險的本質，但經理人為達到績效而會採分散投資。

**穎慧：**REIT 會專注於某一類型的不動產。

**張老師：**投資人較少分散風險的概念，然而 REIT、期貨與營建股間彼此的分散程度會較投資同類型金融商品的分散好，故集中於本業可以獲得良好資訊以得到良好的績效，似乎更為重要。國內目前差異不大，而未來發展才是重要的，國內未來仍有不錯的發展，因此大家可想想國外經驗而掌握先機。