

# CH4 Advisor Puzzle

**Is Doing it Yourself Better  
Than Outsourcing ?**

## Introduction

**REIT的創造**

**for**

**被動式投資工具**

- **Before 1986** **強制外部管理**
- **After 1986** **內外並行**
- **Which is better ?**

## The Evolution before 1986

Property manager

Self-dealing

Advisor

~~股東權益~~

## The Evolution after 1986

1991年 Kimco Realty的 IPO

2001年 Ambrose and Linneman

內部顧問

infinite-life REITs

外部顧問

# Tables

表4.1 1993-97年不同類型房地產管理結構的REIT

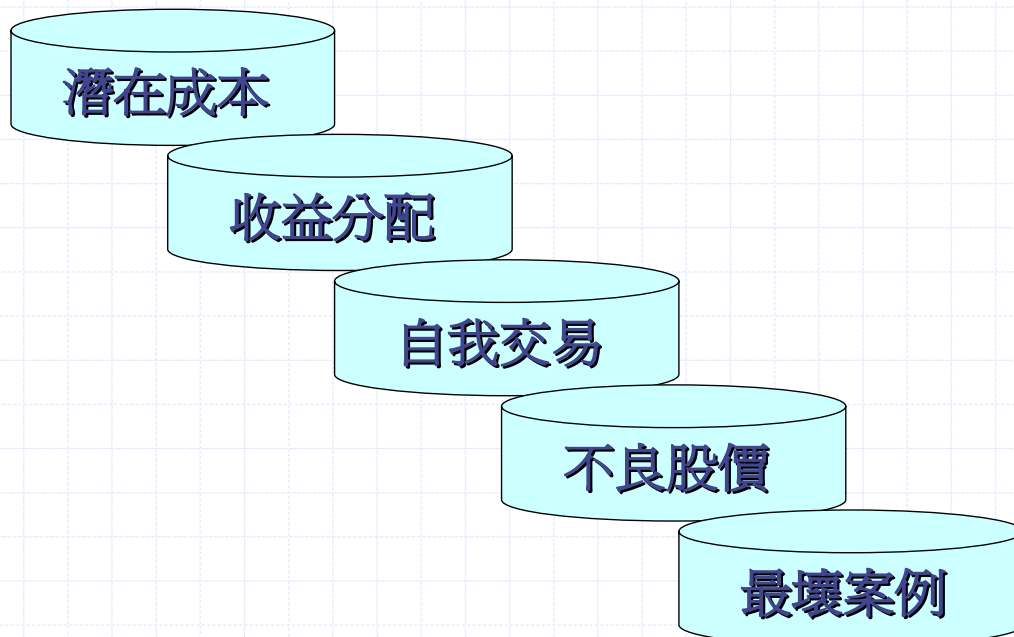
Management structure	1997	1996	1995	1994	1993
Internally managed	164	120	118	73	41
Management affiliate	54	70	71	51	76
Unrelated third party	50	62	77	58	67
More than one type	0	0	6	11	12
Total	268	252	260	171	172

表4.2 1993-2000年不同類型顧問型態的REIT

Advisor style	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993
External advisor	95	105	87	93	100	112	N/A	N/A
Internal advisor	174	189	194	193	186	178	133	83
Total	269	294	281	286	286	290	133	83

**新創立的 REITs皆為內部管理**

## The Problems With Using External Advisors



# The Problem of Using Internal Advisors

## UPREIT

- 極大化合夥持份持有者財產之價值，非 REIT 之股東權益。

## Agency costs

- 外部顧問有額外之代理人問題，因此內部顧問較外部顧問的REIT更適合處理代理成本。

# Which One to Use : External or Internal ?

股價

Cannon and Vogt(1995)  
Capozza and Seguin(1998)

經營績效

Ambrose and Linneman  
(2001)

# Issues Complicated by Compensation Schemes

**formula-based**

**外部顧問**

**discretionary-based**

**內部顧問**

- **Golec(1994)**

## What Have We Learned ?

- 內部顧問/管理 V.S.外部顧問/管理
- 外部顧問不以 REIT股東利益最大化為考量。相反的，最大化自身利益。
- 內部顧問亦有代理人成本問題。
- 內部顧問的股票表現平均優於外部管理顧問。
- 內部管理/顧問中，受控制 REITs之財務表現劣於不受控制者。

## What Have We Learned ?

- 知名內部管理/顧問的財務績效優於其他。
- 內部顧問的經營績效略優於外部顧問。但差距逐年消失。
- 市場的壓力下，外部顧問改變、改善績效。
- 報酬方案對於顧問績效非常重要。使用資產規模作為報酬基礎並非好方法。
- 內部顧問的REIT可能較使用外部顧問者為佳。

## What is the Future Direction ?

- 使用內部顧問可以減少（非消除）REIT市場普遍存在的代理成本問題。
- REIT Modernization
- 外部顧問正努力改善他們的效率，使外部顧問與內部顧問間之績效並無差異。

## What About Taiwan ?

- 成立子公司來管理不動產，在本質上是屬於外部還是內部？
- 公司經營階層是否應持有股份，所有權與經營權分離。
- 納入如沙氏法案，一般公司適用的資訊安全政策標準

## What About Taiwan ?

- 在合法的範圍內為自己最大的利益而努力，REITs股東權利將會被犧牲。
- 如何設計報酬契約以減少代理人成本問題？非運用資產規模大小計算，還是要用股價表現？