

第五章 REITs之規模經濟

Does SIZE matter?



Intro

- 網路公司合併趨勢→創造優勢地位
- 1990 年中期時，REITs合併活動明顯增加
- 1993~1996 年大型REITs之IPO有爆炸性成長

經濟規模→降低營運成本及增加獲利
未來只剩下少數超大銀行？

大型REITs比小型的更有優勢？

Outline

幫助

投資者如何選擇REITs
小規模REITs經營者之管理策略

- REITs之規模大小→決定獲利的重要因素？
- 其他人如何研究？
- 合併(merger)及增購(acquisition) 成爲工具？

正方：支持大型REITs

- Linneman(1997) REITs規模假說：大型REITs在收益、支出及資本等方面，都優於小型之REITs，且可位於主導地位
- Campbell, Ghosh & Sirman(2000)：1994~1998年間有85件REITs合併交易
- 爲何預期中的超大型REITs現象尚未發生？
- 大規模之REITs是否真正享有規模經濟之優點？
- 是否還有其他利益可以獲得？

規模經濟利益？

正
方

正方

- **Ambrose and Linneman (2001)** 獲利↑、租金收益率↑
資本化率↓、資金成本↓。
- **Bers and Springer(1998a,b)** 減少各類成本。
外部管理、低槓桿、多樣性、M-REITs、特定財產REITs
→不同型態的規模經濟皆不同

反方

反
方

- **Vogel(1997)**成本函數為非線性
- **Yang(2001)**且有最適規模，超出最適點時，會產生規模不經濟
- **Ambrose等(2000)**沒有證據可以支持規模經濟假說

大型REITs可以獲得的其他利益？

正
方

Rosenthal(1996)

- 有優勢去購買較大且收益更高的財產
- 較易發現更佳的投资機會
- 吸引更多證券分析師去投資以增加監督並減少REITs的潛在代理成本

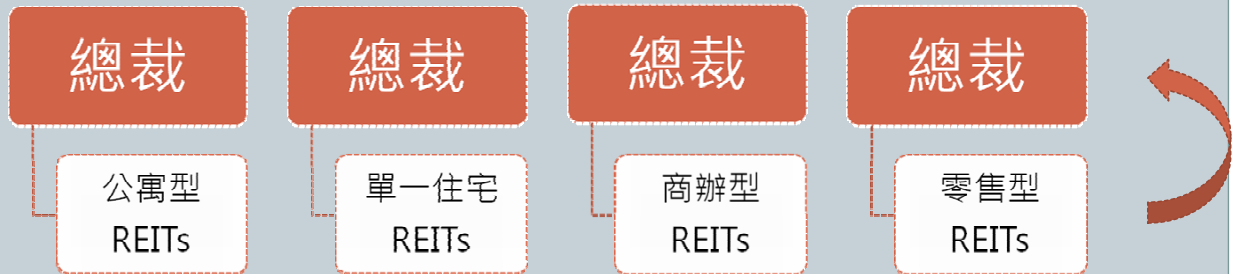
反方

反
方

- 沒有理由以合併來獲得投資大規模財產
- 小規模REITs也做得到
- 現在的市場已有很多法人機構參與

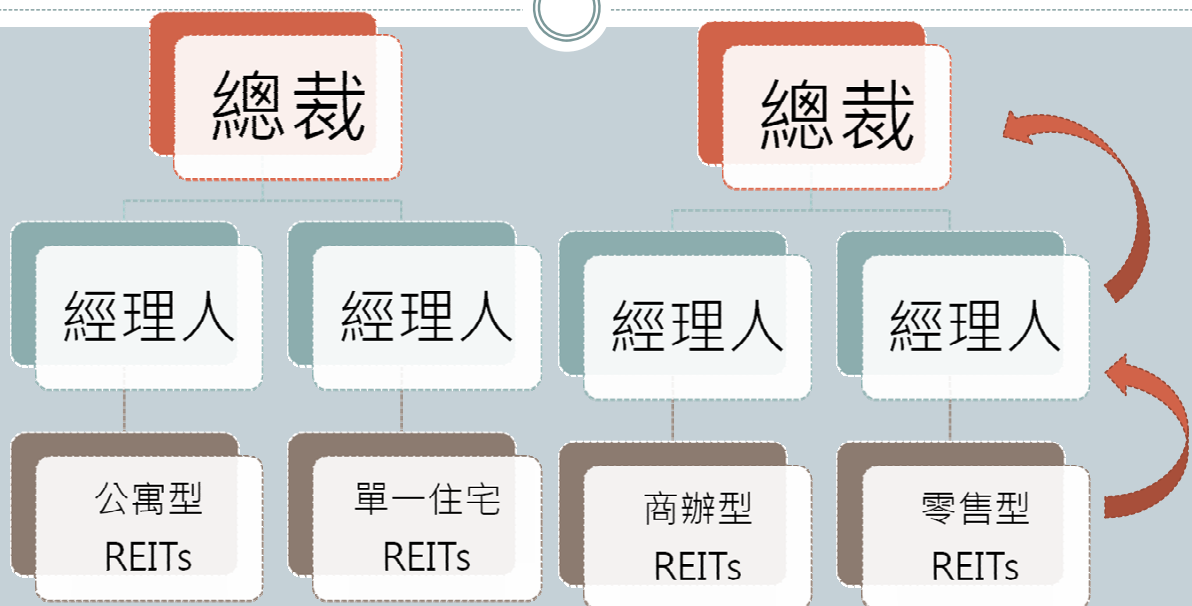
反方：大型REITs

- 溝通困難和減少營運效率



每一部門主管對財產有特殊知識，且
可以和管理財產者直接一起進行決策

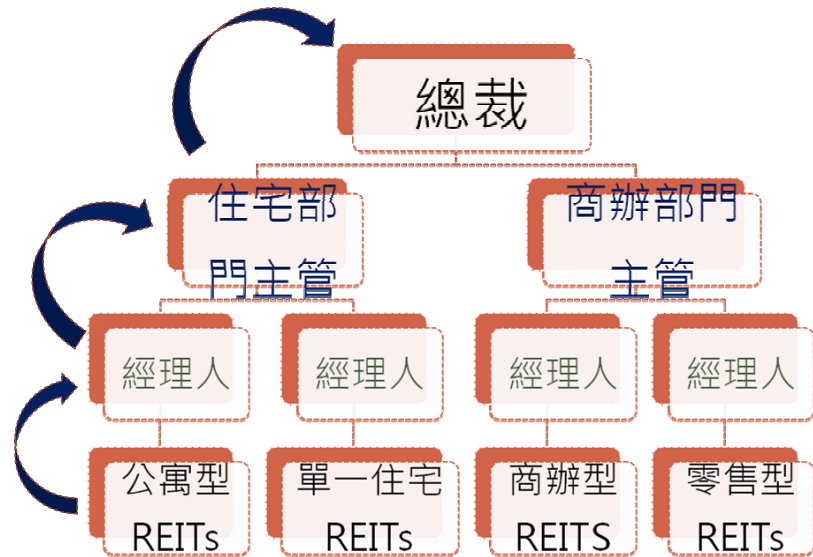
Bigger is Better?



須經過兩個步驟 → 增加額外成本
結構之無效率

Bigger is Better?

- 需多增加某些職位
- 經理則需要瞭解各種型態之知識以進行決策
- 無法如同小型REITs快速的適應外在環境
- 無法在薪資上有明顯的節省



反方：大型REITs

- Fitch(1999) 不動產仍是地方性且專業利基的產業→投資特殊類型和特殊地區的REITs成長機會將受限
- Mueller(1998) REITs變得過大無法找到好標的時，只好屈就於獲利較少者，REITs的EPS成長率會隨規模增加而減緩

數大就是美？

實證結果如何？

- REITs規模是否影響收入？
- 大型和小型REITs在財務表現上之不同？

● → REITs規模和證券報酬

- 小廠商比大廠商有較高的報酬率？

● → REITs的規模和淨資產

規模和證券報酬

Q1: REITs與其他股票相比是否真的規模較小？

- 1962~2000年
REITs證券平均規模約交易量的20%
- 2000年→16%
- REITs證券只是小型股票

Q2: REITs證券市場是否也有這樣的現象？

- 檢驗兩種情況
 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。

REITs規模及其股價表現



- Colwell & Park(1990)大型REITs報酬高於小型
- McIntosh, Liang & Tompkinsy：小型報酬 > 大型
- **結果都不一致？**
- Chen等人(1998)利用規模、帳面市價比、總體經濟變數及不同資產定價模型
- 結果：小型報酬高於大型
- **增加其規模似乎沒有特別好處？**

REITs的規模和淨資產



- Capozza & Lee(1995)小型REITs折價銷售，大型REITs財務槓桿較高

我們可以得到什麼？

- 沒有明確答案。
- 規模大小不是重點→但股票市場較喜愛小型REITs

大型合併活動會越來越多？

- Linneman(1997) 經歷革命性結構合併→少數大型REITs主導市場
- Goodman(1998)有足夠空間使REITs變的越來越大

預言會成真嗎？



檢驗證券市場會如何回應這些合併活動？

正方

REITs合併的實證

反方

合併對股價有正面影響

- Allen & Sirmans(1987)
REITs合併的好處：
 - 稅賦利益
 - 管理效率
- Li, Elayan & Meyer(2001),
McIntosh, Officer &
Born(1989), Elayan and
Young(1998).....

合併活動無預期的好

- Cambell, Ghosh and
Sirman(2001) REITs合
併活動無預期的好

用合併來擴大規模？

- **Campell, GHosh and Sirman(1998)**須符合三個必要條件
 - 察覺經濟規模的確會降低成本，資金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**必須能處理合併而產生的組織問題。

爲何沒有發生？

- 避免**REITs**被強硬併購之法律確實有效

偏好大型REITs？

正
方

- REITs成長至規模經濟可能有益。
- 無證據顯示小型REITs成長會優於大型
- 證據顯示投資人會對大型REITs評價較高
- REITs的合併在1990中期大量出現。

管理者應該合併嗎？

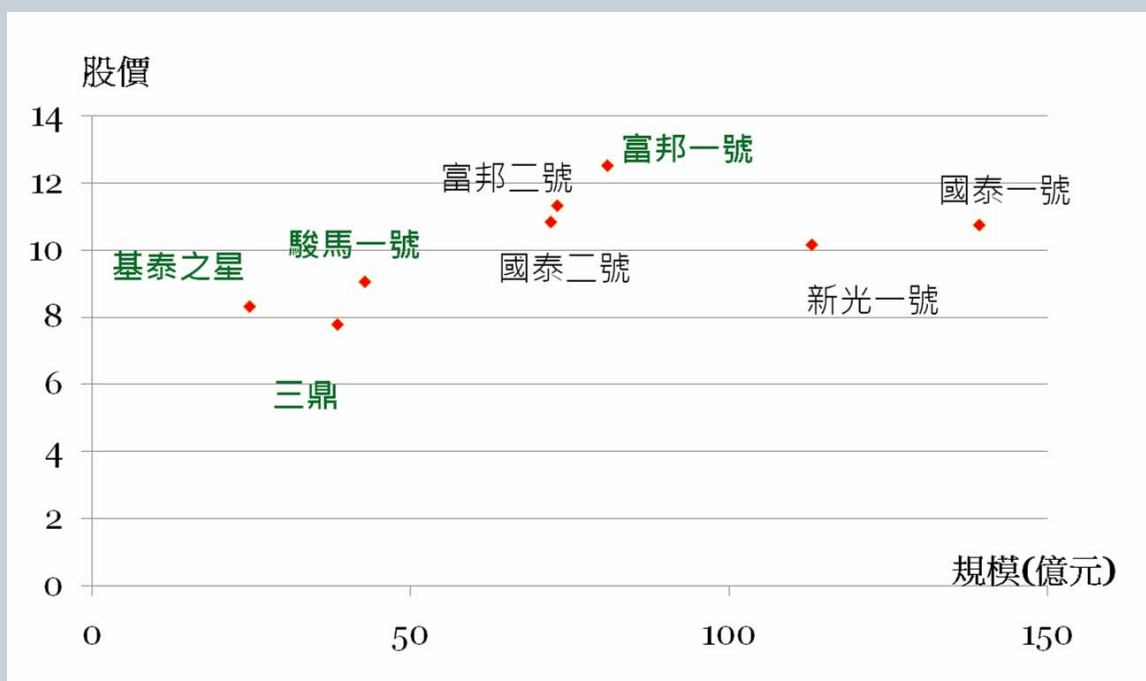
反
方

- 規模太大則利益會消失。
- REITs太大造成溝通困難。
- 地區性產業和數大便是美相違背
- REITs比股票市場相對規模較小
- 投資人對REITs合併的評價並不高
- 未來超大型REITs或寡佔應該不會出現

未來REITs的規模會如何？

- REITs最適規模並沒有明確的答案
- 最適規模會依照每個REITs特色而異
- 建議投資人應注重**基本面**而非規模。

台灣REITs股價與規模散佈圖



股價日期：2008/4/8 綠色字體表折價發行，其餘為溢價發行

台灣的REITs ?



- 大型REITs比小型的更有優勢？→正斜率
- 優勢來自於節省成本？→對財團型的偏好？
- 有優勢去購買較大且收益更高的財產？→封閉型、
融資限制
- 較易發現最佳的投資機會？
- 增加監督並減少REITs的潛在代理成本？

回歸基本面？

台灣八檔REITs投資組合

	富邦R1	國泰R1	新光R1	富邦R2	三鼎	基泰SR	國泰R2	駿馬R1
股價	12.53	10.75	10.16	11.33	7.77	8.31	10.84	9.05
平均屋齡	5.85	25.65	11.25	7.05	17.85	4.75	4.75	15.26
空置率	0.90%	0	3.50%	6.62%	NA	8%	4.48%	2.41%
信評 (長/短)	TWA+/ twA-1	TWA-/ twA-2	TWAA/ twA-1	TWA+/ twA-1	TWA-/ twA-2	TWBBB/ twA-3	A/F1	TWA/ twA-2
持有物業類型比重 (依投資金額)								
辦公	65%	13%	20%	100%	43%	52%	100%	100%
商場	28%	12%	44%		40%			
商務住宅	7%		36%					
物流中心					17%			
飯店		75%				48%		
物業數	4	3	4	3	3	2	3	3
區位	TP	TP	TP 台南	TP	TP 桃園	TP	TP	TP



THANK
YOU