

REIT ECONOMIES OF SCALE



Does Size Matter?

文獻導讀者：廖庭萱

PREFACE

- ◆ 網路公司合併→創造優勢地位
 - ◆ 1990年代中期，REITs合併活動增加
 - ◆ 1993~1996年，大型REITs之IPO有爆炸性成長
 - ◆ 1970~1980年，銀行業合併潮
- 認為經濟規模可降低營運成本與增加利潤



規模較大之REITs 較具優勢？

OUTLINE

Arguments in Favor of Large REITs

規模大小是影響獲利的重要因素？

Arguments Against Large REITs

Net Results of the Evidence

過去的實證研究

The Future of Big Consolidations

以合併與增購為工具？

What Have We Learned ?

What Does the Future Hold for the Size of REITs ?

ARGUMENTS IN FAVOR OF LARGE REITS

Linneman(1997) REITs規模假說

- 大規模REITs在收益、支出及資本等方面，優於小規模REITs，未來可位居主導地位。

Campbell, Ghosh and Sirman(2000)

- 1994~1998年，有85件REITs併購活動

- ◆ 為何預期中的超大規模REITs未出現？
- ◆ 大規模REIT可享有規模經濟利益？可享受其他利益？

ARGUMENTS IN FAVOR OF LARGE REITS

規模經濟利益

Ambrose and Linneman(2001)

- 獲利↑、租金收益率↑、資本化率↓
- 資金成本↓，市值每增加一億元，REITs成本減少2.2%

Bers and Springer(1998)

- 減少各類成本
- 外部管理、低槓桿、多樣性之REITs享有較多規模經濟利益

Vogel(1997)

- REITs之成本函數為非線性

Yang(2001)

- 凹向原點之成本函數曲線
- 超出最適規模時即產生規模不經濟

Ambrose等(2000)

- 沒有證據支持規模經濟假說

ARGUMENTS IN FAVOR OF LARGE REITS

其他利益

Rosenthal(1996)

- 可購買較大且收益較高之財產
- 享有資訊優勢，易發現較佳之投資機會
- 吸引證券分析師投資，可增加監督，減少潛在代理成本

反駁

- 無充足理由
- 小規模REITs也可達到
- 已有許多法人機構參與REITs市場

ARGUMENTS AGAINST LARGE REITS

溝通困難，營運效率降低

(a) 4個小規模REITs

→ 各主管具有特殊知識，可與管理者共同進行決策



ARGUMENTS AGAINST LARGE REITS

(b) 2個中規模REITs

→ 須經過兩步驟，增加成本，結構無效率



ARGUMENTS AGAINST LARGE REITS

(c) 1個大規模REITs

- 須多增加職位，決策經過更多步驟
- 總裁須了解各種知識
- 薪資無法有效節省



ARGUMENTS AGAINST LARGE REITS

Fitch(1999)

- 不動產仍是著重地方性及專業利基的產業，投資特殊地區與投資類型的REITs，成長機會受限

Muller(1998)

- REITs規模過大而無法找到好標的時，屈就於獲利較少者，則EPS成長率會隨規模增加而趨減

NET RESULTS OF THE EVIDENCE

規模與證券報酬

- ◆ REITs證券只是小型股票
 - 1962~2000年，REITs證券之平均規模約佔交易量的20%
 - 2000年，REITs證券規模約佔NYSE(紐約證券交易所)的16%

NET RESULTS OF THE EVIDENCE

規模及股價表現

Colwell and Park(1990)

- 報酬：大規模>小規模

Mcintosh等(1991)

- 報酬：小規模>大規模

Chen等(1998)

- 規模是REITs證券訂價之重要因素
- 報酬：小規模>大規模

- ◆ 對市場投資者而言，增加規模似乎沒有優點

NET RESULTS OF THE EVIDENCE

規模及淨資產價值

Capozza and Lee(1995)

- 小規模者折價銷售，大規模者溢價銷售
- 大規模REITs可得到較高財務槓桿

WHAT CAN WE CONCLUDE?

- ◆ 未有明確答案
- ◆ 規模大小不是重點，但股票市場較偏愛小規模REITs

THE FUTURE OF BIG CONSOLIDATIONS

REITs合併之實證

Allen and Sirmans(1987)

- 合併對REITs有正面影響
 - 稅賦利益
 - 管理效率

Campbell等(2001)

- 採取合併並無預期的好
- 市場呈現負面反應

THE FUTURE OF BIG CONSOLIDATIONS

◆ 以合併擴大規模？

須符合三條件才會發生合併趨勢：

- 察覺規模經濟可降低資金成本，且可取得較低資金成本
- 規模經濟不會很快就下降
- 須能處理因合併而產生的組織問題

◆ 相關法律可避免REITs被惡意併購

WHAT HAVE WE LEARNED

投資者

喜歡大型REITs嗎？

- ◆ 規模經濟對REITs可能有益
- ◆ 規模過大則規模經濟利益消失
- ◆ 決策時溝通之困難
- ◆ 地區性產業與數大便是美相違背

WHAT HAVE WE LEARNED

管理者

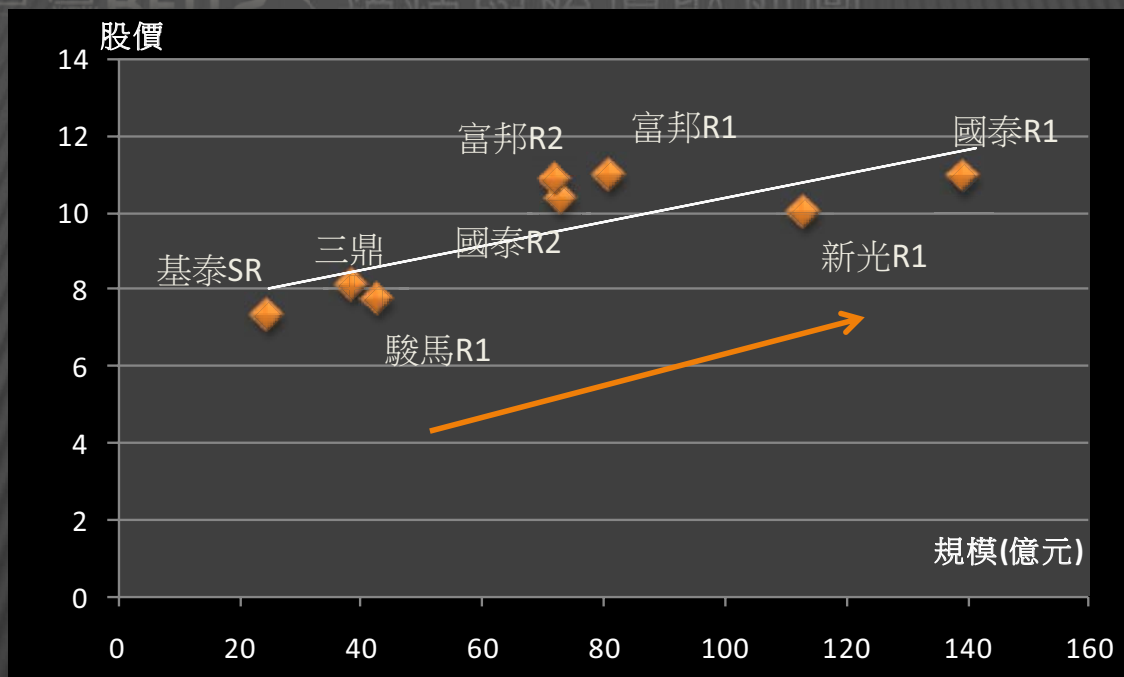
該以合併方式擴大規模嗎？

- ◆ 相較於股票市場，仍屬小規模
- ◆ 無充足證據顯示小規模REITs表現優於大規模者
- ◆ 投資者對大規模REITs資產評價高於小規模
- ◆ 投資者對合併之評價不高
- ◆ 未來應不會出現超大規模REITs

THE FUTURE HOLD FOR THE SIZE OF REITS ...

- ◆ REITs之最適規模 → 無明確的答案
- ◆ 最適規模依各REITs之特色而異
- ◆ 建議投資者應關注基本面

台灣REITs之規模與股價散佈圖



股價為2010/04/09之收盤價

討論

- ◆ 以台灣而言，REITs之規模重要嗎？
- ◆ 與國外相比，有何差異？

Thanks for your listening!