

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：金融博二 陳靜宜 97352505

導讀日期:2010/4/26

報告大綱

- ▶ 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、有關分散議題的三個問題
- ▶ 六、新的證據與爭論
- ▶ 七、我們學到什麼
- ▶ 八、結論

一、前言

- ▶ REIT 應該集中或分散？
- ▶ **分散投資策略**—投資組合中持有多樣性的投資標的可以降低風險。
- ▶ **集中投資策略**—個別投資者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，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。故REIT 本身是否分散投資則不是他們所在意的重點。

一、前言(續)

- ▶ 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。

一、前言(續)

- ▶ 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？
- ▶ 本章首先歸納一些從經理人與分析師那邊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，提出評論。

二、業界的人怎麼說

- ▶ 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。
- ▶ 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。

二、業界的人怎麼說(續)

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。
Kistner (1996)	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)	作者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。

集中策略之優點	集中策略之缺點
<ul style="list-style-type: none"> □ 能更深入的瞭解特定市場。 □ 不必擔心太多的市場。 □ 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。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 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。

三、REIT 經理人的功能

- ▶ 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。

三、REIT 經理人的功能(續)

- ▶ 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。
- ▶ 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。

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
工業/辦公室							
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
零售							
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		
住宅							
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
多樣類型	48	37	29	27	26	24	20
休閒飯店	10	12	14	14	15	15	15
自營倉庫	21	20	13	7	7	5	4
醫療	12	12	12	12	12	13	13
特別類型							
三方淨租賃	8	7	7	9	10	7	8
其他	3	3	3	2			
抵押貸款	10	8	9	18	18	23	24
總計	226	219	199	211	209	210	200

三、REIT 經理人的功能(續)

- ▶ NAREIT 在2000 年的統計摘要中，將REIT 分為八種類型（表7.1），從表中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。

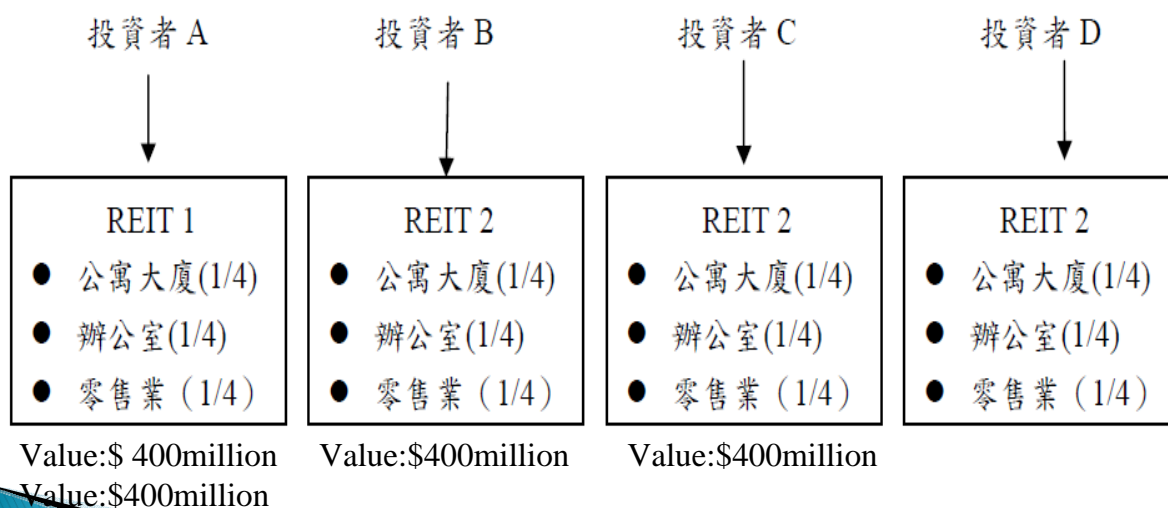
四、分散或不分散之優缺點

- ▶ 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**。

(一) 反對分散策略

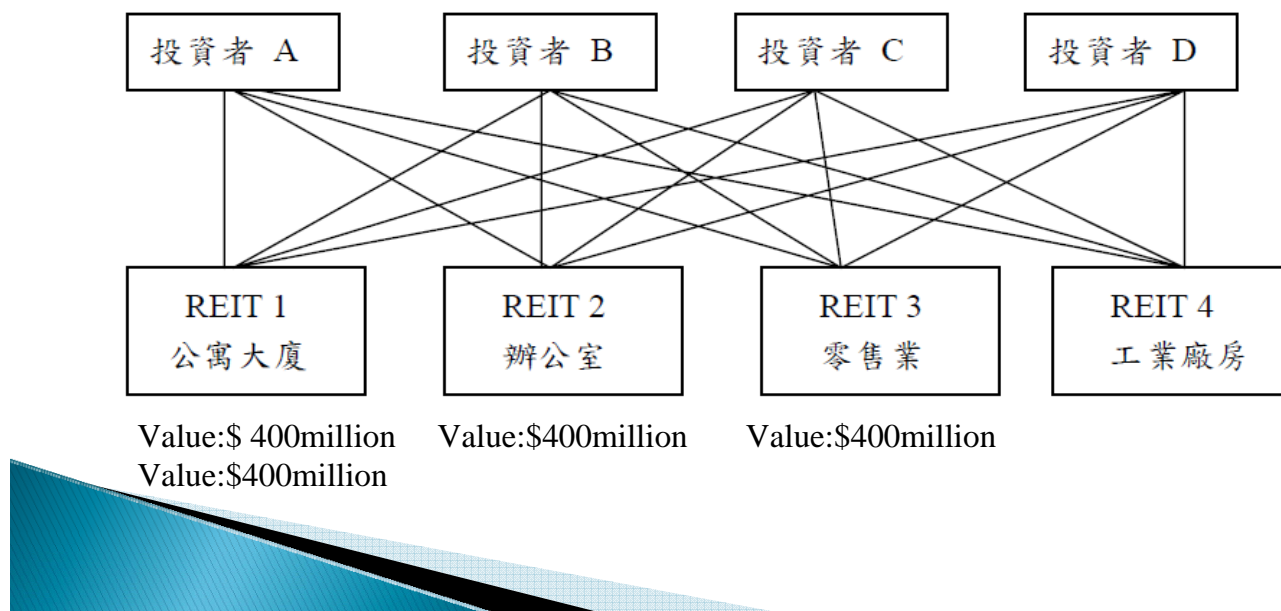
在案例A中，假設四個投資團體（A、B、C、D）及獨立的四家REIT公司，每家公司都有40億元的規模，均採分散化投資策略，各投資於公寓、商辦、零售業及廠房10億，每個投資人都持有1家REIT股票

案例A：四個分散 REITs



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（40 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 B：四個集中 REITs



- ▶ 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。REIT不用案例A之形式就有風險分散的效益。
- ▶ Gyourko and Nelling (1996) 研究針對不動產類型與地理區位分散投資對於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效益，REIT 並不需要分散化投資。
- ▶ Chen and Peiser (1999) 的研究也顯示在利用不動產類型分散風險後，REIT 分散投資有較低的投資報酬率。
- ▶ 上述兩篇文章均指出藉由不動產類型以分散風險並不會提高REIT 的價值。

(二) 分散策略

- ▶ 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。
- ▶ **投資人觀點**，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。
- ▶ **管理者觀點**，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。
 - (1) 以心理與績效評價的觀點出發
 - (2) 不穩定的現金流量，反而增加破產的可能。

(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 的獲利與資產估價上**。
- ▶ 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**。
- ▶ 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。

(三) 小結(續)

- ▶ 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。

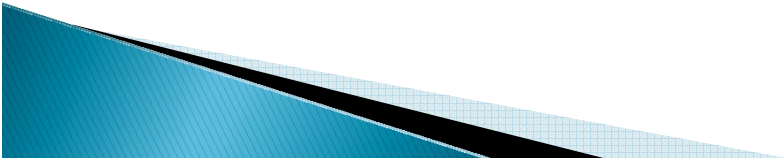
五、分散議題有關的三個問題

- ▶ (一) REIT 類型和不動產市場有關嗎？
- ▶ (二) 不動產類型會決定 REIT 的報酬嗎？
- ▶ (三) 誰是贏家？我們該關心嗎？

(一) REIT 類型和不動產市場有關嗎？

- ▶ Mueller and Laposa(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。
 - ▶ Chen and Peiser(1999)，檢驗 1993~1997 年間具有相似績效表現的各檔REIT，指出REIT 的績效表現與不動產市場的表現有關。
 - ▶ 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**。但因為此研究只包含一種不動產類型，因此我們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 Laposa(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。**
- 

(三) 誰是贏家？我們該關心嗎？

- ▶ Mueller and Laposa(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
- ▶ 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。

(三) 誰是贏家？我們該關心嗎？(續)

- ▶ 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。
- ▶ 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 β 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 β 值。
- ▶ 同時，該研究也指出，投資者以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

- ▶ Capozza and Seguin 於1998 年的研究中，首先，發現採分散投資策略的REIT 有較高的營運成本，然而，此較高的營運成本卻只有當REIT投資組合中有**多種不動產類型時才會發生**，若REIT投資多種**地理區位**則不會；
- ▶ 此外，採分散策略的REIT必須有較高的獲利，以補(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REIT，在REIT 獲利線上不會有任何的效益，指出REIT 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。

六、新的證據與爭論(續)

- ▶ Capozza and Seguin(1999)擴張他們的分析，發現REIT **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REIT 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**。
- ▶ 採分散投資策略的 REIT，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REIT 所產生現金流量的價值，即集中投資的REIT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REIT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REIT應採集中的投資策略以使投資人了解並吸引投資人。

七、我們學到什麼

- ▶ 對REIT傳統的觀念皆認為，REIT必須要**分散投資**以降低風險。
- ▶ 財務文獻卻告訴我們，REIT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REIT 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。
- ▶ 若REIT **採集中的投資策略**，則**破產的機會較大**。基於此，REIT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。

七、我們學到什麼(續)

- ▶ 採分散投資策略的 REIT 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REIT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REIT報酬間互有關係。
- ▶ 證據指出，因為投資人與貸方必須**支付成本以取得REIT估價的資訊**，故他們可能會偏好採**集中投資策略的REIT**。

八、結論

- ▶ 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。
- ▶ **大多數的REIT 使用較低的負債比**，且REIT 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。

八、結論(續)

- ▶ Capozza and Lee(1995)指出小規模的REIT 更容易地理區位集中，而這是因為小規模的REIT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REIT 採用分散的投資策略，但這並非是它想要的。
- ▶ 建議REIT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REIT 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REIT 在其投資組合的管理上應集中在某種類型的投資。**

討論：

- ▶ 一、就應用投資組合理論於REITs而言，在國內以何種策略效果較佳？集中或分散？
- ▶ 二、若就分散策略而言，以類型分散或是區位分散效果佳？

(補充:因為不動產可以類型或區位來分散投資，因此實務操作可以分為四個類型:1. 區位、類型皆分散;2.區位、類型皆集中;3. 區位集中、類型分散; 4. 區位分散、類型集中。就國外研究集中化與分散化時，多區分為僅類型(區位)集中或分散，例如討論類型集中或分散時，就不考慮區位因素。)

基金名稱	富邦 R1	國泰 R1	新光 R1	富邦 R2	三鼎	基泰 SR	國泰 R2	駝馬 R1
投資標的	富邦人壽大樓 富邦中山大樓 天母富邦大樓 潤泰中崙(商場)	喜來登飯店 台北西門大樓 台北中華大樓	新光天母傑仕堡 新光國際商場 台証金融大樓 台南新光三越 新光信義華廈 新光中山大樓	潤泰中崙(辦公室) 富邦內湖大樓 富邦民生大樓	前矜 21 大樓 香檳大廈 誠品物流大樓	基泰世紀羅浮 大湖商旅大樓	民生商業大樓 世界大樓 安和商業大樓	國產實業大樓 中鼎大樓 漢偉資訊大樓
類型	商辦大樓 (65.3%) 商務住宅 (6.8%) 商場 (27.9%)	觀光飯店 (76.3%) 百貨商產 (12.6%) 商辦大樓 (12.1)	商辦大樓 (20%) 百貨商場 (27.8%) 住宅(42.2) 百貨商場 (10%)	商辦大樓 (75.4%) 廠辦大樓 (24.6%)	商辦大樓 (43%) 百貨商場 (40%) 物流中心 (17%)	商辦大樓 (52%) 商務旅館、辦公室 店面混合大樓 (48%)	商辦大樓 (100%)	商辦大樓 (54%) 廠辦大樓 (46%)
區位	大台北地區	大台北地區	大台北地區 台南	大台北地區	大台北地區 桃園	大台北地區	大台北地區	大台北地區
98 年收益率	4.48% (1)	4.44% (2)	3.87% (5)	4.19% (3)	3.64% (6)	3.07% (8)	3.95% (4)	3.6% (7)
累計年收益率	4.37% (2)	4.42% (1)	3.84% (6)	4.08% (3)	3.51% (8)	3.63% (7)	4.03% (4)	3.97% (5)
投資組合策略	類型分散	類型集中	類型分散	類型集中	類型分散	類型分散	類型集中	類型分散
綜合分析	1. 在台灣 8 檔 REITs 裡，其投資組合策略有 5 檔採用類型分散，3 檔採用類型集中；綜合看來採用分散策略並無顯著優於集中策略者。(採用分散策略達 5 檔中，三鼎與基泰之表現，反而是在這 8 檔中績效較差的) 2. 台灣這 8 檔大都集中在台北地區，唯有新光 R1 與三鼎有跨區域投資，區位分散並無顯著的績效的表現。 3. 如果以區位分散與類型分散看來，採用類型分散策略是要優於區位分散者。(在所有類型分散者中，比較區位集中與分散之績效)							

心得感想：

- ▶ 由於國內「不動產證券化」第二十五條中所規定的風險分散原則來看，政府似乎比較希望不動產投資朝分散化策略進行。然而，不動產投資策略應該採集中化或分散化在學術上也是爭論不休。而從美國REITs實務經驗看來，目前已有逐漸向集中化趨勢。
- ▶ 同樣的，在台灣發行的REITs看來，目前8檔之投資標的的類型與區位，主要是以商辦大樓、百貨商場、住宅等，多集中在大台北地區。就目前看來，採用集中策略似乎有較分散佳。然而，集中策略在金融震盪衝擊下，是否依舊有較佳之表現?仍是未來值得觀察的重點!

報告完畢~~謝謝!!