

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

Organizational Structure

Is There Such a Thing As a Free Lunch?

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

1

The Costs of Being a REIT

Restriction!!

Ho! 綁手腳的，真不自由

持有人結構

5-30%

公司經營結構

必須委外管理

收益及持有資產之種類

不動產 75%

財務政策

收益 30% 回饋

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

2

[The Costs of Being a REIT]

- Reduced benefits of using debt
 - 性質不合
 - REIT is not pay corporate income taxes
 - REIT must compete with regular firms
 - 稅後成本：REIT > 一般公司
 - **Benefit of using debt**
 - 減少Free cash flow
 - 降低Agency cost

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

3

[The Costs of Being a REIT]

- Reduced Growth Potential
 - 營運收益90%已回饋給投資者
 - 想要增資投資其他不動產
 - 發行新股票→降低每股價值
 - 發行債券→性質不合
- **finite-life REIT** 有自我清償期現表現較佳
 - 一般股市看長期經營
 - REIT反而是短期清償受重視

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

4

[The Costs of Being a REIT]

■ Conflicts of interest between shareholders and managers

- 早期必須委外-管理者與投資者利益衝突



- 開放自行管理後委外仍盛行

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

5

[The Costs of Being a REIT]

■ The problem of market timing

- 一般投資人依照市場景氣投資不動產
- REIT不能短期的買進賣出
 - Properties 4 years
 - Mortgages 6 months
- REIT必須保持一定比例的不動產資產
- 蕭條不能賣，榮景不能買

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

6

[The Costs of Being a REIT]

- Conversion cost
 - MLP → REIT
 - 稅基調整
 - 付出資本利得
 - MLP → UPREIT

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

7

[The Costs of Being a REIT]

- Reduced benefits of using debt
- Reduced Growth Potential
- Conflicts of interest between shareholders and managers
- The problem of market timing
- Conversion cost

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

8

The Net Effect of the REIT Organizational Form

- The tradeoff between Tax benefits and Flotation cost
 - Tax saving 4%
 - Cost saving 1~4%
 - Finance-related cost 2.5%
 - Net benefit of being REIT 2.5~5.5%

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

9

The Net Effect of the REIT Organizational Form

- The tradeoff between Tax benefits and Flotation cost
 - Change COP. → REIT more harm than good
 - Investors 結構改變，高稅賦負擔者喜歡低紅利的股票，低負擔者喜觀高紅利的股票。
 - REIT 相對COP屬於高紅利結構。造成混亂
 - 其他限制與成本。

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

10

Change in Organization Structure

- REIT → COP.
 - 減少股利分配以及資產重組
 - REIT對營運不佳的公司是個負擔
- COP. → REIT
 - 擁有相當充足的資金與資產
 - REIT可以給予健康的公司稅賦優惠
- REIT對組織結構的淨效益為正

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

11

Whether to take advantage of the REIT structure

- REIT進出市場巨量變化時段
 - 市場的景氣變化，進場表示REIT比較有利
 - 1993~2000進出很多，REIT市場結構改變

時間	1970~3	1978~8 3	1985~7	1993~8 ~2000
進場	131		99	174
出場		69		125

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

12

Whether to take advantage of the REIT structure

- 1962~2000 REIT的平均壽命8年
- 詳見資料表格3.3
- 對特定目的特定時間進場。
- REIT的優勢有時效性，打鐵必須趁熱

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

13

A Comparison with the MLP and Corporation structure

- MLP經營型態類似公司
- MLP稅賦優惠類似REIT
- 缺點
 - 為了節稅必須詳細處理會計帳目(行政成本)
 - 有限合夥投資人經營權相當有限(代理成本)
 - 以母子公司型態合將夥利益衝突(代理成本)
- 僅對於高稅族群才有利益

2008/3/21

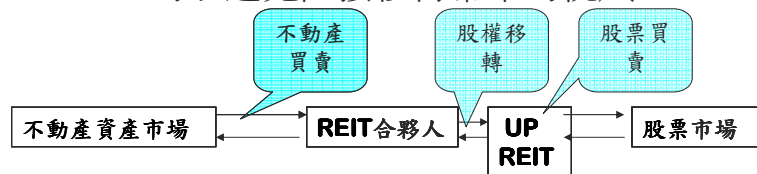
不動產證券化 Ch3 review by Jack

14

New structure: The UPREIT and DOWNREIT

■ UPREIT

- 是一個透過股票的買賣取得不動產權利的方式。
- 可以避免直接移轉帶來的稅賦



2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

15

New structure: The UPREIT and DOWNREIT

■ DOWNREIT

- 結構類同於UPREIT
- 看起來UPREIT and DOWNREIT似乎很划算



2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

16

THE NEW EFFECT THE UPREIT AND DOWNREIT

- 表3.4 UPREIT 在此五年中有明顯成長
- 稅賦優惠是否大於代理成本
 - 賣家不僅在交易完成後才繳交稅賦，在之前亦可不用繳交因遲繳稅金而產生的罰鍰(風險高)
 - UPREIT 取得不動產價格低於REIT、因此UPREIT持有價格低於REIT約14.6%

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

17

WHAT HAVE WE LEARN?

- REIT是否有利要看公司的資產與策略。
 - 高度成長為策略
 - 不動產取得需有彈性
 - 投資特別資產或在動態市場操作
 - 使用高層級之債券
 - 以機構投資者為基本委託者

WHY 大家想想看 答案在後面

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

18

WHAT HAVE WE LEARN?

■ 答案

- REIT 的高股利分配提高發展的成本。
- REIT 可投資的資產限制嚴格。
- 法令禁止REIT 短期買進或賣出持有資產。
- REIT 不用支付複合稅，但是債券要。
- 機構投資者並不用支付複合稅，REIT對他無吸引力。

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

19

WILL THE REIT STRUCTURE SURVIVE?

- 稅賦優惠與降低貸理成本，將是REIT生存的優勢。
- 台灣REIT是否會繼續存活
- 台灣握有大量資產的機構是否願意繼續發行
- 以公司型態經營的REIT能否在台灣生存

2008/3/21

不動產證券化 Ch3 review by Jack

20