

# The Origins and Evolution of Real Estate Investment Trusts

How Far Have We Come and Where Do We Go from Here?

Real Estate Investment Trust  
Chapter 2

地政碩二 翁業軒

## Context

- The History of the REIT Concept
- REITs in the 1960s-80s
- The 1990s: Growth and Change—Again
- The Modern REIT
- The Future of the REIT Concept


Massachusetts trust

Several ups And downs


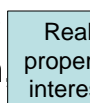
Learn from mistakes

More efficient

## The History of the REIT

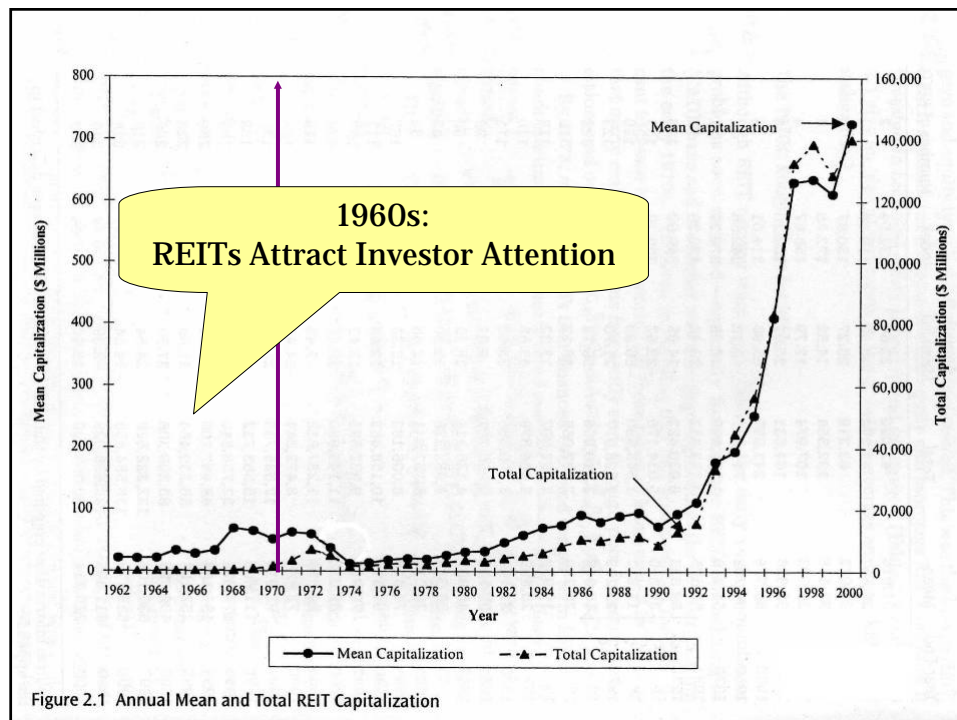
- Massachusetts trust—mid-19<sup>th</sup> century
  - State law 限制法人擁有不動產
  - 股份可移轉性、有限責任、集中專業管理
  - 稅的優惠(trust level、individual level)
- By 1935, 稅賦優惠取消 
- By 1960, 與close-end fund相似的稅賦優惠，提供小額投資者一種低成本、低風險、低門檻且專業經營的工具

## REITs in the 1960s-80s

- 非法人的組織(unincorporated association)
- 意圖仿效封閉型投資公司
- 稅賦優惠→嚴格限制：
  1. Pay out  $\geq 90\%$  taxable income
  2. 5/50 rule
  3. Be an **investor**, as opposed to a **broker** 
  4. Income from real estate sources  $\geq 90\%$
  5. Income from real estate sources  $\geq 75\%$
  6. Assets in RE properties, mortgage, cash government securities  $\geq 75\%$  

## REITs in the 1960s-80s(cont.)

- 導向長期投資(而非財團、不動產公司)
- 被動的投資工具(僱用不動產管理公司)
- 顧問公司為發起人，經理人卻未明顯投資
- REIT結構上的衝突：管理決策&股東
- M-REITs的興起：1968~1970



## 1960s: REITs Attract Investor Attention

- 1960後期REITs興起的原因：
  - 資本市場開始熟悉REITs
  - 高利率→建築開發(C&D)資金短缺

### E-REITs

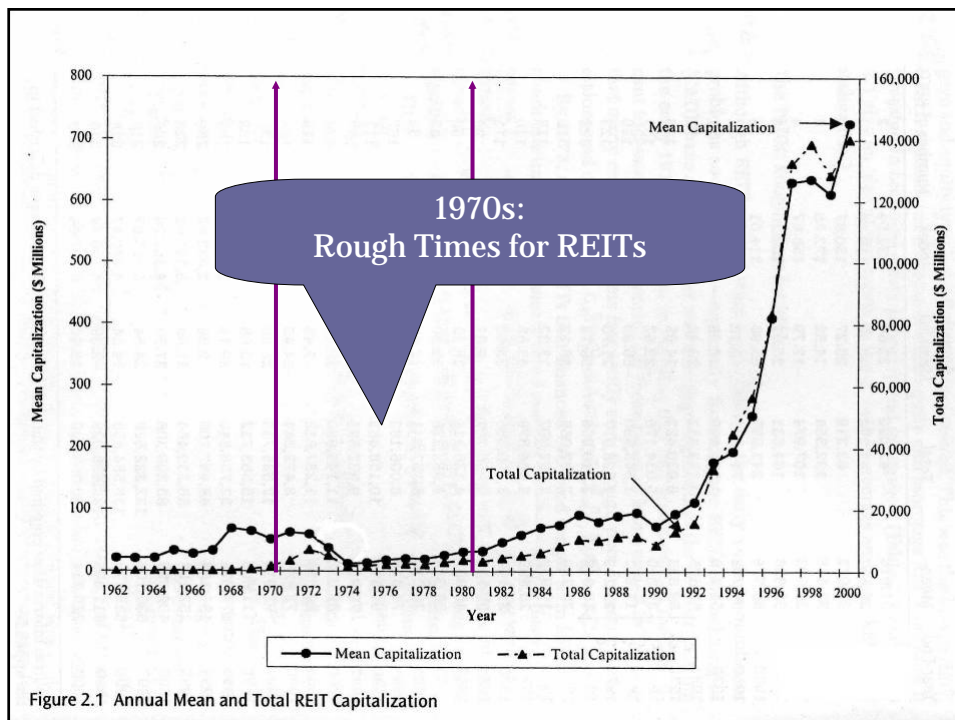
## 1960s: REITs Attract Investor Attention (cont.)

- 1960後期REITs興起的原因：
  - 銀行受法令限制，不能以提高存款利率來籌集資金，貸予C&D(高風險，高利率)
  - M-REITs的利率不受限制

### M-REITs

## 1960s: REITs Attract Investor Attention (cont.)

- Schulkin(1971)根據NAREIT的114檔資料:
  - 45檔主要投資在短期的C&D貸款
  - 60檔從事長期的不動產權益投資
  - 55檔由商業銀行、保險公司、財團擔任顧問，  
13檔以抵押貸款業者擔任顧問
- H-REITs的出現



## 1970s: Rough Times for REITs

- M-REITs
  - 放款給C&D( **overbuilding, interest rate** ↑ )
  - By 1973, 抵押貸款違約, 建商倒閉
  - 借短放長(導致負報酬)

## 1970s: Rough Times for REITs (cont.)

- M-REITs的問題
  - 顧問通常是銀行(缺乏不動產專業)
  - 銀行、REIT、REIT顧問之間的利益衝突：
    - 銀行與REIT顧問收取的費用取決於REIT借貸資金的多寡→高度槓桿
  - 法令規定過於嚴格，管理彈性不佳
    - E.g. 對於資產買賣的限制，限縮了資產多樣化及淘汰不良資產的彈性

## 1970s: Rough Times for REITs (cont.)

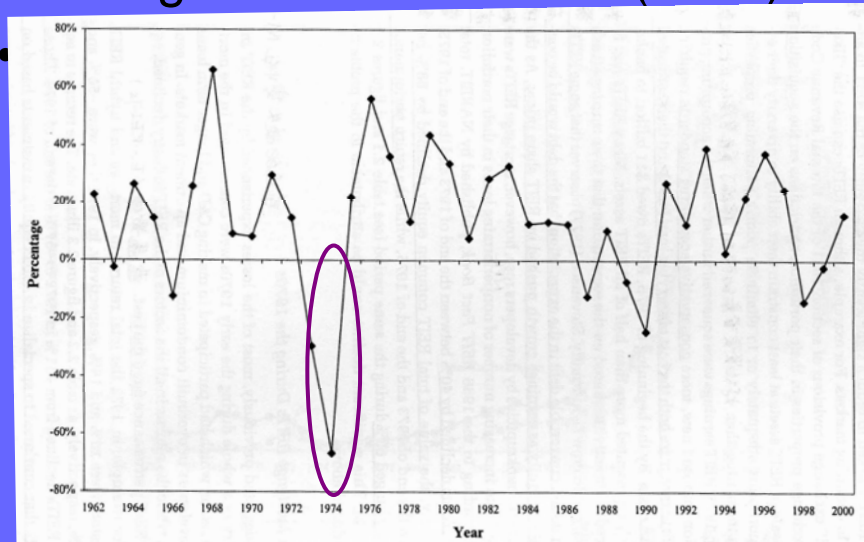


Figure 2.2 Annual Mean Total Returns for All-Publicly-traded REITs

## 1970s: Rough Times for REITs (cont.)

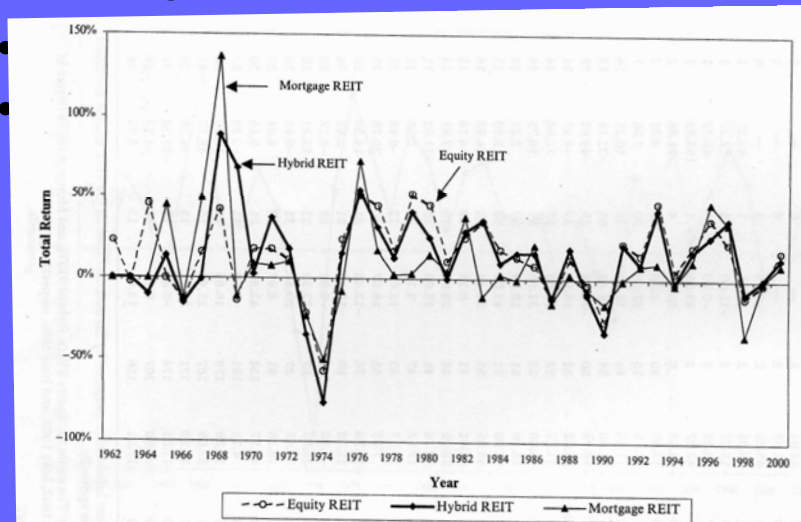
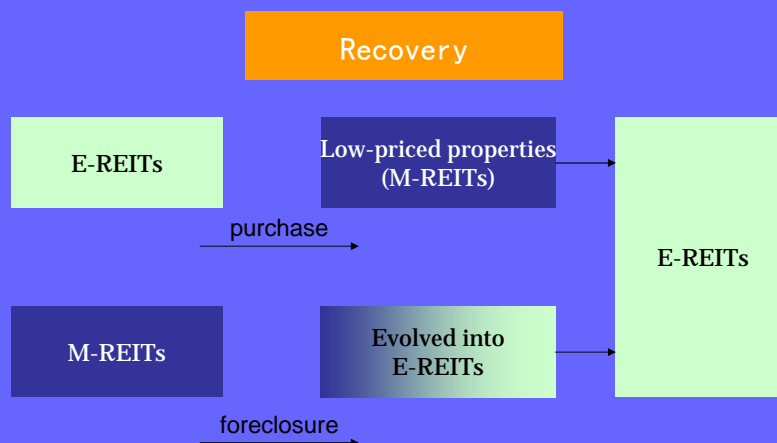


Figure 2.3 Annual Mean Total Return by REIT type

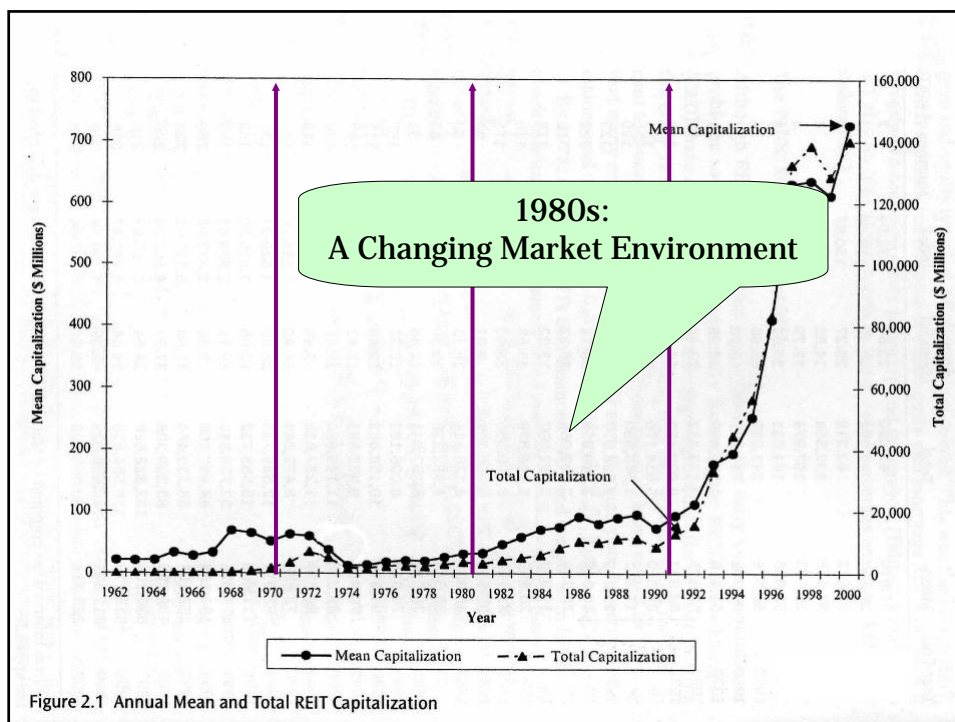
## 1970s: Rough Times for REITs (cont.)

- Tax Reform Act of 1976 (TRA 76)
  - 意外(非故意)的違反75%及90%毛收益的標準，不會被取消稅賦優惠資格
  - 允許REIT出售不動產
  - 法案並非全部對REIT有利  
e.g. 股利支付比例由90%提升到95%
- Sangers, Sirmans, and Turnbull (1990) :  
TRA 76有效降低了REIT的風險，提升其績效表現

## 1970s: Rough Times for REITs (cont.)







## 1980s: A Changing Market Environment

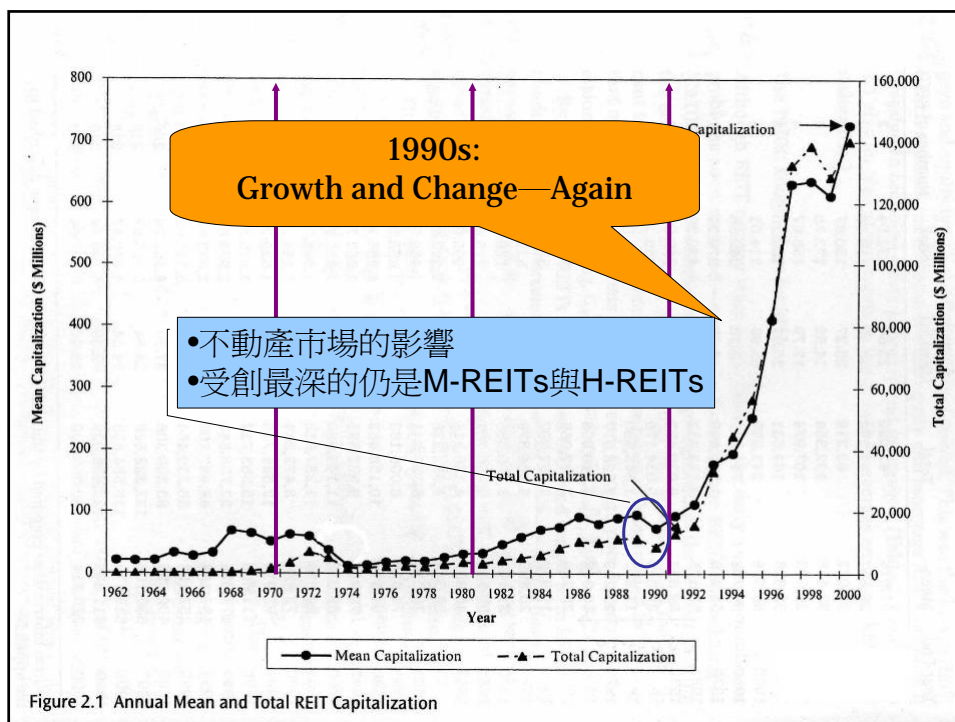
- RELPs的出現
- RELPs的優勢
  - 1981 Economic Recovery Act提供不動產投資稅賦寬減額
    - 營運損失轉嫁
    - 縮短折舊期間
  - 稅盾利益較多
  - 以低於淨值(NAV)出售，且假設淨值不會因此降低
  - 期限屆滿出售不動產的資本利得

**1980s:**  
**A Changing Market Environment (cont.)**

- MLPs (mid-1980)
  - 流動性佳
  - 投資概念類似REITs
  - 稅賦利益類似傳統有限合夥
- FREITs (self-liquidating Finite-life REIT)
  - 在某期限內清算資產 (capital gain)

**1980s:**  
**A Changing Market Environment (cont.)**

- TRA 86
  - RELPs、MLPs失去靠山，不能再以被動收益損失抵扣其他收益
  - 第一個課稅年度寬限：
    - Minimum 100-shareholder requirement
    - 5/50 rule
- REITs對不動產的管理權限擴大
- 內部投資決策
- 積極管理



## 1990s: Growth and Change—Again

- Significant recovery (1990-1995)
  - 報酬指數 149% ↑
  - 資本額 8.5billion→56billion
  - 資產總值 44billion→97billion
  - 檔數117→223
- E-REITs
  - E-REITs: 67→179檔，M&H: 50→44
  - E-REIT資本額佔全體REITs資本額的比，由64%→87%

1990s:  
Growth and Change—Again (cont.)

- M-REITs與H-REITs減少的原因
  - 相對於E-REITs，波動性較高，平均報酬較低
  - 制度創新: UPREITs (umbrella partnership REITs)
    - REITs不直接擁有不動產，而透過營運合夥機構來控制不動產
    - UPREIT的結構幫助E-REITs收購私有不動產
    - 屬於E-REITs的範疇

1990s:  
Growth and Change—Again (cont.)

- Factors in the Growth of the REIT Industry
  - Pension fund: Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993修正，使pension fund符合5/50 rule
  - Structural innovation: UPREIT  
1993, 1994分別有67%與89%的REIT資金來自UPREIT的IPOs
  - REITs管理不動產類型的專業化
- 1993多數的REIT是self-advised且經理人有明顯地投資

## The Modern REIT

- 過去40年稅法支配了REIT產業
- 現代REIT的特色:
  - 專業提升
  - 結構創新
  - 對法人的吸引力
  - 高透明度、低負債水準
- 未來以直接投資(E-REITs)為主
- 規模利益: acquisition, merger

## The Modern REIT

- 合併的好處:
  - 營運效率、營運資金的流動
  - 經濟規模、降低資金成本
  - 財務分析受重視，更易取得資金
  - 股份的流動性
  - 水平、垂直整合帶來的利益

## The Future of the REIT Concept

- 核心概念, 設置REIT的動機
- 沒有雙重課稅
- 組織特性、所有權結構、投資策略  
在稅制許可下持續演進

