

不動產投資信託的 起源與發展

REITs Chapter 2 導讀

地政碩專一 林逸杰

2010/03/15

1

大綱

- 1960 前 REITs 的歷史
- 1960s REITs 吸引投資者的注意
- 1970s REITs 迅速沒落
- 1976 稅制改革行動
- 1980s 變遷中的市場環境
- 1990s 再一次的成長與改變
- REITs 近代現況
- REITs 未來概念

2

大綱(續)

- 美國 REITs 發展經驗的借鏡
- 台灣 REITs 停滯發展的原因
- T-REITs 的未來

1960 前 REITs 的歷史

- 工業革命後的19世紀中葉
- 在波士頓，美國麻薩諸塞州
(Boston, Massachusetts)
- Massachusetts Trust

1960 前 REITs 的歷史(續)

有利的稅務規劃：

- 信託部分排除美國聯邦政府的稅收
- 個人部分允許投資者免稅 分散租賃收入
- 1935年將成功經驗推展到芝加哥、阿馬哈市丹佛

5

1960s REITs 吸引投資者的注意

- 1968-1970 REITs 劇烈戲劇化的上升
- 1967 通過抵押型不動產投資信託 (Mortgage REITs)

6

1960s REITs 吸引投資者的注意(續)

REITs 與資產成長的因素:

- 資金市場更熟悉REITs
- 證券市場的利率過高，使金融機構存款利率受限而來不及追高
- 使建設與發展(C&D)的公司無融資可用運
- 資金流向 REITs

7

1970s REITs 迅速沒落

- 1. 利率的提高
- 2. 缺乏多樣的投資組合
- 3. 超估貸方的開發計畫
- 4. 不動產市場的不景氣

8

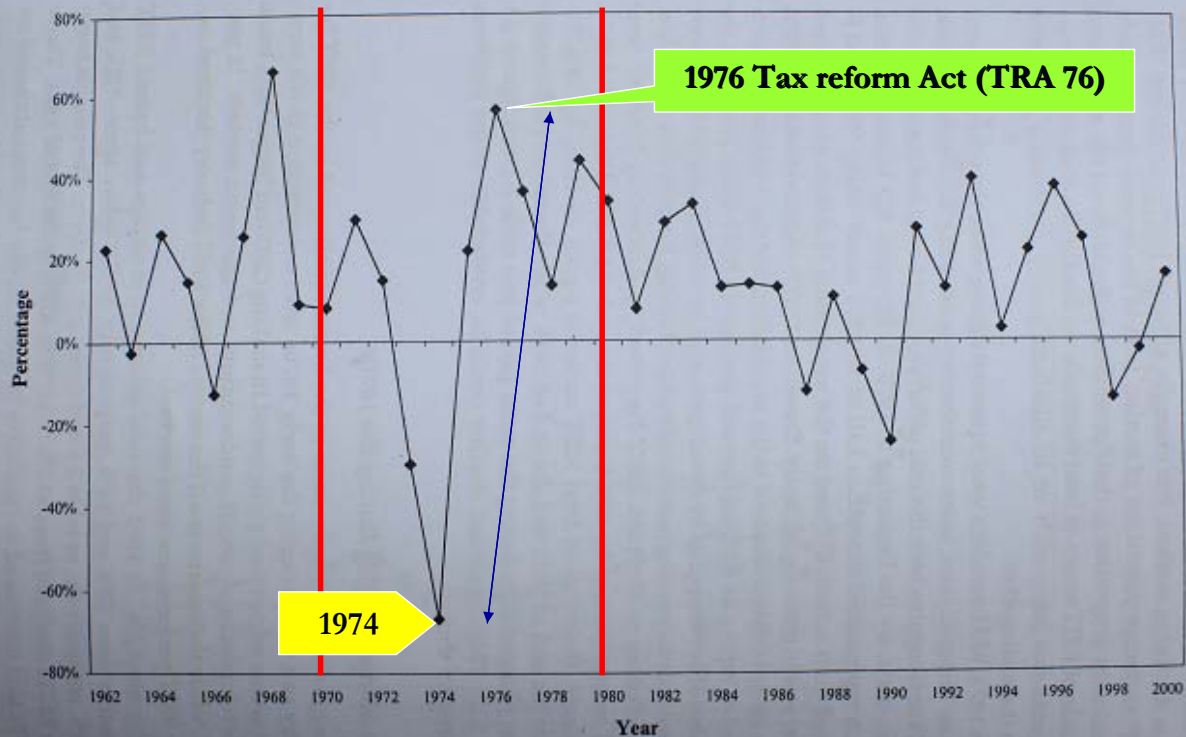


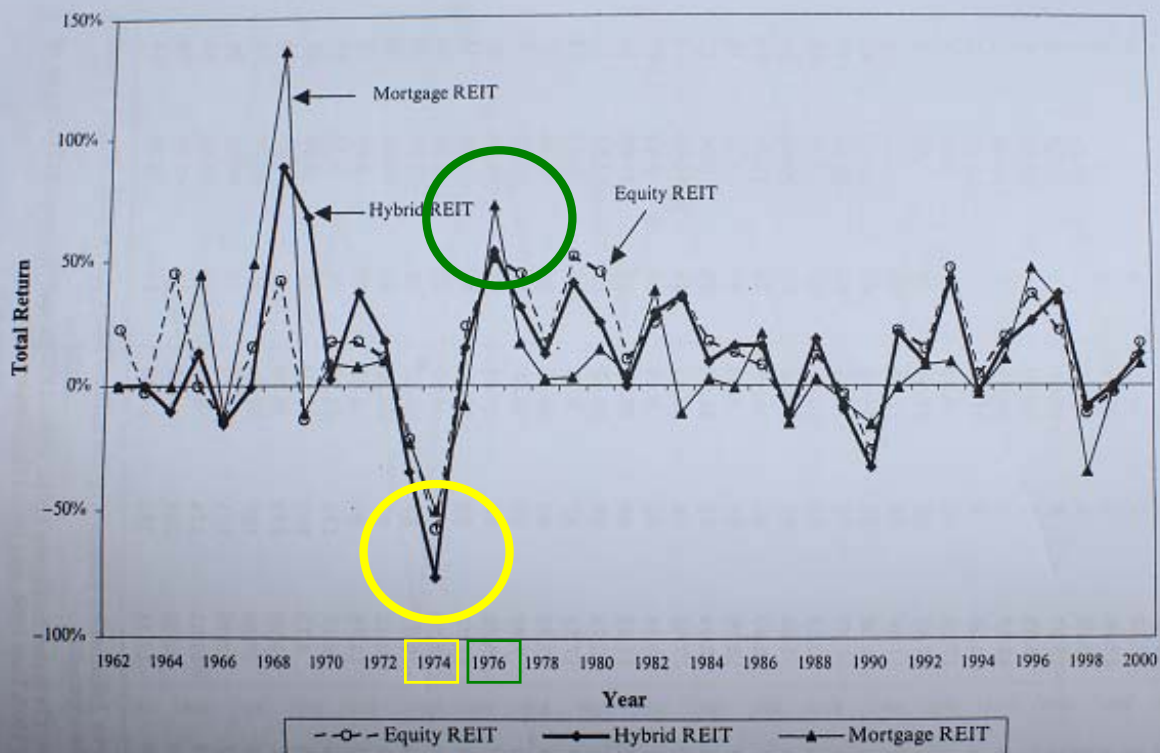
Figure 2.2 Annual Mean Total Returns for All-Publicly-traded REITs

9

1976稅制改革行動

1976 Tax reform Act (TRA 76)

- 90%調高為95%的淨收入分配給股東
- 需有75%以上的總收入與不動產相關
- 防止REITs繼續倒閉惡化
- 健全市場



11

1980s 變遷中的市場環境

1. Real Estate Limited Partnerships (RELPs)
 - 避稅效果佳，可以操作更高的財務槓桿
 - 營運損失可以轉移
2. Master Limited Partnership (MLP)
 - 提供與REITs類似的投資概念與流動性

12

1980s 變遷中的市場環境(續)

3. Self-liquidating Finite-life REIT (FREIT)

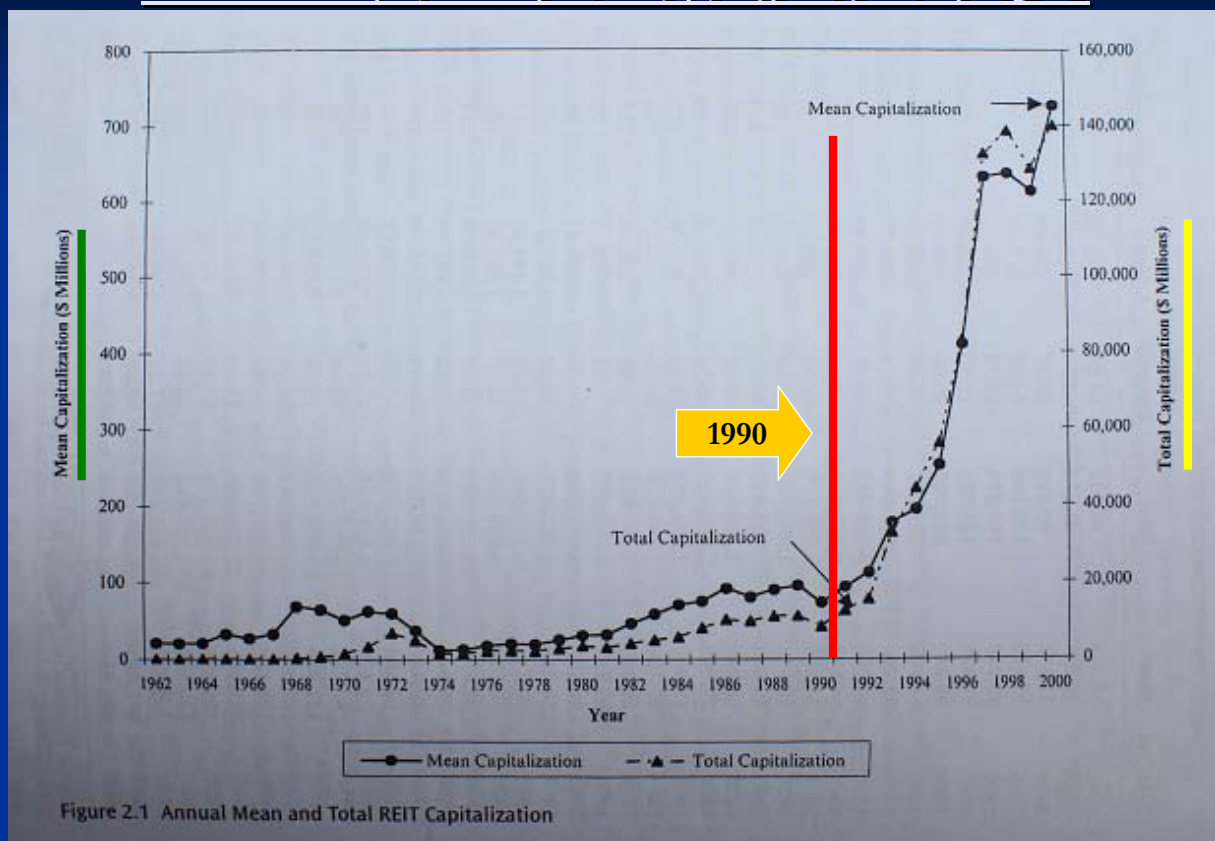
- 限期清算的REITs，活絡資產

4. 1986年 Tax Reform Act (TRA 86)

- RELPs、MLP，不能再以被動收益損失抵扣其他收益

13

1990s 再一次的成長與改變



Total Capitalization

1962-2000 成長 34.54倍

Mean Capitalization

1962-2000 成長3333倍

Table 2.1 Annual Equity-Market Capitalization and Return Performance of Publicly Traded REITs

Year-End	Capitalization (\$ thousands)		Total Return		
	Mean	Total	Annual Mean (%)	Index	Number of REITs
1962	21,010	42,020	22.64	122.64	2
1963	20,637	41,274	-2.58	119.48	2
1964	21,073	63,219	26.27	150.87	3
1965	33,138	132,554	14.52	172.78	4
1966	26,993	107,974	-12.79	150.67	4
1967	32,926	164,631	25.57	189.20	5
1968	68,379	341,895	65.96	314.01	5
1969	64,702	711,717	9.12	342.66	11
1970	51,216	1,587,699	8.06	370.29	31
1971	62,575	3,253,912	29.45	479.36	52
1972	59,823	6,939,422	14.65	549.60	116
1973	37,290	5,034,176	-29.62	386.79	135
1974	11,912	1,548,590	-66.89	128.05	130
1975	13,239	1,628,377	21.70	155.84	123
1976	18,048	2,219,856	56.12	243.31	123
1977	20,399	2,407,057	36.12	331.19	118
1978	19,939	2,292,997	13.32	375.28	115
1979	25,499	2,804,876	43.69	539.25	110
1980	31,449	3,490,866	33.68	720.86	111
1981	32,113	3,050,707	7.61	775.73	95
1982	46,337	4,170,314	28.35	995.67	90
1983	58,615	4,982,276	32.80	1,322.21	85
1984	70,218	5,757,841	12.68	1,489.92	82
1985	74,824	8,006,183	13.33	1,688.54	107
1986	91,518	10,158,482	12.45	1,898.78	111
1987	79,941	9,832,693	-12.43	1,662.73	123
1988	89,918	11,149,880	10.41	1,835.78	124
1989	94,854	11,287,613	-7.46	1,698.81	119
1990	72,426	8,473,844	-24.40	1,284.26	117
1991	92,910	12,635,755	26.86	1,629.27	136
1992	111,969	15,563,732	12.66	1,835.50	139
1993	177,075	32,758,840	39.19	2,554.81	185
1994	194,138	44,457,700	2.66	2,622.68	229
1995	252,195	56,239,464	21.69	3,191.62	223
1996	409,898	83,209,306	37.30	4,382.24	203
1997	630,108	132,322,628	24.54	5,457.67	210
1998	635,573	138,554,856	-14.24	4,680.47	218
1999	611,895	128,498,029	-2.39	4,568.44	210
2000	725,714	140,062,860	15.96	5,297.44	193

Source: Information prepared by the authors using the REIT sample described in the appendix.

Note: The return index series is based on December 1961 = 100.

15

1990s 再一次的成長與改變(續)

1. 1993年 多用途的預算協議

(Omnibus Budget Reconciliation)

- 允許REITs 運用於退基金

2. 不動產資產的類型明顯區分

- 公寓、辦公室、工業廠房、購物中心
倉庫、飯店、汽車旅館等

16

1990s 再一次的成長與改變(續)

3. 結構轉變後的「傘形合作關係」 Umbrella Partnership REIT (UPREIT)
 - 資產標的物由不動產公司提供
 - 資金來源由REITs提供
 - 稅賦延遲效用

17

1990s 再一次的成長與改變(續)

4. 1997年 減輕稅賦行動Taxpayer Relief Act
 - REAT Simplification Act (REITSA)
 - REITs 報酬不超過個人總收入30%
5. 1999年 不動產投資信託現代化行動
REIT Modernization Act (RMA)
 - 課稅所得需分配給股東由原本95%降為90%

18

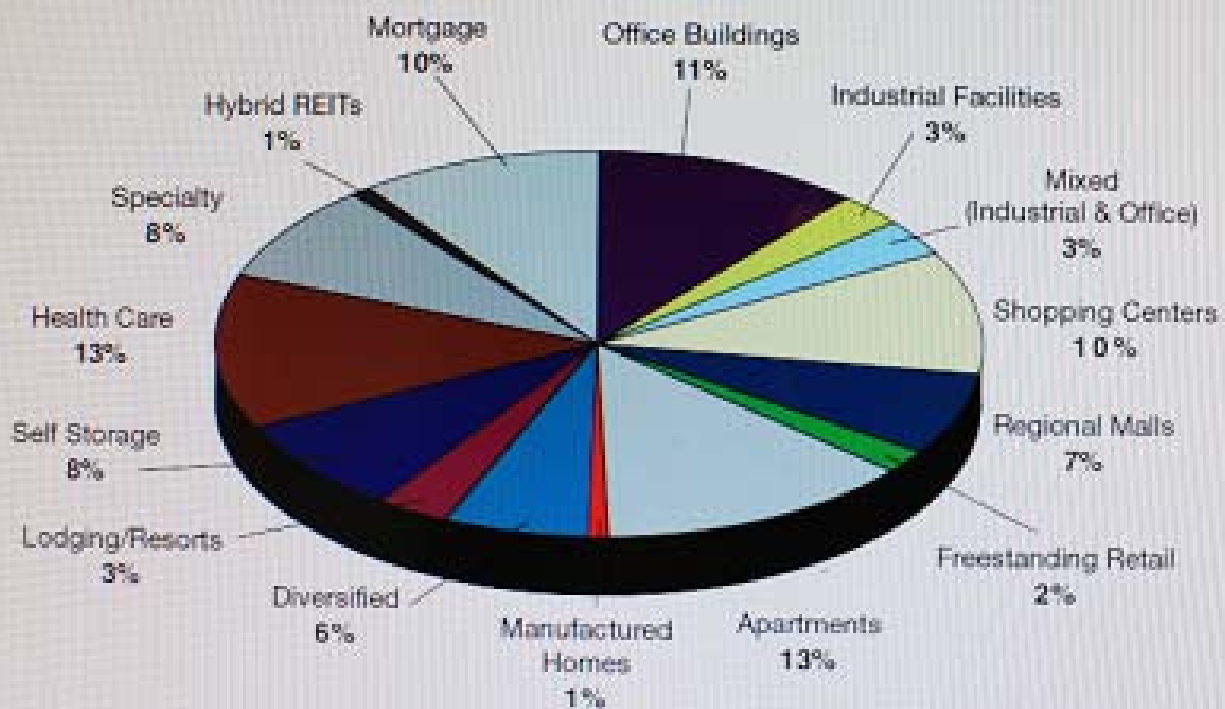
REIT 近代現況

- 資產總類的細分
- 組織結構的改變
- 吸引機構投資者
- 透明化與低負債

19

REITs Invest In All Property Types

(as of Feb. 28, 2009)



Source : NAREIT

20

REIT 近代現況(續)

強化優勢：

- 1. 強化營運效率
- 2. 擴大經濟規模，以降低成本
- 3. 受重視的財務分析
- 4. 股票的流通性吸引機構投資
- 5. 垂直與水平整合帶來的利益

21

REITs Measure Up Over Time

Compound Annual Total Returns In Percent:
February 1972 - February 2009



Source : NAREIT

22

REIT 未來概念

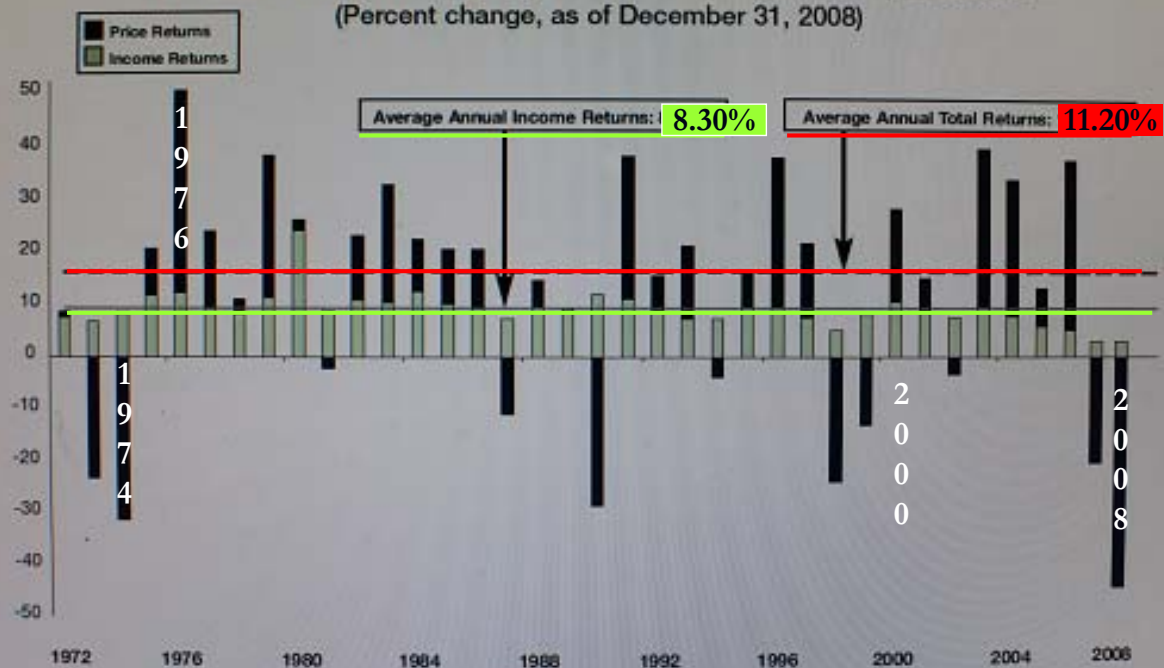
稅務法令主導一切:

- 改變市場
- 組織特色
- 擁有者結構
- 投資策略

23

FTSE NAREIT Equity REITs Return Components

(Percent change, as of December 31, 2008)



Source: NAREIT

24

美國 REITs 發展經驗的借鏡

四化二力：

- 資訊的透明化 公開化的數據
- 過程的公正化 機構的把關
- 管理的專業化 投資與經營分離
- 制度的健全化 政府監督與稽查
- 稅制改革能力 交易與收入免稅
- 致命的吸引力 低風險及穩定報酬

25

台灣 REITs 停滯發展的原因

- 1. 不動產開發者不願公開資訊 以保障利潤
- 2. 證券化等於另類融資
- 3. 成爲資產擁有者的財稅調節工具
- 4. 資產因估價而過度膨脹
- 5. 管理的專業人才蓄勢待發，但苦無機會
- 6. 過小的台灣市場，無法與美國相比較
- 7. 獲利免稅策略存在，但成爲龐大資產擁有者的節稅工具

26

T-REITs 的未來

三資小組：

- 1. 資產 穩定房地產的資產價值
- 2. 資訊 不動產資訊交易透明化
- 3. 資金 善用稅制調節資金流動

簡報完畢
敬請指教