

不動產證券化評價面之評 價面討論

報告人：鄒欣樺、楊依蓁

壹、不動產估價常用的方法



*市場比較法的廣泛運用

*金融資產證券的價值

--傳統針對實體不動產進行價值評估的技術，由偏向著重「短期」資本利得的市場比較法，轉向重視「長期」的收益還原法的價值評估方式

直接還原法

$$V = \frac{NOI_t}{R_o}$$

- 其中V 為不動產估計價值，NOI_t為預期未來平均每年之淨營運收益，R_o為綜合資本還原率。

現金流量折現法

$$V = E + D = \sum_{t=1}^N \frac{ATCF_t}{(1+k_e)^t} + \frac{ATER}{(1+k_e)^N} + D$$

- 其中E為權益價值，D為負債額度，ATCF_t為各期稅後現金流量，ATER為期末稅後不動產權益價值(equity reversion)，k_e為權益必要報酬率

何種估價法最適合REIT??



- *二種收益法 之比較

- *學者提出之理由

DCF法之未來收益與折現率討論

- *未來收益：單一數字的迷思

- *折現率：資本資產定價理論 (CAPM) 的運用

實務上簡便法：總體資料的替代+個案的加減碼

CAPM模式簡介

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

- 預期報酬取決於純粹貨幣的時間價值，以無風險利率 R_f 來衡量
- 市場風險溢酬 $E(R_m) - R_f$ 來衡量系統性風險大小
- 系統性風險大小。以 β_i 來衡量

不動產證券化與不動產估價折現率的比較

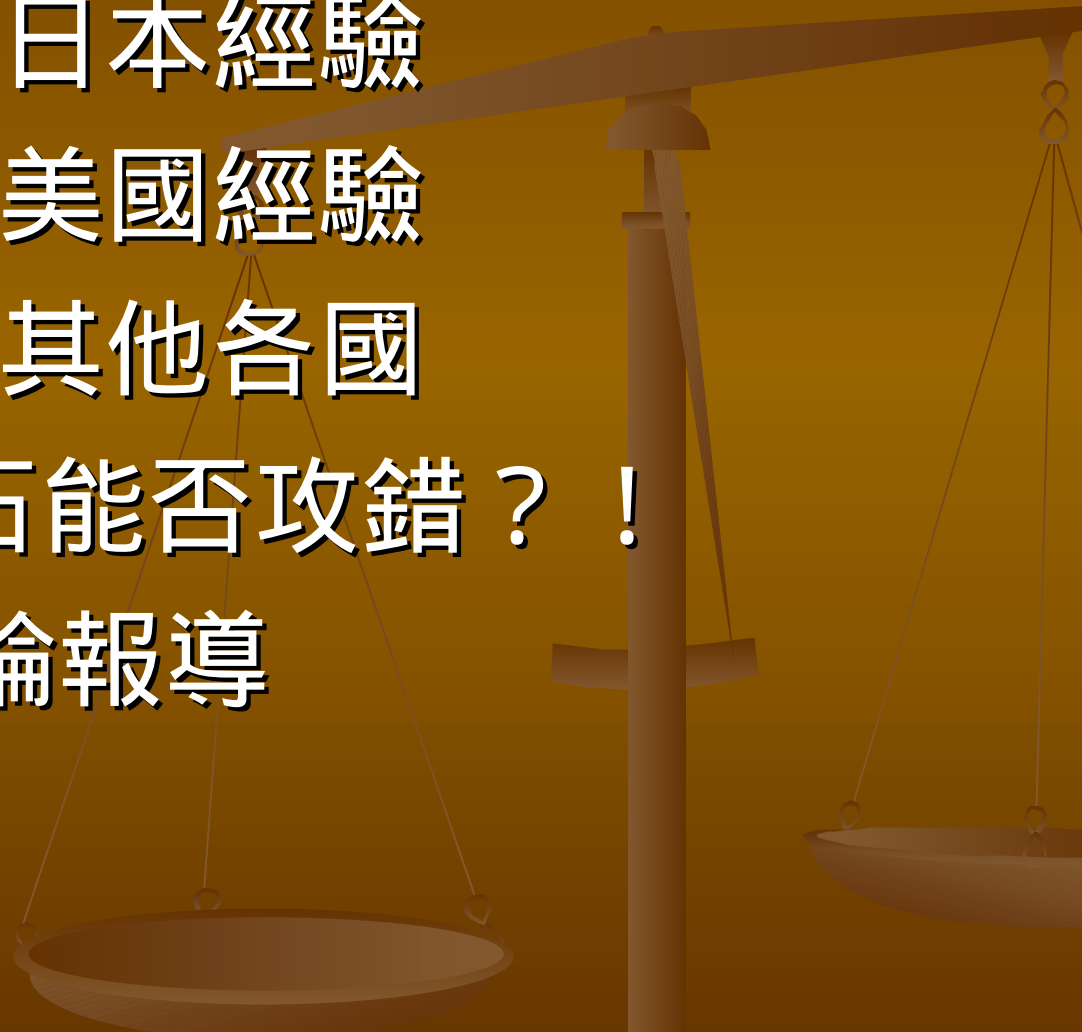
	不動產證券化的折現率	不動產估價的折現率
評價重點	證券化 (金融市場，較有效率)	不動產 (不動產市場，較無效率)
風險來源	與其他證券化投資組合後， 不可分散之總體風險	不動產未來的用途所產生的風險
評價模式	CAPM	目前尚無是合理論 (通常是 主觀選擇一客觀指標)
投資人所要求的必要報酬率	是總體經濟變動所帶動的 營運風險與財務風險， 並進而影響未來現金流 量的不確定性	以短之長特性明顯，較不適用

各國經驗之參考

- 日本經驗
- 美國經驗
- 其他各國

---他山之石能否攻錯？！

請見結論報導



貳、股利評價模式

(一) 股利折現模型

*市場比較法

*成本法

*高登成長模型(Gordon growth model)



*高登成長模型(Gordon growth model)

假設：

1. 股利成長率(g)為固定
2. 市場資本成本(k)固定且大於股利成長率
($k > g$)
3. 評估的股票付股利
4. 股利的支付為盈餘的一固定比率 股利支付比率(Paid-out Ratio)。

*高登成長模型(Gordon growth model)

模型：

$$D_t = D_0 (1+g)^t$$

$$P_n = \frac{D_1}{k - g}, \quad D_1 = D_n(1+g)$$

結論：

1. 股利分配越大(D_t)，股票的現值(P)越大
2. 股利的成長率越高，股票的現值越大
3. 資本成本(k)越大的股票，現值越小(系統風險越高，經濟價值越低)

*股利影響因素

①長期平均預期股利成長率(g)

稅前現金流量

成長機會(growth opportunities)

②平均資金成本(k)

用資本資產定價模式(CAPM)

用債券殖利率+主觀判斷的風險貼水

現金流量折現法

風險與成長影響：

融資策略

融資槓桿程度

預測股利成長率

公司本身特殊情況

經濟景氣

以美國為例

保留盈餘成本 = 預期股利收益率 + 證券分析師之預測成長率



(二) 基本成長機會

*再投資比率

投資負NPV 投資人賣掉股票 股價下跌

*收益股VS成長股

REITs偏向收益股



(三) 股利營收衡量

FAD(funds available for distribution)

發放給股東之基金，由David& Norman於2001年提出

FFO

不動產維護費用(CI)

每期本金償還額(AMORT)

直線租金調整

FAD

*FFO(funds from operation)營運基金

①修正調整

- 不動產資產折價(depreciation of real estate assets)
- 租賃改良/補貼之每期攤還(amortization of tenant improvements and tenant allowance)
- 延期租賃成本之每期攤還(amortization of deferred leasing costs)
- 出售減價不動產之淨得/損失(Gains/losses from sale of depreciable real estates)
- 出售其他不動產與債券之淨得/損失(Gains/losses from sale of other real estate and securities Note 2)

②其他項目

非永續營運(discontinued operations)

超額項目(Extraordinary items)

會計改變的累計效應(Cumulative effect of accounting change)

少數利潤之修正-合併(Adjustments for minority interests- consolidated affiliates Note3)

非合併之修正(Adjustments for unconsolidated affiliates Note3)

FFO

③加權平均持有與單位

基本

削弱

*FFO(funds from operation)營運基金

2.背景與定義

『意指與一般公認會計原則一致估算下的淨所得，包括經由出售不動產，外加折舊與分期攤還的所得及在經修正後的非合併合夥與聯合風險的所得(或損失)。非合併合夥與短期合夥的計算都會在相同的基礎反應到營運基金。(NAREIT, 2002.4)』

-傳統標準：

P/E乘數、淨所得

-FFO目的：

排除從GAAP淨所得的增加/減少歷史成本折舊，補充衡量REIT營運表現

-FFO之特性

合併之指標(公司與非公司)

-IPO FFO之功用：

「神奇之頁」(magic page)

計算課題

排除GAAP誤差 淨所得為起點

應用FFO之範圍

衡量REIT聚集資金與股利支付總額、
可支付的股利層級之標準

FFO之相關延伸

可獲得資金分配(Fund Available for Distribution)、可獲得現金分配(Available for Distribution)或修正營運基金(adjusted FFO)




-小節

FFO-不動產營運
會計-公司總資產價值

財務VS不動產特性



參、國內目前現況與檢討

- 內政部不動產證券化估價報告書範本之檢討
 - FFO之引用
 - 國內學者之看法與意見
- 

肆、心得

- 鄒同學的心得分享
- 楊同學的心得分享

呼

辛苦的報告完成囉

大家一同分享心得與意見吧

