

不動產證券化 評價面之探討

Vince & Kay

Agenda

不動產證券化估價

他山之石－美國估價觀點

收益法簡介

台灣應用－台灣REITs估價

台灣REITs案例估價問題

不動產證券化估價重要性

Geotzman and
Ibbotson(1990)

REITs的價格在於不動產本身。

Ross and Zisler(1987)

EREITs的真實價格在於所發行的證券及不動產本身的價值。

張義權(2003)

確保REITs進行，不動產或不動產相關權利的交易公平性、價格合理性。

賴樹奎(2003)

推動REITs必會涉及不動產及其權利價值的估價。

不動產證券化估價定位

估價？

RE

憑證

時間？

前

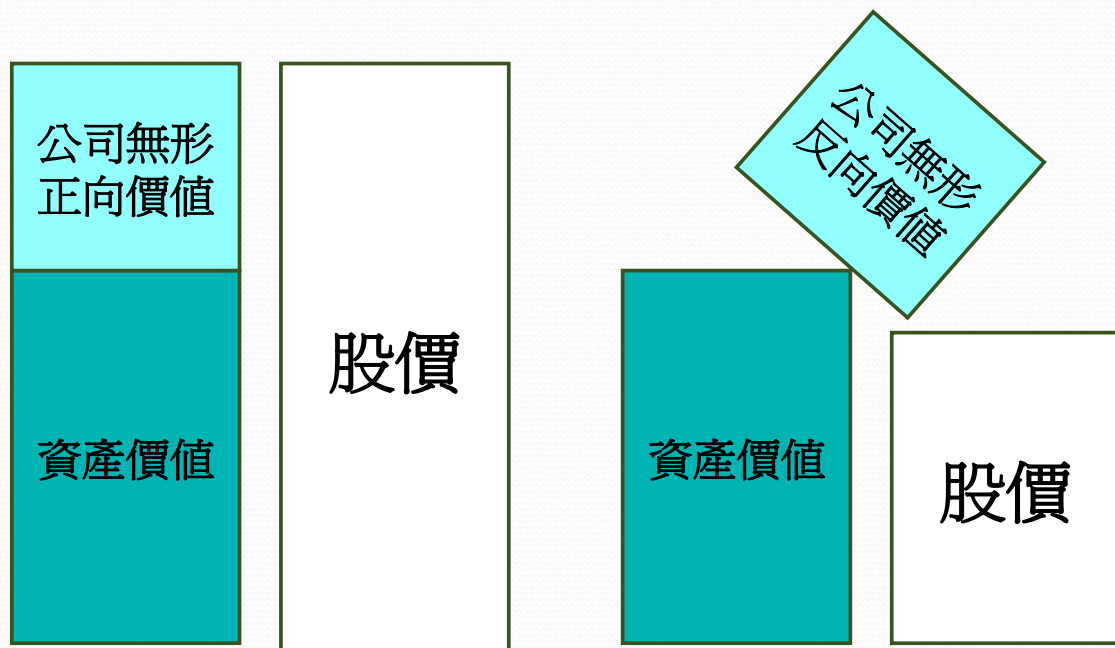
後

估價？

交易

收益

股價與RE淨值



美國估價觀點—IVS/GN9

- DCF 分析為收益資本化估價方式的一種方法。
- 建立在許多**合理的假設**上。
- 一般存續期間為**5~10年**。
- 費用支出的時點**非真正實際發生的時點**。對於 REITs來說，收入與費用的計算時點不同，會造成影響。
- 復歸價值以持有**最後一年的次年淨收益**推估。

收益法運用程序

- 蒐集資料。
- 推算有效總收入。
- 推算總費用。
- 計算淨收益。
- 決定收益資本化率或折現率。
- 計算收益價格。

REITs估價－推算有效總收入

- 租金收入：目前皆以**契約租金**為預期收益評估。
- 是否應加計證券化後，未來信託計畫的營運收支估算？
- 持有期間：台灣目前的REITs多為**無限期**，不考慮到期處分的問題。
- 賦歸價值怎麼計算？
- 實務上的持有期間為何？
- 美國10年。英國10~15年。澳洲5~10年。台灣？

REITs估價－推算總費用

- 折舊提存VS.重置提撥
- 折舊非實際費用支出?
- 游適銘(2005)，實務上以重大修繕準備金處理。
- 估價技術規則：二者不能混為一談。

REITs估價－收益資本化率

- 收益資本化率：現多採**市場萃取法**。
- 相同實例不動產不易取得。
- 市場交易資料是**以過去推估未來**獲利。
- Appraisal of Real Estate
 1. 勘估與比較不動產間的收益與費用估計基礎一致。
 2. 在出售價格與持有期間的期望相似。
 3. 影響的融資條件和市場條件要相同，獲得以調整。

直接資本化法

- 勘估標的未來平均一年之客觀淨收益估計值，除以一個適當收益率。
- 或勘估標的未來平均一年之客觀淨收益估計值，乘以一個適當的收益因子。
- 以一個直接的步驟，求算勘估標的價格的方法。

獲利資本化法

- 勘估標的未來折現現金流量分析期間之各期淨收益及期末價值，以適當折現率折現加總，得出勘估標的價格。
- DCF即為最常被使用的分析方法。但DCF建立在許多合理的假設上。

台灣REITs估價議題探討

DCF權重

美國	台灣
直接資本化法與DCF均採「市場租金」	直接資本化法—市場租金
無權重問題	DCF—契約租金

給予DCF分析價格較高的重視

2006技術規則修正

台灣REITs估價議題探討

- 賣方價格疑慮
 - 不動產證券化條例**無買方議價機制**。REITs資金龐大，牽涉多人權益，受託機構若能和賣方議價，更能顧及投資者權益。(游適銘,2005)
 - 估價師是否受客戶影響而調整估值?
 - Kinnard et al., 1997; Wolverton and Gallimore, 1999.指出MAI有41%會配合客戶調整估值，與客戶身分大小有關，但與調整值無關。

主管機關對於估價報告上的檢視更顯重要。

台灣REITs估價個案問題探討

- 估價師併用三大方法的比例明顯偏低
(49次評估當中，只有3次(6%)併用三大方法)。
- 技術規則§43：不動產估價師應兼採二種以上估價方法推算勘估標的價格...

是否間接造成不動產估價師以併用二種方法為足？殊值省思。

估 次 數	成本法		比較法	收益法		方法 並用 次數
	--	土地開 發分析		直接資 本化法	DCF分析	
49	13		37	37	49	3

台灣REITs估價個案問題探討

- 資本化率或折現率求取方式之適用
 - 直接資本化法—全採市場萃取法(100%)
 - DCF—大多採WACC(94%)
- 技術規則§43：資本化率...由條文所列之五種方式當中「擇一決定」...

	評估次數	市場萃取法	累加法	WACC	DCR
直接資 本化法	49	49			
DCF分析	49		4	46	7

台灣REITs估價個案問題探討

- WACC折現率偏低—投資人權益？！
- DCR折現率—反映投資風險，符合證券化估價目的

個案	勘估標的	WACC 折現率	DCR 折現率	WACC 權重	DCR 權重	最終折現率	DCR
新光一號	新光天母傑仕堡	4.80%	5.92%	75.00%	25.00%	5.08%	1.10
新光一號	新光國際商業大樓	4.80%	6.19%	60.00%	40.00%	5.36%	1.15
新光一號	台証金融大樓	4.80%	6.19%	60.00%	40.00%	5.36%	1.15
新光一號	台南新光三越百貨	5.55%	6.46%	50.00%	50.00%	6.00%	1.20
基泰之星	世紀羅浮大樓	4.80%	6.19%	60.00%	40.00%	5.36%	1.15
基泰之星	大湖商旅	4.80%	6.19%	60.00%	40.00%	5.36%	1.15
厚生	厚生南崁物流園區	5.2%	6.00%	80.00%	20.00%	5.36%	1.15

台灣REITs估價個案問題探討

- 折舊處理
 - 直接資本化法有28.6%未考慮建物折舊(14/49)
 - 即使有考慮重大修繕費或重置提撥款(replacement allowance)，然而該資本支出不可與折舊混為一談 (游適銘, 2005)。
- 租賃成本與出售成本
 - DCF分析有26%未考慮租賃成本(13/50)，13%未考慮期末出售的交易成本(7/50)。
 - **怎麼可能沒有!!!**

台灣REITs估價個案問題探討

- 資本化率影響因素的考量
 - 技術規則規定僵化
 - 估價師均只考量技術規則列舉的因素

流動性	風險性	通貨膨脹	增值性	管理難易	折舊	定存利率	公債利率	不動產價格變動趨勢
36.73%	79.59%	0.00%	38.78%	79.59%	46.94%	0.00%	0.00%	4.08%

台灣REITs估價個案問題探討

- 資本化率影響因素
 - 股票資本化率、公債利率(Phillips, 1988; Ambrose and Nourse, 1993; Jud and Winkler, 1995; Sivitanidou and Sivitanides, 1999; Sivitanides, 2001 ; Chen et al., 2004)
 - 通貨膨脹(Phillips, 1988; Sivitanidou and Sivitanides, 1999; Sivitanides, 2001)
 - 經濟成長率(Sivitanidou and Sivitanides, 1999; Chen et al., 2004)
 - 空置率、胃納率、供給流量(Sivitanidou and Sivitanides, 1999; Chen et al., 2004; Gunnelin et al., 2004)
 - 就業穩定性、租戶組合(Sivitanidou and Sivitanides, 1999; Gunnelin et al., 2004)

台灣REITs估價個案問題探討

- 資本化率影響因素(TW)
 - 李昀叡(2006)：債券利率、股市報酬、經濟成長率、通貨膨脹、資本利得率、地方固定效果
 - 曾翊瑋(2005)：租戶結構、空置率
 - Tsoyu Calvin Lin(2007)：
 - *Location*
 - *Tenants*
 - *growth prospects*
 - *property markets*

台灣REITs估價個案問題探討

- Tsoyu Calvin Lin(2007)：

International Comparison of the Selection of Valuation Methodology

Country	Principal Method	Secondary Method	Other Method
Australia	DCF	Capitalization	Market Approach
United States	DCF	Capitalization	Cost & Market Approach
Canada	DCF, Capitalization	Capitalization, DCF	Market Approach
Great Britain	Capitalization	DCF	Market Approach
Taiwan	DCF	Capitalization	Market Approach

Notes: This table uses office investment property as an example. The sources are Parker (1996) and the author.

台灣REITs估價個案問題探討

- Tsoyu Calvin Lin(2007)：

International Comparison of the Determinants of the Capitalization Rate and the Rankings

Ranking	Australia	United States	Canada	Great Britain	Taiwan
1	Tenant	Location	Growth	Tenant	Location
2	State of property market	Building	Location	Building	Growth
3	Growth	Growth	Tenant	State of property market	Income stability
4	Risk	State of property market	Sentiment	Location	Economy situation
5	Location	Tenant	State of property market	Sentiment	Tenant
6	Building	Economy situation	Risk	Alternative investments	State of property market

結論與討論

- 投資估價的範疇，不包含REITs價值。
- REITs的估價對於投資者權益影響重大，因此估價不得流於形式。
- 不動產證券化條例§22估價委託人爲受託機構。
- 折現率與收益分析因法規而產生僵固性。
- DCF的權重應受到注重。
- 公開資訊觀測站-每日淨資產價值彙總表的資料？
股價？主觀調整？
- 不動產證券化條例，規定每季重估資產價值？

Thank you for listening.

