

不動產證券化專題研討第十次上課記錄

時間：2008/05/09(五)09：00~12：10

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：林佑儒、賴靖雯

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、楊博翔、王姿尹、賴靖雯、邱信智、翁業軒、施甫學

【課程主題】

第一部分：「不動產證券化評價面之探討」，由王姿尹、翁業軒報告。

第二部分：「Real Estate Investment Trusts 第九章—REITs Security Offerings」，由張耀文導讀。

第一部分【報告與討論】

◎主題—不動產證券化評價面之探討 (報告人：王姿尹、翁業軒，報告內容詳見PP檔)

老師：(估價推算有效總收入)賦歸？

卡特：是復歸，指最後一年要出售時推算價值。例如第十年要出售：利用第 11 年的現金流量來推算，再折現到第十年年底。

◎問題討論：

老師：估價對於地政系來說是專長，裡面有很多東西可以討論，尤其是價格或者泡沫是如何產生出來，有很多可以討論：

1. 為什麼收益法最近被強調？以前都是比較強調市場比較法比較好，比較不參考收益法。第一檔還是以市場比較法，但是被批評後，就變成收益法了。
2. 這幾種方法之間有什麼差別？估什麼價？估價是做什麼的？
3. 理論上與實務上有什麼差別？這八檔有什麼差別？這八檔結果如何？
4. 估價最大問題就是先有答案(心中有價)，再產生報告書？
5. 當初估價與買價可能是兩件事情，但是估價等於買價？各種方法但估價價格都很接近，有什麼看法。

卡特：收益法比較重要因為比較適合投資估價，市場比較可能會偏離基值。收益法會較市場比較法較低，所以先射鰲再劃靶，因為常會發現資本化率較低的情況。說明資本化率：

● 直接資本化法： $P=a1/Ro$

● DCF： $V=NOI_1/(1+Y) + NOI_2/(1+Y)^2 + \dots + NOI_{10}/(1+Y)^{10} + (NOI_{11}/Rn)/(1+Y)^{10}$

老師：權重很重要，排列組合就可以拼湊出想要的價格，如果估價要受到信賴這就是要考量的。估價是估最後要買的價格，或者是最後要賣多少錢？如果估喜來登，要買賣當然市場比較法比較好，但是找不到案例，所以用收益還原法來估價。從發起人角度看我要賣多少錢、信託者要買多少錢(買賣)，這樣可以產生多少錢？這棟 REIT 價格會值多少錢，所以從富邦一號基金可以拿到多少錢，要從什麼角度來看(投資端、發起端)？但大家認為以買賣角度來看，所以用市場比較法，但找不到案例，且國外都用資本化法來看，所以要求用收益法較重要的想法，但是問題點就是有一些盲點。台灣房地產混亂主要就是價，台灣有估價師但是卻沒有明確的價值，估價師估價都非常低，因為有很多假的契約去跟銀行貸款，估價師這三個方法無法估到這麼高。在證券化產品比較有特殊案例，所以很少在市場上看到這麼大宗的估價金額，除了一般估價師有很多問題外，證券化估價師也有很多問題。價格真的從估價師產生出來？但事實上是由發起人所產生出來，不然不賣。真實交易只有富邦一號裡面的潤泰中崙大樓是真的交易價格，其他都是左手交右手。誰委託估價業者？表面上面估價者是信託業者找，實際上是發起人找。

買這麼大宗卻沒有大宗的折價出售，短時間交易，所以到底是不是真實交易？看起來是真實交易，但是實際上面什麼都沒變。專家學者報告時要求除了本來的兩家估價報告，再多要求多增加 Due Diligence(專家學者報告書)，但是審查時，DD 信賴度還是不足，政府到底該不該管？所以到底政府是否應該要介入市場？現在不審查是因為反正意見寫完僅供參考，行政命令本來要委託專家審查，估價報告審查師要價格很高，過程中看起來重要卻又不重要？所以估價報告書就不審查，本來法規就沒有規定要審查，所以就沒有審了。像是 REAT 是第一檔要審，因為是私募所以就不審了。REIT 也是這樣，這些都是公開訊息，游學長有很多資訊，到底有很多資訊可不可以公開？

王旻：台灣 REIT 沒有期限？都是無限期？

老師：主要是看發起人怎麼說，主要是希望長期經營，因為都是自己的產品，都是自己在經營要利潤費用，其實可以推些有限期的案子，但主要是金管會很保守。

王旻：如果有限期，可以了解十年後的土地漲價，所以估價比較好估。

老師：初期都比較保守心態，基本上都是希望出來但又有點害怕，美國上市證券化就上了不好就下來了，台灣管制比較嚴，但好像又不見得。

耀文：估價的方法有很多種，DCF 大部分採 WACC，那美國呢？

卡特：折現率 Y 值的選取有很多方法，美國不清楚。

耀文：我看 IPO 發現很多都高估，所以是不是因為 DCF 折現率選取方法的關係？

王旻：產品推出會高估，有希望之類所以高估很正常，但後面有沒有什麼依據，不知道國外怎麼看？

老師：估價被挑戰的很多，黑箱主要以比較案例，比較案例是自己選，這是第一個黑箱；如何調整？估價師主觀調整，現在希望有模型制度化，減少主觀增加客觀，各種方法有答案，權重的調整又是加入主觀，很多主觀無法說服大家，現在只好比經驗，你三年我五年，我比較準。希望把黑箱弄成透明箱，估價規則很多要建立討論，公報要出來慢慢成熟，這很重要。

卡特：本來賣方開高是正常，但是 REIT 市場就賣方開買方買沒有議價。

老師：這不是真實交易

王旻：現在是賣方市場，

卡特：很多報告書都很含糊的帶過，流通性、風險性...都沒有講，如何考量都不清楚，證據不夠多，所以都不是很讓人信賴

老師：規範要再清楚一些

卡特：技術規則到底要細還是嚴？大綱式還是 DETAIL?

老師：政府應該做出大綱，但是估價師公會應該要很嚴謹 detail，為了整體要有自己的規範，專業者應該要專業及負責，如果不夠就沒辦法讓大家信服。

卡特：估價師有四個公報，前兩個都是道德性，所以還有很多可以努力的目標

胖虎：估價除了這些實質資產，還有無形資產，像是形象、團隊是否可以加入？
權重變動有很重要，是否應該要三種方法都要？

老師：這裡面有很多操作空間，職業法則或規範有哪些？博班正在努力做權重模型如何產生，跑一些影響因素出現權重。

胖虎：大量估價在住宅有可能，但商業不動產上有些困難？

老師：特殊案例當然比較困難，但是大量估價可以成為參考，所以先量化客觀的調整再主觀修正，這樣才可以提供各種數據來提供參考，不要先有理由再有數據。

卡特：商用不動產用租金案例很多，所以 y 可以放租金來衡量，所以也可以大量估價。

老師：透過租金來建模型也是可以，但是要樣本夠多。

桂林：朋友要購買法拍屋，請估價師估 900 多萬成交是 1400 多萬？所以目的是買？賣？投資？買得是要買什麼目的？之前演講，貸款是要貸多少錢？銀行自有自己的價值，估的不會賠本。

老師：估什麼價格？最可能銷售價格，應該是 range 機率分配，而非定點。所以估機率分配，因為未來誰也說不準，根據既有的資訊來估價，所以機率最大的來猜測價格，機率分配很複雜，但是現在有軟體，但是台灣操作者很少，每個價格都是機率分配，應該說最可能多少錢、樂觀多少錢、悲觀多少錢？推得結果應該都是機率分配。The most possible selling price!!

王旻：沒有期限怎麼估？

老師：估現在，且一定要六個月內，因為估價報告書的有效期限為六個月。

佳甫：估價當作標準答案，這樣違反賽局理論，如果說建立 pool，然後隨機估價，所就不知道是哪家估？這樣比較可以客觀中立。

老師：守則內有說估價師要客觀中立等，但事實上誰給你錢你就有飯吃。政府有專家學者資料庫，審查人同質所以可以抽籤。買賣本來就是 game，如何產生客觀中立，台北縣台北市客觀中立？法拍屋比較遵守法規所以價格比較接近。

卡特：證券化 22 條，估價評鑑可以再分級，有一套機制來分類，然後隨機抽取。

老師：像是會計師也有分類，所以可以產生分級，像是偏住宅、商用等等。

耀文：資訊不夠等情況，投資人比較信賴是有聲譽的做的結果，所以估價可以有這樣的方向。

老師：市場機制不佳，參與者比較不佳，所以如果以後慢慢可以回歸市場機制產生出來。買價與估價都相同，獨立空間有很大的改進空間。陳奉瑤老師為估價學會理事長，對於房市亂象應該可以有些意見及幫助。

第二部分【Real Estate Investment Trusts 導讀】

◎**主題**，Real Estate Investment Trusts 第九章—REITs Security Offerings 內容詳見 PPT。

老師：他山之石，可否攻錯？我們主要看美國經驗，美國發展時間較長，IPO 比較多，SEO 相對比較少，台灣目前只有八檔，第一個結論看起來一致，台灣 REITs 的 IPO 確實比股市較差，不過 IPO 的蜜月期比起之後的報酬都還是比較好。

耀文：目前沒有那麼久遠的資料，波動程度也不大，台灣 IPO 似乎也沒有那麼好。

老師：台灣跟美國結論一樣。美國承銷商比較重要，對證券有控管了解，是誰在賣比較重要；台灣似乎不是這樣。法人持有比率，一開始是個人較多，現在是法人較多，法人的績效表現不會很好，因為法人的目的主要是分散風險，所以會使市場較穩定，波動較小，此外法人比較不會買進賣出。

耀文：所以台灣的市場報酬變異小，比較安全。

老師：首日報酬跟一般報酬的落差很大，在台灣的部分有做過蜜月期的研究，結果是沒有明顯的蜜月期，美國似乎也還好，結論呢？台灣跟美國有點類似也有差別，不過台灣時間點難比較，大家有沒有問題？

佳甫：我沒有買股票，呵呵。

王旻：如果要資本利得不會買 REITs，會買股票。

老師：REITs 在美國有些規模很小，也是有比較投機的，最近工商日報又提到 REITs 有比較好了，不過還是不能跟股票比，最近又開始鼓吹投資 REITs，大家看結果會如何？

老師：市場資訊不透明的問題也很重要，不然投資人很難下單，國外的資金進入也會很難操作，所以資訊透明希望由國內的機構，像是美國的 NAREITs，希望藉由證券化公會，大家可以集體行銷，吸引國外法人，股價會比較有波動，不然大家都是觀望不敢投資，投機人不知道資產是高估還是低估狀態，不敢投資。

信智：為何美國的發起人比較不那麼重要？

老師：美國是採 SPC，是公司型不是信託型，他是真實交易，我們不是，美國要上市的話要先寫提案，以選擇權方式預定標的物，SPC 架構也是一個很重要的因素，我們的發起人是國泰等機構，不是兆豐金等信託中介機構，承銷商為何重要？那股票市場中承銷商的腳色呢？應該是有關鍵的，如果是包銷的話會有影響，譬如傭金比例等，如此一來承銷商跟 IPO 的關係會很密切，承銷商弄得好會炒作，股價就會上漲。

信智：所以跟 REITs 的實質內容比較沒有相關嗎？

老師：可能會這樣。台灣有幾檔是寶來承銷？

佑儒：寶來只有承銷基泰之星。

老師：基泰之星目前反而是最差的(笑)，此外寶來還有全球的 REITs 在進行承銷。

王旻：本來寶來想藉由承銷 REITs 大賺一筆，不過結果似乎是還好。寶來在承銷這部分算是很會炒作，聲望的影響很大，東森當初也想做，跟他們集團的中華商銀合作，這也是一個例子，不過後來有些問題沒有成功，最後就是力霸風暴。

佑儒：寶來的部門已經解散了……