

房地產投資與決策分析第四次上課記錄

時間：2004/03/08（一）14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270413 教室

記錄：唐晨欣

出席：張金鶚、洪式韻、朱芳妮、唐晨欣、李泓見、許慈美、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴

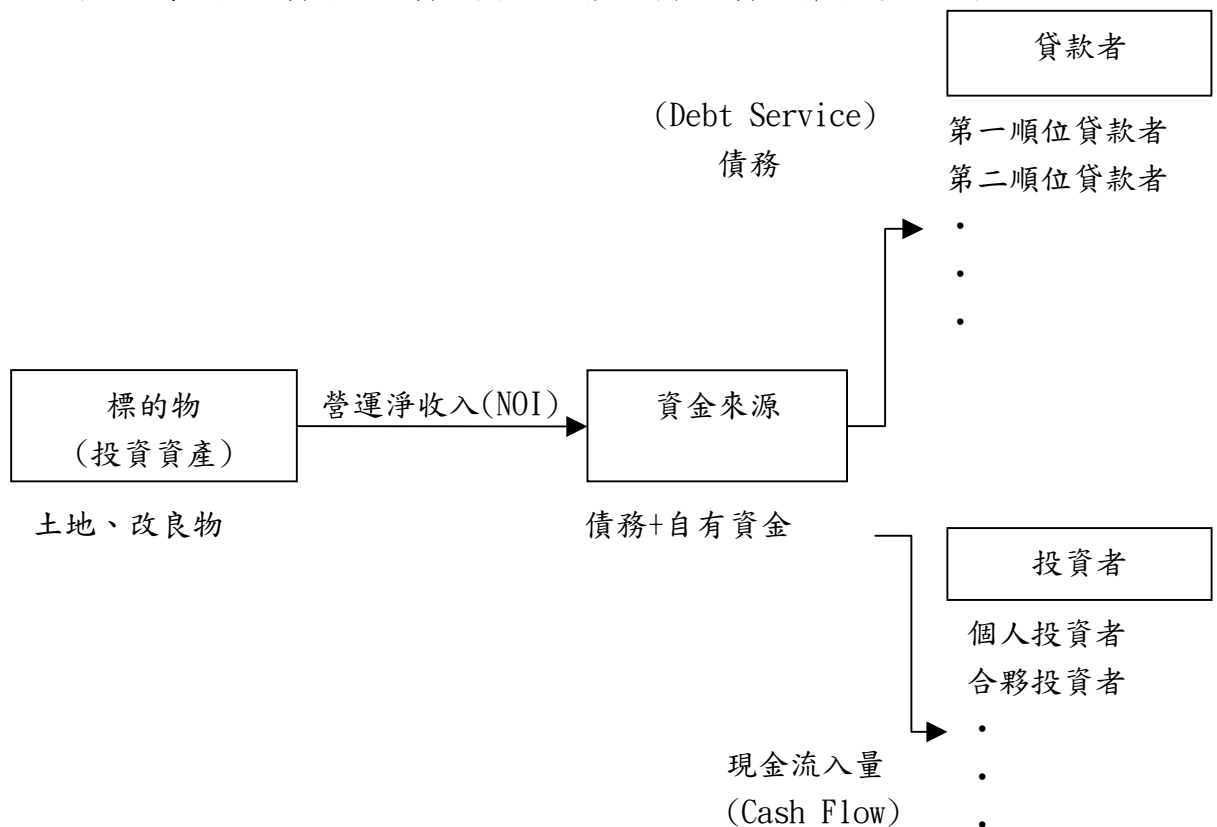
第三章 房地產投資決策分析

一、可行性與投資分析的不同與比較

(一)投資分析

1、投資分析大多與「錢」有關，也就是有關於財務方面的分析。

2、圖 3-2 房地產投資標地物資金與收入關係圖在投資分析中是很重要的。



(1)投資者：如何去搜標的物？必須經過過濾、研究後，才能決定投資的標的。

a、投資者必須要有興趣才有辦法投資，並且要深入了解市場的供需關係。

b、投資者必須對市場具有高度的熟悉度，才能減低風險。

(2)營運淨收入(NOI)：對於營運淨收入而言，要看是否能夠 cover 債務，如果果能的話，投資者就不需要另外再拿錢出來。如果不能，就會產生負的現金流量。對於營運淨收入而言，要了解該如何估算與分配營運淨收入。

(3)思考：貸款者與投資者、營運淨收入與標的物之間的關係為何？

(二)可行性分析

1、可行性是全面性的(over all)，投資分析也算是可行性分析的一部分，可行性分析還包括了策略分析、法規分析、競爭力分析、市場分析、產品分析、建築工程分析、財務經濟分析等。

2、在第三章當中，「錢」是一個很重要的探討因素，但是更重要的是「決策」的探討，可行性分析意涵是否要做這個決定，也就是探討「決定」與否。

(三)投資分析和可行性分析的比較

1、可行性分析屬於非財務方面的分析；投資分析屬於財務方面的分析。

2、可行性分析與投資分析的確有部分是尚未釐清的地方，但是這些都是學理上語意的問題，不要被這些語意所混淆的，而是要注重背後的涵意。

二、決策過程的三個階段

(一)在三個階段當中，策略階段為「界定報酬/風險」，分析階段為「衡量報酬/風險」，決策階段為「評估報酬/風險」。在這三個階段當中，都提到了報酬與風險，似乎隱含著不動產簡化到最後就是報酬與風險之間的關係。

(二)在策略階段當中，為「界定報酬/風險」，意涵在策略階段當中，就是一把心中之尺。

(三)對於報酬與風險而言，不僅是數量的可以計算報酬、風險，非數量的、個人主觀與喜好也應納入報酬與風險中考量，因為個人的喜好就是心中之尺，也是形成報酬與風險的因素。

(四)就投資而言，投資的訣竅在於「不跟著大家走」。

(五)在投資決策當中，有些地方還尚未說明得非常清楚。而這三個階段，都與報酬與風險有關，意涵著三個階段是環環相扣的。而對房地產的投資決策而

言，是在心中有一個想法，試圖來描繪心裡的想法，進而能夠將這些想法執行、實際操作。

三、投資決策生命週期

(一)對於購買預售屋、新成屋、中古屋，在不同的階段都有不同的報酬與風險。

(二)一般來說，對於景氣上升(up side)的時候，應該要大膽投資；但是在景氣下降(down side)的時候，應該要趨於保守。對於這樣的思考邏輯和行為，為什麼會產生？

1、對於景氣上揚的時候，市場擴張，因此投資人手上籌碼也跟著擴張(即為量的增加)，因此能夠大膽投資，但是相對的風險也就會跟著增加。而在景氣下降的時候，投資量相對就會跟著縮減，因此風險也就減少。

2、在景氣上升的時候，大多會選擇投資預售屋，但是預售屋的投資，風險也比較高。而在景氣下降的時候，大多會選擇投資成屋和出租房屋，相對風險比較低。

3、而對於景氣的問題，也應該和地區性作聯結，因為區位的不同，也會產生不同的景氣變化。

(三)房地產的三個階段為投資、生產、交易，也就是要會買、會經營、會賣。

1、對於目前而言，由於景氣看漲，因此有人認為目前是屬於買進點的時機。

2、而對於經營而言，有分為長期經營與短期經營，長期經營的認為是投資，但是短期經營卻會被認為是投機。以擁有角度來看，國外擁有房屋的期間大約6-7年。對於國內而言，究竟擁有多少時間才會換房子？而對於換屋的理由，每個人的主觀感受不同，而可能會有以下理由：

(1)對於房屋的不滿意度增加：如老化的問題產生、房屋的住宅維護成本增加，與鄰居之間的互動不良等。

(2)累積財富到一定的水平，而家庭週期也到了另一個階段，因而想要換屋。

(3)國外擁屋的期間較國內短，而國外換屋的理由大多是因為房屋折舊、繳稅等關係，必須要再換一個房屋才划算。

(4)法人、個人、自住、出租，不同的使用、不同的目的，都會影響到擁屋的期間，當然這跟個人偏好與屋齡也有很大的關係。

3、擁有房屋的持有時間，都會影響到估算價值的改變。

4、**思考**：若不考慮經營時間，只考慮買點和賣點，也許就是逢低買進、逢高

賣出的情況，而在不考慮買點與賣點的情況下，一般持有時間又該是多長才是最適當？為什麼？

(四)投資者的生命週期

- 1、就法人和個人的行為探討，大多偏重於個人的探討，而較少探討法人的行為。但是對於許多投資行為當中，也是有法人的進入，如就不動產證券化而言，只有法人才會進入，但是這部分的探討比較少。
- 2、從經濟學的角度來說，效用、財務的極大化就會產生理性人的行為。但是就事實上來說，以財務心理學的角度來看，因為資訊的不完全，並不會產生理性人的行為，而是有許多不同的行為會發生，社會上的人不見得會追求效用的極大化，因為沒有充分的資訊可以讓投資人有足夠的信心來投資。
- 3、而不僅是個人間的投資會有差別，不同法人之間的投資也會有所差別。
- 4、思考：就目前個人投資的生命週期都是以年齡來區分，那麼還有什麼樣的方法可以區分？
- 5、對於屋涯規劃而言，也是以年齡來區分，是一個實務性的問題，在不同的時期購買不同地區、價格的房屋。而對於我們而言，也應該要關心第一棟房屋購買的地點、時間與金額。

四、價格與價值之間的探討

(一)價值：屬於心中之尺。但是就價格與價值來比較，價格相對比較容易衡量，因此有比較多的探討是擺在價格上而非價值上面。

思考：如何探索自己心中對房地產的價值？

(二)價值的形成與年齡、性別等都有關係

(三)客觀價值與主觀價值

- 1、客觀價值與主觀價值的關係：
$$\frac{n \text{個人主觀價值的加總}}{n} = \text{客觀價值} = \text{市場價值}$$
- 2、主觀價值的形成與個人背景、歷史、經驗的累積都有關係。像是南部人多居住透天厝，對於透天厝也許就有比較高的評價，但是北部人大多住在大廈，因此對於大廈有比較特別的偏好。有些人喜歡住在市中心，有些人卻喜歡住在郊區，這些都是主觀價值的表現。
- 3、對於房地產「價值」的定義尚未探討清楚，這是知識上尚未嚴謹的地方，雖然是一種缺失，但也會產生另一種研究的契機。

4、對於主觀的價值觀來說，其實就是意識形態的表現。而如果想要了解民眾們的主觀價值，應該藉由問卷調查或者是實驗設計的方式來探討。

5、目前有發展出許多學理來了解心中之尺的問題，像是購物心理學等就是用來了解心中之尺。

但是否每一個人都能了解自己心中的那一把尺呢？其實每一個人對於自己心中之尺的感受都不是很清楚。而是在搜尋、選擇房地產的過程中，才慢慢了解到自己的需求與所願意支付的服務、設備是哪些，等到真的要做決定了時候，心中之尺才會慢慢完整浮現，也才能真正了解自己的心中之尺。

6、價值觀的形成隱含著是共識的凝聚、存在才會形成價值觀。如：對於市場主義而言，認為市場是一個很巨大的力量，即一個看不見的手，這個市場就是一種價值；但是對於社會主義者而言，對於市場的力量就沒那麼推崇，反而強調政府的介入。因此兩者就形成了不同的價值觀，也因為有不同的人支持這樣的說法，才有辦法凝聚成價值觀。

7、我們希望能夠讓心中的價格與市場上的價格產生對話，但是這只是一種簡化的過程，對於價格的產生，並不是完全都是由對話中產生的，還有其他許多的機制要運作。價格的操作本身就是一個 game，在討價還價的過程當中，就是心中的尺和市場的尺來做對話，如果市場之尺太過於強硬，就會發現心中之尺偏離市場過多，而無法藉由討價還價的過程來產生對話。若是心中之尺沒有偏離市場之尺太多，代表接受了太多的市場訊息，心中尺已經被市場訊息所影響。

8、心中之尺與市場之尺對話的過程：

在出價行為當中，如何出價是一個很重要的事，到底是買方出價還是賣方出價？而民眾的願付價格又是多少？都是一門很大的學問。而民眾對於任何一個財貨所願意出多少價，如果有先了解市場上的行情，就可以按照市場行情來討價還價(如：去大陸購買東西先砍半價等)。但是對於行情該如何出價，也是透過別人來傳遞出來的訊息。如果對於行情沒有深刻的了解，在出價的過程當中，反而沒有主觀的想法知道該出多少錢。

9、如何浮現心中之尺：

對於心中之尺的產生必須要具備下面兩項：

(1)有能力去購買。

(2)要喜歡那個財貨。

對於以上兩項都具備，才能浮現心中之尺。不過有能力去購買與喜歡都是

非常主觀的感受，尤其對於喜歡來說，如果喜歡的程度越高，也許所願意支付的金額就越高；喜歡的程度越少，所願意支付的金額也越少。因此喜歡是非常主觀的。但是除了喜歡之外，還要有能力去購買，如果沒有購買的能力，喜歡也是空談。但是這個能力的支付，就是願付價格的表現，對於這項財貨我願意支付且能夠付得出來的價格來購買。因此喜歡與有能力去購買都是主觀價值的表現。

五、房地產估價問題之探討

(一)目前的估價大多是採房地分離的方式來計算

- 1、思考：用這樣的方式來計算是最好的方法嗎？
- 2、目前有認為應該機率的方式來計算估價。因為房地產是 a bundle of goods。也就是房地產是合在一起出售的，因此分離計算的方式有待質疑。
- 3、就房屋稅與土地稅是採分離課稅，理論上來說房屋稅應該輕課，土地稅應該重課。可是就目前台灣課稅的情況是完全相反過來，房屋稅重課、土地稅輕課，這也是有待改善的方式。
- 4、對於目前估價的方法來說，還沒有一套完整的制度，因此造成每一個人所使用的方法都不同，因此估出來的價值也不同。加上制度的改革需要花很很長的時間與經過很多的困難才能成功，無論是採分離估價或者是整合估價，都應該有周延的改善方式、制定好制度後才能實施，這樣估價方法也能夠統一。
- 5、對於估價的方法，目前採有貢獻說的方法來決定估價。即房屋貢獻多少價值、土地貢獻多少價值、房屋和土地又共同貢獻了多少價值，計算出這些貢獻價值，以分配的方式來做估價。但是這種估價方式也可能會產生主觀的價值觀，如：地政派認為土地貢獻的價值非常的大，因此在計算的時候，土地貢獻價值的比例要比較多；但是如果交由建築學派來估價，也許會認為建築物的貢獻比較多，因此建築物所占的比例要比較大；若交由經濟學派來估價，也許會認為共同貢獻的部分應該要占較大的比例。因此對於比例的分配，也會產生不同主觀的看法。

第三篇 方法論的危機：不動產研究的典範與實務

一、方法論的危機

(一)典範的排他性：舊的典範會拒絕新的典範的形成。

- 1、如土地增值稅的問題：財政學派和地政學派，兩者各自擁護著自己的典範，各自有自己方法所推演出來的看法，而造成了典範的排他。
- 2、辦公市場文獻的例子：辦公市場中的時間數列文獻無法解釋重要的橫斷面型態，然而如果這些走勢無法予以解釋，如何期待這些模型來作趨勢或循環的預測？特別是在商業區市場的預測，顯示依賴通訊科技及辦公室郊區化所扮演之角色。這亦代表了預測有效性需要其他模型配合，包括使用調查技巧及不同學科中的觀念才行。以現有接受的典範來阻礙發展新的典範，這正是方法論的危機所在。
- 3、因為有典範，因此造成了排他性。典範的建立後，反而造成一個特別的情況，那就是如果不照著典範的方法進行，反而成為不入流，也就是被典範所排除在外。
- 4、學術的守門員就是那些期刊的審查員，因為有這些審查員把關，才能使學術更嚴謹。但是守門員有時候也會流於主觀的意識來審查。如：審查員若都偏向計量方法的學術研究，很可能未做量化方法的研究就可能會被排他掉。而量化的方法雖然會形成一個典範，但是也有走向窄化的趨勢。如果守門員能夠容納一些有趣但是較不嚴謹的文章，也許會因為這些文章的加入，反而擦出新的火花進而有其他新的發展。
- 5、如書上所提到的 ARES 學會在 1985 年脫離了 AREUEA，期望能夠跟實務面更加結合，因此 ARES 學會所做的研究都是偏向實務方面的。但是實務的東西如何與方法論來做結合，也就是如何建立一個方法來推導實務演進的過程。(雖然實務上知道是從 A 情形演變到 B 情形，但是能否利用方法論來推導 A 到 B 的過程)。如果方法論不夠嚴謹，就無法成為一個典範。
- 6、知識是要能夠不斷的被重複使用，才能夠廣泛使用，而在廣泛使用的情況下，就會建立典範，但是因為方法論已經被建立起來，反而會有排他效果的存在。
- 7、越老的學門，典範的排他性就越強烈，如：經濟學門、社會學門等。相反的，越新的學門，典範的排他性較不明顯。不動產尚屬於一個新興的學門，排他性尚不明顯。

二、用以解決問題的演繹研究與歸納模式

(一)歸納法：如計量方法、實證分析等都是採用歸納的方式得出一個結果。

(二)演繹法：演繹法為「應該要如何做？」

(三)歸納法與演繹法的差別：

如：就推論法拍屋與銀拍屋之間價差多少錢，是利用歸納法的方式來得到一個價差的結論。但是這個價差的結論是否能夠演繹到以後都可是說是這樣的結果？

(四)方法論的探討：

如：理論上來說法拍屋屬於不完全競爭市場，而仲介搜尋市場屬於完全競爭市場。而特徵價格法的假設前提是在完全競爭市場的情況下。既然法拍屋屬於不完全競爭市場，為什麼可以用特徵價格法去跑模型？

三、討論：理論與實務的差別

(一)理論與實務是否能夠結合？

1、以地政系的教學為例子，對於補教界的教法，大多以背口訣等為主，以能夠考上證照、公職為目的。但是在學校裡面的教法，大多是以理論的推演為主，但是教的也許與公職考試的關聯不是很大。然而地政從業人員大多從補習班的背唸教育中所教出來，將來到職場上工作，或許沒有辦法與理論結合。因此建議教學應該理論與實務做對話。補習班的教法只是一種教法，學校的教法也只是一種教法，如果能夠結合不同的方法來教，相信會有更多發展的空間。

2、對於方法論的研究而言，是沒有所謂的標準答案，但是對於補教界的教法而言，為了讓人快速吸收，都訂出一套標準答案，反而制式了知識。對於掌握方法而言，掌握的是學習背後的答案能力，當一個方法推導出結果來，該如何解釋，才是最重要的。

3、質化與量化都是方法論的一種，質化方法較偏向於非數量的研究，量化方法則是數量方面的研究，目前量化方法屬於比較強式的，但同時也被窄化了。因為數據的不完整或者是資訊不夠多，造成推導出來的東西並不能解釋太多的東西。

4、另一個例子：建構式數學

目前所推行的建構式數學就是要具備推演的能力。而從前的教育都是強調背誦的能力，但是若能把兩者結合起來，既有推演能力又有背誦的能力，

才是最好的。

- 5、對於理論和實務而言，最重要的就是發掘問題、解決問題。能夠解決問題的方法就是好方法。好方法不代表要很複雜，因為複雜的背後代表著有許多前提假設，而這些假設是否有問題也會牽涉到以後方法的運用，因此不要迷信方法的本身。只要能夠解決問題的方法，就是一個好方法。

(二)語言學在方法論中的重要性

- 1、語言學為知識交換、傳播的橋樑。語言學的存在是要將知識包裝起來，然後傳遞出去。
- 2、語言學為一邏輯推導的能力：語言學的背後隱含著說服力的問題，表達出來的東西要能夠讓說服人接受。傳播知識的方法有很多種，因為人想的、說的、與寫的，三者表達出來的概念可能會有所誤差，如何將自我的想法真實的表達出來，是很重要的一件事。
- 3、固然語言學很重要，但是想法的表達如果能化為文字傳遞，其傳遞能力可能更高。
- 4、知識在傳遞、討論的過程當中，因為對話會產生新的知識的火花，因為會激盪出不同的想法，如果只是將想法掩蓋在心裡面，只會造成創造力的減退。

四、討論書中的一段話：「對那些已經被解決的問題，需要有更多的注意」，有什麼感想？

(一)對於房地產當中，有沒有什麼需要被推翻或者是需要更多注意的事情？

- 1、在投資決策過程當中，曾提到投資組合理論，投資組合理論是希望購買多樣的投資工具來分散風險。這個理論對於其他的財貨可能是比較有效，但是對於不動產領域而言，由於不動產具有地區性，且不動產有龐大的交易成本與資訊不對稱的問題，因此投資組合理論運用在不動產上面似乎不見得有效。

思考：(1)那對於投資組合理論運用在不動產上面，以規模上的差異來看又有什麼不同。

- (2)對於不動產也許不適用投資組合理論這樣的想法產生，其中的邏輯有該如何去推導出來？也就是為什麼會產生這樣的看法，又有什麼可以解決的方法？

(二)對於許多文章、論文，往往我們都抱持著吸收的心態來看文章，因此很容易就會認同文章中所說的話，而缺乏反省的能力，因此對於文章的盲點常常不容易發現。而同學上課時曾提到之前做報告的經驗，就是看一篇論文，然後再從中挑出幾個問題加以做訪問，發現其實有很多點都與文章上所描述的有所差距。因此對於期刊文章，不應該全盤接收，而是要有思考能力，提出懷疑的地方，而非一昧的相信文章中所說的話。

五、討論：領域狹隘的問題

(一)估價領域的狹隘

1、對於傳統的地政界而言，估價的知識大多是沿習日本的經驗，而造成台灣估價方法的狹隘，只有接受日本的估價知識，沒有再去吸收其他國家的經驗，造成估價的窄化。而且一個學門要能夠成立，必須要投入很多的知識份子，集合眾人力量才能確定領域。但是估價界投入的人目前還不算多，且幾乎都是沿用日本的方法，因此估價領域似乎有窄化的走向出現。

2、由於台灣估價是沿用日本制度，而對於日本的制度而言是採師徒制，因此在承襲的情況下，可能創新的空間比較不大。而就美國制度而言，是屬於學風自由的制度，因此比較能夠接受不同的東西。

目前傳統的地政界也會產生承襲的問題，這也是我們該突破的地方。

(二)不動產領域應與其他領域做對話

1、對於不動產的學門而言，應該盡量和其他的學門對話，學習其他學門的方法，再應用到不動產方面。如果各學門都能向外打開，才能夠做學術間的對話，也才能使學術更豐富。

如：類神經方法與估價的結合：將類神經方法應用到估價方面，能夠更豐富估價的方法論。

崔媽媽基金會新聞稿—購屋市場的春風仍未吹熱租屋市場的寒冬

(一)內容大綱

1、目前租金呈持續下滑的趨勢，但是跌幅不是很明顯。

2、某些地區的小套房租金有上漲的情況發生，其原因在於：

(1)小套房目前是一個熱門商品。

(2)房東認為可以投資小套房，因此紛紛改裝為小套房，且房東的期望租金上升。

3、而就目前的趨勢分析來看，租金下滑的原因在於：

- (1)不少房客已經進場購屋，不再租屋。
- (2)就業人口並未回籠。
- (3)未來景氣持續看漲，因此期望擁屋的人增加。

4、雖然有些房東將租屋投資在學區附近，但是並不見得非常樂觀。由於將來可能會有國外大學來台設分校，因此有些私立學校可能會因為招生不足而倒閉，因此區位的選擇是非常重要的。而對於房屋也應加強管理維護以吸引學生族群進駐。

5、未來可能會有專業的租屋公司出現，將會直接衝擊散戶房東，因此房東們應該加強自己的競爭力、努力做好管理維護，才能夠有更好的租金。

(二)對於文章中提到投資出租市場是呈現下滑的現象，但就目前對於市場的了解，該不該做房地產投資？就對於出租市場的認識，到底適不適合做中長型投資，為什麼？

1、區位應該是房東考量選擇投資的重點，如果在這個區位外來客很多，應該就是投資的好地點。

思考：如果從區位的觀點來看，只考慮外來客的人數，似乎與房地產是否景氣無關。在文章中提到房地產景氣與否與許多人轉租為買的行為有很大的關係。因此這兩種理論是否有矛盾的現象？租屋是否只要看好區位，與景氣其實沒有太大的關聯？

2、房租的租金是有租約限制，也就是說租金是有時間延遲的情形發生，在目前景氣良好的時候，租金會有下滑的現象產生，和房地產市場價格造成脫鉤的現象，有可能是時間延遲所造成的結果，也許再1、2年後，因為租約的到期，租金也就跟著景氣提高。因此應該是可以投資出租市場。

思考：如果租金的收益高於存在銀行的利率收益，是否意味著該投資出租市場？

3、對於經營的概念而言，是先有買進，然後經營一段時間，而這段時間就是等待的期間，因此對於等待期間的運用，才是租屋投資的時期。

4、投資是一門藝術，並沒有所謂的標準答案，只要有說服力，才是最重要的。