

房地產投資與決策分析第五次上課紀錄

時間：2012/10/15(一) 14:10~17:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：陳志堅

出席：吳健宇、簡淑苹、林耀宗、宋豐荃、張哲瑋、黃斐、吳冠穎、尤聖文、
陳志堅、鄒瑋玲、陳力綸

老師：大家對實價登錄有什麼看法呢？那個網站不知道好不好用，希望到時不要出差錯，明天9點會開放，大家有什麼 comment 或是不同的意見呢？這裡有幾個重點，第一個是大家到底相不相信它，現在有人不相信他的原因是因為：一、藉著有心者扭曲，怕被誤導；但這是不太可能，因為樣本數非常多，若只是有少少幾筆，有人有心想誤導還有可能；但目前如果有三筆對上百筆正確的，你相信三筆還是上百筆；過去為什麼可以哄抬價格，是因為大家只知道這三個有資料，其上百個資料都沒有；然而我相信不太可能有哄抬的誘因；對地政士來說，一筆登記費幾千元，如果做假的話，罰三到十萬，最重要的是，還有刑罰，這樣查起來就嚴重了，文書登錄不實。當然還是有很多問題，我也沒有十足的把握；假設公佈一個個案，對市場幫助不大，但公佈多的個案，就像是國王的新衣，退潮之後，知道誰在裸泳。

目前大家最關心的是：房價會漲還是會跌，現在的價格透明了，對價格有什麼效果，是助漲助跌，大家都在觀望，因為現在只有一個月，所以大家還在觀望。

健宇：建商如果買房；如土地價格和房價的關係如何？買地的價格如何反算回去，但是何必反算呢？我又不買地。

老師：預售屋開價通常較高，所以挫咧等著，是預售屋，建商影響比較大，特別是議價空間變少了。仲介影響還好。

成交價將來是以此為基礎為討論，但是他的成交價不見的就是我的成交價。就是定錨效應的關係。買貴的話，怎麼辦。要特別小心不要被資訊所誤導。

健宇：只有交易才會更新嗎？若沒有交易就不更新

老師：之前的資料，是都會更新；而老實說，我很擔心明天會不會當機，因為，對政府的事，我抱持保留態度不太有把握。

第一部分

第四章 房地產投資策略與步驟

報告者：吳健宇

第一節 緒論 如課本所示

第二節 房地產投資十步驟

投資房地產的利潤集合以下加總

1. 房地產本身增值
2. 經營中獲取利潤
3. 貸款中獲取利潤
4. 稅捐抵扣

步驟：

1. 決定投資策略
2. 形成各種投資方案
3. 初步財務模型分析
4. 和賣主協商基本條件
5. 可行性研究
6. 稅賦利弊分析
7. 進一步財務細節分析
8. 和賣主最後協商、交易
9. 經營不動產
10. 結束經營

第三節 發展投資策略

投資哲學

1. 直接 or 間接介入
2. 時間因素
3. 投資者角色
4. 經營方式
5. 投資者資金

原則

意義：將一系列的投資原則考慮，做為決策依據

1. 可行性、風險
2. 轉手情況
3. 訂價與稅賦利得分開考量
4. 多種方案分析假設

5. 估算實際利潤與風險，並以現金流量估算

目標

意義：基於個人的、財務的、稅賦上不同目標

1. 保值
2. 分散風險
3. 節稅
4. 正常利潤
5. 資金獲利
6. 退休基金
7. 房子使用
8. 最少資金
9. 快速回收資金
10. 企業利潤

(一)短期 or 長期目標

(二)財務 or 非財務目標

(三)個目標之優先順序

決策準則

意義：將風險與獲利雙重考慮訂定投資準則

1. 財務準則：利潤、風險、組合評估
2. 非財務準則：個體、區位、偏好

計畫、政策

意義：決定投資目標與準則後，可將投資進行之步驟列出。

例如：

1. 鎖定產品類型-只投資有電梯的大廈
2. 鎖定市場類型-只投資新成屋
3. 鎖定地區-只投資台北市
4. 排除項目-不投資小套房產品

過濾準則

意義：在眾多的準則中建立投資政策，初步過濾出重要準則。

用來：

1. 篩選投資對向
2. 透過正面 or 負面列表，決定投資方向

案例模擬

1. 投資哲學

自己管理、2~4 年脫手賣出

2. 投資原則

賺取差價、增值潛力、分散風險

3. 投資目標、準則

4. 資本利得、計算評估風險

5. 初步過濾準則

選定台北車站後方小套房

問題討論

1. 你個人的投資哲學為何？
2. 當前市場下，你認為投資不動產時更應該強調上述的哪一部分？
3. 房地產投資十步驟可能面臨的問題？

老師：很好，有什麼 comment，這當然只是個 framework，如何應用，才是我們想要回答的。

第一個，假設是房子，和非房子的差別在哪？

第二個，在國外和在台灣，什麼是關鍵。

第三個，現在的市場，如何去做。

這樣的架構，感覺當然不會很多，然而，對一個生手，架構是重要的，才有系統去做研究。

耀宗：請問健宇，你還記得十步驟嗎？這裡指如何從貸款中獲取利潤？

老師：越是有錢，越是要借錢；有利可圖，但是圖什麼利呢？是指本金，利息，還掉利息才開始賺錢。正常來說，一般忽略了貸款中，還掉的本金，才是我們賺的。

耀宗：我的理解是指機會成本的概念：借出來的錢，成本低於在外面所賺的錢，因為就有利可圖了。

老師：資金周轉成本的高低，借越多越好，當然風險越高了。直覺上，借錢來賺錢，如果借來不賺，就危險了。借多少錢，怎麼借，可以借多少，這就是學問了。

投資房地產獲利四來源：1. 買進賣出，資本利得；2. 經營利潤 這二個最常看的；3. 稅賦好處；4. 貸款賺錢。

希望大家有 case，否則架構是死的，其中有投資哲學，就是想法，一個人的價值觀，一種 guideline，一種引導人的作法。雖然是抽象，但是很根本的。怎麼形成呢？你有沒有，如果沒有的話，就是無頭蒼蠅，如何形成出來。和找到心中之尺一樣，當然透過例子，是非常好的。每個人的想法是不一樣的，房地產的想法，又是如何。

耀宗：像我本是個風險趨避者，原本預計未來是借房貸的 1/3。但算過出社會後，只能買大安區的車位。上次有張淳淳的部份，有看多少，他一開始就一直看很多房子，鎖定大安和信義區，覺得保值能力很強，一開始就拿來出租。喜歡重新裝潢，拿來外商；避免房租閒置；可能有個 7 8 千元的 Wii；

老師：未來 12 章，how to approach，一般人的投資想法如何，傳統的是財務分析，當然是算錢，一般來說，當然是要 required return，那些人，對數字是不太考慮的，但這些策略有沒有缺點。

老師：房地產的投資和一般非房地產投資兩者有什麼差別？

瑋玲：具有消費和投資財兩種

老師：好賺又好住；這二件事，好住比較好確定。如何來討論這件事，產品的問題討論。好賺當然對可以討論。當然最希望好賺又好住。可是，想到 portfolio 欲不利，可以借錢，是有利；這些東西 trade off 之後，做什麼選擇；買黃金，買股票，買房子；都是在不同時期所做的選擇，如同耀宗所說的，買房子不可能，就買個車位。

黃斐：貸款的利率比較划算，和香港比較而言。很多台商，都在台灣借錢，到國外投資。

老師：現在台灣是負利率時代，隱含的未來利率還會再升。錢的問題，一小部份而已，房地產投資，如何找到關鍵，關鍵是如何破解。

淑華：像我想到機會成本，稅負，土增稅，奢侈稅，地價稅，一般人不會想這點，最後才考慮到稅。

老師：有另一個思考，為什麼大家把錢放在房地產，因為稅制不公平；變成投資炒作的工具，鼓勵自住，不鼓勵短期投資炒作。但是國家稅制，不健全，要有改革，才會公平增稅。

豐荃：p105，利潤來源時，都是靠增值，之後買的內湖區，機場捷運。因為台灣房產的價格，無收土增稅，或許是內線。

老師：買進買出的期待很高，租金大部份不是主要考量。而奢侈稅打到了投資客的要害。國外當然也有一些，這就是城市發展的潛力。人口的統計資料等相關都是要做功課的。

黃斐：大陸有比較多，短期性的投機性房地產。

老師：以商品別來分別來說：小房、豪宅是，中間就不是。判斷兩個人，可能是投資、投機或可能是消費、自住。左邊放投資投機或消費自住，利用模型，可以找出兩者的機率。當然不只是看產品而已，還有從區位來看，像新莊重劃區，最近有很多投資客拋售。

投資和消費一直以來，都沒有分得很乾淨。如果單純自住的，都不會有 bubble。

老師：有投資、自住的，這樣的管理維護好嗎？後來發現是不好的，因為不好維護。對廠商而言好，因為好賣。對自住客來說，就要特別來討論。房地產最大關鍵，找到好 case，投資 for 投資 消費 for 消費潛在個案，潛在投資個案有目標的勤跑，不可亂跑一通，所有很多人看了 100 多個房子，下不了手，good, potential, for whom, 如何去找那些東西的想法如何。有人脈就有好機會嗎？還是看清楚。好的，背後的，是去判斷。有沒有慧眼識英雄，判斷什麼是好產品。不能只看外面是好的，而裡面是不好的，金玉其外，敗絮其中。如何看房子。價格，當然是其中一個考量點。但最後，什麼是贏家，什麼是輸家？如果買房子，是一輩子最貴的東西。對手不做功課或是高手對招，一高一低，常常有很多火花產生。有時，像買地常常是秀才遇到兵。做土開的人，要很專業，至於做功課是一定要的，只是看做什麼功課。如何感動對方也是種功課之一。

第二部分-1

科學、工程學與不動產學域

報告者：陳蕙瑩

一、科學、工程學

科學：闡釋自然世界知識

工程學：使用知識去創造改進

工程學幫助商業學域使用實踐的知識。

應用性科學：一種生產或借用其他學域知識，同時迅速轉成方法與手段。

二、不動產活動模式

P. 560

不動產作為科學

不動產實證主義：尋找闡釋實際人類行為。

描述性研究

多樣性方面的進步，卻缺乏在深度上的進步。

不動產作為工程學

應用從實證不動產研究(I、II)所產生的知識或其他學域中借用的知識來運作，並形成改進的方法(III、IV)

規範性研究

尋求最大化效用與有效率地配置資源

結論

不動產學院領域不能忽略它組成要素的需要。

我們必須準備同時做科學與技術的工作以符合作為應用學院的一員。

不動產研究包了多重多樣的學域，共存領域的集合限制了不動產作為一個明確的研究領域。

第二部分-2

房地產是否有一中心主體知識？

房地產是否有一中心主體知識？

報告者：陳蕙瑩

一、房地產學術地位

1. 商學院

財務成為商學院中的領先科學

2. 社會科學院

政策與市場的引導為社科院的領先科學

3. 設計學院

規劃與施工品質為設計學院的領先科學

二、房地產發生什麼事？

1. 缺乏理論基礎

- (1) 房地產教育的缺失
- (2) 實際工作經驗對知識增加速度緩慢
- (3) 實證知識日漸受到重視，理論性領域顯得無價值

2. 一些政治上的爭議

- (1) 房地產研究者相信未來房地產領域會被獨立出來
- (2) 沒有獎學金(研究經費)
- (3) →房地產為商學院學生所挾持

3. 持續探尋外在基金

- (1) 支持房地產學術研究的財務不充足
- (2) 要求研究者工作須對房地產商業組織有利益

4. 課程上一些問題的探討

- (1) 相較其他課程較不嚴謹
- (2) 缺乏實證資料測試理論

5. 博士班不動產教育的困境

- (1) 已脫離公私部門或顧問式的訓練

三、美國房地產學術單位該做些什麼？

- (1) 與大學保持密切關係僅剩估價協會
- (2) 未來：公司資產管理經理人、房地產投資組合管理人或土地使用建議者
- (3) 與大學研究群彼此更靠近且發生影響力

四、台灣房地產學術單位該做些什麼？

(一)台灣房地產研究中心：

- (1)與私部門合作→永豐銀行、國泰建設、花旗銀行
 - (2)建立長期研究房地產市場指標→國泰指數季報、住宅需求動向調查
- (二)政大商學院：與信義房屋合作

(三)房地產教育為何？

- (1)大學視為未來商業專業的預備處所
- (2)碩士班課程需求可能仍保留在技術上的訓練
- (3)Roberts 指出具體實例較易說服決策者，而不是統計分析
- (4)成功完整的房地產課程應有適當技術與嚴格的學術背景
- (5)許多機構開始接觸不動產課程

(四)房地產學會能做什麼？

- (1)若無堅實的中心知識，則會變成其他學科的拖油瓶。
- (2)沒有經濟及社會等支持的誘因留住或誘使頂尖研究者參與，房地產便無法期待在未來達到較佳的位置。
- (3)嘗試從相關財務或經濟領域分離出房地產，即使是多重科學模型之使用，房地產發展仍然艱辛。
- (4)房地產研究者不斷於量的擴增，但其成長是否與其他商學院課程互相競爭？

結語

- (1)Gordon Donaldson 比喻學會為一「衝浪者」
- (2)大部分學會喜歡衝浪，攜帶權威性衝浪板，追尋被外力激起的知識浪波，意圖登上浪之高峰，直至浪波喪失助力泉源而退潮，化成一股輕柔波漣輕拍海岸。
- (3)有多少人在學術生涯中騎乘至主浪之頂峰呢？

問題討論

- (1) 你覺得房地產課程設計上應該著重於理論或實務？
- (2) 你贊成學籍法放寬碩士班不用寫論文也能畢業的制度嗎？
- (3) 經建會副主委陳小紅會後表示，依照《學籍法》，在台要取得碩士學位，必須撰寫論文，但有鑑於一些「以就業為導向」的碩士班，畢業學生未來並不是要當教授、做研究員，因此會中研議，讓現行碩士班分流，透過修改《學籍法》，放寬讓那些以就業為導向的碩士班，可以不用寫論文。 (2012年09月18日)

老師：思潮，就是給我們一種，在學術上的反省；這種美國的反省，給台灣的很好的借鏡。台灣現在在房地產的科系，還是不太成熟。台大、政大，房地產科系所都沒有。到底知識和技術有什麼差別。科學和藝術有什麼差別。科學可以重覆實驗。台灣到底如何，發生了什麼事，到底有沒有反省的空間。台北的房地產是很蓬勃發展的，而學術界，有幫消費者、政府大家解決了什麼問題呢？把這些問題放在台灣的情境之下討論，有很多可能性，而他山之石亦可攻錯。不管在學術界或是實務界都受益。大家都能從中得到一些受益。

老師：不動產是從美國發展出來的。仲介是由市場面的實務內發出來的。台灣在經過 2 30 年的演進，到 1980 年的美國房地產已經相當成熟了。

台灣的房地產，已經占了那麼多 GDP 了，但是在學術界，卻是沒有什麼發展，因為理論基礎不夠，商學院對這方面不是很熟悉，實務也相當不足。

淑華：有需求才有供給，一般人的迷思是地政為什麼還要唸研究所。

老師：如果沒有產生研究成果，那為什麼還要設立，一般業界如果投入一點點 R&D 就會有很大的發展，這樣他們會很願意投入。至少市場調查，會減少損失，保證賺錢。但是現在的相關資訊的資訊不足。如國泰，他們還是會繼續和政大台灣房地產中心合作，他們還是會看我們的成果是否紮實，就是要有成效產生。只要表現好，別人都會用，表現不好的話，別人就不會用。

健宇：地政沒有很認真在不動產發展。學生自己都沒有很爭氣，一開始就沒有很 focus 在房地產發展，第一沒有在商學的知識 第二 沒有實務的經驗。商學院的學生，比較容易貼近市場。

老師：不只是學理論而已，還是要看實務，就是 case study 的。理論和實務的結合很重要，特別是在房地產這方面。當然也不是只有實務導向，不然就技職體系就有了。常常覺得很好笑的部份，一般市場所做的市調，連統計平均數，抽樣都不會，都沒有理論基礎，如果一直都是這樣的話，代表整個產業非界沒有長進。做 project，EMBA 就寫 project，就可以了。當然看訓練的目標是在什麼地方的差別。

老師：產業，學術界，一般的社會大眾，整個環境，如何改善我們整個不動產環境。產業界也是很不上道，消費者，當然是最可憐的，不知房價，就可能當屋奴的機會。

我們是在悲觀中，或是樂觀中；危機，就是轉機，端看一念之間。不應該深陷在泥掉中，有太多的機會在其中。

志堅：像我們受了六年的財金方面的訓練，但是這方面的課程真的很少，所以如果會有這二方面的專業人才，在業界是不是更有發展機會呢？

老師：沒錯的，這也是業界所缺乏的。要會不動產，也要會財金才很吃香。早期的不動產政策，不外乎是，地盡其用，漲價歸公，比較沒有一個符合潮

流的政策產生。而商學院，了解市場變化，但是對房地產不了解。

第三部分

文獻—The Composition of Hedonic Pricing Models 特徵價格模型

報告者：陳力綸

報告大綱

報告大綱

一、2000 後的研究 Brokerage Firm Characteristics and Franchising

1. 女性的加入和稀有客層使得仲介業更形多樣化
2. 銀行業的加入
3. 加盟營業 vs. 非加盟營業
4. 選擇仲介業的決策
5. 加盟店(franchise firm)較非加盟店家有經濟效率
6. 二戰後女性大量加入仲介從業，並且同時期中產階級住宅自有大量擴張
7. 口耳相傳仍是仲介業主要的顧客來源

二、Brokerage Commissions and Compensation

1. 全傭金成數的仲介從業人員效率較高、壓力也較大
2. 比較仲介從業人員自身的物件和客戶的物件之銷售情況
3. Dual agency 會使得成交價降低，但法規會使的情況改變
4. Non-realtor 成交價較低，也賣較久，較 realtor 相比也更難賣出
5. 全成數傭金仲介人員會將售價極大化、銷售時間極小化

三、The Effect of Brokerage on House Price and TOM

1. 仲介的使用可減少買方的搜尋時間
2. 對低價值住宅而言，較高的傭金能使成交價提高
3. 獨家(exclusive agency)販售的物件能賣得較快，但售價較低
4. 異質性住宅地區的仲介收益較高
5. 仲介持有物件較非仲介持有物件賣得較慢但利潤較高(agent owned & client owned)
6. 仲介經手物件較未仲介物件賣得快且利潤高(realtor & non-realtor)

四、Technology and Real Estate Brokerage

1. 新科技的使用能加速交易時程及減少部分成本
2. 網路能增加仲介商機
3. 由仲介公司的網路流量可預期其成交時間(反比)和傭金(正比)
4. 網路能減少搜尋成本，但非搜尋時間

五、Brokerage Products and Services

1. 新科技的使用能加速交易時程及減少部分成本
2. 網路能增加仲介商機
3. 由仲介公司的網路流量可預期其成交時間(反比)和傭金(正比)
4. 網路能減少搜尋成本，但非搜尋時間

六、Efficiency and Productivity in Real Estate Brokerage

1. 討論仲介業的 X 效率(x-efficiency)、規模經濟(economics of scale)和範圍經濟(economics of scope)
2. 成立較久的仲介公司較能達到經濟效率
3. 仲介業在競爭環境中較能達到經濟效率
4. 仲介業的存在是因為資訊的缺乏
5. 銀行加入仲介業能導入更多利潤，但亦有持相反想法者 (Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)
6. 當小規模銀行和小規模仲介公司合作時，才會減少邊際成本
7. 對仲介的需求增加將會提高傭金成數，但卻會被不斷新增的仲介公司所抵銷
8. 仲介人員的教育程度與傭金成正比

結論

1. Real Estate brokerage 仍是重要的研究議題，內容包括 franchising、commissions and compensation(各類比較)、products and services(顧客滿意度)、TOM、brokerage firm efficiency 等等
2. 未來更有趣的研究議題包括仲介業的規範制度和市場環境、dual agency 的效率、銀行業的加入等等

老師：在美國的仲介，paper 有很多都是討論這個主題的。

而台灣的前幾名房仲。信義、永慶、台灣房屋、東森等；仲介利潤還是不錯的，但相關研究論文明顯不足。

現在最新的議題是，實價登錄，仲介從業人員，大家有飯可以吃嗎？

基本上，在網路方面，永慶發展了很多上網搜尋，對仲介有什麼影響呢？仲介的功能是找買方，也找賣方並到處去開發物件。

他所收的費用率是 6%，買方 4%，賣方 2%。關於費用的如何收取也值得討論。

仲介給別人的不好的印象是缺乏誠信，老實說，仲介商所交的保證金，是可以拿來做研究，但目前都沒有。

像現在倒了 200 多家店，台灣的現象，仲介店，開得像便利商一樣多；背後的 research 沒有理論基礎。而將來有很大的餅在裡面。至少看到信義發展是很大的。永慶也是很大的。加盟店和直營店。他山之石，可否攻錯。

力瑋：仲介費用的高低，是否會影響了賣的速度？%

老師：台灣的仲介費用，政府，最高上限，4+2% 最早只有買方出錢，買方不用出錢，到底是要幫誰嗎？有很多的問題出現了。仲介費用和服務品質有關係。

最後沒有誘因而來決定。更早期是研究有仲介和沒仲介有沒有比較好。賣得更高，服務更好；時間短，服務好。實價登錄後，仲介還會越來越多嗎？越來越不能只是靠買低買高而已。

仲介新人的薪資是 4 萬多，但周末晚上都要上班，保障 9 個月，公司不可能一直養，要養多久？為什麼仲介公司一直招人，也是因為流動率很高。仲介這一行，利潤也是很高的，說不穩定，也是。

估價、仲介 license 那個是一般人比較想要的，是估價 license，但論到那一個賺錢比較多，仲介應不會輸估價師。

耀宗：仲介對房價有什麼影響，雖然是希望成交價高，利潤才會高，真的是這樣嗎？

老師：開價多少是最好的，如果比正常水準；降一點點。Ex 500 萬 高於 550 萬 V.S. 480 萬，所以兩邊殺，不見得一定是，大家認定往下走，仲介，只要有成交量，就 OK，他們的利潤來自己成交的速度。同時如何讓市場買賣交易的 settlement，比較不會有紛爭。仲介的開價策略，不見得會開高，因為和成交有相關。買賣的心理，和商業的策略也有相關。