

## 房地產投資與決策分析第十五次上課紀錄

時間：2012/12/24(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：吳冠穎

出席：吳健宇、林耀宗、簡淑華、黃斐、陳力綸、宋豐荃、陳惠瑩、張哲璋、吳冠穎、尤聖文、

### 第一部分

## 房地產投資與市場分析 第十六章--房地產投資報酬率分析

報告者：吳健宇

### 報告大綱

#### 第一節、報酬率計算方式

- (1)價格變動法：資本利得
- (2)淨收益報酬率法：買賣、經營、貸款淨收益
- (3)內部報酬率法：IRR => ROE

#### 第二節、三種報酬率計算方式比較

計算方式	價格變動法	淨收益報酬率法	IRR 法
優點	1. 容易計算 2. 符合直覺想法	1. 因素考量較周全 2. 區分收益來源	1. CF 的時間性 2. 完善投資計劃 3. 可比較報酬
缺點	1. 忽略時間、風險 2. 成本的扣除 3. 經營過程的省略 4. 貸款之負擔	1. 忽略 CF 的時間性 2. 未考量風險	1. IRR 可能不只一個

#### 第三節、總體房地產投資報酬率分析

- (1)相同購買時間，不同出售之平均報酬率
- (2)不同購買時間，相同出售之季平均報酬率
- (3)不同時有期間之季平均報酬率
- (4)估算風險程度(標準差)

## 課程討論：

老師：這一章實證結果比較多，健宇算了四年之間的報酬風險，但時間很短看不出明顯的效果。價格變動法並不是太理想，因為缺乏時間、折現率的變數。MIRR的解法是比較精準的。持有期間越長，從圖表可以看到報酬經過大約六年左右會穩定下來，風險在第八年的時候可以穩定下來，如此表示如果短期經營的話會是低報酬高風險。四年的盲點是時間太短，無法做平均，實證分析的時間夠長才不會造成偏差。不同投資工具的比較的目的是在做相關係數的檢討，太多正相關的效果是不好的。

豐荃：基金代理人會操盤，台灣不知道有沒有這種情況

老師：現在沒有基金的法制化，昨天勇哥被抓到，不過顯然他透過人頭買了將近兩千間很不得了。不過他算是自己操盤比較多。房地產因為很複雜，如果沒有規劃證券化會很困難。

力綸：台灣在做證券化好像還不普及，所以還是以實體的為主。有錢人在操作的時候會比較有利，因為做的久且有足夠財力。台灣變成集中在有錢人身上，並且會出現依些特別的產品，跟國外不一樣。台灣有些人會投資停車位，回本比房地產還快。

老師：房地產最大的問題是太昂貴，所以投資停車位的確是回本比較快，而且較便宜。

## 第二部分

房地產學術思潮論文集 第十四章—以蒙地卡羅模擬實驗進行敏感

度分析應用之介紹 - 以古蹟保存為例市場研究的兩基本構面

報告者：黃斐

### 報告大綱

一、古蹟保存在不動產領域中是相當重要的課題

(1)實證資料缺乏

- (2) 只能憑藉理論模型
- (3) 不能概括到整個制度的全面
- (4) 早期財務上的敏感度分析-對於變數的眾多變化，只能做單依情況處理。
- (5) 蒙地卡羅模擬可以解決這些問題

#### 古蹟修護：

- 美國稅法特別給予古蹟投資者一些財產稅的優惠。
- 1976、1978、1981年，美國修訂稅法，提供稅負誘因而刺激古蹟維修的投資，但是效果並不大。
- 1981年振興經濟稅法通過，投資活動急遽上升。
- 1986年的賦稅改革方案讓原先的投資客望而卻步。

### 二、一般話敏感度分析的方法

(1) GSA(一般化敏感度分析)在一個給定的系統下，可以從眾多變數中決定哪一個變數最具影響力，並且可以處理實證資料不夠完備的問題

(1) 將 GSA 應用於古蹟修護計畫

步驟一、建立模型，計算出的 IRR 是分析時的輸出和觀察向量

步驟二、蒙地卡羅模擬

步驟三、GSA 的應用

(2) GSA 的應用成果

1. GSAI：被動投資活動損失抵稅的限制
2. GSAAI：經濟因素、古蹟修護稅法因素
3. GSAAII：所得稅相關因數、經濟因素

(3) GSA 應用之摘要

1. 經濟因素才是關鍵因素
2. 不利的古蹟整修租稅規定，往往造成偏低的 IRR 值
3. 折舊相關稅法不會對古蹟整修計劃報酬率有大幅度影響
4. 資本利得稅率與所得稅率的修訂，不會對報酬率介於中間的整修計畫有太大的影響

### 三、結論

(1) 經濟因素的重要性，使得政策制定者並不能用稅法作為手段，來刺激古蹟整修投資

(2) 再多的租稅優惠也無法彌補因為悲觀的經濟展望，而導致古蹟整修活動衰退讓投資者得以衡量選擇資產的未來願景與報酬率

(3) 不動產投資是一個很適合應用 GSA 方法的領域

## 課程討論

老師：公共政策介入的問題就在於要怎麼知道政策成效如何，所以我們用蒙地卡羅方式作模擬，透過模擬來看古蹟保存有什麼效果。經過模擬後發現結果並不如預期，經濟效應實際上比租稅的成效好。雖然結果不一定如期望，但是透過模擬來預測的方式是好的，可以清楚的掌握到政策的效果。古蹟保存是一個議題，政策又是一個議題，政府政策應該如何拿捏才能更精準，我們在施行政府政策時都缺乏了模擬的過程。古蹟保存最常被引用的不只是租稅而已，而是容積發展權移轉(TDR)。

豐荃：台灣的古蹟保存方面我比較知道台北的，大部分都是以一條街，但是國外都是在同一個街區，發展權不會到很遠的地區，不會造成容積率過高，主要是因為沒有做事前模擬。感覺台灣比較多是紙上談兵，我覺得都市更新，除了租稅的誘因之外，大部分都是獎勵誘因，好像在容積獎勵方面促使都市更新。

老師：容積獎勵等於印鈔票，我們沒有想到容積獎勵的影響。古蹟保存用買的、租稅的、或租稅哪一個比較好？好在於是否能保存下來，是否能保留好的影響，還有會不會傷害到屋主，給予過多或過少的獎勵。

耀宗：從整個古蹟的區域例如萬華的剝皮寮，由政府購買能夠保存的最完整。我覺得台灣還有另外一種，就是臺南的老房子，應該是政府整修後，開放給業者去做，我認為這樣對於發展地方特色跟保護古蹟更有用。

老師：政府購買就比較不會有爭議，但是缺點就是成本會高。租稅的誘因不大，反而是經濟誘因比較大。整建維護的背後是付出錢跟意願接受審查。

惠瑩：像耀宗說的，我認為跟民間合作可以幫助注入生命力，而不是像籠子關起來，如果配和販賣週邊以及配合導覽服務的話，古蹟就能繼續存在。

老師：古蹟保存背後的價值可以去想一想，但重要的是政策分析。

淑苹：古蹟保存最可行的就是容積獎勵，但是在限制上要做更嚴格的控管。

老師：妳的意思是說古蹟不多，容積獎勵就有限。那妳覺得容積獎勵有沒有正當性。政府拿納稅人的錢去買古蹟，那就是公共財的一部分。當你不知道代價是多少的時候，你不知道那東西的背後是什麼，而且是用大家的錢去做。對地主來說要超過市價他才會去轉換。我還是想要回答在如何

估算不動產價值上要更慎重敏感。避免我們在公共政策的支出上花費過多的資源。

哲偉：關於古蹟租稅或發展權移轉，有一個個案在宜蘭火車站，他本來是古蹟，因為想發展成商圈，後來就跟商家說古蹟一定要保存，就把那裡改建成一個公共空間。政府可以取消容積獎勵，直接限制地主必須保存古蹟，並且做一些新的建設。還有一個個案是香港的農屋，因為全部要重建，所以香港的重建局就直接把農屋原原本本的搬到總部，當成博物館。政府這樣算是對於經營博物館上有收益，又能把古蹟拆掉重建利用土地。

老師：付出跟得到怎麼樣才是有效率的、公平的。公共政策之下效果到底如何。租稅的爭議就在於每個個案都不是一樣的。公共政策的效果到底如何，房地產因為利益很大，背後的計算是我們必須釐清的。利益算不清楚就會產生一些盲點，所以事前的模擬是很重要的。

### 第三部分

## 個案研究—大安永康

報告者：吳冠穎

### 課程討論

老師：永康街是個非常熱鬧的地方，尤其現在捷運通了之後，這邊的小吃店非常的熱鬧，但是熱鬧的地方是好的居住地點嗎，一出來就是人潮還有可能很吵雜。緊鄰公園的話，還會有各種人跟噪音。房間好像也不大，所以好產品的定義是什麼，你認為好的價格是什麼，最後要問有沒有其他更好的選擇。

健宇：我之前去過永康街覺得當地很吵雜，我對當地還有一個印象就是街道很狹窄，蠻多單行道的對開車來說不太方便。感覺樓上看出來也沒有什麼 view，永康街都是餐飲業，所以我覺得外部的影響是蠻重的。建材跟設計也並沒有比較特別的地方。

老師：店面比樓上還要便宜，這店面基本上是精華店面，我認為那邊最有賣點的是那三個店面。

耀宗：建商推出這個應該是以投資客為主，因為居住環境不是很好，我看它是

主打雙學區雙捷運。

老師：投資客 16 戶好像也不是很多。

哲偉：那邊感覺是建商跟地主合建，然後先分掉，然後保留一些來販售所開價那樣可能是會以投資客比較多，自住客可能不會選擇那種地方，因為第一是因為比較吵雜，自住客通常會比較喜歡安靜的地方，扣掉公設剩下 19 坪，開價又開這麼高，我覺它應該是一種投資工具。

老師：如果今天你是投資人你會買嗎？

豐荃：可是附近有還不錯的學區

老師：最大賣點是永康商圈，還有學區、大安森林公園跟捷運。可是非常的昂貴，坪數又小。同樣的價錢你可以住更大的空間。我認為如果我擁有店面，我可能會買一層打通，因為方便，但是我認為風險很高。店面無法取代，但是住宅可以。

健宇：像它這種高單價的產品，如果面積太小，我認為客群有點模糊。台北市交通蠻方便的為什麼要買間小房子，自住我不會考慮，所以應該會考慮投資。

老師：你不會買但是誰會買？你覺得什麼樣的人會買？

哲偉：會不會是當地的商家？現在很多人靠買車位賺錢。

老師：因為方便的原因當然是會。

淑苹：會不會買來租給學生？

老師：租金可能會太貴，投報率假設 2%，一百萬。那租金大概 7、8 萬。那邊還有很多老公寓給學生租，而且還有車位。重點是產品好不好，價格好不好。環境不是說太好，但是我覺得店面是真的不錯，店面隔更小間可能會更好，可以提高單價。我覺得投資店面可以考慮，但住宅就不見得。當然產品稀少就表示沒有太多比較空間。

力綸：我覺有點太貴了，公設也占蠻多的，除非買一整層打通。適合單身有錢人。

老師：兩戶打通將近一億。投資我覺得蠻有風險的。價格開太高，感覺也不好賣。如果我要花五千萬以上，產品要夠好才能對我有吸引力。

惠瑩：我覺得應該也是投資店面，那個價位可能投資其他地方可能也會有同樣的環境，但樓層更高，它只有九樓

老師：我覺得它五樓以下不太可能有 view，四樓以下都賣不太出去。那一區以地段來講是好地段，但是因為太好而感覺有點走樣因為熱鬧，人潮太多。我倒認為店面可以往上延伸，因為那邊商店很繁榮。最典型的例子是鼎泰豐，到三樓，如果有類似的我就可以拉高。

耀宗：或許是因為跟地主合建，而無法改成購物商城，像鼎泰豐那樣就會成為另一種投資方式。

老師：那樣可能成為另一個賣點，因為捷運通車之後那整個效果。大家可以想像怎麼樣的產品定位，什麼樣的人會去買，價格如何，如果店面切得很細，一坪的單價可以賣得更貴一點。大家了解一下市場的狀況，培養一點敏感度。