

房地產投資與決策分析第十八次上課紀錄

時間：2013/01/14(一) 14:10~17:30

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：陳蕙瑩

出席：吳健宇、簡淑苹、林耀宗、宋豐荃、張哲瑋、黃斐、陳蕙瑩、陳志堅

第一部分

第六章 不動產證券化

報告者：張哲瑋

問題討論

1. REITs & REATs 是否為好的投資工具?
2. 如何提高國民對不動產證券化的認知與接受程度?

老師：很好，有什麼 comment，過去我有開一學期不動產證券化的課，當然股市與不動產如何結合，我有出一本相關的書，大家可以參考。這是一個好的投資工具嗎？REITs 和 REATs，一個是接近股票一個是接近債券，一般來說 REITs 較普行。目前台灣有六檔，過去有八檔，有兩檔(三鼎、基泰)收益太差被清算了，清算的背後是增值，反而賺到了資本利得。那你覺得買 REITs 好嗎？

第一個，小額投資，第二個，有固定收益配息比定存高。清算的增值價值高，為什麼大家不投資？除了不熟悉，以前法人機構在買做 portfolio，投資客買了覺得市場不夠活絡，只有六檔，結果就變成法人買走，其實若做穩定收益不失為一個不錯的投資工具。金管會有管制幾年後才能做買賣，所以 REITs 是在賺經營階段的利潤，如果要炒房何不拿來炒 REITs，對市場反而是有助益的，增進 REITs 活絡性又能小額投資做投資組合。剛剛報告中的潤泰中崙大樓，是唯一的真實價格(true sale)，非左手進右手出，台灣的各檔幾乎是由同個企業買進賣出。現在的經營收益好嗎？你會想投資哪一檔？

健宇：都市更新和 REITs 如何結合？

老師：早期是都市更新證券化，透過都市更新要募集大筆資金，但都市更新的核心為整合產權而非資金不足。金管會的保守導致證券化在台灣不盛行，曾經我建議 merge 富邦一號和富邦二號，但金管會過於保守，所以就被否決了。國外 REITs 盛行，台灣卻實務和理論不合。

耀宗：松山車站和南港車站有在計畫 BOT。

老師：松山 BOT 是政府講法，BOT 案沒有證券化的問題。當初高鐵和高速公路都

有考慮過證券化，募得資金讓大眾投資。

哲瑋：但這是公共資產。

老師：證券化重點是收益，讓大眾可以分享獲利。高鐵一開始有想發行證券，但最後還是以 BOT。所以證券化和 BOT 的差別就是證券化可讓大眾分享利益。

耀宗：那為什麼 BOT 不改以證券化呢？

老師：如果證券化的話，金管會要控管一切公布報表，對大眾負責，以保障投資大眾。

哲瑋：信用評等有什麼用嗎？

老師：信評公司之前有訪問過我，如何去分級，美國的次貸風暴也是起因於信評不實在，但每個產業還是要做信評，做風險控管而不是針對收益，所以不是看信評來決定是否要投資。

豐荃：公營事業和民營事業好像蠻適合做證券化的，如果財務報表公開也許就不會賠錢。

老師：什麼東西都可以證券化，把風險和利潤分擔給大眾，不動產特別的是除了經營管理獲利還有出售的資本利得，加上房地產不應該是只給有錢人的投資工具，一般大眾也可以參與。

黃斐：大陸目前還沒有類似產物，基金好像收益比較好。

老師：基金如果夠好，所以還不會考慮 REITs，因為沒有好的標的，肥水不落外人田，台灣是左手給右手。

耀宗：為什麼台灣沒有像美國一樣有大的公司來操作。

老師：主要是立法的問題，台灣是 SPT，信託業者為銀行單位所以較為保守，美國是 SPC 由大公司處理，希望台灣接下來在立法有所改變，開放一些才有成長空間。

老師：剛和土銀確認，中崙大樓分兩個，富邦一號就是商場部分，富邦二號是上面的大樓。富邦一號的天母大樓準備賣掉，活化資產提升 EPS，土銀的想法是要富邦再去買一棟。

第二部分

實質租金的衡量

報告者：簡淑苹

問題討論

(1) 還有哪些影響因素可衡量實質租金？

(2) 你/妳會想在台灣當包租公、包租婆嗎？

老師：大家知道台灣的租賃市場是不完善的，大部分用契約租金來看，那從政策面又有不同解讀。這章說到實質租金(effective rent)，可以想到租金和房價之間的關係，那租金房價比又是如何呢？台灣的租金過低房價過高，這是用實質租金還是契約租金呢？在國外有租金管制，那國內租金市場有

什麼改進空間呢？

黃斐：租房是在台北很好，在其他地區是不是不需租房？

老師：在台北租房也不是太好，中南部房屋租金五六千塊有，北部也有，但是房價卻差的很遠，當然要看房屋的品質如何？商用不動產的租賃也不是很理想，「金八條」使租金上不來，台灣租金不理想也是因為注重交換價值而不視使用價值。

健宇：我上禮拜去看了台中的房子的租金相對比較高，報酬率大概 2.6%，雖然沒有很好，但是比較好住，我覺得租房跟工作或商圈結合，才比較容易出租。台中七期房價高但卻租不太出去，因為租金高只有主管會租，而主管一年來住並不久，所以也租不出去。

老師：租房子主要都在都市，因為有工作機會。從自己的生活經驗，豪宅買不起但應該住得起，租金較低，不同的生活享受，可能也是另一種思考邏輯。從房東角度，租屋租不出去，但還是租到一萬元，而房東會害怕租到不好房客，而寧願空著。所以台灣可以發展物業管理公司，發展租屋這個領域，這樣空屋也能減少，雖然房東是等資本利得，但是能在經營管理階段可以增加收益，以規模經濟來看，利人利己是一個不錯的投資。如果有合理租屋市場，也不需被迫買房子。最近租屋補貼的新聞，很多人反應拿不到補貼，如果這個 business model 成功不但可賺錢，也能對社會有貢獻。

淑華：我有一個朋友的媽媽就是在做這個，利益不錯，中間也能抽成。

老師：中部永勝公司就是抽成每月租金 10%，幫助代管，也能保障房客品質，房屋雜事房東也不需去管理。大家以後可以想想這個 model 可不可行。

健宇：如果用信託方式，就算管理公司倒了，也能拿到收益，房東會比較有意願。

老師：但信託花的錢較多了。我之前在國外都是和租賃公司接洽，然後看想租什麼等級的房屋。例如：現在有奢侈稅，就可以在成交後就進入接手包租兩年，兩年之後就可以買賣，不用空在那邊。（破解奢侈稅！）

哲瑋：如果是個別標的，要怎麼做物管？

老師：就是垂直整合，像水電等等，承包出去，做到管理維護。最好是可以幫助到弱勢又能幫租不到好房的人租到有品質的房子。社會住宅應該是只租不售，目前政府的合宜住宅大部分還是以賣的，在國外出租經營才是投資，而非著重在資本利得，就是因為台灣資本利得沒有課稅的關係。

豐荃：我覺得可以找有經驗的人，去做中間的媒介，算是租屋仲介。

老師：我說的是一個平台，讓想租屋的人和想出租的房子有一個管道，現在對房東的資訊算是豐富，但是對房客比較少。

健宇：如果房客要退租了，就可以快速再幫房東配對。

老師：營建署現在要推租屋平台，過去有個公行系同學做日租，就賺了不少錢，重點是建一個可行 Business Model。

豐荃：以前看過同學的家長就把房子買下來，自住加出租，當畢業之後可能繼續出租或賣掉，也是一個不錯的投資方法。

哲瑋：如果買老舊屋等都更，會不會比做租賃賺得多？

老師：都更風險比較大，泡沫多，都更屋也不一定買得起，要做衡量。

第三部分

個案報告-國泰賦格

報告者：林耀宗

問題討論

(1) 特殊點在實價登錄是每筆揭露嗎？

老師：特殊的點可以延後揭露，做了查證有無異常再揭露。

健宇：杭北首席在當期跟其他個案相比，是賣不好的。

耀宗：他們說是奢侈稅關係。

老師：時機、產品和價格，以建商來說時機是最重要的。國泰早期是強調不二價（成本加利潤）且先建後售，格局方正不強調花俏，所以比較被大眾信賴。近期才用預售制度，也有想過以實際坪數來賣但後來沒有。從杭北首席到國泰賦格有改進嗎？舊案重推是比較不好的。自住客多或投資客多？

耀宗：改名後價格還開比較高，以新城屋來賣，不過也尚未完銷，我會覺得是自住客為主。

老師：可見建商最重視的是推出的時機，周圍生活環境不算太好，不過華山特區是加分的，已經超過一億一戶，買家可能就不會重視一般大家注重的事項。頂樓賣了嗎？

耀宗：頂樓保留下來，尚未賣出。

黃斐：有到實地看嗎？採光如何？

耀宗：當天到是晚上了，有打光所以看不太出來。

老師：跟周圍的個案相比，還是一個偏高的價格，實價登錄網之後，豪宅反而不好賣。

哲瑋：我覺得室內格局很寬大舒服，產品感覺不錯，但地段感覺車多吵雜。

耀宗：白天比較吵雜，晚上就不會。

老師：華山藝文特區是特色，未來加上雙子星軸帶，應該是還不錯。

豐荃：正前方是矮房難保不會被拆

志堅：附近的個案價格比較低，這個案子只有國泰的附加價值。

老師：上億的豪宅公設在哪？這個案子的公設看起來很少。有錢的豪宅就是要靠公設來凸顯。

耀宗：只有大廳和停車場。

老師：應該還是有一點 SPA 的公設吧。

豐荃：有地下五層樓，說不定有獎勵停車。

耀宗：真的只有停車場，獎停可以再問問。

志堅：這個案子是投資取向還是自住取向？未來有雙子星增值空間。

老師：有錢人應該是投資自住兩相宜，

淑葦：如果我是有錢人，華山藝文中心對我的附加價值不高，然後有錢人可能會買更貴更好的。

黃斐：旁邊有一個很高的辦公大樓，就不會想去買。

耀宗：景只有前面看得到，左邊可以看到公園。

豐荃：前後開窗，左右只有廁所窗，加上矮舊房子可能會被拆掉重建。

蕙瑩：附近的景觀不佳，同樣的錢可買附近較好的個案，亦靠近華山藝文中心，選擇其他個案可能比較好。

健宇：如果我是有錢人會去買一層一戶，這個案子超過一億元，但沒有很大的格局，有錢人應該注重的是產品而不是價錢。

淑葦：產品定位不應該打大坪數，在火車站和捷運站附近，也許用小坪數會比較好。

老師：土地成本價就 70 萬，所以一定再往上推，可能也只能推豪宅。價格如何去檢討，產品定位的空間，從賣方的角度，時機最重要，買方則視產品最為重要，再來才是價格。透過個案的分析釐清，訓練大家投資的敏感度，找到好產品和好價格。

第四部分

學期心得分享

健宇：思潮有些太理論加上時代久遠，建議可以以有趣的文章取代。個案報告收穫很多，建議老師可以找投資的實際個案結合。

黃斐：這堂課學到台灣房地產市場的東西收穫很多，建議老師可以分組做投資分析，從各面向來分析。

淑葦：研究所的課感覺和大學學到的多很多，收穫不少。

蕙瑩：建議個案可以把課本上學習到的模型套入，做一個結合。

志堅：雖然是門外漢，但是對房地產市場有初步了解，以後買房更有心得。建議可以把思潮換成學長姐分享投資實務經驗。

豐荃：建議期末可以把個案報告全部大彙整，然後做優劣分析。

哲瑋：課堂上時間有限，討論也不太多，我們可能了解也還不深入，建議可以請專家來分享。

耀宗：思潮的部分不太懂，建議可以把 paper 加入，個案報告大家可以自由發揮，建議之後可以去參訪個案，讓大家更有心得。

老師：第一堂課教科書討論大家的表現沒有預期的好，一開始有做延伸，後來可能大家就沒力氣了。第二堂課思潮部分，有一些理論和實證，不同的角度切入是蠻難得的。前面幾次用 paper 但是又擔心大家看英文如何，如果要讓大家看英文，可能不會每個人看，這本書的好處是之後還可以拿出來看。之後可能會刪減一些章節，增加一些 paper 做為調整。每學期參與的

人有些不夠積極，不同就有不同的效果，這學期參與的人讓我有點失望，不過有參與的人相信也有學習到，這學期上課我提了很多的 Business Model，也希望大家有一些新的想法。期末報告也讓大家有一個 recall，下禮拜要交上，也謝謝大家這學期的參與。