

房地產投資與決策分析第二次上課紀錄

時間：2017.3.14(二) 9：10~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622 室

紀錄：潘昱至

出席：張金鶚老師、翟珮慈、潘昱至、黃怡潔、黃麟雅、朱智揚、楊博宇、楊樺、呂哲源、張芳璋、蕭士傑、麥怡安、李尚華、申承祐、吳若瑩

【課堂討論】

主題：投資決策理論(報酬/風險)、購屋決策(心中之尺 vs. 市場之尺)、自住 vs 投資決策

老師：我們今天會討論不動產投資。這裡的投資是指購屋投資與購屋消費，並非只是買進買出這件事。因為基於房子投資消費的特質，我們討論的不動產投資比較廣泛，是包括消費。所以回到投資決策這件事，買房投資跟買房自住的決策(decision making)有什麼不同。

承祐：是 NPV 和 IRR 報酬的概念

老師：決策只有包括報酬(return)嗎？其實投資除了報酬與風險之外，還要包含時間(duration)的觀念。反過來問，如果在自住的情況下，決策依據是什麼？

怡安：分享個人經驗，當初十年前在新店買房時，由於當時比較沒有投資概念，因此雖然南港內湖可能投資報酬比較大，但仍然選擇從小到大的新店來買房，比較沒有從投資角度來看。我當初的動機比較基於消費而非投資。

老師：那你的投資決策是什麼呢？你是如何決策選擇？

怡安：因為父母在新店所以選擇新店，捷運是通勤工具所以想要在捷運旁，期待有管理服務所以先撇除公寓，本來基於以上原則在選擇房子。但捷運周邊房子實在很貴，只好不斷地向外圍找。之後在政大念碩士時剛好路過預售屋，考量自己經濟能力後就買了，以上是自己經驗的補充。

老師：房地產投資決策比較不同。消費在經濟學指效用，投資在經濟學則指報酬和風險。每個人效用函數不同，如何達到效用最大化是決策之點。

承祐：效用是 individual 還是 household?

老師：家戶效用為主。早年研究陳淑美就是針對購屋行為，特別是女性的。本來想法有錢人做決定，先生的效用函數比較大，他的 significance 比較高，太太小一點。但發現台灣很多都是太太做決定。承祐提到的效用，其實不是等重的(Equal Weight)，而是加總的(aggregate)，再視誰的權力比較大的組合。在美國，學區很重要，因為為了小孩子，因此這變成一種反映決策的行為。投資與報酬其實就是消費及報酬和風險。效用在我的講法來說，就是心中之尺。因此，消費時如何把抽象的心中之尺找出來呢？同樣的，投資時如何衡量報酬與風險？昱至寫的論文就是關於增建值多少錢。

我們就有討論到增建因為使用面積增大，所以隱含增加效用；增建亦有可能屬於違建會被拆除，因此就是風險。回到報酬，投資報酬(return)可以分為預期(Expected)、需要(Required)或真實 (Actural)，一般來指的是指預期報酬。當預期報酬大於需要報酬時才會進行投資。需要報酬如何產生出來？從經驗法則。對一般人而言，都是從 average 出來。很多人的需要報酬只要大於平均，就達到投資目的。這也是最簡單且對通常的方式；另外，也有很多人的需要報酬是從無風險報酬出來。需要報酬要先有，透過市場去找行情如何。再來求預期報酬，預期報酬必須用算的。投資就是現在買未來的東西，現在與未來之間就是期間，因此期間也很重要。基於假設算出未來的投資，再與過去的平均做比較。當預期報酬大於需要報酬，就可以執行；當預期報酬小於需要報酬，則不要執行。

老師：再來討論什麼是風險。先來討論風險(risk)跟不確定性(uncertainty)有何差別？

智揚：風險可衡量，不確定性不可衡量。

老師：這就是機率(probability)。風險是可以預期機率、可以估算的出來；不確定性則是未來不知道的。風險大約是可以估算出來、大致可以預期到的。如同增建，由於知道哪一年以上政府就不拆了、或是大廈的管委會會去查，所以可以衡量風險。剛剛所講的報酬計算，都是以未來可能發生的機率為假設，但同時也隱含著未來可能不會發生。報酬背後隱含著未來可能不會發生，那不會發生的機率為何就是風險。因此當執行可能性只有5%時，就算預期報酬大於需要報酬，也可能因為加入風險考量，不會投資。

怡安：老師提到風險的前提來自於經驗，可以設定、預估。個人面臨一些情況是受到政治經濟變化，使得無法用過去的經驗進行預測，反而變成一種不確定性。以過去個人經驗為例，我從事都市更新的規劃，過去十幾年申請案子，假設申請容積獎勵50%，送件結果大概是45%或48%大概就是5%上下，可以根據過去的東西來設定。但近五年已經變成10%、15%甚至20%，已經變成不確定性無法預測了。

老師：不確定性其實是種不負責任的講法，做功課可以找出一種對未來發生的機率，未來的事情不會百分之百的預測。就像預測未來景氣不會百分之百發生，但大家好像都記得結論，覺得會百分之百發生這樣子。我們要研究從過去到現在，並考慮未來，再決定一個機率值。每一個預期報酬背後都隱含著發生機率。雖然機率值好不好沒有答案，但必須要有一個機率才能做出決策。回到風險如何衡量？最常說的就是依據過去經驗來推測的。報酬是平均數的話，風險就是變異數(variance)。因此決策準則先討論可以量化、可以衡量的、理性的(rational)，再討論非量化以(irrational)及感情因素。雖然決定並非強調理性決策，但也不能忽視非理性因素。過去我們做的研究都是第一動差—平均數的討論，現在我們做的第二動差—變異數的討論。現在研究分量迴歸也是討論變異程度的意思，因為針對平均數

無法解釋，所以才要針對不同的 group 討論。希望大家可以想想如何運用報酬風險的概念到房子上，這其實就是市場之尺的意思。比較難的部分是心中之尺，也就剛才提到的是效用。怡安的講法是從區位開始，包含負擔能力、產品力等。

怡安：補充一下，想要有小孩，兩到三房。希望有採光，所以想要朝外圍

老師：這就是一種思考決策準則什麼，什麼是你的效用函數。決策就是 how to make your decision。以前曾討論一個研究是臨門一腳，那個臨門一腳是什麼。

怡安：好奇尚華投資的知識比我們強很多，當初買房時是否會被影響。

尚華：個人投資準則是自住的前提是要賺錢，所以我的個人效用是賺錢是要擺第一。很多人覺得是景氣時買房，我們的作法是不景氣時下去買房，這樣就可以在自住的前提下可以得到投資的效用。

老師：之後會有一周專門討論景氣，也就是時機這件事。尚華的意思是投資為主，消費為輔，因此他個人的行為是比較屬於期待未來而不是活在當下的人。

尚華：個人覺得效用與賺錢並不衝突。因為未來會上漲的地段都不會太差，例如重劃區或捷運旁，雖然未來上漲的幅度很大，但同時居住效用也會很好。

老師：舉中壢百年大鎮這個例子，也就是百年成為大鎮。當時花了很多時間炒作，去的都是投資客。因此要買的是新社區、成熟社區還是老舊社區。這是要當下的忍耐與犧牲，換取未來的期待。如同爸媽那一代，犧牲自己以換取子孫代的幸福。

尚華：像是新莊副都心、三峽北大特區、頭前重劃區等，那邊生活機能都很好

老師：我同意，但必須經過一些時間。重劃區吸引一堆投資客，結果現在一堆投資客撐在那。沒有說期待未來和活在當下誰是對錯，而是在於這就是購屋決策。

承祐：韓國來說，都更、預售屋和重劃是投資，所以那裏沒有人住是因為都是投資人。為什麼在台灣人很聰明想要投資都更跟重劃，但原居民仍然很多？

老師：承祐講法沒有錯，也就是很多都是投資客，但不代表沒有自住客。因此很難說那邊都是純投資，只是說那裏很多投資財的特徵，引發很多投資客在那邊。那邊的風險大，但過去沒有經驗可以把它找出來，所以必須去設計一個方式找出風險。

怡安：有一個指標是當重劃區內店面從房仲店換成一般的店就可以了。

老師：台灣有情況是房仲店比超商還多。

尚華：所以重劃區的特色是投資客先多，多到一定頂點後就換自住客開始。

老師：當然。問題在於時間等不等的到，還有其中的風險。買房子是一輩子的東西，所以要先做功課，了解自己的投資決策。

老師：回到心中之尺，或是效用如何產生出來。假設自住為主，要找出效用出來。剛才已經隱含產品與區位，那管理呢？軟體與硬體？預售開始管理，因為管理背後隱含住戶組成。例如博士生芳妮的研究就討論管理維護對房價與

市場的議題，從小的管委會到住戶大會等代理問題。雖然現在講的很多白話文，但背後都隱含很多學術理論在這裡。若缺乏學術與實務的對話是沒有意義的。因此，心中之尺發現區位、產品、管理等，究竟為何？之後會有一周討論特徵價格(hedonic)，到時會討論到產品裡面每一個特徵的權重。而你也要 reset 你的價格。例如美國壁爐值錢，台灣壁爐不值錢。你要知道哪個東西對你是重要的，才能找出你的心中之尺。所以這就是我為何要求寫出居住史，根據過去居住經驗，每個人的偏好也不同，才能形成心中之尺。不知你們有沒有看日本住宅改造王的故事？

智揚：感覺是由房子說故事。

老師：對，這就是品味，用空間說故事。決策中有理性與感性部分，要找出當中的成分(elements)。買房子的投資決策準則，首先要從消費的效用、投資的報酬風險中衡量、釐清，接著是操作或是憑以往經驗的部分。以前帶大一學生看房子他們都想買房子，但這都是經驗不足緣故。像是鏡子看起來比較大，家具比較小等。為何當初回台灣選擇住花園新城，就是沿自在美國的經驗。因此把居住經驗寫下來，才能慢慢畫出心中之尺。

怡安：可以提供我哥的經驗，當初我哥看了將近一百間房子，他自己弄了 excel 表，然後給出權重，每看一間就給分，好像很厲害，有一個像是心中之尺的過程。

老師：決策的心理意識形態再進行這件事情。房子的買進賣出若沒處理好，可能會影響很大。

若瑩：之前在日日春協會工作時曾和大家決定要不要把文萌樓買下來，但當時工作者都是無產者，沒人買過房子。當時決策是要不要買，因此就四處詢價。雖然之後沒有買，但那房子的保留價值是高於它本身的價格的，所以後來才會想要集資買回，這是我唯一接觸到的買房子的經驗。

老師：日日春經驗中指出決策最一開始還是負擔能力，效用與預算是否能和配合(match)。這裡可以談到倘若效用很高，是否會過度消費(over consumption)？本來要在新光路買公寓頂樓，預算一百萬，本來想買。但後來遇到木新路第一間房子，預算兩百萬，但還是買了。很多人買房子都是過度消費，但找出自己喜歡的還是很重要。可以從經驗中或是多看來找到自己喜歡的，因為這是要住一輩子的房子。要先找出心中之尺，再與市場之尺連結出來，才能決定投資決策。倘若心中之尺與市場之尺衝突，以心中之尺為主。

怡安：似乎心中之尺與市場之尺都被能力給框住。

老師：過去曾做過研究是關於巢層(hierarchy)，做決策時的第一步驟、第二步驟等是什麼。像我希望可以先找物管很好，酒店式管理，在台北市都可以。每個人巢層都不一樣，但一半來說的第一個考量都是預算。楊宗憲還討論第一屋與第二屋換屋的關係如何。利用巢層式搜尋篩選，最後再選擇。

尚華：心中之尺情感面因素較大，隨著地政專業培養，例如學會特徵價格，會不

會和心中之尺衝突，或是讓心中因素的程度降低。

老師：如果沒有這樣專業，可能就是全靠感覺，像是爸媽可能都是憑感覺買房，考慮很簡單。只是越專業，考慮就會越多。

尚華：心中之尺會變成科學？

老師：不完全，能先科學就先科學，再來是藝術。不動產是 Science & Art，有一部分非理性。理性的部分則是量化，能夠量化的先量化。上完這堂課，希望大家有一些理性的判斷，減少不理性的因素。沒有對錯，只是幫助最後決策可以合適 (comfortable)。最後碩班同學有沒有感想？

昱至：增建提升的效用並不是實質的，他不能登記，使用正當性有限。另外，增建還有被拆除的風險，不能忽視。所以我不會想買有增建的房子。

老師：像是法拍、增建、凶宅等有瑕疵品的房子，很多人不願意買的問題。這就是涉及風險的問題，所以我也認為不要貪小便宜買這類的房子。

【文章討論】

導讀文章 E. M. Worzala & C. C. Tu, Real Estate Journal Quality: Perceptions of the International Real Estate Research Community, *Journal of Real Estate Literature*, 18(1):21-39.

報告人：朱智揚

文章摘要：

本研究是針對房地產領域期刊的「品質感知」，評估了美國、英國、澳洲、亞洲共計 18 本期刊。最頂尖的前三名依序是

1. Real Estate Economics
2. Journal of Urban Economics
3. Journal of Real Estate Finance and Economics

研究發現，當受訪者的所在區域、學歷、背景身分有所不同時，對於不同期刊的認知與評分將會有所不同，例如受訪者對於本身境內期刊會有了解度較高、評價較好的傾向。希望本研究的各項結果能幫助到進行期刊評估的機構，使其評分更有準確性，並且也可幫助研究者投稿選擇的對象。

智揚：好奇怎麼選出這些期刊的？

老師：英文寫的期刊主要就是這些。選這篇文章的目的在於讓大家了解房地產學界的環境。當然這不會是標準，這當中還值得討論。但市場之尺就在那裏，既然從事學術研究，至少要先感覺市場的樣子，希望讓大家有個感覺。

承祐：美國跟歐洲期刊文獻真的很不同。

老師：每個期刊的偏好不同，投稿技巧亦不同。REE、JUE 和 JREFE 這三本目前是 SSCI，歐洲的則比較少。台灣的有 TSSCI，大陸則有 CSSCI，不知韓國是否也有 KSSCI？

承祐：有

老師：目的在引用次數。從引註次數來看影響力(impact factor)。很多時候 impact factor 不太準。因為有時學門比較小，impact factor 就會比較小，例如 Urban Studies 就比 Housing Studies 的 impact factor 要大。在學術界就要了解學術界的行情，但也不要被誤導或盲從，這個是想讓大家讀這篇的意思。

尚華：會不會投英國比投美國的成功機率來得大？

老師：研究主題若跟美國沒什麼關係，可能會有比較高的退稿率。但英國可能覺得國際化、比較開放，則比較可能接受。

承祐：新加坡的學者若到歐洲不給補助，到美國給補助。所以寫文章重要，但關心作者更重要。

老師：conference paper 可以看到最新學術思潮，也可以看到 editor，可以跟他請教，建立學術界的社交活動。七月台中有亞洲華人學會與世界不動產學會，難得機會，歡迎參加。

怡安：個人覺得即使寫出英文文章，外國人仍然寫不好。

老師：很多已經在克服語言障礙，例如很多作者會花錢翻譯，或是科技有補助。這是一個很大的市場，曾經接觸很多翻譯。不要擔心語言的問題，因為不是母語，所以英文不好的是正常的，所以找翻譯而言是不會有問題的。

怡安：可以理解為何是美國評價最高。另外在審查的方式，不知有沒有利益迴避的問題。

老師：看樣本大小，已經盡量排除這個。

怡安：本來以為是匿名看不同期刊，再判定期刊好壞。但這篇研究卻是根據學者對期刊的認知。

老師：根據經驗與認知，在評估和量化上有些爭議，這是目前的困境。雖然有點缺點與問題，但市場就在那裏，如何融入與跳出來是想跟大家分享。

怡安：創建學會是否會很艱辛。

老師：錢、市場、其他人認同，這就是市場機制。先讓大家進入學術市場，再來討論學術市場。台灣學術市場很小，會受到很多壓力存在。所以回到主題：心中之尺與市場之如何 join 在一起，這是個人的任務(assignment)

老師：學術的遊戲規則，希望讓大家了解。

承祐：商學和經濟系的要求差很多。

老師：經濟學領域相對成熟很多，經濟最好的期刊是 AER。因為他比較成熟，所以評價比較得到一致的共識。新興的領域的比較困難有一致的共識。

老師：房地產這堂課應該了解他的學術行情，網路很方便，可以透過網路搜尋看看。重點在於多少人認同、由誰認同，評估方式有很多爭議。但之後大家到學術界之後，先申請計畫，再審查 SSCI 和 TSSCI 之類的。每個人價值觀不同，審核通過機會也會不同。不過因為這些期刊存在期間長，雖然有些小爭議，但仍然有它的共識在。

【時事討論】

主題：老屋健檢

老師：老屋健檢看法如何？上次談到師徒交鋒的議題。老屋健檢正在立法院立法。

爭議背後有一些事情，第一件事是老屋和危險房屋是兩件事，我把它並在一起的原因是因為危險的認定很難，老屋相對危險認定比較容易。另一方面，危險房屋的認定可能會被業者反應這對市場沒有幫助，但危險房屋包在老屋裡頭，則可以討論的點就很多了。第二件事是是否應該獎勵。個人覺得危險就是外部性，既然是外部性怎麼還給予獎勵？這個邏輯是否通順？可是大家也可以理解透過獎勵讓大家換房子。獎勵背後都有正當性與公共利益的問題，這是需要講清楚的。另外，危險老舊是否要拆除重建？整建維護可不可以？最後回到老舊危險，是否會造成都更越來越難？最近寫了幾篇文章，是關於老舊房屋是不是個解決都更的問題。和花政次的爭議點在於他身在官場需要有些人性，需要以鼓勵方式替代懲罰方式。當中都有很多值得學界與實務界討論的地方。

怡安：要求百分之百同意這件事，但對應到目前，已知有這麼多輻射屋和海砂屋，即使確知問題，也有給予獎勵，但執行成功率很低。現在想要加速進行這件事，要求百分之百卻沒有相關機制，好像難以理解最後的受惠者是誰。另外，資格對象是老屋且經過評估，因此會擔心說評估過程是否會鬆散浮濫。建築師把房子評估危險比較容易還是評估成安全比較容易？浮濫的話，就會造成有錢人要求把建築師評估成危險比較容易改建。整體而言，也可以想像成功案子可能有限。以上是個人看法。

承祐：韓國 1988 當時總統就要求老舊個案拆除，但老舊房子的屋主沒有錢，這是韓國的問題。

老師：之所以老舊是因為他們沒有能力搬出去。但這似乎是有好像不是，因為有許多是投資客的情況。但如果涉及到弱勢者，這就是社會福利的問題。社會福利與改建必須脫鉤，例如柯 P 想要將自住客的房屋稅降為 1.0%，但這些自住客是否也有使用公共設施？這些稅率是否過低？對於豪宅與爛房子的住戶而言，即使都降到 1%，但降低的稅額也是不同的，是否公平。當中有許多爭議，把社會福利與改善連結一起似乎不合理。很多時候，做研究也是，也要檢視假設是否合理，看看假設是否太過強烈。

若瑩：無法理解為何會訂出如此粗糙與沒有邏輯的老屋重建規定。要獎勵卻很難領導，要沒有危險是不能治本的方式。要探討危險的問題，若在原地重蓋使更多人陷入危險，這也是可能發生的問題。他比較不討論通檢或通盤的作法，而是採取比較單點式的方式。尤其發動都更的人是有一定文化與財力資本的人，這樣子的獎勵存在潛在性不平等的地方存在。若要輔助到弱勢，個人覺得遠水就不到近火。

老師：許多想法可能是行政院的想法，小英總統提出來的，或是葉部長要創造幾

兆。可以討論背後的想法是想要知道透過這個可否活絡經濟，第二是否可以支持到產業界。背後從政府立場，政策啟發點可能是這些。另外還有講法是擔心建物安全倒塌的正當性說法。以上兩個層面主要是推動的動機，使得這個議題很快就出來了。

怡安：若要引用東京市有防災的概念在裡面，有三個概念在裏頭。一個是就在路線與延燒遮斷帶的確保，第二是避難空間的確保，第三是街廓內的不燃化率與耐震的提升。很多尺度要透過都市計畫尺度去做，但若只是討論第三個街廓內的不燃化率與耐震率的提升，很多時候他的制度也有透過市街地的再開發(都市更新)、或一般建物的再開發(建物改建)、或鼓勵優良建物的再開發(透過稅捐減免和容積獎勵等)。他會有一個尺度、一個光譜，可以看的出來越大面積、公共利益越容易展現的就給予越多獎勵；但台灣好像沒有一個光譜存在，有點詭異

哲源：重點在於如何界定老屋與評估準則。

老師：這是一個很重要的事情。希望把這個法案包裝老屋健檢在其中，可以變的比較有價值。如果老屋健檢法制化、制度化，這樣這個條例會比較有它的正面價值。

怡安：老屋健檢有初評與詳評，詳評部分很貴，一般民眾不會想花錢把自己房子評成危樓。

老師：就像車子有法制化，多少車齡以上的車子沒有經過檢查就不能上路。去年一篇都市與計畫的研究指出，即使初評，他帶來的成本效益還是很大。如果變成法制化，對大家的房子安全期待會提升很多。他本身是好的事情，像新加坡會補助維修。因為折舊本身是可以抵扣稅額的，所以維修費用抵扣也是合乎邏輯的。

老師：希望大家可以多看書，多透過作業來發表意見。