

房地產投資與決策分析第十六次上課紀錄

時間：2007/1/8（一）14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270622 教室

紀錄：高毓穗

出席：張金鶚、洪御仁、吳怡蕙、鄭佩宜、龔永香、張怡文、李芳怡、高毓穗、翁業軒、施甫學、鄧筱蓉、邱于修、郭益銘、張維升、黃文祺、紀凱婷、楊佩欣

【課程內容摘要與討論】

第一部分:房地產投資分析導讀

第六章 不動產證券化

報告人: 鄭佩宜

不動產證券化旨在結合不動產市場與資本市場，以促進資金及不動產之有效利用。本章乃在於詮釋不動產證券化的理念，探討國外發展與國內的類似案例。面對國內通過不動產證券化條例，進一步了解國內不動產證券化實施之制度面、供需市場面及未來展望，使房地產投資者認清此種新興房地產投資工具之內涵。

第一節 緒論

（一）意義、目的、特性與基本原理

- **意義**：對於不動產的投資轉變為「證券」型態，投資者與標的物之間由直接物權關係轉化為持有有價證券的型態，使不動產價值由固定性資本型態轉化為流動性之有價證券型態。
- **目的**：
 - （1）促進不動產的有效利用
 - （2）促進資金有效利用
 - （3）小額投資利於資金募集，並可防止市場壟斷
 - （4）透過專家經營方式提高經營績效
 - （5）提供多樣化的投資管道，分散投資風險
 - （6）經營者得以募集資金，解決融資問題。
 - （7）提高市場流通性
 - （8）改善及提升不動產市場實質環境的品質
- **特性**：流動性、變現性、公平性、專業性、分散風險

（二）**主要方式與型態**：證券化主要可分為兩種型態：一是信託型態，即不動產投資信託；一是合夥型態，即不動產有限合夥。

(1) 不動產有限合夥 (Real Estate Limited Partnership ; RELP)

所謂的不動產有限合夥(以下簡稱RELP),係由經理合夥人(General Partner)與有限合夥人(Limited Partner)組成,以不動產投資經營管理為目的,由有限合夥人出資負有限清償責任,經營合夥人負責經營管理該事業並負無限清償責任,類似於我國民法所謂的「隱名合夥」¹。

(2) 不動產投資信託 (Real Estate Investment Trusts ; REITs)

不動產投資信託是以公司型態擁有且經營(大部分的REITs)具有收益之不動產,某部分的不動產投資信託提供不動產融資服務。不動產投資信託每年必須將至少 90%的可稅收益(taxable income)以股利的方式與投資人分享。

第二節 不動產投資信託 (REITs)

(一) 定義：不動產投資信託 (Real Estate Investment Trusts), 構想源自共同基金 (Mutual Fund), 以證券化方式來表彰不動產的價值, 證券發行後可以在次級市場上交易流通, 投資者可隨時在集中市場上或店頭市場上買賣證券, 有助於資金的流通, 消除了過去不動產流通性及變現性不佳的問題。其證券化形式主要為股票或受益憑證, 依組織方式之不同而有所差異, 因此募集而來的基金本身非課稅之主體, 然其機構之組織方式、資產內涵、收益來源、收益分配等需符合嚴格規定, 而投資人則可依本身之條件, 於證券市場選購合適之證券參與不動產投資。

(二) 美國發展沿革：

- **源起：**美國不動產投資信託觀念可追溯至 1880 年。美國「公司法」不准公司取得不動產及開發不動產, 因而投資者為避開「公司法」規定, 普遍運用習慣法、營業信託或「麻省諸塞州信託」, 組成不動產投資, 從事不動產開發等業務。因此, 早期的不動產信託, 即為現在不動產投資信託前身。
- **草創摸索階段：**美國 REITs 發展的真正起源時點, 當屬於 1960 年公布的內地稅則 (Internal Revenue Code) 與同年國會通過的「不動產投資信託法」(REIT Act)。REITs 成立之初的主要目的, 在於使「基金」的流動性增加, 而 REITs 所扮演的角色, 則是一個中介機構, 介於投資人與不動產所有人之間。此時期僅允許設立權益型不動產投資信託(Equity REITs), 在業務上即受到嚴格限制, 只允許 REITs 公司擁有房地產, 但不能營運和管理, 因此 REITs 必須委託第三方對其所投資的房地產進行專案營運和管理, 並支付其管理費用。1960 年的法案還允許 REITs 公司的虧損可以轉移給投資者, 用來沖抵其應納稅所得市場緩慢成長, 因

¹ 民法第 700 條規定：「稱隱名合夥者, 謂當事人約定, 一方對於他方所經營之事業出資, 而分受其營業所生之利益, 及分擔其所生損失之契約」

此大多數的投資者並不喜好此種方式，至 1967 年只有 38 家成立。

- **快速發展階段：**到了 1967 年開放抵押權型不動產投資信託 (Mortgage REITs)，適逢當時證券市場利率過高，而金融機構的存款利率因受到法令限制而無法及時提高，發生資金流向證券市場之現象，故 REITs 資產規模開始快速擴張，在 1968-1973 年間 REITs 資產成長近 20 倍，其中權益型有 209 家成立，抵押權型有 113 家成立。
- **迅速萎縮階段：**1975 年以後，因短期的成長太過於快速，多數公司未能做好有效的投資策略，導致市場對貸款認購數量的稀少，及市場利率高漲，許多 REITs 紛紛破產、遭清算，市場的證券價格與投資人分配的股利也持續下跌，致使 REITs 不斷萎縮，於 1980 年跌至谷底，此時期也是美國不良資產問題最嚴重的時期。
- **逐漸復甦階段：**由於前期的危機衝擊，使業者在經營上更講究投資的多样性及分散風險的概念，紛紛將資產負債的比率降低，使財務槓桿能憑藉於資產本身的抵押。美國政府並於稅法修正案中，將總收入 (GPI) 來源規定必須要有 75% 是來自於不動產的有關部分，擴大其範圍，另將分配給股東的淨收入 (NOI)，由原先的 90% 修訂為 95%，期能健全市場，避免其繼續惡化。
- **穩定發展階段：**REITs 再發展的契機，是在 1986 年稅制改革法案通過後，稅法改革限制了有限合夥 (limited partnership) 減稅優惠，允許 REITs 可直接經營資產，不需要再委外管理，使得權益型 REITs 在所有權與資產經營上有更強的基礎，而且在資產折舊計算上，也給予 REITs 較一般法人機構更多優惠。1993 年，開放退休基金得以投資 REITs，並將基金投資人視為持股計算單位，以使得不會因在至少 100 位持股人的規範下，違反前五人持股人不得超過 50% 的規定。至了 1999 年，再將分配給股東的淨收入 (NOI)，由原先的 95% 改回 90%，於是，REITs 又再度受到特定機構、公司及個別投資人的青睞，穩健發展至今。

(三) 一些法令規定：

➤ 組織規範

- (1) 由一人或一人以上的董事或受託人所管。
- (2) REITs 的證券需可移轉交易。
- (3) 證券持有人最少須 100 人以上，且公司、合夥、信託、養老信託與其他中介者 (intermediaries) 皆視為 1 人。
- (4) 前五大股東不得持有超過 50% 持股。

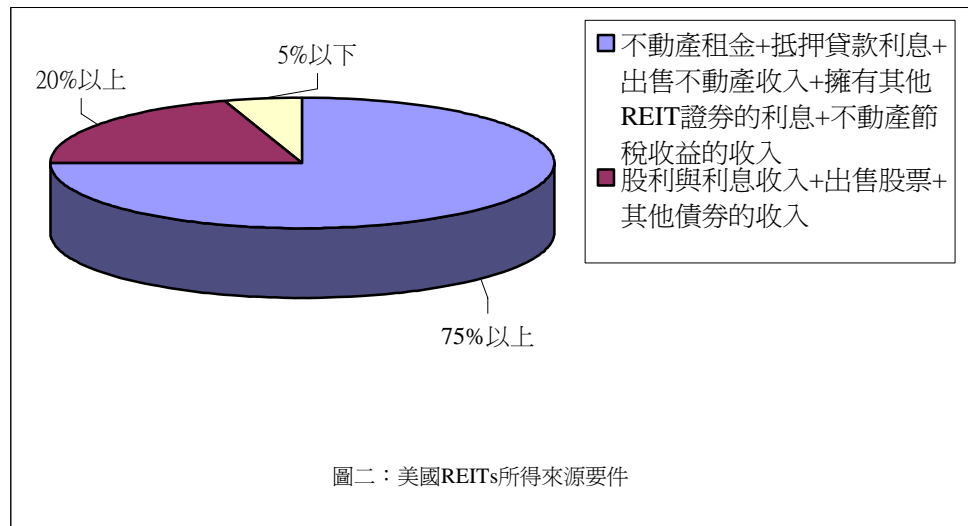
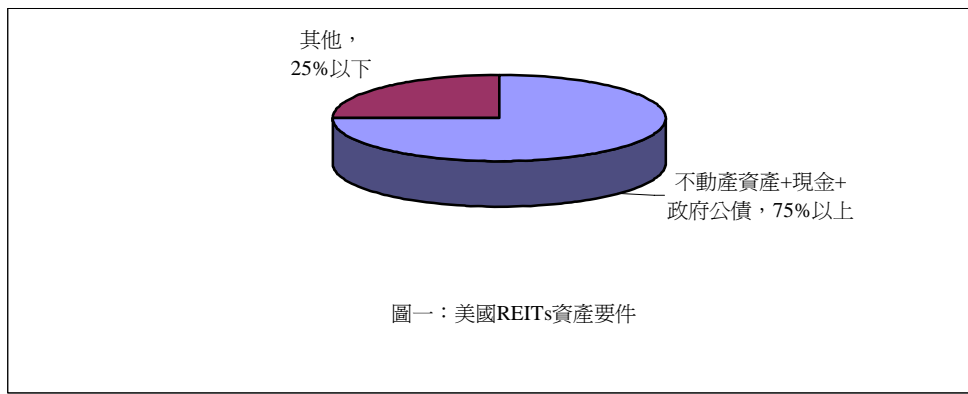
➤ 資產要件

- (1) 不動產資產加現金、政府公債，必須大於或等於總資產的 75%，如圖一所示。

- (2) 不在前述的 75% 內的資產，不得有超過 5% 集中投資在某一家公司。
- (3) 不能持有超過一家公司有表決權證券的 10% 以上。

➤ **所得來源要件**

- (1) 來自不動產租金、抵押貸款利息、出售不動產收入、擁有其他 REIT 證券的利息、不動產節稅收益的收入至少須佔總收益的 75%。(見圖二)
- (2) 來自上述 75% 總收益所規定的項目加上股利與利息收入、出售股票或其他債券的收入，至少佔 95% 的總收益。(見圖二)
- (3) 不動產持有期間未達四年即出售的收入、股票或債券之持有期間，未達 6 個月即出售的所得必須小於總收益的 30%。



➤ **收益分配**

REITs 當年度90%或以上的可稅所得，必須以股利（dividends）分配給投資人，而其保留的所得獲股本利得，課徵普通公司稅。

- (四) **不動產投資信託類型**：依投資型態區分，美國 REITs 又可區分為以下類型：

(1)權益型(Equity REITs)：

直接投資獲得產權，經營具有收益性不動產之投資組合，主要收入來自於租金收入或交易不動產所產生的資本利得。不同的權益型 REITs 收益視其經營者的經營策略會有所不同，常見的投資類型包括購物中心、公寓、辦公大樓、工業區、餐廳或旅館等等。權益型 REITs 受利率影響相對比較小，因為可以透過提升租金來提升現金流量。我國目前僅開放權益型 REITs。

(2)抵押權型(Mortgage REITs)：

將所募集的資金貸放抵押貸款，因此不直接擁有經營不動產，收入來源是發放抵押貸款之手續費以及抵押貸款利息，以及抵押貸款不動產部分的租金收入或資本利得，受利率影響較大。

(3)混合型(Hybrid REITs)：

為上述兩種類型之綜合體，由經營者依照景氣及經營策略有所調整。

(五) REITs 的優缺點：

- **優點：**1.導正不動產市場機能
2.多樣化的投資選擇
3.節稅的優待
- **缺點：**1.利率的風險
2.地理區位多樣化的風險
3.收入風險
4.空屋率風險
5.財務槓桿的風險

第三節 台灣類似不動產證券化之案例分析

(一) 財神大酒店---打著「你買我的，我租你的，五年之後統統是你的」的口號銷售持份產權套房 395 間，當時投資人反應熱烈。

1. 建商公司：眾利投資公司。
2. 推出時間：民國六十九年。
3. 銷售單位：共 395 間套房

財神大酒店經營並未上軌道，眾利公司於民國 72 年 4 月被法院宣告破產，也於同年 9 月 23 日被法院查封。

(二) 太平洋花蓮鳳蝶計畫---其利用不動產單位化，以銷售共有持分權擴大投資參與層面，達到集資投資的目的，是國內首次出現的預售型土地投資案，推出後立即引起各方的關注。

1. 公司：大洋投資公司。
2. 推出時間：民國七十八年。
3. 銷售標的：銷售共有持分權

「太平洋花蓮鳳蝶計畫」是純土地持分，土地切割細緻，財務不透明，不久即告終。

(三) 台東世外桃源度假花園別墅---台東世外桃源度假花園別墅」是權益分享形式，產權持分即為會員憑證，由於係採會員制度，若會員人數過多，將使投資人權益受損。

(四) 某建設公司內湖開發計畫---類似老鼠會，似合夥投資，有租金收入，但因僅拿到合約而非產權、合夥人彼此不熟悉、執行者信用度低而使投資者面臨相當風險。

第四節 台灣不動產證券化實施展望

(一) 不動產證券化制度面

我國不動產證券化制度，分為下列兩種，這兩種制度並不相同，但都可以達到使不動產資金流動之目的。

1. 不動產資產信託(Real Estate Asset Trust, REATs)

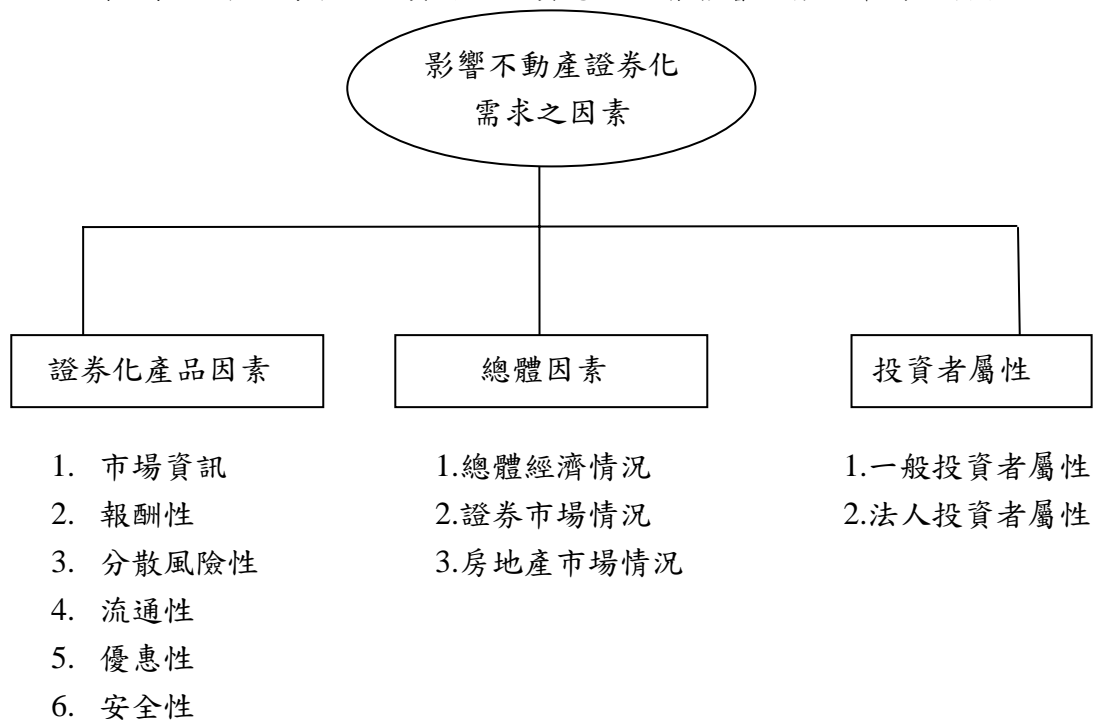
-----即先有不動產，將不動產信託再據以發行證券募集資金。

2. 不動產投資信託 (Real Estate Investment Trust, REITs)

-----即先發行證券募集資金再投資不動產。

(二) 不動產證券化市場面

主要是考量供給與需求兩個部份，除了供給面受託機構對於不動產證券化產品的規劃包裝之外，需求面投資者的投資意願也會影響證券化市場的發展。



● 需求面問卷調查結果（翁偉翔、張金鶚；吳怡蕙、張金鶚）

個人過去與現在投資 REITs 之考量因素

	過去	現在
總體因素	房地產景氣、證券市場景氣	---
證券化產品因素	分散風險、報酬性、流動性	分散風險、市場資訊
投資人屬性	---	投資工具數、投資金額、 投資經驗年期

法人過去與現在投資 REITs 之考量因素

	過去	現在
總體因素	---	---
證券化產品因素	分散風險	流動性
投資人屬性	投資工具數	資金規模、投資工具數

（三） 不動產證券化未來展望

市場上所發行的 REITs 投資門檻較高，REITs 投資門檻較低，一般也以 REITs 為主，故在此以 REITs 作為未來展望的討論對象。

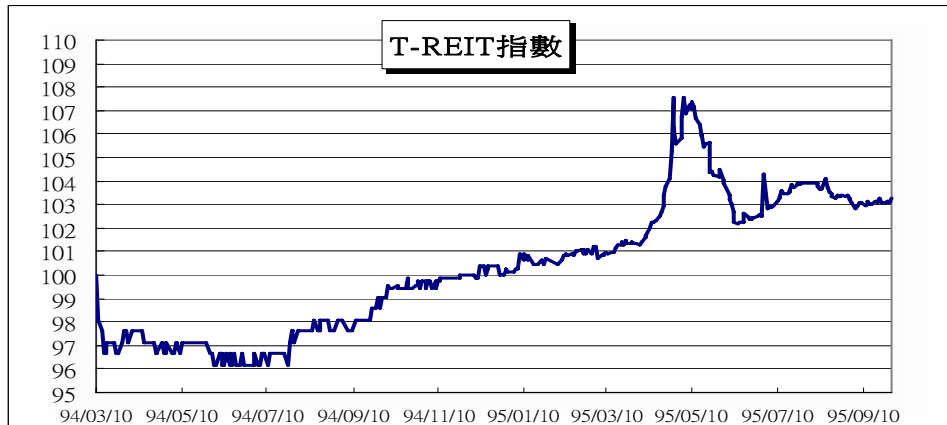
➤ 目前國內 REITs 共七檔陸續推出，市值高達 566.4 億。

	富邦一號	國泰一號	新光一號	富邦二號
上市日期	2005.03.10	2005.10.03	2005.12.26	2006.04.13
基金規模	80.9 億	139.3 億	113 億	73.02 億
信用評等	TWA+/穩定/TWA-1	TWA-/穩定/TWA-2	TWAA/穩定/TWA-1	TWA+/穩定/TWA-1

	三鼎	基泰之星	國泰二號
上市日期	2006.06.26	2006.08.14	2006.10.13
基金規模	38.5 億	24.5 億	72 億
信用評等	TWA-/穩定/TWA-2	TWA-3/穩定/TWBBB	F1/穩定/A

● T-REITs 整體表現：（鄭佩宜、張金鶚）

按編制方法，並依各檔 REITs 上市市值予以權重，建立 T-REITs 指數。以富邦一號發行日 94 年 3 月 10 日設定為基期，基期指數為 100，從 T-REITs 指數走勢圖來看，到 95 年 9 月底指數整體呈現上升的趨勢。



● 需求調查問卷結果 (吳怡蕙、張金鶚)

就曾經購買過 REITs 佔樣本的比例而言，得知法人多於個人，顯示法人對 REITs 的需求似乎多於個人；而兩者在未來的購買意願上，想要購買的人皆超過 50%，可見國內對 REITs 的前景仍看好。

		個人		法人	
		樣本數	百分比	樣本數	百分比
購買經驗	是	184	29.3	47	41.6
	否	444	70.7	66	58.4
	合計	628	100.0	113	100.0
未來購買意願	是	338	53.8	59	52.2
	否	290	46.2	54	47.8
	合計	628	100.0	113	100.0

心得與問題討論：

國內不動產投資信託發行至今已逾一年，從各檔 REITs 上市造成大量的超額認購的盛況顯示，投資大眾對於 REITs 有強烈的需求，顯然將成為一項重要的投資工具。請問您是否有投資購買 REITs？投資購買 REITs 的原因為何？七檔 REITs 中您投資選擇的考量因素為何？對於不動產證券化的未來看法為何？

課堂討論

老師：不動產證券化於 92 年 7 月條例通過，第一檔 REITs 於 93 年 5 月發行，標的為 IBM 大樓，距今已兩年多，而 REITs 也已發行一年多，由富邦一號首先發行。不動產證券化目前仍屬熱門，證券化就是把不動產跟有價證券合併在一起，但定義仍不甚清楚。就日本而言，談的都是有上市的 REITs。而不動產證券化放在投資這門課，主要探討的就是「你投不投資的問題？」這一期的今週刊有關於不動產證券化的專題報導。

甫學：海外的不動產證券化投資與國內的有何不同？

老師：目前國內有七檔證券化，海外的不動產證券化投資標的基本上叫做「共同基金」，目前已有的例如「寶來全球」，它是共同基金的概念，跟國內的證券化直接以不動產為投資標的不同，所以主要購買對象是不同的。目前看來，海外的收益情況還不錯，但不如國內的還有節稅的功能。另外，對於海外的環境熟不熟悉也是個問題，不過海外的基金可以同時購買很多標的，可分散風險是其優點。

勝雄：購買 REITs 的資金被管理公司用在哪些用途，這些資訊是否清楚？

老師：目前法律有嚴格規定，資金運用和收益的分配一定要清楚才得享有稅負上的優惠。這就是營建股和 REIT 的不同。

勝雄：那 REITs 一定要公開發行嗎？

老師：可以私募，但基本上還是以公開發行為主。

老師：如何判斷這是不是一個好的產品？發行機構又為甚麼要把這些好的產品拿出來和大家分享？這些證券化產品的產權是統一保管在信託機構底下，與發行機構已經沒有關係了，信託機構是破產隔離的導管體，確保不會受到發行機構或投資大眾破產時的影響。發行之後，經營管理是由指定的經營管理機構來管理，所以管理機構是核心關鍵。但是台灣的管理機構通常又都回到發行機構的手上，它只有產權的移轉而已，事實上整個經營收益的過程還是在發行機構手上。瞭解整個背景之後，就可以來思考，什麼樣的產品才是好的產品？第一，租金穩定；第二，有好價格。就租金而言，收益百分之九十的發回是很重要的，而租金能不能收回的關鍵在於「租戶」，換句話說，管理機構能不能有效率的做好租戶結構是個重點。就價格而言，信託機構代表投資大眾向發行機構購買該證券化標的，但在台灣，由於仍屬賣方壟斷的市場，基本上是不可能有好價格，這是在台灣的不合理之處。在這七檔裡，唯一不是由賣方直接出價辦理信託的是潤泰中崙大樓，富邦跟潤泰買了中崙大樓後，中崙大樓才成為證券化的標的，所以成交的價格是真正的市場價格，而這也是唯一一個地上權的產品。目前台灣的證券化產品值得投資，它的收益比定存好，亦可抵抗通貨膨脹。但相對於亞洲其他的證券化產品，台灣的證券化表現還有改進的空間，但已有其競爭力存在。目前台灣的證券化產品多屬集團式的產品，由大公司發行，唯有二個較小公司產品為「三鼎」與「基泰」，前者發行機構由三間公司組成。如果投資者屬法人機構的話，一定要買證券化產品，因為證券化有分散風險的功能。過去這七檔都是超額認購，而法人機構也購買踴躍。另外，如果個人偏爱不動產投資，那證券化產品會是一個不錯的投資標的。

勝雄：經營管理機構所收取的管理費用會不會吃掉基金的收益？

老師：管理機構基本上會提出他的計畫，每年財報會公開審查，目前每一家管理公司收取的管理費用大致可抓出一個比例。目前比較嚴重的是道德風險的問題。

老師：不動產證券化的起伏漲跌是和股票市場、不動產市場相關的，這些東西也

許大家可以做一些討論。

第二部份：房地產學術思潮論文集

CH16 自用住宅價格：1973~1989 報告人：鄭佩宜

一、導言

一般來說，對於住戶有兩種居住選擇：自有或承租（亦即租買選擇之決策），且決定於在自有或承租之下房屋使用所需的費用。住宅市場之研究是藉由特定模式中，經由租買選擇決策或需求數量決策及價格、所得或人口等變數之函數間關係的模式來分析。更重要的是這些分析也精確的估計了自用住宅之使用期望價格，而且廣受經濟學家的認同。

然而住宅為投資財也是消費財，因此，適當的價格並非是資產的購買價格（市場價格），而應該是使用住宅之某一時期之價格或是使用價格，這個經濟成本或價格，應是反映在貸款的現金支出費用、聯邦及州之節稅、期望價值、自有資金的机会成本等。在估計這種價格時，基本上的困難點是不易直接觀察取得。

本文主要的目的就是估計此房屋之真實價格，藉由 1973 至 1989 年期間之資料為例，並考慮不同所得等級和住戶類型下自用住宅的使用價格。在 90 年代中，有關住宅負擔能力成為一個重要的公共政策問題，本文第二個目的，是以我們所估計出來的住宅使用成本，與其他方法所得到的自有成本來做比較。

二、所得等級與住戶類型區分之重要性

- 依所得等級與住戶類型區分，來計算房屋之使用成本是有必要的。因此，在本文中，住戶將區分為 19 個等級，而類型將分為已婚住戶、單身住戶及家庭住戶。
- 在住宅價格之計算當中，過去發表的許多實證研究，一般都忽略了住宅使用成本的差異形成，與補貼稅額的大小有關。

本文主要的結構如下，首先探討有關自有住宅之資料、使用成本或價格之計算。然後討論並估計由 1973 至 1989 之租買選擇與邊際之使用成本。而後以此估計之使用價格與另一種計算居住負擔能力估計比較。

三、概念上之架構（主要是求出 R）

- 自有住宅的使用價格定義為，「每年使用每單位住宅資本之成本」，自有住宅每元投資的均衡使用成本 R，可分別由不同的自有住戶所得等級 i 與住戶類型 j 之下，由 p491 公式（1）算出。
- 為了 R 而解（1）式將會形成更複雜的算式。即公式（2）。

四、資料分析

這部分主要是敘述所使用之基本資料，以及討論與「租買住宅決策」有關之兩種稅率的計算。

- 邊際稅率與租買選擇稅率：這兩種稅率與住戶之住宅決策有關，對於需求量決策而言，合適的稅率變數是，來自與住宅相關費用之邊際價格的節稅。對於住戶的租買決策而言，包含由自有和租賃住宅消費成本之比較，而得到住宅使用之單位平均價格，並非邊際價格。
- 稅率的計算有以下假設：
 1. 針對不同住戶類型和所得等級而言，住戶擁有平均附加利益和包含州及地方稅率的非住宅列舉扣除額。
 2. 不同所得等級的房屋價格，是由人口統計年報中提供之所得與房價之平均比率而來。
 3. 購買貸款的部份，是參考聯邦住戶貸款銀行委員會所提供的定期支付貸款及利率。
 4. 自用住宅貸款利息的扣除額是基於利率與標準的住戶所得等級所對應之最初貸款成數來決定。
- 附錄表 A1 (P515) 包含所估計的邊際稅率和租買選擇稅率。對於 3 種類型之住戶而言，先針對 19 個所得等級中，每一等級住戶計算每季之稅率。
- 圖 1 (p494) 顯示，1973~1989 三種不同類型的邊際稅率。1981 年之經濟復甦稅法案，使得邊際稅率在 1982 年初減少，當貸款利率開始下降時，邊際稅率又開始再度上升到 1982 年的水準，直到 1986 年稅制改革法案，邊際稅率再度下降。
- 圖 2 (p496) 顯示，在同期間三種不同類型的租買選擇稅率，此稅率大致與邊際稅率的趨勢相似，但是因為 1986 年的稅法法案，引起了住戶標準扣除額的增加，而使租買選擇稅率比邊際稅率有顯著的減少。（非住宅支出扣除額的增加，使租戶不會列舉住宅相關費用）
- 圖 3 (p497) 是中等級收入住戶的邊際稅率，與租買選擇稅率時間趨勢之分析。

五、預期租金與預期房價上漲率

- 預期上漲率是無法直接觀察的。在已知的文獻中也沒有一致的認同應該如何估計，在此，本文應用兩種方法估計一般預期上漲及房價上漲。以 Blackley & Follian 的研究（以適應性預期模式估計一般預期上漲）作為估計的基礎。
- 方法一：利用其所計算每一記之平均預測上漲率作為長期預測一般上漲。
- 方法二：參考 Harris，由淨規避消費者物價指數（CPI）變動率計算而來。
- 圖 4 (p500) 顯示，兩者有相同的趨勢，但是方法一所計算出來的變化較小，因此選擇以 Blackley & Follian 調整計算的方法，來作為估計預期房價上漲的基礎。

六、要求的報酬率及債務和債權的處理

- 大致上，自有住宅使用價格等於住戶現金支出費用減租金和價格之預期增值，再加上自有資金之機會成本。因此，機會成本的確認，在計算自有住宅使用成本上是非常重要的。
- 其他參數的假設：為了反映不同的預期遷移性及每年固定交易成本，設3年、5年、7年的住屋持有期間，並且考慮了針對每一種住戶類型不同的持屋期間。

七、住宅使用價格

- 圖5繪製了「不同住戶」自用住宅資本的邊際使用成本。如預期地，已婚住戶具有最低的年成本，因為他們抵扣的住宅費用，有較高的邊際稅率，以及較長的預期持屋期間，因此會獲得較低的年固定交易成本。
- 文章指出，邊際使用成本與名目貸款利率有關，且除了名目貸款利率之外，預期上漲率也是重要的決定因素。

八、以不同居住負擔能力之衡量來比較使用成本

- 在90年代中，有關住宅負擔能力成為一個重要的公共政策問題，衡量支付負擔能力的現金成本與衡量真實自有經濟成本之使用者成本的關係為何？為了回答這個問題，文章計算房價的使用者成本與兩種現金為基礎的負擔能力之衡量來做比較。
- 為了量化研究期間使用不同衡量方法之居住成本間的關係，計算了不同期間，表1的五種指數的相關係數，並列於表2 (p508)。
- 在表2中第一個1a格顯示了整個1973年到1989年的相關係數，使用的基礎案例之使用者成本與現金成本及NAR指數的相關係數，分別為0.52、0.53。而實質經濟成本（使用者成本）與現金成本和NAR指數，在1973年到1980年間有較強的正相關（0.79和0.67）。然而，在1981~1989年期間，使用者成本與NAR指數有較緩和的負相關。1980年代下半，兩者顯示較小的相關性或者無相關。

九、結論

自用住宅為投資財也是消費財，因此，適當的價格並非是資產的購買價格（市場價格），而應該是使用住宅之某一時期之價格或是使用成本，估算這種價格時，將會遇到實質上的困難點，亦即這些資料是不易直接觀察取得的。雖然大家都知道，稅額補貼會因為所得等級不同而有很大、很明顯的變化，但是以住戶類型區分住戶使用者成本之差異，仍然被多數人忽略。

本文最主要的目的在於計算1973至1989年，19種所得等級和三種住戶類型區分組合之間的自用住宅使用者成本與稅率之間的關係，以考慮不同所得等級

和住戶類型下自用住宅的使用價格，另外，與租買選擇決策及居住需求決策有關之稅率級使用者成本，亦為本文所論述和估算的重點。

居住資本的實質使用者成本，與以房價和名目貸款利率衡量居住負擔能力，是成對比的。因此雖然居住負擔能力確實與名目房價利率有關，但自有房屋者之現金成本與實質使用者成本仍有差異，此差異性之區別對於理性公共房屋政策之發展是重要的。

十、心得：

住宅是一項消費財也是投資財，因此住宅的價格並不能完全取決於交易時的成交價格，而本文提出以住宅使用價格或成本取代，因為不動產適當價格應該是以某一時期的使用價格或是成本來決定，而在考量稅率、利率、貸款成本等因素，分成不同的家戶類型與所得等級，討論可能的使用價格。

本文所討論影響住宅使用價格的因素當中，認為「稅率」應該是關鍵因素，不同的家戶型態例如單身、已結婚與家庭等三種型態，根據稅法有不同的稅額補貼，因此對於住宅使用價格產生相當大的差異。然而，影響住宅使用成本的因素包含稅率、住宅價格上漲率等，而在台灣上漲率應該是特別需要注意的，因為房屋增值的部份是比較受重視的。

另外，在稅率改革或變動下，所影響最深的應該是住宅的擁有者。美國透過租稅來讓房屋市場有結構性的改變（美國有很多稅負的優惠，來做為民眾購屋之誘因），反觀台灣在此方面的討論是比較不足的。

課堂討論

老師：這篇討論的是公共政策，我們可以看到美國在這方面的討論是比較多的，特別是稅的政策。一開始講到租買選擇，理論上大家都知道要幫助低所得的人，但所有的稅率影響，你可以發現高所得的人反而得到比較好的效果。鼓勵人民購屋的原因在於，買房子會促進整個社會的安定，因為有房子就會努力工作，居住品質的提升，遷移時的審慎性。但盲點在於，政策上理應照顧低收入為主，但事實上是照顧中高所得為主。另外，不同的政黨執政，就會有不同的稅率政策調整。不同家庭、不同所得的人，可分別討論房子對其所產生的影響，特別是稅率的部份。所謂價格，不只是買房子的價格，重要的是使用上的價格，購屋之後的稅賦負擔、維護費用的抵扣，不同的家庭購買不同的房子在稅的抵扣上的差別，都有其不同的影響，可從這些角度來分析公共政策的執行。提到貸款與年所得的比例，貸款和所得的比要怎麼比會比較好，過去用平均數和平均數比是有很大的盲點，從做研究的角度來看，怎麼樣切割可以做細緻化的分析，比較能夠釐清各種盲點。台灣，在稅率部分的衝擊比較小，政府也比較少從稅這部份

來切入不動產市場的政策，反而比較常從金融貸款來影響不動產市場，也因為這樣子，我們也很少有稅賦抵扣的優惠，也就沒有維護房子的誘因。買房子的抵扣和租房子的抵扣還是有落差，但跟美國相比，情形還算小，以政策而言，在美國，買房子比較好；在台灣，自有率已達百分之八十，其實也沒有必要再提供買房子的誘因。稅率和金融這兩種影響，哪一種比較好，也都是值得討論的議題。

筱蓉：在台灣買房子算很貴，以所得來比較的話，日本似乎比較便宜。

老師：台灣貴是台北市比較貴，其他縣市是還好。當然，如果討論怎麼樣的公共政策可以減少各地房價差距，或是降低台北市的房價，都是可以討論的問題。

甫學：政府的優惠房貸，目前還剩下好幾億，背後是否隱含大家對高房價的反制，大家無力購買，當然也不會去貸款

老師：市場的銀行優惠貸款利率低於政府優惠貸款利率，也是導致政府優惠貸款始終用不完的原因。是不是真的購屋的人減少，事實上可能不是，還是有很多人買房子，但與市場相比，目前央行的房貸開始慢慢的失去優勢。

甫學：「房價所得比」台灣是八，香港房市泡沫化時大概是十四，那台灣會不會也逐漸有泡沫化的情形？

老師：當所得無法支撐房價時，房價當然就應該慢慢下跌。台灣過去大都偏好買房子，也使得房價相對的拉得比較高。但國與國之間得情形並不相同，房價所得比大概多少時會產生泡沫化，目前還不確定，在各國之間的說法也不盡相同。且引用不同數字做比較，也會產生很大的變異，所以，在比較時應該要審慎檢討其比較基準會比較好。再者，如果使用價值跟交換價值落差太大，大家發現「我為甚麼要花那麼多錢買房子」時，也許就會有泡沫化的情形。

勝雄：公式一看不出其推論方法。作者結論的部份，由一九七三年到一九八九年間的資料檢定，只說明是正相關或負相關，但作者沒有對這部份多做延伸性的解釋。

老師：若是負相關，代表房價跌所得漲，當然就更好，理論上，房價與所得呈現正相關是正常的，當然，這之間存在有時間落差，也有可能造成其正向或負向的改變。目前，看起來作者只是發現一些現象，後續該如何來討論政府的公共政策，的確是大家可以探討的問題。

御仁：使用價格是消費者比較容易忽略的，在製作房價指數時，這部份也不容易考量，因為資料不齊全。

老師：價格當然有很多種價格，交換價格、使用價格的討論是很重要的，資料上不易產生，所以要估算，要如何估算是一個重要的問題。大家都知道，買房子真正重要的是使用價格，買房子之後的房租、房貸付出，這個部份價格又是如何？另外我們也可以考慮用分量迴歸去分析。

第三部份：學期心得分享

老師：這學期的課程比較清楚把它拆成三個部份，第一部份的房地產投資至少要知道三件事，第一、投資分析—心中之尺，第二、市場分析—市場之尺，第三、財務分析。真正了解之後，其實財務分析是較簡單的，主要是假設參數投入的正確結果就大致不差。所以，真正的關鍵在於市場分析，其次是投資分析。我希望大家不只是做一些市場面的了解，還要有學術上的了解，所以在第二部份的思潮，是有關於房地產的哲學思想。房地產的核心在於估價和市場，估價在台灣尚不成氣候，特別是學術上的發展，而過去美國也對估價有所批判。在思潮這本書中的第四部份—政策，透過學界的文章可以看到大部分都是實證研究，因為我們希望的就是理論與實證能有所對話。這本書雖已出版多年，但就其內容的深度而言，顯然台灣還有很大的成長空間。課堂的第三部分，由同學分成英文期刊討論和個案的分享，在文章部份希望同學都能於閱讀後有所反省，特別是文獻回顧的文章對同學很有幫助。在個案部份，也希望同學經過一學期的學習，能夠把分析內容更細緻化。希望同學都能像海綿一樣廣泛的吸收，開放心胸學習不同的看法與觀點。

凱婷：以前看預售屋每個案件都覺得很好，現在學了很多，再去看預售屋時就會比較理性，不會每個都想買。

筱蓉：這門課對未來很有幫助，因為大家未來都會有買房子的需要。

文祺：內容很豐富，有很多東西不是三個小時就可以講完，而且文章如果沒有事先看，常常就不知道要發表什麼意見。在個案介紹部份，很活潑也比較有互動。

于修：跟大學時比起來，看這些文章時會比較有感覺。但思潮中，在方法的運用部分都會比較不了解，也許是翻譯的關係。個案的部分因為對市場比較了解，所以跟以前相比，可以做比較深入的分析。

維升：現在做的個案和大學時做的就差很多。我認為，身為地政人，對於不動產方面的議題可能要更有批判性的想法。

佩欣：因為大學時沒有修過房地產投資，所以有些東西學起來比較困難，思潮裡的分析方法，常常在上完課後也還是看不懂。

卡特：跟大學來比較，現在多看這些東西，對整個房地產投資的架構能有比較清楚的了解，透過思潮這本書也可以了解國外的想法。

益銘：個案介紹的部份很有趣。

毓穗：思潮這本書的架構很完整，如果讓我們自己去看文章的話，可能會根本就忽略到公共政策的這一塊，所以思潮在架構完整性這部分是很不錯。但是因為翻譯的關係，常常會覺得念得很辛苦，造成很大的阻力。

甫學：有感覺才会有動力去學習，所以希望可以像大學時一樣有機會去看個案、請專家演講，或是英語授課。

- 御仁：思潮這本比較難進入狀況，常抓不到問題的核心，也許老師在課前可以重點提示，大家在看文章的時候可以比較注意到重點的部份。
- 怡蕙：學到很多，自己可能要多看多聽多學習，建立自己的心中之尺，透過個案的介紹也可以瞭解到理論和實務的接軌。
- 佩宜：課本講到很多投資、財務、市場的東西，才了解買房子真的只是「買」這個動作而已，在買房子之前和之後都還有很多功課要做。在個案的部分，這個部分很好，可以逼自己去累積實務分析的經驗。
- 永香：關於思潮中提到的「創造不動產價值」，運用地形去創造價值這點讓我印象很深刻。在個案部分我們都用消費者的角度出發，如果可以請建商來討論，從建商觀點出發也許會有不同的發現。
- 怡文：這是我學過最接近實務的一門課，思潮涵蓋的範圍很廣，很多地方都是台灣還不足的，都是值得加強的地方。
- 勝雄：建議，一、跟實務界的接觸，不見得去了解他的想法對或錯，而是有沒有什麼學術上得方法可以去解決他們遇到的問題。二、課程中「寫」的量稍微少了點，在美國，學生不只是吸收而是要 FEEDBACK，把自己的想法和意見提出來和大家交流，可以學習到更多。
- 老師：第一次用比較大量的方法來上這門課，這堂課對研究所而言是相當大量的，但量之後的吸收還是要看各位同學的努力，吸收可以慢慢來。怎麼樣加強寫作也是很重要的一塊。也許以後也可以找實務界的人來演講。房地產投資絕對不是賺錢的工具而已，而是品味的提昇。房地產是門科學也是門藝術，還有理論與實務的接軌。當然，希望同學在修過這門課以後，未來不會在房地產這個領域上跌跤，起碼不會是一大跤。這門課到此結束，謝謝大家的共同付出。