

房地產投資與決策分析第二次上課紀錄

時間：2008/10/06(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：陳泓汝

出席：張金鶚老師、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、王姿尹、賴靖雯、邱信智、羅于婷、袁淑湄、侯蔚楚、彭竹君、王俊鈞、范清益、許經昌、徐偉琪、張曉慈、陳泓汝、羅雅怡、林君安、劉龍鵬、程于芳

【課程內容摘要與討論】

第一部分：房地產投資分析

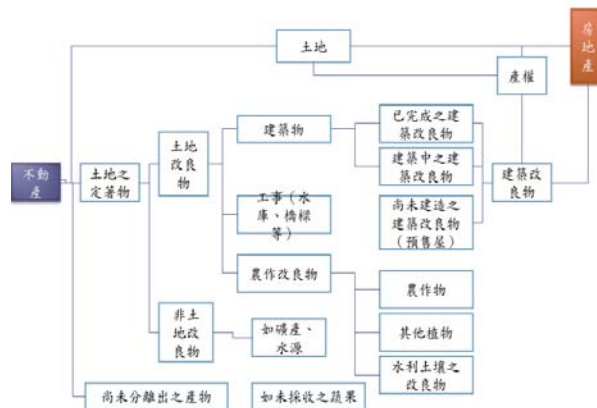
第一章 房地產投資概論

報告人：袁淑湄

第一節 序論

一、房地產的定義與範圍

不動產與房地產的關係如下圖：



二、房地產特性

- (一) 不可移動性—區位決定價格與未來發展潛力
- (二) 異質性—價格不易統一，認清品質差異是關鍵
- (三) 不可分割性—房地產、公共設施、鄰里環境的品質整體購買
- (四) 長久性—投資折舊低並影響市場的存量與流量
- (五) 昂貴性—交易交額大且交易次數少、投資宜慎重
- (六) 投資與消費雙重性—使用價值與投資價值不易區分

三、房地產的生命週期

- (一) 投資→生產：約需 1~5 年
- (二) 生產→交易：約需 1~2 年
- (三) 交易→使用：約需幾天~幾月

(四)使用→投資：約需 30~50 年

四、房地產空間、時間與金錢之關係

所有權、地上權、抵押權等物權或租賃權等債權的時間與空間價值

第二節 房地產類型

一、土地類型

- (一) 建地與非建地
- (二) 生地與熟地
- (三) 都市與非都市土地
- (四) 各種不同土地使用分區管制之土地

二、房屋類型

- (一) 居住使用：住宅、公寓、社區
- (二) 商業使用：大型商業、小型商業、他
- (三) 辦公使用
- (四) 工業使用：工業園區、廠房、倉庫
- (五) 公共使用：醫院、學校、圖書館…
- (六) 其他：停車場、加油站…..

三、產權類型

- (一) 共同持分（單位化）：分別共有、共同共有
- (二) 租賃權
- (三) 地上權
- (四) 抵押權
- (五) 其他使用權

四、房地產投資類型

房地產投資類型如下表：

房地產	房地產	類型分類	類型細分類
房地產	房	居住使用	
		商業使用	
		辦公使用	
		工業使用	
		公共使用	
		其他	
	地	建地與非建地	
		生地與熟地	
		都市與非都市	
		各種不同土地使用分區管制之土地	
	產	所有權	單獨所有、分別共有、共同共有
		租賃權	
		地上權	
		抵押權	
		其他使用權	

第三節 房地產投資概念

一、房地產的重要性

- (一) 總體(Macro)層面
 - 分析房地產對國家之重要性

(二)個體(Micro)層面

1. 占總財富的比例
2. 占家庭支出的比例
3. 投資工具

二、房地產投資環境

房地產投資環境有三種參與角色：

- (一)投資者或開發者-空間生產者：提供資金、服務
- (二)消費者-空間使用者：購買/承租、支付稅賦
- (三)政府-公共設施提供者：提供服務、法規/管制

三、房地產投資者

- (一) 房地產開發者 (Developer)
- (二) 建築融資者 (Construction Lender)
- (三) 開發投資合夥者 (Joint Venture Partner)
- (四) 資金投資管理者 (Managing Equity Investor, or Syndicator)
- (五) 購屋貸款融資者 (Permanent Lender, or Mortgager)
- (六) 消極權益投資者 (Passive Equity Investor)

四、房地產投資的利潤與風險

美國各種投資工具的報酬率與標準差，1947~82。(單位：%)

投資標的	股票	房地產	固定收入的公 司債券	聯邦政府證 券	州及地 方公債	市場各投資工 具組合
報酬率	11.00	8.27	3.56	3.98	1.71	7.47
標準差	17.52	3.71	6.47	4.92	10.83	4.80

資料來源：Ibbotson & Singel(1984) “Real Estate Returns: A Comparison With Other Investments”，AREUEA, Vol 12, No. 3, pp.219~242

第四節 投資房地產的利弊與要訣趨勢

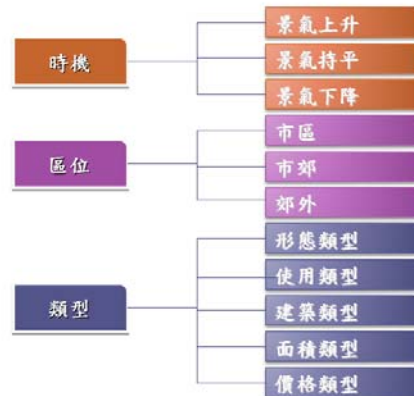
一、投資房地產的優點

- (一) 一種象徵，心理上的滿足
- (二) 自我居住使用
- (三) 房地產資增值
- (四) 保值以抵抗通貨膨脹
- (五) 安全性高
- (六) 槓桿作用 (Leverage)
- (七) 稅賦減免 (Tax Shelter)
- (八) 自我控制權
- (九) 分散風險
- (十) 普遍熟悉的投資管道
- (十一) 個人偏好

二、投資房地產的缺點

- (一) 變現力低，流通性不足 (Illiquidity)
- (二) 交易費用高 (High Transaction Costs)
- (三) 管理維護麻煩
- (四) 房地產貶值
- (五) 房地產價值缺乏標準
- (六) 房地產法令手續繁雜
- (七) 缺乏房地產資訊
- (八) 投資金額較大
- (九) 政府介入太多
- (十) 房地產投資者的形象不佳不願涉入

三、房地產投資的三大要訣



四、房地產投資未來趨勢

- (一) 個人投資轉為機構法人之投資
- (二) 單一房地產投資轉為分散風險之投資多種房地產投資組合
- (三) 國內投資轉為全球性投資

心得

(一) 由於台灣房地產預售制度的盛行，或許投資房地產除了應注意時機、區位、類型之外，也應該對於建設公司、營造公司或建經公司的品牌多所留意。

(二) 部分的小型建設公司可能因為負債比高，使得一旦其他推案或其他在建工程的財務出現危機，將危及消費者所投資的房地產。

(三) 現在一般多將起造人信託在貸款銀行或建經公司名下，以防一旦工程無法順利進行，消費者權益受到危害。然而，建經公司亦會產生代理問題，其品牌選擇又是消費者應該注意的另一事項。

討論議題

- (一) 從房地產生命週期探討台灣房地產市場的特色？
- (二) 投資台灣房地產的主要優點及缺點為何？
- (三) 台灣房地產投資類型中，哪些產品未來較會受到消費者歡迎？
- (四) 投資房地產的三大要訣：時機、區位、類型，有何看法？

(五) 台灣房地產投資未來的趨勢有何看法與因應之道？

課堂討論

老師：淑湄提到了品牌的問題，問題在於：品牌到底值多少錢？何時(景氣)品牌比較值錢？再來，預售屋的價格高於中古屋的理由為何？

于芳：預售屋加入未來預期價格，購買預售屋者對未來抱持樂觀態度，即便將來景氣不好也只損失初始投入的錢。相對於中古屋，購買預售屋者可以參與房屋設計。

蔚楚：通貨膨脹的因素。

博翔：類似「選擇權」的概念。

老師：選擇權為何值錢？甚至高於其他財貨？

經昌：生產者負擔較高的風險，如原物料上漲。

君安：是因為房地產具有「異質性」的關係。房子五樓與六樓的差別大於玉米與大豆之間的差異。

老師：更精準的說，因為異質性所以房地產被購買之後要再複製一個相似的機率較低，而與玉米大豆等可經過時間培育出相同產品有所落差。

君安：在空間上該地點獨一無二；在時間軸上的某一點，該產品是獨一無二的。

老師：房地產是空間、時間的關係。討論所有權常忽略時間的概念，但是對於地上權，時間所隱含的意思即有所差異。時間是非線性的。線性與非線性的概念大家應當要釐清。時間對於房地產的影響相當重要，過去在美國房地產的學門歸於 finance，finance 即以時間為主軸。

經昌：那以消費者的角度而言，購買預售屋的自備款比起成屋來的少是否也是原因之一？

老師：造成預售屋與成屋價格之間的差異原因很多。最根本的原因就好比期貨與現貨的價格差異，不過，預售屋並非期貨而是遠期交易，但契約內容就非常關鍵。

老師：房地產的重要性有討論的空間。國家的 over-investment 及 家庭的 over-consumption，背後隱含過度重視及資源分配不當。證據在於許多研究數據。正常空屋率應該在 3~5%，在台灣卻有 15%。從總體論，次貸、二房到這次的金融風暴，房地產對全球金融的影響相當大；而從個人觀之，某些地區的房價過度高昂。

老師：房地產投資最關鍵的優點及致命傷為何？

曉慈：投資跟消費的雙重性。房地產兼具使用及投資價值。

老師：房地產不應只注重賺錢而忽略了品質。我們應當思考兩者發生衝突時如何決策。

姿尹：不流通是房地產最大的缺點。

老師：當然不流通背後隱含的是市場沒有效率，不過房地產投資最關鍵的缺點為何？

經昌：是否是因為房地產佔個人支出相當大的比重？

老師：房地產投資並非只談以錢滾錢，購屋自住也是投資的一種。房地產買價相當高，要累積一定資金才能投入，相對風險比較高，這是缺點之一。

清益：房地產交易手續繁雜及資訊不透明。

老師：這部份是反映房地產市場的無效率，當然還有很多重要因素值得去思索。

老師：房地產投資真正的關鍵為何？過去談的是 location、location、location，現在談的是 timing、timing、timing 還有 type 的問題。除了這三個外，還有什麼是很重要的呢？

清益：我覺得品牌很重要。

老師：品牌如果重要應當要值錢，但品牌是否真的值錢？建商好壞與否是否造成價差，這一點在實證上很難被檢驗且不顯著。此外在過去二十年來，台灣有六成廠商為一案廠商，這六成建商如何生存呢？因為 location 的關係，房地產很容易劣幣逐良幣的情形。過去也曾做過景氣好壞對品牌價值影響的實證。

俊鈞：好的管理才能創造出好的品質，好的品質才能創造好的價格。

老師：應當討論的是價值而非價格。買房不是關鍵，住房才是關鍵。從以前 location、timing，現在 management 才是核心。證券化是資產管理沒有疑問，有管理才能有 cash flow 可回收。如果房地產投資的目的是在於生活品質，良好居住品質才是真正價值提升，當然管理是主要核心。目前房地產過度注重價格而不注重品質與物業管理這一部份是有所偏頗的，我們應當去思考品質及物業管理的核心價值。

第二部份：房地產學術思潮論文集

原定報告人曾祥珉因故未能與會，順延至下一週。

老師：這本書主要在紀念 James Graaskamp 這位教授，在房地產尚未成立一個學門之初，他在威斯康辛大學商學院開了一門教授房地產的課，引起一陣風潮。後來他著重於估價，今天台灣估價制度的科學性仍備受質疑且尚未建立公信力，如何改進？究竟房地產是一門工程學或是科學？我們在後面都會有討論。

老師：這本書序言強調哲學的議題，第一章在於探討房地產如何決策？決策背後的目標、方法、未來關鍵 issue 為何以及如何預測至 2015 年的決策演變。作為一個研究者或決策者乃至於規劃師應當有「預測」的能力。

老師：第二章主要在於探究不動產學域的哲學與典範。過去房地產是否為獨立學門討論相當多，近年來房地產已成立學門甚至有期刊，所以不再有人討論這個議題。但現在我們應該要去思考：房地產領域的核心為何？此外，房地產有什麼方法論？現在研究房地產沒有太多、複雜的方法或是方法上的創新，只能套用借用別的學門，產生方法論的危機。

老師：房地產是否有中心主體知識？答案可能是「估價」。但估價制度爭議不斷

且存在許多盲點，包含：估價報告書是否科學客觀？專業可否被檢驗？

老師：設計到底值多少錢？怎麼樣設計才會值錢？藝術是非常主觀的，科學是非常客觀的，主觀和客觀如何結合使我們房地產這個學門有更多客觀性，並不是要完全排除主觀而是讓藝術性有更大空間的發展。如何讓兩者相輔相成；讓主觀因客觀更豐富；讓客觀因主觀更貼近現實生活，這是相當重要的。

老師：估價是一個很重要議題，最高最有效使用(HBU)、估價最可能銷售價格(most possible selling price)。台灣估價界科學性不夠，很少估價結果是採機率分配。估價為最可能銷售價格一直是沒有去回應的問題。

老師：市場分析是實務學及學界最 week 的地方。不只台灣，國外亦同。台灣資源為什麼有那麼多浪費？市場景氣起伏、建商大量倒閉等問題，都跟沒有仔細進行市場分析有很大的關係。不論是在理論上、經濟上，皆無建構相關 data。具體而言，就好比：如何劃定市場範圍？沒有劃定後續所有的分析皆會有誤。但什麼是劃定的關鍵？劃定之後才有供需價量。這個問題少有人在意。

老師：最後一塊是關於公共政策、法律經濟學、制度經濟學的討論。這禮拜先進行大略的介紹，下禮拜我們直接討論第一章：不動產決策之演進。

第三部份：文獻導讀與討論

文獻：Real Estate Efficiency :Issues and Evidence 報告人：程于芳

摘要

(一) 不動產市場可區分為housing, income-property, and land markets不同的市場有不同的效率程度。

(二) 市場效率高低則依序為corporate security market、income-property market、housing market。

(三) 不動產在國家、公司、個人財產投資組合(portfolio)中皆占有很大的比例，因此不動產價值的改變，不論是預期中或是非預期的都會對國家及地方經濟產生巨大的影響。

(四) 對公司或個人的投資者、貸款機構、房屋所有人及政策制定者，了解不同次市場的市場效率都是極為重要的課題。

(五) 許多模型被運用於不動產市場皆是預測為效率市場，房地產市場過去都被認為是無效率的市場。

(六) 近來更精確的市場效率假說(Efficient markets hypothesis)僅限制在證券市場中。

(七) 許多研究也指出關於不動產市場為效率市場的說法為矛盾的。

(八) 現今，檢驗不動產市場的效率情形是研究中相當重要的一部分。

內容

一、對效率市場假說的描述

(一) Pareto-preferred (p158)

當資源的配置無法經由重新配置，且並不減少其他人的效用，而增加某些人的效用時，也就是所謂的” Pareto Efficiency”。

(二)有三個有差別但又彼此相關的效率種類，即為information、locational、operational。

(三)Fama(1970)提出若為效率市場，則市場的價格會即時且完全的反應出相關的資訊所帶來的漲跌。

(四) Martingale model

$X(t)$ 期的價格)將由 $X(t+1)$ 期所有的資訊集合產生。

二、效率市場的分類

(一) 強式效率市場(strong form)

市價已經完全反映公開及未公開的所有資訊。

(二) 半強式半弱式(semi-strong form)

所有公開的資訊都已反映在市價中。

(三) 弱式效率市場(weak form)

表示過去交易資訊(價量)，已經完全反映在現行的市價中。未來的價格無法藉由過去所有價格變動的資訊來做預測。

三、房地產市場的特性

(一) Heterogeneous products 產品異質性

(二) Barriers to entry 進入門檻高

(三) Indivisible assets 資產不可分

(四) Limited liquidity 有限的流動性

(五) 資訊有限

(六) 價格的產生是透過買賣雙方協商而非藉由拍賣

而關於不動產效率市場的相關文獻研究有：single family market、income-property market、urban and rural land market

四、single family market 住宅不動產相關文獻 (p164)

(一) 並未運用過去的房價預測未來的房價

(二) 有交易成本時，無法制訂適合可創造利潤的交易規則

(三) 水險(災害)後價格不會馬上反應，而是需支出其他成本後，造成房價下跌

(四) 區域之間的市場效率不同

(五) 住宅造價、人口改變、每人所得改變、通貨膨脹可用於預測房價

- (六) 房價變動呈穩定且季節性變動 (p166)
- (七) 區位間房價會互相影響 但有時間上的落差
- (八) 價格呈穩定的趨勢 並可預測
- (九) 不動產市場含有高的交易成本
- (十) 失業率 人口會影響當地的房價(P167)

五、income property market 收益性不動產相關文獻

- (一) Greer(1974)發現市場中的insiders(例如房仲)會賺取比市場平均更多 (P173)
- (二) 收益性不動產報酬通常缺乏自相關 (著重報酬與其他變數之討論)
- (三) Evans(1990)房地產價格調整比股票市場來的慢，亦即房地產市場較無效率。
- (四) Sharpe Index：衡量投資組合操作時，每承擔一單位總風險所能得到之超額報酬。Sharpe Index 值愈大代表該投資組合績效愈好；反之則愈差。

六、urban and rural land market 都市及農村土地市場相關文獻 (p175)

- (一) 土地發展的趨勢是可被預測且理性的。
- (二) 未來的價格基礎取決於建商建造及銷售的利潤，嚴格的土地使用管制 (restrictive land use policies) 導致成本及開發的不確定性增加。
- (三) 農地價格應取決於其地租，且不受投機因素影響其價格。
- (四) 市場決定農地的價值會有很大的偏誤，導因於市場心態及失敗的農業債信體系。
- (五) 土地的價格反映了市場的基礎，但最近的價格變動卻是不同的。
- (六) Iowa州農地的超額利潤(excess returns)是可被預測的。

結論

- (一) 市場效率的研究僅是最近幾十年的研究
- (二) 不動產市場特性：造成預期均衡價格的模型難以建立
- (三) 須花更多的時間去研究房地產市場
- (四) 不動產價格可能可以被預測
- (五) 不同次市場的效率亦不同
- (六) 住宅市場的效率檢測著重在短期的價格及租金
- (七) 市場效率依序為：capital market > income property market > housing market

未來建議

- (一) 收益性不動產及土地市場效率的研究
- (二) 可信賴的市場資料仍不足
- (三) 建立資訊交換及流通的平台

延伸心得

(一) bubble泡沫化 (p170)

定義：產價格>基要價值。Salge(1997)認為泡沫產生的因素由於市場景氣變動，市場參與者對未來的市場價格預期反應過度，供需失衡偏離價格基值。

(二) 因為房價並非只有資訊一個條件造成，尚受其他區位、人口改變、所得改變、通貨膨脹等原因，並非單純由市場供需決定。

(三) 台灣尚有從眾行為影響、追漲不追跌、且不動產市場為低效率甚至不效率市場。

(四) 未有公開的交易平台，資訊不透明並未有對應之機制。

(五) 估價制度中的市場比較法，造成泡沫越吹越大。

(六) 能反映所有的資訊對價格的影響，市場才有效率。

(七) 台灣房價所得比14.41倍，月租金乘數648.42。

美商ERA易而安不動產以目前北市平均三房房價以及主計處公布最新家庭可支配所得（以五等分位組區分）分析最低所得者想在北市購屋，要不吃不喝近43年才能圓夢，但最高所得組則只要7年。

課堂討論

老師：房地產市場不是有效率市場，但是是weak form嗎？不同時間點、不同產品市場間的效率也不完全相同。我們首要釐清，究竟台灣房地產市場是何種市場？國泰、信義房價指數等資訊所反映的預售屋及中古屋價格的波動是否可以預測未來？又，為何台灣房地產拍賣市場不熱絡？土地拍賣市場甚至比房地產市場來的有效率。大家可以進一步思考市場效率的改進。

老師：市場有四類市場（完全競爭市場、獨占、寡占、壟斷性競爭）。壟斷性市場與完全競爭市場唯一不同在於異質性，因為有產品異質性的因素導致既壟斷又競爭的情況。房地產市場會發生劣幣驅逐良幣的情形異質性也是一個因素。

老師：假說 (hypothesis) verse 假設 (assumption)，假說需要經由檢驗求得各種不同結果，假設則是事先設定，在某種假設前提下進行一連串的研究。

老師：越近代的研究顯示市場越來越有效率，原因除了資訊透明度的增加外，尚有科技、社會進步等。交易越頻繁市場效率越高。土地仲介（掮客）是一塊較為特殊的市場，資訊透明度及市場效率都比較低，這一類仲介多只找建商且沒有執照，不同於一般房地產的仲介業。

老師：為何income-property market比起residential market有效率？或是REITs market、security market 比起其他市場來的有效率？剛剛提及的資訊頻率以及資訊成本等資訊問題都是市場效率很重要的核心。台灣的資訊透明度仍不足。

老師：效率市場另一個討論是調整速度。一個有效率市場調整速度很快，也就是偏離值回復到正常基值的速度很快。台灣房地產市場downside時間很長、

upside時間很短，也是沒有效率的一種表現。美國的cycle則相反。

老師：大家有何想法？

佑儒：台灣房價所得比14.41倍，月租金乘數648.42，如此求得資本還原率似乎不甚合理，正常住宅市場應介於1~2，市場上應介於3~5。

老師：資訊的來源、可信度，選擇性的偏誤問題都應注意。理論上如果市場房價所得比高，「相對」市場較無效率，受訪者多少會隱瞞資訊。

龍鵬：講義第五頁可能打錯。

房地產市場為何是無效率市場？建立信評機構似乎是一個重要的議題，例如銀行機構對貸款人資格的審核。

老師：由這次金融風暴可以得知，許多信評機構過於自信，造成信評結果不落實及資產的問題。信評主要是在評等風險而非價格報酬。信評的好處在於更多專業者的加入，揭露更多資訊，有這樣的一個功能。REITs為何比以前市場更有效率？因為REITs的資訊每天都要公開以及許多分析師的加入等因素加強了資訊的透明度。信評只是方法之一，目的在於揭露更多市場的資訊才是關鍵。評估機制仍有許多問題待解決，如評估者與被評估者的關係。市場無效率應由市場自行調整或是由政府介入，兩者之間如何平衡也有不少爭論。

老師：市場交易資訊公開是一個很重要的議題也是一個難題，政府最近有嘗試要將公部門買賣資訊公開以期帶動拋磚引玉的效果，之前立法的行動也受實務界杯葛。其中牽涉到許多利益問題。

老師：今天的議題大家回去之後可以再多想想。