

# 房地產投資與決策分析第三次上課紀錄

時間：2010/09/27(一) 14:10~17:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：蘇曉瑞

出席：張金鶚老師、丁嘉言、邱逸芬、郭哲瑋、彭佩瑩、戴國正、黎佳貞、蘇曉瑞、黃國榮、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、楊雅婷、林涵柔、林逸杰、邱煜婷

## 壹、房地產投資基本理念

### 一、報告者：彭佩瑩

大略介紹第一個部分，緒論當中的投資概念，包含投資本質與投資種類、市場、工具等；第二部分介紹投資利潤，說明其本質與衡量方式，及時間落差與現金流量、利潤種類與時間長短等；第三部分說明投風險，包含風險本質、及投資者態度(以圖形表示三種態度)以及風險類型等；第四部份介紹平均數與變異數準則，首先談到衡量利潤與風險，再進一步以圖形介紹平均數與變異數準則(MCV)，並同樣以同行進行MCV應用(課本 P. 62 圖 2-4)，最後說明有效運用此法則選擇投資工具；最後談到投資組合的選擇，先談投資組合的概念，接著談投資組合風險性，分別為一種與兩種風險，再介紹多重風險組合，末後以圖形說明投資工具的相互關係。

### 二、課堂討論

老師：你們有什麼心得？重點不在她說什麼或是 text 書上說什麼，或你覺得哪幾個是關鍵，你們想一想。首先你們應該問的是，房地產投資與非房地產投資應該是非常的不同，這是基本概念，當然這裡所指的投資是指投資跟消費，但還是沒有指出來房地產跟非房地產的衡量項目有什麼不一樣？特別講房地產風險、利潤與時間的互動，特別加上時間，一般商學院討論投資都在講股票，但是我們講不動產投資，我們試圖把這些投資理論用到房地產來，但是事實上，不是全然都能用的上，哪些地方用的上哪些地方用不上？

老師：投資學在房地產上的另一個部分是投資組合(portfolio)，它可以怎麼運用？剛剛講房地產與股票上報酬風險衡量有什麼差別呢？當然股票是再公開市場上交易，房地產就沒有公開市場，又股票會有輪漲輪動現象，房地產也些有可能有，所以股票很容易去 portfolio，當然股票太多也會有組合投資管理上的問題，組合投資本身有管理成本，但是房地產更大。

老師：這也談到房地產投資不可以把雞蛋都放在同一個籃子裡，因為金額太大，除非把它操作成證券化商品，但是那個又不是很普及，那台灣怎麼辦？今天介紹投資的一些概念及 MVC 的衡量方法，那還有沒有其他方法？

學生：剛剛介紹 MVC 的衡量辦法，但是實務上應該會常用到淨現金流量折現的辦法，因為建設公司同時手上可能有很多投資案要作比較，如果按照前述風險與報酬的衡量方式，他們會真的把風險折算進去嗎？

老師：這邊分成兩個部分，一個是 project development，一個是 home buyer，前者屬建商開發行為，當然會計算它的淨現值以及內部報酬率(IRR)，但這些都是要去計算未來，所以必然要有假設以及分配，因為從現在看未來都是不知道的，但是投入的每一個變數在未來都是有不確定性的，然而在未來投入的一定是一個絕對值，是一個實際數字，比方而言如銷售率，假設銷售 80%所以就投入 80%，但是真的是如此嗎？光是一個最關鍵的部分，就是未來銷售價格你知道多少嗎？當對未來的投入變數都是具有不確定性的話，雖然計算出來的 NPV、IRR 是個固定值，但那是不算數的，當然那是一個最有可能的結果，但是它沒有分配(distribution)的概念，但前面提到的變異數就有分配概念，所以風險就是核心關鍵。

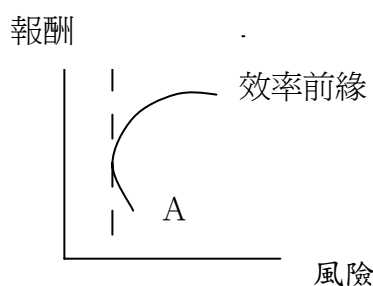
老師：剛剛所問到的是怎麼衡量，風險就是看對未來可能實現或是不實現的機率，在本書後面會提到的蒙地卡羅分析就會去模擬這些情況，但是到時仍然會質疑是這樣嗎？所以最關鍵的 point 就是我們是從現在看未來，對於短中長期的掌握，但是我們都只看一點，只看那個最可能的(most possible)，所以都只有把那一點帶進分析，都是數值沒有給它機率分配，如銷售率或是房價，所以作出來(計算分析)後你就會有多少的 confidence，因為每個投入的變數都不是 100%，都有可能機率存在，所以可以知道分散的程度。

老師：任何投資心中都要有一把尺，大概會有什麼情況發生，當然有會人會說未來就是不知道，然而未來若是真不知道，那就叫做不確定，風險與不確定最大的差別就是機率已知跟未知，所以未知機率情況下是不能投資的，因為那是瞎子摸象。所以我們在作投資時，我們在某種程度(degree)上有一定的信心，尤其投資房地產異質性很強，資訊混亂，但某個程度你還是知道，比方說房地產價格漲跌你可能知道幅度在 5%或是 10%，所以對未來的掌握是重要的，這時候要作情境模擬，如果你無法模擬或者說對未來沒有願景，那麼你無法討論風險。比方說台北的房價漲跌或是豪宅的價格漲跌，它背後隱含機率分配，當你不了解現在就無法了解未來，當中隱含房地產的條件，就是時間，對房地產的人而言若只是丟數字去模型計算，那麼根本就沒有 sense，在這邊要提醒同學對風險的認知，並且風險的計算不會只像課本上所寫的，然而這一切當中在房地產裡最重要的東西，就是 data，那是需要去感覺而不是天上掉下來的，並不是粗略將數據進行模擬計算，那不是理論跟實務的對話。

老師：這一堂是介紹房地產的投資，所以要去思考如果把投資其他非房地產項目的理論用到房地產的話，那會有什麼結果？第一個要問的是，什麼是報酬？要怎麼計算？這可以分為預期報酬與真實報酬，但我們都是在談論預

期報酬，事後的沒有什麼好算的，所以是由期望價格減去現在價格的關係，當然還要除上時間，當然，當中涉及到 rent 和 price，當然未來的價格是一個謎，這也需要一些方法去捕捉(capture)，如以過去報酬的平均值來估算未來，再來又要談回風險，房地產的風險是否會大於股票的風險？原則上比較不會，因為它的資訊比較不透明，並且當中差異很大，比方說台北跟台中或是桃竹就不太一樣，北熱南冷，我們可以說台北風險比較小嗎？你們必須學會風險跟報酬，不只是投資學課本所講的，必須要有能力去描述。其中有個要素是時間，通常房地產是長期，但台灣目前強調長短期，短期就是買進賣出，如目前央行緊縮打擊投資客，但並非自住客，相對的，股票就是短期的買進賣出，更不用談消費問題，房地產就有滿大的消費比例，在這裡要提醒大家讀的時候一定要去想，這些東西如何應用在房地產上？

老師：最常說的就是投資組合，所以要理解這個圖



有人說房地產不能作投資組合，當然雞蛋不能放同一個籃子裡，在這個圖上可以看出房地產是相對低報酬低風險，因為它是實質資產，倒了至少還可以住，但是房地產就只能通通放在一個籃子裡，假設一千萬就必須全部下去，無法投資組合，如同 A 點，但是那是不效率的，因為它可以找到更上面 A' 點，所以就這樣來看房地產其實不是好的投資工具，而應該把一部份投資在高風險高報酬上，絕不是全部投注在房地產上，比如債券的投資也不會是全部投注，所以以此而言，房地產並非好投資工具，但是以更大眾角度來說，它並不是純粹以效率前元投資組合來看，它還會加上其他因素比如居住的滿足感。

學生：關於人的資產可以分成房地產與股票，而房地產又可以在分成低報酬低風險或是高報酬高風險，後者如預售屋，前者如成屋，可以作如上分類嗎？

老師：基本上可以買各種型態房屋，如商辦和是小套房等等，但是一般人並非富翁，尤其如同台北房價，幾乎要全部投下去，所以又回到剛剛這張圖的 A 點狀態，並且，這張圖相當基礎卻也重要，該如何找出風險最小點呢？關鍵就在  $\rho$  值，相關係數，並由一階微分函數找出來。

學生：房地產為什麼是低報酬？

老師：基本上低風險高報酬這種東西是不存在的，這也是效率市場所必然的狀態，這些都是相對的，所以相對股票或是期貨等等，因為它是實質資產所風險相對小，再者，風險小所以報酬也會小，不然會不合理，目前台灣房地產卻存在這樣的迷思，認為房地產是低風險高報酬的東西。

學生：若是以高報酬高風險來看，那麼很多人投入購買都更或是畸零地算是此種狀態嗎？

老師：以房地產來說，若是要買都更當然可以，只是一次都要投注進去了，要看所持有的資金額度，而且，通常投注越大資金額度的人會慢慢趨向風險趨避者，而不是最上面這一點風險愛好。

## 貳、房地產學術思潮論文集—不動產決策之演進

### 一、報告者：丁嘉言

討論哲學與典範，摘要上為提升研究領域上的討論，第一部分包含學術學科、應用或是商業準備上的匯集，第二部分的典範，按照空間時間以及金錢的分析，提供整合成為一種架構體系(不動產學域)。

在探討不動產學域上，討論到各種典範，比如財務、財產權、教育，以及獨有的特殊典範，比如最適最好利用、土地使用典範等。

最後提出兩項問題：1. 不動產是否算是一門學域？

2. 不動產實務與知識上的連結，是否都是出自於不動產的哲學與典範的範疇？

### 二、課堂討論

老師：附錄：科學工程與不動產學域需要自行研習並書寫心得。

老師：那麼你的答案呢？

學生：第一個問題我真的覺得是偏向法律系的領域，因為課程結構的設計如此，對於財務研究較少，但是身為地政系學生，仍要承認我們是一個學域。

老師：我們確實從法學院出來，後來到了社科院，有經濟、財政等等，後來英文的系名就是 land economics，所重心放在經濟，但是坦白說我們的經濟是不好的，所以剛談到學域的核心，在我們來說是經濟，但是社會上感覺到比較多的是商學的部分，是財務的部分，尤其在國外，房地產就是在商學院，還是在財務底下的一個分支，原先財務是經濟下的老二，不動產又是財務的老二，當然現在是平行了，但是在台灣目前還是模糊的，因為涉及到多重學門的交織，許多學們都有這個問題，所以一定要探討到核心課程(core course)，這就是你有而別人沒有的，如果沒有核心那怎麼可以說是一個學門呢？這在八零年代有很多爭論，當然現在已經沒有什麼太多爭論了。

老師：經過房地產的學習你有沒有辦法得到超額報酬？

學生：就學歷與能力上，都有可能，至少就學歷上來看就有可能找到好工作。

老師：哲學典範與實務是有意思的，這方面能否給你更多的回饋不光是指錢，但這方面應該是要有的，然而不見得是表面報酬，比如教經濟未必賺大錢，或是商學教股票也未必賺大錢，但是常有人問我是否有投資？所以在房地產七堂課最後我的附錄就希望以此提供一些證明，房地產是非常重實踐的，所以很需要理論跟實務的對話，不像數學、物理學等等。希望大家能夠從這些研讀方面有更多思考與問題。

老師：當中提到哲學與典範，典範是一個大家都遵循的規則，成為了典範才有依尋的目標，從當中也衍伸土地使用的想法，包含空間時間資金的關係，回到第一堂課說明為什麼財務可以從經濟學分出來，房地產可以從財務分出來？因為傳統的知識不足以去應付這方面的所需，比如財務對於傳統經濟都不強調時間有爭議，房地產也需要空間方面的探討，以及空間上使用型態也需要探討，都市計畫就是其中一例，它就是討論空間與使用，比如最近的國有土地，是否要標出？

老師：在土地使用上也涉及到衝突，如果商業用地很賺錢，那麼全部都作商業使用那一定使整個商用地全部低(down)下來，或是工業使用？這個部分靠都市計畫劃定，卻又不是真的隨便一劃，比如劃到住宅區又可以分成豪宅跟普通的差別，又比如最近常出現的商變住，因為商業用地不好賣，它需要用租金回收，所以變更成為住宅區的土地就可直接賣掉，換現金流量，但這又成為現金決定使用，於是又產生一個問題，這土地使用真的是HBU(Highest and Best Use)嗎？這樣會是一個好都市或者什麼樣才是一個好都市的爭論？至少在房地產來說絕對不只是\$，若只是\$，那就是財務，所以都市本質是放在都是經濟與區域科學的連結，回前頭，土地使用就涉及到衝突，因為外部性，這背後又造成公共介入，房地產就是在實務與理論上不斷衝突的平衡，哲學是比較抽象的，但是談到典範就是一個大家會去信仰遵守的東西。

老師：說到目前都市經濟的典範就是永續發展，它本身也是一個價值，所以目前很多期刊當中也是引用價值，在國際當中也是一樣，要如何成為一個好的知識？它需要好幾層的審查濾出來，你們現在需要去努力了解如何行成典範？如何形成知識的金字塔？關於這些需要有更多的認識，但也比較抽象，回到國有土地使用，它當中就涉及到價值或是典範，或是住宅區旁可否蓋垃圾場？為何要有綠帶？這些都是經過長期累積出來的典範，如果沒有這些，則一切都是混亂的，所以在這一切上都經過很多的努力以建立典範，比如屠能圈等等，這當中就有一些是獨特(不同於其他學門)的部分，最就回到我們是否有核心課程？有自己的期刊？這個在台灣是有些問題的，所以我一直希望可以成立房地產系，現在在社科院與商學院也有些爭議。國外大多是研究所，這就是多重學門的整合加上自己的核心，這要回到圖一。

老師：房地產的核心課程，也可以談到估價，至少商學院不教估價，當然其他領域也有估價的方法，它們也有比較收益等等方法，但是我們的估價當中科學成分有多少？在台灣這部分的核心仍然很脆弱，至少在這邊研究所是沒有核心課程的，很多學門都要有核心課程，如不動產經濟學，這要有共識。在估價上我覺得需要有機率分配，因為未來的事情不知道不可能只估一個價格，外來的事情本身就是一個機率。

老師：大家讀文章，必須要讀好幾次，不可能只有讀一次，至少要三次，一次先簡讀，第二次精讀，第三次再簡讀，然後就可以找出問題所在。在閱讀這篇文章很多地方有意思，比方說財產權也是一個典範，所以最大大埔事件才會爆發出來，因為徵收價格上出了問題，它不是正常交易，所以徵收價格補償當然需要高於市價，這當中就有很多不動產的哲學上可以去討論。

## 參、個案分析

### 一、講述者：張金鶚老師

今天要介紹的還沒有蓋好的，當中有台開，他們希望從藝術與創新的角度看不動產，比如花蓮的開心農場就是他們所起，他們傳統上是工業開發所以有地，最近作都更以及新的發展，上月去大陸作台灣館，裡頭談到綠建築，需要符合當地的生態地景以及氣候人文等，另外，台開也希望作科技化的部分，將住宅與高科技結合，比如陽光陰影與光合設計窗簾，科技與不動產結合這方面不錯，科技到人文到環保到永續是不錯的。

另外一個是冠德，雖然沒有得標，但設計理念很好，看他們如何跟歷史與現代結合，所以房地產切勿只有\$，大家也可以看看日本住宅改造王去體會。

在萬華，這個模型還沒成型，當中的中間中庭，旁邊有水，要營造一個意向，因為以前萬華水是可以進來的，現在是冠德，旁邊有個書院，並跟天下合作，萬華的老舊，必須要強調跟歷史的縫合，並在當中的綠色小徑變成教育場所也是不錯的概念，目前也強調退縮的開放空間，再看他的PPT檔案。

他們當初是跟李祖源建築師合作，大致上冠德的案子算是不錯，主要強調過去現在未來，要講故事，這就是要縫合，包含七大主題，都市基地文憑，因為中華電信機房無需要使用而生此案，當中有水的意象，就是因為以往的水運，配合拱門走廊，跟以往的歷史也有結合，西邊藝術廣場以及東邊的綠色小徑配合中庭格局，但是因為有基地台要賣到好價是一個挑戰。

作了一些市場分析，自建自售、銷設策略、SWOT分析，最後得標者也是因為中華電信可以得到最大的利潤，身為委員不是很滿意。

台開目前有兩個案子已經快成型，他們請丹麥的一些建築師設計，強調綠建築，吉安公社他的設計上就是斜屋頂，雖然未成型，但是台灣很需要這些想像力的建築，這邊原先是工業區的地。

第二個案子也是花蓮，是圓樓，也是世界遺產，在福建，目前已經在申請建造了，這就是一個現代化的造型，典型傳統古典與現代五星級飯店的結合。

第三個金門 BOT 案，目前在機場旁作了一個展覽館，他把戰地迷彩運用在其中，也是綠建築。這個新竹的案子也還在成型中，主要是強調風向，要作大風車在這裡面，也是綠建築的商標。下一個這個部分設計上相當前衛有趣，是一個科技園區，是一個現代科技的立方體，可以一直走上去，整個牆面也都可以打 LED 燈，一路上可以上到頂，早期在紐約也有一個美術館如此。

下一個是台北站，再下一個是華山，基本上是創造一些不規則的基本概念。

## 二、課堂討論

學生：建築與營造是否為房地產領域？

老師：營造是為了實現建築，建築就是設計，這本身也是在房地產的一環沒錯。

老師：時間關係，大家有什麼想法？房地產需要有創意，像歐洲，很多傳統跟現代的結合，造型跟綠建築，所以才能造出好的產品，有些是實際的，有些是虛幻的，也可以看看現在有哪些缺失。