

房地產投資與決策分析第五次上課紀錄

時間：2010/10/11(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：廖庭萱

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、林逸杰、楊之寧、吳孟臻、李展豪、梁劭仔

壹、房地產投資策略與步驟

一、報告者：郭哲瑋

首先介紹第一個部分，在緒論中介紹投資之架構、成功策略之考慮因素，成功策略的考慮因素包含可能作投資(外部環境)、應該作投資(個人資源)、要去做投資(個人價值)。第二部分介紹房地產投資十步驟以及房地產投資的利潤來源，十步驟分別為 1. 決定投資策略、2. 找尋各種投資方案、3. 利用簡單財務模型、4. 與賣主協商基本條件、5. 可行性研究、6. 稅賦考慮、7. 現金流量財務分析、8. 協商及交易手續、9. 經營房地產、10. 房地產結束經營；至於利潤來源則包含房地產本身增值、經營中獲取利潤、貸款中獲取利潤、稅捐抵扣獲取利潤。第三部分說明房地產投資十步驟的第一步——「決定投資策略」的各種要素，包含投資哲學、投資目標及準則、投資計畫及政策、初步過濾準則。(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：你覺得自己的投資哲學是什麼？教科書給了一些架構，之後要開始做個案，希望大家可以把很多想法放進去，課本上所說的也不一定能完全 fit，要怎麼去 modify，重點是架構跟實際的案例要怎麼發生對話。我想今天的重點會放在投資哲學的上面，上禮拜我講過，任何投資沒有心中之尺的話，就沒辦法做投資，變成人云亦云，沒辦法下決定，這麼貴的東西顯然要非常審慎，自己如果沒有想法的話就沒辦法找到解法，絕對要作很多功課。每個人的投資哲學也不會一樣的，條件背景都不同，怎樣建立自己的想法，且檢視想法能不能落實、幫你作決策。

哲瑋：我不喜歡太大的風險，我也不喜歡放太多的資金在投資上面。如果今天我要去投資房地產，應該是我的投資哲學改變了之後，才有可能去投資房地產。

老師：所以你說你不會投資房地產？學房地產的人應該比大家有更多的優勢，去從房地產獲取利潤，如果沒辦法用自己的專業，獲取較多利潤，那讀房地產要作什麼呢？這部分大家可以再去想看看，或許也會隨著階段性去調整改變。

老師：房地產是好的投資標的嗎？

哲瑋：我覺得其實還是看每個人的資源，對我來說，房地產不是好的投資標的，因為太貴了。

老師：如果是認為太貴了，不是好的投資標的，還算make sense。那你比較喜歡那一種投資類型呢？

哲瑋：如果是要自住兼投資，我可能會選擇新成屋，可能自己想要先住新的。

老師：可是新成屋比中古屋還貴... 這個東西也是在檢視投資哲學有沒有矛盾，大家要檢視一下，投資哲學是否有不一致或是矛盾的地方。

哲瑋：剛剛是以自住兼投資的角度，會選擇新成屋。可是如果是單純想要出租，應該會選擇中古屋，因為覺得稍微裝潢應該還不錯，價格比較便宜，至於法拍屋，感覺風險比較大，比較不會考慮。

哲瑋：至於投資策略的考慮因素，我個人覺得大環境是最重要的，如果是一個適合的環境，投資獲利的機會是比較大的。

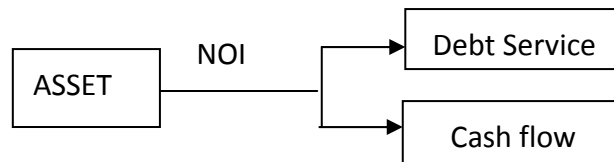
老師：可是如果自己沒有錢，那大環境好的話，你會借錢去投資嗎？這跟剛剛的講法有點不一致？

哲瑋：因為我覺得都還蠻重要的，如果要作相對的比較話，我認為是大環境。

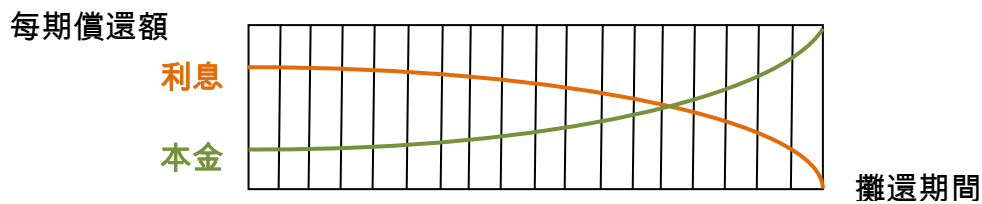
哲瑋：至於投資主要的利潤當中，其他的利潤回本速度可能比較慢，我還是偏好藉由房地產本身的增值來獲利。

老師：剛剛提到，房地產本身的獲利來源主要有四種，包括房地產本身增值、經營中的利潤、貸款中獲利、稅賦抵扣。其實貸款中的獲利，第一個概念是貸款利息可以抵扣，這一部分也是跟稅有關係。大家曉得買房子的人，付貸款的部分可以抵扣，租房子的人，租金部分也可以抵扣。不過另外一個重點是在講，今天你有錢買房子，用全部自有資金買房子，跟用銀行借錢買房子，哪個賺的錢多？如果賺錢是全部都用自己的錢的話，其實不算本領；用別人的錢賺自己的錢就算本領，當然剛剛提到，如果可以借錢，自己的錢就可以拿去做其他投資，但是也要想想其他的投資真的好嗎？如果今天可以找到更好的標的物，應該拿錢去投資那個標的，你就不會去投資房地產。之前也講過，房地產投資的特色是合夥投資，借錢來投資，在其他標的，如果純粹為了投資而借錢，相對風險也很高，就像有人會借錢去賭博，那是很可怕的，也有人會借錢去投資股票，也會覺得風險稍微大了一點。

老師：課本上講到貸款中獲取利潤，另外一個部分，不知道大家懂不懂，上次講到這個圖(見下圖)，當你的 $NOI = Debt Service$ ，代表租金淨收入可以付房貸，你要付給銀行房貸還是付給房東的租金，有些人認為付租金不如付房貸，因為將來房子是自己的，而這時候的 $cash\ flow = 0$ ，因為全部都拿去還款了。這麼簡單的 model 在國外是不會被接受的，因為你的現金流量是 0，等於投入這麼多錢，卻沒辦法拿到回收。



老師：回到剛剛講的貸款，本利均等攤還的意思是每一期還的一樣，前面期數是還利息比較多，本金還得少，後面則是本金還得多，利息還得比較少，這樣就叫做 amortization。假設總共要還五百萬，還了五年，每期還十萬，裡面有一部分是利息，一部分是本金，從前面的圖看起來好像沒有 cash flow，因為全部都還給銀行的貸款了，但實際已經還了五十萬，五年後只欠銀行四百五十萬，等於只是把 debt service 裡面的錢，先借放在銀行裡面，每期還一點本利，等到逐年償還之後，欠的錢就越來越少，這整個意思是在說，其實在過程之中，cash flow 不完全是 0，只是在過程之中還沒有 put into your pocket，放在銀行那邊，這部分的錢在算現金流量的時候，通常會忽略掉，直到最後處分的時候，就要把它加進來，實現資本利得後才算數。我們在講房地產投資，從貸款中獲取利潤，聽起來有點複雜，同學可以再想想。



老師：來問問大家的投資哲學如何？認為哪幾個是最關鍵的？我強調這些東西是要變成一個系統，具有一致性，建立出心中之尺，幫助你投資的時候覺得 comfortable、很坦然，而非作決策的時候覺得不知所措，希望大家想一想，未來面對問題的時候，怎麼找到答案。

老師：投資哲學的目的，是幫助你過濾案子，市面上的案子很多，如何篩選標的物，而不是看到哪個標的物，就把它抓來，我們假設，今天有一些高雄的案子，你會去買嗎？你如何下判斷的？如果建立了投資哲學就可以幫助你去省下一些力氣。

老師：先來談談房子的投資跟消費的比例，大家如何配置，根據大部份人的印象，投資跟消費的比例約為 7:3，投資為主、消費為輔，這就是房地產的特別之處，如果股票的話就不需要考慮。當然這個比例的分配，在整個生命週期可能會不太一樣。

逸杰：第一個步驟應該是讓自己進階到有能力投資，再來考慮要選哪區域的房子；投資類型的話，我應該會選擇屋主自己賣的房子，不會去仲介那邊看，這樣買賣雙方都可以省下仲介費；至於投資型態，預售屋利潤最高，又可

以避稅，如果施工期間慢慢繳費，中途想要賣掉還可以脫手，感覺財務槓桿最大，獲利機率高；再來是自住跟消費的考量，我會先以自己住的品質為考量，會先選擇面山的房子，景觀比較好。

老師：每個人的投資哲學可能是主觀的，有的人是依照自己的經驗，建立一套投資哲學，投資哲學想法的背後有沒有衝突矛盾，也可以再想想。

嘉言：我會認為首先要選擇熟悉的環境，價格比較能夠掌握，不會隨仲介開價而浮動；再來是這個熟悉的環境，就算不能獲利，也可以轉為長期投資或消費使用。

老師：這點我是贊同的，以產品類型來講，像也許不熟悉高爾夫球場，那就不會跑去投資；從區位來看，如果你平常不在高雄，可能就不會選擇高雄的標的。

老師：課本也有寫到一些，像是 Peter Lynch 就說投資永遠不嫌早，投資也永遠不嫌晚。舉個例子，投資永遠不嫌早，有人說給小孩一雙 NIKE 球鞋，不如給他一雙 NIKE 股票，隱含著早點學習投資這件事，盡量給他投資財，而不是消費財，不過這是純粹是從投資觀點，如果從消費角度，或是消費兼投資的角度來看，又是如何？這也許就是房地產的迷人之處。

老師：若是無法建立自己的投資哲學，則很容易人云亦云。前面兩位同學說的，能力確實是一個核心，先了解自己有多少能耐，再把投資哲學想清楚，投資哲學如果沒想清楚，千萬不要進市場。

老師：去年一直在推以房養老，我的投資哲學之一是 $NPV=0$ ，就是這輩子賺的都這輩子花完；可是我又希望能夠在宅老化，希望我老的時候不要去養老院，所以以房養老這個概念可以符合這兩個投資哲學，如果社會上都有這樣想法的話，那這個案子就比較有可能被接受。

老師：希望大家把市場的想法跟你的想法作一些對話，多一點思考。

貳、房地產學術思潮論文集—房地產是否有一中心主體知識

一、報告者：林逸杰

說明房地產在學術上的地位，過去房地產學術的發展較慢，主要的原因可歸納為：缺乏理論基礎、政治上的爭議、資金的缺乏、課程教材較不嚴謹、博士班不動產教育的困境。文章中也提及房地產學術中可分離主體思想的概念，並探討房地產在大專院校內之學術地位。（詳見投影片）

二、課堂討論

老師：蠻有意思的，同學本身在實務界，有一些實務上的感觸，再回來念書可能就有比較大的衝擊。

老師：這篇 paper 在 1990 年代初期所寫的，前面這幾篇也都有在討論房地產的中心主體知識為何，當初在美國，學界都在 argue 房地產有沒有中心主體知

識，房地產的很多主要的知識來源其實是從商學院的財管系分出來的，在分離過程中也遭受到很多政治排擠，大家會覺得到底房地產該不該獨立出來。剛然從現在來看過去的發展，其實都已經是過眼雲煙了，基本上房地產站穩了浪頭，或者說房地產已經有相當多的學術期刊、研究人力、研究經費、研究案例等等，這是毋庸置疑，現在美國已經有兩個主要房地產學會，分別是AREUEA、ARES，兩者各有所長，而從現在台灣的角度來看，都值得我們再去反省，學界的反省是很重要的，反省如何調整核心課程，與其他領域產生更多的競爭，受到社會大眾的肯定與成長等等，都是要再去努力。

老師：的確現在大家比較傾向利字頭上一把刀，或是只講投資、投資、投資，當然這有可能是比較本末倒置的困境，怎樣去達到比較健康的均衡點，讓房地產的發展比較好。我們看歐美一些發展比較早的國家，雖然房地產還是有炒作，但可以看到至少都已經有一些比較好的遊戲規則，這一部分身為學者，我認為在房地產的理論跟實務的對話，都有很多討論空間。

老師：房地產的中心主體知識到底是什麼？之前我們講multi-disciplines，多重的領域，越是多重，就沒有核心，如果沒有核心，就很容易被取代，誰都可以作。至少在實務上，好像是誰都可以作；學界方面，地政系到底是不是房地產系，這也是一個被挑戰的地方，學術方面有時候也會受到一些政治因素干擾，在各個學院當中擺不平，很難去講清楚說明白。以房地產的打房來講，如果專業擺中間，政治擺兩旁，那實行起來會有效得多；政治擺中間，專業擺兩旁的時候，事情就比較難辦了。

老師：回到專業知識，很多人會講財務部分，房地產是大筆的資金週轉，所以財務是其中的核心之一。但是顯然除了財務之外，房地產還有空間，從空間的角度來看，兩個東西會產生出來，一個是location，也就是土地，另一個是上面的房子，去跟純粹財務之間的連結。房子過去來講是建築系與土木系、營造方面，但是台灣是地少人多，所以土地變成一個很重要的因素，可以看到現在從板橋、新莊一路炒，如何掌握土地變成一個關鍵。在國外的話，土地取得不難，可開發地多；在台灣，尤其就業機會集中在北部，土地就變成核心，即使懂財務的人，有可能也會買不到地。

老師：所以我認為目前台灣的房地產中心主體知識是土地，這也是現在地政系看起來可能比較有發言權的原因，可是也要想想學土地的人真的對土地了解嗎？是否掌握了土地的發言權：買得到地？可以解決土地的疑難雜症？可以創造出highest and best use？這些部分都要再去反省檢討。

老師：房地產基本上是一個多核心領域，所以都是國外都是設立在graduate school，不會設立在大學部，都市計畫也是相同的道理，放在graduate，比較具備綜合能力。

老師：再強調一次，房地產跟其他領域的不同，我講的是產品、產品、產品，如何去判別好產品，對產品有足夠的認識能力，地政系、財管系、建築系都

擁有部分的 main body，但又不是全貌，目前為止都無法完全 take over，沒有一個比較完整的學程可以去涵蓋這些知識。

老師：以台灣來講，技職體系裡面，屏商、崑山都有相關科系，但是比較偏實務導向，較少學術導向，這是比較可惜的。大家可以想想，未來如何在房地產界占領一席之地，剛剛投影片裡面有一個實務上由廣義至狹義的學習路線，實務界有一些建商老闆的確是照這樣子的脈絡在走，他們不是從專業領域出來的，大部分是因為家庭背景或一些原因踏入這個領域，從實務中去學習；反過來講，你們現在是從大學部、研究所，進入到市場，未來期待大家從專業的養成教育過程中出來，可以得到還不錯的 rewards，也可以產出一些足以讓使用者肯定的產品。

曉瑞：我們學房地產的中心主體是什麼？

老師：在台灣來講，土地跟財務這兩部分是重要的，當然產品的部分，學建築的也是蠻重要，從不同的角度出發，各有所長，因此房地產大致上還是一個多領域，想一想 unique 是什麼，時間加空間是房地產的特色，每個人從不同的角度來出發，現在的關鍵是如何有更多的整合機會。在知識體的形成之中，在社會科學之中，case study 是很重要的，比較典型的例子是哈佛的商學院，case study 很重要，累積出理論跟實務的對話，提煉出一些不同的東西。如果在實務界打滾過一陣子，可能就比較容易知道欠缺的是什麼，這也是我不斷請大家多作一些 case study 的原因。

哲瑋：老師覺得房地產研究所應該偏在社科院還是商學院？

老師：其實我覺得偏向哪個學院不是那麼重要，重要的應該是 core course 是什麼，應該受哪些訓練，其實我曾經跟校長建議，可以成立跨學院的研究所。如果今天可以成立一個跨雙學院的研究所，可能也可以有不同的特色，如何創造出台灣不動產的研究特色才是重點所在。

參、文獻導讀—Real Estate Market Efficiency: Issues and Evidence

一、報告者：黃國榮(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：這一篇之所以給大家看的目的，是試圖幫大家奠基一些基礎，讓大家感受到學術界是關注哪些東西。為什麼要關注討論房地產是不是效率市場呢，理由何在？在討論之中我們都想要對未來有些了解掌握，在預測掌握的過程，都是奠基在效率市場的假設下，所以如果市場沒有效率，要作什麼修正，那就要注意房地產市場跟一般市場有什麼差別，傳統的市場都是建立在效率市場假說，為什麼房地產市場要特別討論Fama的假說？當然我們關心的是，國外這些實證的累積，放到台灣來講又是如何。

老師：在台灣來講，你覺得我們的商辦、REITs 就比較有效率嗎？資訊有沒有充分反映出來，資訊的真真假假，大概是台灣第一個面臨的問題，看到各種

數資訊，調查的嚴謹度如何，產生出來是不是有樣本偏誤，這些資訊導引出來的結果也會影響市場上的效率程度。我們在作一些研究計畫的時候，每個禮拜剪報紙新聞，評估訊息要給哭臉笑臉、正面負面，還是這些訊息隱含著一些扭曲，得到的判斷也可能會失準。

嘉言：如果市場上是弱式效率的話，是不是意味風險的處理也有比較寬裕的空間，因為反應得比較慢？

老師：我講一個最典型的例子，不動產的證券化裡面有一檔—國泰一號，裡面有一棟標的是喜來登，喜來登發生大火，預期第二天國泰一號應該會下跌，結果隔天國泰一號不動，意思是說大部分的人其實不知道喜來登是國泰一號，隱含很多資訊大家不充分了解，資訊反應其實蠻慢的。不過反應慢不代表風險的大小，只是即時性的問題。

嘉言：認為可以比較慢的去處理，相較於股票市場可能是比較即時性的。

老師：就是還有一點時間，這背後也隱含大家都知道房價要漲要跌可能是比較慢的，漲相對來講會比較快，跌相對來說是比較慢，呈現短期大漲、長期小回，不是一個對稱的現象。

老師：我們的資訊在某種程度其實是time-lag，最近公布住宅需求，上半年房價所得比，台北市是10.87倍，貸款負擔率四成多，這些都是經過長期調查、討論檢定才公布的；民間可能常公布一些訊息，非常即時，但可能調查方法有問題，又藉由置入性行銷傳達這些印象給消費者。

老師：大家應該大致上同意，在台灣，房地產市場是相對沒有效率的，算是弱式效率，資訊沒有充分被傳達。最近覺得市場上其實是受到一些真假混淆的資訊，資訊變得混亂，處於混沌的狀態下，就較難掌握市場究竟是如何，對於資訊的即時性跟真實性，加以判斷是必要的。

老師：效率越強，風險越大還越小？效率跟風險有沒有關係？

嘉言：效率跟風險應該沒有絕對關係，有些時候效率很大，風險不一定大或小。

老師：所以效率只是代表反應的速度快慢，有效率的話就會馬上反應出來，從過去的訊息可以反應市場的預測，代表效率比較好，風險則是在講波動程度。

曉瑞：反應速度快就等於有效率嗎？例如股票市場可能有一點風吹草動，就造成很大的跌幅漲幅。還是效率有另外一種可能性的定義，是代表資源被充分的配置運用？

老師：這裡就要看效率的定義，在這邊效率的定義是代表資訊的未來預測能力，現在的問題就是我們對過去資訊的反應能力，能不能在未來得到一個相呼應的關係，我們的關鍵是對於未來有多少的掌握能力，如果前提條件受到一些挑戰，那對未來的結果也應該抱著某種程度的保留跟質疑。

老師：股票市場相對於房地產市場，預測能力應該是比較強的，其中一個重要的理由是股票市場有更多訊息的提供，更多的分析師、法人機構在裡面，加強很多分析能力，文獻中認為不動產證券化會比較有效率，因為資訊每天會提供出來，也有很多分析師會參與，我們都希望市場更有效率。台灣房

地產市場是擴短縮長，好日子很短，苦日子很長，就是沒有效率，相較於國外是擴長縮短，台灣最沒有效率的地方就是資訊不透明不健全，也就是我們長期呼籲應該要有公開透明的資訊，否則大家都隨便猜，也就有人可以去操弄，從來沒看過哪些國家報紙有那麼多房地產的廣告。如果是效率市場的話，資源應該是正確配置才對，現在有這麼多的空餘屋可以看出其實不是效率市場，資訊呈現不對稱的情況，希望可以往效率市場的目標去努力，所以一直去公布指數、景氣動向季報，藉由這種方式來增進市場效率，如何讓資源更充分的利用，不要浪費資源，也是效率市場該達到的。

宗炘：最近e點通的網站有公布價格，不過資料來源是來自聯徵中心，價格應該會比市價再高一點，這個資訊雖然大家查得到，但是比較落後的資訊，其他的指數也是比較晚的資訊，變成無法反映即時的資訊，國外則有網站可以查到比較即時的資訊。

老師：在幾次的開會曾經要求用真實價格登記，修改土地登記規則，目前的土地登記規則是用公告現值登記，不過目前還是不敢或是不願意。

嘉言：一旦登記了之後登記人員就要負責任，需要有審查來源。

老師：房貸資料呢？買賣時簽訂的契約也沒有相關罰則規範，契約簽訂後牽涉到稅的問題，稅制上也是原因之一，核心還是往PROPERTY TAX去走，實際上買賣的時候，沒有土地跟房屋分離的買賣，所以很難去討論土地價格跟房屋價格，會有其盲點存在。其實聯徵中心的價格也不是真實的交易價格，只是契約價格，不過是盡量努力去朝向較真實的資訊，基本上，還是希望除了聯徵中心以外，要求各家仲介也要提供，有好幾個訊息可以交叉比對，讓大家來作判斷，盡量往比較有效率的方向去走。

老師：不同的地區別，效率市場也有差異，台北的市場是相對有效率，中部南部相對較少，東部又更少，如果沒有去改善的話，市場處在配置扭曲的狀態，空餘屋這麼多，就牽涉到市場是不效率的，量的資訊方面，存量是不清楚的，現在市場上究竟空屋餘屋多少，也是很難估算的。有些國家建立了一個集中市場，這樣也可能是比較有效率的，像澳洲建立了一個拍賣市場，我們台灣的拍賣市場是檸檬市場，是比較沒有效率的，怎樣建構更多市場機制去提升市場效率，是很重要的，REITs 原本是預期可以提升市場效率的一種方式，可惜現在的規模很小，很多訊息無法反映出來。

老師：大家可以試圖多提出問題，回答一些問題！