

房地產投資與決策分析第六次上課紀錄

時間：2010/10/18(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：黎佳貞

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、房地產的交易協商、經營管理與結束處分

一、報告者：黎佳貞

討論房地產的三個過程：交易協商、經營管理及結束處分。首先談到交易協商的事前準備、交易協商進行的過程以及交易協商的關鍵是什麼。在經營管理的部分則談論經營管理的方式，是自行經營或者委託專業管理公司，其優缺點之差異，並討論專業管理公司應有的管理事項，如房屋的維修計畫、財務紀錄、房客挑選等，以及專業管理者的選任及評估方法如實質環境的管理狀況、與房客關係狀況、學經歷狀況等。最後談到處分的決策及方式，處分決策是指影響可能出售的因素如市場情況、經營管理情況、稅後利得等。處分方式則分為三種，一是出售方式，如出售、條件式出售、售後租回等。一是非出售方式，如捐贈、交換、贈與等。第三種方式則為非自願性處分，如政府徵收、法院拍賣等。(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：這一章剛好是三個部分，剛好在整個房地產的過程中三個最後的必經的過程。你經過很多財務分析、市場分析之後，最後你決定要買了。在買那剎那，你要怎麼樣要跟人家協商？你們協商經驗如何？協商背後是個賽局(game)買方和賣方，你要了解知己知彼，才能百戰百勝。協商要怎麼準備？協商之前的準備跟協商過程中的準備，到最後達到甚麼目標，當然協商可能破局。協商的過程中，你知不知道可以省多少錢，就看你會不會協商。我記得以前有個研究生，專門在寫一個 paper，寫買房子最後臨門一腳，他寫很多故事協商的故事，這個也是有趣的一種講法。

老師：協商完了之後就買到房子，之後就經營管理。經營管理是另外一個 subject，經營管理未來他可能是一個房市的主流。買房子容易，住房子難。經營管理背後衍伸到，所有東西都有理論跟實務兩塊的事情，經營管理那些理論衍伸出代理問題，因為你要委託不委託，代理跟不代理，或者這裡面道德風險上的問題。經營管理的績效如何衡量等。

老師：在最近很熱門是社會住宅，社會住宅的觀念是甚麼？經營管理才是關鍵。現在整個出租住宅不足，其實經營管理的問題才是核心。因為沒辦法住得

很好的情況下，只好去買房子，如果可以提供很好的租賃經營管理的服務的話，也不見得要買房子。經營管理這一塊在實務上其實有很多，像包租公、包租婆、最近流行的日租型的房子，都是現在實務上所必須可以去來 argue 討論的。

老師：最後討論結束處分，那又更有意思。會買房子，不見得會賺錢，買進賣出才賺錢。處分這件事情是講現在是買點還是賣點，買好的買點就不是好的賣點。即使決定賣點，賣點有好幾種賣法，現在最流行是 sell and lease back，就是賣掉後租回，如果現在市場上真的很好的賣點，可是我覺得我經營得不錯，那賣掉再租回來，賣掉可以得到資本利得，經營還可以獲利，等到以後市場上不好再去買回來。sell and lease back 可以很多引申，如以房養老就是 sell and lease back，因為我已經老了，我最後要 NPV=0，所以我要 sell and lease back，在宅老化。

老師：現在最流行另外一個最大 argue 是土地徵收，非自願性這一塊。最近在討論說徵收條例要改，希望改成市價徵收，市價徵收對不對？好不好？這牽涉到理論跟實務。從實務上講現在不是用市價徵收，是用公告現值加成，那其實更不合理，因為是非自願性的，自願性的話你才用市價，非自願性也市價當然不通。假設我房子是 1000 萬好了，你要用 1000 萬徵收，我可以不賣給你，因為我不想買，因為這是我祖先留下來的，因為這我有感情，因為我現在不需要賣。除非沒有賣不出去的東西，只有賣不出去的價格，如果可以 offer 更好的價格，使得被徵收的人心甘情願，就不會有民怨，就不會有大埔事件。政府可不可以隨便行使公權力，若徵收代價是比較高的，就會資源有效配置，不像大埔事件。

老師：苗栗縣政府要徵收那地給友達，政府花公權力徵收便宜價格，給友達做高科技廠，為了要扶持工業而犧牲，犧牲的到底是政府的代價，還是我們的代價？不但犧牲政府的代價，還犧牲人民的代價。如果友達要花更多的錢來徵收資源的配置才不會濫用。現在整個國家的工業區開發很多閒置浪費，還要 006688 專案，這個不是很荒唐嗎？

老師：上禮拜剛好逸杰寫了一個理論與實務執行的一個心得，我覺得也不錯，他說房地產界最常見的是學界講理論的，好像是象牙塔，實務界的人是講經驗的，政府是做決策政策，其實三個方面大家都互不信賴，就像都市更新一樣，這樣的話我們的房地產市場是不會好的。房地產界其實很不科學，如果一個學門很不科學，沒有學術基礎，沒有 R&D 的話，這個領域永遠在手工藝製造，沒有辦法變成 high-tech，我們都希望我們在決策上是有 science，你有沒有真的感受到房地產這樣的 weakness？我們怎麼樣去補充？怎麼樣子理論跟實務對話是一個好的 dialogue，大家可以學到的東西千萬不要彼此不相信。

老師：好，自己回答甚麼是協商最關鍵的？

佳貞：我覺得是態度，不可以把自己的地位降低，要使雙方在對等的地位上，才

會彼此尊重，協商才容易成功。

老師：協商的關鍵是知己知彼，如早期的孫子兵法講的，如何從逆境中得到你要的，如何了解雙方的想法。房地產的協商最主要是談價格，價格是說你的底價如何不被猜到，是 game 的意思，就像撲克牌一翻兩瞪眼，如何猜測底牌的邏輯、兩岸的協商及各種賭局的遊戲，如何應用在房地產協商？

老師：好的管理維護有哪些？

佳貞：最基本的是基本設施維護，生活管理也應具備，還有資產管理會更好一點。

老師：目前物業管理包含建物管理、生活管理和資產管理，最高境界是資產管理，可是我在意的是生活管理。基本的建物管理做好是很重要的，不過你第一個要面對到就是委外或不委外的問題，或委外到甚麼程度。代理與再代理，一般物業管理是每人代理給管委會，管委會再找物業管理公司，變成複代理，到底效果如何？如何處理其中的問題？

老師：不動產何種方式處分？

佳貞：因為我還沒有不動產，所以我也不太知道。

老師：現在看起來只有賣掉一途。我也想過我的幾棟房子要如何處理，一個要以房養老，目前有三種方式，一是逆向貸款，另一個是售後租回，第三個是捐贈給社福團體。我未來說不定走捐贈這條路。捐贈不只是社會福利而已，捐贈後它可以給我 total services，還可照顧我晚年的生活。不論如何，你有很多實驗的方式，讓你的資產當作更好的宣示性效果。

逸杰：經營管理的資產管理部分，它的利潤其實還滿低的，可能只是定存利潤再加一點點而已。假如房子委託給管理者，管理者再租出去，其實利潤並不高。

老師：現在看起來當然不高。房子好像在買賣獲利，經營中獲利是有限的。台灣的情況是，自己投資、自己經營、自己經營獲利，現在問題是規模經濟，如果有規模經濟，包租公、包租婆是可以做得很好的。兩年前幫台北市政府研究公有資產活化，光是現在的國宅台北市大概有幾百戶，管理很沒有效率，政府花很大力氣又做不出來。現在台中、台北也有一兩個資產管理公司願意全部包下來，有點類似 OT，得到效果不錯，它長期經營達到一定規模。如果做好經營管理的規模經濟的話，光是以房養老，如果真的做大的話，規模經濟很大，當然要做物業管理公司。未來不動產的資產管理公司或物業管理公司資產管理，到最後還要提升資產的價值，這是很重要的不只是在收房租租金、空置率減少而已，裡面還有很多可以討論的，多去想一想。

貳、房地產學術思潮論文集—荒野與美景之價格

一、報告者：賴宗炘

討論荒野地如何適當估價。荒野地是估價上特別的案例，由於交易案例

少，以及其價值的特殊性，即其價值並非僅是其地上物的價值，仍包含其所擁有的環境的價值。由於風景環境的價值較為主觀，如何透過估價方式或統計方法等研究，研擬出適合荒野地之估價方法，並提供客觀的荒野地價格估計為本文所探討。文中作者也提供一些方法，如實際觀察，並利用問卷方式以及 GIS 等資料庫，試圖運用較科學化之方式以評斷荒野地此種具有高度主觀性的土地價值以及相關討論。（詳見投影片）

二、課堂討論

老師：有沒有不同的 comments？

嘉言：這好像現在是現在農業發展條例那種一個農地，然後建地十分之一，這會不會跟這有類似的情況？荒野地木材有一部份可以出售，其他部分可以保留，到時候我們估農地時，也是看房子的價值去估價，感覺很像這種東西。

老師：今天這比較特別，估的叫荒野地不像估房子有很多交易案例，這也沒甚麼成本法或收益法。荒野到底值多少錢？風景美值多少錢？我記得我以前看過一篇 paper：到底景觀值多少錢？要去把它分離開來才能去 willing to pay。從估價的角度，假設是國家公園或荒野地，國家要保留起來，裡面私人地主不可以要賣，則要補償補償多少錢？樹價值多少？過去早期流行溼地保育，1990 年代的一些 paper，對現在台灣來講還滿有啟發性的。那時有位曾明遜學長以溼地如何估價作為博士論文題目，當時他是用照相的之後做大量的問卷。收成門票還原回去也是種講法。

老師：這裡面牽涉到主觀、客觀的問題，在估價裡碰到的最大問題是太過主觀，但他至少把主觀盡量放到客觀上，比算木材好。過去估價或是徵收時，就算農地上一顆一顆多少錢，這顯然不合理，因為美的這件事情一根一根拿起來就沒甚麼價值了。荒野地本來不值錢，裡面提到其中有多特殊多美，每個人的主觀不同，透過很多人的主觀就是客觀？當然可以說 highest and best use，從開發商來講，整個劃平可以蓋棟大樓，但假設在法令下他要做荒野地就不值錢？事實上文化加歷史價值那個東西你很難講。回到古蹟的容積移轉也是，但是這個背後的科學性都不夠，從估價角度來看如何讓它更合理的估價，慢慢的越合理越合理的方式。

老師：它把地切成一小塊一小塊，兩相比較或與其他地方比較小塊，當然也有盲點，小塊放大就是大塊？不是。可是荒野地那麼一大片，它如何切割開來？用 GIS、空間資料庫做各種比對討論，每一個 similar 的比較，邏輯上這還不夠好，現在可以更多細緻討論。

老師：現在都牽涉到永續發展，如果沒有把它做更多整合科學化分析的話，永續是永續不起來的。台灣目前的確面對到很多這樣的問題，很多問題的背後，估價界或房地產界到底貢獻了甚麼？我們能不能貢獻些東西讓這裡面有平衡點出現，特別對地主補償的這件事情是需要合理的。

曉瑞：剛剛提到荒野地估價的部分，如果找不同的人去主觀評斷的話，做出來的結果一定是每個人不同的看法，我覺得這地方會有問題。每個人的看法是

不一樣，有高有低，所有人加總起來的結果只是所有人對於荒野底的願付價格，只會形成一條需求曲線，不是它的市場價格，應該要配合供給曲線。荒野地可能比較特殊，如果要計算它的真實價格的話，可能還要加上地主對於市場的願付價格，中間還有議價成本，就是交易成本，其真實價格可能要計入各種不同的交易成本，所以說加入供給曲線或交易成本的概念可能會比較科學化一點。

老師：這也不壞，不過裡面有太多改進空間，有沒有更好的資料或是改進的方法，我覺得大家可以想想看。特別面對現在很多的環保生態的爭議，其背後也是價格。合理的價格本來就很難得到，特別這個例子它沒有市場，現在有很多計算方法，這只是方法之一，也可以從交易成本加上討論。

逸杰：剛剛說荒野地估價是用比較法比較多，那是不是可以用還原法，像薰衣草森林，有很漂亮的風景，大家到那裏消費，還有北橫的一些高山，其本身的可能沒有甚麼價值，如果用還原法，餐廳的收益是風景的經濟來源，估出來價值就整個提高了，或者像古蹟方面，假如因為一些經濟效益估價可以將古蹟估高一點，它資產可以活化，大家就不會去拆了。是不是他創造的價值再還原回去可能是估價方式之一？

老師：我想是有。

宗炘：逸杰說的是第一種遊憩用的，但它的前提是它是荒野地不能開發。當然也是可以假設其為遊憩用，看他每年收益有多少，但估出來可能就不完全是荒野地的價格。

老師：值多少錢，就看政府賦予你開發的強度，本來是荒野地，現在可以開發，在山坡地上蓋餐廳，餐廳合不合法也是個問題。怎樣在合法下合理的補償，非自願時候要市價再加乘，市價加乘在台灣還沒有，這個概念其實是不對的，日本現在就是市價加成的概念，所以被徵收地主很高興，當然先要把市價找出來，是在法律制度下的市價。都市更新現在為什麼擺不平，就是違建價值認知上不同，所以權利變換時最頭痛的就是頂樓跟一樓，當然我們也要建立一套好的估價模式，讓大家可以同意透過這些現代的資料庫或方法，讓它更多點科學性，其實也就是我們想要改善的空間。

參、文獻導讀—Economics of Brokerage :An Overview

一、報告者：陳相甫

本篇討論房仲經紀業的概況。首先講述資源分配與經紀業的關係，包含經紀業所分配到的資源，以及經紀業可能改變交易者的搜尋行為的討論。接著談論經紀業對房價的影響，可能會產生賣價更高、降低成交機會、更高的佣金以及降低獲得佣金的成本的情形，使得賣方提高價格，影響房價。經紀業的佣金結構包含出售價格的部分、房屋出售的固定費用以及售價減去賣方的價格的部分。接著提到聯賣服務系統(MLS)的特色、優點及

其中存在著的道德風險，也提出相關建議。在經紀業中存在著共謀行為，對於交易市場上以及 MLS 雖有影響，但是 MLS 仍有其存在的必要性。最後則談到房地產市場中”dealer”的存在與否，以及 MLS 的政策意涵並結論。(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：房地產除了估價之外，在台灣特別仲介是最大宗的，如果你從實務界的市場和產值來看。這塊領域實務界及學界的投入顯然明顯不足，仲介這一塊應多點研究。今年諾貝爾得主的失業率的摩擦係數，其實是跟仲介有重要關係。房地產在仲介在國外有很多研究，相對的在國內就很不足，國內反而是在產業界有太多仲介的討論。

老師：MLS 這件事情台灣不是沒有，早期曾做，但沒有成功，最大的困境就是賣方仲介跟買方仲介這兩塊，一個是開發仲介，一個是銷售仲介，都會把芭樂丟出來，蘋果放口袋裡，私下賣，後來就變成檸檬效應，看起來沒有強制性或公平性的制度。從效率市場來看，聯賣制度是有效率的，本來就是能力有所不同，從公司的立場如信義永慶，絕對要內部聯賣，案子全國都可以賣，更多曝光率，當然能得到更多機會，基本上直營系統是如此，但不是絕對的透明聯賣系統。

老師：要了解仲介的行為最典型的例子就是仲介費用，買方、賣方如何定價。台灣目前是 4%+2%，我基本上反對，政府本來就不應該介入這個價格，會造成最高價格效果，這會影響到仲介行為。從仲介的誘因來看，1000 萬賣掉可以得到多少，和用 1200 萬或 900 萬賣掉差多少，它的道德風險是它可能會壓低賣方價格，當然可以加價戴帽子，開 900 萬，賣 950 萬，50 萬放口袋，如果開高價就很難做戴帽子。所以這些行為如何產生與彼此的誘因都有關係。仲介從實務上來看就是怎樣賣房子，說得天花亂墜，學術界的話是要觀察這些仲介業的行為，或是與買方賣方這三方彼此的關係。台灣目前比較多的是專賣仲介，比較少是任何人都可以賣的，因為沒有誘因執行這工作，其中也有很多仲介契約如何訂定的想法。

老師：上禮拜講到房價的 TOM，time on the market，在市場上停留時間。賣多少時間是最好的？賣一天價格可能偏低，TOM 半年價格可能偏高，甚麼是 TOM 的最佳，這跟開價、底價跟產品、區位都有很多討論，所以銷售期間到底拉長還是縮短，表示市場上景氣不景氣。

老師：仲介的 issue 非常多，從代理、效率、行為等。大概在 20 幾年前營建署委託我們做的一個研究報告，到底仲介會不會增加市場效率，結論是會的。後來參與訂定仲介條例，希望訂嚴格一點，叫仲介師，比較難進入這門檻，但後來是比較簡單的進入門檻，這有差別的。不過就仲介角度來看，至少在台灣一般人會覺得比較有效率，不想給仲介賣最後還是給仲介賣了，只是到底選哪一家，直營、加盟有沒有差？信義、永慶、東森有沒有差？我最近觀察差異好像沒想像中的大，但直營跟加盟的差異有點大，台

灣因為缺乏這樣的實證研究，所以都只是廣告商或者仲介業者的說法。

老師：仲介他賣甚麼給你？最重要的是給資訊。台灣資訊不透明底下要自己賣房子，要花很大力氣，看起來買方找仲介的機率高於賣方。有趣的是4%+2%的情況下，仲介到底是偏買方還是賣方？這裡面有很多爭議跟討論。我覺得現在仲介市場還不夠大，還有成長空間，現在大概六七成，美國大概八成。都市地區比較多。現在網路也很多，而買房子跟網路關係到底如何？MLS 我們過去想要做，但沒有成功，其實政府要介入有些部分才可能成功，私人整合比較難。現在比較要政府介入的是資訊透明化，大家透明之後，聯賣可能更可以得到效果。總地來講增加效率是沒有問題的。

嘉言：我不太了解他所謂的聯賣是指私人公司聯合起來做個平台，還是由政府提供？

老師：聯賣系統在網路上有一些，今天開發了案源就放到網路上，大家就可以賣，賣掉的人可以獲取一部份的服務費，可是開發的人也可以拿到他的服務費，使賣方(仲介)可以更多的案源，在不同地方可以串聯起來。基本上聯賣系統是把餅做大，當然也會有芭樂跟蘋果的事情會發生，只是要規範遊戲規則要做好，否則每個人都賴皮，就不一定成功，就破局了。

嘉言：其實常接觸這種事，越大的公司其制度真的越好，仲介的素質真的差很多，目前在這市場上還是對永慶跟信義比較信任。有同學去其他公司做稽核，那個私下行為真的很多，所以還是有制度的公司比較好。加盟業者就更不用說了。

老師：同樣的公司裡面人的特質還是有落差，雖然是大公司，還是有點保留。為了要賺錢不擇手段，仲介的各種行為讓大家更有壓力，這一塊仲介的規範還是有加強的必要。仲介職業道德的評估還是很不足，這就是因為仲介現在取得證照太容易，若證照要求更難一點的話，大家會比較珍惜這塊牌子。在美國每一州的考試是不一樣的，所以每一州考試的難易程度跟仲介的糾紛是發生有一定的關係，這是過去好幾篇 paper 討論的，考難一點的仲介進來的人就少一點，素質好一點，跟有的州比較差一點的會有甚麼差別？另外我們也不清楚台灣跟國外之間到底有甚麼差別，這塊在實證研究上是還有些落差的。

逸杰：仲介跟學術結合，像最近發表的一些指數，如信義房屋、永慶房屋的指數。他們到底是為了企業形象，還是為了增加房屋的交易量，還是別有用心？

老師：我想企業形象大概是最主要的。信義房屋最早有指數，其實我們去看，基本上都有些盲點，做得不是太好，或者跟他資料庫有關係，模型又是另外一個問題，當然這兩塊都有它的盲點。永慶是最近在做，效果是不太好的。基本上他們都只是想要掛著學術的招牌，學術界到底能不能主導，我想是核心。當然我們跟國泰做我們是絕對主導，對國泰來講，雖然他們也有它們企業形象，但這主要是給他們內部做決策用的。最近也在幫另一個銀行做，但是他們不願意公開出來，只做為內部重新資產評估用，這裡面都有

不同意思。仲介賣只是賣企業形象，形象廣告打得很多，服務很重要，現在到底服務甚麼，那個到底真的假的？真的要看，是要看他買賣服務的那一塊，不要搞不清楚自己的主軸是甚麼。

老師：仲介在台灣是個很大的市場，五花八門，很可惜我們學術界還有很大的成長空間，當然也在仲介業者願不願意把他們的資料拿來跟學術界分享。信義房屋是有一些想法，但還有努力的空間。理論跟實務界的結合還有哪些要改進的，希望大家能多點刺激，盡量把自己的想法展現出來。