

時間：2010/12/27(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：戴國正、黃國榮、郭哲瑋

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、邱煜婷

壹、教科書—第十六章 房地產投資報酬率分析

一、報告者：蘇曉瑞

(詳見投影片)

二、課堂討論

老師：這章以財務實例分析收尾，是試圖提出實證的結果，兩部份分別為個體與總體。總體是一個很大的 project，很複雜。課本上的矩陣，我想討論是：它的經濟意涵是什麼？其實大家如果仔細看課本中的大表格，過去在談很多的理論上的東西如何在實證上操作？房地產到底是不是低風險高報酬，還是高風險高報酬？它是否優於其他投資的投資工具？回應曉瑞所說的，我想所有的東西都只有過去的資料，並沒有未來的資料，未來的資料也都是用猜的，而猜是要用客觀科學的方法猜或者是用主觀的方法去猜測？如果連過去都不清楚，當然更別談未來。未來是過去的延續，還是會有結構性的改變？大致上來說，所有過去在時間序列的分析上，計量經濟模型最大兩部份，一個是橫斷面分析和縱斷面分析。橫斷面是討論結構性的問題；而縱斷面是討論時間性的問題。時間序列的研究，主要是在利用過去現在來推測未來，所以基本上對未來的質疑這件事，只要對過去掌握清楚，未來應該是可以較清楚掌握的。當然過去掌握清楚了未來不見得一定能完全掌握清楚，那麼未來的改變是有什麼因素使得它的趨勢有所改變、調整？了解這些因素後重新解構這些問題，無論是橫斷面結構性的或是縱斷面趨勢性的，對於未來便較能掌握。所以我們從過去二十幾年來的市場變化，未來與過去有什麼差別，除非有什麼結構性的改變，否則未來跟過去的關係時間越長就越能掌握。大致邏輯上是這樣，這部份的爭論，不能說沒有正當性，不過所有的問題都只有過去的資訊，未來都是猜的，只是你猜的有多少的依據。當然事前猜測的準不準確，也可以從事後來驗證；也可以猜「預測得準不準」，利用過去的歷史資料，也可以來猜測準不準確，從過去的模型來測試已經發生的過往，現在來看到底準不準。所以從準確度來看，模型到底可以預測準確度有多少？邏輯上來說，預測學或是未來學本來就是在談尚未發生的事情，我們也不斷地在做這樣的研究

與討論。第二個事情，總體跟個體的關係，其實總體的訊息有沒有反映在個體裡面，經濟成長反映到房價，或房價反映到經濟成長？如果建立一個更複雜的模型，當然你不知道所花費的代價會如何，模型未必越複雜會越好。所以基本上我們在講的是哪一個是關鍵的因素，如果能掌握關鍵，基本上你對未來的發生掌握程度是越高的。當然總體的訊息當然要包涵在裡面，反應到其他的項目。大家不知道有沒有仔細看課本中的表核心的關鍵是什麼？平均數和變異數是什麼意思？平均數表示報酬，變異數表示風險。變異數是什麼意思？課本第二章所說，MVC 準則；變異數是報酬率變異的程度，表示其風險的大小，所以基本上風險的大小是在我們的變異數所做的分析討論，如果你看課本第 770 頁，在 60 年到 82 年間整個 22 年間平均數是 11.37%，意思是說整個房地產，在任何時間點買進賣出，各種可能情況下，這種的排列組合後的平均數是 11.37%，意思是再說未來不知道的情況下，「猜」所有可能的平均。所以我猜 11.37% 是我對台北市房地產過去的 22 年的歷史平均，經歷三次的大漲，22 年間有高有低，平均起來是大概是 11.37%，是 MIRR 的 ROE。而 ROE 指的是真正自己口袋拿出多少錢所得到的，不是合資所得到的。標準差是 12.14，換言之風險有達到 12.14，意思是最差的時候是 11.37-12.14，是負的大概 1%，負的報酬；正的時候是 12.37+11.14，大概有 24 個百分比報酬的意思。回到第 776 頁的表，價格年變動率法平均報酬是 22.11，換言之，遠遠小於一半，風險是 12.23，跟 12.14 差不多。意思是指，房價的變動，大家最常問的便是，「請問你過去什麼時候買的房子？」「我家大概 20 年前買的房子，當時一坪才 5 萬，現在一坪 30 萬」「哇！你賺了！？5 萬到 30 萬漲了六倍」但事實上真的有漲六倍嗎？你覺得之中差了什麼？如果說 30 年前的 5 萬的錢跟現在的 30 萬的錢是不一樣的價格，有通貨膨脹的問題。但另外還有什麼問題，你真正想到了嗎？20 年前買的跟現在差的，除了幣值不一樣以外，還差了什麼？

曉瑞：折舊？

老師：好，折舊。但房子的折舊我不在乎呀，我還是可以賣一坪 30 萬呀？當然折舊應該是使用效率的問題。我剛才的意思，價格的變動法差別在哪裡？除了幣值的差別外，還差什麼？意思是為什麼報酬率有差，為什麼一個是 22% 一個卻是 11.37%？

逸杰：所得的變動？

老師：所得的變動，現在就房價來看其實跟所得沒什麼太大關係。

庭萱：老師意思是指，除了通貨膨脹外的因素的差距。這部份大家沒有考慮到複利的概念，因為如果把錢放在其他的地方其實也是有報酬的。

老師：你說的是比較上、機會成本的意思，但這不影響你拿 22%。你說這樣算法準不準？顯然不準。不能直接相減原因是什麼？30 減 5，除以 5 乘上 30 坪，除以 20 年，你覺得這個一般這樣算的結果，什麼地方出了問題？

國正：持有期間的成本，例如稅賦應該考慮。

老師：持有期間的花費與維持成本這是一個，可是還不是全部。還有呢？

相甫：因為5萬漲到30萬的利得是沒有實現的，其實是沒有現金流量流入的，無法做其他的投資獲取報酬。

老師：但若我實現呢？我現在賣掉不就是現賺嗎？當然現在幣值增加很多了，可是就真正來說我是真的賺了。

嘉言：貸款的部份。獲利部份還需要扣除每個月需要償還給銀行的錢。

老師：有點接近了。第一，知道為什麼我們談ROE不談ROR嗎？ROR是總資產報酬，而ROE是全部自有資金去買房子才有的。事實上我們每個人買房子都會貸款，三成自備，七成貸款。為什麼後面講的MIRR是ROE知道嗎？意思是說房子是合資的，你不能拿總價便直接來算。你賺銀行也要賺，有時候你賺的比銀行多有時候則沒有。扣除貸款的部份，我要講的是ROE的邏輯，因為你真正在算的時候，只有自備款賺的部份才算自己賺的，賣掉的還要扣掉銀行貸款，5萬到30萬的差距並不是全部都是你賺的，還有需要還銀行的部份。當然怎麼還是要看貸款方式，稍微複雜，但不要只想到買進賣出是你賺的，你的自備款只有三成，這就是為什麼一直談合資的概念，我想這部份是關鍵。另外，在課本第783、785頁，這兩個圖的要告訴大家的意思是，台北經過這22年間來看，你看到大概在第五年之後，就大概turning(轉折點)。意思是說持有期間，不管何時買進賣出，大概在持有期間在五年內平均的ROE報酬得到turning；持有越短，報酬越低，而持有期間越長並不見得一定越好。第780頁得到風險，即變異數與標準差，得到什麼？大約到第七、八年後得到turning，這是實證的結果。我記得我說過，買房子假設沒辦法承諾要住滿五到七年內，最好不要買房子。你如果短期買進賣出是划不來的；當然如果你說你很厲害，短期買進賣出獲利，那你厲害，可是事後英雄不是英雄。假設對未來一切無知的情況下，從大數法則，買房子五到七年承諾的報酬風險是比較穩定的，相對較高報酬，相對風險穩定，這是台北市的實證結果。

貳、思潮論文集——CH16 自用住宅價格

一、報告人：楊雅婷

本篇探討住宅市場中自用或承租的關係，以及投資與消費雙重性的考量。

（詳見投影片）

二、課堂討論

老師：這一章是很有趣的法律經濟學現在在討論的課題，法律經濟學在房地產的討論並不算很多，這一章是早期提出來關於仲介，到底現在法律規定好不好，到底要嚴一點還是鬆一點，當然嚴一點會造成很大的衝擊和影響；太鬆的話大家會不會理會。最後討論台灣的例子很有意思，包含仲介很多東西都是有意無意的隱瞞，這樣算不算過失，當然是有過失，必需努力找出減少自己過失的機率，因為你有過失就需要被罰，就要自己努力去查是不是凶宅、海沙屋等等。屋主沒有講但是我自己去查，不應屋主不講就不查，不能怪屋主；當然嚴格責任底下會比較好。另外後面講到幾個例子：屋價偏高是什麼意思？如果你可以證明他裏面告訴你很多訊息是假的或他沒有告訴你。然而，房價還是最讓大家心痛，買入後發現不合理可不可以請求該契約無效，通常不能。所以要怎樣保障消費者，要如何立法？當然我們從法律經濟學的角度，好好從案例中找出到底我們不動產經濟中如何立法。當然現在仲介 4+2(6%)合不合理，法令規定本來想保護消費者，結果幫助仲介業者，這都是法律經濟學上有討論的。當然凶宅有降價空間，要 discount 多少才算合理，當然他有告知還好，當然有很多沒有告知或沒有查到的。另外，漏水問題常常無法告知清楚，多嚴重到什麼程度。房地產究紛中仲介的部份是一個很大的糾紛，在法律上很多都在模糊邊緣。這一章提及到法律上比較強調公平、經濟上比較強調效率，公平與效率中間

有

很多討論的空間。你一輩子買最貴的東西結果沒有保障你會覺得如何？這一章是所提到的法律經濟學的討論還有很大的空間，特別在不動產上的討論，仲介的究紛最常見。

宗祈：曾經有遇過類似的案子，不是跟房地產有關，但是也是跟消費有關，就是業者態度很差，他覺得只是單一的消費者而已，所以後來我去找消基會並直接找消保官，後來消保官跟業者連絡就怕了，而且賠錢。

老師：報告中的案子到底是要以嚴格責任或者是過失責任。

曉瑞：以我以前在大學時候所學過的一些案例是刑法上判決，設定刑期可以責任情形來判定，所以就我不能因為你偷東西就判你二十年，這樣太重應有一定的原則去認定。所以說在刑法上認定過失應該是說對社會所造成損害去設定，因此處罰過輕或過重的話都是有不利的影響。

老師：所以意思是說嚴格責任的話會比較好的，當然這一篇是表現美國的解法。特別是在台灣，仲介業的究紛還蠻多的，當然房地產很貴才會有究紛，當然立法本意應該要保障消費者，但不是造成市場的不效率；當然另一個是立法本身有效率可是沒有辦法保障消費者，我會傾向購買房子造成大筆資金損失的話就應該要嚴格一點。

曉瑞：關於前面交易成本的部份的資料收集上也屬於交易成本，交易上可以分階段，最前面就是屬於資料收集部份，後面還有包含一些交易成本部份，剛剛案例所提到買太貴就是屬於事前交易成本的部份，所以很多學者希望把真實價格公布出來，以及政府沒有立法說某一地方一定要請估價師估計出來才算標準，這個地方如果設立一些法律的話會比較有公信力。

老師：現在估價師隨便估，估不準誰會被罰，如果估不準背後是誤算還是故意，大家的警覺性怎樣，很多東西第三者很難判斷到底他是故意還是沒有故意的。

相甫：最近有法律的判決是凶宅，就是一個出租房子的房客自殺了，屋主要求法院判決自殺者的父母要負差價。但是在法律的觀點認為說這是不成立的，因為法院認為說人死了，權利都不存在。在我們的觀點說，因為這名房客自殺變成凶宅而造成房價下跌的影響，事實上是會存在的。

老師：所以你覺得凶宅便宜多少才會買或者是會不會買？

逸杰：我對價格認定合理化，法院判定合不合理？業者可能會想就算他查到附近價差，仲介業者可能會說這是時間價差，隔兩個禮拜去查當然不一樣。

老師：當然現在可以請估價師再去估所提出來的，像現在都市更新也一樣，當然如果估價師本身缺乏職業道德就另當別論，不過如果仲介所說的價格很不合理，是不是這樣他就能夠有解約的條件，可能沒有辦法。

逸杰：如果假設代銷業者賣預售屋，我去買的時候跟代銷業者說我要買最便宜的，然而他給你四樓，這是表價上面最便宜，買了兩年交屋之後發現自己不是最便宜的，可能五樓比我更便宜，所以我是不是可以告代銷業者。

老師：當然這樣背段隱含著相關法律的問題，但是法院對房地產又並不是很了解。我認為法律應該要嚴格一點，因為房地產是一生人買最貴的東西，當然而保障消費者為前題下，應該是立法後就跟著走。

逸杰：僅是代銷業者的規範好像比較少，你向代銷業者問房子的一些問題？他們可能什麼都不知道。

老師：我要講的是要怎樣保障消費者，法令要怎樣處理，到底要嚴格到什麼樣的程度。立法還是很重要的。

國正：我認為仲介需要舉證，他要證明他確實沒有惡意隱瞞，而且仲介去查證的話也會比一般民眾查證來的容易。

老師：不過要仲介舉證他過失會有很大的改變，這樣就很容易告成，業者就很緊張保證自己沒有過失，這樣是對的。

嘉言：我想到是國賠法上，其實用在公家機關如果民眾要求舉證，這樣會查個半

死，在公家機關很嚴格，所以大家都會非常小心。因為公家機關都很要求程序，就是為了怕舉證不出來，但是如果真的要這樣做就會造成效率非常差。

老師：當然現在交易公平要如何取得平衡點，我的看法現在市場上賣方太強勢，買方攪不清楚很容易受到賣方所影響。所以這個不平行的確太明顯，再加上房地產是大家一生中很在意的應該要慎重一點。這一篇 PAPER 分析出背後各種利弊得失，只告訴你效果論以選擇什麼樣的作法，以研究者來看應該先了解背後的影響來作決定，這樣會比較嚴格。

參、個案分析——國泰一品

一、報告人：邱逸芬

本周之房投個案為位於三重重劃區之『國泰一品』。由國泰建設建造之預售屋個案，基地面積共一千四百九十六坪，單間坪數五十至七十七坪，地上十四層、地下三層，共一百二十戶，每坪單價三十八至四十二萬，公設比百分之三十四。（詳見 PPT）



二、課堂討論

老師：有沒有什麼 comment？

哲瑋：我有點好奇，國泰不是很有口碑的建商嗎？怎麼會較其他競爭個案單價要來的低，是因為市場定位差很多嗎？

逸芬：我覺得跟定位有關係。

老師：區位條件也比較差吧？

逸芬：陸江當代緊鄰學區，且近熱鬧的五華街，生活機能較好。而合康領賢也是。

老師：那妳說合康又比陸江好嗎？陸江貴啊！

逸芬：陸江比較貴，因為它是走豪宅路線。那國泰一品這邊完全就是住宅區，可是我還滿喜歡那種地方的。

老師：這三個你覺得咧？

逸芬：我覺得既然我都已經要買在三重了，那我當然要買國泰的。可是我不知道合康跟陸江好不好。

老師：合康應該還不錯啦，陸江應該…

逸芬：之前哲瑋有報告過合康東極。

老師：當然這只是品牌效應。當然國泰蓋得很好，可是設計不太好，方方正正沒什麼特別，國泰一向立面做得不怎麼樣，不過比較實在，格局基本上都比較方正。同學還有沒有其他的想法？佳貞要不要買？有沒有吸引妳的地方？

佳貞：我覺得很一般。

老師：一般沒有特色，OK。

逸芬：它真的沒有什麼特色啦。

老師：離捷運站很近喔。當然要七年後。

逸芬：對，要七年後。現在你還是要有車，如果要坐公車要走到五華街，這邊就有很多公車。

老師：這邊上重陽大橋很快，很近阿。

逸芬：對，如果你要往台北市的話。其實你要走到這邊坐公車也還好，大概不用十分鐘吧。

老師：你想想看，如果三重這邊跟對面士林的價格，一河之隔，那邊少說五、六十萬，差個一、二十萬，覺得咧？

老師：應該要把 Google 立體圖放出來看看，才有立體情境。

逸芬：可是那都很舊。

老師：真的啊？那大家還有沒有什麼想法？跟樹林比呢？樹林二十幾萬，差一倍耶。還有咧？哲瑋你的汐止，跟這個價格差不多？當然汐止聽起來是比較高檔一點？

哲瑋：跟剛才逸芬介紹的其實差不多，大概四十萬上下這樣。

老師：對阿，剛剛講的有點那個喔。大家一般對三重的刻板印象，覺得三重很擠很亂，或是早期是屬於藍領階級的公寓，當然這是重劃區，不太一樣喔。

嘉言：老師，上面復興路那點，其實就已經是蘆洲了，其實那邊雖然是掛三重，但是屬於蘆洲的。

老師：你意思是說偏蘆洲了，所以不應該算三重是吧？

嘉言：對，但是那邊還是有很多空地。然後我覺得國泰那位置也不算差拉，因為剛好前面那一排把重陽大橋擋住，那邊交通量滿大的，我覺得這價錢在那邊還算不錯。

老師：以那邊還算是實惠？好！還有沒有？泡泡，妳的板橋呢？大家開始要做比較囉。

庭萱：重劃區我不太知道，可是去三重考試過，覺得路很小條，不然就是很大的幹道，還是覺得不適合居住。

老師：那個是刻板印象，現在三重是重劃區喔。妳看像政大，重劃區都會房價驚
驚漲。

嘉言：重劃區就是用來炒作的。

老師：它基本上都比較乾淨整齊喔。當然一路之隔好像就舊區嘛。

庭萱：四十萬的話，我可能還是會考慮不在那邊的中古屋吧。

老師：什麼意思？妳不買重劃區，買中古屋？

庭萱：四十萬可以買板橋阿，屋齡五年左右就可以買中古屋。

老師：當然啦，四十萬的新成屋跟四十萬的中古屋，坪數大小差不多。當然大家
覺得五十坪、六十坪、七十三坪、七十七坪，特別七十三坪、七十七坪有
什麼差別？你選擇七十三坪或七十七坪？這背後的含意是什麼？多四
坪，絕對坪數不重要，配置比較重要。純粹從經濟效益來看，七十三坪每
增加一坪，效果不大，可是價格照付，總價賣法跟單價賣法不同。假設二
十坪跟二十四坪就有差一點，可是七十三坪跟七十七坪，再多一點點就可
能差距不大，這是我的意思，大家思考一下，當然其他條件要一樣。當然
現在哪個好賣？

逸芬：它現在七十七坪都賣完了，五十坪還剩兩戶，七十三還剩轉彎那邊，六十
六賣完了。

老師：大家覺得這個案子最有賣點的是？國泰？也不見得阿。捷運站、新北市合
併有沒有賣點？這個好處是剛好一河之隔喔。當然唯一的缺點是看不到河
景，很可惜。十四樓搞不好看的到啊？

逸芬：看不太到。但是離河很近，是不是冬天很冷？

老師：有臨河的壞處，沒有臨河的好處？

逸芬：看不看河很重要嗎？

老師：我覺得View對我來講還滿重要的耶。大家還有沒有什麼Comment？

逸杰：老師我剛剛看平面圖，如果要挑一戶的話，十三樓非常漂亮，因為隔壁
A1 只蓋到十二樓，中間十三樓就有一個小露臺了，然後中間上去兩座電
梯，左邊是家右邊是露臺，所以根本就變成自己的花園了，而且跟室內面
積一樣大。

逸芬：它的露臺是一個賣點，二、三樓很早就賣掉了。

老師：展豪咧？覺得有吸引力嗎？

展豪：相同的價位，在台北市就可以買到文山區中古屋，可是士林就沒辦法了。
我可能就會考慮三重，其實重劃區就沒有那種壅擠的情況發生了。

老師：什麼可以跟它做相對比較？

展豪：文山區。

老師：文山區好像好聽一點？生活機能也好。

逸芬：三重還是感覺亂亂的。

老師：若有捷運存在的話，它應該會有賣點吧？

逸芬：我覺得會，它的五華國小站會有很多線行經，但是還要等七、八年。很多

投資客一去就買最便宜那間，等它增值。

哲瑋：但是我覺得七、八年後很多地方都有捷運了，像汐止也是說七、八年就會完成，當然都會有 Delay 啦。我一直覺得如果連汐止都有捷運，應該很多地方都有捷運了，所以這個是不是賣點還可以再思考。

老師：好。所以以後捷運會是賣點嗎？或是什麼時候開始捷運效應會遞減？但是現在捷運還是有很大迷思。你覺得蘆洲線如何？現在漲得一蹋糊塗。

嘉言：我有去那邊。其實那個重劃區，可能還未開發完成，可以繼續等。之前已經漲過一波了。我記得那時候一個停車位五十萬而已。

老師：對，現在一百二十幾。

嘉言：因為它離台北市還滿近的，但是跟周圍比起來還是兩個世界。

老師：現在右岸買不起啦，所以買左岸。可是大家現在還是對三重有刻板印象，不是太理想，可是重劃區應該還好。

逸芬：可是它重劃區的範圍，過來一點點就是老舊社區，但是沒有它們也不行。

老師：生活機能的支撐，重劃區的機能還沒有出來，當然他們那邊的重劃區跟我們這邊又不太一樣了，我們這邊是沒有商店的。

逸芬：那邊附近走一下就有麥當勞、家樂福，還算好。

老師：我們現在有很多個案。有三重、汐止、深坑、安坑、樹林、板橋、信義區、天母等等，還滿有競爭性的喔。假設你是未來的上班族，相對誰好誰壞？哪個產品好？還有三個個案。當然投資跟自住，最後可以擺出來看看，看誰的個案比較吸引人。希望透過個案，讓大家在理想與現實間得到一點點調整，加油！