



# 投資契機 就在價格與價值之間

▶▶ 林左裕

政治大學地政系教授

先探投資週刊 #1762

2014. 2. 7

## 美

國次貸風暴後，近幾年來在美國聯準會藉「量化寬鬆」(QE)政策期以刺

激經濟下，各國央行無奈地跟進，引發資產價格的膨脹，然而在租金及所得未同時上漲的情況下，遂引發投資者對後續價格走勢的疑慮，尤其是「全球不動產指南」揭露台灣房東的租金報酬率為世界最低後，仲介業的市場調查也因此指出國內不動產市場可能有反轉的跡象。

### 價值為對使用者的效用

同時立法院在一月初三讀通過修正地政士法第五十一條之一，未來地政士登錄實價，被查到不實，將有七至十五天的修正期，未在期限內修正會被罰三萬至十五萬元。由於此修正案可能引發廣泛的「假登錄」案件，因此行政院提起覆議案。本文針對「市場價格」與「實用價值」間探討，期能提供投資者未來明確的評估方向。

由一個小故事可看出商

品價格與價值間可能存在的差異性。筆者曾於十多年前赴北京交換對EMBA授課，當時曾受邀至北海公園一啖聞名已久的「宮廷宴」，餐廳除了宮廷劇中的裝潢擺設及宮女服裝外，還有一道不起眼的菜色——「窩窩頭」，原料為玉米，外觀類似台灣常見的土黃色「發糕」，與其他珍饈比起來，真是無法了解其名列宮廷宴的原因。主人特別介紹了此道菜的典故，即當年英法聯軍入侵中國時，慈禧太后奔走熱河，在倉皇中借住農舍，農婦只能饗以粗製的「窩窩頭」，但當時慈禧飢寒交迫，「窩窩頭」簡直是人間美味。事件之後回宮，回想起避難時「窩窩頭」的美味，遂將難登大雅之堂的「窩窩頭」列入宮廷宴的菜色中。此例之「窩窩頭」市價雖低，對當時的慈禧卻「價值」極高。因此市價即類似「投資者的成本」，而「價值」即為「對使用者的效用」。

了解商品的價格及其相對

之價值後，投資者即可在其差距中尋求獲利的契機。當一商品的價值超過其價格時，投資契機浮現；相對上，價格遠超過價值時，即表示市場反轉向下的可能性即將來臨。因此在國際間常用「價格/價值比」指標來衡量投資時機或市場泡沫程度的高低。

以不動產為例，價格受供給及需求影響，而需求除了來自實用需求(如自住)外，尚包含投資需求。後者受多種因素影響，尤其是來自資金面及稅負成本的影響，而當這些「非基本面」的因素消失後，價格將急速往「價值」靠攏，甚至低於價值，此時又是投資契機的浮現。此分析方法可應用在多數的標的，因在融會貫通後所有投資標的都是萬流歸宗，評估的程序與方法都有一致的脈絡可循。

不動產相對於其他商品之最大特性為資訊的相對不透明，而住宅又是家戶之必需品，因此購屋者常是資訊不對稱下的弱勢。實價登錄建立



鄧錫璋攝

實價登錄的長遠目標是實價課稅

後，透明的價格資訊不僅有助於提高不動產交易雙方之公平性；且銀行在審核放款時，亦有合宜的參考依據以調整其放款額度；在未來「實價課稅」的長遠目標下，也才有可參考的實價稅基。若交易價格登錄不實，將有錯誤的「定錨效應」，可能誤導買賣雙方，以此扭曲的價格為參考依據進行交易；而銀行更將因參考此虛假的價格進行放款，埋下往後房貸違約的導火線，甚至可能引發金融風暴。然最近的實價登錄修正案可能扭曲市場上的

真正交易價格，行政院也因此提起覆議，否則未來實價登錄的可信度將需更多的人力主動追查，良好的制度也將「自廢武功」。

原來的實價登錄制度規範由權利人、地政士或不動產經紀業者應於買賣案件辦竣所有權移轉登記三〇日內，申報登錄土地及建物成交案件實際資訊。但對地政士而言，房屋買賣之責任及利益歸於成交之房仲，資訊來源亦來自房仲或買賣雙方，地政士只負責辦理過戶登記，若錯誤價格登錄之

責歸屬地政士，則地政士可能成為代罪羔羊，產生利益及懲處不對等的情形。故此修正案之目的乃考量對地政士之公平性，就此觀點而言修正案似乎師出有名。

然實價登錄制度實施後，「低價高報」的案例時有耳聞，尤其是擁有多戶房產於同一建築或區域的投資者或建商，可能利用高報的交易案例以拉高其他標的的價位、或藉此高價大批向銀行融資套利；而未來實施實價課稅後，又可「高價低報」以逃漏稅款。故此修正案的通過將原來「遏止」的效應轉為將偽價登錄案件合理化，而地政士也將承受更多「虛」價登錄的業務來源及壓力，反而非地政士之福。

### 實價登錄制度的重要性

很多法案都無法面面俱到，在正反間的灰色地帶，我們可由以下分析看出此修正案的嚴重性。在對的一面，地政士非權利人，可能因無核實

交易價格的能力而成為代罪羔羊。相對的，在錯的一面，未來虛假的交易價格將由此決口潰堤，而地政士也將承受更多「虛」價登錄的業務來源及壓力。權衡以上兩者，錯的一面衝擊較大，因修正案對此制度的落實及金融市場穩定性有極負面的影響，但需檢討地政士之權責，亦即地政士雖非權利人，但與會計師及估價師等角色類似，均具職業上之「利益衝突」，因此核實能力、誤登之責任歸屬及懲罰等均值得討論。

最後，我們必須了解的是，實價登錄的長遠目標是實價課稅，即成為「資本利得稅」及房屋稅、地價稅等「持有稅」之課稅基準，在可信賴的制度下，獲利者相對負擔稅負成本的公平原則才能合理落實，長遠的「居住正義」目標也才可能達成，否則未來銀行根據浮濫無據的公開登錄價格放款後而產生大批違約情事，將是政府及金融市場難以承受之重。

☐