

房地產投資與決策分析第五次上課記錄

時間：2004/03/15 (一) 13:10 到 15:30

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270413 教室

記錄：李泓見

出席：張金鶚、洪式韻、朱芳妮、唐晨欣、李泓見、許慈美、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴

一、作業的思考與反省

作業的內容應該與上課討論形成連結，要對上課所提出的問題作出一些回應，這樣才能深入，好好想一下上課討論的內容，期盼同學給自己不斷地成長空間的機會，才能體會投資的真諦。

二、個案研究的要點

個案的討論必須要有自己的想法，像一些同學在作業當中會引新聞來作評論，這樣不是不好，而是不應該被新聞的論點遷著走，新聞這樣寫一定是有他的理由，但是你自己的觀點應該表達出來，最重要的是自己要深入市場，現在台灣的房地產市場並不是很成熟，在接受過房地產教育的訓練後應該有自己的想法，具有批判性的思考才能探究事情的本質，現在離房市的 329 檔期快要接近，可以挑一兩個個案來作觀察，思考未來的房地產市場是否依然看好。

三、總體經濟與房地產關係

總體經濟與房地產業之間是否有什麼關係存在？應該了解其中產生的脈絡關係，學習觀察目前市場的走向，說出一個故事出來，以了解總體發展情形怎樣影響房地產市場，在這方面有個底對於房地產未來的走向會比較清楚。

四、個案研究的問題

晨欣：

對於個案研究方面應該要如何搜尋？

張金鶚教授：

基本上是沒有什麼限制的。不過第一點是要有興趣，自己覺得沒有趣，幹麻要研究呢？至於投資者的角度，可以從購屋者的角度切入，不論法人、個人或是合夥，投資目的是買進投資或是買進自住都是可以研究的方向。個案的大小，可大可小，也可以是一個 Project，這沒有一個絕對的要求。最好是目前能先找好，隨時能回饋個案心得與上課同步操作，課本的內容其實只是個基本架構，在大學部與研究所有什麼不同，基本上大學就只是跟著課本操作，作出一個結論也就結束了。但是研究所，應該找出問題、議題出來討論，作出自己的感覺出來，跟個案本身發生對話，每次與個案產生對話並發掘問題，就能有比較深刻的體驗，最後

對個案整個再作一個討論，就可以提出一個具體的想法。

晨欣：
個案研究需要什麼資料？

張金鶚教授：
基本上應站在協助一個投資者的角度來想，投資者要什麼？就是報告所要的。自己要假設在扮演一個不動產顧問的腳色，要使用怎樣的資料去說服你的投資人去從事這項投資，為什麼要這樣操作？這就是報告基本所要的資料。

五、「房地產投資與市場分析 理論與實務」上篇第四章問題討論

(一)房地產投資十步驟假設限制問題

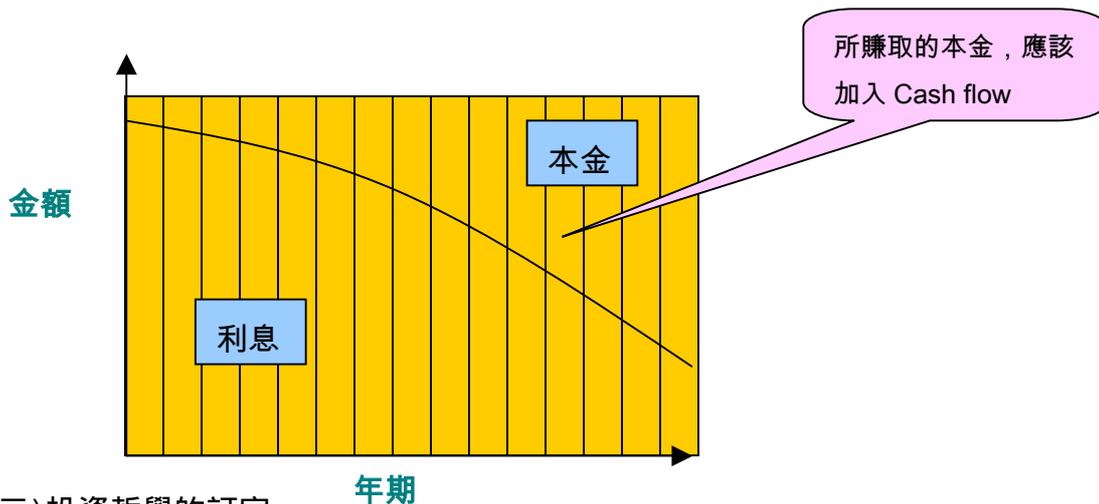
泓見：
對於積極投資者適用房地產投資十步驟的假設，為何消極投資者有排他性的問題？

張金鶚教授：
就是以出資實際經營與出資不負責經營房地產者之分，而房地產兩個重要的現金流量，分別流向積極與消極兩者，而這之間的關係就是主動與被動之分，積極的投資者因為是以自己的錢經營，所以投資十步驟的才具有意義，消極的投資者是因為出資但談不上經營，所以排除在投資十步驟的假設之外。

(二)四個投資房地產現金流量 貸款中獲取利潤的觀點

建穎：
對於第 105 頁的貸款中獲取利潤是否可再說明為何有這樣的現金流入？

張金鶚教授：
現在為何大家要在房貸中獲取利潤，主要就是利率低與優惠房貸政策，優惠房貸隱含的就是價格的補貼，因此大家才會想盡辦法取得貸款以賺取利率上的差價，但應該不要為了小利，而賠了積蓄。以本利平均攤還的方式，在貸款中，所攤還的本金應該算是利潤的一部分，通常大家都會忽略這一部分，而低估實際的報酬率。而若是在不用貸款方式投資的情況下，就不會產生這部分的現金流入。基本上房地產產生利潤的四個部分所產生的現金流量，包括營運的淨收入、房地產本身的增值、貸款中獲取利潤與稅的抵扣，在貸款中獲取利潤這一部分，所要注意的就是每期還掉的本金其實是你賺的錢，這部分應該要加進現金流量裡面。



(三) 投資哲學的訂定

投資哲學就是更高層次的投資理念與想法，在投資一開始即應該掌握，基本上就是幫助你剔除一些不必要的投資標的，這部分也關係到你自己心中之尺是如何產生的，如何去與市場之尺來衡量。應該學會如何去描述背後投資的現象，如果沒有的話，表示還沒有踏進去投資的門檻，怎樣形成投資哲學，應衡量一下自己的心中之尺。投資哲學背後可以形成自己心中價值，比較自己的個性、幫助觀念的釐清，如果現在該投資，應該如何投資操作？要以自己是投資顧問的角色，如果現在有人來諮詢，你應該建立怎樣的投資哲學來跟你的顧客分析投資策略、標的？在這邊要了解不同的想法，例如個性、偏好等，帶給我們什麼啟示，要看如何建立自己的價值觀。

(四) 投資哲學的舉例

在第 113 頁，就有一些投資大師的看法，可以參考看看人家的想法，不一定要照著作。投資哲學舉例像是熟悉、喜歡與舒坦的投資才是會去投資的，其他的就不用考慮，像是有人會覺得「快樂」是他的投資哲學，如果使自己快樂也使別人快樂，這個想法覺得怎樣？這當中的意境應該由自己去體會，怎樣形成自己的投資哲學，背後應該有個道理。

另外一個例子就是這一生 NPV 等於零的投資哲學，也就是這一生賺的，這一生花完。在這一部分就牽涉到遺產的是生前分配或是死後分配較好？外國人的遺產是生前分配還是死後才分配，跟我們有什麼不一樣？這當中當然有很多有趣的討論可以再去思考。

(五) 國內案例分析的矛盾

建穎：

在第 123 頁這裡有說到投資哲學是以價格便宜之中古屋為選擇目標，在短期內就要脫手，而這與現實有相當違背，便宜的中古屋有可能在短期間增值嗎？這之間是不是有什麼矛盾？

張金鶚教授：

這有些不是那麼清楚，之間應該有些彈性，而不是那麼絕對，主要是藉由投資哲學限縮投資標的，縮短搜尋時間以確立想找的標的物，這部分應該是說要確立自己本身的投資哲學，在操作一遍後，將來就可以比較熟悉如何去搜尋所要的標的物。

六、房地產學術思潮論文集之討論 「房地產中心是否有一中心知識？」與「科學、工程學與不動產學域」

(一) 房地產教育的討論

式韻：

房地產是不是能成為一個獨立的領域？房地產的進化不像經濟或是其他學門進化的那麼明顯，知識的科學性主體無法確立下，不動產教育產生困境，更因為不動產理論的缺乏，房地產的學術討論無法深入。對於讀後心得，發現房地產的未來競爭力讓人質疑，像現在我們要修課，會很努力地去商學院修課，但卻很少看到商學院的學生到社會科學院來修課。

張金鶚教授：

這當然可能的情形就是社科院的課程沒有吸引力，商學院的課程已經夠用了，另一方面可能就是社會科學位處在所謂的非主流意識，這方面的不足之處，是我們向前努力的動力，在這一部份，重要的是自己的心態和過程，要學會如何去調整，整理出一套獨立的思路出來。

(二) 博士班教育與碩士班教育的差異

式韻：

在第 157 頁博士班不動產的困境在這裡所提到公司部門與顧問式的訓練是指什麼？

張金鶚教授：

學術發展的不同，在這裡所要強調的是在博士班與碩士班的差異，在博士班所強調的是學術學位的訓練，而在碩士班所強調的是職業與專業的訓練，大體來說，博士班比較脫離現實，因為是要在學術上有所突破。在理論與實務有什麼對話，或是有什麼想法是依各種不同學門而有所不同，像商學院是以實務為導向，最有名的例子，哈佛商學院是以 case by case 的方法來教學，所強調的是個案研究的累積，因此在實務上個案操作的訓練是相當重要的學習過程。

(三) 房地產是否有中心主體意識？

晨欣：

在本文後面有提到衝浪者理論，在第二段這邊說到房地產學會缺乏競爭力，房地產應用別人的東西，但有沒有辦法發展出自己的東西，是不是說大家投入的都不夠多？這部分是不是讓大家都有交給其他人去想辦法就好的想法，自己可以在旁邊「曬太陽」？

張金鶚教授：

像這樣批判性的想法在美國學會是常有的，像 ARES 是比較實務性的學會，學會上批判性的討論很少，在這邊相較於較大的學會，其壓力比較大，學會的規律性討論與激烈的評論不斷，因此在學會剛開始時應該與比較大、比較好的學會來對話，這樣才有努力空間，如果隨便說說，大家也不以為意，這樣學會就會向下沉

淪，便激不起突破性思考的浪花。在未來尤其是像剛進到這學門的初學者，應該多有批判性的想法，並多讀一些期刊，在未來才有成長的空間。

張金鶚教授：

土地是否可以成為我們中心思想？土地的特殊性是否可以與其他學們作一些區隔？應該好好想想。其實很多學門的領域對於房地產是有敵意的，最後的關鍵所在是「人力資源」，在台灣，這學門應在怎樣的情況下有比較好的研究成果應該要思考一下。