

## 房地產投資與決策分析第十一次上課記錄

時間：2004/05/03 (一) 14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270622 教室

記錄：朱芳妮

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

### 【課程內容與討論摘要】

#### 一、房地產財務分析第十二章—「房地產財務分析方法概論」的討論

洪式韻：

課本中有兩項錯誤應訂正：

1. P.626 「利用『淨營運費用/負債』之比例，衡量風險性大小」 $\xrightarrow{\text{訂正}}$  『淨營運收入/負債』
2. P.626 「利用損益平衡點(營運花費+負債/營運收入)之求取，...」 $\xrightarrow{\text{訂正}}$  ((營運花費+負債)/營運收入)

曾建穎：

在 P.620 「(二)報酬率計算模式」中的報酬率係指預期報酬率或需要報酬率？

張金鶚教授：

係指預期報酬率。在 P.620、621 的四項報酬率計算模式中，第一項是最簡單、最基礎的模式，愈後面的模式所考量的因素愈多，如第二項多考量自有資金及時間價值，第三項多考量償還貸款本金（請參閱課本 P.105 「貸款中獲取利潤」項目及第五次上課記錄 P.2 文字及 P.3 圖形說明）、第四項則多考量財產增值部分。

黃佳鈴：

第一項模式中「扣除折舊」是否為每年折舊？是否隱含每年現金流量的考量？

張金鶚教授：

應為「定點」折舊的概念。

閱讀第一節「一般大眾投資法」後，可知一般人會如何做決策？台灣大眾一般投資方法為何？

李泓見：

P.614「(二) Bockl 方法」中，「...，故本法是教年輕人與有錢的老年人合作投資。」似乎有實際操作的問題，因「老年人」如何尋找？

張金鶚教授：

一般「老年人」應指「父母」。一般大眾投資方法的最大困境是實際操作時不一定會獲得預期的結果，因為通常不會探討風險及講究分析技巧。

房地產如何投資致富？關鍵為何？國內坊間書籍有何「投資賺錢術」？國內房仲業者信義房屋在 26 日宣布「社區一家贊助計劃」，將以 5 年為期，投入新台幣 1 億元的經費贊助社區活動，此活動計劃是總統大選後，民間企業首次主動以「增進人際交流，鼓勵家留台灣」為目標的最大規模社區活動。信義房屋之所以能投入鉅額資金贊助公益事業，主因即為經營者懂得致富之道。

不是所有人皆能掌握以低價買進舊屋加以整修，再以較高價格出售賺取價差的投資方式。

台灣房地產投資致富有無機會？方法為何？目前是否為投資時機？房地產投資決策分析方法不外乎是財務及非財務分析，若進行個案研究則可能有什麼情況產生？以佳鈴的個案而言，父母是如何決定投資標的及方式？

黃佳鈴：

在投資個案中，土地是自己的。原本以前對於父親要蓋新屋出租給他人，而家人卻住在較老舊的祖厝覺得難以理解，後來則逐漸感受到居住在祖厝中的歷史傳承意義。父親一直認為房地產可保值且為穩定的投資工具，因此對於房地產有濃厚的投資經營興趣。自己對於中正機場的設置對周邊房價的影響的看法是，機場的經營吸引了外來就業人口，使得鄰近的租賃市場得以蓬勃發展。

張金鶚教授：

瞭解大眾投資的方法是很重要的，實務上的投資分析方法不應太過複雜，以適合實際操作為宜，但坊間有許多較實務的投資分析書籍仍有許多問題存在。

P.615 是較為概要式的探討。「時機」為投資分析的第一個關鍵；「區位」以目前的投資個案而言，如高鐵五站沿線縣市、捷運場站是否適合投資？「類型」如目前小套房是否適合投資？雖然每個投資個案因條件不同而有不同分析角度及方式，但一般大眾所關心的關鍵決策因素為何？「How To Approach」的方式並無嚴謹的財務分析概念，往往是人云亦云，盲目跟從所謂的專家意見；在此種情況下，似乎只要能較一般人領先的覺察能力，就能在投資上有所斬獲。

洪式韻：

北宜高速公路預計明年底通車，台北到宜蘭只要 40 分鐘，也因此炒熱了宜蘭的房地產，其中以靠近北宜高速公路出口，並擁有溫泉的礁溪鄉最熱門，許多

電子新貴都搶買農地蓋別墅；由此可知，近期宜蘭別墅熱賣的主要原因應為交通運輸的改善。有些是個人購地自建，有些是建商推案，但因土地屬於農地，仍須受相關建築規範。

張金鶚教授：

How to approach？交通可及性固然很重要，其他如鉅額的公共建設投入等資本化運作下的外部效益，亦為吸引投資的主因。

高鐵沿線是否適合投資？

彭芳琪：

若當地就業人口及相關基礎設施無法支持，則不適合投資。

張金鶚教授：

的確，就目前的情況而言，仍不適合投資。然而養地期間的長短亦可能產生問題，尤其當投資客一窩蜂搶進而炒作房地產時，如竹北就有人為炒作之嫌，嚴重時可能因無有效支撐點而產生投資泡沫化現象。此外，投資時機的考量亦相當重要。

各位有無其他關於投資的心得經驗？房地產投資目前有無機會點？

學習房地產知識者不應僅以投資致富為主要觀點，而應以能購得「財務上可接受而滿意的住宅」及「居住品質佳而舒適的住宅」等觀點來看。應深入分析投資背後的影響因素，以自房地產投資獲得上述兩種「良好報酬」為主要目的。購屋需求案可作為「價值觀」的調查，以瞭解個人心態是偏向購屋消費或投資。

洪式韻：

就自身的觀點而言，若比較「購屋自住」及「投資其他工具以獲取利潤」兩種投資方式，因想隨時更換品質更好的住宅而不會傾向如前者般地以自己的資金搭配貸款來購屋，且因傾向進行短期投資(如股票)以獲得較多利潤，故較偏好後者。

張金鶚教授：

就老一輩而言，通常將購置房地產視為保值的方式，也可稱之為「傻瓜投資術」，即購置房地產後不需特別經營，仍可因持有期間的拉長而產生增值效益。現今一般人的投資心態可謂是一門投資哲學，主要可分為兩種，一為保守心態，傾向以購屋保值，有繼承觀念，以求安全感；另一為具有其他理財觀念而有不同的投資決策想法。

黃佳鈴：

欲投資房地產致富，則資訊的可及性及洞察機先的能力很重要，似乎只要早

他人一步從事有效的投資，就可以獲利且獲利較豐。

張金鶚教授：

資訊的獲取途徑可分成合法及不合法兩種。分析師的意見不一定是正確的，仍須靠投資者自身的經驗或專業判斷。一般人的投資期待(非嚴謹學術性)為何？有哪些成功案例？

彭芳琪：

例如何麗玲如何成為法拍屋女王？也許和人際關係好、人脈廣、旗下有優秀經營團隊及顧問、有其他投資獨門見解等有關。

張金鶚教授：

此為一個可思考的個案。投資成功代表有實際下功夫去實現理想。  
一般人的投資想法為何？現代財務分析法是否會優於傳統財務決策法？

李泓見：

簡單的、資金較少的或較急的投資可能以傳統財務決策法分析即已足夠，因現代財務分析法過於複雜。

張金鶚教授：

關鍵應不在於即時性。

李泓見：

傳統財務決策法可能會低估報酬率，如依照 P.622「還本期限法」的算法，可能會估算出較長的還本期間，故僅能做大致的判斷。

張金鶚教授：

不一定會低估。惟何時應使用傳統財務決策法？何時應使用現代財務分析法來進行投資分析？當有許多替選投資方案時，可能先以傳統財務決策法篩選出最佳者，再以現代財務分析法針對該方案進行更嚴謹的評估。

一般人如何進行投資？現時在採用上有何困境？投資者是否會真的以財務計算分析結果決定是否投資？實務上，經驗法則及投資直覺可能會影響最終投資決策。

P.621「最適法」雖然周全地考量到影響決策的財務及非財務因素，但難以量化比較。一般來說，投資分析中有 70%是非財務分析，有 30%是財務分析，然而非財務與財務分析間有何關連？不應僅受技術面操控。

現代財務分析法的最大盲點為何？

彭芳琪：

由於不清楚何時會銷售資產，因此售出資產時的價值難以估算。

李泓見：

折現率如何決定為另一項問題。

張金鶚教授：

一般人很少使用現代財務分析法的主因為分析方式過於複雜難懂且不易操作。

洪式韻：

一般人對於需要報酬率不甚清楚。

張金鶚教授：

此點應不為關鍵。因個人投資前通常會依據過去投資經驗來決定心中之尺。

黃佳鈴：

現金流量無法準確估算應為一項問題。尤其未來出售房屋時點的景氣情況及經濟環境狀況難以掌握，即未來不確定性高，容易影響價格的估算。

張金鶚教授：

的確如此。尤其是分析時的假設與使用參數過多又沒有把握，即假設條件與使用參數的不可信賴將使投資者多以其經驗做判斷。採用現代財務分析法所產生的缺點不一定是技術問題，因相關統計軟體多已普及。傳統財務決策法容易產生無時間觀念、人云亦云的問題，而現代財務分析法如蒙地卡羅模擬法則不夠大眾化。一般人究竟應如何運用投資決策分析法？應瞭解投資背後的邏輯，尤其是假設條件的合理性及正當性。

P.621「租金指數法(GRM)」有何指標意義？一般來說，依據美國的姆指法則(Rule of Thumb)， $6 < GRM < 7$  為正常水準，即購屋投資租賃市場 6~7 年後，可以租金回收購屋成本(房價)。若  $GRM \leq 5$ ，則代表房價低或租金高，適合投資；若  $GRM \geq 7$ ，則代表房價高或租金低，不適合投資。透過姆指法則可使傳統財務決策法與現代財務分析法有相互連結的機會。

美國關於還本期限法的姆指法則是大約 5 年，若將 P.622 還本期限法公式的分子與分母對調，將可得合理的毛報酬率為  $20\%(1/5)$ ，即現金流量/投資成本=毛報酬率。

台灣很少有姆指法則的建立及使用，若能建立姆指法則並善加使用，則市場運作將有規律性可尋且能產生箝制與引導的力量。

房地產決策如何更有跡可尋？

黃佳鈴：

現金流量/投資成本=每單位資本投入的報酬。

張金鶚教授：

進行財務分析時，最重要者為基本邏輯與假設前提，而不是繁複的運算過程。

## 二、房地產學術思潮論文集—「市場區域勾畫經驗程序的再昇華」的討論

張金鶚教授：

泓見對於本篇文章有何心得？

李泓見：

市場調查方式可解決客戶定點法的一些嚴重缺失。

黃佳鈴：

市場分析在房地產評價中扮演著一個關鍵角色，而市場分析的第一步驟即由競爭個案來定出市場區域範圍，其常用的勾畫方法有引力模型、迴歸、時間距離等。但在定位大地理區時，這些方法可能會衍生一些問題，因此分析師便會運用經驗程序來勾畫出交易地區的目標個案及競爭個案。而經驗程序大多使用客戶定點法，但此種方法所能提供的資訊有限，如僅能描述本個案或本區域的客戶，對於未顯現的人口，其無法描述，但此部份的資料為分析師最感興趣的部分。因此，本文提出另一個可提供較精確、正確的結果的方法，即消費者市場調查方式，並以威斯康辛州的 Sheboygan 郡的碼頭及港灣發展為個案，來比較客戶定點法與消費者市調兩種方法之結果。

### (一) 客戶定點法

#### 1. 方法描述

其認為一個商店或設施的主要交易商圈為一個鄰近的地理區域，該商店或設施可從鄰近地理區域吸引到大多數的顧客群。其區域範圍畫定的程序如下：

- (1) 訪問一群具代表性的顧客，於地圖上標示出客戶的地址。
- (2) 分割地圖成長寬 0.25 英哩小方格，計算被標出的客戶總數及相對每週銷貨量。
- (3) 計算每一個方格的捕獲率（捕獲率=方格內的客戶數/方格內的總人口）。
- (4) 畫定主要交易商圈範圍（以靠近目標設施、具高捕獲率的方格為篩選的標準，再將其方格連接起來）。
- (5) 當預設的設施總客戶或每週銷貨比率，已達預定標準時，即停止再選擇方格。
- (6) 畫定次要交易商圈（以鄰近主要交易商圈、次高捕獲率或銷售額篩選）。
- (7) 畫定第三交易商圈（為貢獻剩餘交易部分）。

#### 2. 運用

- (1) Sheboygan 郡為高度的地方化顧客群，有 94% 的現今船位租賃者是當地居民。

- (2) 原因為 Sheboygan 港較老舊、且不適當的裝備與設施。因此新的碼頭設施將帶來許多遠方的客戶。
- (3) 在競爭個案的分析發現，競爭者提供較 Sheboygan 港更多的服務項目，且擁有較大的商業範圍。

### 3. 問題

- (1) 衝突資訊；(2) 捕獲率的不完全敘述；(3) 代表性缺乏
4. 討論：因為這些難題存在，因此分析者則會部分依據顧客定點的資料，同時亦參考車程時間或距離，來劃定主要及次要市場區域（結果於表 3）。

## (二) 消費者市場調查

### 1. 方法描述

從一群具代表性的消費者中，蒐集資訊情報，並確認其使用的設施場所：

- (1) 定義所欲推論的構成因子母體；(2) 定義樣本取樣架構；(3) 定義樣本選取程序；(4) 確定樣本數；(5) 依據選取樣本的程序與決議的樣本數，選取樣本及調查方式；(6) 從選取的樣本中收集資料

### 2. 分析

表 4 為客源郡-目的郡矩陣，其展現船舶水上活動的總體概況，此相關性的資料是研究碼頭船位需求的優良指標。

- (1) 矩陣分析結果顯示客戶定點法無法正確描繪出市場區域。
- (2) 表 5 為由消費者市調法而來的市場區域，其與表 3 為由客戶定點法而來的市場區域，完全不同，兩者相異處為所提供的資訊不同。即前者提供計算佔有率與捕獲率的充分資訊，但後者卻無法提供。

### 3. 深入分析

由消費者市調法可依下列變數作區隔，而分析者即能運用這些區隔性的比率變數或其他變數，來獲取精確的估計。

- (1) 不活動船的百分比；(2) 五大湖水域船的百分比；(3) 可租用船位的 20 英尺至 25 英尺級船的百分比；(4) 已擁有船位而最少是 26 英尺長船的百分比。

## (三) 討論

消費者市調法化解了客戶定點法的不足及缺點，亦提供了三項優點：1. 分析者可了解未滿足需求的程度。2. 了解潛在需求的上揚。3. 估算誘引需求。由於一般市場調查於時間與金錢成本上的耗費，而造成其缺乏效率性，而不動產又為美國所有產業中，經費投注於消費者研究與產品開發最少的產業，因此造成全美國有如此多的失敗不動產案例。

## (四) 讀後心得

市場分析最主要的目的在了解需求，來減少投資風險，若能充分掌握需求，其產品的定位定價才能成功。而在最後的討論中提及不動產業於消費者研究與產品開發之經費投入不足，其會讓我聯想到國內情形，不動產開發案其資金有時可高達數十億元、甚至百億，但是很多業者卻不願多花個 100 萬來作一個完整的市場調查，而導致開發失敗，損失更加慘重，可見國內不動產開發對於市場調查、

分析亦不重視。

張金鶚教授：

其他同學有無可補充或延伸之處？

李泓見：

本篇的客戶定點法主要在說明主要及次要市場範圍的界定。其中捕獲率應與市佔率的概念類似，即現已推出的供給量。

張金鶚教授：

市佔率及市場範圍的概念不夠具體清楚。

許慈美：

不能純粹就地理範圍去劃分不同等級的市場範圍，應從「人」的角度著手，因人會移動。

張金鶚教授：

「人」的概念的確很重要。

何謂主要及次要市場範圍？

曾建穎：

主要市場範圍係指有最高比例的顧客會前來消費的區域。

張金鶚教授：

市場範圍的劃分有何目的？P.337 中指出 60%~70%的交易銷售量或比率(或客戶)為主要交易商圈範圍，亦即其 60%~70%客戶的主要來源地區，但僅指固定客源而不包括外來客戶。市場劃分的主要目的即為確認多數客戶的所在區域。

黃佳鈴：

另一主要目的應為確認真正會使用消費者。

張金鶚教授：

市場範圍的界定亦與競爭個案的銷售區域及潛在需求者的推估有關。市場範圍若劃定有誤，則該次市場的供需將極有可能產生失衡狀況。定位法有其困境存在。本篇文章的分析方法亦可應用在不動產上，如台北 101 的觀光客不應列入其市場涵蓋範圍，因如此將造成市場範圍的劃定失去意義。

如何劃定不動產投資個案的市場範圍？



洪式韻：

客戶定點法及消費者市場調查法二法的最大差異為樣本選取範圍。不動產投資個案市場區域的劃分因素可能包括人口、所得等，度假飯店的主要市場區域就很難界定，因為客源具有流動性。

張金鶚教授：

如何進行市場調查？可以來客詢問方式為之，但樣本數將因而受限。關鍵應在於如何找到需求者，例如可從已購買者的實際購買類型推測欲購買者的需求。市場範圍應考量到鄰近區域，設法找出確切的母體以進行抽樣調查，瞭解消費者的想法。不動產需求為一種引伸需求，有時是先找出需求再決定供給，有時是先有供給才尋找需求。由仲介搜尋者較可能得到欲購產品的詳細資料。地毯式調查並不適合，因容易浪費時間及金錢。

捕獲率係指捕捉住客戶的比例，亦即在哪一個區域能掌握到多少客戶，例如某個案的客源有 70%集中在天母地區。

唐晨欣：

有關市場範圍的界定，次市場的界定及掌握是很重要的，因涉及產品定位工作，例如台大及師大周圍的產品多為小套房。然而由南部北上就讀的學生，由於老家在南部，市場範圍可能劃分至南部。母體為學生。

張金鶚教授：

不同對象有不同產品定位，應先做市場調查以瞭解市場狀況。

捷運小套房的特性在於可及性高、高單價及低總價，但有供給面的困境，亦有需求面負擔能力的要件。可透過問卷研究需求者的行為，因市場範圍的劃分有時與人的屬性有關。

彭芳琪：

如何找出潛在需求者？因個案未推出前，可能的潛在需求者並不容易發現。

張金鶚教授：

市場需求的界定應先掌握潛在需求者可能的特質，並以不同的方向去求取，但應避免採用試誤(try errors)的方式，以免自有資金嚴重虧損。

許慈美：

P.351 提及可使用普查或其他由政府單位公布的消費資料去分析個案的潛在需求，以避免市調法在時間及金錢成本上的過度耗費。但該種資料的使用分析可能會有時間落差的缺點。

張金鶚教授：

因此除了使用政府單位既有的調查資料外，推案者本身亦需有一定的調查能力。

朱芳妮：

個人閱讀完本篇文章的心得是，定點法及市調法二者最大的差異是消費者選樣範圍的不同，前者僅以商店或設施場所的顧客進行調查，自然容易遺漏潛在需求者，亦無法透過估算相關競爭者的市場捕獲情況來推估本身的競爭力；後者是以整個市場區域抽選消費者而不限於本身的顧客，可代表更大的母體，並估算相關競爭者的潛力，因此對於個案的未來競爭力能有更多的掌握。因此可發現進行市場調查時，選樣範圍的決定是很重要的。

張金鶚教授：

潛在需求如何尋求並加以瞭解？如何設計相關方式以確認潛在需求者？這些皆涉及試圖減少個案失敗機率的目的。從本篇船的案例應用至不動產個案上，理論邏輯應加以調整後始可援用。

不動產代銷公司特別重視客戶的想法及偏好，因此市調法顯得格外重要，因為此法運用得宜將可減少成本、降低風險及避免損失。經驗法則無法全然適用於個案市場分析，尤其當大環境有結構性轉變時，貿然採用經驗法則可能會有疏漏之處。

估價及市場分析為地政界的兩大黑箱，由此可知市場調查分析的困境。

### 三、房地產投資個案討論

唐晨欣：

因涉及建商行為，預售屋可獲得的資料很少。應如何搜尋相關資料？

張金鶚教授：

進行投資個案分析時應注意下列各點：

1. 個案投資目的何在？應發掘問題並試圖加以分析解決。
2. 「應該」與「實際」的情況如何？「可能性」如何？試圖獲得可能的架構，並做假設或模擬加以調整。
3. 找出問題的關鍵並充分討論，分析有無「改進」的可能性，從而獲悉理論與實務上的落差。
4. 尋找「爭論點」，要有「支撐點」以提高「邏輯性」。以減少可能的黑箱(跳躍式思考)及偏誤。

許慈美：

個人的投資分析個案為京華城。京華城的相關資料頗為豐富，為一個具有理想性的投資個案。因其類似國外的購物中心，故可吸引人潮並獲得相當的利潤。個人對其進行 SWOT 分析，其優勢(S)包括面積大、外觀佳、客層涵蓋外國顧客、有整體及主題式規劃、攤販空間的設計可收取額外收入、有停車場所可停車消費等，其劣勢(W)包括內部動線受阻礙而不流暢、因攤販空間規劃致破壞整體感、無獨特性致替代性高等，機會(O)包括潛在顧客多、外來顧客的成長等，威脅(T)包括因鄰近其他百貨商圈且同質性高致替代性亦高、無聚集效果、人潮交通擁擠、離大眾捷運系統較遠、對於多搭乘大眾運輸系統的外國觀光客不具交通上的便利性等。

張金鶚教授：

個案投資的「關鍵」較 SWOT 分析重要。京華城個案是成功或失敗？若為失敗個案則原因為何？

許慈美：

應為失敗個案，此因區位上的劣勢所致。

彭芳琪：

個案若無特色，販售產品若無多樣化，則容易失敗。

張金鶚教授：

「關鍵」為何？「優先順序」為何？應找出問題的癥結所在。

購屋中心的可及性及聚集效果很重要。

很多市場分析都是先有答案才進行分析，因有困境、盲點及瓶頸，有待突破。