

房地產投資與決策分析第十二次上課記錄

時間：2004/05/10（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：唐晨欣

出席：張金鶚、李泓見、曾建穎、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮

一、上週相關探討回顧

拇指法則：拇指法則的意思就是指一般決策的法則，屬於一般經驗法則。拇指法則在美國是判斷投資的重要依據，但是在台灣比較少運用到此法則，原因在於目前台灣市場分析的資料仍然是不充足的。雖然台灣有「七年景氣一循環」此項說法類似於拇指法則，但是此說法不一定能夠被引用，因此學界應該建立更多簡單、好用的拇指法則應用於投資分析上。

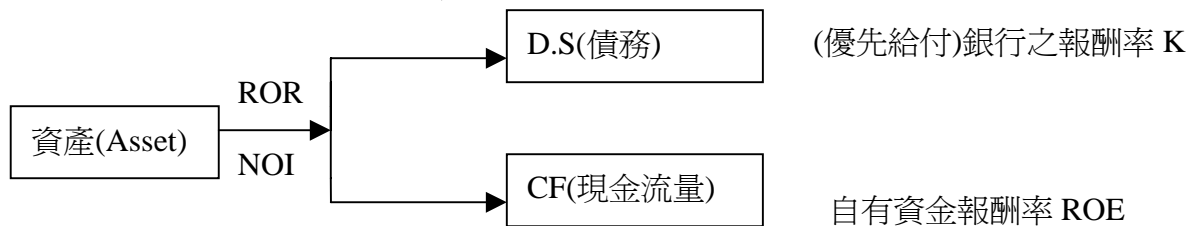
二、第十三章 基本財務分析模型

(一)有關於基本財務分析

- 1、在做投資分析時，有關於財務方面的分析，可能分析的應該先做一分析，但是基本的財務分析沒有考慮到現金流量的概念，其現金流量的時間只有考慮第一年的時間，其他年的現金流量均未考量，此為其缺點。且財務分析也並非是唯一的分析法則。
- 2、在做基本財務分析模型時，應該了解正、負槓桿、報酬率等概念。國內外對於財務分析的作法其實是有差異的。而課本中所列出的 EXCEL 表，是為了要幫助模擬投資分析的情境，找出自有資金或者是增值率的決策點。但是模型也有其優點與限制。

(二)P. 638 ROE=ROR 之探討

- 1、ROR 為資產總報酬率，其分為兩個部分
 - (1)K：貸款常數(隱含貸款者之報酬率)
 - (2)ROE：投資者自有資金報酬率



(3)ROR、ROE、K 均為比率之概念。

(4)

$$ROE = \frac{CF}{Equity}$$

$$K = \frac{DS}{Mortgage}$$

$$ROR = \frac{NOI = DS + CF}{Asset = Equity + Mortgage}$$

當 ROR=K，則 ROE=K，且 ROE=ROR，即

$$\frac{NOI = DS + CF}{Asset = Equity + Mortgage} = \frac{CF}{Equity} = \frac{DS}{Mortgage}$$

正槓桿之情形：ROR>K，則 ROE>K，且 ROE>ROR。

負槓桿之情形：ROR<K，則 ROE<K，且 ROE<ROR。

負槓桿是另一個投資準則，意涵自有資金的報酬<貸款的報酬，因此不應該投資；反之正槓桿則可投資。

(三)P. 661 國內案例之探討

- 1、在此案例當中，運用基本財務分析所計算出來的資產總價約為 300 多萬，但是此房屋原本之購買價格約為 1000 萬元，其中差價的 600 多萬是如何產生出來的？在此案例當中，運用修正後的基本財務分析，加入假設本案例每年房地產增值 10%，以計算出 600 多萬元的差額。
- 2、就台灣的房地產投資市場而言，以租金來賺取增值是比較困難的。目前房地產的報酬率，一般來說名目報酬率約為 22%，實質報酬率約為 11%。但是報酬率的計算是非常困難的。
思考：如何計算報酬率才是最合理的方法？對於模型的適用性是否合適？
- 3、國內目前沒有 DCR 之概念，大部分的銀行貸款的方式是以總資產價值的 6-7 成作為貸款的依據。但是國內這種貸款方式是否可行？是否有突破的空間？都是值得思考的問題。
- 4、對於本來案例的增值假設其實有些缺失的地方，那就是現金流量在當期是不會發生的，而是要等資產賣出之後，折現回來才有所謂的增值。因此這裡增值的概念應該要再擴大才行。而在尚未賣出之前，也應該考慮週轉成本的計算，對於財務分析才比較嚴謹。

- 5、在此案當中，隱含每年的現金流量都有計算增值，但是這些增值在未來才會發生，雖然這些增值價值在目前是看不出來的，但是在未來賣掉資產時，就會產生一筆增值價值，因此增值價值應考慮進去。
- 6、在本案例中，本金並沒有被計算進來，但是其實本金應該被考慮到計算當中，因此這也是本模型的一個缺失。
- 7、對於增值率的計算而言，增值率又稱為資本利得率，此報酬率在國外常用租金來估算。但是就國內的情況而言，租金並非佔報酬非常大的比例。但是在本案例中會運用 10%之報酬率，以目前的情況來看，可能會覺得不合理，但是 10%的估算是以長期的經驗累積所求得的。

目前不動產有四種獲取利潤的方法：

- (1)從貸款中獲取利潤：從貸款中獲取的利潤非常有限。
- (2)從買進賣出的資本利得中獲取利潤
- (3)從經營中獲取利潤：也是非常有限，約 2-3%。(此 2-3%的報酬率是看自有資金投資的部分(ROE)來看報酬為何。)
- (4)從稅賦中獲取利潤：更是有限。

我國獲取報酬率有一大部分是由資本利得中獲取的。以過去長期的經驗來看，房地產的資本利得約為 10-12%。而增值率對於台灣的市場分析是一個很關鍵的因素。

- 8、對於平常所做的房地產指數，就是報酬率、增值率的概念。所謂的房地產指數就是在控制品質下所求得的標準單價。房地產指數的改變就是代表不動產價值報酬的變動。而有許多股票走向、市場分析，也都是會依據房地產指數來做分析。而所謂的指數變化就是將指數兩者相減後，求得報酬率、資本利得率。
- 9、而就台灣目前的情況而言，從經營中獲取利潤的情形似乎還是很少。
思考：目前台灣較少使用基本財務分析模型，只是比較大的公司在做財務分析時會使用到，但是一般的投資客、散戶幾乎是不會使用基本財務模型，因此要思考的是：基本財務模型少用的原因是什麼？真的是使用上很困難？還是散戶不會使用、亦或是有其他原因，都是我們要思考的。

三、市區購物中心與郊區購物中心競爭之比較研究

(一)討論

- 1、在這篇文章中，雖然是探討有關於市區購物中心與郊區購物中心競爭之比較研究，但是似乎比較少看到兩者的比較，而是看到模型的探討以及產品定位、消費族群似乎是探討的重點，而在區位的比較上較少探討。然就市

區與郊區的比較，可以以課本 P. 371 的表來看，在這個表當中，將購物中心的型態、區位分為四類，其中有一個購物中心就位於市中心，因此在這邊應是做市中心與郊區購物中心的比較。

2、國外的購物中心與國內的購物中心相比，國外的購物中心是因為郊區化才促成購物中心的產生，但是在台灣郊區化的情形其實並不明顯，但是卻將國外郊區化的購物中心模式引進台灣，這可能是造成國內許多購物中心失敗的原因。像是京華城就是把國外的購物中心模式引進國內的市中心來進行，因此在這樣全部引進的情況下，就會造成失敗的情況。

3、國外的購物情況是：

郊區購物中心	市區購物中心
大多使用自有汽車	大多使用公共運輸系統
封閉式的空間	開放式的空間(很多店面聚集)

對於京華城而言，京華城位於市中心內，且採封閉式的空間，雖然封閉式的空間能夠營造購物的寧適性，而且這點京華城也有營造成功，但是位於市中心的購物中心，似乎不適合採用封閉式的空間，而應採用開放式的空間較佳。

4、市區和市郊的購物中心之所以不同，在於市區的地價高，因此使用的強度高，反之市郊的地價便宜、因此可以使用的面積比較大、樓地板面積大，可以販賣的種類也就多。且郊區的購物中心必須要有多樣性，兼具娛樂與休閒的功能，才能讓人能夠在郊區的購物中心待上一整天。

5、而對於購物中心而言，定位也是一個很重要的因素，京華城失敗的原因就是在於定位不明確，與它同期開幕的微風廣場，由於走的定位就是屬於高價位，由於定位明確，因此微風廣場就比京華城來的成功。

6、在課本中所的到消費者選擇模式概念架構中，有探討到許多影響消費者購物的因素，其中也有包括購物因素與非購物因素等，對於消費者而言，究竟哪幾個因素才影響購物的關鍵，這是我們應該思考的問題。

(1)在課本中所提的氣氛：應該指的是購物中心所營造出來的一個感覺，如：華納威秀附近的商圈，所營造出來的氣氛就是很歡樂的感覺。而氣氛也是影響人購物的很重要一個因素。

(2)對於購物中心而言，可及性是一個很重要的因素，所謂的可及性不只指距離的長短，而是指交通運輸系統便利與否，如果可及性高，則會增加人們前往購物的機會。其次一個很重要的因素就是種類的多寡，對於購物

中心內所賣的種類一定能夠吸引消費族群來購買。

(3)於課本 P. 373 表 1 的實證結果中，可以看到有許多因素被列在上面作探討，而我們所要思考的是這些因素的係數代表的意義為何？是否可以看出哪一個因素對於購物行為才是最重要的因素？

7、就課本的 P. 368 所提到的「市中心相對有較便宜的價格」這句話來說，似乎在國外是適用的，但就國內的情況而言，似乎是不適用的，因此可見國內和國外的情況仍有很大的差異。

8、對於課本上原來使用的 Huff 模型，只有旅次、時間、距離、購物中心規模等因素之探討，但是卻缺乏人的行為的探討(如：所得不同、性別不同是否會造成購物行為的不同)。而在分析購物中心的行為時，應該要鎖定客層來分析，才能得到更精確的答案，因為每個人的購物行為均不同，因此如果沒有鎖定客層，一定會造成分析不精確的情況，在鎖定客層後，才能了解不同的人所作的消費選擇為何。

9、對於購物中心的一個很大的問題就是尋求停車位的問題，因為在台灣停車本就不是一件很容易的事情，像是在京華城附近，由於機車的停車位非常少，因此會降低人們前去購物的慾望。且京華城的停車費非常的貴，也是造成人們不願意前往的原因，像是一些大賣場，如：家樂福、好市多等停車不需要收費，且停車位又多，這是讓人想要前往購物的一大誘因。而如果未來能夠將捷運系統與購物中心作結合，應該可以帶動地區的發展，也可以增加人們前去購物的機會。

10、而對於停車的問題，同樣在華納威秀附近也很難停車，但是仍然吸引很多人前往購物，顯然停車位的有無雖然很重要，但是產品的定位、區位的決定似乎更重要，如果購物中心本身吸引人，自然就會讓人想要前往購物。

11、而對於京華城自成一家，附近均沒有其他的商家可供逛街，封閉式的空間，可能也是造成人們不願意前往的原因。但是對於大型的購物中心而言，以將零碎性的零售業經營空間給吞噬掉了，因此小商店不願意在大型購物中心旁邊經營，大型購物中心為了吸引不同的消費顧客，也不會將這些經營空間留給零售業市場，因此這是一個值得注意的現象。而就上海新天地來說，就是屬於一個開放式的空間，不但有餐飲、購物空間，更有許多的造景來營造氣氛，但是缺點就是很容易受到天候的影響。

12、在探討這篇文章的時候，應該要將自己本身的經驗落實到分析當中，加

強自己的觀察能力，將現實與理論作結合，才能更了解文章的內容。

- 13、對於國外的情況而言，只有郊區才有 shopping mall，市區並沒有 shopping mall，因為郊區和市區的環境不同，因此在了解了國外的環境之後，如何應用到台灣的市場、並且了解台灣的購物行為，才是不動產分析中一個重要的關鍵。
- 14、購物中心被要求多樣化，但是又被要求要有明確的產品定位，這兩者之間似乎有互相衝突的地方。有些購物中心也許是定位在中價位，但是其客層可能一部分被高價位的購物中心吸引走，一部分客層被低價位的購物中心吸引走，因此可能會造成中價位的購物中心有定位不明確的情況發生。但是購物中心三種價位的定位都會存在，但是地點是一個主要的關鍵因素，在什麼樣的地點放置什麼樣價位的購物中心才能吸引顧客，才應該是考慮的關鍵，與價位的訂定較沒關係。
- 15、從文章中可以看出國外的模型中，右邊項的影響因素才是決定的關鍵，市場分析就是在尋求一個可行的方法，如何掌握一個方法來做分析研究，才是最重要的。而在文章中使用 logit 模型，利用巢式模型的概念，將關鍵因素一層層的放置，如：購買的目的、地點的確定等，都會影響購買地點的決定。
- 16、購物中心在台灣只是剛開始起步，因此在台灣的市場上資料可能沒有那麼充分，但是在本文中是以問卷調查的方式來做市場分析，或許在台灣也可以應用此一方法來做分析。而事前的市場分析也是一個非常重要的因素，如果能夠在投資一個案子之前先做充分的市場分析，也許就能夠避免掉以後失敗的因素。

四、長庚養生村產品的探討

- (一)長庚養生村目前是以出租的形式來做一個銷售的方式。由於台灣老人化的情形越來越嚴重，因此此產品推出就是為了讓老人能夠投資租屋使用。
- (二)目前有關於台灣的老人社區不多，並且設施也不完善，如：在政大附中附近就有一個老人社區，但是老人社區與學校設置在一起，是否會造成寧適性的低落，又此老人社區位於山上，交通運輸較不方便，又沒有醫療設施在附近，有可能會造成將來運輸的困難。
- (三)對於此項產品，吸引許多國外歸來的人購買，是否代表著落葉歸根的情形。或者是台塑集團的優良形象而形成產品的保證？又此一社區位於桃園龜

山，雖然有優良的長庚醫療團隊可以就近醫護，但是此地點是否過於偏僻，反而造成許多的不方便也是需要探討的。

- (四)對於養生村的概念固然很好，但是中國人有忌諱凶宅的習慣，因此老人住宅會不會在第一波造成熱賣，但是第二波之後可能就會有乏人問津的情況產生。因此這個住宅考驗著管理者的不動產經營管理的能力、醫療設備的機動性，避免凶宅發生的機會。

思考：養生村與养老院的區隔為何？目前台灣公立的养老院也是非常的少，管理完善的养老院也很少，但是區隔最大的一個重點就是在於長庚養生村有長庚醫院有完善的醫療團隊作後盾，因此才會吸引許多顧客，因此一個產品必須要有吸引人的地方，才能展現其特色。

- (五)對於目前養兒防老的觀念越來越淡泊，老年人不想要再依靠小孩子過日子，因此是否會有「老人離巢」的情形發生，也應該做一個探討。

- (六)養生村此項產品的吸引力目前是有知名企業、長庚醫療團隊作為後盾，但是只有醫療設備，似乎仍不夠完善，應該再想一些更優的設備，加強養生村的機能。

五、寵物住宅之探討

- (一)在芳琪的作業當中，有提到目前養寵物的人越來越多，尤其是不婚族、單身女性，都喜好養寵物，但是在台灣的環境當中，很多住宅是不利於寵物居住的，甚至公寓大廈管理條例也都規定不能夠在公寓裡面養寵物。因此為了考量寵物的需求，是否也應該有一個寵物社區，讓寵物有一個開放的空間能夠自由活動，也可能照料寵物的安全。而這個社區是有愛寵物的人才會願意為寵物花錢購買，因此寵物社區的設置不僅是為養寵物的人設計的，更是為愛寵物的人設計的。寵物社區的概念是由最近新興的寵物餐廳的概念啟發而來的，由於目前的寵物餐廳有推出主人有一份自己的餐點、寵物也有自己的一份餐點，因此造成許多養寵物的人喜愛。而且目前也有許多寵物旅館，讓主人在出遠門的時候能夠安置寵物，因此如果有一個寵物社區的存在，主人出遠門時，就可以就近請鄰居照顧，不需要再送寵物至寵物旅館，而且寵物社區可以結合寵物醫院，更加完善照顧寵物。

- (二)寵物公寓此一概念在市場上的區隔是非常明顯的，而且養寵物的人非常的多，因此對於市場需求來說，應該是有這樣的需求存在。但是寵物的種類繁多，是否要照不同種類的動物設置不同種類的寵物住宅，也是在產品設計時所要思考的。而對於小狗而言，每一隻狗都有自己的區域範圍，因此可能在新進駐的狗就會被其他的狗排擠，而造成犬吠的情形發生，造成吵雜的情形。因此寵物住宅的設計，應該是要了解寵物的習性，針對寵物的需求來設

計，避免吵雜等情況發生，這樣的產品就會有賣點存在。

(三)由於有那麼多寵物聚集在一起，因此寵物有可能需要結紮，以避免空間爆炸的情況發生，而是否有一個公共空間的設計，也是在產品規劃的時候一個重要的問題。

(四)此外，公共衛生也是必須考量的因素，例如：需要溜狗的時候，排泄物的處理也是一個很大的問題，在產品規劃的時候，也要考量到公共衛生的注重，以避免造成鄰避性的現象產生。

六、個案探討

(一)個案應該尋求一些有創意的個案，例如目前綠建築的設計是非常新興的，標榜其為優質住宅，結合環保與住宅的優質性。

(二)另一個有趣的住宅型態為陶瓷屋，所謂的陶瓷屋有點類似美國的洋房，每一棟都有自己的特色，而且可以很快就興建完成，標榜又快又好的建築。雖然市場分析的結果，針對 100 大有錢人做為樣本採集的結果，認為是有其市場可行性，也有這樣的需求存在，但是這項案子只進行到一半，就因為公司的非本業經營失敗，而全面收手，因此這個案子也就未繼續進行完成。