

## 房地產投資與決策分析第十五次上課記錄

時間：2004/05/31(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：彭芳琪

出席：張金鶚、李泓見、曾建穎、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、唐晨欣、朱芳妮

房地產投資與決策期末報告繳交期限：七月底之前

### 第十六章 房地產投資報酬率分析

張金鶚教授：

本章第 754 頁中表 16-11 的自有資金報酬率 117.06% 應再除以 4，才是平均年報酬率，約是 29.27%。自有資金報酬率應大於 ROR 才是合理。本章內容頗重要，尤其是矩陣表，是以台灣過去 20 年的實例來作應用，可看出過去 20 年來年平均報酬率約 11% (MIRR)，價格變動的平均年報酬率 (ROR) 則是 22% 多，大家可思考為什麼房地產是適合中長期投資？投資的時間又該是多久才會具有良好的收益？

洪式韻：

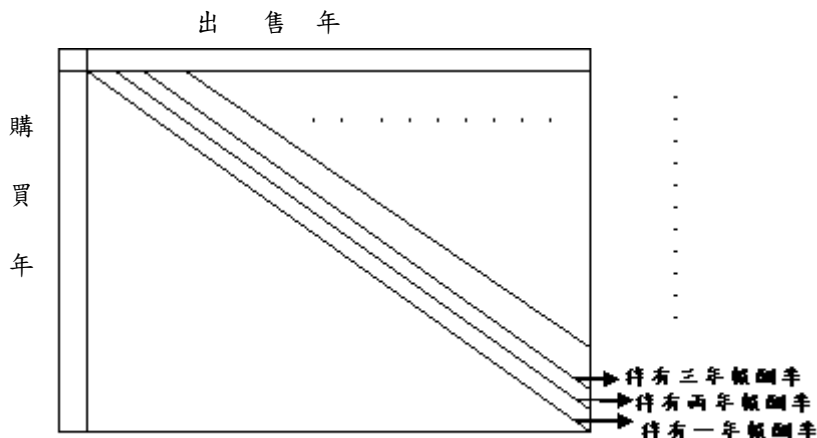
由課本中可看出房地產隨時間增長而報酬越大。

李泓見：

可從課本第 783 頁圖 16-3 中，約從 5 年後報酬開始變大，而 20 年則達到了最高水準。

張金鶚教授：

- (1) 課本第 783 頁中看出自 5 年時報酬便呈現較為平穩的狀態，之後變化不大；而風險則可從第 785 頁圖 16-6 約 7、8 年風險開始變低，因此表示不動產至少持有 5 至 8 年以後才會趨於風險與報酬平穩的現象，矩陣表中各對角線分別代表持有 1 年、2 年、3 年... 的報酬 (如圖 1)，但此矩陣的缺點是，中若在樣本數太少的時間可能會容易受到樣本極端值的影響，而不夠平穩。其中圖 16-21 ROR 是一般人僅考量價格變動下的想法，圖 16-22 MIRR 才是實際的報酬。



(圖 1)

- (2) 最近曾以 ROR 來推算近十年來的房地產投資，報酬率是呈現負的現象，此報酬率的估算是以“標準住宅”的概念，在固定品質之下討論報酬的變動。然這並不代表房地產便是一項不好的投資工具，而是應該同時與市場上其他投資工具來作比較以決定是否投資。大家可看看本章後面有估算股票與房地產的報酬，來看看兩者的關係如何，以及對沖效果又是如何。課本中僅以整體大盤來對衡量，同學也可試著嘗試用營建股與房地產的報酬來衡量。
- (3) 課本表 16-31 是考量僅持有一年時的年平均報酬率，因此報酬率較低，譬如於民國 60 年買而於 61 年出售時，報酬率是-19.03%，而以短期持有時股票的表現似乎是較好的投資工具，但風險相對也較大。再者，由於房地產持有一年時是較為不利，因此報酬率最低。若同學觀察在不同時點不同持有期間下，對照這幾個投資工具的報酬率，公平客觀的作法應是必須在各個投資工具的矩陣中每一格報酬率來一一比較。

許慈美：

課本第 751 頁中表 16-5 的 ROE 是如何計算出來？

張金鶚教授：

此處應純粹指買進賣出，以第 746 頁中的表 16-1 來推估第 751 頁的 ROE。

## 第 5 章 房地產交易協商、經營管理、與結束處份

張金鶚教授：

本章是屬於討論式的想法，分成三部分——買進、經營、結束處份。

- (1) 買進部份的協商是很重要的，課本中提到的「不要壓榨最後一毛錢」是意謂在創造雙贏的交易，有時協商的目的並不是為了完成交易，因此如何讓協商達到心中真正想要目的才是最為重要的關鍵。
- (2) 房地產的經營管理是越來越為人所重視的，經營管理令人重視的是現金流量的收入，主要不在獲利與否而是在於能否支應週轉的成本。雖然本課程是在談論房地產的投資與決策，但我認為其實不動產首應注重的仍應是回歸消費層面，而非僅為獲得資本利得，70%消費財性質，可不將是否獲利列為首要而是注重消費使用的舒適於否，30%才是賺取資本利得。經營管理未來將越來越朝向專業化發展，其中不只應注意硬體的管裡，也應有財務方面的管理。
- (3) 房地產的結束處份台灣一直進行的不是很好，特別是「交換」的部分，仍有許多可討論的空間，如當初九二一時公有地與民地的交換也是問題叢生，而台灣未來不動產處份的方式或許可以再有更多的選擇，如正常不動產採取拍賣…等。

## 房地產學術思潮論文集--第 14 篇 用蒙地卡羅模擬實驗進行敏感分析應用之介紹：以古蹟保存為例

內容介紹：略

彭芳琪：

GSA 對於學術主要的貢獻在於能在實證資料較為短缺時，以反覆估算的方法找出其與真實體系間最切合的關係，也就是能盡其所能的描繪出真實體系的結果，但本文亦指陳出 GSA 方法仍存在與其他許多統計方法一樣，其分析結果的闡述是需要用到許多使用者的判斷與直覺的，我認為這在使用上會產生極大的一個危險，實證方法的本身除了能將許多隱藏在表面底下的真象以盡可能的方式大致描繪出來之外，也是對於理論上的許多推論給與一個客觀的驗證，使假說能被支持或推翻，因此當一個實證分析結果需要倚靠人工的判斷與直覺時，這便造成了很大的危機，我認為即便是力求客觀的人，也可能在潛意識上對於自身所提出的假說有一定的偏愛，而在研究時多傾向搜尋對自己假說有利的證據來呈現。也就是說，若實證的結果無法明確的給予一個答案或有一個客觀的標準來界定而需仰賴人的判斷及直覺時，這將會造成使用者潛意識的偏向將其解釋為其所想要的結果，因此不同的人對於相同的實證結果可能產生了迥然不同的解釋。

洪式韻：

文章中提到，「作者認為，再多的租稅優惠也無法彌補因為悲觀的經濟展望，而導致古蹟整修活動的衰退」，這似乎意味著儘管 GSA 能夠解決在短期內資料不夠完整的問題，但卻無法將長時間、會隨時間而變動的經濟景氣環境加入蒙地卡羅的模擬中作考量。

黃佳鈴：

本文談到對於古蹟整修的課題，其實應考量的是政策所採取的誘因應是要真正能達到效果。以台灣為例，政府採取容積移轉做為都市更新的誘因，但是仍有可能受到許多的影響，如欲移轉的地區本身的容積條件不符合…等，都將造成誘因的無效。

朱芳妮：

國會應深入瞭解真正會影響古蹟整修擴張的因素，再去擬定獎勵政策，避免誘因認知的錯誤造成立法效果不彰，甚至產生不利影響。

許慈美：

文中談到了 GSA 的缺點，如無法提供客觀的標準以及必須由人為的直覺與判斷等，或許可以運用過去文獻中前人的經驗來作為自己判斷的依據。

唐晨欣：

使用模型時想要得到哪方面的分析結果是應先考量到放入的變數是否符合所欲得到的方向，而在本文中 GSA 模型所投入的因子大多都是估價的折舊因子，但並未放入一些考慮到古蹟無形資產…等因子，這些經濟因素的投入變數不夠多或許也是影響結果的關鍵之一。

李泓見：

在這整篇文章中，利用蒙地卡羅分析認為稅負的改革對於古蹟維護工作並沒有太大的影響，而蒙地卡羅的模擬主要在資料不足的情況下的替代方法，在本文舉出一般化敏感度分析(GSA)對於不動產財務方面的重要性，像是在無法利用實證資料來檢驗理論時，GSA 可以將一些多重因素加以模擬以求出機率分配，藉此計算出可能的營運淨收入。而這種考量多重因素的方法，能改良傳統以單一因子考慮的財務模型，使整個模擬結果更具說服力。

而在蒙地卡羅法應用在財務上有相當長的一段時間，而其真正重要的如何決定其變數的機率分配，這對於整個模擬結果具有相當大的影響，像是利用歷史資料的模擬或是藉由專業者的過去經驗判斷，皆很難確切掌握實際的機率分配，而

這結果對於實驗者將是一大挑戰，若是以一個變數來看其準確度為 95%，及實驗的結果若是中間無任何人為疏失的誤差下，其結果的準確度可能為 95%。但若是有多重的變數，雖然其準確度皆為 95%，但實際的結果可能因為必須考慮到各個變數的誤差，而準確度卻發生下降(0.95<sup>n</sup>)的現象，因此，變數的準確度應該提高，否則其結果的準確度將會降低而難以符合預期的結果，這點應該是要相當注意的，否則忽略誤差的干擾將會造成結果無法解釋。蒙地卡羅法的應用相當廣，在不動產方面後續研究的應該是如何準確地預測變數的機率分配，使得其分析的結果更為準確。

張金鶚教授：

本文可分為兩個層面來思考，第一是方法上，二是古蹟保存的問題。本文也提到了對於傳統蒙地卡羅給定三個值產生原因不明的質疑，蒙地卡羅的困難並非是操作上而是投入變數的選擇，要產生好且精準的結果，對的投入變數是重要的，而對的變數又隱含著必要從整體來觀察。但 GSA 又是應用在資料缺乏時，因此變數投入的適當與否可能難以辨別，這是其困境之一，蒙地卡羅分析未來也可以應用到不動產證券化中。於方法上的不足是同學們普遍存在的問題是應有所注意，本文主要是讓大家瞭解蒙地卡羅的方法及應用，文中的行為組及非行為組隱含門檻的意謂為一種選擇模型。本文討論的第 2 個主軸為古蹟保存的問題，從別的層面來說財務分析也不應是全盤考量的因素，但 GSA 的好處是比傳統的定點分析多了彈性、提供了大家更多的想像空間，但重要的仍是研究者本身所應具備的洞察力以及判斷利才是重點。

## 時間就是金錢--中國時報 91 年 6 月 3 日，第 14 版

張金鶚教授：

本文的目的是提供大家對於機會成本的概念更有感覺，背後主觀與客觀的價值當然也有些不同，但文中提供了具體的算式讓大家衡量出自己的時間成本，瞭解金錢與時間的抵換關係，能讓大家更有感覺。

洪式韻：

文中所提的生活花費應如何量化？

張金鶚教授：

可依據一個月的生活花費來估算，大家可由此瞭解每多睡一分鐘耗費多少金錢，主要是讓你瞭解「折現率」的感覺。

曾建穎：

算式中的稅率為何？

張金鶚教授：

應是以所得稅率來算，也就是應以淨所得、可支配所得來衡量較為精準。

## 時事討論--住展新聞：投資客對小套房鐘愛不減、

郊區休閒住宅的現況與未來。

信義房屋新聞：捷運內湖線因緣際會 動工 2 年商圈房價  
上漲 2 成

張金鶚教授：

- (1) 目前小套房似乎依然十分熱門，尤其政府又續辦優惠房貸後，許多媒體一再報導小套房的熱賣，然這些說法究竟是真實狀況或是僅是媒體新聞的一些說法？而現實中又有多少購屋者會受到媒體的煽動而進場？是否真如媒體所說的如此搶手是應思考的課題。
- (2) 至於捷運內湖動工後所預測會上漲兩成，應是在表價上的上漲，當在控制住宅品質之後實際上則不一定如此，如現在房價的上漲其實真正在控制住宅品質後，漲幅並未如外界所認為的大。
- (3) 近年來似乎又頻繁推出的休閒住宅是否真的是好產品？實際上究竟有多少人會去購買這種產品？其實許多休閒住宅是一推再推，賣況並不如報導如此之好，這也可能是媒體所炒作的假象。許多休閒住宅的興建是在不好的區位，也是應思考的問題。

唐晨欣：

目前個案是作小套房，想針對小套房是否真的投機性產品來作一些探討，但似乎目前所能掌握的資料無法區分投資客與自住客，使得分析上有其困境。

張金鶚教授：

投資客投資房地產的準備主要是評估財務的可行性與否，但自住客由於將其視為消費財，所考量的應是住宅的本質、寧適等，這是兩者最大的不同。建議可針對過去已推出三、五年的個案來觀察其出租率及空屋率是否高來判斷投資客的比例，並分析其行為是否真的符合假設，不應只受到媒體宣傳的說法所左右，試著去還原現實面的情況究竟是如何。