

房地產投資與決策分析第十二次上課紀錄

時間：2012/12/3(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：黃斐

出席：吳健宇、簡淑萃、林耀宗、宋豐荃、張哲瑋、黃斐、吳冠穎、尤聖文、鄒瑋玲、陳力綸、陳蕙瑩

第一部分

房地產投資與市場分析 第 13 章——基本財務分析模型

報告者：尤聖文

- 一、本章目的：發展房地產投資之簡單財務分析技術。
- 二、投資人觀點介紹：現金流量、貸款、投資利潤、正負槓桿
  - 1.投資房地產的現金流量
  - 2.所需貸款
  - 3.投資利潤：投資人希望
  4. 正負槓桿正槓桿：當  $ROR > K$ , 則  $ROE > K$  且  $ROE > ROR$   
負槓桿：當  $ROR < K$ , 則  $ROE < K$  且  $ROE < ROR$
- 三、基本財務分析模型(BFFM) P.641
- 四、重新調整財務結構 P.644  
若景氣好→調高每坪租金、調低(空屋率+營運支出)/GPI
- 五、BFFM 的運用 P.647
  - 達到 3 個短期目標
    1. 投資者的目標：算 ROE、DCR、D/A
    2. 貸款者目標：找  $K(i,T)$ 、DCR、可接受貸款總額
    3. 賣方的目標：可以得知最適出售價格以得到理想投報率
- 六、BFFM 的優缺點優點
  1. 快速了解投資方案是否值得進一步的評估
  2. 不需蒐集太多財務資訊
- 七、 4 個相關注意事項
  1. 參數的估計值要準確(P.648)
  2. 未考慮房地產相關稅負
  3. 未考慮房地產增值部分(台灣主要考量)
  4. 只適用於短期現金流量分析投資是否可行
- 八、修正 BFFM 模型 P.663  
加入考慮：房地產增值、稅負

討論：

老師：很難講說哪個財務模型最好，瞭解每個模型的優缺點以及局限，如何避免財務決策錯誤才是關鍵。學財務的人可能覺得這個模型很簡單。雖然模型簡單，但其實這是經過修正的，適用於台灣的情況。國外的財務模型不能完全適用於台灣，是因為原本模型沒有考慮到資本利得。而資本利得是台灣不動產投資最重要的環節。這章的重點在於這個模型應該如何應用？現實層面如何應用？如何應用於談判？從前一章來看，一般人都不會使用財務模型，靠直覺投資。這裡利用簡單財務模型可以讓你的房地產投資決策更科學。

耀宗：其實做財務分析最大的麻煩是資料的取得，無法預測個案未來的收益。參數的選取、報酬率的設算也是個問題。一般人與其自己花那麼大精力做財務分析，還不如找專業的顧問公司來做。

老：這個模型的參數其實不算多。如果市場分析做不好，那麼參數就選的不好。財務分析主要還是要自己來做判斷，有些參數由自己的心中之尺來設定。所有財務分析只是工具，要想到怎麼樣使財務分析更有效。

淑萃：市場分析比財務分析重要，只有做好了市場分析，某些參數的比例才能拿捏好。

老師：資本利得率是如何得到的？

瑋玲：是不是使用房價指數來推算資本利得？用今年的房價與去年的進行比較，根據房價增長情況來推算資本利得。在台灣投資者不會持有房地產太長時間，短期持有的情況下可以用房價指數來推算。

老師：資本利得確實是用房價來做，從房價指數的變化中來找資本利得率的預期。房價指數的目的就在於此。BFFM 只有 17 個框框，只是一個表格，只要改變參數就會有不同的結果，可以做各種模擬，從而跟賣主討價還價。一定要檢視投入的參數是不是合理的。不同的模擬結果才是財務分析的功能所在。

聖文：由於奢侈稅的關係，現在的投資者都不會馬上轉手房地產。那麼是否可以每隔一年就用 BFFM 再估算一下房產價值，檢視手上的房產是否持有的價值？

老師：的確短期持有的情況不存在，一般是中長期持有。每年檢視不是問題，算出的結果一定要比賣價高。每年作設算並不實際，這樣會導致問題：這樣無法告訴你這個房產要不要賣，第一年可以不代表每一年都可以。只算每年的報酬是否

過關，是不實際的做法。

聖文：現實房地產投資中，最常用的財務模型是什麼？

老師：小案子的用簡單財務分析就可以操作，大案子就用現金流量。其實，每一種財務分析方法都交集起來，每一個財務分析都過關，才可以考慮投資。

蕙瑩：透過現金流量、貸款成數，用前門法算出這個資產真正的價值，從而檢視賣方是不是開價過高。

老師：以美國的財務分析來說，抵押貸款受所得等因素的影響，其實抵押貸款的數值是確定的。由於銀行要出的錢是確定的，自己要出的錢也是確定的，那麼這兩個數值加起來得出這個房子的價值就是確定了。這個房子的開價如果比它高的話，那麼顯然房價就會過高。而台灣則是另一個邏輯，用估價的方式處理房屋價值。

冠穎：美國管理者過度仰賴數據，最後還是要看在用的人最後的判斷。

老師：這個模型跟 DCF 不太一樣，DCF 需要更多的假設參數。當然，不能過度仰賴財務分析，但是沒有財務分析就更加沒有根據。投資的時候可以交叉比對，可以得到更有信心的決定。

## 第二部分

### 房地產學術思潮論文集

#### 第十一章——市區購物中心與郊區購物中心競爭之比較研究

報告者：鄒瑋玲

##### 一. 導言

- 隨著都市成長，零售中心將以最有效率的方式，尋求服務最大範圍的市場
- 市中心郊區化，使零售活動空間分佈變遷，導致都市市中心衰退及經濟問題
- 公部門決策者需知道消費者對零售中心需求形成之市場機制---使市中心購物復甦
- 研究目的：  
建立消費者在市中心、郊區購物中心之選擇模型 與 Huff 模型比較

##### 二. 零售購物模型

- 雷利法則(Reilly's Law)
- 利用重力法則估計兩競爭區位的相對拉力
- 以人口數取代質量
- 公式：計算 A 城市對 B 城市的相對吸引力
- 胡夫(Huff)模型

#### 特色

- Huff 假設所有的購物者皆有相同的偏好。
- 以購物中心的面積變數做為商品種類的代理變數(面積越大，商品種類越多)。
- Huff 改進 Reilly 法則  
使用機率，模型不需要假設消費者會永遠在同一區位購物  
使用參數  $\lambda$ ，消除消費者的負效用和距離平方成正比的假設

### 三. 方法論

- 將 Huff 模型加以擴充的乘法性互動模型
- 參數校估：NCK 模式、Logit 模式

### 四. 假說

- 假設 1：擴充的 Huff 模型，利用規模和距離以外的變數，對於消費者購物決策過程，較傳統的 Huff 模型能解釋更多變異
- 假設 2：若屬性或因素  $i$  被納入，則模式的表現較好

### 五. 消費者選擇模式的概念架構

#### 六. 實證的應用

##### 1. 訪問對象

- • 45 位住在洛杉磯西邊的女性消費者
- • 中到中上階層和高教育
- • 近一半受訪者的所得至少為 4 萬美元

##### 2. 題目設計

- • 衡量至四個可能區位購買服飾的原因及次數
- • 受訪者可在四購物區位以 1~5 尺度衡量 14 個特徵及使用態度
- • 受訪者從家和工作地點到購物區位所花的時間以分鐘計算

### 六. 結論

- 為了政策目的，把所有有關購物之變數加入 Huff 模型，將可有利於觀察結果
- 篩選受訪者的選擇特徵，以符合人口統計學模式的「經濟」購物者（高教育和住在非公寓住宅者），決策者應注意應用範圍只能在人口部門

- 大部分的變數不顯著的原因有三：
- 測試決策過程時，未考慮這些變數
- 缺乏變數而不顯著
- 購物者認為對每個中心的屬性偏好皆一樣，則即使此屬性雖然重要，但在區位選擇上，亦變得不重要

## 八.討論

### 討論：

老師：這本書有很多國外的經驗可以值得參考。美國的經驗是否適用於台灣，這些比較是很有意義的。從比較中我們可以學習到經驗。從購物中心回到房地產來看，如何通過市場分析的角度使得房地產研究更加落實。不同類型的產品，關注的角度不一樣，因為不同產品的因素在不動產上有很大的差別。購物中心需要考慮的因素包含購買店面、區位、報酬率等。比較典型的案例是最後失敗了的桃園的台茂購物中心。台茂建築很好，但沒有聚集人氣。為何成功，為何失敗，這些經驗對我們有什麼影響，我們應該從中學習進而避免失敗案例。現在看起來台灣市郊的購物中心比較不成功，那樣這樣的產品還要不要去投資？這樣的討論很有經濟意義。

瑋玲：購屋中心能不能成功，跟區位、地區的人文特性有關係。在郊外的購物中心案例中，複合型的購物中心更容易成功。

蕙瑩：應該先做市場分析，調查當地的消費需求。

老師：確實是要先進行市場調查，確定哪些變數需要注意的，再建立一個選擇模型。哪些變數是影響成功或失敗的關鍵，這才是我們要掌握住的關鍵。但是複合型購物中心並不代表一定會成功。

豐荃：購物中心進駐的品牌也很重要，品牌的服務會讓消費者感受很好。區位也有關係，台中中心區有點衰敗，購物中心做不起來，反而是在外圍的地方做起來。

瑋玲：台北成功的原因，關鍵是交通便利。

老師：之前有從英國引進了一些購物中心，結果來台灣打了一下就回去了。雖然這些購物中心都很有特色，但是也不行。文化行為很難解釋。

聖文：信義區那邊的商圈因為有一站式服務吸引了周邊有經濟能力的上班族去消

費。

老師：信義商圈的確需求和供應都有，但是最重要是有個好的電影院，方便大家消磨時間。逛街的目的有購物或非購物因素，其中非購物因素占了很大比例的。通過這種對購物行爲的研究或者針對消費者行爲的討論，能幫助我們找到關鍵所在。

哲瑋：夜生活是不是另一種吸引的因素？

老師：更多的綜合性的組合會加強購屋中心成功的幾率，但是不能有排斥效果。怎麼樣讓購物中心更加具有吸引力，應該是有選擇的聚集。要在有限的資金底下做最合適的投資決策。

### 第三部分

#### 個案研究——珀麗灣

報告者：張哲瑋

討論：

老師：以海島式的環境來說，這個個案的房價還算不高。但是，台灣沒有這樣的產品，也沒有這樣的島嶼。以消費者的角度來看，投資者要不要買這樣的產品？台灣的投資者會不會認爲這樣的產品區隔會有不同的市場？不過建商需要有足夠的現金流量，才能開發這麼大規模的房地產項目。還有，因爲香港政府是有計劃的釋放土地，所以才會有那麼大塊的土地。

哲瑋：我會買。因爲建商的品牌很好，而且居住環境又很適合。這個產品用於自住、投資都可以。按照交易數據來看，都是以自住爲多。

老師：如果是自住客買，房價應該是固定的。顯然，這是一個成功的案例，對消費者來說很有吸引力。爲什麼這樣的產品在台灣產生不出來？

耀宗：上層階級的消費心理是想要住得更好，香港高消費人群比較多，可以消費得起這樣的產品。台灣反而比較少這樣的人群，可能無法消化這麼大量這樣的產品。

老師：類似這樣的產品需要有賣點，但是這麼大的地在台灣不好找，台北市近郊的一些島嶼也不太可能。如果個案定位是一般普通住宅，跟市場沒有太大區隔，那就沒有太大賣點或者市場性。

力綸：台灣人比較喜歡精品式的豪宅，不喜歡度假式的住宅，而且台北沒有那麼大的地，度假式住宅的生活機能也是一個很大的問題。

老師：淡水一直發展不起來的原因，跟天氣有關係。一個地方如果天氣氣候不舒服的話，肯定住不久。環境氣候不好，就算個案再吸引，購買者也可能只是一時興起購買，然後就把房屋空置，這樣的個案最後還是不能成功。我們學房地產的人必須學會找到成功的點。