

房地產投資與決策分析第十一次上課紀錄

時間：2017.5.16(二)9:10~12:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622 室

紀錄：楊樺

出席：張金鶚老師、翟珮慈、潘昱至、黃怡潔、黃麟雅、朱智揚、楊博宇、楊樺、呂哲源、張芳璋、蕭士傑、麥怡安、李尚華、申承祐、吳若瑩、谷元

【課堂討論】

老師：

我常說沒有財務分析千萬不能做決策，只有財務分析也千萬不能做決策，決策應該以財務分析做前提；任何分析能量化的要先量化，能夠財務化要財務化，若先做一些非量化的分析，可能造成先畫靶心再射箭的問題，反之，則不會造成嚴重的定錨效應。

財務分析有哪幾種方法？大眾投資法、傳統方法、現代方法。傳統方法和現代方法的差異在有無金流量折現，傳統方法沒有折現，一般用於短期的分析，現代就是時間的折現，房地產投資是長期投資，背後隱含時間的價值。財務分析方法的邏輯不難，就是投入和產出有無對等，若投入很多但產出很少，投資效益很差。一般大眾法不見得有做財務分析，全部是定性的，沒有定量的，最常見的決策方式為每月房貸和房租是否可以對等。

房地產有買進、經營、賣出三塊，每一塊裡面都有付出和收益(net)，它們之間的關係是什麼？為甚麼房地產的財務分析會這麼在意折現？為甚麼要折現？若不折現會發生什麼呢？最常談的地上權，今天早上新聞，國產局的七塊土地，不玩了，為甚麼？這是因為房屋持有成本變高，稅變高一點，但折現回來是不得了的，若不自己去算算看折現，感覺不到折現的力量，我常說地上權 50 年和 70 年有什麼差別，差多少錢？或者 70 年或所有權差多少？

尚華：50 年打 5 折、70 年打 7 折、90 年打 9 折。

老師：

是這樣嗎？它是非線性的，所以 50 年和 70 年會差 2 折？憑直覺就是不對的，前 50 年非常貴，後面的 20 年相對很便宜；京站 45 年，賣價是當時市價的 8 折，一般地上權是市價的 7 折左右。若你不懂財務分析的複利，在買進賣出中，就會差很大。

房地產投資是合夥投資，什麼是投資決策呢？當 $ROE(\text{自有資金報酬}) > K(\text{銀行報酬})$ 時，就可以投資，但現在很多人只要營運淨收益 $(NOI) = \text{銀行貸款}(DS)$ 時，就去做投資，甚至自有現金流量小於 0 時，也敢做投資，這代表自己沒賺到錢，還要從口袋拿錢出來，那為甚麼大家願意忍受呢？因為還有 capital gain，但這是未來的價值還不確定。之前做過研究，短期買房子是低報酬、高風險，這跟投資學上一致。那為甚麼要 $ROE > K$ ？

博宇:自己賺得要比銀行多

老師:銀行說我出比較多

智揚:因為銀行沒有風險

老師:

拿自己的錢來賺錢不厲害，用別人的錢賺錢才是厲害，房地產賺錢在 leverage，不要讓銀行把報酬全部拿走。

怡安:現在銀行怕大家不理它，所以利率一直在降。

老師:

現在銀行都用浮動利率，很少用固定利率，國外則很多用固定利率，固定利率的利率較高，當然現在最好用固定利率，因為未來看漲。若要討論貸款這一塊，有很多的文獻，以後有機會再來討論。

不過，學房地產的投資分析，你能不能了解問題的關鍵在哪裡，這對判斷有幫助，我剛剛說了一些技術面的分析，技術面的分析你要會，若不會，我會覺得你的決策分析有點用猜的，決策是不好的。反過來問，財務分析、DCF 模型、傳統方法(不考慮時間的)，當然考慮 DCF 模型，但財務分析模型真正的困境是什麼?或者自己和親戚朋友買房子時，有沒有用財務分析?

承祐:

如果是好的房子的話，沒有風險，這個風險對銀行和投資者沒差，所以 $ROE > K$ 應該是期待的情況，例如:台北 101 的投資和貸款風險沒差很多。

老師:

ROE 和 K 基本上有預期增值會出現，這都是在算經營中的報酬，如果說預期增值的話， $ROE = K$ 也是可以接受，可是像這兩年的預期增值不好，未來我們也還不知道會不會變差，但大家已經被教育為房子一定會增值。不過這個投資決策，因為我們是合夥投資，我的風險比較高，你的比較低，因此我拿較多報酬，否則我就在幫你賺錢，這就不合理了，但若是很好的標的，願意犧牲，當然也是可以投資，不過在財務上，高報酬高風險、低報酬低風險，才符合比例原則。

回到剛剛問題，為甚麼大家較少做財務分析?比較合理的財務分析法(有折現的方法)背後又有什麼困境?

尚華:自備款夠就差不多，貸款付得起就可以。

怡安:我相信在中東不會有人這樣想，因為都在打戰。

老師:

在戰爭時，美國得租金乘數達到 1，一年的租金就等於房價，正常是 6~7 年等於房價，台灣是 20、30、40 倍，意思是台灣租金不值錢，房價很貴，20~40 年才等於房價。

財務分析到底是有用論還是無用論?或者我們學到財務分析，在買房時也不用，其實我在看財務分析時，不先看財務分析的結果，而先看財務分析假設，所有分析都是先有假設才有結果，投資之所以有趣，是因為未來是不知道的，

是在預測未來，所以應該先看模型的假設是什麼，假設是不合理的，結果當然不合理，要 GARBAGE IN, GARBAGE OUT，很多不懂財務分析的人都是看結果，可是我覺得應該是看過程、假設，裡面折現率是多少，2%升到 2.5%，差 0.5% 差多少？要知道這是差 1/4 的概念，那 10% 升到 11% 有差多少？所以這裡面都隱含時間的力量，當然假設做得不好，結果就會差很大。

假設 DCF 模型通常有兩種，分別是 IRR 和 NPV，這兩個差在哪裡？一般比較喜歡哪種方法？講 NPV 時，還會講折現率，IRR 不需思考折現率多少，因為 IRR 是 NPV=0 時的折現率，所以直接跑 IRR 的模型，在方法上是最簡單的，可使使用 NPV 時，要先思考折現率是多少，使得一般分析師常用 NPV，IRR 通常是一般較不懂財務分析的人在用的，不過當然這兩個都要算，只是背後的邏輯思考不太一樣，意思是很多財務分析都有它的假設情形，若是不瞭解這些眉角，坦白說問題就會有一堆。

承祐：如果市場效率的話，跟心中價格和市場價格不一樣，那哪一個是對的？

老師：

自住當然看心中價格，投資客看市場價格，不能說不一樣就錯。回到剛剛的議題，通常我們算出來的 IRR 都是過高的，為甚麼？

怡安：假設是穩定報酬

老師：

為甚麼？那也有可能偏低啊，可是我說一定偏高，所以為甚麼？第一個是因為它有 n 個解，另一個是 IRR 最大特徵是什麼？背後隱含「再投資」假設。

智揚：因為實際房地產投資，不會賺錢後，又繼續投資下去

老師：

選擇投資標的一定選擇最好的投資方案，我不可能賺到五萬租金就拿去在投資房子，通常是拿去定存，定存的利率很低，存夠後拿去買基金，等賺到足夠的錢，才有可能再投入房地產；賺了十萬、二十萬、三十萬都是買一樣的房子，且最好的投資標的已經買掉了，最多只能買到第二好的，所以 IRR 的假設是被挑戰的，一般看到的 IRR 都是偏高的，因此之後出現了 MIRR，這是給模型兩個利率，會再找一個比較低的利率修正，或者有人是先存款、再買基金，那就是用 FMIRR，背後只是多了很多個修正的利率而已，目的都是試圖讓預測結果接近現實。

雖然 IRR 結果通常偏高，但 IRR 通常是用於不同標的物的比較，IRR 的好處是都已經標準化。那為甚麼大家比較看重 NPV？因為它是在要求報酬下，實際可以拿到的。

投資財務分析裡面，假設背後就隱含報酬和風險，風險就有很多的風險分析討論方法，所以還是希望大家可以去算一下可能的結果，最有可能的結果就是財務分析；但我們還是可以算一下最差的情形，另外算各種條件的是敏感度分析，敏感度之下再做財務分析，也就是計算機率分配的蒙地卡羅分析。財務分析理論上每個都要做，當你做到愈複雜，假設就愈多，背後隱含著不

確定性愈多，所以很多人還是喜歡簡單的模型。若你是一個不動產投資分析者，當然會準備很多財務報表給老闆看，那老闆如何做決策？老闆會選最高的嗎？並不一定，老闆會做綜合分析，但老闆若沒看報表，我也不覺得他會做判斷，所以若換成自己要買房子，你就是老闆，要不要做財務分析？或財務分析到底扮演什麼角色？

房地產投資中，報酬模擬是很重要的，因為房地產投資具高風險性，且通常會借七成的資金，背後隱含著輸了會很慘，賺一百萬，和賠一百萬的感覺差多少，房地產投資通常是全家賭下去的，所以當然要小心一點，若是太小心而買不到房，那也沒辦法，若你是投資客，有賭徒心態，但後來台灣延伸到全部人都在賭，當然就愈賭愈高，價格也愈炒愈高。

回到今天的主題，學房地產的人若沒有學財務分析，沒有深刻的體會，或實際的操作，我會覺得你缺了一大塊，我們一定要做財務後才能做一些決策，但也不能完全依靠財務做決策，財務分析方法有很多種，要了解各種的利弊得失，可是最重要的還是要看假設，假設的關鍵來自哪裡？來自市場分析，市場分析做得好，假設就會做得好，假設合理的話，當然結果也會相對合理，財務分析就會做得好，最後再將投資分析中的心中之尺拿出來看看，才能做出決策。

承祐：

之前，我在在公司的時候，有一個新手做財務分析，多加了一個零也不知道。

老師：

基本上，有經驗的人可以掌握這個數字，這隱含對財務的敏感度是要有的，哪個是關鍵部分，敏感度分析就是找出敏感的因子，如果你是一個對房地產很感興趣的人，你就會找到一些關鍵因素出來，針對那個東西好好的研讀，而現在房地產投資最關心就是增值而已，哪個地方有增值潛力就會很敏感，當然這些算出來的答案都只是讓你做一些參考，所以我同意一般人慢慢培養一些財務的敏感度，了解關鍵因素，累積經驗，我想這些應該是大家要去學習的。

怡安，你們在做都更時，財務分析也很重要吧？

怡安：

我們一般都是短期的，都是看 ROE、ROR 而已，大部分都是做住宅，少數做飯店，那就會分兩段。

老師：

那個不能說做住宅，應該是說賣斷的，長期經營的話，DCF 模型就很重要，若短期用傳統的就可以，一般業界通常不用經營，就買進賣出，時間的成本不那麼重要，所以一般業者都只算到傳統的財務模型，可是若是算飯店、RIETs、辦公樓？

尚華：算到五年後，就很虛了。

老師：所以後面的成長率就很重要了

尚華：還要評估住房率，那很難

老師：

為甚麼在美國房地產財務分析很重要？一個是借貸，就房地產報酬來說，一個是來自經營收益，坦白來說是滿穩定的，所以 NOI 是沒有問題，第二個是買進賣出的價差，第三個來自稅，稅主要是說能不能抵扣，台灣和美國最大差異是房地比，台灣 3:7，美國 9:1，房子會折舊，土地不會折舊，美國的房子占九成，代表建造成本占九成，而且折舊還可以用加速折舊，每年折舊的金額就不少，這些錢都可以抵扣，所以在美國的房子是可以做抵稅用的，因此鼓勵大家買房子，折舊到 5~7 年，就可以賣掉換新房子，繼續折舊抵稅，而台灣抵扣得少，且我們是直線折舊。

另外，貸款的利息也可以抵扣，台灣也有抵扣，但我們是固定的，美國的是利息抵扣，所以借愈多，就可以抵扣愈多，即使如此，美國的自有率也只有百分之七十不到，而台灣不是從抵扣中獲利，是從漲價中獲利，可是我們買房子還是很多，這是因為大家都在賭，另外一個是台灣持有成本低，美國的持有成本高，所以這就是為什麼房地產投資時要算現金流等等的，因為長期經營就會很重要。

最近，台灣因為都更，稅的抵扣才有人在討論，所以這就是為什麼我一直很反對十年的抵扣，若是補助危險老舊房子，我就認了，因為它有落日條款，可是都更條例是這樣的話，那有多泛濫，台灣的房子遲早都要都更，每個都更的房子，十年間都可以只繳一半的稅，這樣台灣的財政會出問題，簡單來說就是大家沒去算過，將來會有多少案件可以用到這個，沒做財務分析，且沒有落日條款，和配套措施，整件事就是很荒唐的，等於全民補助都更，拿大多數的錢，去補助都更，通不通？為了都更不擇手段，政府現在只是為了都更的績效。

怡安：

投資台北市公辦都更，分析結果是可以的，但簽到老闆就不行了，因為老闆說「是台北市，所不投資。」這是因為政治的不確定，就不是看財務了。

老師：

課本上芝加哥投資旅館的例子，完全是買空賣空，有些人就是很會寫漂亮的財務分析，一個一個的借下來後，最後就是買空賣空，意思是說假設很會做財務報表，那是會賺錢的。我看到很多電影，都是寫很漂亮的報告書，來借錢。

【文章討論】 導讀 Alternative Theories of Appraisal Bias

報告人：谷元

報告者心得：

我覺得香港會去把估值降低，創造一個假性經濟的現象，這是非常危

險的事情，我覺得他們太樂觀看待自己的經濟，再來，因為客戶對估價師有很大的影響力，之前上估價實務研習的時候，聽過在次貸風暴時，有 50% 的估價報告書有高估的現象，我在想有沒有辦法讓估價師少受外界的人為干擾。

老師：

剛剛報告沒將表一放出來，表一有寫為甚麼會發生估價偏誤或者有哪些研究在討論。我說過學房地產投資，價值認定是一個關鍵，其實大家都在想說到底值多少錢，雖然我們有一個估價師制度，但所有東西都不可能估準，文獻中也說有一個容許範圍（10%~15%），台灣大概 20%，超過這個範圍，就被認為不可信任。

那偏誤是如何產生出來的？應該要有能力對偏誤近行校正，讓判斷多一些依據。最近碰到很多問題，我們之所以做好時價，其實就是想排除人為偏誤，假設都是電腦跑的，就不會有這些問題，當然這裡面各有利弊，當然大量估價也會有它的偏誤，像是實價登錄資料低買高報等，因此最近好時價也有在做買貴買便宜或是估低估高的探討。

怡安：

估價師為甚麼估得比較低，因為估高，結果賣低，他會被罵，所以估價師估得比較保守，我很難想像這篇文章中說香港的估價師有讓大眾覺得經濟在成長的責任。

老師：

估價有很多種，有都更、貸款、法院的法拍屋等，有隨機的偏誤、系統的偏誤，隨機偏誤是無解的，就是測不準原理，系統的偏誤有解，了解每種的系統偏誤，才是我們想解決的問題，假設我們看到都更的系統偏誤都是偏高的，那我們要知道結果要如何打折，像是我們做好時價的時候，是電腦大數據跑出來的，士淵老師發現一些估價偏低的地區，之後再加一個虛擬變數調整，這就是系統偏誤，例外不同類型的產品也都有可能系統偏誤。

承祐：

在韓國，為了客觀，估價應該要有兩位估價師，他們的估價有差的話，會有一個處罰，他們應該要一起解釋，因為這個差別是有問題的。

老師：

台灣當然也有，我們要求至少兩個估價師，都更要三個估價師，可是如果大家勾結好，還是沒用，例如：之前研究過 R E I T S 的估價，後來發現會有一個領銜估價師，其他都是陪榜的，所以領銜估價師會先做一個，當然拿的錢也會不一樣，另外我們現在規定差距超過 20% 就要找第三個估價師，制度設計的確是可以減少偏誤的原因；假設現在都更條例過了，估價師是雙方共同指定，這是有利於減少偏誤，還是沒有差？所以我們就是試圖找到一個平衡點，讓大家都買單。若是估價師遵守職業道德，還是產生偏誤，代表估價師的功力不好，若找了一個偏誤的樣本，這叫定錨，所以要如何選到好得

比較標的，減少偏誤？台灣因為估價師的方法很少，所以大部分用經驗法則，經驗法則就是偏誤，現在景氣好，就一直估高，當景氣轉折時，不知道如何轉折，當然就估高了，所以我還是比較相信大量估價，基本上減少偏誤，再加上人為調整，因此如何減少人為偏誤就是很重要的。

【個案調查】

三峽北大特區－世界公園

報告人:翟珮慈

老師：台北大學附近可以買到房子？

珮慈：但我覺得再晚就不行了，因為捷運快要開通了。

老師：

我覺得大家的個案報告都滿有趣的，試圖結合我們上過的議題，你們從這裡去檢視個案到底符不符合幾個標準的檢視，買房子至少要有五好一好產品、好價格、好管理、好區位、好時機；剛剛的個案是從是否有居住經驗去挑選，但是當你的假設很強烈時，你會落入很大的風險之中，所以在做決策時，先去挑戰這個假設一下，讓自己可以更開闊的想法。

怡安：你會貸款嗎？一個月要付四萬左右，所以一定要兩個人一起付。

珮慈：會啊。我是這樣規畫的。

老師：

你對房子這件事情會如何規畫？第一個當然是你的巢層(決策程序)，到底是要租還是買，或是跟父母住，想想自己的情境模擬，我覺得這是滿重要的，自己屋涯規畫好好想想。

國賓伊頓

報告人:楊博宇

老師：博宇你自己覺得呢？

博宇：我不會買哪裡，因為它真的很吃客群，我不會特別到山上買房子。

老師：所以你的關鍵是它的區位，並不是價格？

博宇：價格也是考量

老師：

所以價格也是，價格和區位不好。大家去想想看哪些是你決策的因素，訓練自己發現在做房地產投資時，哪些是你判斷的準則。

怡安：請問很多老師住這裡嗎？

老師：

是有老師住二期，但我猜這個案子還是投資客多。重劃區是一個很好研究的地方，第一個重劃區比較貴一點，但機能還沒完善，我覺得對一個陌生的地方，可以想辦法多打聽，或在這先租一陣子，讓自己有真正的感覺、生活經驗，因為這是很重要的決策，尤其重劃區是一個風險滿高的地方，用剛剛的

五好去做檢視的話，二期重劃區的價格都不是好價格，區位也相對不好，但產品是新的，相對是好的。

智揚：

客群鎖定在特定族群，像是在政大工作的老師，平常都待在研究室，只有睡覺回家，這樣就可以。

老師：這是區位條件，小區位是大家需要的，大區位是值錢的。

怡安：請問它有變學生宿舍的傾向嗎？

老師：不會，學生要住那裡不是不可能，但走到政大稍微有點距離。

哲源：上面就是交通問題，像是上班時間就會卡死，小區位不好。

若瑩：

我有點怕量體大，我會覺得有壓迫感，因為住慣了五樓公寓，所以心裡的感受上很壓迫。

老師：

大家想想看過去的生活經驗如何轉換，我剛剛有說過對不熟悉的地方，風險是很大的。