

房地產投資與決策分析第十二次上課紀錄

時間：2010/11/29(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：彭佩瑩

出席：張金鶚老師、丁嘉言、邱逸芬、郭哲瑋、彭佩瑩、戴國正、黎佳貞、蘇曉瑞、黃國榮、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、楊雅婷、林逸杰、楊之寧、吳孟臻、李展豪、梁劭仔、邱煜婷

壹、教科書—第十二章 房地產財務分析方法概論

一、報告者：楊雅婷

介紹房地產財務分析的三種方法，分別為一般大眾投資法、傳統財務決策法、現代財務分析法。(詳細內容請參考簡報檔)

二、課堂討論：

老師：本章的重點在講財務分析，財務有時好像很了不起，一翻兩瞪眼，做決策的時候很有說服力，但是財務的假設過程如果不好，結果也不會好，因此，財務分析的重點不是結果，而是假設與變數的。財務分析又給了妳什麼樣決策的想法，財務分析可以做決策嗎？可以。但是它是決策之中的關鍵嗎？這裡面有得討論，什麼又是決策的關鍵，大家可以去想一想。在雅婷簡報的心得中說明：「考慮因素越多，主觀介入的影響越多。」該講法可能有弔詭。

老師：本章的重點是在三種決策方法：1.一般大眾投資法 2.傳統財務決策法 3.現代財務分析法(含有時間因素在內的方法)。到底決策時考慮越多越好嗎，這三種方法哪一個比較科學，理論上是現代財務分析法，科學的意思在於客觀，科學如果主觀就不是科學，因人而異叫做主觀。雅婷簡報的第四個心得提：「沒有一種投資分析方法可以保證獲利。」顯然有點疑問，方法不會保證獲利，應該是方法沒有保證是最精確的。本章核心應放在一般大眾投資法的討論上，因為實際上在房地產投資的財務分析中傳統財務決策法與現代財務分析法使用上較少，大多都用一般大眾投資法，可以回去問長輩用什麼方法來分析房地產，大眾法成為主流，可以去看坊間的書怎麼寫得，例如以區位、捷運站周遭為投資考量等，社會大眾試圖用簡單的法則來當做投資決策的工具。例如在本人的房地產七堂課的書提及五大迷思都是大眾法的一種解法，如果能早別人一步，可以破解一般大眾投資法，你可能可以獲利，因此大眾法是個重要的討論，我沒有反對大眾法，只是在方法選擇上，哪一個是比較好方法的邏輯，不要按本宣科的讀課本，真正要找出問題的關鍵，要有感覺的發現問題。因此，應該思考三種

方法的差異及關鍵。例如選完五都後，應該買或不買房地產，又逢低買進逢高賣出的時間點的講法又有哪些問題。先問同學，三種方法何者較佳？為什麼？

雅婷：看你學習的東西，會傾向該種方法，會想要驗證你所學的東西，所以一般人可能會用大眾法，而且比較普遍。

老師：不懂的東西可藉由學習取的，剛才的講法好像是懂的人用財務法，不懂的人用大眾法，但問題是，比較這三種方法，哪一種較佳。

嘉言：大眾法應該較好，簡單易懂，大部分的人會因為資訊而趨向同一方向的判斷，因此如果用大眾法，眾多的人觀念會趨於一致，結果可能會較適用。如果說是投資的話，在短期內，想要獲利，應該是大眾法較好，因為短期要獲利，要抓住現在大家的趨勢；現代法的資料取得成本昂貴，處理分析的時間又長，未來變數較難確定。

老師：第一點，如果是大眾法較好，好像學術與財務是無用論，學不動產就沒有意義，去看坊間的書就好，你也可以有異議，老師不賺錢，不念書的反而賺錢。第二點，長期與短期的說法適用在大眾法，應該要小心謹慎的解釋，念研究所，有自己的看法時，也要抓到問題的關鍵。

國正：應該先是用傳統財務決策法再使用一般大眾投資法，才可以找出大眾法的盲點。

老師：每一種方法都有缺失與利弊，一般大眾投資法可以討論，如果其他方法真的無用，那我們就不用學習了，學術成為趣味論與紙上談兵的形式與遊戲而已，如果真是如此，我們學術應該檢討反省，研究半天大家都不相信。

相甫：可以用台灣的股票市場舉例，過往的資料與國外的實證研究，大眾法可以在股市套利；台灣的房地產因資訊不透明，使用大眾法真的可能是可以獲利的方法，例如現在市場上出現帥過頭先生，在網路上散布可以幫人家投資獲利的消息。是不是因為資訊的關係造成台灣股票與房地產市場跟國外研究出來的結果不同

老師：國外的知識在台灣並非不相容，雖然有些文化上的差異，及風俗民情的問題，問題在於還是有些研究與分析方法可以學習與改進。所謂的知識分子、研究生，如果不相信學術要找出更科學的方法，研究只是白忙一場，沒有價值存在，學術只是在象牙塔裏喊口號而已，真的是如此嗎？複利、計算時間、量先價行等方法論也是從學術發展到實務領域上。簡單法則的決策便是大眾法，又房地產為一般人一生中最重要的財務決定，大筆資金的投資，如何購買才是重要的，而不是用賭的來決定輸贏，賭多不一定會贏，久賭必輸，我們都不是預測世足賽的章魚哥，科學就是研究出機率，找出成功的方法。

宗析：大眾法與財務法應該要共同運用，先用大眾法篩選眾多個案，再用財務法分析，例如簡報問題討論第三點：「低風險高報酬」，本身有很大的矛盾。又例如，有學長在銀行工作，花了半年寫銀行借款風險的模型，主要是信

用評分。分析出來風險較高的客戶，應該不與借款，但銀行業務卻說這種風險較高的客戶，銀行獲利較高，實務上與學術上也些矛盾。

老師：好問題，第一個，各種方法都各有利弊，第二個，不同的時間用不同的方法，減少失敗機率，時間是很重要的，投資者如善用各種方法，失敗的機率就會小，第二冊的教科書為市場分析，分析做不好，財務分析就不好，因為投入變數不好，假設變數差，因此各種方法都有限制條件。就投資者而言，應善用各種方法，越是龐大金額的開發案，考量的因素應該要越多，龐大金額的認定也是主觀的數字，研究者應更仔細的衡量，先客觀再主觀，先財務考量再非財務考量，先數量化再非數量，意思是說先客觀，但最終還是要主觀的判斷，這些過程的邏輯與優先次序要想清楚，就好像我說的心中之尺要與市場之尺對話，當然這種講法不大表大多數。學習應非只是為了學位的 Title，學習又與實際操作不同，社會大學派的思考又不同，知識始終有它的價值，知識背後應會有信仰，而非學術的學習只是炫招，我想大家要思考清楚。

曉瑞：選任何方法，都是主觀的，沒有什麼東西絕對客觀，應在於採用什麼標準，例如為什麼要用公寓或大樓的成交價格，為什麼要用區位或交通流量來檢視市場，每一個我採用的條件，都是我覺得合理，我應該拿來分析，所以涉及到，考量因素越多，主觀的因素越多。又如五十年前的客觀，在現在來看就不見的客觀的說法。又我所學的，會驅使我用財務分析來做決策，因為讓我覺得這方法較客觀，這是我所相信的東西，因為我的背景所造成的，所以當每個人的背景不同，選擇的方法不同，大眾會選擇大眾法，因為他相信投顧老師，相信市場聽來的流言。

老師：我覺得背後是有知識性的存在，有過去現在與未來的驗證，科學研究就是要避免太多的主觀，當然每一個決策都有黑箱，大與小的問題。選怎當然有客觀性，是綜合大家的看法，主觀是個人的看法，例如真理，不是大家說、積非成是就是真理，真理還是真理。例如宗析討論的是，手邊的工具越多越好，經驗、成長與知識的累積對於判斷是非常重要的，才會越來越精準，在什麼時間用什麼方法，因此，適當的決策過程與方法是非常重要的。相信主觀的信仰，這是一種討論方向，但是關鍵在於這種方法有沒有用，非在於所學的背景，非學過才相信，相信才學習；學習後才相信是不同的觀念，知識有用才要學習，其他人沒有學習，也牽涉到知識有無用論，有人沒學是沒有機會，有人不學是因為認為知識沒用，統計、跑迴歸不需要呀，但最後的關鍵核心還是在於知識有沒有用，有用就要多學習，而不是只是學到了，去用而已，否則我們來學習的目的與意義在哪。當然，特殊個案不能拿來比較，這是一個大數法則。

佳貞：應該不是學術無用論吧。

老師：我相信學術應該不至於無用，很多人都是工作之後才又回學校來學習。財務成為研究的一大領域，應該有它的道理與用處，市場上的投顧老師，並

非主流，房地產有很多地方可以用科學來改進，或修正不足的地方，讓我們在做決策時，能減少失敗的機率。例如看學術期刊，並非只是看複雜的數學模型，背後應該有許多有用的東西，而不是不懂，而說他沒有用。這堂課很可惜還沒有討論到大眾投資法的內容，如果我們拿坊間的房地產投資書來看，很多都是講不清楚的法則，但是大眾投資法則又是很有趣的，是非常值得討論的，應該是如何深入淺出的探討，或是有經濟意涵的討論，又可以思考如何破解大眾法投資法則，將是一個有趣的探討。

貳、房地產學術思潮論文集—第 11 篇，Donald H. Bleich

市區購物中心與郊區購物中心競爭之比較研究

一、報告者：陳相甫

簡報本篇內容，並舉例台灣的購物中心，例如桃園台茂購物中心、新竹風城、高雄夢時代、高雄藝大世界等，並提出三個問題討論。（詳細內容請參考簡報檔）

二、課堂討論

老師：報告的很好，尤其是後面的問題討論，這才是跟我感覺比較對的簡報。本篇討論的議題偏向房市分析，以市區與市郊的購物中心領域來探討，可以想像成房地產的市場，是在市郊或是在市中心，討論的重點在開發商的決策與消費者的行為，哪一種模型，又怎樣來改進市場分析的邏輯，把消費者的行為加入，真正的關鍵性變數，文章中的分析得到的訊息又是如何，運用胡夫模型、邏吉特分析，找出何者變數才是要分析資料的核心。本篇以購物中心為例，找女性當做市場調查的目標，這也是一種目標的選定，因為女性對消費購物較具敏感度。如果是住宅的房子，如何用市場分析來找到你要的消費者，這也是一種想法。

孟臻：老師您認為夢時代經營不善嗎？

老師：南部的消費與人口市場有限，需求較少，但夢時代的規劃的空間是不錯，但相對於台北市內湖的美麗華，因為台北市場較大，高雄市場較小，相對的高雄夢時代的規畫可能太大。在美國都市與郊外的情形，因為都市土地貴，消費者重停車便利性，使得都市的賣場減少，郊外的賣場增加，郊區打敗市區，市區就衰退。本人在美國費城念書的時候，市區有都市更新案，重新開發改建成與郊區類似的寬廣賣場空間，使得消費者回流到都市，商場也逐漸被大賣場打敗，美國的大賣場也見就轉變為 Outlet 的形式，專門在賣名牌過季商品來吸引消費者，台灣也漸漸引進，是學習與複製行為，研究較不有趣。也許高雄夢時代的經營過大，人口與市場較少，但我沒有

在做這方面得太多研究，了解程度有限。因此，有沒有做好市場分析，就是問題的核心所在，關係著成功與失敗。都市型的購物中心，較成功的區域應在信義區新光三越 A 11 的附近，忠孝 SOGO 雖然位於忠孝復興雙捷運的交會口，但逛街空間與環境的舒適感並非很好，找出成功與失敗的原因來檢討。又百貨公司的樓層規劃地下室一樓常規劃成美食街，一樓規劃成化妝品專櫃，是否可以從新調整，會是個有趣的研究，因此市場的調查會是關鍵之一。

庭萱：中和環球影城的購物空間與規劃不錯，以前住在那附近，那是一個適合全家大小逛街與購物的地方；而忠孝 SOGO 偏小型且為市區型的購物中心。

老師：中和環球購物中心是冠德建設董事長馬玉山所投資興建的，環境與規劃的空間當然是比市區的百貨還要好，根據本人的了解，前三年財務是虧本的，但最近有轉虧為盈的跡象，冠德建設董事長馬玉山認為該購物中心是賺錢的，因為土地資產的價值增值的非常快，因此，冠德建設在板橋五鐵共構的車站裡，又投資第二據點的環球購物中心，經營多角化的目的在於控制 Cash Flow，使資金流動順暢，可以生存下來。因此，高雄夢時代前三年的虧損，不見得是失敗的案例。又桃園台茂購物中心的設計師我認識，基本上空間規劃設計得不錯，最具特色的是停車場的設計，使車子可以到達每一層樓的購物中心，便是購物中心依附著一棟立體停車場的概念，但是設計並非關鍵，顯然市場才是關鍵。又例如台北京華城的球型建築物，其設計的動線很容易讓人迷失在該空間中，不論在逛街或停車，方向感抓不好就容易 Get lost，相對來說，這就是不成功的設計動線。

佩瑩：購物中心如果定位錯誤的話，業績就可能沒那麼好，例如台北車站旁的京站，購物中心內的產品定位訂價較高，但聽說餐飲業績還不錯。

老師：台灣的購物環境到底好不好，跟日本或歐洲比較的話，相對的較不有趣，也不舒服。跟美國或歐洲的購物中心相比，台灣購物中心還有改進的空間。例如信義區的貴婦百貨 Bellevita，可以說它是成功的嗎？

哲瑋：聽說是在等土地增值，企業家蓋給女兒經營的百貨。

老師：除此之外，還有哪些是關鍵因素。

相甫：交通還是關鍵因素。

老師：美國的大賣場，因為市郊外的土地較大，是幾個很有名的百貨、商店、零售店集結的狀況。

孟臻：中和的環球購物中心與板橋的遠東百貨兩者的距離很相近，會有什麼影響？

老師：遠東百貨在板橋，台北縣政府的對面，應該屬於一般的百貨公司，唯一的好處是地點較好，兩者的環境也有落差，環球購物中心的空間感較舒適。

孟臻：可是我覺得遠東的商品較多元，因為遠東有百貨公司的櫃位，又有餐飲、小孩遊戲區湯姆熊，感覺還蠻不錯的。

老師：我對買東西比較不在行，以前到遠東百貨大多都去亞歷山大健身中心，後來倒掉之後就較少去，但是購物的環境，以內部走道空間來說，環球還是

大於遠東。

逸芬：例如台北市信義區的 New York New York 購物中心，其設計的電扶梯位置就很差，雖然它的交通好，地點好，但就不太成功。

老師：地點好的購物中心，設計動線不對，還是很難吸引消費者青睞，台北市信義區威秀影城附近的逛街氣氛就不錯，可以看電影，又可以逛新光三越等百貨公司，有群聚效應，但就會比較少去逛 New York New York。

孟臻：那信義區新開的統一板急百貨會成功嗎？

老師：還沒有去過，但知道有 Westin Hotel 在那裏，都是統一集團規劃的。

老師：總之，產品定位與規劃是相當重要的環節，購物環境還很多可以改進，大賣場的氛圍有時還比百貨或購物中心好，但總覺得少些什麼，有其他設施可以任人們在大賣場內歡樂一天，如果這樣，沒事大家就會去大賣場逛逛，成為全家歡樂在一起的地點，總結本篇文章，是從消費者的角度思考怎樣做好的產品定位，分析時可以使用，消費者的行為，變數機率模型，所以，科學性的分析還是有所為的。

參、個案分析 — 仰德珍寶

一、報告者：廖庭萱

仰德珍寶，由大昌建設投資興建，位於台北縣板橋市江子翠捷運站 8 分鐘路程內。特色為先建後售，沒有樣品屋，只有接待中心，等明年底興建完後，依看屋號碼牌通知看屋，因此現在的每坪售價與詳細內部建材均尚未確定。（詳細內容請參考簡報檔）

二、課堂討論

老師：大家覺得怎麼樣，她認為是個好產品，認同在地建商，但價格還不知道，此案的特色在於是個非常有趣的行銷方式，都市更新案，建築商分回 90 多戶來賣，先建後售的方式，因此明年底才會完工開始正式銷售。站在投資與消費的立場，你們覺得有甚麼問題。真正關鍵因素第一個我們也看到在地人的選擇，住在當地選屋也在當地，但除了江子翠又例如江子翠與萬華區域的選擇如何，差多少價格，差幾站捷運站等的比較。又例如記者今天還問我，選後新北市的上漲空間大嗎，結果不知道，但是大家期望得很高。同學們還有什麼看法認為是關鍵因素。

展豪：都市更新開發案的預售屋，我比較傾向不買，因為建商與地主談合作，售價會較高，會哄抬價格來補貼給地主。

老師：房地產的售價，應該會依循著市場機制。地主分回去房屋，因為是散戶，對市場價格又不熟悉，可能會降價出售，較沒有市場敏感度，也就是犧牲掉了地主權益。因此，都市更新的好處與壞處是可以討論的議題，可以討

論都市更新案後的案子買與不買。

庭萱：基地現況的周圍環境是鐵皮工廠，尤其是在社區大門口前，附近還是老舊公寓較多，環境現況不是很好，但最後 4-5 年周遭可能改建，使整個環境變好。

嘉言：走路 8 分鐘到捷運站，對我來說有點遠，實際直線距離超過 800 公尺，應該很難用捷運當做銷售的訴求。

逸杰：先建後售在我的想法是完工後才銷售，買了可以馬上住。車位與住戶戶數比的問題，此案約為 0.8 在市場上應該屬於正常的比例，太多的車位可能賣不掉，因為有些戶數的家庭不需要車位，或是在鄰近的國小有公有停車場可以出租等，因此，該案的車位與住戶戶數比例應屬正常，上星期的國泰天母豪宅案，車位與戶數比高達 4-6，有點誇張，因此需要強迫購屋者購置一定的車位數。

老師：該行銷方式很有賣點，買房子還要抽號碼牌，收到邀請函才可以來買屋，而且有可能是依照當初看屋拿號碼牌的先後順序來買屋，很像大陸房地產的行銷手法，排隊打架為了號碼牌，拿到號碼牌還可以出售，製造恐慌心理的行銷方式。車位戶數比有點奇怪，會造成車位不足的問題，除非附近學校或公共設施有公有地下停車場。

國正：銷售手法很奇怪，還要抽號碼牌來排隊。

老師：如果建案搶手的話，號碼牌還可以拿來轉賣，像中國大陸一樣，還要按照次序排隊來購屋，因此製造買屋的氣氛是非常重要的，也不用太多的廣告，但最主要是建商的品牌的重要性。

庭宣：住過該建設公司的客戶都覺的房子不錯，因此會推薦朋友來買。

老師：之前也有介紹台中市的龍寶建設，也是沒有預售屋廣告，靠的是先居住戶的口碑，不斷推薦新住戶。

老師：學房地產的同學們，應有能力做市場分析，找到適合自己房地產的消費與投資標的物。總之，小心不要買到房價的高點就累了，SWOT 分析的內容還要再細緻詳細一點，又新北市市場效應又如何，大家預期過高會造成什麼效應，短期較沒問題，我擔心中長期會有其它的效應出來，大家可以提出不同個案分析的想法，希望我們專業的分析可以得到更好的答案。