

## 房地產投資與決策分析第九次上課記錄

時間：2004/04/19 (一) 14:10 到 17:00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270413 教室

記錄：曾建穎

出席：張金鶚、黃佳鈴、朱芳妮、唐晨欣、李泓見、曾建穎、許慈美、彭芳琪

### 第十章 房地產市場調查與分析案例

本章主要透過建商市場個案調查、購屋者市場需求動向調查、房地產相關業者市場景氣動向調查等案例，瞭解市場分析前，對不動產產品、需求者及供給者之市場調查內容及方式有所認識；並透過房地產市場分析個案，掌握市場分析之具體作法。

#### 1. 國泰新推個案市場調查：

建築業者在新推個案前也會針對市場狀況，進行市場新推個案調查，而本節則針對國泰建設公司所進行的市場個案調查內容與方式做案例說明與討論。

主要的著眼點在於了解如何進行市場調查。身為投資者，唯有了解市場調查的狀況及其真義，方能做好投資決策。

議價空間指數的形成，為何套用此計算方式？即國泰議價空間率指數為各季新推個案議價空間率(議價金額/二樓以上還原單價)，再以該個案佔當季全部新推個案之比例(個案總銷售戶數/全部銷售戶數)做為權重，並將所有個案議價空間率乘以個案規模權重後進行加總，計算出各季之議價空間率，再除以基期全年之議價空間率，即得出該季之議價空間指數。

為何要乘以(個案總銷售戶數/全部銷售戶數)做為權重？涉及每個新推個案其規模大小不一，小規模如 20 戶的案子與大規模如 100 戶的案子，其議價空間當然有所差別，如給予一樣的比例權重，最後進行加總，這樣的計算方式未能充分反應個案對市場上的影響力，因此為了強調個案對市場的影響力，所以運用個案規模權重調整。

為何將一樓與二樓以上價格分開看待？一樓因為可以做店面使用，在價格及功能上均較特殊，差異性較大，因此以二樓以上價格來評估整個案子會較真實。

#### 2. 房地產廠商景氣動向調查：

透過問卷調查的方式，對實際從事房地產相關活動的廠商進行景氣動向調查，實際瞭解相關廠商本身的經營狀況，以及該廠商對房地產市場景氣狀況的看法，期能廣泛徵詢房地產業者的意見，迅速反應當時房地產景氣的變動，以供政府、業者及消費者參考。

透過三個方向性(好-平穩-壞)的問卷調查，反映業者本身及預期市場景氣。重點在於問卷如何設計、發送、及回收後的資料處理。

詢問廠商經營狀況與詢問市場景氣狀況，兩問項間有何差別？

市場景氣的詢問，是透過相關業者的角度，主觀的描劃當前業者所看到的房地產市場景氣，屬於總體面的表現。而廠商經營狀況的詢問，則是廠商自己評估自身的經營狀況，屬於個體面的表現。總體面的市場景氣是由各個廠商所主觀認定，所以在準確度上有待驗證，而個體面的廠商經營狀況則是由廠商自己觀察自己，一般廠商會認為自己本身的經營狀況比市場普遍狀況要好(否則也不會有意願填寫問卷)。而多數廠商個體的累加，便可看出市場總體的可能走向。

### 3. 購屋者需求動向調查：

透過房屋仲介公司上門的客戶以及銀行金融機構房屋貸款客戶，大致可以瞭解正在進行購屋搜尋者以及剛完成購屋消費者的購屋行為與想法。

為何要分別針對銀行及仲介兩方面的客戶做問卷調查？重點在於要知道一些預期的情況，才能進行分析，並且瞭解為何要做這些問卷。

銀行金融機構房屋貸款客戶為已發生的現在需求，透過問卷的調查，有助於釐清當前市場上需求面的需求類型為何。仲介公司上門的客戶為尚未發生的潛在未來可能需求，正在市場上搜尋，透過問卷的調查，有助於瞭解未來需求面所希求的產品類型為何。

此外，透過對已發生及尚未發生的需求做調查，也可以看出需求者對景氣好壞的判斷。需求者對市場景氣看好，會於當前進入市場進行購屋的行為；需求者如果對市場景氣沒有太高的預期，亦即對景氣上漲持保留態度，則其不會立刻進入市場交易，而會待在市場上持續進行搜尋的動作。

這些問卷資料可否合併在一起分析？→存活模型的應用。

對問卷的內容及分析方法均要花時間去瞭解，因為由問卷的問項便能衍生許多可被討論的問題。

## 第八篇 詹姆士·格拉斯坎普在估價實務與改革上的理念

文章架構重點(芳妮)：

本文主要探討在不動產估價理論及實務上有重要貢獻的格拉斯坎普教授，其哲學觀點的緣起以及一些重要觀點的發展，包括不動產價值的定義、估價實務中的一些重要元素以及估價改革的必要性與展望。

### 1. 估價實務與貸款人

(1) 格氏認為估價專業不能僅依賴專業組織自我的認證，主張估價師必須致力成

為一個公眾利益的支持者，並在以「反估價、重交易且偏向要求信用擔保的放款體系」內，扮演檢查及平衡的角色。

- (2) 格氏認為主流估價師受到一些因素的限制而無法有稱職的表現，這些因素包括：A.顧客僅要求確定性而不在乎真實性；B.估價師受限於經由模仿而學會的程序，以及非由實證觀察而是為神秘所包裹的實務方法；C.估價成為一種去資訊的藝術，估價師隱約地與其客戶(放款人)形成共謀，以提供滿足政府主管機關的文件，為未來因疏忽而導致的指控提供掩護等；D.估價成為一個為了標準化目的，不惜犧牲相關性而以僵化的術語與格式所形成的專業領域。

## 2. 評價取向 - 歷史的觀點

收益法、成本法及市場比較法出現在本世紀初，在 1930 年代金融體系與不動產市場的大變動後而被奉為圭臬。今日典型的估價似乎較重視形式上是否包括這三種估價方法的採用，而非估價內容以及待估價資產的相關性。

## 3. 教條與最可能出售價格

- (1) 市場價值：透過有知識的買賣雙方議價而得，而且買賣雙方皆在不受強迫且深思熟慮的情形下有意願進行交易。
- (2) 格氏對於市場價格的批判：A.市場價值的觀念在不動產評價上不是很有效，因當買賣雙方在討價還價時，市場價值所隱含的假設相當不實際，因為一個不一定能導致不動產銷售行為的市場價值的定義，是沒有用且有重大缺陷的。
- (3) 格氏主張(格氏根據 Ratcliff 對「不動產最可能價格」的定義做進一步闡述，成為「可能出售價格」觀念的提倡者) - 最可能出售價格：在目前市場情況下，在一段合理期間內，且在不動產出售時，該不動產類型為市場主要交易類型，則該不動產最可能價格為其在市場中出售最可能的售價。

## 4. 估價業問題

- (1) 估價業問題：
  - A. 貧乏的估計實務經驗，是不動產證券化失敗的原因之一，因機構型顧客為主觀、滿足特定目的的決策，故意創造出估價是獨立、客觀的表象。
  - B. 估價程序已經被投資銀行業所顛覆及曲解，估價被用來確保放款人貸款收取的費用，而非購買基金的儲蓄者(投資計畫的持續性及最終的貸款償還)。
  - C. 估價的濫用發生在所有的主要金融市場，許多計畫損失及官司訴訟是導因於不正確或不誠實等失當的估價。
- (2) 格氏透過講課，使學生察覺到什麼才是在估價實務上合乎邏輯與合適的；並預測除非估價界釐清其行為，否則厄運將來臨。

## 5. 責任的歸屬

- (1) 顧客導向的估價：放款人可藉由挑選願意估出其期望價值的估價師，達到控制的目的，或威脅拒絕付費；甚至若估價結果不能高到可以創造貸款，則未來該估價師將被迫中斷業務。貸款機構認為估價師必須是能夠操縱的，而此正與

估價師應表現的功能完全相反。

- (2) 估價過程的缺失：估價是無法解決任何問題的高度形式化報告，估價僅解答關於不動產問題的一部份，根據不同的估價目的，最低底線可以廣泛變動，故估價頂多是判斷是否貸放資金的一個魯頓工具。
- (3) 作假、管理不善、政治腐敗等，為許多儲貸協會及銀行產生損失的原因。

## 6. 改革建議

- (1) 不動產估價改革法案：要求放款人要為雇用及監督估價過程負起責任，並為錯誤的估價負擔部分罪行。格氏認為，避免投機與附帶對於過度興建的控制為主要其優點之一。
- (2) 不動產估價改革法案因仲介業與估價業的密集遊說，使其中 R41 的規範被另一套不健全的系統所取代。

## 7. 格氏和 R41 之餘波

- (1) 格氏解釋估價業的不合時宜
  - A. 懼怕對於公眾的再教育會降低估價界的地位及神秘性；抗拒為改變現狀所需的財務成本；證照不代表具有真正的專業技術。
  - B. 老一輩的估價成員在主要的組織中極具影響力，但其專業能力及謀生能力皆較年輕一輩為弱。
  - C. 若法規改變，則許多估價公司必須利用新的估價方法及技巧以在競爭市場上獲得專門化及差異化的優勢，但如此一來在服務的行銷上會變得較為困難且昂貴。
  - D. 因保險成本的提高及分析方法的複雜化，使得執行估價業務的成本大增，在無降低成本的正當而有效的工具下，容易犧牲服務品質。
  - E. 估價組織執行者缺乏改造估價程序的必要認知或不願意改進估價業。
- (2) 格氏倡導改革過程緩慢的原因：顧客導向的估價受到顧客的壓力而腐化，而在估價系統中，顧客的廣大利益遠超過格氏的理念。
- (3) 折衷辦法：改變估價師的角色或其在不動產分析中的內容。在高標準的職業道德及技術能力的要求下，參與交易的個體聯合運作，在同一契約下，由直接犯錯的個體承受損失，來代替可能發生的冗長訴訟。

## 8. 估價改革的必須

- (1) 在各州有不同的改革法規以及估價監視系統的情況下，改革估價業可能無法成功。
- (2) 認為估價與仲介兩機構相聯繫的關係為主要利益衝突的原因。
- (3) 付費者使用的原則推論，認為聯邦政府有動機進行估價業改革，而完整的聯邦監控是改革估價業的最好辦法。

- (4) 格氏認為估價師應超越自身利益，堅持品質及標準，以嚴肅的態度來面對不良後果的處罰；並希望估價師藉由融入專業性、邏輯性及正直性所產生的資訊來扮演社會資本的主要捍衛者，而重新賦予估價業生命並贏得尊敬。

### 【閱讀心得討論】

張金鶚教授：

心得討論部分大家的想法可以再深入些。這本論文集主要在談論格拉斯坎普這個人，共分成四個部分，即哲學理論課題、估價與可行性及特別使用分析、市場分析與市場範圍、公共政策議題。

由這篇文章的註釋 1，我們可以稍微瞭解格氏的生平，並討論為何在不動產界他會備受推崇。

此篇文章是帶有反省意味的文章，反省估價行為在不動產界所引發的各項問題。由此篇文章回顧國內，估價可說是目前地政系中心學科之一，也是不動產市場交易中重要的一環，但國內的學術單位及實務單位，對估價行為是否有做出反省？

慈美：

對文章第 279 頁所定義的「最可能出售價格」有較深的感觸。房地產因為具有異質性，加上如同論文集上一篇所談到的，以設計概念去創造不動產價值，那以現行估價方法要如何去估計最可能出售的價格？亦即加入了「設計」此種抽象的概念，如何將其具現化為價格。

第 282 頁提到了打消呆帳的問題，對照台灣目前的情況，國內金融體系只想著要打消呆帳，但似乎對造成呆帳的根本原因沒有太多的探究。

→呆帳的原因是否為估價制度不健全所造成，此點需要深入調查方可得知，因為此一部分是環環相扣不容易求出解答，但目前估價不受社會所重視，如何建立其公信力及提升估價師考試水準方是當務之急。

佳鈴：

文章第 274 頁，格氏主張估價師必須致力於成為一個公眾利益的支持者，並在以反估價、重交易，而且偏向要求信用擔保的放款體系內，扮演檢查及平衡的角色。

此段文字即回應了當初設立估價制度的原始目的，然後來的演進卻又超出了格氏的預期，變成了顧客利益導向的估價。在不同利益底下的衝突，如能藉由法規的規範，應能將傷害減至最低，但又有政治力的介入，使得整個估價制度越來越偏離軌道。

文章第 289 頁，格氏希望估價師藉由融入專業性、邏輯性及正直性所產生的資訊來扮演社會資本的主要捍衛者，而重新賦予估價業生命並贏得尊敬。

目前國內估價業的不受重視，也有賴估價師本身社會責任感的覺醒，才能贏得社會的尊敬。

晨欣：

上學期的課程裡有討論到仲介業者可以幫客戶免費估價，相較於估價師需要收取費用的估價行為，民眾可能偏向免費的仲介估價，加上仲介價格與估價價格彼此之間並無決定性的差異，造成對估價師價格的不信任。文中也提到估價師與仲介業者之間利益的衝突，未來是否應將兩者定出明確的區隔，以提升估價的水準。

芳琪：

為何信用評等制度具有公信力？估價制度是否應仿效其制度的建立，以挽救不具公信力的估價行為。

→信評制度是否真的對社會大眾而言均具有公信力，此點仍非確定的答案，而制度的建立對估價業務而言確是重要的事，但如何去達到目標及該如何進行，需要再好好思考。

泓見：

文章第 283 頁，格氏的座右銘，「估價是無法解答任何問題的高度形式化報告」。此句話也同時為國內目前僵固化的估價流程做了一個很好的註解，估價師是經由國考試認證的執照持有者，為何會不受社會的信賴？究其原因可能就在於估價方法的運用，目前所使用的三種估價方法存在許多的問題，但多數估價執業者都不深入探討並加以改進，一味的固守成規，演變成只要估價報告書上含有此三種估價方法即可，便是一份成功的估價報告書，內容如何似乎變成次要，就如同格氏所說的，成了一份高度形式化的報告。

張金鶚教授：

當前估價業沒有受到信賴的原因為何？往往在估價過程中的邏輯推導便發生問題，導致漏洞一堆，進而產生與事實不符的落差。

國內業者多數採取經驗法則導向的估價方法，亦即市場比較法，暴露出估價方法不足的窘境。回到問題的根本，估價到底是在估什麼價？要估出精準的市場交易價格是不可能的，如果是要估算最有可能的價格，或許可以發展一個機率選擇的模型，去選擇最有可能的價格；或是採用類神經法，經由估價求算的過程中，不斷反覆的依訊息資料做出調整，而取得最可能的價格。在現行的體制下，另一個改革的方向可以朝法令面進行，亦即改革估價技術規則，如何讓估價技術創新突破，並使整個體制更嚴謹，都是可以思考的方向。

除了方法外，另一個問題在於資料。如何讓大量的資料分析具有一致性，估價的誤差小，然後可被信賴，價格不因人而異、不主觀、不顧客導向。透過法令的規範、資料的完整、估價人員的道德提升、估價師考試水準的提升，用各方面的改善去描繪出一個美好的未來。

估價界的僵固性某部分原因在於，一些在估價領域佔有一席之地的前輩如果故步自封，不繼續創新突破，便會抑制後起之秀的掘起，使得估價界如同一灘死水，難有起色。這也回應到一開始所提到的，要能有對自身的反省能力，沒有結構性的改變(例如方法、考試、資料..等)，則無法給予社會刺激，更不用說受到重視。因此最後回到估價人員身上，本身要有讓人尊敬的條件，才能再向外發展，因此估價的改革，也應該由自己本身開始。

## 【個案討論】

泓見：

投資個案--

長虹華府

地址：位於永元路與永利路交叉口

地坪：800 坪蓋 300 坪

公設比：27%

銷售率：推案(2/16)至今(4/14)有將近 9 成(100 戶銷售 90 戶以上)

主要投資理念與想法：

目前房地產市場處於跌深反彈的狀況，預期在未來台北地區房價將會持續上漲，因為在房價上漲初期，市中心的房價反應景氣好轉的速度較快，因此預期購買後所獲得的投資報酬將會被過度樂觀預期的房價壓縮，因此投資目標鎖定於未出現明顯漲幅的台北縣地區，因為預期未來的獲利空間較大。

投資角色主要定位於已經有購屋經驗的換屋族，因此在已經有事業基礎的假設下，資金較充裕，且首重的是寧靜舒適的生活環境，與適合家人同住的居住空間，或是已屆齡退休，預計換屋作為退休養生使用，因此所要求的居住品質與生活環境較高。

個案綜合評論：

本案在永和地區是屬於較為高檔住宅，其單價在附近算是相當高，另外在對面有一新推個案，因為基地面積零碎狹小，單價較低。本案整體設計為純住宅使用，在永和是相當罕見的做法，因為面臨 15 尺道路的永元路，若是只做為住家使用，將喪失做為店家的良好區位優勢條件。根據調查，已經簽約購買的住戶，大部分為換屋族，多為附近國中國小老師，或是附近老舊公寓的住戶，首次購屋的住戶較少，因此本案的鄰里環境狀況不錯。本案對於換屋族來說應該屬於等級較高的預售個案。

建設公司為上市公司長虹建設，因此在施工品質方面較有保障，在完工後預計接洽審查三家管理公司，評選得分較高者負責大樓安全管理與公共設施維護等工作。在觀察附近周邊鄰接地區後，多半屬於住宅區，且為 4~5 層的老舊公寓，夾雜一些新建住宅，但因為一樓皆作為店舖使用，因此大部分屬於住商混和住宅。綜合評估本案的各項投資條件在居住環境、建築物內部與外部規劃、鄰里狀況、公共設施與施工品質屬於正面評價，但在價格方面、規劃戶數與交通便利性

屬於負面評價，因此偏向於適合投資的標的。

在永和市出現純粹作為住宅使用的社區大廈相當少見，因此以品質管理維護角度深入思考，若是往後本案經營良好能與其他住商混合大廈形成區隔，將會累積不動產價值，並且本案位於學區旁邊，附近多為 4F~6F 的老舊公寓，將來出售較為方便。而本案純粹作為住宅使用，具有良好的休閒設施與大樓管理維護屬於住宅品質較高的社區，因此對於換屋族有較大的吸引力，對於投資作為居住使用算是不錯的參考標的。

為何選擇這個個案，討論主題為何，及個案特色為何？以上問題均需界定清楚方可進行討論。

將這學期所學到的房地產投資理論應用於所選擇之個案當中，理論與實務操作對話，有資料也有分析性的討論，而非只是高度形式化的報告。

芳琪：

投資個案--

案 名	巴黎廣場		
類 型	預售屋，預計 95 底交屋		
區 位	位於海華建設以及六和紡織四萬坪的自辦重劃區中。		
個案地址	桃園縣中壢市元化路以及慈惠三街交叉口，SOGO 百貨旁邊。		
單 價	開價 13.5 萬/坪		
議價空間	0.8 1.2		
總樓層	21 樓 / B4		
投資興建	海華建設，六和紡織（地主）		
可售戶數	200		
規劃用途	小套房、標準住宅、大坪數豪宅 (共分 1 房、2 房、3 房、4 房，2 房已全售罄。)		
主力坪數範圍	17 坪 至 85 坪		
公設比	21%	停車位	有。
總 價	由於目前鎖定一房 17 坪，總價開價 230 萬。預估購 210 萬左右。		
其 他	兩棟合併： 大坪數（3、4 房）一棟，一層 4 戶。 小坪數（1、2 房）一棟，一層 6 戶。		

考慮將要出社會就業，因此選擇小套房產品，而地點選擇在中壢，則是看重其交通便利及房價相對台北市便宜，個案所在位置生活機能佳，適合投資與自住。

非一廂情願的認為投資個案好，就盲目的進行投資，需要將其可能存在的缺點進行分析，各個角度都要想想看，要有深度且分析需有支撐點。

投資過程中，邏輯推導是很重要的。



找出理論與實務之間的衝突點，並加以討論。

芳妮：

個案名稱：東京企業總部(企業租賃大樓)

個案地點：台北市內湖路一段 316 號 1 樓；台北市堤頂大道二段 181 號

個案特性：

1. 國際建築大師高松伸在台灣為一代表作；為大都市建設全球運籌總部營建的代表；建築燈光設計獲得「美國 IALD 國際照明設計優等獎」。
2. 為河岸劇場型企業總部，有眾多大型企業聚集；位於基隆河畔，景觀視野宜人。
3. 基地資料：

(1)A 棟

臨路條件：40 米堤頂大道

規劃樓層：地上 12 樓，地下 5 樓

結構系統：鋼骨結構

汽車位數：306 輛

機車位數：345 輛

坪數規劃：單戶約 210 坪，整層約 420 坪，整棟約 4991.06 坪

(2)B 棟

臨路條件：40 米堤頂大道

規劃樓層：地上 12 樓，地下 5 樓

結構系統：鋼骨結構

汽車位數：283 輛

機車位數：345 輛

坪數規劃：單戶約 210 坪，整層約 420 坪，整棟約 5031.80 坪

個案投資目的及可能探討課題：

1. 以長期租金收益為主(本身為大樓經營者或兼所有者)
2. 獲利空間大 VS. 風險大，可探討報酬及風險相關議題
3. 相關資料顯示，內湖區域性房地產具未來發展潛力
4. 基地附近有其他多家企業聚集，可能可探討企業聚集效應對於報酬或風險的影響程度
5. 未來發展：商業性不動產證券化可行性的探討

搜集一些有特色的個案來參考討論，觀察目前市場上何種類型的個案賣的好，個案特色賣點是什麼？對照到自己所選擇的投資個案，特色賣點又是什麼？例如之前熱賣的台塑養生村，除了國內民眾外，還有不少海外僑胞趁投票之便回來購買，個案特色主打的就是老人住宅與養生主義的結合，予人落葉歸根的歸屬感，定位的成功便會反應至高銷售率上。