

房地產投資與決策分析第四次上課紀錄

時間：2008/10/20(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：張曉慈

出席：張金鶚老師、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、王姿尹、賴靖雯、邱信智、羅于婷、袁淑湄、侯蔚楚、彭竹君、王俊鈞、范清益、許經昌、徐偉琪、張曉慈、陳于芳、陳弘汝、楊博翔、羅雅怡、曾祥珉、林君安、劉龍鵬。

第一部分 房地產投資分析導讀

第三章 房地產投資決策分析

報告人：楊博翔

➤ 決策過程：

決策是指在兩個以上的方案中做選擇，投資決策過程分為三個階段，第一階段為策略階段，第二階段為分析階段，第三階段為決策階段。

策略階段（界定報酬/風險）：建立個人的投資準則，思考如何在有效的風險控制下，達到最大的資本利得。

分析階段（衡量報酬/風險）：對每一個備選投資方案在每一個決策準則上加以評比，以了解各投資方案的優缺點。

決策階段（評估報酬/風險）：如何選擇投資的比例，投資的組合等。

➤ 投資分析：

指在進行投資決策時，同時對預期收入與可能支出做有系統的分析評估。投資分析的對象可包括：投資標的物—資產（Capital Asset）、投資者自有資金（Equity）、投資者週轉資金—債款（Debt）、營運淨收入（Net Operating Income，NOI）、投資者與貸款者之關係。

➤ 可行性分析：

策略分析：

不同的策略會造成不同的財報結果。

法規分析：

建蔽率、容積率、高度比、公設比、金融政策

競爭力分析：

由供給面來看，投資個案的發展潛力，相關個案的比較等。

市場分析：

整體大環境分析、做市場區隔比較、區域環境、經濟環境等。

產品分析：

產品定位、產品定價、趨勢分析，鎖定客層、包裝或行銷模式等。

建築工程分析：

是否防震，規劃是否良好，土壤地質分析等。

財務經濟分析：

營運的環境、商業模式、競爭型態等影響投資績效的各種因素，並從這些因素的變化來推斷標的的價值變化。經濟分析是財務報表的分析基礎。

➤ **投資決策生命週期：**

房地產本身：金字塔型，時間過程。房地產在取得、經營、出售，每個階段面對不同資金需求，現金流量和稅賦，也面臨不同利潤、風險及經營時間。

➤ **心中之尺及與市場之尺：**

心中之尺是主觀價值 (value)，投資者個人的偏好、行為思考模式、知識經驗等；市場之尺是客觀價值 (price)，是基於房地產的效用、稀少性、可移轉性及有效需求為前提下產生的經濟價值，經由市場供需調整後以貨幣額表示。投資決策是由兩者之交集所產生的。

➤ **議題討論：**

1. 怎樣的房子是好房子？是區位還是因為價格便宜我們就認為他是好房子，還是就是純粹個人主觀的意見？
2. 如何平衡市場之尺與心中之尺？在理智和情感之間求一個我們認為最可能形成的價格。
3. 在整個投資決策的過程中我們必須認清能力與需求這兩點。
4. 我們雖然可以利用槓桿工具做以小博大，但是整個投資過程中我的現金流量一部分還是要歸屬於債務（槓桿工具的雙面刀）。

課堂討論

老師：這一章最主要的目的是我們開始要進入市場，在進入市場之前要有基本的觀念，就是怎麼樣做投資決策，先問一個問題，房地產投資決策和證券投資決策有何不同？

博翔：證券背後其實就是對於公司法人價值的衡量，對於公司獲利的衡量，對於

公司的基本價值，就是公司值多少錢進行衡量，看它的市場價值。

老師：房地產也是看這個房子值多少錢，意思一樣，但在投資的立場，決策的核心有什麼不同？特別強調在做決策的時候。就像投資在房地產和投資在股市是否把投資股市做決策的方法套過來房地產就可以了？

清益：因為房地產本身可能風險比較大，可能需要做更多的分析，就會花費更多的交易成本，可能比證券分析考量更多不同的面相。

老師：這樣學股市的人可能不同意，股市也有很多面相要討論。

龍鵬：我覺得是流動性和資訊的透明程度，因為證券是公開交易市場，你如果真的不要就把它脫手，比較好交易，相對的房地產比較難脫手。

老師：你們都還沒有回答他們的投資決策的差異。

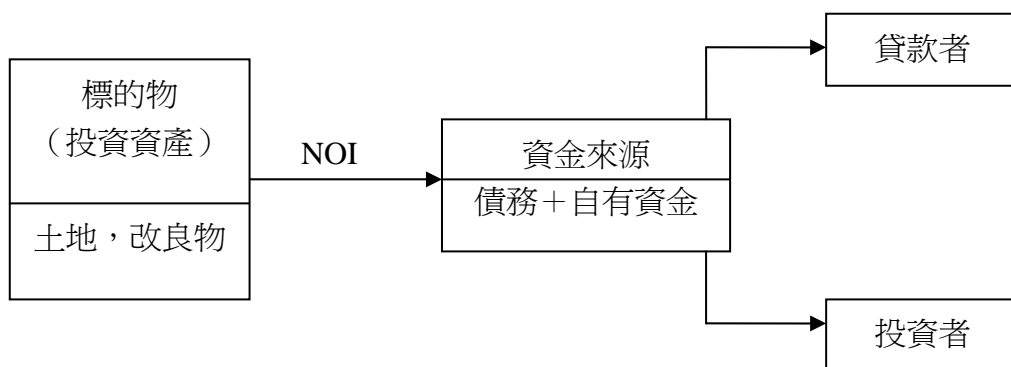
祥珉：會不會是時間？因為房地產你要投資在它身上會花比較多時間，而且房地產在不同階段會有不同的價值產生，相對於證券我們會看到季報、年報，證券有明確的數字，我們可以清楚的預估未來幾年的獲利，可是房地產投資從買土地、建造完成到最後的回收要將近二十年的時間。

老師：時間是之中的一個，沒有說持有股票二十年的，房子持有幾年才算正常？房子持有二十年其實還算正常，或者五年、十年也正常，和股票證券持有三年、五年來看是完全不同的 story，某種程度來講，持有較久，當然不是絕對，雖然時間是其中一個部分，可是還是沒有回答到核心，還有一個更核心的，房地產跟證券市場或者跟其他市場投資決策的差異在哪裡？

于芳：會不會像證券就是純投資型的財貨，那可能你在房地產做決策時，會想說是要自己用呢？還是要投資？還是要買給小孩的？這些都會影響你的投資決策。

老師：這是 good point。因為房地產投資決策你不會只考慮報酬風險，你可能還要「消費使用」，你投資證券時就不會考慮「使用」這件事，反正只看最好的賺賠點，什麼時候要進，什麼時候要出，而不會考慮 consumption 這件事，在房地產投資決策 consumption 可能才是你做決策最重要的事，換句話說，回到心中之尺這件事，證券市場就不需要心中之尺，賺賠才是重點。講到房地產投資和消費的比例，其實大部分的人都是消費兼投資，純投資佔的比例非常少，純消費比例也是很少，這時候房地產投資決策變成有雙重的目的在背後，它的決策顯然是不太一樣的，也就使得你在做功課的時候，要了解自己的心中之尺和消費偏好。證券市場投資決策其實比較簡單，就是報酬風險，而房地產你要注意到消費這件事，住的舒不舒服，格局、景觀、增值等等，就像買電腦，當然要自己負擔得起，但它帶給你的功能效用也很重要，不是最大的報酬而是最大的效用。另外，課本 82

頁的圖，基本上在講從標的物會產生 NOI，NOI 會分成給貸款者的 Debt Service，另外一個才是你的現金流量，若財務上決策的關鍵當然是 NOI 和 Debt Service 之間的關係，我們未來會談到這件事，房地產投資跟其他財貨投資很大的不同會使得你的現金流量在過程中不會太多，房地產投資甚至有時候是負的現金流量，當你的 NOI 沒有辦法 cover 你的 Debt Service，通常有一個決策是當你的 NOI 有辦法 cover 你的 Debt Service 就買了，這個講法隱含著你在賺取資本利得，小心 Debt Service 背後不完全是還給銀行的，還給銀行的只有利息，有一部分是本金，你中間有一部分本金是你將來存在銀行的錢，這部份將來講財務會提到。



回到關鍵是如何決定 asset 的價值？當然由估價者來判斷，那麼怎麼樣決定價格？你對自己開出的價格有多少的信心？你對估價師、建商或仲介的開價放心嗎？有些建商像國泰、太子早期是不二價政策，當然也有很多二價，現在議價空間將近 15%，最近這一季是歷年來有最大的議價空間的一季，回到課本，這一章最後的核心是在說：你要怎樣進入市場？這裡最後講說要心中之尺和市場之尺的交集，今天有做功課的人除了考慮價格外，還有品質等大大小小的事情；那沒有做功課的人他就沒有心中之尺，很容易就被仲介的市場之尺說服，那麼心中之尺怎麼產生的？然後怎麼樣跟市場之尺有對話？最早的心中之尺絕對跟你的「經驗」有關，你過去居住的經驗史，你沒有經驗的話你心中不會產生心中之尺，像住南部的人喜歡透天的房子，讀政大的人有所謂的政大情結，因為他們覺得熟悉習慣，這就是他們的偏好。最後你覺得什麼是好房子？

博翔：符合自己需求的房子。

淑湄：我覺得好的房子應該要有增值的潛力，所謂增值是綜合各項，可能是區位好，可能是鄰居好等。

老師：可以再具體一點嗎？

君安：我講自己的標準，第一點是日照採光通風，第二點是景觀，包含看出去跟

- 別人看進來，第三點是生活便利性，對我來講是捷運、公車、超級市場等。
- 老師：物理條件對你來說很重要，還有沒有其他想法？
- 祥珉：我都是找地段，地段不一定是指好，我們是看價格，我會先看土地的價格，若土地價格加上建材成本後獲利空間很好我們才會去買。
- 老師：你是在講好價格，好房子和好價格一定相等嗎？我講一個例子，例如法拍屋雖然有好價格但不一定是好房子，還有都市更新的產品先在也是好價格，拆除重建後還可以賺一筆，但顯然不一定是好房子，你願意等待嗎？
- 祥珉：那如果不考慮好價格，我會認為是好地段跟好建材，好建材包含施工品質、裡面配備跟外面看過去。
- 老師：台灣的房子從建築美學去看通常不太及格，顯然 detail 在台灣沒有多少價值，這是個長期的問題，還有沒有其他想法？
- 佳甫：好房子第一點生活環境要好，我不能忍受住有空氣污染跟噪音污染的房子，如果說路邊跟巷裡，我可能會選巷裡；第二點是鄰里環境，居住鄰居的水準，如果隔壁動不動就鬧離婚，可能會造成精神上的衰弱；第三點是生活便利性，能夠滿足日常生活所需很重要。
- 老師：我想這個沒有答案，我只是希望大家想一想如何進入市場？進入市場前需要做那些準備？

第二部分 房地產學術思潮論文集

第二章 不動產學域的探究-哲學與典範

報告人：王俊鈞

➤ 前言

何謂房地產知識的主體？在較寬廣的大學界，房地產的定位如何？究竟不動產學科是否夠格形成一門學域？

不動產研究領域究竟是學院的學域或是研究上功能性的分科？

➤ 哲學上的基礎

哲學基礎元素：提出一種脈絡，來發展對於終止目前情形並加強期間關聯性的「關聯到事實而有抽象能力的」通則。

➤ 學域與議題的整合

不動產研究並非孤立的，所有的這些領域都是在經濟學理論的基礎下建立並形成為應用性的學科。

不動產學域是一種多學域性的研究領域。慶幸的是不同的研究領域展現研究寬廣的可能性；禍患是它無法發展形成為解決問題的正統理論架構

哲學性探究的前提可以建立在土地經濟哲學之上。

➤ **不動產作為商學院學域**

商學院通常依照著功能性的領域去劃分學門，如果土地只是資本的另一種形式，則不動產也就只是財務的一小分支，但是如果土地是生產要素之一，則應該得到和勞動力、資本左右相等的位置。

商學院對於不動產研究的忽略，部分原因是未能整合制度經濟學與新古典經濟學。

➤ **不動產學域的基礎**

◇ 不動產經濟學：資本與土地重疊區域所界定的議題組合。

◇ 空間經濟學：在不動產投資與財務的特定研究中指出了「空間面相」對於市場決策的重要性。

◇ 不動產的哲學基礎是一項分類議題的經濟學思考觀點。

➤ **典範 (Paradigm)**

◇ 不動產分析的方程式〔時間—空間/時間—資金〕：不動產產品是在時間過程中使用的空間。這個等式使得不動產的研究哲學從傳統制度性的經濟學架構下轉變到新古典主義。典範的遞變形成了不動產研究的中心哲學基礎。此等式是將不動產研究擴張到經濟學研究的根基典範。

◇ 不動產過程：總體的層次在一個空間消費者群體、空間的生產者群體與公共設施建設群體三者之間，各群體都關心土地使用問題，每一個群體的程序與目標常造成群體之間的衝突，生產者群體如同私人開發者一樣，有著利潤極大化的目標，但卻常常與規劃群體的環境目標相抵觸。

◇ 過程步驟：個體層面的步驟為生產力分析、市場分析和投資分析。

◇ 風險管理：〔時間—空間/時間—資金〕議題的衡量藉著空間市場的風險議題的加入更加清楚明白。

◇ 工商企業管理取向：企業管理的取向是受限的，如同學域發展的哲學一樣，他提供專業分析三種主要工具，目標形成、方法與手段的選擇、人們在群體中的方向。。

◇ 財產權典範：它是財務、市場以及公私部門對於實質資產執行主張等許多問題的分析基礎。

◇ 財務典範：資金元素只是表示了整體不動產等式的一部分，時間-空間的向度必須全盤性的用來理解不動產產品、市場與問題的本質。

➤ **不動產獨有的典範/土地經濟學**

◇ 最高價值與最好利用 (HBU)：HBU(Highest and Best Use)無法提供一

個應用性的一般均衡模式使得以下模式的出現。

- ◇ 最適可能利用(MFU)與最可能利用(MPU)：MPU乃是由現行政治因素、現行不動產技術概況、短期消費者支付能力壓力、生產者、公部門作用者等所加諸的論題限制的一個個體層面的土地使用分析。
- ◇ 地點：地點的理論是將市場與宗地使用潛力兩者綁在一起的工具手段。
- ◇ 都市結構：空間形式是所有基本的都市特點中最明顯的，結構是群體之間動態關係的最初表現，空間結構受限於政治、經濟、社會活動並成為這些系統之下的結果。
- ◇ 土地利用繼承(連續性)：土地使用的變動可連結上影響結構的廣泛的力量，例如市場供需、技術、社會性的變遷與制度性的變動。

➤ 結論

學域是一個研究的組織課程，哲學性的取向說明了不動產不只是一個研究上的組織課程，更具有許多替代性取向可茲應用。

不動產研究在不同的學院研究之中包含了多重多樣的學域，共存領域的集合限制了不動產作為一個明確的研究領域的承認。

典範的演變與延伸，而使得典範得辯論。是不動產經濟學一般原則及學域認證基礎的發展證據。

課堂討論

老師：不動產到底是不是一個學域，目前來講爭議性不大，領域的界定、典範、職業、期刊、學會這些都是有的，在國外其實很清楚的是有這樣一個學門，這裡面唯一有一個爭議是說到底它要放在 undergraduate 還是 graduate？這裡面還有一些爭議，它應該是一個多重學域的整合，有人在多重學域那有人在 argue 說那它應該在 graduate 而不應該在 undergraduate，大家畢業之後不管從事仲介也好，房地產業者也好，有多少是真正學過房地產的？我們曾經做過調查仲介業者的學歷，看有多少是屬於本科系的，看起來不是這麼的絕對，再問一個比較關鍵的問題，估價師考上的有不少不是本科系的，那麼不動產到底有什麼是你的 unique？這個學域的 fundamental 是從經濟來的，所以我們叫不動產經濟，從經濟的 fundamental 分出來財務，再從財務分出來我們的時間空間，空間經濟學跟時間經濟學結合起來，還是以經濟為核心，即使法制組都不應只讀法就好，法制組如過沒有經濟的基礎，其實你搞不清楚為什麼要這樣規範，所以法律經濟學是很重要的，換句話說，fundamental 的經濟才是我們應該真正努力把握

的，經濟背後的核心是資源的分配，透過這些學域核心的不斷的整合之中，你自己要能夠掌握那個 key。典範什麼意思？典範是指透過一個可以學習的、模仿的架構，學習上可以比較容易的仿造，今天我們在學習的過程中，大家怎樣可以掌握學習的核心？透過這個核心的學習你才得以突出。這一章完了其實要看最後附錄這一章「科學工程與不動產學域」，如過大家再往下走，在裡面我講的是 science 和 art 之間的對話，主觀跟客觀之間的對話，你怎麼樣透過這樣的學習，在這個領域能夠 outstanding 出來？這背後有什麼樣的知識在裡面？或者估價有什麼樣的知識？我們都要面對這樣的挑戰，不是只有科學有這樣的知識，藝術也有知識的，像畫圖的黃金比例，科學背後講的是辯證邏輯，你有沒有想清楚不動產這個學域它到底科學性多少？藝術性多少？它是一個整合，這樣的講法不知道大家有多少的感覺或想法，最後比較的關鍵是，不動產學域的 unique 到底是什麼？叫土地經濟學，所以土地經濟學的獨有的典範是什麼？獨有的典範大概一個叫「使用」，怎麼樣最佳最有效或者最有可能利用這個土地，我們在估價時常常用到 HBU 這個詞，好好想一想我們要怎麼利用這個土地？尤其現在在不同價值觀底下，更為複雜，像為了環保，這個土地最好不要開發，這是它的最佳最有效利用嗎？另外一個典範跟其他學域不一樣的是「土地價值」，利用或者不利用都有價值，那個價值你到底怎麼樣去評估？今天這塊地你說要怎麼樣利用或者有多少價值，這個是不是核心？這個當然不是唯一核心，不過其他核心都可以被其他領域給 cover 掉，像財務、市場行銷等。大家好好想一想不動產的典範是什麼？從不動產價值這件事情，我覺得我們還有很大改進的空間，就是我們對價值的掌握，或是價值能不能反映出來不動產的效能，我們在這個學域裡面還沒以進到變成一個科學，當然台灣資訊不透明是一個問題，但我不覺得資訊透明就可以解決不動產價值的問題，大家在這一塊再好好想想看。那大家看了這一章有沒有什麼樣的想法或者回應？不動產到底專不專業？

信智：我覺得估價是一門滿專業的課，像剛剛提到價值跟利用的關係，在估價上來講究是最高最有力的前提下去評估不動產價值的狀況，這包含實體上的可能、財務上的可行還有市場上的可行性等等的評估。

老師：你覺得估價上利用是很重要的，估價主要有三個方法：成本法、比較法、收益法，最常用的是市場比較法，市場比較法跟利用什麼關係？背後的 fundamental 是什麼？背後的「利用」的關係何在？主要的意思是講有成交才有行情，有個案才有比較，當然不是絕對沒有，我只是希望你想一想。市場比較法跟利用的關聯是什麼？反之，如果收益還原法和利用的關係是

什麼？它從使用收益的方面來看，成本法從興建的成本面來看，所以市場比較法背後有隱含什麼樣的價值的意涵？估價是從使用的價值來看值多少錢，那今天估價應該從這個角度去切入，但比較法卻是大家最常用的，它是不是真的從這使用的價值來切入呢？那除了估價外，還有沒有什麼其他的專業？

清益：我覺得不動產經濟學有一個還滿 unique 的地方是「資源有限性」這個因素特別強烈，就像我們在學等產量線時它會有後彎的幅度，可能是因為建築技術的限制、容積率的關係，會導致不動產經濟學跟其他經濟學比起來，資源有限性的表現會非常強烈。

老師：當然其他財貨資源沒有這麼有限，特別在土地來講，所以它的價值或者利用就有不同的思考？

清益：應該利用這個價值就會更明顯。

老師：還有沒有其他的想法？在不動產這個學門裡面什麼是它的 unique？

佳甫：我覺得「人」應該是一個核心，就是使用的人，因為對不同的人它的使用價值是不同的，要怎麼讓它達到一個共識，我覺得隱含著物業管理或是社區管理的概念，因為我們都沒討論到人的部份，完全指討論經濟跟價值，可是其實 utility 曲線是不存在的，它是一個用來敘述人心理效用的代表，所以我覺得我們應該去重視人基本的需求，去了解在這個空間共同使用者彼此之間對價值的觀念是怎樣？

老師：你覺得這個東西反應到我們的學科上，哪一門學科最能學它的 unique？

佳甫：我覺得就使用上價值來講的話，沒有財貨比不動產還要具有使用的價值，不動產是可以安身立命、居住的地方，所以它的價值是很重的。那反應在學科上應該是心理學。

老師：心理學基本上是在講人沒錯，如果心理學用到不動產上就是兩者的結合，但人家會說那是心理學的領域，那我要問的是說我們不動產到底有什麼 unique？是其他人不容易直接跨足近來的？

弘汝：我覺得土地是一個自然資源，它著重於跟周遭環境的相互配合，所以可能需要用到一些 GIS 的分析系統，來做出區位的選擇。

老師：GIS 當然是個方法，土地的價值產生也是在一個 location，學不動產的人你對區位選擇的敏感度應該會有一個比較多的知識，比較有趣的是，到目前為止我們對區位理論這樣的一個課程，和我們不動產的連結看起來還有滿大的落差，我覺得我們是不是要開一門區位學，讓大家學習區位跟價值的關係如何。

祥珉：我們企管有學消費者行為，就是一個地區裡面這個東西要如何去分析，然後找出消費者的需求，然後從那邊去找出新的商機，我相信地政或者是不動產也會有類似消費者行為的課程來分析，因為區位就是說，這個區位好就是大家喜歡，不同區位的人的偏好應該是不同的，我們一直有一個概念是土地是不可移動的，那為什麼地價會一直高，因為大家想說土地就這麼多，我用了就沒有了，我蓋了以後賣不出去，這個地也還是沒有了，所以重要的是會不會先有建築或工程等重要的經驗，才會想到最好的利用，如果單純的不動產經濟可能沒有辦法預測它最好的利用。

老師：消費者行為這一塊不動產也有人在做討論，不過他基本上會借用商管的領域來做研究；當然就工程上來說它有自己的考量，除了這兩個以外，我還是要回到房地產到底有哪些是你的獨門？當然現在這些獨門也許在科學上還不夠完整，你怎麼樣把它建造比較完整，就像估價我都覺得還不夠成熟，還有改變的空間，還有什麼其他的學門是我們所要成長的，避免我們被其他的學門慢慢的佔領，多重領域是福亦禍，如果能夠整合好它就會是一個 unique，如果整合不好當然就是沒有 fundamental，我們在寫這些學術 paper 就是試圖在這個領域上做處理，怎麼樣整合好大家必須好好想一想。

第三部分 文獻導讀與討論

文獻導讀 III：The Composition of Hedonic Pricing Models (請參考講義)

報告人：邱信智

➤ 前言

房屋是由許多特徵所組成，這也是評價的困難之處：

1. 房屋屬於一種實質的資產，每棟房子皆位在不同的區位，而且是一種耐久材，代表各種屋齡的房子會同時存在相同的市場。
2. 每棟房子都由一組獨有的房屋特徵所組成，而某些房屋特徵將隨著地區的不同而有不同的價值。
3. 每個購屋者的效用函數不相同，其對某些特徵或某物的偏好亦會影響評價的結果。

過去研究曾經試圖藉由評估各個房屋特徵來估計房屋的價值，這些研究所使用的方法就是「特徵價格模型」(Hedonic pricing model)，這方法能夠將房屋總值細分為個別特徵的價值。特徵價格模型通持是用來了解特地市場的價格情況。

*注意與限制*評估的結果屬於特定地區，很難直接套用於其他地區。

➤ 特徵價格模型理論發展

- ◇ Malpezzi(2003)認為特徵價格模型的興起是因為異質的房屋與異質的消費者。
- ◇ Follain and Malpezzi (1980)發現半對數模型，相對於線性模型有某種程度的優勢：
 1. 允許每個特徵擁有不同的價值。
 2. 估計係數可以解釋為一單位特徵的變動造成價格變動的百分比。
 3. 可以降低變異數不齊一的問題。

➤ 結論

1. 某些研究指出高表價房屋的銷售期間較長，但其他研究認為高表價房屋的會有較短的銷售期間。此情況也許是因為研究樣本的的差異性所致。
2. 本研究界定出特徵價格模型中所有常用的房屋特徵。
3. 其他較特別且有趣的房屋特徵如自動噴水系統…等，在本研究中亦被討論。
4. 本研究歸納出在各地之間，基地面積、建物面積、衛浴數量對住宅價格影響的變動並不大。

心得：裡面提到特徵價格是因為房屋還有消費者的異質性，不同的房屋和不同的人偏好的不同所導致的，特徵價格模型只要是應用在大量估價上，但現在還不是很精確，未來如果更精確可能會對估價師這個行業造成衝擊。關於特徵價格的房屋特徵，消費者對購屋有不同考量的地方，在估價當中其實我們是要估一個市場價格，估價師不能只考慮規範的程序，而不去考量購屋者的想法，應以市場上大多數購屋者的行為來做估價，不能以估價師自己的主觀來做估價。

課堂討論

老師：下一個是國外的 case study，試圖誘導你們做 case 時思考一些有趣的問題，讓理論和實務可以對話。

文獻導讀 IV：FranklinCovey Company Retain Ownership versus

Sale/Leaseback Decision –A corporate Real Estate

報告人：邱信智

➤ 背景

出售/售後租回或保有所有權的決策，需要精密的財務資訊才能做決定，FranklinCovey 的財務長指派三個財務分析師組成一個團隊，進行分析工作。

➤ 介紹

出售可以獲得資金，而公司也可以藉著重購低估的股價來創造股東價值；但

重新貸款可提供超額資本來達成其他營運目標。

➤ **目前情況**

FranklinCovey 的園區位於鹽湖城內，過去 FranklinCovey 曾完全擁有過這個園區，包括兩個部分：倉儲部門與管理部門。因為近期的裁員行動與合併營運計畫，最近 A 級主要管理部門的大樓有部分被空置出來。

➤ **Benefit of Owning**

1. 可掌握資產：掌握不動產即可選擇出租、轉租、管理、獲得資本改良等等。這些權利對 FranklinCovey 而言都是相當重要的。
2. 多餘空間的轉租收入：出租將可減少貸款的成本，並可能吸引各家公司在近距離的管理上提供重要的合作功能。（如合作廠商的聚集效果）
3. 減低折舊支出：FranklinCovey 的年度折舊支出為 \$ 923,400；折舊額度採直線折舊方式計算，因此在目前稅率為 35% 的情況下，減低折舊支出的好處大大提升。
4. 不動產的增值：由於 1990 年代市場上過度供給的關係，目前鹽湖城辦公大樓市場的景氣在低點盤旋，這也使得商辦大樓的平均空置率接近 17%。但未來的市場可能轉好，收益率提升最後不動產的價質也得以提高。

➤ **Benefit of Sale/Leasing**

1. 提供資本維持良好的流動性，以及可供未來股東權益價值的成長。
2. 脫離非核心的利益事業，如此可使資本重新配置於有市場發展潛力的部門。
3. 符合流動性契約要求。（如：改善資本負債率、重新配置資本化結構）
4. 某些土地與建物為貸款抵押品，出售後可還清負債。
5. 售後回租通常會簽下較長期的契約，並對於一些事項能夠續訂。

➤ **結論**

分析小組了解吸引投資者最重要的因素在於公司的營運狀況，公司未來若持續有好的營收表現，投資者將會得利，反之則失利。因此公司未來的財務計畫將會是投資者是否選擇投資的主要關鍵。質性分析也是決策的因素，例如本案的 CEO 即偏好「出售」的決策。

課堂討論

老師：我先講 case，case 要有利弊得失的分析，它談到有一些可以量化、客觀的

部份，有一些主觀的，有一些公司本身的財務狀況等，在做分析時大家都要找出幾個關鍵，但並不是所有關鍵排出來就可以做判斷的，要看你最關心的是哪幾個，然後再做決定，在做任何分析的時候，我相信不是只有做一個財務分析，我通常的想是：如果你可以做財務分析的，先做財務分析，可以量化的先量化，意思在說如果你可以做財務分析而沒有做財務分析，在做決策時顯然會有很大的盲點，如果可以量化而沒有先量化，顯然在分析的時候也會有很大的缺失，可是我最後要講，如果只以財務分析和量化結果做決策，那是 totally wrong，因為你最後還是要透過你最後綜合的判斷的感覺和想法，財務分析和量化結果只是你在做決策的背後的最基本的部份。每個人的判斷角度不一樣，會有個人主觀的影響，怎麼樣把主觀客觀這件事情你能夠把它釐清，如果對客觀的東西你沒有討論清楚，你做主觀的判斷其實是不太好的。

回到 hedonic price，這是不動產核心中最常被用到的一個科學的方式，paper 它列這麼多特徵，面對台灣的不動產你覺得適用嗎？台灣的 top5 特徵是什麼？和美國有什麼不同？裡面提到一個有趣的是因為異質，所以要用特徵價格，它講異質消費者其實是不對的，我們是 assume 同質消費者所得到的特徵，但我們知道消費者是異質的，像台灣和美國的 utility 就不一樣，因為美國都 single house，台灣都是 apartment，異質消費者你馬上可以想到說有錢人和沒錢人，特徵是不是一樣？我剛剛提到消費者的異質性在背後是沒有討論到的，在我們特徵價格是不被討論的，不過我覺得要被討論，以後也要被討論的，不過大家應該要先去思考台灣的特徵到底是什麼？那怎麼樣來談價格這件事？在國內談價格講的是總價或單價，左邊如果放總價和放單價有什麼不同？我覺得理論上來講應該放總價不能放單價，可是實務是有時候必須放單價，單價和總價的關係是什麼？單價成上面經就是總價，假設左邊總價右邊是面積跟左邊單價右邊是面積，兩個意思是不太一樣的，左邊單價右邊是面積的話，那個面積的意思是規模經濟的意思，20 坪加 1 坪單價增加多少錢？跟 50 坪加 1 坪總價增加多少錢？兩個意思是不一樣的，好好去想這個背後的含意。理論上來講應該全部還原成總價，不過一般人到底如何呢？另外，在特徵裡面我們怎樣把它 category？戶的特徵、棟的特徵、鄰里小環境的特徵跟鄰里大環境的特徵，這都屬於特徵的範圍。過去我們做過研究什麼特徵比較值錢，大家最關心還是戶的特徵，所以面積值多少錢才是最大的關鍵。在討論特徵的背後要怎麼樣控制非特徵因素所造成的影響，叫做 TOM，time on market，市場上所存在的時間，控制一些非特徵因素後，才跑出特徵價格，在所有特徵

裡面 location 區位是最不好控制的，像台灣北中南大的區位所造成的特徵的差異如何？簡單講台北市的房子和台北縣的房子差多少錢？location 是一個 control，location 之外行政區是一個 control，行政區 control 後，下面的鄰里巷道的 control，面大街或面巷弄，這個特徵其實不太好 control 的，很多現在透過 GIS 來做這樣的 control。怎麼樣那個 model 得到的參數是比較好的，是線性或非線性的關係，對數或半對數，怎麼樣可以得到比較適當的特徵價格？像如果你只放一個樓層在右邊，那是線性關係，那非線性關係要怎麼樣？要放樓層跟樓層的平方在右邊，才可以得到非線性關係。20 坪加 1 坪跟 50 坪加 1 坪它的效用是不是一樣？現在最常講的特徵都提到一種叫「分量迴歸」，在比較低價位（套房）的特徵跟高價位（豪宅）的特徵。隨著分量的技術的改變，你可以看到不同分量它的特徵是不一樣的，傳統 OLS 在估計是估出均數，但是事實上所有東西都不是均數，都不是 normal distribution，所以它的價格分布 distribution 都是 normal distribution 的時候，你知道他的兩端就會有比較嚴重的偏誤出現，那你在做這些特徵的估算的時候顯然不是一個均質的估計，最後要講這些都是試圖把價格客觀性的作法，在回到估價師的傳統，主觀的調整率這些東西，大家知道以後主觀沒有科學性的話，大家大概沒飯吃了，怎麼樣客觀跟主觀做結合。回到主要的問題，台灣最重要的特徵是什麼？

淑湄：國外的特徵有火爐、游泳池等我覺得在台灣不適用，台灣顯著的變數有坪數。

老師：坪數當然沒錯，但假設你放單價的話，坪數不見得值錢喔，在總價值錢是因為跟效用有關，剛剛君安講景觀值錢，你覺得景觀值多少錢？高雄在美術館前面，面對美術館的第一排，一坪 30-40 萬，同樣一棟房子不面對美術館的只有 15 萬，差一半，景觀一坪差 15-20 萬，這還是水平價差，還不是垂直價差，而且前面的先賣掉，後面還有剩，這裡面隱含著異質消費者這個因素。

泡麵：我覺得區位應該最值錢。

老師：大家覺得區位值多少錢？捷運站區位跟五分鐘距離的大概差多少？我同意區位是最值錢，只是在區位的背後還有異質性消費者的效用如何，每個人的價值不應該一樣。從 1980 年代到現在這些特徵的變化如何？

淑湄：並沒有太大的變動。

老師：水平價差、垂直價差和樓層價差到底值多少錢？你今天買房子邊間角間到底差異如何？合不合理？理論和實務之間到底有什麼樣的關係？

君安：我的理解其實估價師還是在求市場上的客觀平均值，我在想如果估價師有

一天真的是一個專業，可能要求的是某些主觀的權威值，當這個市場真的很成熟，當估價師真的是一個專業的時候，可能是依照每一個客戶的需求，可以用你的專業知識去告訴客戶，對客戶來說，這個房子他可以出多少錢？

老師：市場價值是客觀的，任何人都可以估的，另一個叫做「量身訂做」，包含產品異質和消費者異質，換句話說，今天你的效用如何就出多少價，不只是產品的市場價值，還有自己的主觀價值在裡面。這樣的想法要花多一點力氣來了解所謂客戶的偏好和效用，這個觀點滿有意思。

姿尹：像我們想到有關 REIT 的評價方面，如果他是僱請一個估價師來幫他量身訂做，不就會有問題？

老師：兩個意思不太一樣，第一個我先告訴你客觀價值多少錢，第二是說如果你要出價的話，你可以出多少錢？你覺得多少錢你願意買？我想這可以釐清。我想今天都沒有標準答案，只是希望激發大家思考。