

房地產投資與決策分析第八次上課紀錄

時間：2008/11/17(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：王俊鈞

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、程于芳、陳弘汝、楊博翔、羅雅怡、曾祥珉、林君安。

第一部分：教科書導讀

第九章：房地產市場資料收集與調查

報告人：陳佳甫

老師：巧婦難為無米之炊，「data」是做研究或是實務的關鍵。雖然在實務界業者多半以直覺做決定，data 似乎不怎麼重要，但這樣投資風險也就會比較大。對於如何把資料變成有用的研究資訊，我想大家應該都有很多的想法。時代的進步可以幫助我們蒐集資料以及學習，但電腦的普及亦好亦是壞，好處是我們可以很容易找到資訊，壞處是大家缺乏判斷的能力，我最大的感觸是大學部的同學，剪貼的能力很強，但是卻沒有自己的想法，我真正擔心的是現在研究生會不會也變成這個樣子？總之，判斷力是很重要的，不過首先還是必須要有資料。本章很實務的，第一，幫助我們了解二手資料的蒐集，如何蒐集到好的資料牽涉到兩件事情，第一件是樣本本身有無樣本偏誤的問題？第二就是樣本本身所代表的信度以及效度為何？當二手資料不能完全滿足時，則會自行調查一手資料—眼見為真，當然眼見也不見得為真，但至少可以試著了解真實的感覺。透過一手及二手資料的結合，才能形成判斷與分析，但是前提是要有資料才可以做分析。大家有沒有認為哪些是資料蒐集的困境？這些困境該如何解決？大家在寫論文的時候應該常常會遇到這些問題，不知道大家有沒有什麼意見？

佳甫：我覺得最大的困境就是「最容易取得的資料都是不正確的資料」，例如由網路上房仲業所取得的資料，通常太雜，很難整理出想要的資訊。

老師：我想強調的在於說「資料的陷阱以及資料的偏誤的問題」。對資料不熟悉的人可能不太有感覺，常常在接觸這些資料的人心中可能會有很多的感覺，我們現在在做需求調查，某些仲介業者也在做需求調查，他們在網路上調查，且比我們早一步公佈。我們的三個研究案是厚厚的一本，他們的報告只有幾頁，但是在報章雜誌上的版面卻相差不遠，透過這樣的訊息，市場上不知道何者較佳？何者較差？「質」跟「量」這件事情到目前為止尚未被很好的評估，結果造成大家引用資料或是學習時的困境，造成量與質的落差以及市場上混淆的情況，當然「混水可以摸魚，水清則無魚」，如果從健全的產業界的角度來看，希望市場上的資訊是透明的，可是從某個層面來說，因為訊息是很複雜，所以其混濁度很高，因

此錯誤的資料更可能會造成資訊判斷的錯誤。此外，現在透過網路幾乎就可以取得所有的資料，但重點是有沒有讀資料？大家都只看結果，但是卻沒有去了解原始資料，沒有去了解資料與結果之間的轉換過程，這樣很難找出資料的問題點為何，這也是試圖希望大家從資料的原始核心開始讀的關鍵。還有一個資料的困境在於，我們現在只有總體大範圍的 data，比較少小範圍的 data，在資料的處理中，因為房地產是異質性的，所以小範圍的資料是比較有用的，但相對的，小樣本的偏誤也會比較大且容易發生，所以樣本偏誤或是小樣本之間的取捨如何選擇就看目的為何決定。在國泰案裡，把高雄跟台南併為一區，但高雄與台南這兩個市場是不同的，本來就不能也不應該併，然而我們因為高雄跟台南的樣本數太少的問題所以把他們併在一起。這兩者間不併起來會產生偏誤，因為樣本數太少無法產生系統性的結果，然而併在一起也會產生偏誤，併起來後系統性的會比較穩定，但是要描述變異數很大的情況時，就會有比較大的偏誤，因此這兩者間的取捨就是看目的為何去選取。換句話說，小樣本這件事情一直是我們學者心中的痛，是我們想要去突破的，目前我們試圖用拔靴法來解決小樣本的偏誤問題。至於資料的創造者有意誤導是另一回事，例如仲介業者可能有其立場會找出偏誤並且強調偏誤，但是在學術界應該是要努力去減少偏誤的，我想所有的東西都在隱含我們的目的何在。本章看來是很技術面的東西，但是實際在操作時卻有他的困境所在，但我覺得這是非常核心關鍵的，不知道大家有沒有什麼想法？

馬夫：老師你說資訊是要確切的反映真實的市場，那你覺得目前的情況下，市場是不是也被資訊牽著走？也就是說像仲介業者早一步公布他們的研究資料，這樣會不會早成市場上會有所偏差，大家會被他們所公布的資訊所影響？

老師：當然會阿，問題在於說房地產市場與股票市場不同，我們的異質性很強，正確與否沒有一個標準的答案，我特別強調站在學術的立場上，我希望是一種比較忠實的展現，這是一種態度問題，而態度問題也當然會影響你的判斷問題，當然有些業者他們可能特別想要造成這樣的假象，但是有沒有一種機制來監督這樣的事情是很重要的。我覺得資訊是一種公共財，政府本來就應該要投入更多，但很遺憾政府並沒有做太多，反而在資訊不透明的情況下，政府在政策上做了很多的補貼，我覺得這樣的政策並不恰當，我覺得最重要的核心是資訊的健全。資訊有價這件事情其實應該要慢慢的被表現出來，像剛才提到的租屋網，我覺得其是有價的。當然從資訊是公共財的角度來看，我覺得政府應該要有更多的資源投入與幫忙資訊的揭露是有必要的。當然資訊的背後隱含著資源配置的問題，剛剛提到業者有資訊誘導的問題是存在的，但是隨著時間的經過，資訊不斷的揭露後，較不健全的資訊就會由市場機制所淘汰，而較嚴謹健全正確的資料就會被留下。資訊健全這一塊我們仍有太多可努力的空間，台灣的市場不景氣的時程拉的比較長，這也是間接的反映了台灣資訊不健全的問題。問題的核心之一，最關鍵的在於資訊的揭露，我們今天做的研究比較差就是因為我們的資料比較差，在美國以及商管學生的論文寫的比較多是因為股票市場是公開的，取得容易，而美國的資料也是非常豐富的，需要的資料可用錢買得

到，然而我們的資料就算花錢也買不到，我們最近想要跟銀行的聯合徵信中心買幾百萬筆的房價資料，但是買不到，而國內真正最準的部分是仲介業者的資料，不過這是他們自己的私人財，我曾經想要立法讓他們公開這些資料，不過遭受到既得利益者的反對。我想我們都感受到這樣的困境，短期間內我們可能沒有辦法解決，我想我們必須要投入更多的資源以及更重視資料的有效性及準確性，現在目前大家能做的就是對資料能夠有更嚴謹以及更仔細的認識，透過 web2.0 可以做多一點的學習與熟悉，這也是一個想法。我們很努力在蒐集分析建構一個資料系統，但是我們卻沒有辦法做很好的行銷，我們只是一個研究者，並不是資料的提供者，這是學界目前的一個困境，換句話說，我們很努力在蒐集分析建構一個資料系統，可是我們沒有辦法做推廣或是行銷，當然很多的廠商知道資料是有價的，想要結合來做行銷的工作，我想這個未來我們要好好的來努力，曾經我們想過要把資料變成一種指數然後來交易，交易愈多訊息就會愈豐富，訊息愈多參與的人就會愈多，然後這裡面有很多有趣的東西可以產生出來。

佳甫：我比較有興趣的是，對於真正在投資生產的人，其資料的來源是怎麼來的？

祥珉：我們的資料除了自己的以外，都是問仲介，因為我們的資料主要是跟大家一樣，除非是自己買的之外，不然仲介的資料是最準的，因為仲介有實際成交的資料。不過我想政府應該是有辦法把全部的資料公布，只是政府不做而已，並不是不能做，因為政府向人民收稅，土地交易跟房屋的交易都須要有稅收，而建設公司賣房子也要開發票，例如甲方是建設公司，乙方是買方，乙方跟建設公司的交易可分為房子加土地跟房子跟土地分開來買的兩種情形，在房屋跟土地分開買的情形，如果房子是建設公司的，建設公司會開發票，因此會得到建物的價格，然後土地如果是合建分售的話，地主也要繳稅，因為地主要繳政府的稅，所以政府還是有稅籍的資料，因此政府有土地的成交價，所以政府應該是不想做而不是不能做。

老師：理論上這樣當然是可行的，政府不想做我也可以感覺到的確是如此，政府也可能不想惹麻煩也是一件事情，也就是說隱私權或是許多的利益團體會抗議反彈等等的問題發生，政府的確受到利益團的壓力很大。

祥珉：可是如果政府這樣做，對建設公司才真正是好處，因為建設公司沒辦法對土地加值，可是建設公司的能力是在蓋房子，這樣建商就會更專注於如何把房子蓋得更好，使房子的價值更高、賣得更好。

老師：我想這是一個過於單純的想法，建設公司賺錢並不是真的透過賣房子賺錢，在實務上都是買賣土地賺錢，或者當資訊不健全時，才有炒作的可能，市場如果愈透明的話，競爭者就必須要更 marginal，profit 才會產生出來，這當然是我們的無奈，這種東西不應該長期存在。目前台灣資訊的揭露事實上落後的，大家都是在混沌之中做的一些決策，這其實是蠻大的一種困境。我們之所以有稍微比較多一點的 paper 是因為我們是擁有資料者、創造資料者，但是這塊我們也花了很多的力氣去做，在做的過程中我們也知道問題在哪裡，其實問題還蠻多的，但我們都盡量是要去找出一些資料的問題並提出減少資料偏誤的改進，因此早期的資料與現在的資料還是會有一些的落差，真正在參與的

過程中就會發生這樣的一個困境。提醒大家在看資料時，第一個問題必須要了解資料的來源，追溯探討資料是如何產生的，如果只是因為是政府或是學術單位就認為是比較可以信賴的，因為不管是主計處或是其他單位，因為有受過一定的規範與限制。當然這樣的說法也不恰當，有人會認為，政府有時為了選舉也有可能對資料做一些調整。不過無論如何，政府或學術單位資料相對的誤差是比較小一點，因為其受到的規範較多，業者的資料並沒有很多的規範，因此就會有比較大的偏誤。我們最近剛好有一篇在做國泰指數與 XX 指數的比對，這篇文章在這期的住宅學報會發表出來，可以發現 XX 指數有明顯的偏誤，第一個原因是 XX 只有用他自己的樣本，並不是使用所有的樣本，因此會有樣本偏誤。第二的問題是方法上的問題，其每一期是用過去資料再加上新的資料重新跑，這樣會造成其指數愈來愈不敏感。結論就是在資料的產生過程中有太多的問題，甚至人為的貼錯或是 key 錯等問題，因此在檢測過程中，減少人的偏誤是我們應該要努力的部分。最後，希望大家能夠對資料有多一點的認識，我想這很重要，畢竟我們是做研究的人。

第二部分：房地產學術思潮論文集導讀

荒野與美景的價格：荒野地與風景地之編目與估價方法論

報告人：林君安

老師：對於台灣不動產估價之市場比較法，需不需要像本文這樣科學性的答案，當然是肯定的。從保育的觀點來看，我們現在強調生態保育，生態一定是有價格的，只是價高價低的差別爾，生態的價格會隨著所得文化的調整而會有所不同，也就是說此例賣到台灣可能較不值錢，賣到美國可能比較值錢，但反過來說，也有可能本例的態樣在美國較多，因此其也有可能比較不值錢，而台灣此種態樣少，也可能比較值錢！這隱含了買方願意付多少錢以及賣方願意賣多少錢。本案給我們的啟示是估價技術應該要更進步一些，雖然每一個個案都是獨特的，沒有辦法用比較法，但也不能因為不能比較就主觀隨意的決定價錢，就像我們過去的公告地價跟公告現值是如何產生的大家並不清楚，也就是說，我們應該要盡量更科學些，把主觀的變成客觀，雖然不可能完全科學化，但是應該要讓主觀的部分變成比較合理、客觀、邏輯，我想這就是學術的價值，這就是在讓我們的估價技術有更多可以改進的空間。如果我們過去能夠比較公平的對待被徵收者，就可以減少很多過去的紛爭。這一篇 paper 至少提供我們過去所沒有想過的荒野地的價錢，第一個想法就是說「土地使用」的價格，傳統我們對荒野地的估價通常是基於「變更」的角度來看待，是以 HABU 土地開發法的角度在處理，開發後可能的賣價扣除開發成本後就是土地的價格，但現在的問題是土開法派不上用場，因為不能做土地開發，願意賣的人提供賣價，願意買的人提供買價，如果二者沒有交集，則無法成交，所以估價人員應該在賣方的開價以及買方的願意出價中找出一個公平合理的價格，可以發現這其中有很多困境，但可發現他們盡量減少一些很籠統的主觀，而是把很多的東西切割成很多小分的主觀，然後將他們累加起來，這表示它可被分析，科學就是可以重複的被操作使用的。如何把主觀的特質減少，增加客觀的特質，這是估價應該要做的！在台灣的部分，也可以應用這樣

荒野地的價錢，例如合歡山不同的步道到底值多少錢。過去我們的估價是不公平的，私有地的徵收通常都是很粗糙的，某個程度來講是不公平的，過去是以大眾利益而犧牲私人利益的講法，然而公平是買賣雙方均公平，不能夠偏袒任何一方，不能夠因為大眾的利益而犧牲少數。問題在於公平這件事情，我們學不動產的人，應該要對價格的公平有更多想法與體認，減少個人主觀的影響。我們過去不能評估景觀、美究竟值多少錢，但是最近有學者透過特徵價格評估景觀到底值多少錢，這是一種估價的進步。

經昌：這篇文章可能是比較早之前的文章，所以其主要著墨在風景主觀的價值上，以現在的觀點來說，還有其它的價值，例如剛剛所提到的動植物的價值，或者是我們現在所推出的「節能減碳」的政策，荒野地會減少我們的碳排放量，因此會產生更多的價值，因此如果一個很大的一塊綠地，但是其事實上並沒有很大的景觀的作用，所以其價值似乎就會被低估了。

老師：隨著時間的改變，價格其實有時候會高有時後會低的，其主要原因都在於其「獨特性」到怎樣的一個程度，例如有些動植物其實是很值錢的，稀少性的國寶動物其價錢是可以算的，而剛剛提到的「碳量權」是很有趣的。此外，還有「區位」的價值，比較多人想去或是比較容易去的區位應該就會比較值錢，我相信陽明山的價錢絕對會比合歡山值錢，但是從獨特性的角度來看，合歡山卻比合歡山獨特！這些是在估價時會面臨的問題，我們經驗不足的地方其科學性就會不足，因此資料庫也是很重要的問題，有好的資料庫可以做比對，才可以有很好的估價。台灣應該藉助本例的邏輯使得台灣的荒野地保存可以更蓬勃的發展，至於是否會增加私部門對私有地的保存動機，我想應該也是肯定的，這背後隱含了政府應該要負擔更多的代價，不過至少公平合理的估計是有必要的，且政府也要對其有良好的經營管理。現在徵收的邏輯就是要保障地主的權利，這是財產權的問題，我們不應犧牲地主的財產權，財產權是不動產獨特性的基本價值。總之，本案例邏輯上就是要把它切割，因為其面積很大，有山有水有荒野等不同特徵，所以每一個特性本來就有其不同的價格，把它切割成很多塊後，這樣看起來比較合理，希望大家仔細讀一讀以及仔細想一想在台灣如何應用這種方法，這篇文章雖然已經有點久了，但是我想對於我們還是有很多值得參考的價值存在。

淑湄：我不清楚本案例參照的十五個案例是怎麼來的，比較標的的價格是如何決定的我們也不清楚，因為我們並不知道比較標的的價格其目的究竟是為了開發或是為了保育的而產生的價格，所以這樣的參照有比較合理嗎？

老師：當然這並非是絕對的，主要的問題就是 willing to pay，每個人的 willing to pay 都不同，我們可以訪問很多人，訪問專家或是非專家，將這些得到的價格平均起來，這就是該地的價格。因為多數人的主觀就是客觀，所以只要 data 夠大的話，實際上就是客觀化，樣本愈大就愈可降低樣本選擇的偏誤，若是小樣本就必須要很小心的抽樣，要很仔細的避免樣本的偏誤，這些都是在幫助我們客觀

化，當然這必須在成本與結果之間做取捨，誤差跟可接受性的誤差度都是在做這樣的解釋。

淑湄：這十五個案例的價錢是如何產生，文章內並沒有交代清楚，如果其價格當初是被低估的，所以也會造成我們低估勘估標的，如果比較案例其價值被估的比較高，也會使得我們的勘估標的的價值提高。

老師：這就是在說大量估價的問題，本篇基本上是在講大量估價，如果資料夠多，就可以減少偏誤的發生，這基本邏輯大概是從資料庫中去篩選，假設資料庫夠多，就可以減少偏誤的問題，當然這只是相對，並非絕對，不過基本邏輯就是從資料庫中做篩選。淑湄這個問題很好，我們必須要找到問題的關鍵，對於問題的關鍵我們應該要細緻化以及更科學化，如果不是問題的關鍵，對其做細緻化的討論所得的成效就會很小，因此設假設解決即可，所以了解組成成分的權重及核心以及找出問題的關鍵是學術研究者的一個挑戰與核心。

第三部分：Case Study

文山 XX

報告人：彭竹君、徐偉琪

老師：大家覺得文山 XX 買不買？是好產品嗎？以戶數來說，五十戶上下規模不算太大，管理上還好，基地很小，甚麼樣的人會買？我想其客層應該跟皇家 XX 的人差不多，坪數規劃應該也差不多，我猜皇家 XX 比他好，意思就是說那邊的房子以後可能都會是出租的，想像該產品以後是誰在使用的產品，好產品不只是說規劃的問題，也在說究竟誰是住戶？對我而言，我很在意我的鄰居是誰，換句話說使用者是誰是很重要的，如果將來有很多出租的學生在裡面，你覺得如何？當然並不是說學生並不是不好，不過對於管理費、使用、是不是好產品這件事情，其實我有點疑慮，離學校太近或許也不完全是其優點。對於價格的部分，第一我對於其銷售率 85% 並不是有太大的把握，第二等到交屋之後會不會產生退屋潮，大家是否買單？還好本案因為其規模小，所以其投資客應該不會太多，又因為其規模小，所以可以得到比較穩定的客源，這是可以被期待的。我很好其這個產品怎麼會主打養生這個議題。

偉琪：因為他們認為木柵地區有很多的老人，所以他們主打養生的住宅觀念。

老師：客層到底誰來買這個問題，我想應該都是木柵當地的在地客在買，我猜在地客應該會佔了 70~80% 左右，這個基地這麼小，外地人不可能跑來這邊買，唯一外地客可能只有政大情結的人才比較可能，因此在地客換屋的情形相對會較多一些。另外綠建築，我想應該只是綠色標章，而不是綠建築，因為有其不同的定義，當然這某方面也隱含著獎勵的問題，達到某種綠建築的要求可以獲得不同的獎勵，我想「綠建築」是件好事！當然，綠建築這件事情究竟以沒有賣點？回到上次我們提過的 PHYS-FI 財務經濟的模型，哪個特性究竟值多少錢？意思在說

綠建築的設計究竟有沒有增加其價值，這是建商真正關心的事情。小蝦米到底能不能打敗大鯨魚？因為其基地小，所以建商的品牌並不是件很重要的事情，但是其基地還不錯，因為其離政大近，離木柵市場也很近，不過離市場太近也可能會有雜亂的負面效應，且最大的限制是進出的道路不佳，進出的感覺不太好，不過每一個基地當然都有其限制條件。至於說商業用地做住宅使用，坦白說，該區位完全沒有做商業使用的需求，所以這同時也該檢討我們的土地使用規劃有沒有問題。還有一個問題是，商業區做住宅使用有沒有困擾？就像工業區做住宅使用會不會有其困擾，像是電費以工業用計算等等問題。

祥珉：商業區與住宅區基本上不同僅在於其建蔽容積率的不同而已，至於電費的話要看他有沒有商業登記，如果沒有做商業登記，那就跟一般的住宅用地的電費費率是一樣的。

老師：本案是不是一個好產品，在我看來顯然是不夠好的，當然每個人的觀點不太一樣，見仁見智，從價錢來看，本案的單價跟 X 園差不多，只是 X 園比較早推，當然受到時機的影響也很大，本案並未完全賣清，風險還是有一些，因為剩下的部分可能要降價求售。至於本案到底有沒有投資客，雖然只有五十戶左右，但是還是有可能會有在地的投資客，

經昌：因為其是商三，所以建好了之後應該也是可以做商業使用，是不是可以買了以後在內部做辦公使用，這樣的話就會變得比較複雜一些。

老師：事實上因為其是商業用地，買下來後做辦公使用，原則上是可以的。做商業使用之後，訪客進出以及管理的狀況就會變的複雜。大家好好想想，如果真的要買的話，要考慮甚麼樣的事情，這是在培養大家在做個案分析時能夠找出重要的關鍵。

祥珉：我覺得現在價格與成本間已經沒有甚麼關係了，就建商而言，建商知道終端的銷售約為四十萬左右，因為附近的其他個案也都是相同的價錢，因此這樣的話，整個區的價格會趨於穩定，但相對的是泡沫很多，但是這樣建商就少了有因用非常好的建材蓋品質非常高的房子，因為一般的價格就在四十萬元上下，在那個地段計算用在高的品質，也只能賣到五十萬元左右，因此建商就會把成本控制到二三十萬元左右，認為這樣也可以賣到四十萬元。

老師：這有一個問題，四十萬守得住嗎？

祥珉：照同學所報告的，當我們沒有要買的人都已經相信成交價無四十萬元的時候，四十萬元為什麼守不住？真正有購屋需求的人即使只想買三十萬，但是大眾的說法是四十萬，因此就會花四十萬元去買。

老師：以本案來說，現在剩下十戶，你覺得這十戶能以四十萬賣得掉嗎？

祥珉：就算剩下這十戶是少量會比較便宜，但是現在市場上資訊不流通，以實務

上來說，銷售人員帶看了一百組人，其中有三十組人出價三十萬，現在有十組以四十萬元的價錢賣掉了，如果建商通知我現在價格降到三十萬元時，我一定會先通知之前買的那十組，這樣的話三十萬元的價格便在市場上消失了，也不會出現在大家在看房子的資料裡，因為這樣較低的價錢是不透明的。以本案來說，建商已經賣完八成五，他的成本已經回收，所以不太可能降價求售。

老師：我也不同意價錢會降到這種程度，我覺得最大的因素是其量很小，在量小的情況下，即使建商進駐也不會有什麼問題，所以也不會有甚麼降價的可能情況發生，但是回到品質的關鍵，如果品質不好的話，這個價格還 hold 得住嗎？

祥珉：我覺得那個區位並沒有很好，因為其被兩棟大樓壓住，在風水學上，那就是一般俗稱那是「屋角煞」，且在地理上來說，那邊的風會特別大，所以我相信四十歲以上的人不可能去買，

老師：本案的基地不好，進出動線不好，所以我猜想其價格應該沒有到四十萬這麼好，大概三十幾萬是比較可能的。但是當地的人知道這個區位是很方便的，市場以及區公所都在旁邊而已，可是其進出道路是很不方便的，等到未來隔壁基地的都市更新案完成後，形成更大的聚落群，進出交通將更不便利。

老師：就某個程度來說，本案是個小基地，看起來是可親近的，不是豪宅型的，當然價格上是現在的行情都這麼高。文山區的建築有一個很大的缺點就是其基地都很小，生活環境都不是很好，一個一個蓋起來，沒有一致的整體性規劃，且很多位於狹小巷道內，進出交通並不便利。我們實在感到很無奈，在巷子裡的房子，還要上千萬元！當然最重要的就是要找出房子的關鍵，要試著去判斷其價格到底合不合理。最後，本案如果與信義 XX 是同樣的價格，大家想要買哪一個？大家覺得信義 XX 比較好阿，為什麼呢？

于芳：文山 XX 有屋角煞，信義 XX 有腰斬煞，可以兩個都不要買嗎。

老師：我覺得現在有很多的房地產的廣告效用並不高，因為看不清楚他們的訴求為何，顯然大家還沒有滿意的，希望大家能夠找到好產品告訴我，找到不滿意的產品很容易，找到滿意的房子很難，希望大家能夠努力去尋找好房子。今天就上課到這邊，謝謝大家。