

學術論著

# 建商新推個案銷售時機及方式之選擇

## Marketing Timing and Methods Adopted by Housing Developers Launching New Residential Projects

李尚華\*

Lee Shang-Hua\*

### 摘要

建商銷售策略包含銷售時機及銷售方式，隱含增加報酬及降低風險之經濟意涵。銷售時機分為新成屋及預售屋二種時機，係以遠期交易與期貨訂價理論作為評估依據；銷售方式分為建商委託代銷公司銷售或建商自售兩種方式，透過雙方機會成本與比較利益法則決定。實證結果顯示，上市櫃建商、高總銷及高主力總價建案，建商傾向預售及委託代銷公司銷售。另外，在景氣時期，建商委託代銷公司銷售預售屋，透過代銷公司相互競價接案，增加利潤；不景氣時期，建商以風險考量，雖以成屋銷售，但仍期望銷售風險由代銷公司埋單。本文建議，建商擬定銷售策略應在不同景氣時期依建案財務規劃及建案特徵權衡評估。在房市景氣時期，選擇代銷公司銷售預售屋以增加利潤；不景氣時期，選擇代銷公司銷售成屋以分散風險。

關鍵詞：預售屋、新成屋、代銷、自建自售、Logistic迴歸模型

### ABSTRACT

Marketing timing and sales methods are strategies commonly used by housing developers to increase remuneration and lower risks. On the basis of forward contracts and futures price theories, the timing of sales can be divided into two categories: timing for selling new housing units and timing for selling presale housing units. Moreover, since the marketing methods involve consignment agencies or self-selling, the opportunity cost and comparative advantage of both methods are analyzed to determine which method to select. The results of this study reveal that developer companies that are over-the-counter entities listed on the market or have high total sales and expansive housing products are more likely to sell presale housing or contract consignment agencies. Under a prosperous economy, developers contract agencies to sell presale housing, thus increasing their profit through the competition among such agencies. However, in an economic recession, developers only sell existing houses to avoid risk, and expect the sales agencies to bear the risk. According to the study's results, it is recommended that developers establish marketing strategies by evaluating the financial planning and characteristics of residential projects during different economic periods. When the housing market is prosperous, developers can contract agencies to sell presale housing units and increase their profit; when the market is in recession, the developers can contract agencies to sell existing houses to spread the risks.

**Key words: presale housing, new housing, consignment agencies, self-building and self-selling, logistic regression model**

(本文於2018年5月3日收稿，2018年10月30日審查通過，實際出版日期2019年6月)

\* 國立政治大學地政學系博士生  
PhD Student, Department of Land Economics, Nation Chengchi University, Taipei, Taiwan.  
E-mail: 105257502@nccu.edu.tw

## 一、前言

國內房地產市場分為中古屋市場及新推個案市場，中古屋市場為存量市場，以個別交易為主，銷售方式通常由中古屋持有人委託不動產仲介業銷售或中古屋持有人自行銷售；新推個案市場為流量市場，分為預售屋市場及新成屋市場(註1)，銷售方式通常為建案整批委由代銷公司銷售或建商自行銷售。建商在經過市場分析後，在財務具有可行性，及產品具市場性的情況下，會決定其新推個案的銷售策略(楊宗憲，2003)。因此，適當的銷售策略選擇，可增加建商投資報酬及降低風險。

依照不偏期貨定價假說，在效率市場下，若消費者看好未來景氣，預期該期貨未來交貨日的價格將大於到期日之期貨價格，則消費者買進期貨；反之，若看壞未來景氣，則預期未來交貨日的價格小於到期日之期貨價格，則市場不存在買權市場。新推個案中的預售屋市場，通常隱含遠期契約或期貨概念(白金安、張金鵬，1996)，類似期貨市場中的「買進買權」(buy call)。換言之，當房市景氣處於上升段，預售屋房價具未來上漲空間，與成屋價差增加，消費者購入預售屋的意願較強，此時，建商銷售策略以預售屋為主；但當房市景氣處於下跌趨勢，預售屋與成屋價差縮小，房價不具上漲空間，消費者購買預售屋的意願低落，理論上建商推出預售案比例應會降低並改以成屋銷售。

不過，依實務觀察，當房市景氣處於上升階段，雖然消費者購買預售屋意願較強，但如果建商或代銷業者認為未來景氣趨勢向上，預售屋房價看漲，是否產生「惜售」心態；或即使房市景氣處於下跌走勢，消費者購買預售屋意願降低，但為何新推個案市場中的預售屋市場仍占極大比例(註2)。換言之，建商或代銷業者的銷售策略，除考量景氣因素外，是否與產品特徵、財務規劃、預售屋價格或空間分佈相關，值得再更進一步研究。

Lai et al.(2004)認為建商必須在投入興建成本前，預測未來需求概況，假如建案興建完成後，需求下降，將造成開發商財務風險。因此，限縮無法預期的「未知成本」，對於建商投資該房地產相對重要。另外，由於房地產投資金額龐大，建商在投資興建過程中必須承擔業務、財務、通貨膨脹及流通性風險，因此，預售制度可使建商將開發風險分散給購屋者共同承擔(彭建文與盧建霖，2014)。

Chang & Ward(1993)認為建商銷售新推個案為了增加報酬及降低投資風險，隱含投資組合(portfolio strategy)的銷售策略概念。建商會規劃預售屋及新成屋的銷售組合比例，以達利潤最大化或存貨最小化目標，而Lai et al.(2004)也持類似看法。

Lai et al.(2004)認為房地產市場建商至少有三種方式處理風險不確定性問題，其一為拖延建案開發時程，直到景氣明確。包括Titman(1985)亦實證建案中選擇權價值(option value)投資過程，即投資決策具有不可回復性、不確定性及投資時間彈性等特性，將促使房地產上漲；Somerville(2001)亦證實投資者只有在需求條件明確下才會投資；其二為需求曲線的投資策略，當建商投資一建案後，若無法掌握有效需求，風險趨避的投資者會先減價銷售部份產品以確保收益，並等待未來市場需求明確時再加價銷售，包括Sirmans et al.(1997)的研究亦得到相似結果，最後則是透過預售制度降低建商風險。該制度不僅可以幫助建商處理未來需求不確定性問題(潛在破產成本)，也可大幅減少建商存貨。

國內新推個案市場之銷售策略，依銷售時機(註3)可分為預售屋市場及成屋市場二大類，

依銷售方式可分為建商自建自售及委託代銷公司銷售二種方式。不同於中南部等市場主要以成屋銷售為主，在台北市新推個案市場中，由於房價漲幅大，銷售金額高，促成預售屋市場蓬勃發展。相較中南部房地產市場，台北市預售屋市場比成屋市場更具競爭優勢，因此，代銷公司紛紛投入預售屋銷售。另外，房市景氣時期，建商及消費者預期房價上漲情況下，預售屋投資需求遠大於消費需求，台北市新推個案市場以預售屋為主。甚至在景氣上升段，建商新推個案透過代銷業者競價搶案，預售屋價格一日三市，台北市房地產市場漸成為高報酬、高風險產業。統計2000年Q1至2017年Q4止，台北市新推個案市場中，預售屋推案比重為83%，建商委託代銷銷售比重為73.5%，因此，台北市新推個案市場的房地產生態，主要為代銷公司銷售預售屋。換言之，欲了解台北市新推個案銷售策略，必須從建案的銷售時機及銷售方式作為切入點，才可探知建商銷售策略所隱含報酬及風險的經濟意涵。

國內房市自2015年反轉向下，造成房地產新推個案市場銷售不佳，新推個案市場上預售屋、新成屋並陳銷售；亦或建商讓利自售或委託代銷公司銷售以降低銷售風險亦為選項之一。因此，建商銷售時機及銷售方式之選擇，攸關個案成敗，影響公司營運至關重大。究竟建商在面對不同市場環境、財務規劃及產品特徵下，如何選擇銷售策略？尤其，建商以預售屋推案，通常為高財務槓桿操作(註4)，若建案在預售期間完銷，可創造亮麗之股東權益報酬率(ROE)；但當景氣反轉，預售屋銷售不佳，建商必須在建案興建階段透過銀行建築融資支付工程款；倘若建商拖延至成屋仍未完銷，則該餘屋即成為建商之存貨，除須支付土地融資及建融利息，更須負擔高額之房屋稅及土地稅，資金成本大幅增加。因此，妥適的行銷策略對於建商而言，相對重要。

綜合上述，建商的銷售策略雖然以降低風險及增加報酬為目標，但大部份建商推案策略往往出現一窩蜂現象。即當某建商行銷策略奏效，產品完銷，其他建商或代銷業者亦紛紛跟進，試圖以類似銷售策略增加利潤；但當景氣反轉，建商或代銷業者往往反應不及(註5)，造成財務吃緊，風險增加。

本文沿續Chang & Ward(1993)及Lai et al.(2004)等學者的概念，試圖從建商銷售策略所隱含的增加報酬及降低風險角度出發，透過二項式Logistic選擇模型，探討台北市預售屋及新成屋之產品定位、產品特徵、財務規劃、景氣時機及建商類型等因素，是否影響建商銷售策略之選擇。透過本文研究結果，希望可以作為建商推案策略參考準則，達到最佳銷售時機及資源最有效利用，並避免盲目及一窩蜂投資行為。本文共分五節，除第一節前言外，第二節回顧有關預售屋銷售時機及銷售方式相關文獻；第三節則為理論推導及研究方法說明；第四節建立實證模型及結果分析；最後是本文結論。

## 二、相關文獻與研究問題

### (一) 建商銷售時機之選擇

由於建案投資金額龐大，房地產建案在開發前具有選擇權價值，以評估最佳投資策略。梁仁旭(2007)認為土地投資開發前的選擇權價值包括內含價值(intrinsic value)及時間價值(time value)。內含價值為預期收益成長而產生；時間價值則因未來預期收益波動而產生。Williams(1993)、Grenadier(1996)則由選擇權模型進一步擴展到選擇權博弈模型。由於競爭優

勢的存在，競爭往往削弱選擇權時間價值，促成開發商加速投資。另外，近期研究，包括Cunningham(2006)、Bulan et al.(2009)、Wang et al.(2016)、Tang & Wang(2017)等學者，在處理選擇權的時間價值問題時透過存活模型(proportional hazard model)分析開發商的推案時機。

Lai et al.(2004)比較大陸、香港及台北的房地產價格指數後發現，房地產時間價值對於建商收益造成相當大影響。因為在房市不景氣時期的不穩定房價波動，對開發商產生極大威脅，預售制度有助於消弭時間波動的收益風險。Chan et al.(2012)也認為，開發商透過預售制度將風險分散於消費者，更增強開發商財務可行性。

Chang & Ward(1993)則認為，建商開發前須在高報酬及低風險間權衡，以尋求新推案如預售、結構體及新成屋的最佳銷售比例。若預期未來現貨價格上漲，則建商應減少目前預售數量，待未來結構體及成屋再銷售，以獲取高報酬；反之，預期未來現貨價格下跌，則須增加目前預售屋銷售比例，以降低風險。建商銷售策略隱含投資組合概念，最典型的資產配置即為三分之一預售、三分之一結構體銷售，及三分之一新成屋銷售。

## (二) 建商銷售方式的選擇

房地產新推個案市場，依銷售方式可分為建商自建自售及委託代銷公司銷售兩種模式。建商委託代銷公司銷售的模式中，依《不動產經紀業管理條例》第四條第六項規定，所謂代銷業務，係指受起造人或建築業之委託，負責企劃並代理銷售(註6)不動產之業務。換言之，若建設公司以包銷方式將建案委託代銷公司銷售，則行銷風險幾乎由代銷公司承受。依台北地區建商的銷售方式實務經驗，當房市景氣向上發展，建商傾向以預售推案，而代銷公司傾向以包銷方式接案；房市景氣向下發展，建商傾向以成屋推案，代銷公司為降低風險，通常選擇以包櫃或純企劃方式接案。

上述對於建商新推個案銷售策略的討論發現，銷售策略隱含增加報酬及降低風險的經濟意涵。然而國內外對於銷售策略選擇等相關研究並不多，本文即將建商銷售策略分為銷售時機選擇與銷售方式選擇，試圖對建商在銷售策略中的市場行為提出解答，以填補國內外研究不足之處。本文提出二個研究問題如下：

1. 建商銷售時機觀點：預售屋類似遠期契約，與成屋存在基差(白金安與張金鶚，1996)。房市景氣向上，消費者購買預售屋具套利空間，建商應選擇預售推案，並以完銷(clean)為目標增加獲利。但為何景氣向上，建商仍有成屋推案；反之，景氣向下，建商應以成屋銷售，並等待景氣好轉及需求明確後，以較佳價格銷售降低風險。但為何景氣不佳，仍有預售屋推案？顯然建商預售與否，除景氣因素，還有那些原因影響預售機率？
2. 建商銷售方式觀點：當房市景氣向上，預售屋具行銷利基，建商自售預售屋可節省給付代銷公司行銷費用(註7)，但新推個案市場為何仍有為數不少建商委託代銷公司銷售；反之，當房市景氣向下，預售屋套利空間減少，建商應委託代銷公司銷售分散風險，但為何房市不景氣仍有建商自售新推個案？建商委託代銷公司銷售與否，除景氣因素，還有那些原因影響委託代銷機率？

### 三、研究設計及理論建構

#### (一) 變數選取

參考梁仁旭(2007)、Ong(1997)、Lai et al.(2004)、Wong et al.(2007)、Chan et al.(2012)等證實研究，將產品特徵、空間區位及房地產市場景氣納入研究變數，另外，本文之依變項為建商新推個案之推案時機及推案方式，因此，將建商財務規劃及建商聲譽納入變數研究。綜合上述，將影響依變項之自變數區分為：不動產產品特徵、建商特徵及房地產市場景氣等三大類。透過Logistic選擇模型，分析上述變數對建商銷售策略之選擇。

##### 1. 不動產產品特徵

###### (1) 樓層高度

林秋瑾(1996)指出，樓層愈高，營造成本愈高，反應建商建築融資利息愈高，愈傾向預售。建商可透過消費者購買預售屋所支付的工程期款，償還銀行建築融資，以減少資金壓力；但是否委託代銷銷售則不確定。

###### (2) 公設比

公設比與公共設施多寡，並非正相關。公設比通常反應新推個案未來可實際使用坪數多寡，一般新推個案公設比在30%左右。公設比亦反應房屋總價，公設比愈高，房屋總價愈高，但空間使用效率降低。由於預售時期，可透過搭建實品屋或裝潢等方式，弱化因公設比過高造成的空間使用效率低落問題，而代銷公司主要營收係以行銷預售屋賺取佣金為主，因此公設比愈高，透過代銷公司的廣告包裝，預期愈有可能預售。

###### (3) 主力總價

主力總價為主力坪數與房屋單價乘積。林祖嘉(1992)、林秋瑾(1996)認為坪數大小對單價有顯著影響；林育聖與張金鶚(2003)指出較小坪數與較大坪數住宅單價，會高於中坪數住宅單價，主力坪數對住宅單價呈U字型影響效果，主力總價與產品市場定位相關。通常主力總價愈高，愈傾向小眾市場，風險愈高，預期建商透過預售及尋求代銷公司銷售，轉嫁行銷風險可能性愈高；反之，主力總價愈低，愈傾向大眾市場，預期建商若預售，增加報酬可能性愈高。

###### (4) 區位分佈

高價區預售案報酬較高、風險較高；低價區預售案報酬較低、風險較低。Alonso(1964)認為，土地利用與地租之間為一土地競租函數，都市地價是從市中心向都市邊緣遞減，因此土地市場上的買賣或租賃行為，係為競租比價的結果，出價愈高者，可使用具有較高地租的土地。也就是說，市中心土地報酬較高，因此建商愈勇於高價購地，但風險亦較高。建商市中心推案通常針對特定客層，規劃較大坪數及較高總價產品，委託代銷公司推出預售案機率較大，藉以分擔風險，儘可能達到提高報酬及降低風險的投資策略。因此，高價區較中價區或低價區，更有可能委託代銷公司推出預售案。本研究範圍為台北市12個行政區，包括大安區、信義區、松山區、中山區、中正區、內湖區、南港區、士林區、萬華區、北投區、大同區及文山區。依實價登錄所載價格及參考國泰房價指數透過集群分析分類，大安區、信義區、松山區及中山區為高價組；中正區、內湖區、南港區、士林區為中價組；萬華區、北投區、大同區及文山區為低價組，並以低價組為比較組。

## 2. 建商特徵

### (1) 建商聲譽

Wong et al.(2007)認為，上市櫃建商財務及產品品質穩定，道德風險低，傾向預售或自建自售可能性較高。林育聖與張金鶚(2003)將建商依推案數目及上市櫃情況，分為一案建商、一般建商及穩健建商。本研究依建商上市櫃與否以及建商2000-2016年間推案概況區分為，若建商該期間內推案超過8案(註8)，代表公司營收穩定財務較佳，併同上市櫃建商歸類為穩健建商；2-7案為一般建商；其餘為一案建商。

### (2) 建案可售戶數

可售戶數愈少，反應在資產負債表之存貨愈少，建商財務壓力較低；反之，可售戶數愈多，存貨愈高，財務壓力較大(林育聖與張金鶚，2003)。預期可售戶數少，建商成屋銷售及自建自售可能性較大；反之，尋求代銷預售可能性較高。

### (3) 總銷金額

樓地板面積反應建案規模，亦反應總銷金額多寡(彭建文與盧建霖，2014)。總銷金額愈大建案規模較大，通常採取低表價策略降低財務風險(鄒欣樺等，2007)。預期規模愈大建案，建商愈傾向委託代銷公司預售以降低財務風險。

### (4) 銀行貸款成數

銀行貸款成數，代表消費者購屋資金運用程度。銀行貸款成數高，代表預售屋自備款低，消費者購屋風險降低，對於銷售有正向影響。預期貸款成數愈高，建商預售機會愈大。另外，代銷公司接案主要以投資需求較高預售屋為主，貸款成數愈高，消費者購屋門檻愈低，銷售愈具利基，預期代銷公司接案態度愈積極。

## 3. 房地產市場景氣因素

本文研究時間為2000年至2016年，總計17年共68季。建商新推個案時機點，反映不同時期政府政策、景氣等總體概況，對於建商推案時機有不同影響。許淑媛等(2011)研究指出，景氣除影響建商推案的產品定位差異，更影響價格分散程度及建商訂價策略。Ong et al.(1997)研究不同景氣情況下供給者存貨壓力發現，市場穩定上揚階段，建商對存貨較不敏感，訂價差異增加；反之，市場衰退階段，存貨成本較高，訂價差異減少。因此景氣上揚階段，預期房價上漲，消費者對預售屋接受度高，建商傾向推出預售建案，但是否自建自售或委託代銷銷售，則視建商及代銷業者的機會成本及雙方比較利益而定。本文依國泰房價指數公佈之台北市新推個案資料進行價格分析，區分台北市不動產市場多頭時間為2003年第3季SARS結束後至2008年第2季金融海嘯為止，及2009年第4季至2014年；不景氣及修正時間分別為2000年至2003年第2季SARS結束前、2008年第3季金融海嘯起至2009年第3季金融海嘯結束，及2015年至2016年。(註9)。

## (二) 理論建構

房地產新推個案市場，建商首重報酬與風險。新推個案銷售策略選擇依產品銷售時機區分為預售屋及新成屋二大類；依銷售方式分為建商自建自售及委託代銷公司銷售二種方式。建商銷售策略之選擇，依景氣時機、建商財務規劃能力而有不同。白金安與張金鶚(1996)應用遠期交易與期貨訂價理論模式，將預售屋訂價模式分為正常差價理論(Normal Backwardation

Theory)、不偏期貨定價假說(Hypothesis of Unbiased Futures Pricing)及儲存理論(The Storage Theory)。本文從上述三種理論分別建構新推個案市場之銷售時機及銷售方式理論基礎。

### 1. 正常差價理論

$$E(P_t) - F_t = \theta \quad (\theta > 0, \text{建商給付的風險貼水}) \dots\dots\dots (1)$$

( $E(P_t)$ : 消費者預期未來交貨日的現貨價格;  $F_t$ : 購買當時之期貨價格)

### 2. 不偏期貨定價假說

在效率市場下,

$$E(P_t) = F_t \dots\dots\dots (2)$$

預期景氣上揚或下滑,

$$\text{若景氣上揚, } E(P_t) - P_t > 0 \dots\dots\dots (3)$$

$$\text{若景氣下滑, } E(P_t) - P_t < 0 \dots\dots\dots (4)$$

( $P_t$ : 即期銷售現貨價格)

### 3. 儲存理論

$$F_t - (P_t + \Phi) = 0 \dots\dots\dots (5)$$

( $\Phi$ : 持有成本(carry cost), 如淨租金、土地及建築之資金成本等)

從正常差價理論及不偏期貨定價假說推衍預售屋價格得知, 預售屋興建過程期間會出現三種價格關係。消費者購買當期預售屋價格 $F_t$ ; 取得使用執照時(即二年或三年後)成屋價格 $P_t$ ; 及消費者購買當期預售屋時間點, 預期未來預售屋期望價格 $E(P_t)$ 。若消費者預期未來房價將上漲, 則願意以 $F_t$ 價格買進預售屋,  $E(P_t) - F_t$ 之差, 即為建商所承受之風險點水(建商銷售預售屋的超額利潤)。若考量景氣因素, 消費者預期景氣上揚, 該期望價格 $E(P_t)$ 大於取得使用執照成屋價格 $P_t$ , 則消費者買進預售屋; 反之, 景氣下跌, 消費者觀望, 不買進預售屋。

另外, 依儲存理論, 若不考慮消費者對未來預售屋期望價格 $E(P_t)$ , 則建商是否推出預售案, 係依據當期預售屋價格 $F_t$ 必須大於或等於取得使用執照後成屋價格 $P_t$ 加計持有成本 $\Phi$ 。若 $F_t \geq (P_t + \Phi)$ , 則建商推出預售屋的機率較大。

綜上所述, 建商採預售或成屋銷售, 及建商自售或委託代銷公司銷售之關係推導如下:

#### (1) 建商採預售屋或成屋銷售行為分析:

若 $F_t - (P_t + \Phi) = 0$ , 並預期景氣上揚, 則依式(3),  $E(P_t) - P_t > 0$

設 $E(P_t) - P_t = \Pi > 0$ , 則 $\Pi - \Phi > 0$ , 此時消費者願意以更高的期望價格 $E(P_t)$ 購入預售屋, 則建商有機會透過預售避險。

若 $F_t - (P_t + \Phi) = 0$ , 並預期景氣下滑, 則依式(4),  $E(P_t) - P_t < 0$

設 $E(P_t) - P_t = \Pi < 0$ , 則 $F_t - (P_t + \Phi) < 0$ , 此時消費者不願意購買預售屋, 建商只能採成屋銷售或以預售銷售, 但將風險分擔至代銷公司。

## (2) 建商採自建自售或建商委託代銷公司銷售行為分析：

開發商與不動產代銷經紀業為上下游產業，其考慮的行業利益出發點及產業規模雖不同，但開發商考慮自售或委託代銷公司銷售時，亦需評估自售或委託代銷公司銷售機會成本，而代銷公司接某一建商建案，亦需考量其不接其他建商建案機會成本。藉由兩產業之機會成本，推導最佳之比較利益，以達到產業分工。本文係從建商行為作為分析主軸，並依機會成本及比較利益法則，進行以下分析。

令A建商自建自售之銷售成本為 $\omega$ ，其委託代銷公司銷售機會成本為 $\omega_a$ ，建商總成本= $(\Phi + \omega)$ ；代銷公司接A建商建案之銷售成本為 $\omega_1$ ，其不接A建商代銷建案改接規模類似B建商代銷建案之銷售機會成本為 $\omega_b$ 。

依建設公司角度，若預期景氣上揚，則 $E(P_t) - P_t > 0$ ，且 $F_t - (P_t + \Phi + \omega) \geq 0$ ，及 $\omega < \omega_a$ ，則建商自售。

依代銷業者角度，若預期景氣上揚，則 $E(P_t) - P_t > 0$ ，且 $F_t - (P_t + \Phi + \omega) \geq 0$ ，及 $\omega_1 < \omega_b$ ，則代銷公司爭取A建商建案代銷。

按比較利益法則：景氣上揚階段，若 $\omega < \omega_a$ ，則建商自售，其銷售成本為 $\omega$ ；而代銷公司評估是否代銷A建商建案，即 $\omega_1 < \omega_b$ ，則代銷公司接案，其銷售成本為 $\omega_1$ 。因此，建商及代銷業者之比較利益係為 $\omega_a < \omega_b$ ，則建商委託代銷公司銷售及代銷公司接A建案，都有比較利益。因此，在景氣上升階段，因為代銷公司競價搶案，促成預售價格上漲，建商自售變少，委由代銷公司銷售。景氣時期，代銷公司競價搶案，房價上漲，建商獲利增加；代銷公司佣金亦增加。

若預期景氣下跌，依建設公司角度，則 $E(P_t) - P_t < 0$ ，且 $F_t - (P_t + \Phi + \omega) < 0$ ， $\omega > \omega_a$ ，則建商傾向委託代銷公司銷售以分散風險。

但，依代銷公司角度，若預期景氣下跌，則 $E(P_t) - P_t < 0$ ，且 $F_t - (P_t + \Phi + \omega) < 0$ ， $\omega_1 > \omega_b$ ，則代銷公司傾向不接A建商建案，改接B建商建案，或接A建商建案但與建商分擔風險(包櫃或純企劃)。

依比較利益法則：景氣下跌階段，對於建商而言，若 $\omega > \omega_a$ ，則A建商委託代銷公司銷售，則銷售成本為 $\omega_a$ ；對於代銷公司而言，若 $\omega_1 > \omega_b$ ，則代銷公司傾向不接A建商之建案，其銷售成本為 $\omega_b$  (即改接B建商建案)。因此，建商及代銷業者之比較利益係為 $\omega_a > \omega_b$ 。建商及代銷業者無相對利益，即建商傾向自售或延後推案；代銷公司為顧及生存以包櫃或純企劃接案與A建商分擔風險，或不接A建案。

**(三) 模型說明**

由文獻回顧可知，建商銷售策略隱含增加報酬及降低風險之經濟意涵。本文為實證建商銷售策略與推案行為關係，將銷售策略分為銷售時機及銷售方式兩大類，並以非線性Logistic迴歸模型驗證建商銷售策略之選擇。其中，銷售時機以預售屋及成屋為依變項之二項式Logistic迴歸模型；銷售方式以委託代銷公司銷售及建商自售為依變項之二項次Logistic迴歸模型。

本文使用Logistic迴歸分析並以最大概似法(MLE)估計，使依變項觀察次數機率極大化，進而得到自變項參數最佳估計值。透過該迴歸模型勝算(odds)及勝算比(odds ratio)訊息(自變數



係數之自然對數即為odds ratio)，判斷自變數變化對於依變數的判別機率。

Logistic模型及公式說明如下：

$$\ln\left[\frac{P}{1-P}\right] = \ln[e^{f(x)}] = f(x) = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 \dots \dots \dots (6)$$

其中，P為選擇銷售時機的機率及選擇銷售方式的機率。本文將銷售時機及銷售方式分別以兩個選擇模型實證；X1、X2、X3分別為不動產建案特徵、建商特徵及房地產市場景氣因素等三大類變數。

令模型之判別機率估計式，其發生機率為P：

$$P = \frac{e^{f(x)}}{1 + e^{f(x)}} \dots \dots \dots (7)$$

則(1-P)為群組事件不發生的機率：

$$1 - P = \frac{1}{1 + e^{f(x)}} \dots \dots \dots (8)$$

在Logistic迴歸模型中，必須估計勝算比，即一個群組事件發生的勝算與另一個群組事件發生的勝算比值，該比值係為貝氏統計量(Bayesian statistics)與Logistic迴歸模型的效果量測值。

承式(2)及式(3)，令P及(1-P)為一群組發生事件的機率及不發生事件的機率，則勝算比值之公式為：

$$\begin{aligned} EXP(\beta) &= \frac{P}{1-P} = \frac{\frac{e^{f(x)}}{1+e^{f(x)}}}{\frac{1}{1+e^{f(x)}}} \\ &= e^{f(x)} \\ &= EXP(\beta) \dots \dots \dots (9) \end{aligned}$$

#### (四) 研究資料及敘統

台灣雖於2012年8月實施實價登錄，不過因預售屋實價登錄資料不足及缺乏及時性，故本研究資料以國泰房地產指數所調查之台北市新推個案資料為主，研究範圍以台北市12個行政區為實證地區。本文為求資料正確性及合理性，輔以預售屋實價登錄資料之成交價格與本資料進行交叉比對後，與實價登錄資料差異不大，資料完整度應為水準之上。個案資料方面，為2000年第一季至2016年第四季，總計3020筆個案有效樣本。個體交易資料包含個案開價、主力總價、主力坪數、住宅特徵、銷售時機及銷售方式等資料。(見表一)。

從表一敘述統計，就住宅特徵方面：公設比平均26.9%，平均樓層10樓、可售戶數約39戶，主力總價約為3,584萬，主力坪數平均49.7坪，平均開價64萬／坪。就虛擬變數觀察，台

表一 連續變數及類別變數基本統計

連續變數	單位	平均數(Mean)	標準差(Std Dev)	最小值(Min)	最大值(Max)
開價	萬坪	64.1	34.9	16	280
地上層	樓	10	4.3	2	38
公設比	%	26.9	10.9	2	70
可售戶數	戶	39	53.3	1	978
銀行貸款	%	72.6	6.60	32	95.0
主力總價	萬	3,584.1	4,472.8	211	51,300
主力坪數	坪	49.7	32	7.5	350
虛擬變數類別	虛擬及類別變數		樣本數	百分比	
行政區	高價區(大安、信義、松山、中山)		994	32.9%	
	中價區(中正、士林、內湖、南港)		1149	38.0%	
	低價區(北投、大同、萬華、文山)(比較組)		877	29.0%	
上市櫃	上市櫃		998	33.0%	
	一般建商		875	29.0%	
	一案建商(比較組)		1147	38.0%	
產品定位	較高總價住宅，70坪以上		591	19.6%	
	非較高總價住宅，70坪以下(比較組)		2429	80.4%	
房地產景氣因素	景氣2003Q3-2008Q2； 2010Q4-2014年；		2328	77.1%	
	不景氣2000-2003Q2；2008Q3-2009Q3； 2015-2016(比較組)		692	22.9%	
銷售時機	預售(含結構體)		2515	83.3%	
	成屋		505	16.7%	
銷售方式	委託代銷		2220	73.5%	
	自建自售		800	26.5%	

北市十二個行政區中，以高價區及中價區推案最高，約佔70.9%，以中正區、大安區、內湖區、中山區推案最密集。推測由於台北市主要重劃區多集中在內湖區、中山區及南港區，可開發面積較多；及自2007年以後，台北市推案以大安區、中正區及中山區等市中心較高總價住宅產品為主，因此上述行政區推案量較大。而近17年推案的建商中，上市櫃及推案穩定之大型建商，約佔33%；一案建商及一般建商佔67%；另外，再觀察推案方式，主要以委託代銷為主佔73.5%，自建自售佔26.5%。

再從房市景氣觀察，2000年至2016年間，台北市不動產市場多頭時間為2003年第3季SARS結束後至2008年第2季金融海嘯開始，及2009年第4季至2014年止；不景氣及修正時間分別為2000年至2003年第2季SARS結束前、2008年第3季金融海嘯起至2009年第3季金融海嘯結束，及2015年至2016年。房市景氣處於上升階段時，預售屋具未來上漲空間，市場熱絡，通常預售建案在取得使用執照前即完銷；但景氣處於下行階段時，預售屋雖不具未來上漲空

間，但開發商基於機會成本考量，仍會以預售形式銷售至取得使用執照後，再繼續新成屋銷售。故從台北市敘述統計觀察，台北市景氣及不景氣之比例分別為77.1%及22.9%；預售屋及新成屋的比例，分別為83.3%及16.7%，預售屋推案以2006年至2011年為最高峰，此現象與市場經驗符合。由於該期間，為房市景氣上行段，且預售屋具有期貨性質，該時期建商及消費者購屋信心較大，預售屋推案量最多。符合市場經驗。

## 四、實證分析及討論

### (一) 實證分析

本文為分析建商銷售策略之選擇，分別從新推個案銷售時機及銷售方式建立兩組Logistic模型(表二)及(表三)，探討建商推案策略思考模式，及銷售策略中報酬及風險之經濟意涵。本文使用非線性Logistic模型，假設檢定為HL(Hosme和Lemeshow)檢定量，統計檢定之虛無假設 $H_0$ ：Logistic模型與樣本資料配適。經過檢定，表二及表三模型的卡方值在5-9之間，其顯著性P值皆大於0.05，接受虛無假設，迴歸模型整體配適度良好。另外，檢定上述機率模型適合度之概似比統計量(-2LogL)均達顯著，機率模型與自變數間具有聯合顯性。本文所有模型預測成功機率为70%-85%。

### (二) 實證討論

建商在房市景氣佳時，往往競相推出相同產品類型個案而有一窩蜂現象(楊宗憲，2003)；但當房市景氣處於下行階段，常因反應不及，造成經營風險。本文將建商銷售策略分為建商銷售時機及銷售方式兩大類，並探討建商在銷售策略選擇中，所隱含的增加報酬及降低風險之經濟意涵。

#### 1. 建商銷售時機之選擇

表二銷售時機模型，在不動產特徵類別項目中的中價行政區、可售戶數、公設比及財務特徵中的開價，變數均不顯著，可能並非建商選擇預售或成屋銷售考量的因素。推測原因為，在中價行政區(內湖區、南港區、中正區及士林區)主要以重劃區建案占多數，例如南港經貿園區、內湖四期、內湖五期重劃區及士林二期重劃區(基河重劃區)等，區域供給量多，但銷售狀況不佳，通常預售及成屋並陳銷售，或更名重新銷售，造成變數不顯著；可售戶數與總銷或主力坪數可能並無一定關係，例如可售戶數少，有可能主力坪數大，總銷金額高(例如國泰天母、天母御莊、信義帝寶等豪宅案)，或可售戶數少，可能主力坪數小、總銷金額低等情況(例如小基地之小坪數產品)，而建商衡量銷售率，通常在意的係為銷售金額多寡，而非銷售戶數多寡，造成可售戶數變數不顯著；另外，在公設比變數，台北市新推建案公設比在27%-32%間，極高或極低公設比建案並不多，在各案公設比差異不大情況下，該變數或許不是建商選擇預售或成屋銷售考量因素之一，與原預期造成落差；最後，開價變數亦不顯著，其原因應為，建商在進行新推建案財務預測時，通常銷售底價為已知，而成交價格係為表價議價後之結果，應為接近底價之價格。也就是說，在底價已知的情況下，高表價通常伴隨高議價率，因此，表價對於建商財務規劃重要性，反而不如底價或成交價重要。但本研究資料由於無法得知底價變數，而可能成交價變數係為事後發生之變數，因此本研究以開價變數替代。

表二 銷售時機模型結果

		銷售時機模型				
		預售銷售 = 1				
		成屋銷售 = 0				
	解釋變數	參數估計值			Exp(B)	預售機率
不動產產品特徵	高價區行政區	0.31	(0.036)	**	1.363	57.7%
	中價區行政區	0.072	(0.581)		1.075	51.8%
	地上層	0.066	(0.001)	***	1.068	51.6%
	基地面積	-4.52E-04	(0.016)	**	1.000	50.0%
	可售戶數	0.004	(0.222)		1.005	50.1%
	較高總價住宅70坪以上	-0.585	(0.001)	***	0.557	35.7%
	公設比	0.676	(0.210)		1.966	66.3%
建商特徵 (含財務規劃)	上市櫃公開建商	0.455	(0.001)	***	1.577	61.2%
	一般建商	0.507	(0.000)	***	1.660	62.4%
	總銷(取ln)	0.477	(0.000)	***	1.611	61.7%
	銀行貸款	-2.51	(0.015)	**	0.081	7.4%
	開價(取ln)	0.147	(0.480)		1.159	53.7%
	主力總價(取ln)	-0.835	(0.000)	***	0.434	30.3%
	代銷/自售(比較組)	0.525	(0.000)	***	1.691	62.8%
景氣時機	2003Q3-2008Q2 ; 2010Q4-2014 景氣高點	0.965	(0.000)	***	2.264	72.5%
	常數	2.867	(0.02)	**	17.743	
	樣本數	3020				
-2LOL	2351.28					
Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.117					
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.196					
整體預測正確百分比	83.60%					

註：「\*」、「\*\*」與「\*\*\*」分別表示在10%、5%及1%的顯著水準下，顯著異於0

建商銷售時機之顯著變數，在不動產特徵類別項目上，建商在高價行政區選擇預售的機率為57.7%；樓層愈高，建商選擇預售機率愈高；而在較高總價住宅等非典型產品(註10)，70坪以上較高總價住宅不選擇預售機率為35.7%(即70坪以上較高總價住宅選擇預售的機率為64.3%)，此即建商推出非典型住宅案主要以預售為主，可將財務風險轉嫁給消費者。另外，在建商特徵及財務規劃類別項目上，上市櫃建商或是一般建商，以預售推案的機率分別為61.2%及62.4%，該結果與Wong et al.(2007)及Shapiro(1982)的結論相符，即聲譽較佳的建商，道德風險較低，預售推案機率較大。建案總銷愈高、銀行貸款成數愈高(即自備款愈低)及主力總價愈高，以預售推案的機率愈高。考量景氣因素下的銷售時機，景氣高點以預售推案的機

表三 銷售方式模型結果

		銷售方式模型			
		代銷銷售 = 1			
		建商自售 = 0			
	解釋變數	參數估計值		Exp(B)	預售機率
不動產產品特徵	高價區行政區	-0.141	(0.235)	0.868	46.5%
	中價區行政區	0.064	(0.557)	1.067	51.6%
	地上層	0.021	(0.176)	1.022	50.5%
	基地面積	4.60E-04	(0.776)	1.000	50.0%
	可售戶數	0.002	(0.280)	1.002	50.1%
	較高總價住宅70坪以上	-0.064	(0.664)	0.938	48.4%
	公設比	0.323	(0.465)	1.381	58.0%
建商特徵 (含財務規劃)	上市櫃公開建商	-0.512	(0.000) ***	0.599	37.5%
	一般建商	0.003	(0.977)	1.003	50.1%
	總銷(取ln)	0.342	(0.000) ***	1.408	58.5%
	銀行貸款	1.899	(0.016) **	6.678	87.0%
	開價(取ln)	0.139	(0.409)	1.150	53.5%
	主力總價(取ln)	-0.030	(0.786)	0.970	49.2%
景氣時機	預售/成屋(比較組)	0.511	(0.000) ***	1.667	62.5%
	2003Q3-2008Q2 ; 2010Q4-2014 景氣高點	0.233	(0.022) **	1.263	55.8%
	常數	-4.933	(0.000) ***	0.006	
樣本數	3020				
-2LOL	3287.86				
Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.064				
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0.093				
整體預測正確百分比	73.50%				

註：「\*」、「\*\*」與「\*\*\*」分別表示在10%、5%及1%的顯著水準下，顯著異於0

率為72.5%。綜上所述，大部份建商在景氣高點競相以預售屋推案，產品特徵以較佳地段及非典型住宅為主，財務特徵上則以高總價、高總銷及低自備款為主，以將風險分擔至消費者，達到增加建商報酬及降低風險的目標。

因此，建商銷售時機模型中，建商推案策略，符合正常差價理論、不偏期貨定價假說及儲存理論。依正常差價理論及不偏期貨定價假說得知，若考量景氣因素，消費者預期未來房價將上漲，景氣上揚，則消費者買進預售屋；反之，景氣下跌，消費者觀望，不買進預售屋。另外，依儲存理論，若不考慮消費者對未來預售屋期望價格 $E(P_t)$ ，則建商是否推出預售案，係依據當期預售屋價格 $F_t$ 必須大於或等於取得使用執照後成屋價格 $P_t$ 加計持有成本 $\Phi$ 。若當期預售價格大於成屋價格及持有成本，則建商推出預售屋的機率較大。

從上述三理論對照實證研究結果，建商選擇是否推出預售案，在建案特徵主要以較高總價、較大坪數、較佳地段；而財務特徵則為較高總銷、較高總價、較低自備款等；在建案特徵及財務特徵都為高報酬、高風險產品。並選擇在景氣時機較佳時推出預售案，將風險分擔至消費者，以得到最大報酬及降低可能投資風險。該種產品即使延續至成屋銷售，其風險亦較低，甚至可能因景氣及需求更佳，價格上漲而獲得更高的風險貼水。這也是景氣向上發展時，市場上仍有一定比例成屋銷售的最大原因。

## 2. 建商銷售方式之選擇

在表三銷售方式模型中，影響建商銷售方式變數中，不動產特徵類別項目都不顯著，僅建商特徵類別項目中的上市櫃建商變數及財務規劃特徵類別項目中的總銷金額變數、銀行貸款成數變數、預售或成屋銷售及景氣變數有顯著影響。

由此可知，建商在選擇自建自售或委託代銷銷售考量的因素中，主要係以財務規劃及建商特徵為考量因素，不動產產品特徵並非主要考量因素。在建商特徵及財務規劃類別上，一般建商、開價及主力總價變數都不顯著，其原因為，一般建商可能較無上市櫃公司之營收及獲利壓力，且推案頻率不固定，推案規模不一，造成變數不顯著；而主力總價變數不顯著的原因係為，建商決定自建自售或委託代銷銷售，主要以提高報酬及分散風險為主，換言之，不論主力總價高低，皆須達到上述兩目標為目的，造成主力總價變數不顯著。推論建商較在意區位及景氣因素所造成的推案風險，與主力坪數較無關係。

在顯著變數中，上市櫃建商不委託代銷公司銷售的機率為37.5%(即上市櫃建商委託代銷公司銷售的機率為62.5%)，主要原因為上市櫃建商品牌知名度較高，推案及財務穩定，代銷公司亦會主動爭取代銷，保持與上市櫃建商穩定關係；而建商為分散銷售風險，總銷金額愈高，建商傾向委託代銷公司銷售的機率為58.5%；若為預售屋銷售，由代銷公司代銷的機率為62.5%。另外銀行貸款成數愈高(即自備款愈低)，建商委託代銷公司銷售的機率高達87%，此結果為代銷公司接案主要以投資需求較高的預售屋為主，因此，貸款成數愈高，消費者購屋門檻愈低，銷售愈具利基，代銷公司爭取接案態度愈積極。

建商決定是否自建自售或交由代銷公司銷售，與景氣變數相關，景氣高點建商選擇由代銷公司銷售的機率為55.8%。新推個案決定由建商自售或代銷公司銷售，主要取決於雙方之機會成本及相對比較利益。依前述建商與代銷公司銷售機會成本與比較利益理論推導可知，代銷公司在不景氣時期，不願意完全承擔建商銷售風險，不過，由於代銷公司主要營收係為銷售預售屋及新成屋並賺取佣金，代銷公司在不景氣時期為維持運作，通常會承接佣金較低(例如包櫃及純企劃)(註11)，且風險低或總銷金額較低的預售屋案。因此，建案行銷風險在不景氣時期分別由建商及代銷公司共同分擔。而在景氣處於上升段時期，代銷公司通常以包銷接案，接案方式通常為數家代銷業者分別向建商提案競價，價高者得。在此情況下，建商則傾向委託代銷公司銷售預售屋，甚至有創高價機會。

## 3. 小結

結合銷售時機及銷售方式兩模型綜和比較，建商銷售策略以增加報酬及降低風險為目標，上市櫃建商較傾向委託代銷公司推出預售案；總銷金額愈大建案，建商愈傾向預售及尋求代銷公司銷售，即建商將行銷風險轉嫁至代銷業者負擔；在景氣時機變數上，建商在景氣時期推出預售屋機率較不景氣時期高，景氣時期委託代銷公司以包銷方式銷售，透過代銷公

司競價搶案以創高價；不景氣時銷售方式取決建商及代銷公司之機會成本及相對比較利益，以共同分擔風險方式，透過包櫃或純企劃方式銷售。

## 五、結論

建商新推個案銷售策略以增加報酬及降低風險為目標，除景氣因素外，包括建商財務規劃及建商特徵等因素，都會影響建商銷售策略。過去國內外對於預售屋相關研究以價量研究或預售屋與中古屋基差等議題，建商新推個案銷售策略研究較少，本文首先從建商銷售時機及銷售方式分析其銷售策略。

研究結果發現，建商財務規劃及產品特徵皆會影響建商銷售策略之選擇。在財務規劃方面，產品總銷金額愈高，主力總價愈高及非典型住宅產品，建商傾向預售及委託代銷公司銷售以分散風險。不過由於上市櫃建商道德風險較低，以預售屋推案機率为61.2%，委託代銷公司銷售的機率为62.5%。而在景氣因素方面，景氣向上階段，建商同時考量行銷策略之報酬與風險；景氣向下階段，建商則以風險考量為其重點。實證結果符合前述所推導銷售時機及銷售方式理論模型。

依照前述所引用之正常價差理論、不偏期貨定價假說及儲存理論，當景氣上揚，消費者預期未來交貨日預售屋價格將大於當期預售屋價格，消費者買進預售屋，建商產生「惜售」心態，因此即使賣相不佳的預售結構體市場，建商仍認為可以創造較預售時期更高風險貼水；而依照前述之建商及代銷業者之機會成本與比較利益法則，建商在景氣時期委託代銷公司銷售，透過代銷相互競價接案，推升新推個案的價格，增加報酬；而在景氣向下階段，建商銷售時機及銷售方式轉以風險為考量，銷售時機以建商特徵及財務規劃為思考重點，雖以成屋銷售為主，但仍期望交由代銷公司銷售，風險由其埋單。也就是說，建商在房市景氣時期選擇代銷公司銷售預售屋以增加利潤；在房市不景氣時期，選擇代銷公司銷售成屋，以分散風險。

本文依循Chang & Ward(1993)之建議，房市景氣時期，建商應以分階段銷售為主，降低存貨並非首要任務，換言之，建商必須規劃預售屋、結構體及新成屋的最佳銷售比例，配合景氣上升段銷售，以獲取最大的利潤；而在房市衰退時期，建商則必須儘量將行銷風險分擔至代銷公司及消費者，最好的銷售時機仍是以推預售屋為主，並以儘速完銷，降低庫存為目的。

最後，本文僅以選擇模型探討建商銷售時機及銷售方式之銷售策略選擇，對於建商在景氣及不景氣階段的產品最佳銷售比例，並未以實證方式述明。此點將有待後續深入研究。

## 註 釋

- 註1：《不動產經紀業管理條例》第四條第三項所指預售屋係為領有建造執照尚未建造完成而以將來完成之建築物為交易標的之物。而建商新推個案中之結構體，由於已領有建造執照且尚未建造完成，故本文所稱預售屋亦包括結構體。另，本文所指新成屋係為建案已完成第一次總登，且領有使用執照，但建商仍未售出之建案。
- 註2：根據國泰房地產指數調查2000-2016年資料，在2006年至2014年期房市景氣上升段，預售屋及成屋之推案比例分別為85%及15%；在2000年至2005年及2015、2016年景氣下滑階段，預售屋及成屋之推案比例分別為81%及19%。
- 註3：預售屋與成屋是依不同時間點銷售，因此，建商銷售預售屋或成屋，係為不同時機點的選擇。如：預售屋銷售為建照取得後三個月內銷售，成屋銷售為使用執照取得後銷售，成屋與預售屋銷售時間點間隔2-3年，因此，以「時機」說明，是因為銷售時間點的差異。銷售時機和銷售方式係為不同的銷售情境，因此為兩個不同內容的選擇模型，其代表的經濟意涵也不同。如銷售時機之經濟意涵偏向期貨選擇理論、不偏期貨定價假說等；銷售方式之經濟意涵，則為機會成本及比較利益法則。因此，本文以銷售時機及銷售方式實證建商銷售房地產之選擇行為。
- 註4：以台北市為例，建商推出預售屋，通常土地融資六成，並以消費者購買預售屋之自備款(工程期款)支付工程款，因此，建商投資一建案，自有資金只佔建案總銷金額之一至二成。
- 註5：建商申請建照執照時間約需8個月時間，另依建築法第54條規定，起造人自領得建造執照或雜項執照之日起，應於六個月內開工……。起造人因故不能於前項期限內開工時，應敘明原因，申請展期一次，期限為三個月。未依規定申請展期，或已逾展期期限仍未開工者，其建造執照或雜項執照自規定得展期之期限屆滿之日起，失其效力。
- 註6：代銷依佣金收取方式不同，可分為包銷、包櫃及純企劃。若為包銷，代銷業者收取之佣金為已售出金額之6%，但代銷業者必須先行支付建案總銷金額3%作為廣告行銷費用；若為包櫃，代銷業者收取已售出金額2%佣金，並負擔人事成本(銷售人員、接待中心業務人員)，廣告行銷費用則由建設公司支付；若為純企劃，則代銷業者僅提出企劃構想並收取企劃費用，廣告行銷費用或人事費用全由建設公司負擔。不過本文並未分離此三種代銷方式，故僅以自建自售及委託代銷兩種方式進行分析。
- 註7：建商若與代銷業者簽定委託銷售合約，建商給付代銷業者之佣金為已售出金額之6%。我國建商與代銷業雖長期存在專業分工，但代銷與建商為上下游產業，產業關連性強，因此代銷業跨足建商，或是建商自行成立銷售體系亦所在多有。以代銷業跨足建商之公司包括新聯陽實業、甲山林機構、甲桂林廣告、海悅廣告、璞園廣告及信義房仲等；而建商自行成立銷售體系之公司包括遠雄企業、興富發、國泰建設、冠德建設、新潤建設、鄉林建設及華固建設等。
- 從建商觀點而言，通常較具規模之建設公司會自行成立銷售部門，但成立之時機點及



動機皆不盡不同，如興富發建設及新潤建設，在景氣不佳時，成立銷售部門，主因係景氣不佳時，代銷公司不願分擔建商之銷售風險，接案意願低，因此建設公司自行承擔銷售業務；而國泰建設在2004年以前，皆以自建自售為主，在2004年以後，才將戶數較多，預期獲利能力較不看好的建案委託代銷公司銷售；而戶數較少，預期獲利能力較高的建案則自建自售，藉此降低銷售風險及訓練銷售能力。

另外，從代銷公司的觀點而言，規模較大的代銷公司，通常憑藉其客戶資源、銷售成功案例之品牌附加價值，及資本較充足的行銷優勢，能承受銷售風險的能力較大，因此勇於創價，較易吸引建設公司青睞，委託銷售；而代銷公司的接案模式為，數家代銷公司向建設公司競標搶案，由建設公司進行最後選擇。

綜上所述，本文出發點，係以「建商」為主體進行時機及方式之選擇，並非以代銷公司為主體，進行「時機及方式之選擇」角度出發。因此，銷售時機及方式之選擇，係由建商決定，也就是說，代銷業與建商並非雙產業競爭關係，而係甲方(建商)及乙方(代銷公司)之承攬關係。

最後，本文研究資料係為國泰房地產指數，該資料僅能反應建商規模、推案金額多寡，尚無法反應各別建設公司所考量之自建自售或委託代銷公司銷售之動機；同時，亦無法反應代銷公司大者恆大，以藉此吸引建商委託銷售的趨勢；再加上代銷公司銷售經驗成功與否及相關客戶資料之衡量不易，因此，本文在建商變數僅以上市櫃建商、一般建商及一案建商替代；另外，在代銷變數上，僅能以建商是否委託代銷公司銷售或自建自售作為變數。此為本研究之研究限制。

註8：台北市新推個案從領取建築執照開始銷售至取得使用執照完成入帳，期間約2年至2.5年。本文研究時間總計17年，因此，該期間推案頻率若為2年推一建案，則代表公司有穩定入帳，歸類為穩健建商。

註9：依照國泰房地產指數新推個案可能成交價格顯示，2000年至2003年第2季、2008年第3季至2009年第3季及2015-2016年房市不景氣時期，台北市新推個案可能成交價格跌幅分別為6.6%、2.6%及13.6%；2003年第3季至2008年第2季及2009年第4季至2014年房市景氣時期，台北市新推個案可能成交價格漲幅分別為76.3%及44.9%。

註10：2000-2016年，建商新推個案產品中，70坪以上較高總價住宅產品僅佔19.6%，故定義為非典型產品。

註11：由於本文銷售方式資料並無再細分為包櫃及純企劃，故無法捕捉建商及代銷公司更深入接案方式探討，因此以機會成本及比較利益理論分析。

## 參考文獻

### 中文部份

白金安、張金鶚

- 1996 〈預期景氣變動對預售屋與成屋價格差異影響之研究〉《中國財務學刊》3(2)：99-114。

Pai, C. A. & C. O. Chang

- 1996 “On Price Differences between Presale Houses and Existing Houses: The Impact of Expected Real Estate Cycles,” *Journal of Financial Studies*. 3(2): 99-114.

林育聖、張金鶚

- 2003 《建商訂價行為之研究—探討不同類型建商訂價行為之差異》，中華民國住宅學會第十三屆年會。

Lin, Y. S. & C. O. Chang

- 2003 “Analysis of Housing Developer Enterprise Value and Pricing Strategy for Launching New Residential Projects,” Chinese Society of Housing Studies Annual Conference.

林秋瑾

- 1996 〈穩健性住宅租金模式之探討—異常點之分析〉《住宅學報》10：51-72。

Lin, C. C.

- 1996 “Robust Housing Rent Modeling Outlier Analysis,” *Journal of Housing Studies*. 10: 51-72.

林祖嘉

- 1992 〈台灣地區房租與房價關係之研究〉《臺灣銀行季刊》43(1)：279-312。

Lin, C. C.

- 1992 “A Study on the Relationship between House Price and Rent in Taiwan,” *Quarterly Journal of the Taiwan Bank*. 43(1): 279-312.

梁仁旭

- 2007 〈不動產開發選擇權時間價值比之實證分析〉《都市與計劃》34(1)：1-12。

Liang, R. S.

- 2007 “An Empirical Study on the Ratio of Time Value to Land Value,” *City and Planning*. 34(1): 1-12.

許淑媛、袁淑湄、張金鶚

- 2011 〈住宅個案價格分散之研究：房價水準、景氣時機與區位條件之分析〉《都市與計劃》38(4)：403-426。

Hsu, S. Y., S. M. Yuan & C. O. Chang

- 2011 “Price Dispersion of New Housing Projects: Analysis of Price Level, Timing and Location,” *City and Planning*. 38(4): 403-426.

彭建文、盧建霖

- 2014 〈預售制度下建商銷售時機選擇之實證分析〉《都市與計劃》41(3)：287-304。

Peng, C.W. & C. L. Lu

- 2014 “Developer Selection of Selling Time under the Housing Presale System,” *City and Planning*. 41(3): 287-304.

楊宗憲

- 2003 〈住宅市場之產品定位分析—建商推案行為之研究〉《住宅學報》12(2)：123-139。

Yang, C. H.

- 2003 “Housing Market Production Position Analysis-Behavior of Construction Company,” *Journal of housing studies*. 12(2): 123-139.

鄒欣樺、張金鶚、花敬群

- 2007 〈建商不動產表價與議價策略之探討—景氣時機、個案區位、及建商類型分析〉《管理評論》26(3)：47-69。

Tsou, S. H., C. O. Chang & C. C. Hua

- 2007 “Asking Price and Discount Rate Strategies of Real Estate Developers-An Analysis of Timing, Location, and Developer Type,” *Management Review*. 26(3): 47-69.

## 英文部份

Alonso, W.

- 1964 *Location and Land use: Towards a General Theory of Land Rent*. Cambridge: Harvard University Press.

Bulan, L., C. J. Mayer & C. T. Somerville

- 2009 “Irreversible Investment, Real Options, and Competition: Evidence from Real Estate Development,” *Journal of Urban Economics*. 65(3): 237-251.

Chan, S. H., K. Wang & J. Yang

2012 “Presale Contract and its Embeed Default and Abandonment Options,” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. 44(1-2): 116-152.

Chang, C. O. & C. W. R. Ward

1993 “Forward Pricing and the Housing Market: The Pre-sales Housing System in Taiwan,” *Journal of Property Research*. 10(3): 217-227.

Cunningham, C. R.

2006 “House Price Uncertainty, Timing of Development, and Vacant Land Prices: Evidence for Real Options in Seattle,” *Journal of Urban Economics*. 59(1): 1-31.

Grenadier, S. R.

1996 “The Strategic Exercise of Options: Development Cascades and Overbuilding in Real Estate Markets,” *The Journal of Finance*. 51(5): 1653-1679.

Lai, R. N., K. Wang & Y. Zhou

2004 “Sale before Completion of Development: Pricing and Strategy,” *Real Estate Economics*. 32(2): 329-357.

Ong, S. E.

1997 “Building Defects, Warranties and Project Financing from Pre-Completion Marketing,” *Journal of Property Finance*. 8(1): 35-51.

Shapiro, C.

1982 “Consumer Information, Product Quality, and Seller Reputation,” *The Bell Journal of Economics*. 13(1): 20-35.

Sirmans, C. F., G. K. Turnbull & J. Dombrow

1997 “Residential Development, Risk, and Land Prices,” *Journal of Regional Science*. 37(4): 613-628.

Somerville, C. T.

2001 “Permits, Starts, and Completions: Structural Relationships Versus Real Options,” *Real Estate Economics*. 29(1): 161-190.

Tang, W. & Y. Wang

2017 “Incomplete Information and Real Estate Development Strategy: Evidence from Hangzhou, China,” *Habitat International*. 63: 1-10.

Titman, S.

1985 “Urban Land Prices under Uncertainty,” *The American Economic Review*. 75: 505-514.

Wang, Y., W. Tang & S. Jia

2016 “Uncertainty, Competition and Timing of Land Development: Theory and Empirical Evidence from Hangzhou, China,” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. 53(2): 218-245.

Wong, S. K., C. Y. Yiu & K. W. Chau

2007 “Volatility Transmission in the Real Estate Spot and Forward Markets,” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. 35(3): 281-293.

Williams, J. T.

1993 “Equilibrium and Options on Real Assets,” *The Review of Financial Studies*. 6(4): 825-830.