

第七章 結論與後續研究方向

第一節 研究結論

建設公司的產業發展，並不可以單純的以經濟活動的一環來看，事實上建設公司是台灣大多數住宅與辦公大樓的提供者，所以，建設公司並不是提供一個建築物的財貨，而是大多數人的家與生活場合的生存空間。當建設公司產業不健全時，隱含的問題是台灣地區居民的生活受到威脅，問題本質並非一個經濟活動而已。政府多年來在營建署之主導下，試圖健全這個產業，但是在市場上所見到仍是一案建商的活躍，而績優建商卻相對委屈。問題的根源是，在資本市場，大家無法分辨建設公司的好壞，資源無法有效流向好的建設公司，自然在市場上就發生劣幣驅逐良幣的現象。所以，好的建設公司不願上市櫃，即使已經上市櫃，好的建設公司也無法得到其應有股價的支持。會計財務報表之主要任務，原本就是提供投資人與授信人的決策參考資訊，也就是誘導資源流向績優的建商。但是，在國內建設公司特有的經營環境，無法與財務報表完美結合，使得建設公司財務報表的功能性大幅受限，其誘導資源的能力也相對降低。

本論文之主要目的，即是分析建設公司之經營特性、其背後經濟意涵與會計處理上之問題，透過四個實證研究，提出對建設公司財務報表相關結論與建議，希望能解決部分目前對建設公司財務報表解讀困境。但是，基於地政所之功能與任務，如何修正會計原則，實屬會計學者之範圍，非本論文所能涉獵。

本論文分析，房地產相關存貨為建設公司最大資產項，也應該是財務報表之分析重點，其運作大幅牽動建設公司獲利潛能與財務結構，背後之實質選擇權意涵也應深入解構。本論文之四個實證研究之結論整理如下：

一、房地產相關存貨、負債比率與毛利率有長短期關係

本論文之第一個實證研究，是以國內在養地行為上具有代表性之國泰建設公司為例，以共積模型與修正誤差模型，分析國泰建設房地產相關比率、毛利率與負債比率間長期結構關係、並分析有無消弭誤差能力與短期領先關係。分為存貨負債模式與存貨毛利模式進行探討。由兩個模式之共積模型結果均顯示，持有土地存貨時，在建工程存貨及成屋存貨均呈現正向關係，此結果也表示了這些存貨間互動關係密切。由存貨負債模式之共積模型顯示，土地存貨持有率與負債比率呈現負相關，建設公司在財務結構較健全時進行養地。由存貨毛利模式之共積模型顯示，土地存貨持有率與毛利率長期間呈現負相關，顯示正在養地的建設公司，在利潤率表達上可能有不利的影響。就兩個模式之修正誤差模型則顯示，前季房地產相關存貨是本期土地存貨持有率之領先指標而且為負向關係，是探索本季土地存量的觀察點。存貨毛利模式中，土地存貨持有率在均衡誤差不為零時，有消弭均衡誤差之調整能力；存貨負債模型中，則未顯示消弭均衡誤差之調整能力。Pairwise Granger Causality 檢定結果亦支持前期在建工程與待售成屋的變化，將帶動後續土地存貨之變化。

二、績效指標與土地投資開發變數間有橫斷面關係

本論文第二個實證研究為橫斷面研究，以資料包絡法並配合建設公司之經營特色，將數項績效衡量指標整合為單一指標，以找出建設公司的績效評估模式。並探討建設公司間，土地投資開發變數對績效的影響。由資料包絡法建構之績效指標與土地開發變數迴歸結果顯示，建設公司有能購入土地進行策略性等待，可以帶動績效指標上升；而待售成屋存貨與在建工程與績效指標呈現負相關，顯示待售成屋與在建工程增加對績效有不利影響。實證研究中亦探討一般常用績效指標與土地開發變數之關係。結果顯示，營業收入成長率對於建設公司土地開發變數完全無法掌握。至於資產報酬率、淨值報酬率與每股盈餘此三項常用指標，在是否購地與在建工程存貨這兩項變數方面，資料包絡法建構之績效指標的結果

一致。但是，待售成屋存貨此項土地開發變數方面，常用績效指標與資料包絡法的符號方向卻相反，即待售成屋水準越高，常用績效指標也越高。此外，常用績效指標也顯示土地存貨持有水準越高，常用績效指標則越低。此差異是可能原因是常用績效指標在損益表成果上有所適當展現，可以讓資訊使用者掌握建設公司「已實現」之經營成果，對於反映在資產負債表上之建設公司土地投資開發行為稍有不足。

三、房地產景氣、土地持有策略與生產力變動有所關聯

本論文第三個實證研究為 Malmquist 生產力技術，計算生產力變動，並分析生產力變動來自效率變動或者技術變動。並進一步探討採用不同土地持有策略之建設公司，在不同景氣情況下之比較其生產力指數、技術變動與效率變動，以瞭解這項策略對建設公司的影響。以拔靴複製法檢定之實證結果顯示，在房地產之起跌階段，生產力、技術變動與效率變動均無顯著變化。在房地產景氣續跌階段，長期大量持有土地之建設公司效率發生顯著改善，亦即其可以用較少的投入來達成相同的產出，其可能原因是這些建設公司負擔較重，必須改善效率以與其他建設公司競爭；短期大量持有土地之建設公司則發生顯著技術退步，亦即這些建設公司可能達到之生產效率前緣往內退縮，其可能原因是短期大量持有土地的建設公司，土地持有目的是為了推案需求，雖然景氣下滑，土地開發潛能下降，也必須進行推案，因此產生技術退步。在房地產景氣探底階段，全體建設公司與不同土地持有策略分組均發生顯著技術進步，亦即其可能達到之生產效率前緣往外擴張，而且，除了長期大量持有土地建設公司外，均能使其生產力提升。其可能原因是在景氣谷底時期，建設公司調整其推案往高品質住宅發展，這種推案之開發潛能較高，因而導致技術進步。至房地產景氣上升階段，全體公司與不同土地持有策略分組均發生顯著技術退步，亦即其可能達到之生產效率前緣反而往內收縮。其可能原因是在景氣上升階段，一般性住宅需求增加，建設公司若朝向此方向推案，開發潛能較低，因而導致技術退步，此技術退步並未導致顯著的生產力

降低。

四、基於建設公司高隨機性經營特性，應計算三階段 DEA 效率值

本論文之第四個實證研究，是基於房地產事業具備高度敏感性與異質性。所以，建設公司的效率評估，有調整環境變數與隨機性的必要。因此，透過三階段 DEA 衡量建設公司之純粹技術效率，並以 Mann-Whitney U 檢定高低土地開發變數間，純粹技術效率是否有所不同。經過效率評估後，發現一階段 DEA 較不具敏感性，許多公司均在效率前緣，經過三階段 DEA 調整之後，經營不穩定的櫻建與林三號、經營規模較小的三豐與宏都均離開效率前緣。進行效率與土地開發變數之統計檢定發現，在一階段 DEA 中，低持有土地的效率值較好，但是，在三階段 DEA 則未達顯著水準。可能因為持有土地之後的獲利潛能無法在一階段 DEA 無法評估。成屋存貨持有率與在建工程成有率在一階段 DEA 都未達顯著水準，可能是在景氣上升時期，一階段 DEA 無法掌握之環境因素與隨機性。在三階段 DEA 調整環境因素與隨機性後，結果發現，即便房地產景氣上升，擁有待售成屋存貨與在建工程之建設公司仍是效率不利。

綜合以上的結論，本文認為目前財務報表分析重點往往置於損益表之上，報表分析與使用者非常關心當期損益，但是基於建設公司的營運特性與會計原則特性，透過當期損益根本難以掌握建設公司未來動態，所以觀察重點，應該重回資產負債表之上，尤其是房地產相關存貨的結構，才足以完整對建設公司未來動態掌握。再者，建設公司房地產相關存貨持有，背後隱含有實質選擇權之意涵，分析時，不宜以存貨總額進行分析，應細部分析土地存貨、在建工程存貨與待售成屋之間消長變化。接著要進一步分析的是，建設公司在自地自建與合建等不同之營運方式下，影響其土地增值利益與損失之可能性，應進一步探討其不同土地持有策略，對建設公司營運上之影響，無論在橫斷面、時間變動面與純粹效率面。

第二節 後續研究方向

基於建設公司的營運特性，本文後續仍有可以繼續深入研究的方向，分述於下：

一、依建設公司開發週期延長分析週期

本文之分析週期是依現行財務報表之編製週期，以年或季為主。但是房地產之開發週期較現行財務報表之編製週期為長。後續研究方面，可以就存貨周轉率推算建設公司之營運週期，並進行研究。

二、效率與生產力分析之投入產出變數再考量

本文效率與生產力分析投入與產出，是使用總額。基於財務報表分析之比率分析的銜接，後續研究在設定投入與產出變數，可以考慮使用財務比率。再者，本文對於房地產相關存貨變數，是以外生變數方式處理。考量觀點是基於以年或季作為分析週期，房地產相關存貨變數之效益並無法在此週期內發生，如果後續研究能擴大分析週期的情況，房地產相關存貨變數也可以列為投入。最後，如果投入能取得成本的詳細資料，後續研究可考慮不以資源投入量，而以使用資源之成本作為投入變數。

三、直接針對養地時間進行分析

實質選擇權分析重點是在於時間所產生不確定性，但是基於養地時間資料不易取得，所以本文以存量資料取代。隨著相關資料庫的陸續公開，後續研究可以串聯各資料庫進行分析，計算建設公司養地時間。直接的證據資料對於相關論述會更有幫助。