

第一章 緒 論

第一節、研究動機與問題

國內建設公司¹是房地產運作中的關鍵性角色，它整合了土地開發中所需各項專業，十分複雜，是地主與購屋者中間最重要的橋樑。但是，由於一般投資大眾與分析師對於建設公司的經營特性認識不清，再加上一般公認會計原則的限制，導致財務報表的解讀仍有許多疑問。如財務結構非常健全的建設公司，為何其營業狀況反而不好，其投資興建活動可能趨於停止？積極投資並開發推案的公司，財務報表為何無法立即反映其應有之績效，反而呈現弱勢？建設公司的存貨科目為何與一般製造業不同，而這些存貨之間是否存在著連動關係？這些疑問存在的時間已久，但是在學術上始終缺乏完整的分析與解答。

疑問產生的主要原因是此種亞洲式的房地產開發過程，大眾缺乏深入之瞭解，分析角度也經常與生產製造業混淆不清，同時學術上又是屬於跨及房地產、會計、管理與經濟的多領域課題，使學術研究之困難度倍增²。由於建設公司過去曾是投資的寵兒，但這些年來成為發生大量財務困難的集中地，隨著最近景氣好轉又開始吸引投資者的目光，此議題始終充滿了爭議性與討論性，因此這些財務報表上的疑問的確有需要在學術上來進行深入探討以尋求解答。

對於建設公司的財務報表的相關疑問始終懸而未決，事實上對於證券市場發展、建設公司的資金運用、土地開發的效率運用都已經產生不利的影響。如許多建設公司突然爆發財務困難，但是其財務報表未能發揮及時警示功能，導致許多

¹ 建設公司為一般俗稱，正式行業名稱為建築投資業。

² 如洪裕勝與沈宜蓓（2002）分析集中推案與分散推案對建設公司財務績效之影響；施旻孝、林秋瑾與張金鵬（1999）就建設公司各項財務比率與模糊理論分析建設公司財務績效。這些研究立論精闢，研究方法十分嚴謹，亦有相當大研究貢獻，但是對於建設公司會計原則對財務績效的影響瞭解較為缺乏，未分析績效落後反映之問題，使其研究成果稍有減色。

市場投資人對建設公司心存疑慮，導致正常營運的建設公司除了必須忍受委屈的股價，也難以從證券市場取得所需的資金。再者，由於建設公司接連出事，所以證券管理單位對營建業上市把關特別嚴格³，但是，有些建設公司為了達到上市目的，不惜借殼方式⁴達成目的，使得市場的秩序更加混亂。以上的情況使得好的建設公司受到了壓抑，但是不肖的建設公司則是利用目前會計規定的漏洞，散發不實銷售率的消息，誘導投資人進行錯誤的判斷；又或是在每年業績壓力的要求下，強迫進行推案，雖然求得眼前績效，但是長期營運受到影響。所以，本文認為這些建設公司財務報表問題，必須進行有系統的研究，才能健全國內建設公司之營運發展。



³ 根據臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第十六條、第十七條，針對營建業之獲利、資本結構等各方面均給予比其他產業的公司更嚴格的要求。

⁴ 台灣已有新燕、寶祥、民興、國揚、林三號等公司為建設公司藉殼上市。

第二節 建設公司營運特性分析

國內對建設公司的誤解，不少是出於「資本密集」一詞。在合作金庫調查研究室（1994）特別將「資本密集產業」列為建設公司的行業特點。對於國內房地產運作不是太深入了解者，很容易將建設公司與一般資本密集製造業的觀念混淆在一起。張金鶚（1991）是國內最早將建設公司的經營特性做有系列的整理與研究，認為建設公司營運需要大量的資金以承受原料、人工、成本上漲及工期長回收慢等壓力，因此資金的週轉非常重要。進而建議建立完整的房地產金融制度與政策，使房地產業能正常發展。張氏的研究對建設公司的經營特性做了非常好的釐清，但文中仍是不免用上資本密集這個名詞。王健安、張金鶚、林秋瑾（1995）從現有 29 部門產業關聯表中，析離屬於房地產業經濟活動的部份。研究結果顯示，一般認為房地產業是火車頭產業的說法可能是不成立的。

其實，台灣的建設公司與香港、中國大陸之運作模式較為接近，比較偏向投資活動，與美國偏向改良土地使用之運作方式大有不同，因此試圖引入美國的經驗與一般公認會計原則的架構來檢視台灣建設公司會感覺格格不入。在美國，從事房地產投資開發行業者均稱為開發商(developer)，是指藉由勞力、資本及企業努力來改良土地使用，以獲取利潤之個人或公司；而根據張金鶚(1991)指出，國內的建設公司，是從事建築投資與生產的開發工作、但不包括營造的部分。美國之開發商之經營活動主要是土地細分與營造工程兩部分；而台灣之建設公司卻是以投資活動為主，很少涉及土地細分與營造活動。為了與國際接軌，台灣的會計原則與其他各國處理類似，原則是沿襲自美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standard Board, FASB）之會計原則再進行修改，所以，財務報表並不能完全彰顯國內建設公司活動的特性。

圖 1-1 之流程圖為本文整理建設公司土地開發運作流程，與開發流程中房地產存貨配置及相關資金壓力。在圖 1-1 最上方的流程為建設公司土地投資開發基

本流程，建設公司投入專業人力、服務用的固定資產，在它所面臨的財務限制範圍內，盡力爭取土地投資的機會。若建設公司不採用任何的策略，受到財務壓力，建設公司將儘速進行開發並在最短時間內讓個案完工。如果開發過程一切順利，從土地購入、開發、完工到出售，可以很快的產生營業收入之績效，相關的房地產存貨將不會太高；但如果這個過程任何一個環節發生延遲（delay），則將產生房地產存貨。購地後不進行開發，將產生土地存貨；開發後工期延宕或停滯，將產生在建工程存貨；銷售狀況與能力不佳導致延遲，將產生待售成屋存貨。因延遲產生的存貨積壓，也產生相對的應付款項，會增加建設公司的財務壓力，使得建設公司開發新個案的能力降低⁵。

建設公司開發的生命週期中，從最開始的選擇購地時機、購地後等待開發、開發後控制完工點、乃至完工後選擇銷售時機，都有等待策略可運用，進一步影響公司的績效。建設公司是否購地策略，對建設公司而言，即是隱含未來營運活動及盈餘增加的訊息⁶與高績效的可能性。而建設公司購地後，可以進行策略性的等待，在最佳的時機進行開發。當一家建設公司購入有投資價值的素地之後，在財務可以負擔的狀況下，可以等待周邊建設完成或後續房地產景氣更熱時才開發；也可能先小規模開發，蓄意拉高價格後，才將其他規劃好的部分全面推出市場，這種策略等待運用，即是業界俗稱的「養地」行為⁷。即使土地進行開發之後，建設公司依然有等待的策略可運用：景氣時加速完工，儘速入帳；不景氣時，績效好的公司以放慢工期的方式來撐過，但這種放慢工期的策略，將加重建設公司的財務負擔，因此績效不佳的公司可能無法採用，而必須放棄開發⁸。

⁵ 林秋瑾、王健安、張金鵲(1997)的研究指出，不景氣時建設公司會進行延緩開發的動作，然而這項延遲，必須以融資利率的負擔為抵換代價。

⁶ 廖咸興、張衛華(1997)的研究結果發現房地產相關處置訊息中，以售地與購地的宣告效果最為顯著，隱含著公司的公司的績效可以期待。

⁷ 王健安(1998a)文中以兩個都市土地開發案例來說明都市黃金空地開發過程。案例之一，為國泰人壽以天價標下台北市南京東路的土地，並經過長時間的停車場使用養地，才進行開發。該事件後來被歸咎為國內房地產土地該波飆漲的起因。

⁸ 在王健安(1999)的研究中，將稱為執行放棄選擇權。

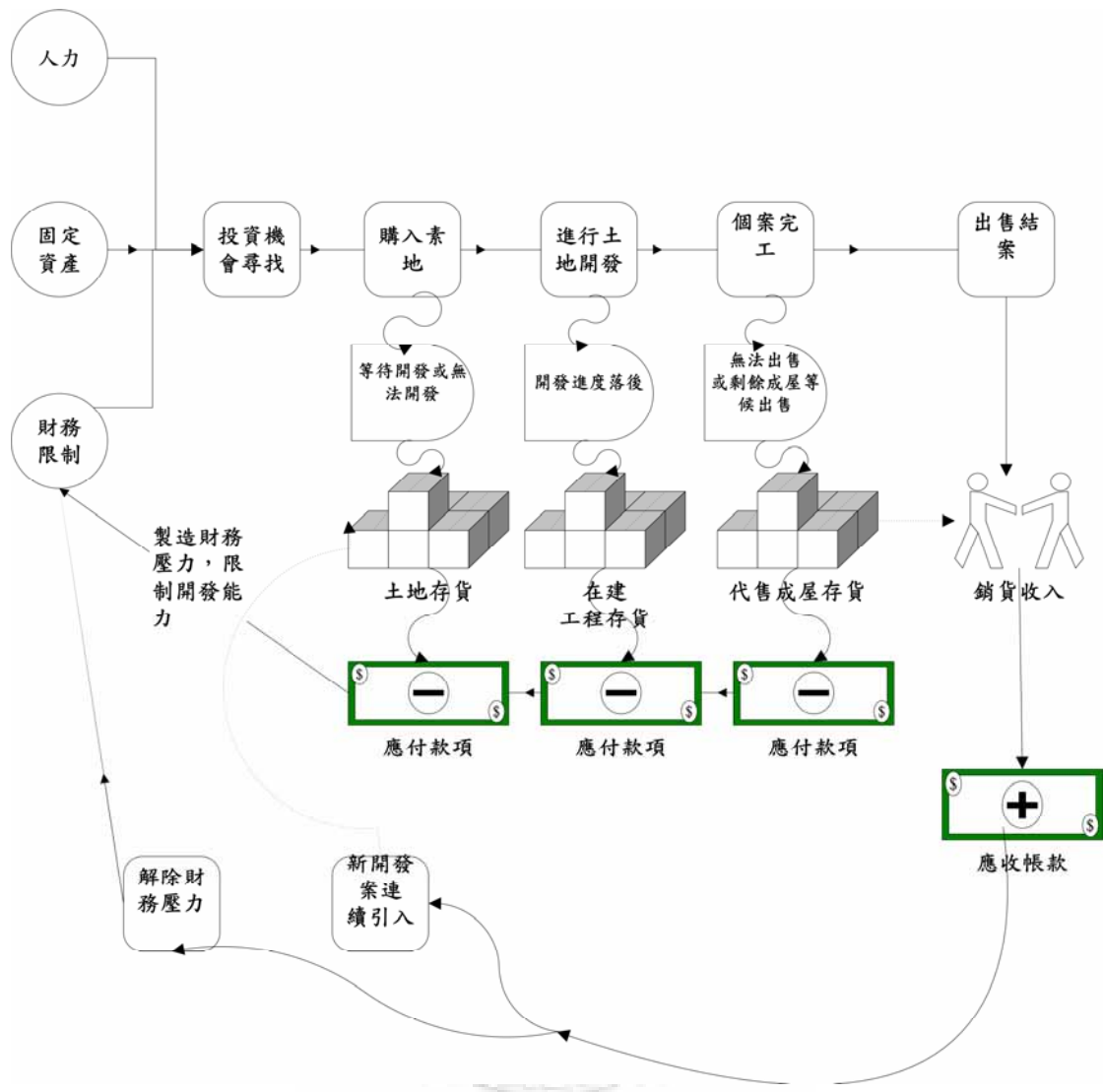


圖 1-1 建設公司開發流程圖

除了運用等待策略外，發生延遲的另一個原因，可能是建設公司本身能力不佳，不能順利的出售已開發個案有關。尤其是待售成屋的部分，對於已經完工的失敗產品，已經不能再做任何大幅度的修正，即使要認賠出售也很困難。由於房屋落成後，折舊開始提列，銀行也開始向建設公司要求償還貸款，所以進行策略性等待的可能性相當低，因此待售成屋居高不下，應該可以判斷為建設公司績效不彰⁹。

⁹ 林祖嘉(2000)研究台灣空餘屋問題時，有關上市建設公司土地存貨與財務狀況相關分析指出，民國 88 年與 89 年上市公司餘屋增加，導致上市建設公司營運吃緊，甚至倒閉。並且認為待售成屋存貨反映的是建設公司去化能力，待售成屋的庫存，將造成建設公司的資金壓力。

第三節 研究課題與目的

針對建設公司的運作特性與其財務報表發生之問題，本文設定以下四個研究課題：

- 一、就長期財務結構進行觀察，檢視建設公司的財務結構與土地投資開發間所呈現的長期穩定關係，探討建設公司財務結構與獲利性與土地投資開發之間結構性關係。
- 二、以建設公司之營運特性，重新設定其經營績效之衡量指標，並檢視建設公司土地投資開發變數如何影響其經營績效；同時進一步檢視一般常用績效指標與土地投資開發變數之關係，檢視其有無歪曲。
- 三、隨著時間變化，景氣必會有所興衰，不同景氣時期採用不同土地投資策略對其生產力變化有何影響。
4. 針對建設公司業績具有高度隨機性特性，重新計算建設公司之純粹經營效率。藉以瞭解純粹經營效率是否受到土地持有、開發中個案與成屋壓力所影響。

研究以上課題的主要目的，在於透過縱斷面、橫斷面、跨期分析與隨機性調整等面向研究方式，徹底瞭解建設公司土地投資開發與其財務報表的關連，並深入探討其背後的經濟意義，使建設公司的財務報表得到更清晰的展現，已協助目前財務報表使用者對建設公司的認識，並導引未來建設公司之管理方向。本論文之研究架構呈現於圖 1-2。

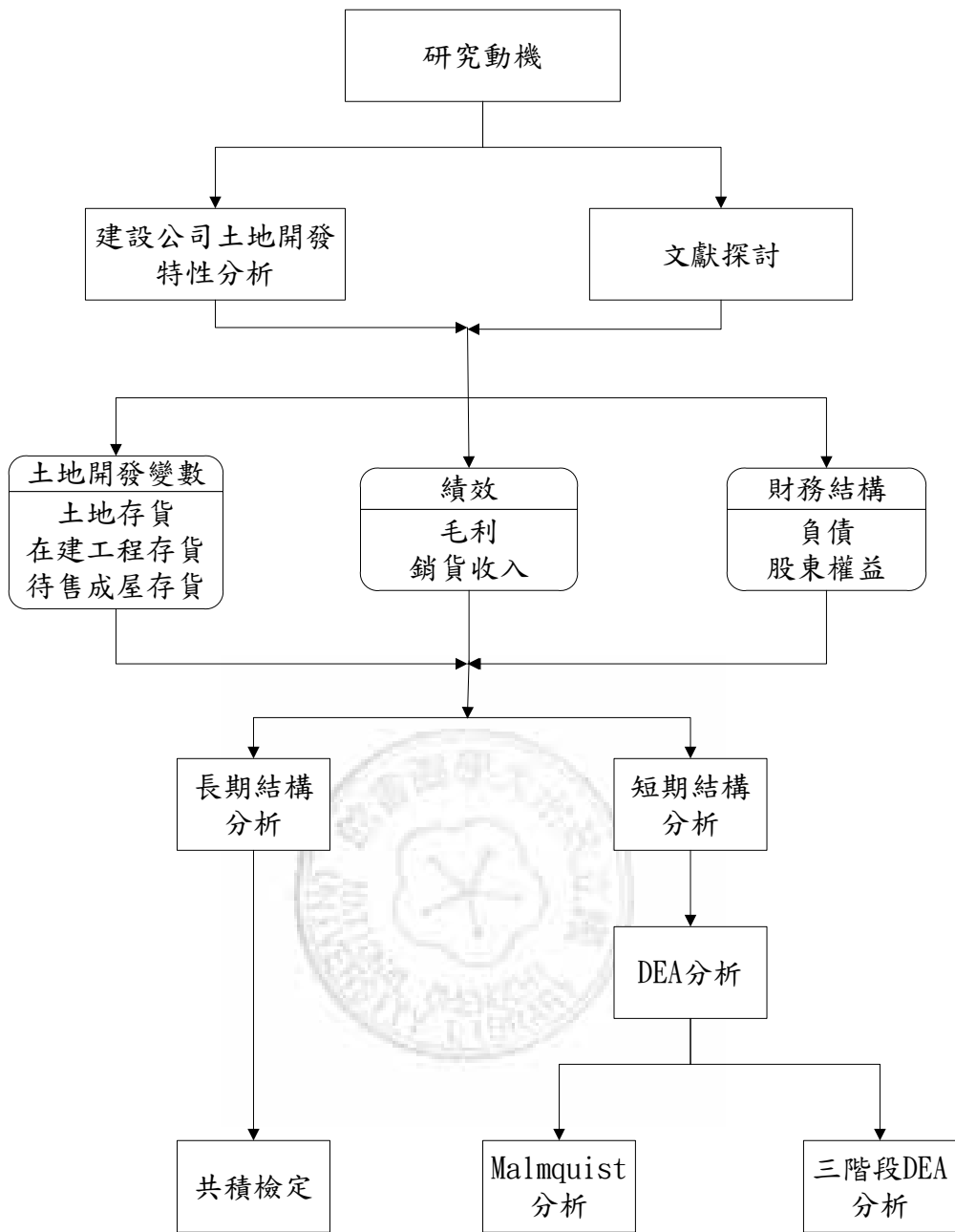


圖 1-2 論文研究架構圖

第四節 研究限制

由於目前資料結構上與研究資源上之限制，本論文仍有以下研究限制：

一、建設公司之報表數字就會計理論而言，應能允當表達其財務狀況與經營結果。尤其是上市櫃建設公司在相關揭露上，受到更嚴格的規範。但會計方法選擇與認定，仍有少部分主觀判斷因素，甚至極少數建設公司可能涉及不法。但是，主管機關已經體認此問題的重要性，訂出資訊揭露規範、加強對會計師的責任，實行估價師法等作為，應使此部分研究限制產生之問題降至相當低的程度。

二、上市櫃建設公司歷經長時間經濟不景氣，建設公司各項表現均不穩定，本論文相關研究結果，推論範圍受到限制。

三、上市櫃建設公司均有相當經營規模，且有較長遠的經營準備。但目前房地產市場仍有許多一案公司充斥，本文相關研究結果對於這些不受證管單位監督的為上市櫃建設公司，推論受到限制。