# 成果報告

# 教育部補助法律教學研究創新計畫

計畫名稱　：企業法律實務專題 －M&A 實例研習

計畫主持人：方嘉麟　教授（政治大學法律系專任教授）

協同主持人：樓永堅　教授（政治大學企管系專任教授）

執行單位　：政治大學法律系

執行時程　：97/06/01 — 98/03/31

中華民國九十八年六月二十九日星期一

# 目次

壹、計畫目的 .....1
貳、執行過程 .....2
一、課程籌備.....2
（一）籌備會議.....2
（二）執行分工.....3
（三）計畫人力.....4
二、課程設計.....9
（一）教材內容.....9
（二）教學模組.....12
（三）評量方式.....14
三、實際執行時程.....15
參、具體成果與建議 .....16
一、分組報告部分.....16
【台灣金控・土地銀行、輸出入銀行併購案】 .....16
【隆力・安泰銀行併購案】 .....18
【大聯大股份轉換案】 .....21
【英特維・友立資訊併購案】 .....24
【遠東百貨・太平洋SOGO百貨併購案】.....26
【華碩分割案】.....29
二、期末競賽部分.....32
【中國工商銀行・國泰金】 .....32
【友達・華映】.....73
【遠東集團・遠航】.....118
三、成效與建議.....164
（一）問卷調查統計.....164
（二）課程設計檢討會議 .....166
附件 計畫團隊聯絡資料表 .....173

# 壹、計畫目的

我國法律是以法典化的抽象概念形式呈現，為將其適用於生活之事實面向，自必須對於落實法規範的個案進行瞭解，惟作為一個法律繼受國，我國不若德、美擁有較完整的案例體系，是故欲促使法學教育不斷進步，建立本國自身之案例教學經驗便至為重要。又，長期以來，臺灣的法學教育不分學校，多為教師獨白式的教授課程，學生習於單方面接受訊息，卻缺乏訓練獨立思考、批判和臨場應變能力之機會。有鑑於此，本計畫擬採行案例式、對話式教學，透過教師與學生的綜合研討，使學生得藉由產學合作之案例化學習，對於現今生活之新興議題及未來趨勢能精準掌握，同時訓練學生靈活思考，培養國際競爭力，成為未來亞太地區一流之法律專業人才。

# 貳、執行過程

## 一、課程籌備

### （一）籌備會議

計畫主持人們在透過E-mail聯繫建立初步共識以後，於97年8月4日召開了課程籌備會議，會中出席者除了兩位計畫主持人外，還有擔任授課老師的林進富律師，以及擔任專題講員的金文悅律師。會中就課程設計面、執行面進行深度討論，並達成結論如下：

1、 經討論，本次企業併購實例研習課程之上課時間暫訂為星期四567 節，修課人數上限暫定為 40 人。

2、 為便於進行蘇格拉底式的討論，本次企業併購實例研習課程暫定以軟硬體設備俱佳的商學院頂尖學院（元大講堂）為授課地點，並由課程助理備妥課程大綱、聲請書等必要文件向場地主管單位提出申請。

3、 本課程共計十七週，經討論後將課程進行方式暫定如下：第一週為課程大綱、進行方式之介紹；其後八週為專題演講（共計六次，預留兩週協調緩衝）；接下來六週為同學們分組報告；最後兩週則為期末競賽。

4、 本課程擬將修課學生分為六組，每組均包含企管、會計、法律不同背景之同學，並延請六位實務界專家分別擔任各組之 mentor 加以指導。其中資誠方面兩位，EMBA 兩位（請樓老師推薦），金律師、林律師再推薦兩位。此外，六位 mentors 同時亦擔任專題演講之講員。

5、 各講員所演講之案例素材應於兩週前交由各組同學預習，演講前各組同學須針對案例素材發表 3~5 分鐘的心得（或提出問題），演講後將預留 30 分鐘的 Q&A 時間進行深入討論。

6、 本次企業併購實例研習課程之案例（包含同學報告之案例&期末競賽虛擬案例）擬請林律師、金律師摘選。

7、 為了鼓勵同學們的參與、合作和競爭，本次企業併購實例研習課程期末競賽將頒給優勝之隊伍獎金，金額暫定為 6 萬元（冠軍 3 萬、亞軍 2 萬、季軍 1 萬元）。

## （二）執行分工

本計畫將由計畫主持人、協同主持人以及二位兼任助理分工進行，並隨實際授課狀況和修課同學之反應不定時召開會議修正、補充課程內容，請見下表：

| 工作項目 | 工作內容 | 負責人 |
|---|---|---|
| 教材撰寫 | 蒐集分析資料，撰寫基礎課程教材以及製作授課用之 PPT 等。 | 由計畫主持人主導，兼任助理協助。 |
| 教學模組設計 | 排定課程進度和專題演講主題，設計期末競賽方式與流程等。 | 由計畫主持人、協同主持人商議決定。 |
| 內部會議之規劃 | 決定開會時間、地點，聯繫計畫成員以及制作會議記錄等。 | 由計畫主持人主導，兼任助理協助。 |
| 分組報告、期末競賽成果出版 | 審定各組報告之內容，排版、校稿等。 | 由計畫主持人與協同主持人共同審定，兼任助理與工讀生排版、校稿。 |

## （三）計畫人力

1、參與人員

| 工作類別 | 姓名 | 現職 |
|---|---|---|
| 計畫主持人 | 方嘉麟 | 政治大學法學院副院長、法科所所長<br>政治大學法學院法律學系專任教授 |
| 協同主持人 | 樓永堅 | 政治大學秘書室主任秘書<br>政治大學商學院企業管理學系專任教授 |
| 兼任助理 | 黃筱文 | 政治大學法研所財經法組研究生 |
| 兼任助理 | 黃立坪 | 政治大學法研所財經法組研究生 |

2、計畫執行人員簡歷

（1）計畫主持人簡歷

| | |
|---|---|
| **姓名** | 方嘉麟　Kai-lin , Faung |
| **學歷** | 政治大學法律學系法學士<br>美國賓州大學法學碩士<br>美國哥倫比亞大學法學博士 |
| **現職** | 政治大學法學院副院長<br>政治大學法學院法律科際整合研究所所長<br>法律學系專任教授 |
| **研究領域** | 公司法、票據法、銀行法、信託法、商業會計法 |

| | |
|---|---|
| **主要著作** | <u>1、專書</u><br>(1) 企業兼併與集團企業，月旦出版社，1994年4月。<br>(2) 信託法之理論與實務，月旦出版社，1994年5月初版（含信託法制定後異動之討論），元照出版有限公司，2003年3月二版。<br>(3) 兩岸票據法比較導讀，（與梁宇賢等合著），瑞興圖書股份有限公司，2004年1月。<br><u>2、學術論文</u><br>(1) 美國證券交易法內部交易與Rule10-5，政大法學評論，第34期，1986年12月。<br>(2) 雷根稅制改革之研究，東吳法律學報，第6卷1期，1989年2月。<br>(3) 中美合併制度之比較—會計處理方式，政大法學評論，第39期，1989年6月。<br>(4) 中美合併制度之比較—合併價金及給付方式之決定，政大法學評論，第40期，1989年12月。<br>(5) 我國公司法制衡監控模式—其種類及與民法模式之關聯，政大法學評論，第41期，1990年6月。<br>(6) 槓桿兼併相關法律之經濟分析，政大法學評論，第42期，1990年12月。<br>(7) 我國結合規範之理論與檢討—與歐美制度及背景之比較，政大法學評論，第42期，1991年12月。<br>(8) 台灣商標法之架構，中國法制比較研究論文集，1993年8月。<br>(9) 信託架構下利益衝突交易及其管制模式之經濟分析，政大法學評論，第56期， 1996年12月。<br>(10) 論發起人之形式定義，財經法論集—柯芳枝教授六秩華誕祝賀文集，三民書局，1997年5月。 |

| | |
|---|---|
| | (11) 論資本三原則理論體系之內在矛盾，政大法學評論，第58期，1998年6月。<br>(12) 關係企業專章有關利益輸送問題之探討（研討會文），政大法學評論，第58期，1998年6月。<br>(13) 關係企業專章管制控制力濫用之法律問題（一）—自我國傳統監控模式論專章設計之架構與缺憾，政大法學評論，第63期，2000年6月。<br>(14) 論關係企業三書表資訊揭露之法律問題，國家科學委員會研究彙刊：人文及社會科學，第10卷4期，2000年10月。<br>(15) 利害關係人交易問題探討—兼論信託財產運用之限制，月旦法學雜誌，第90期， 2002年11月。<br>(16) 方嘉麟，公司回收自己股份法律效果之研究，政大法學評論75期出版，2003年9月。<br>(17) 方嘉麟，台灣大哥大假處分案之評析，月旦法學雜誌，第109期，2004年6月。<br>(18) 方嘉麟，從台灣大等案例論裁判解任及假處分在公司治理中之定位，預計於2005年政大法學評論出版。<br><u>3、研討會論文</u><br>(1) 公平交易法專題研究—結合規範之理論與檢討，行政院公平交易委員會、政大法律系合辦，1991年11月9-10日，政大行政大樓會議廳。<br>(2) 兩岸法律問題研討—商標法之比較分析，東吳大學主辦，1992年11月22-24日，中央圖書館國際會議廳。<br>(3) 信託架構下利益衝突交易之分析，財經法新趨勢研討會（一），政大法學院財經法研究中心主辦，1996年3月2日，政大行政大樓第二會議室。<br>(4) 關係企業專章有關利益輸送問題之探討，財經法新趨勢研討會（三），政大法學院財經法研究中心主辦，1997年12 |

| | |
|---|---|
| | 月6日，政大行政大樓第二會議室。<br>(5) 論關係企業法制問題—資訊揭露與運作管制，「企業法制之改造」學術研討會，韓忠謀教授法學基金會等主辦，1999年6月10日，台大法學院國際會議廳。<br>(6) 公司回收股份效果設計之研究，民法研究會第28次學術研討會，民法研究會主辦，2002年2月23日，政大綜合院館北棟3樓演講廳。<br>(7) 利害關係人交易問題探討—兼論信託財產運用之限制，「信託法制」學術研討會，中華民國信託商業同業公會等主辦，2002年9月12日，台大法學院國際會議廳。<br>(8) 台灣大哥大假處分案之評析，「知識經濟時代假處分之新意」研討會，月旦法學雜誌、政大民法中心、政大財經法中心主辦，2004年4月16日，政治大學公企中心。<br>4、研究計畫<br>(1) 關係企業組織型態與公平交易法，行政院公平交易委員會委託，1993年6月。<br>(2) 歐美日各國商標制度之理論與實務及有關國際條約之研究，經濟部中央標準局委託，1993年6月。<br>(3) GATT對證券服務業之影響及因應，財政部證管會委託，1993年8月。<br>(4) 信託業法草案之評估修訂，財政部金融局委託，1993年8月。<br>(5) 證券交易法修正草案之評估建議（內部人交易及反操縱條款）立法院委託，1993年9月。<br>(6) 信託法草案之評估建議（受託人忠誠義務）立法院委託，1995年5月。<br>(7) 公司法詮釋（會計一節），國科會委託，1996年3月。<br>(8) 公司法詮釋（新股發行一節），國科會委託，1997年12月。 |

| | |
|---|---|
| | (9) 商法註釋研究—票據法，國科會委託，1998年7月。<br>(10) 金融危機整合型研究—資金輸送管制與金融危機之研究，國科會委託，2000年9月。<br>(11) 關係企業合併利益衝突之管制與案例介紹，國科會委託，2002年8月。<br>(12) 金融控股集團內部權力結構之研究，國科會委託，2003年8月。<br>(13) 論法院假處分對爭奪經營權之意義，國科會委託，2004年8月。<br>(14) 研擬融資公司法相關授權命令，經濟部委託，2004年9月。<br>(15) 論證券交易法引進獨立董事對我國公司治理法制之衝擊，國科會委託，2006 年8月~2007年12月。<br>(16)企業併購法制檢視與個案研究，國科會委託，2007年8月至2010年7月。 |
| **開授課程** | 公司法、票據法、商事法、企業併購實例研習、英文法學名著選讀、英美契約法案例研究、信託法 |

（2）兼任助理簡歷

| **姓名** | **學歷** |
|---|---|
| 黃筱文 | 國立政治大學法研所財經法組碩士生 |
| 黃立坪 | 國立政治大學法研所財經法組碩士生 |

## 二、課程設計

### （一）教材內容

1、基礎理論介紹

簡單介紹企管、財管以及法律與企併相關基礎知識，讓同學熟悉各領域的基本概念與專有名詞。

2、併購交易實務

藉由 1～2 個案例將併購流程介紹一遍，從各方角色的界定→企業內部制訂併購策略→決定標的公司→初步協商及簽訂意向書或備忘錄、保密合約或獨家協商合約→進行查核→簽訂併購合約→完成股東會決議等程序→向主管機關申報或申請許可→交割結算與權義調整→併購後企業之整合，目的在讓同學瞭解執行實務、各方扮演的角色以及過程中涉及的特定議題。

3、併購策略專題

針對併購中幾個較重要議題進一步作理論與案例分析，請見下表：

| **企業管理面** |
| --- |
| 1、併購動機與風潮<br>(1) 美國<br>(2) 台灣<br>2、企業如何制訂併購策略<br>(1) 併購策略如何與企業整體營運目標連結<br>(2) 企業所在產業環境及本身競爭地位的評估(什麼樣的企業適於以併購方式擴張) |

| |
|---|
| (3) 資本市場與金融、社會環境的評估<br>(4) 併購策略一般涵蓋哪些要素（例如併購對象的規模、產業及地區，以及併購產生變數時之應變措施）<br>3、企業如何執行併購個案<br>(1) 併購標的之篩選<br>(2) 如何組成、培養專業併購團隊<br>(3) 如何進行併購後整合（例如企業文化、組織的調整，人力資源、技術以及產銷的整合等） |
| **會計財務面** |
| 1、會計<br>(1) 購買法及權益法之差異<br>(2) 美廢除權益法，有關資產評價處理對併購產生什麼影響<br>2、財務<br>(1) 如何評價被併公司。我國實務上一般採行何法。理論上廣被討論的 DCF 其評價受到哪些因素影響<br>(2) 評價涉及許多不確定因素與風險，如何規劃可降低或控制風險<br>(3) 企業在籌措併購資金時有哪些考量因素，對併購的時機、標的與型態有何影響<br>(4) 併購有時側重財務面操作，例如 LBO。我國實務上以被併公司現金流量規劃取得併購資金是否可行<br>(5) 如何評價併購有否達成初始設定之綜效目標 |
| **法律面** |
| 1、併購型態之選擇<br>(1) 交易成本<br>(2) 法定程序<br>(3) 稅賦 |

(4)控制權稀釋程度

(5)揭露程度

(6)股權結構之簡化

(7)組織層級之簡化

(8)風險暴露

(9)權利繼受

(10) 敵意併購之可能

2、敵意併購

(1)徵求委託書

(2)購入股份/分開收購

(3)改組董事會

(4)反制策略

(5)買回股份或使他人購買墊高併購成本

(6)稀釋併方持股/表決權數（例如大量發行認股權證、被併方與第三人進行合併等）

(7)出售最具價值部門/資產或讓渡權利

(8)反向併購

(9)技術性杯葛（股東會時程或提前、延後、主張召集瑕疵等）

(10) 法律戰（主張對方取得之股份或委託書無效，或違反公平交易法等）

(11) 國外使用之某些反制策略（例如毒藥丸）在我國之可行性。

3、國際/大陸併購特別注意事項

4、相關人士法律責任

(1)董事、監察人

(2)對誰有責任

(3)獨立董監與審計委員會

(4)共同負責以及參考專家意見是否表示無人負責

| |
|---|
| (5)控制股東責任<br>(6)不實揭露者責任<br>(7)事前、事後救濟的實務困難 |

4、精選併購案例

本計畫所摘選之案例如下表：

| 併購案例 | 相關議題 |
|---|---|
| 台灣金控・土地銀行、輸出入銀行併購案 | 二次金改、公股銀行減半、金融控股公司、聯結稅制、股份轉換之會計處理等。 |
| 隆力・安泰銀行併購案 | 私募股權基金、融資收購（LBO）、外資進入台灣銀行業之限制等。 |
| 大聯大股份轉換案 | 投資控股公司、股份轉換、結合管制、上市審查、撤銷公開發行等。 |
| 英特維・友立資訊併購案 | 公開收購、併購交易模式的稅負效果、關鍵人才留用、競業禁止等。 |
| 遠東百貨・太平洋 SOGO 百貨併購案 | 企業集團組織調整、雙品牌策略、表決權拘束契約等。 |
| 華碩分割案 | 品牌與代工分家、分割之稅賦與會計處理、競業禁止、股份收買請求權等。 |

## （二）教學模組

本計畫之教學模組共分為四單元。第一單元由授課老師就企管、財會以及法律角度剖析企業併購之各局面，並藉由對話式的教學方式逐漸引起學生的問題意識；第二單元將進一步延請公、私部門之專家針對實際案例中涉及的法律、財會、策略議題作專題探討，並開放學生自由發問；第三單元則由同學分組報告，報告題材為實務之併購案例，經由報告者與聽眾間的對話互動，同時促進雙方邏輯推演和思辨

之能力；第四單元將由各組同學分別擔任併購方、被併方與FA，就虛擬案例進行競賽。

此外，為使不同領域之學生可互補長短、彼此激盪而有共同學習成長之空間及機會，每小組均包含企管背景、財會背景以及法律背景等各領域的同學，藉此跨領域之整合以及模仿實際併購團隊之運作，在創新法律教學方式以外，更強化學生實務執行之能力，並落實科際整合之目標。請參見下表：

| **課程單元** | **內容綱要** |
|---|---|
| 1、基礎課程 | (1) 課程簡介：簡介課程設計並瀏覽併購流程。<br>(2) 案例簡介：簡介實務案例，協助同學瞭解重點與架構。 |
| 2、專題演講 | (1) 由公、私部門之專家針對法律、財會、策略議題作專題探討。<br>(2) 由 TA 示範報告形式與虛擬攻防。 |
| 3、分組報告 | 將同學分成小組就實際案例進行研究並提出報告，且每一小組的成員必須要有不同專業背景，使成員間能夠以其各自專業背景就相關問題進行「腦力激盪」，以達到科際整合之效應。 |
| 4、期末競賽 | 由各組同學分別擔任併購方、被併方與 FA，就虛擬案例進行競賽：首先由併購方與其 FA 向併購方董事會報告併購案，其次由被併方與其 FA 向被併方董事會報告因應方式，再來併購方將正式向被併方提出併購案，被併方必須當場回應，隨後為雙方 FA 之報告，最後以問題與討論作結。 |

## （三）評量方式

本計畫之學期成績評量標準分為課程參與、分組報告、期末競賽等三大項目，各項目之說明如下表：

| **項目** | **說明** |
|---|---|
| 課程參與 | 占 20%，由老師就同學上課出席、發問和回答問題等表現加以評分。 |
| 分組報告 | 占 40%，且個別同學之成績將依照小組成員互評之「貢獻度」高低而調整。 |
| 期末競賽 | 占 40%，且將邀請學者專家擔任競賽評審加以評分。 |

## 三、實際執行時程

本計畫之執行時程如下表：

| | 週次 | 日期 | 課程內容 |
|---|---|---|---|
| | 1 | 9/18 | 課程大綱、報告與競賽方式介紹 |
| | 2 | 9/25 | 停課 |
| 專題演講 | 3 | 10/2 | 專題演講：盧曉彥律師(華碩 v.s 佳能) |
| | 4 | 10/9 | 停課 |
| | 5 | 10/16 | 專題演講：金文悅顧問 |
| | 6 | 10/23 | 專題演講：游明德執行董事 |
| | 7 | 10/30 | 專題演講：吳金玲副總 |
| | 8 | 11/6 | 專題演講：張維夫副總 |
| | 9 | 11/13 | 專題演講：周筱玲副總 |
| 分組報告 | 10 | 11/20 | 分組報告：華碩分割案（第六組） |
| | 11 | 11/27 | 分組報告：英特維・友立資訊併購案（第四組） |
| | 12 | 12/4 | 分組報告：遠百・太百 SOGO 併購案（第五組） |
| | 13 | 12/11 | 分組報告：台灣金・土銀、輸銀併購案（第一組） |
| | 14 | 12/18 | 分組報告：大聯大股份轉換案（第三組） |
| | 15 | 12/25 | 分組報告：隆力・安泰銀行併購案（第二組） |
| 競賽 | 16 | 1/8 | 停課 |
| | 17 | 1/15 | 期末競賽 |

# 參、具體成果與建議

## 一、分組報告部分

為使不同領域之學生可互補長短、彼此激盪而有共同學習成長之空間及機會，本課程將學生分成小組就實際案例進行研究並提出報告，每組成員均涵蓋法律、企管、財會等不同專業背景，使成員間能夠以其各自專業背景就相關問題進行「腦力激盪」，以達到科際整合之效應。以下為各小組報告之摘要：

### 【台灣金控・土地銀行、輸出入銀行併購案】

自 2001 年起，臺灣的金融環境經歷了以「除弊」為目標的第一次金改以及以「興利」為目標的第二次金改，雖然令人詬病的限時限量手段以及圖利財團的指控使得剛暫告一段落的二次金改顯得不盡人意，但不可否認的是，長久以來國內金融機構普遍「規模小」、「同質性高」從而造成國際競爭力不足的情形下，臺灣的金融改革仍有繼續前進的必要。日前行政院副院長邱正雄指出將推動的第三次金改，以「不限時、不限量、不限對象」方式，並配合賦稅改革，推動金融機構整併，強化銀行競爭力，吸引外商投資。 而整個金改的規劃「將以全球為市場來擴大規模，吸引國際金融機構參與。」

本文即係在這樣的氛圍下所催生，首先，個體觀察國內單一金融機構在國際上無論就規模 或是聲譽都較為弱勢；再者，綜觀整個國內的金融環境，金融機構間的國際觀不足，長期短視近利相互鬥爭、競爭有限的國內業務及市場佔有率，如此的市場環境下，三次金改的「正確目標」是否能引起國內各金融機構的「正確回應」？本文認為深值憂心，故而由政府主導建立一「國家級的領導型金融機構」應是一適時而迫切的需求，立論基礎在於其一方面可對外建立臺灣金融機構的聲譽，再者可藉由其模式引導其他國內金融機構的整併以及作為

渠等國際化的模範 ，相對於政府慣用的「行政指導」或「優惠性政策」來說，本文認為此種作法更為實惠。

近來在金融風暴的襲捲下，國際間的大型金融機構莫不是災情慘重，臺灣的金融市場相較下受影響較為輕微，此時正是向外擴張的大好時機，故此本文選定目前國內「資產規模較為龐大」、「股權結構較為單純」的臺灣金控及土地銀行作為這個紙上遊戲 的假想主角及配角，嘗試探討「建構國家級金融機構」的可能性，再輔以外國建立國家級金融機構的經驗，論述其微觀及宏觀上可能為整個國內金融市場帶來的綜效。

雖然外界一致認為土銀與臺銀業務範圍與營運據點皆太過類似，因而反對兩行整併，本組針對三行所進行之財務分析亦顯示，整體而言土銀之體質與獲利能力只屬中上，然敝組仍認為將土銀併入臺灣金乃落實政策目標之首選。主要理由在於金融改革之成功與否常有時效性，公股銀行減半以及創造國家級金融控股公司乃順應時勢，除了合併後是否可立見綜效外，更應著眼於長期之發展目標。至於外界質疑之公會反對以及綜效發揮等，屬操作面之問題，皆可透過相關配套措施一一解決。例如在土銀併入後重新分配原來土銀與臺銀重疊的分行位址，或者使鄰近分行將經營重點擺在不同的營業項目之上。

最後，雖然輸銀已因法律問題確定無法併入，然而仍可將土銀與台銀之合併視為為未來發展做準備之第一步；在具有足夠雄厚的資本與隨之而來的「世界百大」知名度之後，更有利於未來將其金控體系延伸至其他國家，一方面強化本國金融體質以與外資抗衡，同時也能為未來其他國內金融機構進入他國市場「試水溫」，實具有重要之政策目標與示範效果。換言之，併入土銀只是臺灣金控成為具有安定國內金融市場、健全本國金融體質以及成為國內其他金融機構之良好示範之第一步，並非終極目標。長期而言，在併入土銀而擁有足夠的武器後，更應將之運用於拓展海外市場，初步可以中國大陸之銀行為整併對象，進而進軍其他國家之金融市場。

## 【隆力・安泰銀行併購案】

安泰銀行為響應政府落實金融自由化、國際化暨實現開創金融事業之共同理想，由國內知名企業如宏泰企業機構等共同發起籌設，於西元 1992 年 6 月核准設立，並於 1993 年 4 月 15 日正式開始營業，1995 年 12 月 27 日股票正式上櫃，1998 年 7 月 27 日概括承受台北市第七信用合作社，1999 年 9 月 27 日股票正式上市買賣。

安泰銀行自開行以來即本著「專業經營、穩健發展」之永續經營方針、「服務、守法、創新」的經營理念及提供符合客戶需求之金融商品服務規劃為宗旨，並期以誠信、專業與效率之經營態度，提供國人最便利及安心之金融理財服務。為保持競爭優勢並妥善掌控資產品質，安泰銀除致力研發適合國內經濟環境之金融商品暨金流服務，以提供國人多樣化的理財及籌資管道外，同時持續不斷提升安泰銀風險管理之效率、簡化作業流程及組織管理，期使安泰銀在承受有限之風險前提下，獲取最大報酬，以提高安泰銀之經營績效。目前全省之營業據點共計 53 家，其中大台北地區有 34 家分行，桃竹地區有 8 家分行，大台中地區有 4 家分行，嘉南地區有 3 家分行，大高雄地區有 4 家分行，為使安泰銀服務網路更臻完整，未來除現有之營業據點持續擴增外，針對自動化及網路之服務提供，將繼續拓增及發展。

面對激烈的金融競爭環境，安泰銀行於 2007 年引進外資隆力集團，於 2007 年 6 月 15 日股東會宣布，隆力私募基金將以每股 9.5 元、共新台幣 230 億元，參與安泰銀新股現增併購買老股，至少取得安泰銀 51%股權，於 2007 年 11 月 7 日完成交割。2007 年 8 月 6 日，安泰商業銀行 96 年度第二次臨時股東會決議通過以私募方式發行普通股、甲種及乙種特別股及發行可轉換公司債之議案，以充實營運資金改善財務結構，提高資本適足率，進而加速處理出售不良債權之未攤銷損失及降低逾放比率。普通股及甲種特別股應募人為隆力集團，乃安泰銀希冀借助其在金融服務業具有紮實的營運專業及優質的資源，在注入資金外亦提供策略上及營運方面的附加價值；乙種特別股

及可轉換公司債應募人為原安泰銀主要股東宏泰集團之旗下八家公司，乃主要股東表達持續支持營運經營之改善，除資金挹注外，更突顯其對銀行未來之前景深具信心。

宏泰集團與隆力並達成附先決條件之協議，隆力除應募上述普通股及甲種特別股共計投入新台幣 188 億元資金外，並透過公開收購買進 4.42 億股老股（每股公開收購價格新台幣 9.5 元，共計新台幣 41.99 億元）。而由宏泰集團認購安泰銀發行之可轉換債券計新台幣 110 億元，則以契約方式約定在安泰銀產生預期外之不良資產損失時，主動轉換該等公司債作為隆力及其他股東之保護。隆力完成交易後共持有安泰銀過半股權，並取得安泰銀多數董事席次及高階經理之任命權。實際上，隆力在宏泰行使公司債轉換權之前取得的控制股權為 59.38%。

美國第 4 大投資銀行雷曼兄弟（Lehman Brothers）確定將申請破產保護後，重創國際股市，也使國內金融業踩到多少雷曼兄弟地雷的隱憂浮上檯面。經金管會向各銀行、保險業全面清查曝險情形後，安泰銀於 2008 年 9 月 15 日公告，表示該行投資雷曼兄弟達 7.72 億元，預估損失為 5.33 億元。此損失對安泰銀之財務狀況勢有不利影響。同時近期利率及匯率均呈跌勢，隨著全球經濟衰退的憂慮排山倒海而來，使銀行之經營風險與難度更加提高，原冀望能透過放款品質之改善與財富管理業務之強化提高營運績效，勢必遭遇強大挑戰。

隆力集團方面，由於當初是以安泰銀行之股票為抵押貸款之擔保品，在股市腰斬、跌跌不休之情況下，股票融資維持率已跌破 120%，勢必遭遇「斷頭」之壓力。然據報載 ，兆豐、合庫、土銀、台企銀、農業金庫等五家銀行聯貸給隆力 149 億元，融資維持率跌破標準不但不必補差額，銀行團還決議「十八個月」內不必評估擔保品，亦即至 2010 年 4 月 30 日前，可以不評估融資維持率。此舉引發立法院財委會關注，有立委甚至表達將發函審計部調查授信是否違規，也要發函行政院調查金管會有無失職。惟據總經理丁予康之說法，這是銀行跟客戶間已經談定的商業行為，因金融市場非常不理性，各家拿股票質

押的通通有點問題，隆力要求銀行團考量金融環境變化，十八個月內不要看股票維持率，用其他經營績效指標替代，這是很正常的商業行為…。且另據報載 ，刊登謂安泰銀行原大股東宏泰集團林堉璘家族，擬以每股 5 元的價格，向隆力集團買回安泰銀 63.8%的持股，重新掌握安泰銀的經營權。若隆力集團無法維持股票融資維持率而真遭斷頭，勢必牽動安泰銀之經營權變化。

由於外在環境之變化，隆力集團原本計劃於改善經營績效，提高股價後退場以實現投資利益之計畫，勢將必須延期。後續如何處理此投資標的，是否選擇適當時機認賠退場，如何因應來自立法院或銀行團融資維持率維持之要求與宏泰集團奪回經營權之壓力，為後續觀察之重點。

## 【大聯大股份轉換案】

台灣電子代工業的蓬勃發展為半導體零組件通路商發展的利基，在全球化競爭及追求規模經濟的趨勢下，世界上各大廠紛紛展開併購的快速擴張模式，希望在這大者恆大的產業下即時佔有一席之地。身為台灣第一大及第三大通路商的世平興業股份有限公司與品佳股份有限公司著眼擴展代理產品線的規模、有效整合後勤平台資源，發揮規模經濟、進軍崛起的中國市場並面對國際大廠 Avnet 與 Arrow 的威脅等綜效進行合併。

過去的市場並不願給予通路股太高的本益比，因為通路商對產品的附加價值很有限，本身又欠缺研發創新的能力，再加上競相採取殺價競爭策略讓毛利率是越降越低。IC 通路商若欲在此艱鉅環境下殺出一條血路、締造獲利，往往就必須透過追求規模經濟，同時強化產品、庫存管理及資金調度來提升競爭力；或是另闢一條路，經由提升技術支援來創造附加價值以提升毛利率。換言之，IC 通路商若要選擇提高產品服務附加價值的方式，便需要不斷進行技術創新與系統開發，不僅研發不易，過程既耗時又耗力，容易導致無法趕上競爭白熱化、快速成長的產業環境。因此，目前的 IC 通路商多選擇藉由併購市場上的既有廠商，以達到快速擴張、搶佔市場的成長目標；而若是想要進一步提高毛利率，除了本身提供創新且完整的系統問題解決方案，也可能直接透過併購毛利率較高的通路商產業，直接拉抬集團下的組合獲利結構。

在 IC 通路商進行併購整合的過程中，不僅會面臨一般企業併購整合過程中企業文化與價值體系的磨合壓力，更常常會有來自原廠、供應商的壓力。況且，代理線和人（如：業務團隊）向來為通路商最重要的兩項資產，併購雙方背後代理原廠之間的利益衝突以及產品代理權進行換約可能帶來的損失，都必須特別謹慎處理，否則很容易在併購活動尚未結束，就已經先流失了客戶、喪失了代理權。

世平與品佳採用創新的併購模式—雙方換股成立大聯大投資控股股份有限公司—此創新的「二合一」併購模式相較於吸收合併擁有眾多優點，不僅顧及了迅速擴張所講求的時效性、有效整合後台資源、降低吸收合併可能帶來的代理線衝突，更降低合併後整合的困難度，諸如組織文化與員工反彈、員工勞務契約的議題，另外，兩家對等的公司採用成立投資控股公司的併購模式，也一併兼顧了社會觀感。這樣聯合卻又競爭的經營模式，也有利於未來持續進行快速併購擴張的彈性。然而，此種模式的公司架構並無法源依據亦無先例，雙方公司在合併過程中必須花費許多時間與精力尋找可以援用的法條。而且，在此架構下可能造成對股東保護的缺失，諸如難以適用公司法第 369 條之 4、小股東的股份收買情求權、大聯大股東的盈餘分派請求權等，又因大聯大為品佳與世平的一人法人股東，公司股東無法直接檢視公司經營者之經營判斷，縱使經營者有不當之處，亦無法立即透過決議解任或經少數股東訴請裁判解任，可能對於公司治理之健全有所妨害。

購併之後，檢視大聯大的績效表現，營運資金管理成效提升，降低營運費用，與同業相比，擁有低營業毛利率，卻有高稅後淨利率，現金轉換天數較低、股東權益報酬率為同業中最高。大聯大認為整併是產業未來必須走的路，日後陸續購併凱悌、詮鼎。本研究認為在搶佔市佔率的考量及規模經濟的競爭下，通路商整併是未來必須走的路，實際上大聯大也陸續併購凱悌、詮鼎，而透過控股公司的方式可使每次整併對企業的影響降至最低，且能達到快速整併之目的。在此架構下，集團內子公司仍保持獨立運作的競爭模式，可使各子公司保有各自的法人人格與代理權，保持未來營運調整之彈性，並促使彼此間的競爭，來達到刺激成長的目的。

在搶佔市佔率的考量及規模經濟的競爭下，未來大聯大勢必仍會持續與其他通路商整併。而透過控股公司的方式可使每次整併對企業的影響降至最低，且能達到快速整併之目的。同時在此架構下，使集團內子公司仍保持獨立運作的競爭模式，可使各子公司保有各自的法

人人格與代理權，保持未來營運調整之彈性，並促使彼此間的競爭，來達到刺激成長的目的。然而，未來在大聯大投控規模逐漸擴大，持續國際化經營下，此架構是否合適於進行全球的資源整合與經營，亦會是未來下一個經營策略需考量之層面。未來或持續以控股公司全球經營？抑或是未來會採取國際大廠多採之區域子公司整合之方式？在此，本組認為，世平與品佳採控股公司方式整併，應為當時在策略面考量後之安排結果。

## 【英特維・友立資訊併購案】

因應個人電腦的整併潮，以及面對微軟大敵威脅，近年全球各影音軟體業者，也已陸續進行整併，呈現大者愈大趨勢。以軟體 OEM 市場來看，從康柏與 HP、聯想併入 IBM 個人電腦事業部門，未來客戶數將愈來愈少，越來越要求提供整體性解決方案，因此影音多媒體業者也會走向大型化，家數將變得更少。

英特維於 1998 年成立，為多媒體影音軟體技術之開發科技的跨國企業，並上市於美國 NASDAQ，主要業務為替 PC 廠代工影音軟體，主要客戶包括世界前十大 PC OEM 廠商。英特維在多媒體研發技術上已居世界領導地位，在 DVD 播放軟體市場全球市占率超過六成，成為市場的佼佼者。友立資訊股份有限公司創立於 1989 年 8 月 5 日，為全球知名影像處理、網頁圖形設計、和多媒體視訊編輯軟體的專業研發及行銷公司，為台灣少數以自有品牌產品行銷全球主要軟體市場的軟體廠商之一。

為強化數位影音編輯、DVD 內容製作、影像處理等技術，以因應多媒體家庭網路、高畫質與藍光 DVD 規格，及多媒體行動裝置等的趨勢，英特維於 2005 年 3 月入主友立資訊，友立資訊並於 2006 年 12 月正式併入台灣英特維數位科技。同時 2006 年 8 月加拿大科立爾公司宣佈以現金 1.96 億美金買下美商英特維公司，美商英特維正式成為科立爾集團的成員，台灣英特維數位科技亦將在 2007 年第四季改名為科立爾數位科技。科立爾公司融合了英特維和友立所擁有的產品和技術，現在能夠提供從照片、影片編輯軟體，製作軟體到 DVD 播放軟體的完整解決方案給使用者。

原本科立爾在亞太區市場營收僅佔公司的 8%左右，購併英特維與友立資訊後，亞太市場營收比重成長至 21%，而旗下產品集中於多媒體相關應用，將加強與台灣 OEM 業者的互動，其中與 PC 品牌大廠宏碁以及其他合作廠商都希望繼續加強合作。2007 年科立爾營收

規模約 2.5 億美元約 80 億元台幣，較同期成長 36%。同時，亞太區的營收比重也從 10%以下提高到 21%。科立爾整合旗下全系列商品的操作策略應用得宜，全球獲利不斷攀升，其中來自亞洲的獲益已逼近全球營收的四分之一。以亞洲地區 2007 年第四季營收和 2006 年的同期相比，成長高達 200%，顯示亞洲市場日益重要的地位。其中市場上已有高知名度的軟體，包含會聲會影、PhotoImpact、WinDVD、WinZip，及專業繪圖軟體 Core DRAW、Corel Painter 等，現都歸入科立爾旗下。

2005 年四月份英特維併購友立後曾經進行一波人力精簡的動作，當時裁員人數約六十人，所裁的人員多數是非從事研發的事務性人員，像是行銷、公關、及行政人員。科立爾入主以後，又於 2008 年 9 月進行大裁員，光是台北一處就資遣近五十人，由於科立爾全球裁員合計僅九十人，台灣分公司就佔了一半，以科立爾台灣年初總計四百多名員工來計算，精簡幅度約 12%，主要以行銷與視訊產品相關部門員工為主；科立爾台灣及大中華區執行長梁國屏低調確認裁員，不過，科立爾台灣上半年才積極獵才，由於實施員工分紅費用化之際，吸引不少人才投靠，不料半年就宣佈裁員。外電指出，科立爾正與神秘金主洽談併購事宜，市場預料，裁員應為公司併購的前兆，後續發展如何頗值得關注。

## 【遠東百貨・太平洋SOGO百貨併購案】

2002 年 9 月 26 日，在鬧的風風雨雨的太平洋崇光百貨股份有限公司（以下稱太百 SOGO）經營權爭奪戰中，遠東集團以增資十億元的代價，悄悄地從當時太平洋流通股份有限公司（以下稱太流）董事長李恆隆手上，掌握了當時被稱為太平洋建設集團（以下稱太設集團）金雞母的太百 SOGO 將近 80%的股權。然而，在併購前已經先後拒絕寒舍集團、仙妮德蕾、三僑實業等企業的李恆隆，為何會選擇遠東集團作為讓與的對象？從外人的角度觀察，我們在相關判決出爐以前無從得知。然本文仍嘗試從太設集團當時的處境，推測當時的決策者為何會做出這樣的判斷。

對於在當時亟需資金填補其日益擴大的財務缺口的太設集團，若欲以較優的價錢出賣其手中的太百 SOGO，唯一的辦法僅有以股份轉讓或是營業讓與的方式，與母公司太平洋建設股份有限公司（以下稱太設）做出切割，使併購者得以對太百 SOGO 不會承受母公司之債務而感到安心。因此當時太設集團讓與股權給新設立的太流，並非不明智之舉。然而，新成立的太流已非太設集團所能掌握，故原本已經為太百 SOGO 找尋好買家的太設集團，也只能對太流拒絕的動作表達不滿，使得原本腳步落於他人之後的遠東集團有機會與太流達成併購協議。

撇開太百 SOGO 當時的決策者究竟為誰的問題，在當時有意入主的幾個併購者中，遠東百貨股份有限公司（以下稱遠百）確實在性質上與太百 SOGO 最為接近。遠百董事長徐旭東當時亦面臨到經營上突圍，掌握產業龍頭的困境，太設如果真欲幫太百 SOGO 尋得好的歸宿，遠東集團確實是個可以考慮的選擇，但在背後掮客與政治上可能的介入下，一切似乎都變得曖昧不明。本文對此並不打算多做深入分析，而擬就遠百與太百 SOGO 合併案的策略、法律、財務等層面進行探討：首先在策略面上分析當時對太百 SOGO 有興趣之買家，

並比較其條件，以及分析當時遠百為何會想介入此併購案；財務面上則探討遠東集團併購太百 SOGO 後之架構，以及併購前後之營收變化；法律面上主要介紹股份收購、營業財產讓與、表決權拘束契約等相關議題；最後就合併後遠百與太百 SOGO 在業界是否有產生一定之綜效作比較分析。

太設選擇以讓與股份及各別財產之方式予新設立之太流，將可清楚畫清太百 SOGO 與太設之債務，增加太百 SOGO 之賣相，有助於太設想要立即取得資金週轉填補財務缺口之目的。然而採用此方法之缺點在於，新設立之太流已經與太設完全劃清關係，太設無法繼續藉由持股控制太百 SOGO，故演變成今日太流可將控制權移轉給太設所不樂見的遠東集團。因此在未能持股的情形下，太設若欲決定太百 SOGO 之買家，只有掌控太流董事會之人事，方能達成其目的。然而其所信任之太流董事長李恆隆於太流取得太百 SOGO 股份後，便不再聽命於章家父子，至此太百 SOGO 之控制權由遠東集團掌握，便成為不可挽回的局勢。

遠東集團因收購太百 SOGO 而被報導出許多負面新聞，影響其企業形象。究竟此收購案是成功還是失敗，我們不妨以以下幾種角度來探討。首先是當初為何遠東集團要收購太百 SOGO？本組歸納出來的原因有三：第一是提升旗下百貨貿易業的市佔率。長久以來，臺灣連鎖的百貨公司中，市場佔有率排名依序是新光三越、太百 SOGO、遠百，而排名第二的的公司通常都是購併的最佳對象，以便發揮綜效，超越第一名。恰巧太百 SOGO 亦釋出此機會，遠百自然想藉由收購太百 SOGO 來提升其市佔率，而收購的結果也成功地讓遠百的市佔率由收購前的 12.5%上升至 24.94%。

第二個收購原因是遠東集團想藉由收購太百 SOGO 拉抬百貨貿易業的成績，讓遠東集團有一個發光發熱的產業，進而提升遠東集團的股價。可惜的是，此收購案牽涉掮客操作與政治糾紛，使得遠東集團被負面新聞纏身，讓投資人失望，所以股價表現不盡理想。第三個原因則是遠東集團想要進軍大陸的百貨業市場，因太設先前已將太平

洋中控近 60%的股權賣給太百 SOGO，遠百收購太百 SOGO 後也間接取得此部份的股權，再加上 2008 年遠百子公司百揚投資亦購入另 40%股權，遠百得以透過太平洋中控轉投資大陸太平洋百貨，進而取得太百洋百貨在大陸的市場。「遠東百貨」此品牌名稱也在 2005 年順利登陸，其方式係由太百 SOGO 投資的大陸太平洋百貨在成都另行開設二個分店，並採用「遠東百貨」的名稱，展現遠東集團旗下百貨零售業經營大陸市場的強烈企圖心。其投資結果在這一兩年亦有不錯的成績，逐漸展現預期效益。

過去許多併購案完成後，都會變更企業名稱，然而遠百收購太百 SOGO 後卻選擇雙品牌經營模式，其中原因自然與本案並非採吸收合併或新設合併有關，但本組另行推測的理由為兩家百貨公司的品牌形象不同，遠百走的是大眾市場，其引進的專櫃價位較能被廣泛消費族群接受。相反地，太平洋 SOGO 走的是精緻路線。遠東集團為了市佔率，自然不願放棄這兩種市場。再者，太百 SOGO 的日商背景，使其一直保持良好形象，累積了極高的品牌價值，遠百若貿然將太百 SOGO 名號全部改為「遠東百貨」，可能會因此流失一些客群，所以保持雙品牌經營是較佳的決定。

外界也質疑遠百收購太百 SOGO 後維持雙品牌是否能產生綜效，遠百的作法是推出「HAPPY GO 快樂購聯合集點卡」，讓消費者能持卡在兩間百貨公司消費集點，集點後能定期享受兩間百貨公司的優惠方案，以留住辦過卡的客群，吸引他們再次消費。從財務比率觀察，合併後損益成長率雖然並不穩定，但是自 2003、2004 年起已漸漸擺脫 2001、2002 年的低潮，而近兩年遠百的獲利能力與股價開始有上揚的趨勢，代表市場上開始期待這兩家公司的表現，也逐步展現了遠百與太百 SOGO 合併後的綜效。

## 【華碩分割案】

華碩公司在 2008 年 1 月 1 日正式將品牌與代工業務分割，品牌事業留在華碩，而百分之百持股的代工事業則分割為和碩聯合（以下稱和聯）及永碩聯合（以下稱永碩）二家子公司。前者負責電腦代工事業，後者負責機殼模具研製及非電腦代工業務。華碩指出，分割目的為進行組織重整及專業分工，以提高競爭力及經營績效。透過分割可進行品牌與代工業務調整，透過專業經營與分工，提升整體經營績效及競爭力。施崇棠說：「二隻巨獅將各自釋放，創造平方效果。」然而，對於華碩分割的動機與方式，外界卻有如霧裡看花般摸不著頭緒。例如，代工事業為何拆成二家公司，而非一家公司？為何母子公司後續要再調整為母子孫公司？分割後母公司為何不降低對子公司的持股？本文即希望透過對此分割案發展過程當中各種作為之分析，探討華碩在分割之初的策略思維。此外，本文亦從分割發生後，前三季之各項經營指標，分析探討此分割之成效，並預測未來可能之發展。

無論是合併、併購或是分割，都是企業利用組織調整以實現某些策略目標的手段。所以，不管是事前評估或是事後研究，在分析這些併購或是分割案時，對於企業經營策略的掌握都是最關鍵、最核心的探討主軸。基於策略的決策，企業才能運用各種財務與法律的分析，以決定出對於企業未來發展最適的方案。反之，如果沒有明確的策略作為指導方針，所謂財務分析就變成是單純的套利行為，而法律分析也容易變成只是在尋找法律的漏洞而已。

然而，由於本個案是屬於「物的分割」，許多決策過程都只是華碩公司的內部流程。所以除了部分公司高層或是發言人對外發表的官方說法外，消息來源其實非常有限。同時，由於分割發生至本研究所進行時間仍不滿一年，華碩公司本身或是外部分析單位對於此分割之成果仍多所保留，完整、公開的探討並不多。所以，本研究係採用次

級資料收集分析，再與專家學者進行深度探討之方式，從財務與法律等不同面向，分析華碩在進行分割前後所採取的各項行動，以推測其背後真正的分割動機與策略。奠基於本組所歸納出之策略以及產業環境之分析，除可評判目前此分割之成效外，也提出本組對於華碩未來後續發展的預測與建議。

如果華碩進行分割所追求的策略目標，確實是施崇棠所謂的「巨獅的平方」，也就是品牌與代工均同等重要，均是未來全力發展的方向。為何在分割後不採用簡易上市或者出售持股等方式，降低品牌母公司對代工子公司的控制，讓代工子公司有更大的發展空間？雖然代工業務的營收仍佔華碩整體營收非常高的比例，但由於毛率率低，所以對於獲利的貢獻卻很少。所以，以當時的產業環境與華碩的發展狀況分析，華碩未來真正的「明日之星」其實是品牌事業。代工事業充其量只是「金牛」，甚至可能已經接近是「落水狗」。

若單純分析代工業務的未來發展，代工廠的規模是影響成本的重要因素。如果華碩想要在代工業務上勝出，必須再投入大量資源以擴充規模。但在 2007 年當時，NB 業已經漸漸感受到市場趨於成熟飽和，對於未來成長的期待也趨於保守。再加上華碩必須將資源集中投注於品牌事業的發展。所以，持續增加對代工業務的投資並不是華碩的優先選擇。

綜合上述分析，在華碩品牌與代工業務均發展到相當程度的前提下，品牌與代工的區隔確實是必要的組織調整。而跟「惠普與安捷倫分割」個案相同的是，分割都是將未來前景較佳的事業保留在原公司，而將過去賴以起家但是未來發展有限的事業切割出去。因此，雖然對外強調二者並重，但實際上華碩卻應該是以「品牌為主、代工為輔」作為策略的中心思想。

在「優先發展品牌」的前提下，對於代工業務，華碩其實可以選擇直接將相關資產出售以換取現金。所得的資金，可以用以增加品牌經營的「口袋深度」，對品牌業務也會有所助益。但考量到出售本身

的困難度以及大環境的因素，加上保留自有產能的一些優勢後，華碩現階段是採取將代工業務「分而不割」，並且持續維持百分之百持股的作法，以達到「進可攻、退可守」的態勢。然目前「分而不割」的狀態，但畢竟不是長久之計，只是過渡時期的非常做法。但由於適逢全球性之金融危機，故本文預測至少在 2009 年上半年以前，華碩尚不會有處理和聯的大動作。

## 二、期末競賽部分

本課程單元之一係由各組同學分別擔任併購方、被併方與 FA，就虛擬案例進行競賽，藉由跨領域整合與模仿實際併購團隊之運作，在創新法律教學方式以外，更強化學生實務執行之能力。以下為競賽中各組所提出之併購企劃書摘要：

### 【中國工商銀行・國泰金】

### ➢ 致中國工商銀行董事會合作提案計畫書

#### ■ 營運概況分析

（一）策略聯盟動機

1、為何與國泰金控策略聯盟

（1）學習國泰金控「雙引擎」策略

國泰金融控股股份有份公司是結合保險、證券、銀行等多樣化的金融服務機構，是台灣最大的民營金控公司，其子公司國泰人壽更為台灣地區壽險業第一品牌。國泰金控是以保險業務與銀行業務為主的金控公司，客戶數超過九百萬，並有五百多個分支機構，以及三萬多名員工，成功構築了全台最綿密的顧客服務網。工商銀行執行長曾表示，未來中國大陸法令若開放，將朝向控股公司發展，若能學習國泰金控「雙引擎」策略，並立足大陸開拓極具潛力的保險市場，持續鞏固銀行通路，未來可朝國泰金控之成功經驗發展。

（2）台灣人才之吸收

大陸人才與台灣人才各具特色與優劣。台灣人才反應快，富創意，較能突破思考，整體金融從業人員素質較高，例如台灣金融專業經理人和理財專家，可提供「高級人力資源」，可補大陸人才之不足。策略聯盟後，兩地可相互協助人才培訓，共同開拓台灣與大陸市場。

（3）商品創新

雖然大陸在硬體設備上，有超越之勢，但在金融人才及商品創新上，與台灣金融業仍有一段不小差距。台灣金融市場比大陸開放早十幾年，特別是利率自由化早一些，尤其台灣銀行對市場風險這方面的管理有很多地方值得大陸銀行學習。策略聯盟後，台灣企業可提供眾多營運經驗給工商銀行。

（4）語言及地理位置

台灣與中國大陸同文同種，官方語言相同，於策略聯盟或是其他合作上，障礙較小。另外，地理位置的相近，也讓兩者經貿往來頻繁，各種產業的交流也較多。

（5）文化相近與發展經驗

台灣與中國大陸兩地文化相近，風土民情與思考脈絡亦類似，以國泰金控在台灣的發展經驗（例如傳統忌諱觀念遇上壽險的推廣），都值得工商銀行仿效並加以融會運用。

（6）國泰金控全面性的保險業務經驗

中國保險業的保險滲透率（即保費收入一般佔當年國內生產總值的比率）約為 3 到 5%，而在發達國家這比率在 8 至 10%左右，可見中國保險業的發展仍落後於世界先列。工商銀行若欲在在未來成立金控公司，多角化經營，實應大力向在台灣具成功經驗的國泰金控取經。以國泰金控旗下之國泰產險為例:國泰產險具有優良的營運績效及良好信用評等、精緻化的保戶服務，且國泰發展電子化之經驗亦有利於中國工商銀行未來得以電子化的便捷提供客戶、通路及員工更廣泛且便利的專業服務。

在台灣同以保險業為主體的金控還有新光金控，然而國泰金控旗下擁有國泰產險及國泰人壽，相較於新光金控僅有新光人壽，國泰金控對於保險業務之經營發展，涵蓋產險及壽險，較新光金控為完整且全面性發展，對於工商銀行未來欲拓展全面性之保險業務，較為有

利。且國泰金於保險業務上之信用評等、市場佔有率及保戶申訴件數與比率皆較新光金為佳。

2、政策性考量因素

（1）兩岸交流，提升台灣地區民眾對祖國好感

胡錦濤主席在中國共產黨第十七次全國代表大會(十七大)揭示：解決臺灣問題、實現祖國完全統一，是全體中華兒女的共同心願。十三億大陸同胞和兩千三百萬臺灣同胞是血脈相連的命運共同體。凡是對臺灣同胞有利的事情，凡是對維護台海和平有利的事情，凡是對促進祖國和平統一有利的事情，我們都會盡最大努力做好。我們理解、信賴、關心臺灣同胞，將繼續實施和充實惠及廣大臺灣同胞的政策。

而兩岸經貿往來已久，惟金融之交流有待更加開放，兩岸今年春天 MOU 之簽訂為歷史里程重要之一點;依循胡錦濤同志於十七大發言，身為官股達百分之七十以上且為世界最大銀行，有能力也有責任擔任兩岸金融交流之急先鋒，為祖國統一大業盡棉薄之力，藉由與收購國泰金控可提升台灣對中國之好感：

A. 促進股市與金融發展

以 2007 年工商銀行收購南非標準銀行為例，帶來大筆投資使南非對中國輿論好轉；對於台灣而言，兩岸貿易往來漸趨頻繁，工商銀行收購國泰金控或與其合作，挹注大量資金於台灣股市，可以為台灣產業創造利多，更加提升兩岸緊密程度。

B. 國泰金控下事業提供台灣安定力量

國泰旗下有國泰人壽為台灣地區壽險業第一品牌，而保險業為國家安定之力量，壽險契約簽訂常長達數十年甚至終身，將不確定之危險化為確定之保障，中國工商銀行將成為台灣人民身心安定之基礎。

國泰世華銀行為國內前三大發卡銀行，汽車貸款、房屋貸款業務方面亦大幅成長，佔台灣人民生生涯規劃之重要不言可喻，工商銀行將可在人民第一次買車、第一次買房屋提供溫馨服務，深入人民生活。

國泰證券為全方位之綜合券商，結合國泰金控集團強大的業務通路及豐富的客戶資源，以證、期、權三合一金融服務及證券商品多元化的發展策略，工商銀行將可深入成為廣大台灣家庭的理財專員。

國泰集團旗下綜合醫院，工商銀行將可為從每一位台灣人民出生開始，就提供最周到的服務，生病了提供病床入住，生產時給予貼心呵護，臨終前給與妥善照顧，以完善醫療服務回饋社會，造就台灣人民不可或缺的醫療體系。

由上述可知，國泰金控於台灣產業與台灣人民心中佔極重要部分，是台灣社會安定之推手，待今年春天兩岸簽訂 MOU 後，中國與台灣金融監理先做統一，未來兩岸金融合作將更形深化，互相延伸，而工商銀行之先行登台，將為此開啟新頁，取代國泰金控，接手扮演重要角色。照顧好台灣人民，扭轉台灣對於中國黑心產品之科板印象，延續國泰金控旗下成功經驗，強化台灣人民對於中國之認同感，以為統一鋪路，是工商銀行刻不容緩之事。屆時，如同胡錦濤同志所言： 兩岸統一是中華民族走向偉大復興的歷史必然，海內外中華兒女緊密團結、共同奮鬥，祖國完全統一就一定能夠實現。

（2）金融產業是國家的命脈

「金融之於國家經濟，就如同人的血液之於人的身體」，這是在描繪金融與一國經濟關係時最常被引用的一句話。一般而言，金融與國家經濟的關係，可分為三個面向：

一是金融體系穩定對經濟的貢獻，其次是金融體系有效提供資金，供其它產業發展，所帶來對經濟的貢獻；再者，則是金融產業本身，亦為經濟體系中內含產業的一部份，其產值直接對國民生產毛額所產生之貢獻。如果沒有一個安定的金融體系，不可能培育出具有國

際競爭力的金融產業，更別說有效發揮其對各產業提供資金的角色。反之，沒有實力堅強的金融產業，亦不可能持久維持一個穩定的金融體系及順利發揮提供各產業資金調節的功能。

金融及投資業是匯聚民間儲蓄與企業投資的主要管道，更是國家的經濟櫥窗與支持產業發展的經濟命脈。國家在追求經濟發展的過程中，實質產出的成長，往往有賴一個健全的、有效率的金融體系的配合與推動。

因此若工銀能藉由於國泰金控之合作，未來甚至可將之納入旗下事業，如同另一種形式的統一，將台灣的經濟與中國金融業融合在一起；對於工銀為中國最大的國有銀行，不也是一種貢獻祖國的很好方式。

（3）工銀為最大官股銀行，須遵循國家政策

我國「十一五規劃綱要草案」中所提到：推進兩岸關係發展和祖國統一大業，擴大海峽兩岸經濟、文化、科技、教育交流與人員往來，維護台灣同胞的正當權益，推動全面、直接、雙向三通，促進建立穩定的「兩岸經貿合作機制」，促進兩岸關係發展，維護台海和平穩定。

對於官股達 70%以上的工商銀行，同時也是全球市值最大的銀行，配合國家政策、促進兩岸金融交流，應更加積極與台灣金融業之合作，達到十一五規劃所期望的兩岸更進一步的合作。

（二）國泰金控財會分析

1、國泰金控整體表現

國泰金控 3Q08 單季獲利 60 億元，57.8% QoQ，前三季累計稅後盈餘 38 億元，稅後 EPS 為 0.39 元。獲利得以大幅拉升主因為國壽獲利明顯提高，其主要原因為：第一、3Q08 新台幣匯率大幅走貶，產生匯兌回沖利益 108 億元；第二、匯率走貶使得避險成本大幅下降；第三、國泰人壽資金運用投資報酬率明顯改善，上升至 3.14%；第四、初年度保單收入因傳統型保單的熱賣，年成長 30.7%。

2、獲利能力分析

銀行與壽險本業獲利方面，國泰世華銀行累計前三季淨手續費收入小幅成長 5%，其中 52%來自財富管理業務的貢獻，顯示其產品銷售受到投資氛圍低迷影響程度相對有限。總放款亦成長 12.7%，企金放款即貢獻 10%。

國泰人壽總保費收入成長 6.4%，初年度保費成長 30.7%，成長最多的傳統型保單，將對人壽獲利有相當程度貢獻。但相對於國壽 3.14%的投資報酬率，其長期資金成本為 4.7%，加上第四季投資環境難以轉佳，利差損的壓力仍然存在。

3、資產品質分析

（1）逾放比分析

銀行資產品質方面，3Q08 全體逾放比為 0.8%、中小企業逾放比為 0.59%、房貸逾放比為 0.8%，持續呈現下滑趨勢，整體呆帳覆蓋率則拉高至 117.4%，優於全體銀行平均的 67.75%。由於中小企放款佔國泰金比重僅有 9.5%，即使市場企業風險升高，對於國泰金衝擊應該有限。

（2）資本適足率分析

| 國泰金控 | 2006/06 | 2006/12 | 2007/06 | 2007/12 | 2008/06 | 2008Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **CAR** | 160.96% | 155.41% | 152.37% | 141.09% | 102.91% | 73% |

國泰金控第 2 季底公布的資本適足率（CAR）經過第三季市場重挫後，已從 103%降至約 73%，金控的資本適足率最低標準為 105%，國泰金控需要增資以維持適當的 CAR 水準，因此國泰金控計劃發行 200 億元無擔保公司債，金管會於 12 月 8 日公告申報生效。這次發債，其中 150 億元國泰金控打算用來增資國泰人壽，強化其財務體

質。剩下的 50 億元放在金控，可能用來充實併購的銀彈。國泰人壽也將發行總額 150 億元的甲種特別股，全數由國泰金認購，以期維持適當的 RBC。

■ **策略聯盟計劃**

（一）策略聯盟方式

1、策略聯盟架構選擇

（1）短期策略：策略聯盟，交互持股（假設雙方簽訂 MOU 後）

由於目前兩岸仍存在許多相關金融法規限制，使得中國 QDII（大陸合格境內機構投資者）來台投資時，除非經過主管機關同意，否則不得對單一企業持股高於 10%（相關法令會在後續更進一步討論）；但隨著兩岸金融合作趨勢越來越明顯，如今年 12 月 20、21 日在上海舉行的第四屆兩岸經貿文化論壇，雙方皆有共識未來要積極”促進兩岸金融合作”，也預計明年春天，兩岸將簽署金融監理備忘錄（MOU）。

而為了先一步領先其他同業，建議雙方先以「交互持股」方式合作：尋求與國泰蔡家的合作，達到持股國泰金控 20%的目的；若蔡家不同意或是台灣法令仍有限制，將透過我們持有 20%並擁有控制權的南非標準銀行，進行相關的股份收購，以間接持股方式達到相同目標。

（2）過渡期策略：購買國泰金控發行的可轉換公司債

由於目前台灣相關法令限制，故短期內中國工商銀行無法再增加對國泰金控的投資，被迫只能持股 20%之上限(在雙方簽訂 MOU 之後)；但若在雙方都願意合作的基礎下，其實還是可以透過一些策略操作來增加雙方之間的合作程度。因此，我們可以透過與國泰金控的協商下，使其發行可轉換公司債(ECB)，並指定由工商銀行來承購；如此一來，可讓雙方未來合作增加彈性及可能性。因為若將來政策開放後，工銀即可將 ECB 轉換成普通股，增加對國泰金的持股比例，並可進一步取得其董監席次，參與國泰金的經營。另一方面，國泰金

可利用發行 ECB 所獲得的資金，增加對工銀的持股比例，可增加與工銀的合作關係。

（3）長期策略一：共同拓展中國保險市場

由於國泰金控在台灣深耕壽險市場已有幾十年經驗，擁有豐富的壽險市場經驗及相關專業人才，這對於工銀積極想跨入成長潛力相當大的中國保險市場幫助非常大；因此，若工銀能利用國泰金控在保險市場的專業及經驗，一起拓展中國保險市場，對雙方來說都是一筆獲利可觀的交易。因此，可透過調派國泰金控壽險人員進駐大陸，在一邊開拓市場的同時，一邊訓練工商銀行員工，將可大幅增加工銀在中國的保險專業人員，而國泰金也能一同分享這潛力無窮的市場。

（4）長期策略二：共同經營其他國家金融市場

共同經營在中國之外的銀行業務，如東南亞（越南、泰國、菲律賓、俄羅斯...等）；利用國泰金在東南亞十、二十年來的布局，所累積的相關通路經驗，加上工商銀行充沛的資金，一同進軍其他金融市場，讓雙方都能邁向全球化經營。

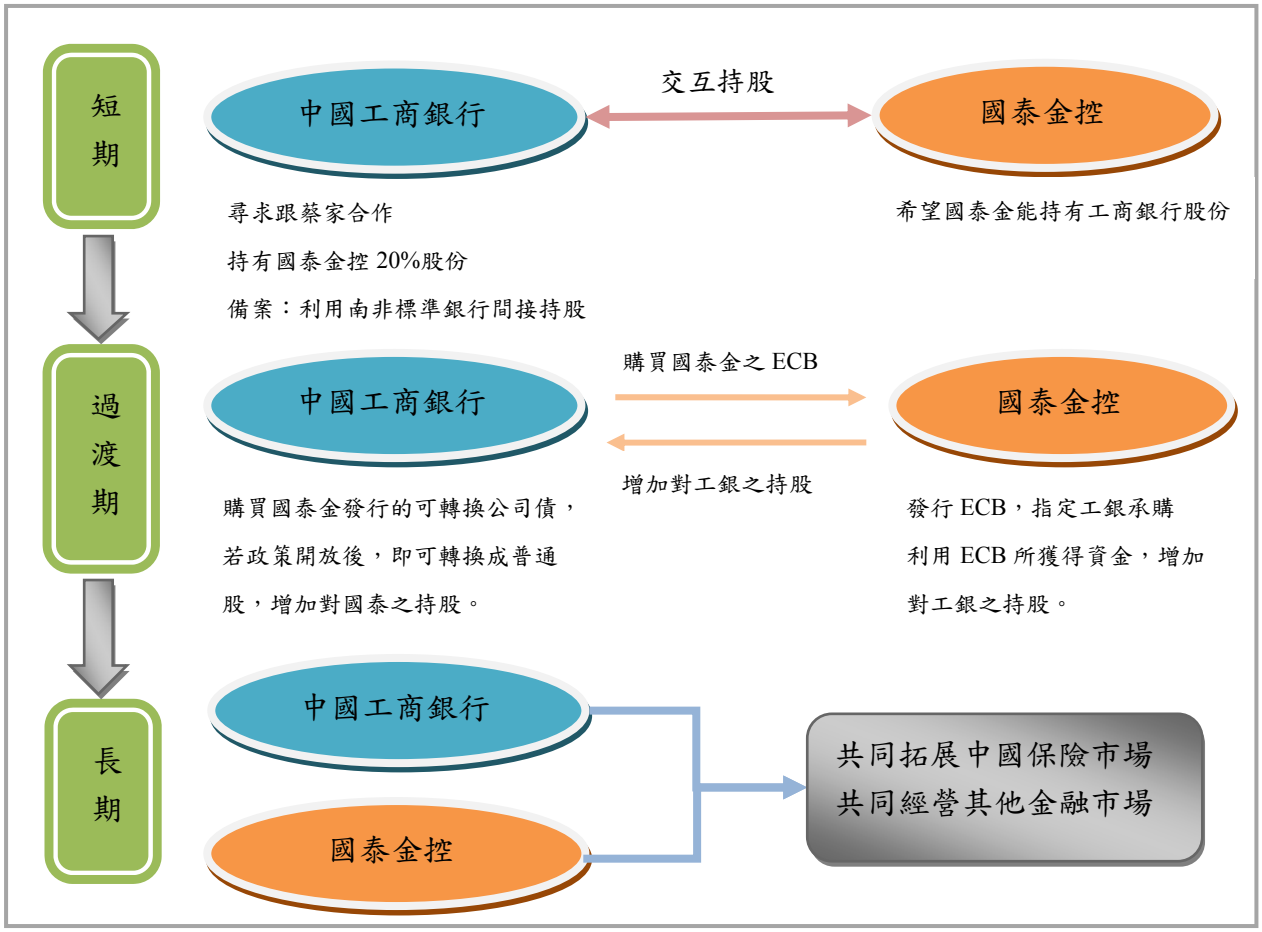
（5）長期策略三：利用國泰金控專業人才發展未來中國理財業務

國泰金控策略長李長庚提到國泰壽險業務人力資源充沛，在未來可能大量轉型為理財專員以方便銷售多樣化金融商品，若此計畫能成功推行，則可預期國泰金控的理財人員將相當充足，訓練也會較為完整，而工商銀行可利用或挖角國泰金控專業人才拓展未來的中國理財業務，搶占商機。

（6）長期策略四：在法令允許下直接併購國泰金控

工商銀行董事長曾言：未來若中國法令開放，將朝向控股公司發展。短期內我方工商銀行與國泰金控策略聯盟，與國泰金控合作汲取人才、經驗；長期而言，若未來兩岸法令允許，甚至可考慮直接併購屆時已有緊密合作關係之國泰金控，搶食台商在中國之業務，並可利用國泰金控的全方位金融產品創新經驗，拓展未來中國相當有潛力的

財富管理市場。而目前策略聯盟之建立，進可攻退可守，為未來朝向控股公司之灘頭堡。




2、換股比例（匯率計算:新台幣$4.91：人民幣$1）

（1）市價法

| | 股價 | | | 換股比率 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 工銀 | 工銀 NTD | 國泰金 | 工銀 | 國泰金 |
| **2008.12.26 收盤價** | 3.64 | 17.8724 | 34.6 | 1.94 | 1 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **30 天均價** | 3.85 | 18.9035 | 34.81 | 1.84 | 1 |
| **60 天均價** | 3.85 | 18.9035 | 34.17 | 1.81 | 1 |
| **90 天均價** | 3.92 | 19.2472 | 34.98 | 1.82 | 1 |

（2）股價淨值比法

| | **每股淨值** | | | **換股比例** | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 工商銀行 | 工商銀行 NTD | 國泰金 | 工商銀行 | 國泰金 |
| 2008 年 9 月 30 日 | 1.71 | 8.3961 | 16.19 | 1.93 | 1 |

綜合上述市價法及股價淨值法之計算，我們預估雙方的換股比例將會訂在「1.9 : 1」；因此，若以 2008/Q3 兩家公司總股數來計算（中國工商銀行總股數約為 334,345,833 千股、國泰金控 9,670,877 千股），10%國泰金控股數為 967,088 千股；因此工商銀行須拿出 1,837,467 千股，約為其 0.55%股份（1,837,467/334,345,833 千股）。

3、籌資管道

波士頓諮詢集團發布「世界銀行實力研究報告」指出，截至 2007 年底，中國三大銀行躋身全球前四大銀行行列，其中中國工商銀行市值名列第一。中國建設銀行排名第二，匯豐銀行第三，中國銀行第四。受美國信貸危機影響，歐美各大銀行市值嚴重縮水，美國銀行和花旗銀行分列第五、六位。

根據中國三大銀行 2007 年年報顯示，中國工商銀行淨利潤達人民幣八百二十二億五千四百萬元，比 2006 年增加 64.9%；中國建設銀行淨利潤六百九十一億四千四百萬元，同比成長 49.27%；中國銀

行集團淨利潤六百二十億三千六百萬元，同比成長 28.53%；中國工商銀行淨利潤成長率居中國三大銀行之冠。

| | 中國工商銀行 | 中國建設銀行 | 中國銀行 |
|---|---|---|---|
| 淨利潤成長率 | 64.9% | 49.27% | 28.53% |

中國工商銀行合併資產負債表—資產部分項目

| 年/月 | 2008/09 | 2008/06 | 2008/03 |
|---|---|---|---|
| 現金及約當現金 | 1,550,561,000 | 45,828,000 | 1,262,206,000 |
| 流動資產 | 1,875,334,000 | 2,061,761,000 | 1,600,816,000 |
| 資產總額 | 9,384,347,000 | 9,399,960,000 | 9,141,387,000 |

單位：千元（人民幣）

目前工商銀行市值名列全球銀行第一，並且根據工商銀行資產負債表，可以看到目前工商銀行的現金相當充裕，另外工商銀行人民幣與外幣資產的流動性比率均高於 25%的監管指標，在加上現階段工商銀行獲利能力良好，如工商銀行欲進行其他併購活動，內部資金均足以支應其需求。

此外，根據前南非標準銀行（Standard bank Africa）執行長暨現任南非標準銀行-中國工商銀行合資銀行(Standard Bank-Industrial and Commercial Bank ofChina Ventures）執行長 Craig Bond 表示，將整合 ICBC 資源協助旗下客戶進行 80 件國際投資及併購活動，此將有利雙方在日益競爭之國際金融環境中立於不敗之地。因此可以預期未來中國工商銀行欲入主其他金融金構或投資其他公司時，南非標準銀行也將會給予支持。

（二）策略聯盟綜效：預期綜效

1、國泰金控

（1）與原有客戶的持續合作

銀行業進行國際化其中一個動機為追隨原有顧客，以充分利用原有顧客關係的資源；而近來台灣的銀行家數過多、競爭激烈，又逢美國連動債、次級房貸與二房等金融風暴影響，造成最近幾年銀行業國內市場的獲利狀況普遍不佳，往往不如海外分支機構的亮眼表現。

此外，由於台商多屬中小企業，在中國融資不易，而若在中國與當地銀行直接進行融資，成本相對較高，故對於台資銀行登陸以提供各項金融服務之需求非常強烈，這些因素均促使台灣的銀行業積極籌劃西進大陸。

（2）擴大保險市場

由於台灣保險市場已趨近飽和，競爭相當激烈；相對於保險滲透率還相當低的中國市場，非常有利於國泰金控的下一波成長。利用中國工商銀行近兩萬家的通路體系，可接觸到大約 250 萬法人客戶和 1.5 億多個人客戶，將可大大提升其多元保險商品的知名度及銷售量。而目前中國大陸人壽保險滲透度約 3.7%，與全球平均水準 4.5%、台灣約為 11.6%、香港 9.2%的比率相較，顯示中國未來保險市場發展的潛力無窮。

國泰金積極布局大陸市場，大陸壽險持續擴充據點，複製台灣銀行、壽險雙核心策略，加速業務成長，若兩岸開放金融業務往來，預估國泰金可創造最大金控大陸發展綜效，長期持續性 ROE 可提高至 14.74%，長期評價可拉升至 2.9 倍股價淨值比。

2、工商銀行

（1）利用國泰金多年的市場經驗及保險專業，搶食中國金融市場

近年來全球金融機構朝向自由化、國際化及跨業經營發展，金融集團均朝向控股公司模式發展，整合了銀行、保險與證券業務等，使得金融機構得以擴大經營範疇以及提升綜效，透過與國泰金的合作，將可大大幫助工商銀行未來欲發展為金融控股公司，並發揮 3C 效益：Cost Savings（成本縮減）、Cross Selling（交叉銷售）、Capital Efficiency（資本配置效率）。

而台灣人力的「性價比」（性能好，成本低）高，和歐美和香港同級專才相比，薪資待遇相對較便宜；而台灣金融市場因為比大陸開放早十幾年，對有許多經營管理經驗工銀可以學習，如市場風險管理部分、保險業務經驗、金融產品創新...等，健全完整的放款徵授信制度、較嚴謹風險控管能力，是台灣本國銀行優勢；進而，工銀可再發展出 One-stop shopping 服務，讓客戶在工銀分行就能享受到全面性的多元金融理財服務（海內外債券、共同基金、連結式債券、信託規劃、保險商品、全球 ETF..等）。其次，中國保險業的保險滲透率約為 3 到 5%，成長潛力仍非常可觀。國泰金控在保險業務上，涵蓋產險及壽險，對於工商銀行未來欲拓展全面性之保險業務非常有利。

（2）更全面了解台商客戶的資金運作

不少績優西進的台商客戶，因台灣銀行業無法提供在中國的金融服務而快速流失，將業務轉向其他外國銀行，這也讓台灣銀行業產生無法有效監督西進客戶資金流向的風險。若工銀合作與國泰合作，雙方可進行資訊分享，彼此就客戶授信作業進行資訊分享交流，進而掌握台商在中國的資金流動情形，如此將可大幅降低銀行放貸給台商的風險。(工銀有一機制，在客戶允許之前提下，客戶資料是可以在不同銀行間進行交流，以利客戶更容易能取得相關融資)

（3）提高本身在大中華區的金融業務量

由下表可看出兩岸近年來的金融業務往來量是持續成長中的，透過與國泰金控的合作，將有利工商銀行未來在兩岸金融業務上搶得先佔優勢。

兩岸金融業務統計表　　單位：億美元

| 年　　月 | 全體銀行進口外匯 | 全體銀行出口外匯 | 全體銀行匯入匯款 | 全體銀行匯出匯款 |
|---|---|---|---|---|
| 92 年 2003 | 24.17 | 117.63 | 192.68 | 395.96 |
| 93 年 2004 | 50.26 | 151.70 | 336.44 | 656.80 |
| 94 年 2005 | 66.84 | 173.70 | 467.81 | 982.00 |
| 95 年 2006 | 101.20 | 182.76 | 725.71 | 1,289.42 |
| 96 年 2007 | 102.33 | 195.20 | 930.42 | 1,668.13 |

資料來源：金管會銀行局網站，金融統計（民國 96 年第四季）

■　重大議題之探討

（一）台灣相關政策法律限制

1、台灣地區與大陸地區人民關係條例

早期陸資欲來台投資遇上的第一個難題，即雖有台灣地區與大陸地區人民關係條例第七十三條之授權，惟仍須須待主管機關制定相關辦法，陸資方可來台投資。

民國九十二年十月台灣地區與大陸地區人民關係條例第七十三條之修正為「大陸地區人民、法人、團體、其他機構或其於第三地區投資之公司，非經主管機關許可，不得在臺灣地區從事投資行為。」意即陸資來台從事投資行為應經由相關主管機關事前許可。同條第三項並授權主管機關就投資人之資格、許可條件、程序、投資之方式、業別項目與限額、投資比率、結匯、審定、轉投資、申報事項與程序、申請書格式及其他應遵行事項之辦法，由有關主管機關擬訂，報請行

政院核定之。惟自該修正案業經公佈實施後，除了內政部早於民國九十一年制訂陸資在台不動產取得辦法外，其他在第七十三條授權下制訂的相關辦法均付之闕如。也因在無配套措施之下，主管機關並無「辦法」可許可陸資來台投資，也就形同變相的禁止陸資來台。而在新政府就任後，隨著兩岸政策的轉變，僅需行政機關將原本法律授權的事，儘速完成相關辦法的制定與實施，陸資來台即可上路。

2、大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法

為擴大台灣證券與期貨市場之規模、增加新動能及提升國際化程度，並帶動金融服務業之繁榮發展，以利台灣進一步發展成為亞太籌資中心，金管會依前述條例第 73 條第 3 項之授權訂定「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」草案報行政院核定，並經行政院 97 年 12 月 4 日第 3122 次院會通過。

依本管理辦法將開放經大陸地區證券主管機關核准之合格境內機構投資者(以下簡稱大陸合格境內機構投資者，即 QDII)等得來臺從事證券投資與期貨交易。惟仍對陸資來台投資設有相關限制，如大陸地區投資人單次或累計投資取得上市或上櫃公司百分之十以上之股份者，應依相關機關所定辦法申請核准(第十二條第四項)、並限制 QDII 不得實質控制或影響公司經營管理，即不得當選為董事或監察人且不得控制或影響公司業務經營或人事任免。金管會乃於 12 月 4 日下午公布本管理辦法，做為管理依據，大陸的 QDII（大陸合格機構投資者）如有意，已可來台投資。

3、第四屆兩岸經貿文化論壇

本屆論壇以擴大和深化兩岸經濟交流與合作為主題，並以兩岸金融合作、促進兩岸雙向投資、構建兩岸經濟交流合作機制進行了深入研討。中國國民黨副主席曾永權表示，雙方所提出之共同建議建構了兩岸經貿合作的機制，為兩岸經濟合作向前跨進了一大步，互信建立了堅實的基礎。本屆論壇的共同建議主要如下：

（1）促進兩岸金融合作

兩岸雙方應儘快商談建立銀行業、證券業、保險業監管合作機制和貨幣清算機制，開展兩岸證券交易所交流合作，為擴大兩岸金融合作創造更好條件。加強兩岸金融監管機構之間的資訊交流與監管合作，維護兩岸金融機構穩定健康運行，增強防範金融風險的能力。鼓勵和推動兩岸金融業者採取多種形式、通過多種管道開展人才培訓和學術交流。

（2）加強投資權益保障

兩岸儘快就投資權益保障問題進行商談並簽署協議，建立和完善兩岸投資權益保障協調機制。儘快就智慧產權保護、避免雙重課稅、通關便利、標準檢測及認證合作等攸關兩岸企業利益的議題進行協商。大陸方面進一步落實台商投資權益保護的相關法律法規，完善相關工作機制。

（3）實現兩岸經濟關係正常化，推動建立兩岸經濟合作機制

加快推動兩岸資金、資訊、技術正常流動，實現雙向投資。臺灣方面儘快就大陸企業參與臺灣經濟建設的方式和領域作出安排，儘快公佈大陸企業資金進出、人員往來等配套措施，為大陸企業赴台投資創造必要的條件。

4、預計 2009 年春天兩岸簽署金融監理備忘錄（MOU）

由於大陸只認可有和其簽訂金融監理備忘錄之國家或地區的金融機構在中國從事營利活動。中華民國銀行公會理事長張秀蓮 12 月 3 日表示，她與大陸金融主管機構代表溝通過，預期 2009 年春天簽署 MOU 應無問題，兩岸簽署 MOU 後，可彼此資訊交換，也可實地金融檢查或交流合作。

依中國銀監會發布之《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》第八條單個境外金融機構向中資金融機構投資入股比例不得超過 20%。及第十七條規定台灣地區的金融機構投資入股中資金融機構

亦適用本辦法。意即大陸乃開放台灣之金融機構可投資其金融機構已發行股份達 20%。因此，可期待簽署 MOU 後兩岸將對等開放投資限制，大陸之金融機構亦可持有台灣地區金融控股公司不超過其已發行股份總數之百分之二十。

（二）全面性的金融業務合作

台灣的銀行、證券及保險事業的發展經驗豐富，人才的培訓、業務的拓展、相關商品的創新及相關法規制度的建立等，都具有一定水準之上。當前中國大陸正面臨經濟轉軌中的金融體制巨大變革，台灣的人才及經驗一定可以提供實質的助益。

1、銀行業：

讓國泰金控透過參股或合資方式承做人民幣業務，避開外資銀行在經營人民幣業務的地域和客戶限制；相關的人民幣業務未來成長潛力相當看好，包含存貸款利差有利銀行收入、信用卡市場獲利機會看好、財富管理市場增長率高等，皆有利於國泰金控增加本身獲利程度。

2、證券業：

與國泰金控成立新合資證券公司，及期貨公司、資產管理公司之參股或新設合資，讓國泰金控的證券業務能順利拓展中國市場。大陸證券市場正式發展不過十幾年，卻走過了發達國家需要數十年乃至百年才走完的歷程，目前股市開戶的人數已超過一億戶，股市市值規模已達 20 兆人民幣，已成為世界最大的新興市場。加上日前中國頒布 QDII 及 QFII（合格境外機構投資者）相關制度，這些 QFII 的投資金額已高達 90.45 億美元，成為中國大陸股市重要機構投資人，潛在商機龐大。

3、壽險業：

與國泰金控合資成立壽險公司；國泰金控若與工商銀行共同合作，不但可避開法令限制(大陸開放外資設立保險公司，是以「532 條款」作為門檻，即總資產至少 50 億美元、設立達 30 年及成立代表

處滿二年。然而這項規定卻令不少台灣保險業者扼腕。)，更將可加速國泰集團於大陸之佈局，達成國泰金欲「立足大上海、搶灘長三角、鞏固沿海區、揚名大中國」的發展戰略。

（三）員工的保障與福利

關於中國工商銀行的員工保障，工銀有以下幾點原則：

1、有關勞動者利益的重大事項先與工會或者職工代表平等協商

在制定、修改或者決定有關勞動報酬、工作時間、休息休假、勞動安全衛生、保險福利、職工培訓、勞動紀律以及勞動定額管理等直接涉及勞動者切身利益的規章制度或者重大事項時，將先經職工代表大會或者全體職工討論，提出方案和意見，與工會或者職工代表平等協商確定。並且在規章制度和重大事項決定實施過程中，工會或者職工認為不適當者，有權向用人單位提出，通過協商予以修改完善。

2、不濫行裁員

僅於中華人民共和國勞動合同法規定情形下方為裁減人員，例如：依照企業破產法規定進行重整、生產經營發生嚴重困難、企業轉產、重大技術革新或者經營方式調整，經變更勞動合同後，仍需裁減人員時，提前三十日向工會或者全體職工說明情況，聽取工會或者職工的意見後，裁減人員方案經向勞動行政部門報告，方進行人員之裁減。

3、依法支付經濟補償

經濟補償按勞動者在該單位工作的年限，每滿一年支付一個月工資的標準向勞動者支付。六個月以上不滿一年的，按一年計算；不滿六個月的，向勞動者支付半個月工資的經濟補償。所稱月工資是指勞動者在勞動合同解除或者終止前十二個月的平均工資。

4、國泰金控外派員工福利與保障

未來國泰金控與中國工商銀行合作之後，國泰金相關專業人員協助教育訓練時，工商銀行將負擔相關訓練費用，但由於國泰金控員工並非工商銀行之員工，所以薪資與額外津貼部分仍應為國泰金控所負擔。

■ 預期國泰金控反應及回應方式

（一）人民幣業務之承做

目前台資登陸法令限制仍然很多，造成發展之障礙；在台資登陸限制部分例如在大陸設立分行的業務，包括不得發行信用卡、僅能吸收人民幣 100 萬元以上的定期存款規定、不能發行金融債券、代理發行、兌付與承銷政府債券。國泰金控與工商銀行合作的誘因在於，未來將可朝向「合資或參股」方向發展，以突破法令限制。

1、存貸業務

銀行存款中逾五成為活期存款，2007 年只有一次調升活期存款利率，但貸款利率則每次都調升，令兩者之間息差擴大至 5.74%。

2、信用卡業務

台灣 2007 年信用卡流通卡數成長率為-5%，反觀大陸為 41%，McKinsey 預估未來 10 年大陸可能創造每年 1 億美元的循環信用利潤。

3、財富管理業務

30 萬以上的高資產客戶帶來龐大的財富管理市場，Merrill Lynch 公布其本身截至 06 年於中國市場的財富管理相關業務利潤達 570 億美元，並預計今後年增長率為 16.5%。

這將使得國泰金控不論在資金來源及使用面都有很大突破；就資金來源而言，因可吸收一般民眾存款，此意味著取得人民幣資金來源將可有很大突破，不必侷限於大陸同業以外幣兌換，此可減少來自大

陸人民銀行（中央銀行）及大陸本地銀行兌換人民幣的限制，因此營業規模易有更大擴張。

而在資金使用面，則使其得以跨入人民幣的零售業務，進軍如信用卡、個人消費性貸款及個人資產管理等有潛力業務的財富管理市場。由於大陸經濟的高速成長，大陸人民財富累積迅速，不但外匯存底已破 9000 億美元，目前大陸民眾的本、外匯存款亦已高達 16 餘兆人民幣，為商業銀行的財富管理業務提供非常大的空間；此外，據麥肯錫 （McKinsey）報告指出，大陸發行的信用卡數量，在 2003 年中約 300 萬張，現在已經超過了 1,200 萬張，其中尚不包括數億張借記卡，被外銀視為最具發展潛力的業務。

（二）換股比例可適當調整

因為 2008 年金融海嘯造成股價大幅跌落，依市價法計算出之換股比例為 1.94，國泰金控可能對此換股比例不甚滿意，若以股價淨值比法計算換股比例並以 2007 年 12 月 31 日股價淨值為基準，則換股比例可提高至 3.09。以此換股比例可換算出國泰金將持有工商銀行 0.89%之股權。

## ➢ 致國泰金控董事會—對中國工銀合作提案的回應

### ■ 近期經營策略的分析

（一）國泰金控現況分析

國泰金控已連續三年獲得台灣「金控整體經營績效評比第一名」，經營上以國泰人壽為主體，另包含國泰世華銀行、世紀產物保險、國泰證券、國泰創投及其他創投、管理顧問等事業體。獲利亦以國泰人壽為主，據點覆蓋率為台灣金融機構之冠，占集團淨獲利74%，21%來自銀行業務；而國泰世華銀行的收入來源有將近六成來自於個金，三成來自於企金。國泰金控在「保險+銀行」雙引擎經營模式底下，充分發揮跨售行銷的優勢。

（二）未來策略選擇

國泰金控未來的經營方針有三：著重集團整合、交叉行銷、擴大營運規模與海外擴張，以強化集團競爭力，成為華人地區最佳金融服務機構，詳細經營方針如下：

1、創造交叉行銷綜效，提供全方位金融服務

隨著人口結構老化與國人對投資理財需求持續提升，持續開發具市場競爭力之金融商品，並結合集團內不同事業體各類產品與服務，透過專業銷售團隊及綿密的分行通路，滿足客戶不同生涯階段的理財需求，提供全方位的理財規劃。在「保險 ＋ 銀行」雙引擎架構下，透過整合行銷與跨業銷售的互相支援模式，深植集團的核心競爭力，已達降低營運成本、資源共享、發揮集團跨售綜效之目標，提供客戶全方位金融服務。

2、持續評估並尋求合作對象，擴大營運規模

國泰金控在 2006 年底與第七商銀正式合併完成，2007 年標購中聯信託以拓增服務據點，提升集團於大台北地區之競爭優勢。國泰金控不僅透過國內成長擴大資產規模，亦持續評估全球各金融專業領域中可能的合作對象，擴大營運規模，並強化國泰金控專業化、多元化與國際化的能力。

3、積極拓展海外市場

國泰金控一直以來積極拓展海外市場，除了國泰人壽與國泰世紀產險在中國積極擴增據點，國泰世華銀行在上海浦東的辦事處已設立 6 年，就等政府政策開放，公司內部也希望早日升格分行，除了辦事處升格外，包括參股陸銀等其他方式，只要能增加綜效都不排除。目前以設立銀行分行為最優先，至於券商、投信等業務，則因目前還無法取得主導性，加上政策尚未開放，也暫時處於準備狀態。另外，國泰世華銀行亦與世越銀行密切合作，持續深耕越南市場。日後，國泰金控亦會持續評估其他東南亞國家的發展條件，朝著成為華人地區最佳金融機構的目標穩定邁進。

## ■ 中國工商銀行提出合作邀約的策略評估

（一）中國工商銀行所提出的策略合作內容的評估

中國工商銀行為中國官股出資七成的中資銀行，擁有銀行業務，在中國有高達兩萬間的分行據點數，業務經營以個人金融為主，目前為全球市值最高的銀行，經營績效與體質亦屬於健康狀態。今對國泰金提出以相互持股為基礎的策略聯盟提案。而國泰金控以保險見長並近年來積極進軍中國大陸市場，兩間金融機構主要競爭優勢的互補性極高，若能在平等的條件下策略聯盟，將能發揮互補的綜效。

關於工商銀行提出之雙方合作好處，如工商銀行可學習國泰金控成功的保險業務經驗、商品創新、交叉行銷的經驗、互相交流台商徵信資料及吸收台灣人才，國泰金控可藉由工商銀行之據點加速大陸保險業之佈局，本組以為不必透過雙方的股份交換，透過策略聯盟契約

即可達到此雙方合作之好處，且國泰金目前保險業務已逐步在中國擴大，現階段最注重且最需要拓展的反而是銀行業務，若合作內容能加速國泰金控保險業務在大陸的佈局，又能為未來的銀行業務鋪路，才會比較符合國泰金控進軍大陸的期待。

（二）國泰金控期待與中國工商銀行的合作內容

國泰金控與中國工商銀行的合作內容必須配合國泰金控未來進軍大陸的發展方向，有三大原則：

1、絕對不能放棄所有權

根據蔡宏圖對未來家族企業的看法，願意分離經營權與所有權，但絕對不能放棄所有權，至少要以大股東的姿態掌握國泰金控的動向。因此，若未來有股份交換或可轉換公司債等的協議，標的只能是無表決權的特別股，或是該可轉換公司債經行使轉換權後的該股份亦屬於無表決權特別股。

2、與中國工商銀行在保險業務上的合作

目前中國工商銀行仍與 20 餘間保險代理公司合作，為了確保雙方的合作意願，期待中國工商取消與其保險代理公司的合作，甚至給國泰金控獨家的保險業務合作契約。此外，也期待讓國泰在上海的產險與人壽能夠自由進駐中國工商銀行的眾多據點，藉由對方的通路優勢擴大國泰金控在大陸地區的保險業務。

根據鉅亨網報導，2006 年大陸壽險保費收入為 4,061 億人民幣，壽險公司市佔率排名分別為中國人壽、中國平安人壽、中國太平洋人壽，這三家瓜分 7 成市佔。外資壽險公司僅 6%市佔率，其中上海國泰人壽為 3.29 億人民幣，年增率達 85.88%，佔外資保險公司保費收入之 1.37%。而根據寶來證券之分析，國泰人壽 2008 年積極擴展大陸據點，已取得北京、山東、江蘇、上海、浙江、福建、遼寧、廣東之營業執照，2007 年上海國壽新契約保單收入年增率 56%。

目前大陸市場仍尚屬開拓期，在不斷增加新營運據點下，保費收入連年大幅增長。儘管 2008 年前三季保費收入年增率達 47%，但前三季仍為虧損 1.98 億元。未來若能藉由策略聯盟取得中國通路，將有助於保費收入之快速大幅成長。

上海國泰人壽損益

| 上海國泰人壽 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|
| 損益(千) | (138,636) | (114,392) | (342,314) |
| 保費收入年增率 | - | 85.88% | 56%(新契約保單收入) |

3、有助於國泰金控未來在中國的銀行業業務

影響國泰金控未來在中國銀行業發展的成功關鍵因素有三點：客戶資料、廣大的據點及國泰世華銀行的品牌知名度，以下各別描述：

（1）客戶資料

客戶資料是銀行業最重要的資產，因此若能提早累積中國的客戶資料，將有助於國泰世華銀行未來在中國的發展，然而，台商客戶資料是目前國泰世華進軍中國唯一且最珍貴的資產，因此不與中國工商銀行交換台商客戶資料。因雙方須成立保險經驗學習專案小組，勢必請中國工商銀行提出部分客戶資料與我方交流保險相關經驗的要求，該資料僅止於基本資料，不涉及該客戶的存放款資料，因此不會觸犯法規上有關個人資料隱私權的限制，若仍有相關疑慮，則可請客戶簽署同意書。

（2）累積未來擴充廣大據點的資金

未來國泰世華進軍中國後需要廣大的據點以快速拓展業務，因此需要先累積夠多的資金，希望能透過與中國工商銀行的業務合作，賺

取相關利益，除了上述在各分行進駐保險業務所提升的業績之外，諸如雙方共同開發衍生性金融商品。由於國泰金控的相關經驗與技能水準較高，因此主要由國泰金控提供研發能力，中國工商銀行在共同開發的過程中學習相關的經驗與技能。在產品開發之後，由中國工商銀行先支付一定金額的權利金才能發行該產品。

（3）建立國泰世華銀行的品牌知名度

希望透過與中國工商銀行的合作，同時提高國泰世華銀行在中國的知名度，以利於未來法令鬆綁後的迅速竄起，實際的合作方案則是商請中國商銀能夠免費的讓國泰在既有的宣傳單上刊登宣傳的消息。

上述眾多方案中，關於所有權、保險進駐通路與客戶資料的方案屬於必定要達成的協議，否則無法進一步談合作。剩下合作方案較次等重要，雖然不是必須，但因有助於未來在中國拓展業務的相關方案，期待也能達成協議。

（三）中國工商銀行過去購併他家金融機構的歷史

將近年來中國工商銀行之併購案例整理如下表，從中國工商銀行過往與其他銀行的合作歷史看來，都是採用直接收購的方式，此次合作案卻採取相互持股的方式，其動機仍有待商榷。截至 2008 年 6 月末，中國工銀已經將境外營業機構延伸至全球 15 個國家和地區，分支機構總數達 126 家，與 122 個國家和地區的 1,360 家銀行建立了代理關係。

中國工商銀行的購併歷史

| 收購時間 | 銀行 | 簡介 | 比率 | 治理 |
|---|---|---|---|---|
| 2008/3/3 交割 | 標準銀行 | 非洲最大的商 | 通過協議安排及認購方式收購 305,010,857 股標 | 工商銀行派出兩名董事。雙方簽署相關業務合作協議，並進行公司 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 完成 | | 業銀 | 準銀行股份，佔標準銀行全部已發行股份的20%，所支付的總對價約為 367 億蘭特(約合 338 億元人民幣）。 | 銀行、資源銀行、投資銀行、全球金融市場和全球資源基金等領域之合作。 |
| 2008/1/28 交割完成 | 誠興銀行 | 澳門第三大商業銀行（澳門最大的本土銀行） | 收購誠興銀行共 119,900 股普通股股份，佔誠興銀行的已發行股本總額約 79.9%。收購價格約為澳門幣 46.8 億元 | 對誠興銀行的控股目的為獲得優質的網絡佈局和客戶群。工商銀行完成收購後，誠興銀行董事會進行重組，中國工商銀行派出董事長和總經理等重要高級管理人員。 |
| 2007/9/28 完成 | 印尼 Halim 銀行 | Halim 銀行是印尼一家商業銀行。 | 收購 PT. Bank Halim Indonesia 銀行 90% 的股份，收購價格為人民幣 1.5 億元。 | 此後 Halim 銀行更名為中國工商銀行（印尼）有限公司（「工銀印尼」）。 |
| 2004/4/30 完成買賣協議 | 香港華比富通銀行（Fortis Bank Asia HK） | | 二十一億六千萬港幣（兩億兩千七百萬美元） | 華比富通銀行的法定名稱已於 2004 年 5 月 1 日起更改為華比銀行，現已成中國工商銀行的全資附屬銀行。工銀亞洲表示，這項併購案將有助於該銀行藉 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | 由進一步強化的商業及零售銀行業務根基，開創更大規模和更堅強的銀行業務，大幅擴增以中小型企業及零售客戶為主的分支網路。 |

資料來源：工銀年報

由過去中國工銀的併購經驗來看，多採收購方式取得被收購銀行股權，或透過設子銀行或分行的方式進入當地市場。因此，此次合作提案雖然表面上對國泰金控是以合作的名義提案，可能是批著羊皮的狼，從第一階段的交換持股，第二階段的可轉換公司債的邀約背後隱藏著中國工商銀行未來想要介入國泰金控經營權，甚至併購國泰金的意圖，無法排除敵意併購國泰金的可能。國泰金需考量若由中國工銀持股，可能會影響自身的營運，身為台灣第一大金控的國泰金控，中國工銀背後官股比率達 70%，若持股比率過高或有心操縱，可能會影響台灣金融體制之健全，實需注意是否後續有敵意併購之可能性。另外，因兩岸存在敏感的政治關係，仍須考慮社會大眾的觀感。

（四）給董事會的建議

台灣市場上的以國泰金為集團結構最完整的金控，中國工商銀行的合作對象可能還有同樣以保險為主體的新光金控，但新光金控的雙引擎經營模式並不如國泰金控穩固，且根據新光金控的高層指出，新光金控未來並不願意參股陸資，偏好以獨資方式登陸，因此國泰金應為中國工商銀行在台灣合作對象的不二人選，提高國泰金的談判籌碼。

於是，在蔡家仍希望保有對國泰金控所有權的前提之下，建議董事會慎重考慮與其策略聯盟的合作提案，並提早採取預防敵意併購的

手段。因此，在本次談判中，將會以不犧牲國泰金控未來所有權的前提下，與中國工商銀行進行業務上的合作協商，若雙方同意在業務上取得某程度以上的合作，並仔細衡量合作細節後，再考慮是否與中國工商銀行進行相互持股的可能性與程度。

## ■ 對合併邀約提案之回應

（一）談判立場

先確認中國工銀之併購邀約背後的策略發展意涵與國泰金控未來的策略發展意涵是否一致，在雙方策略走向相近的前提下，再確認合作方式與合作條件是否能為國泰金創造最大的經濟利益與創造未來發展的機會。

1、保險經驗與通路的互助合作

首先，我方質疑中國工商銀行欲借重國泰金在銷售保險上的經驗與期待實行「保險+銀行」雙引擎策略的背後意圖，目前中國工商銀行雖不以保險業務為主，但仍與二十家保險代理商簽訂合作契約，且中國人壽為其大股東之一，持股 0.4%，因此其需與國泰金控合作的迫切程度尚待確認，又，若順利合作後，中國工商銀行是否願意放棄與其他保險代理商的合作關係，以穩固國泰的保險業務不受侵害。我方想更了解有關這方面更具體的做法。

接下來，由於國泰金控仍希望在中國設立銀行分行，辦理銀行業務，若國泰金控提供了保險業務方面的協助，希望能換得在中國工商銀行的客戶基本資料，名為經驗交流、教學相長，實為取得潛在客戶資料，做為未來銀行拓展客戶群的基礎。

2、相互交流徵信資料之議題

中國工銀所提出的合併動機中提及可互相交流台商徵信資料，台灣的資訊技術較成熟，銀行業在徵信時，只要上網查詢客戶的信用狀況就能一清二楚，但大陸並沒有像台灣設有金融聯合徵信中心，僅有

非全國性的區域徵信系統，若與台灣企業策略聯盟，未來可就近交流授信作業。

且根據日前報導指出，2008 年 11 月的台北江陳會落幕，中國工商銀行及中國銀行兩位行長紛紛表示對來台設立分行之意願。針對此事，有台灣銀行業者認為大陸銀行業欲來台設分行，主要是著眼台商客戶。一旦大陸銀行可以登台，就可對台商在台母公司進行徵信、查帳，並直接在台承做台商客戶的生意，等於想與台灣的銀行共同競爭搶客。

但本組認為中國工銀可考慮與財團法人台灣聯合徵信中心合作。且根據 2008 年 11 月 28 日經濟日報之報導，台灣聯合徵信中心表示未來可望建立合作機制，主要提供與信用有關的資料而並非全部個別企業資料。目前台灣聯合徵信中心目前共有 427 家會員，以台灣的本土銀行業與外商銀行在台分行為主。未來若中國之銀行業希望得到台灣之客戶資料，相對也必須提供客戶的信用資料給聯合徵信中心。但這部分並非國泰金控所能掌控的事情，故簡述至此。

根據以上消息，考量未來政經環境的變化以及對國泰金之潛在威脅，需注意交流台商資料是否可能會影響未來國泰金銀行業務於大陸佈局之策略。

（二）對中國工銀所提出的合作條件之回應

根據中國工銀於提案書中提到的合作方式：第一階段先以股份交換以相互持股，第二階段再以可轉換公司債，做為策略聯盟的擔保，整理對於雙方的優缺點羅列如下表：

國泰金控對中國工銀提案的優缺點分析

| | 優 | 缺 | 答應條件 |
|---|---|---|---|
| 國泰 | 1. 藉由通路迅速擴 | 1. 喪失部分所有權 | 1. 保有所有權 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 金控 | 張保險版圖<br>2. 中國工銀一席董事與 0.55%股份<br>3. 中國工銀答應不進駐董監事 | 2. 「一席」董事的實質效益？ | 2. 保險業務合作<br>3. 取得客戶資料 |
| 中國工銀 | 1. 學習保險與交叉行銷經驗<br>2. 取得一定國泰金股權為日後併購或掌握國泰金經營方向埋下良好伏筆 | 1. 送一席董事給僅有 0.55%之股東<br>2. 答應不參與國泰金董監事成員 | |

資料來源：本組整理

若在確認雙方在業務上合作的意願且決定合作方式之後，則雙方的談判則進入更細部的協商內容，包含董監席次、業務工作調整、整合團隊、員工議題等…從雙方在細部條件上的共識程度，判斷雙方合作的可能性，並持續堅持所有權不被奪走的立場。

進一步觀之中國工銀所提出之併購架構，雖似雙方交叉持股可加深雙方之合作關係，但本組以為此有幾點重大問題：

1、相互持股的隱憂

此策略聯盟方式有前例可循，花旗銀行與富邦銀行於 2001 年以股份交換、相互持股的策略聯盟方式合作，共同擴展保險版圖，歷經三年之後，持有少數普通股份的花旗轉而偏好想要掌握多數股權，無法跟富邦達成協議，最後只好為這件合作案畫下休止符。根據此案可

以得知相互持股可能為未來長期的和諧合作種下病因，因此，本組為了長期合作的可能性，並不希望透過互相持股的方式。

雖計畫書提出工商銀行持股後並不參與國泰金之董事會，但似無法保證未來無插手經營治理之可能，且配合後續之 ECB 計畫，本組分析此安排似有後續敵意併購取得經營權的可能。若僅為了策略聯盟，以合作的方式即可達成，不需要透過股份交換，而 ECB 之計畫更為對國泰金無必要性之提案。

2、現行法令下進行股份交換的可能性

大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法草案已經行政院通過，然尚未發布施行。在尚未發布施行下，中國工銀即無法進行投資取得國泰金股份；而縱已生效仍將生是否得進行股份交換的問題。

草案之內容：

『第十七條規定第一項規定，大陸地區投資人投資臺灣地區證券，應由臺灣地區代理人申請開設新臺幣帳戶；其開戶代理人，以臺灣地區證券商或金融機構為限。』

『第十七條規定第二項規定，大陸地區投資人投資臺灣地區證券及其資金運用，應以保管機構受託保管專戶之名義，於臺灣地區金融機構開設活期存款或活期儲蓄存款之新臺幣帳戶；該帳戶以供交割之用途為限。』

依本條辦法可知，現行法令下仍無直接的管道可供中國工銀與國泰金控進行股份交換，僅得以由其在台灣地區之代理人於台灣開立現金帳戶，再以其現金帳戶之現金進行股份交割，如此一來，無法適用公司法第 156 條，中國工銀僅得以現金作為取得國泰金發行新股的對價。

3、股份是否具有表決權？

由於中國工商銀行於提案中打算持有我方 10%股份，並表明不參與董監事席次，此舉將可能對國泰金的所有權有所威脅，因此若要以相互股份進行合作的話，國泰金欲發行不附表決權的特別股指定由中國工商銀行認購，上限為 10%，而不由蔡家或其他股東釋放舊股供中國工商銀行認購。而國泰金取得工商銀之股份，須以「有附表決權盈餘優先分派權利、可累計、且工商銀須於一定期間後才有權利依當時市場上普通股價格買回」。另外，關於中國工銀提出的第二階段合作為由國泰金發行可轉換公司債，國泰金在確保所有權的前提下，仍會發行轉換後的股票並不具有表決權的可轉換公司債，而且轉換後，若中國工銀想要出脫該股權，須讓國泰金有優先承購權。

4、一席董事的實質效益？

股份交換後，由於工商銀行本身規模太大，國泰金控只能取得約 0.55%之股權。雖允諾給予一席之董事，中國工銀有約 70%官方持股，在中國官方人治色彩濃厚之文化下，似實際上無實質控制力也無法發揮影響力。再加上縱如持股達 4.9%之高盛集團，也僅取得一席之非執行業務董事，執行業務董事皆為深知工商銀行的經理人，多具有擔任官方組織職務之經理，若為僅持有 0.55%股權之一席董事，似無太大功能。

5、完全不考慮對方提出的第二階段可轉換公司債方案

為避免於事後若法令有所開放，則工商銀有機會運用可轉換公司債進而掌握國泰金一定比例的股權，更何況，國泰金現實下取得工商銀的股份數有限（無論再怎麼買，難以多到可以於董事經營階層上有一定聲音），亦無法掌握工商銀行經營方向。第二，國泰金的營運現金流量已連續四年為正，並沒有急迫的資金需求，目前並不需要向外部籌資，第三，發公司債之後會提升國泰金控的負債比例，提升公司的流動性風險。根據上述理由，本組並不接受關於可轉換公司債的提議。

■ **合作後的整合議題：員工議題**

（一）競業禁止

雙方業務上合作之後，員工必有眾多交流，為了確保國泰金控的員工不會被挖角，影響國泰金控的競爭力，雙方應先簽訂競業禁止的條款，降低國泰金員工被挖角的風險。

（二）員工權益保障

站在國泰金控保護員工之立場，在中國工商銀行未改善其對於員工權益保障之前，我們很難接受以顧問之姿外派的員工可能會於大陸期間受到不平等對待。如『…據雲南省網民稱，中國工商銀行有 10 多萬老職工被買斷工齡，在裁減人員時，全部採取了威逼、利誘、恐嚇、欺詐等手段…』、在有關廣州工商銀行員工自殺內幕之報導中寫道『一、恣意決定，違背承諾，違反勞動法。…二、藐視員工的權利，威脅員工。…三、實行高壓政策，苛待職工，工作效果適得其反。…工商銀行經過近幾年來的改革，打著與世界金融業接軌的幌子，以權力謀取私利，盛行腐敗之風，扭曲企業文化，不惜犧牲國家和員工的利益，構造虛假報表欺騙國家，虛構利潤，沽名釣譽，為自己買官鋪平道路，撈取政治資本。

工商銀行目前十分流行的話語：我愛工行，可是工行不愛我；我把工行當家，可是工行不把我們當人。這些內容反映了工行人對工商銀行現行企業文化制度的極度反感和深惡痛絕，工行對職工實行“法西斯”的人事管理方式，工資分配嚴重倒置。表面形式主義，引入“法人治理”結構，責權利相統一，做到人盡其責，物盡其用！』、另外，甚至在廣東工商銀行有一櫃檯員工因如廁時間過長而被開除等等。是故期待雙方在要進行合作前，提出確保員工權益的三大方案，此亦貫徹國泰金控原創辦人蔡萬霖先生之經營精神『加強員工福利，兼顧股東權益』。

1、外派員工以顧問之薪資福利對待，額外薪資由中國工商銀行負擔

2、加強員工福利，嚴格執行中國勞動法

3、由中國工商銀行與國泰金各派代表組成員工直接申訴委員會

■ **其他策略聯盟合作方式**

確認雙方業務上互補後，為追求最快速、最符合雙方條件，以達國泰金股東最大利益，除了中國工商銀行所提出的方案，以下亦可從僅單純的業務合作、中國工商銀行與上海國泰保險合作這兩種策略聯盟方式進行合作，也能夠達到雙方的意願，以下根據這兩種方式設算各方案的優劣：

（一）上海國泰人壽/上海產險&中國工銀的策略聯盟

上海國泰人壽/上海產險&中國工銀的策略聯盟優缺點分析

| | 優/效益 | 缺/阻力 |
|---|---|---|
| 國泰金控 | ● 可擔保國泰金所有權完全不受威脅<br>● 可以藉由中國工銀通路銷售保險產品 | ● 無助銀行業務 |
| 中國工銀 | 直接向上海國壽與上海產險取經，滿足學習保險、交叉行銷經驗的需求 | 無法取得國泰金控之股份〈若工商銀真實意圖係欲取得國泰金經營權〉 |

資料來源：本組整理

依工商銀行所提出之合作議案，其欲借助國泰金控成功之產壽險經驗與技術人才發展本身較不足之保險業務部份，其實透過與國泰金控已經在上海耕耘一段時日的人壽及壽險公司間策略聯盟應足以達到此目標。因上海國泰人壽與上海產險應已較為熟悉大陸實際產壽險行銷方式，甚至研發出一套結合台灣經驗與符合大陸實際需求之業務經營模式，其經驗與技術人才就工商銀行的需求而言應該更為適合。

而相對的上海國泰人壽及產險亦可經由策略聯盟在工商銀各個據點銷售保險產品，快速擴大客戶範圍。兩方皆可互蒙其利。

（二）單純策略聯盟

策略聯盟主要在於業務上的互補與資料交換，而不牽涉互相持有股份。國泰金提供保險與交叉行銷的經驗傳授，但並不提供台商的客戶資料；中國工銀提供部分客戶資料與廣大的銷售通路，讓國泰金能擴大保險的銷售管道與客戶群，同時間，國泰在上海的人壽與保險公司亦慢慢進駐合適的地點，漸漸成長茁壯。

雙方單純策略聯盟優缺點分析

| | 優點/效益 | 缺點/阻力 |
|---|---|---|
| 國泰金控 | ● 擴大保險業務的銷售管道<br>● 擴大在中國的客戶群<br>● 沒有失去部分所有權的風險 | ● 中國人壽為中國工銀股東之一，又是中國最大保險公司，可能會阻礙雙方合作<br>● 中國工銀目前既有 20 家保險代理公司的阻礙 |
| 中國工銀 | ● 學習台灣保險業務經驗<br>● 尋求台灣的人才<br>● 學習交叉行銷的經驗 | ● 不願意提供客戶資料<br>● 學習到的經驗必須經過一段時間久才會看到成效 |

資料來源：本組整理

（三）若對方堅持互相持有股份的解套方式：私募

若前述國泰金控與中國工商銀行的合作內容談妥後，對方仍期待互相持有股份以做為策略聯盟合作的擔保的話，卻又因法令限制無法股份交換，其實可以迂迴地透過「私募」達成相同的目的：先由國泰

金控私募新股，中國工商銀行承購該新股，待國泰金控拿到現金之後再購買由中國工商銀行所發行的新股。雖然此法較曠日廢時，但能夠突破現今的法令限制，不失為一種合作的方式。至於，我方認為合理的私募價格推估，採比較股價淨值比法。

近期銀行收購案件的收購價值與每股淨值比

| 時間 | 收購銀行 | 被收購銀行 | 收購價值與每股淨值比 |
|---|---|---|---|
| 2005 | 台灣新光金 | 誠泰銀行 | 1.83 倍 |
| 2006/9 | 英商渣打銀行 | 新竹商銀 | 2.3 倍 |
| 2008/05 | 中國招商銀行 | 香港永隆銀行 | 3.1 倍 |

資料來源：本組整理

按上表之近期銀行收購案件之收購價值與每股淨值比，並參照中國工商銀行所提出之併購提案計畫書中所引用之寶來證券之分析，『…國泰金積極布局大陸市場，大陸壽險持續擴充據點，複製台灣銀行、壽險雙核心策略，加速業務成長，若兩岸開放金融業務往來，預估國泰金可創造最大金控大陸發展綜效，…長期評價可拉升至 2.9 倍股價淨值比』。評估後認為未來進行私募的合理溢價應介於 2.5~3 倍之間。按 2008 年第三季資料所換算出之每股淨值為 16.635，按 2.5~3 倍之比率計算，私募金額應介於 41.6~49.9 區間，視所附條件再作調整。

■ **預防敵意併購**

（一）中國工商銀行敵意併購面臨的困難

若中國工商銀行與國泰金控之併購談判失敗而欲採敵意併購方式，可能以何種方式，又國泰金控應如何因應，分析如下：

1、我國法之限制

首先就我國法律上的限制而言，中國工商銀行欲大量收購國泰金控股權進行敵意併購其實有實質上的困難度。

我國近期由行政院根據臺灣地區與大陸地區人民關係條例第 73 條第 3 項授權所訂立之大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法第 6 條規定大陸地區投資人持有上市或上櫃公司之股份者，其表決權之行使，除法令另有規定外，不得有實質控制或影響公司經營管理之情事，並應由臺灣地區代理人或代表人出席為之。以及第 12 條第 1 項大陸地區投資人投資臺灣地區證券，其投資範圍，以下列為限：一、上市或上櫃公司之有價證券...第 4 項大陸地區投資人單次或累計投資取得上市或上櫃公司百分之十以上之股份者，應依相關機關所定辦法申請核准。

依該管理辦法之規定，中國工商銀行投資取得國泰金控之股份超過百分之十以上，一經相關機關所定之辦法已申請核准，而在我國相關機關尚未訂定明確規範之辦法前，工商銀行如何與是否能取得超過百分之十之國泰金控股份，將充滿不確定與變數。另外縱使可以取得國泰金百分之十以上股份，依該辦法之規定，工商銀行持有國泰金控股份之表決權行使，不得有實質控制或影響公司經營權之情事，此對於工商銀行欲經由持股已掌控國泰金控經營權之目的，亦造成極大限制。

另外基於台灣金融控股公司跨業經營之銀行、保險、證券等業務，對於國家整體金融秩序之影響與全國龐大消費大眾之權益關係密切，故對於金融控股公司股東之適格性，金融控股公司法乃有所規範。金融控股公司法第 16 條第 2 項規定，金融控股公司設立後，同一人或同一關係人擬持有該金融控股公司有表決權股份總數超過百分之十者，應事先向主管機關申請核准，或通知金融控股公司，由該

公司報經主管機關核准。同一人或同一關係人擬持有金融控股公司有表決權股份總數超過百分之二十五、百分之五十、百分之七十五者，亦同。第 3 項則規定同一人或同一關係人之適格條件，由主管機關以準則訂之。第 6 項規定未經主管機關依第二項規定核准而持有金融控股公司之股份者，主管機關得限制其超過許可持股部份之表決權。

立法院院會〈2008/12/30〉三讀通過「金融控股公司法修正案」，立法理由指出為強化對金控公司及有控制權股東的監督管理，未來金控大股東或其關係人持有股份超過 5%時，十天內要向金管會申報，否則不具表決權，防止股東以迂迴間接方式持股。同時可防範有心人士進行所謂的「敵意併購」。

關於防止以分散由不同公司持股之方式達到對金控公司實質上之控制性持股，藉以規避金控法第十六條之 10%持股申報上限，經實務上真實案例操作致生弊端下，立法者乃亟思解決之道，故修正金控法關於關係人之認定（「同一關係人」明確規範為同一自然人，或同一法人的關係人；亦即除一般所指的自然人、配偶、二親等以內血親之外，並擴及這三種身分的自然人合計持股達三分之一的企業，或擔任董事長、總經理及握有過半董監事席次的公司。）並且擴大股東申報持股數的打擊範圍〈5%即須申報〉，此對維護金融控股公司之安定健全實有助益。故若工商銀行試圖以多家公司分散持股方式收購國泰金控之股份，亦將受到嚴格的規範，且未經過申報並經主管機關核准所持股份之表決權將被凍結無法行使。

綜上可知，工商銀行欲大量收購國泰金控之股份進行敵意併購，在我國法規限制下將阻礙重重，不易成功。

2、敵意併購之可能性

以 2009 年 1 月 6 日之國泰金收盤價 37.50 元計算國泰金的市值約為台幣 3 千 6 百億左右，總資產約為 3 兆 7 千億元，遠小於上千億美元市值的世界第一大銀行中國工商銀行。工商銀行於 2007 年年底之現金及存放央行款項甚至高達約台幣 7 兆 2890 億，總資產達超過

台幣 46 兆。就此資料觀之，若在台灣法令無限制之下，工商銀行若要以強硬手段敵意併購,就資金方面,銀彈是十分雄厚且毫無疑慮的。

但以蔡家（霖園集團）對國泰金之持股比率，中國工商銀行若要以敵意併購方式取得董事會多數，必將會付出許多代價。依 TEJ 台灣經濟新報公司治理資料庫之資料顯示，2008 年 12 月霖園集團光直接持股比率即達 36.23%，若包含間接持股之控制持股比率達 36.65%，且政府機構歷年來持股亦達 1-3%左右。加上國泰金之股權極為分散，縱使未來法令完全開放，中國工商銀行欲以敵意併購方式取得經營權亦為難上加難之舉。

（二）國泰金預防敵意併購的方式

1、私募

在面對敵意併購過程中，私募制度往往係一種對抗敵意併購相當有效的制度。亦即，於敵意併購時，可進行私募程序，使特定人（往往係與目標公司之經營者關係良好之人）進行應募，而此一私募之行為，首先會造成敵意併購者與目標公司之股東所持有目標公司之股份有稀釋之效果；而在特定人應募後，其將可與目標公司之經營者共同合作對抗敵意併購者，目標公司得藉此鞏固其經營權。或係若於敵意併購前，目標公司已事先知悉時，亦得私募可轉換公司債，使得敵意併購者進行併購時，由持有公司債之特定人轉換為股份，並與目標公司經營者共同合作。

惟此一私募手法雖然相當有效，然而卻於面對敵意併購者已具有相當實力預備爭奪經營權時，難以實施。依證券交易法第 43 條之 6 第 1 項規定，公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意進行私募。然而，在如上述急迫情況下，若敵意併購者已握有得掌握議案通過與否之實力時，此方法顯得緩不濟急了。

2、白馬騎士

白馬騎士，係指面對敵意併購時，公司經營者另尋其他對自己較為友好之第三人，對其提出併購自己公司的提案，成為該公司之關係企業或子公司。而於敵意併購時，白馬騎士可作為拯救目標公司不被敵意併購者奪走經營權之一個好方法。若由白馬騎士搭配公司法第156條第6項之股份交換，使白馬騎士以自己發行之新股股份與目標公司之發行新股股份進行交換，使白馬騎士得以藉由持有目標公司之股份，與目標公司之原經營者共同合作抵禦敵意併購者。而我們站在國泰金控立場下，對於當工商銀行進行敵意併購時，得由與國泰金空關係良好有結盟關係之中華電信出馬，與國泰金共同合作。我們相信在國泰金控被工商銀奪走所有權後，對於是否繼續維持兩企業各層面的合作計畫，內容包含共結紅利點數聯盟、提供雙方客戶超值優惠方案、合作進行房地產開發等等將產生變數，此係中華電信所不樂見的，又中華電信亦具有相當之財力，故應可認有相當之理由中華電信可以勝任此一白馬騎士之角色。

再者，進行公司法第156條第6項之股份交換，僅須董事會特別決議即可通過。相較於私募須經股東會決議通過更為容易。更何況，於蔡家手上與霖園集團共應持有 36.65%國泰金控之股份，故中華電信若與國泰金控進行股份交換取得國泰金10%之股權，再配合我們將於與工商銀進行合作議案時，先行依證交法第28條之2買入5%庫藏股，若工商銀執意敵意併購時，再買入5%庫藏股並發與員工，使國泰金員工與國泰金並肩作戰（蓋依照工商銀對於員工之待遇來看，我們相信一向保障員工權益的我們，絕對可以爭取到員工的支持）。計算至此，當工商銀進行敵意併購時，國泰金將有近60%之籌碼與工商銀相抗衡。

## ■ 若合作案不成立的備案

（一）設立中外合資銀行或參股陸資銀行

1、與中國工銀合資成立新公司

目前因法規限制，國泰金無法直接與陸銀合資設立銀行，因此無法採行此方案。未來若法令許可開放下，可尋求世越銀行的模式，也就是國泰金控以子公司國泰世華銀行與越南工商銀行各出資 50%聯合經營世越銀行，成立越南第一家外資與越資聯營銀行。國泰世華銀行與子行世越銀行策略聯盟後，提供其受限當地法令無法提供額度，承做外幣資金為主，並可拆放美金資金予世越銀行；世越銀行及越南工商銀行則為主要越盾提供者，為越南政府及國泰世華銀行在越南發展創造多贏局面。

2、參股其他中、小型銀行，為未來進軍中國銀行業的準備

此方法為雙方談判破局後的備案，即使不與中國工銀合作，國泰金控亦有其他方案達成本身進軍中國、開設銀行分行的策略目標。2008 年曾傳出有意參股福州商銀，福州商銀為了要在中國上市，亦會希望引進策略性投資而同意讓國泰金控參股。

■ **結論**

目前國泰金控已經在上海成立了壽險與產險公司，據點順利拓展至七個省份，擴張到二十多個據點，未來發展可期。而且未來法規可望開放讓國泰世華在中國的辦事處升格為分行，因此銀行的業務也能夠順利發展，或者國泰金控可以透過參股陸銀，突破法令限制。

因此，國泰金控就目前的發展狀況正一步步順利實現拓展中國版圖的計畫，若此時無法與中國工商銀行合作，對國泰金控並不會有負面的影響，並不需要對此合作案表現擺出過於渴望的姿態；如果能順利與中國工商銀行合作的話，就必須在不犧牲所有權的前提下，同時取得對方客戶資料與廣大通路，才可以加速拓展保險產業，也能夠為未來進軍銀行提前鋪路。

## 【友達・華映】

## ➢ 致友達董事會提案書

### ■ 前言

（一）危機成霸業，亂世出英雄

面對當前的全球金融海嘯，普通人看到的是危機。但是真正的英雄、真正世界級的企業，看到的卻是成為產業龍頭、全球霸主的大好良機。過去台灣的面板業一直被韓國廠商打得喘不過氣，友達也一直在全球市佔率二、三名間徘迴。現在，我們眼前就有一個機會，可以一舉超越三星、樂金，成為全球最大的面板製造商。

受到景氣因素重創，我們可敬的對手奇美光電在 2008 年第三季損傷慘重，甚至被迫大幅裁減派遣人力，還因此成為頭版新聞。奇美集團的創辦人許文龍先生為此重新思考本身定位，認為面板業仍是台灣未來命脈，應該持續推動發展，但未必要由奇美來實踐。許先生甚至對媒體露出口風，願意與其他面板廠（實際指的就是友達）合作，但前提是希望由政府出面主導。如果友達能夠順利與奇美合併，就能成為全球最大面板廠，成為全球面板業的龍頭。

但問題是，政府是否願意出面主導？答案絕對是肯定的。馬政府自五月上台以來，民調不斷下滑，經濟部尹啟銘部長的滿意度更是墊底，也因此承受極大壓力。此時此刻，無論是尹部長或是劉兆玄院長，都期望能夠有一番作為，能夠讓台灣的產業重新發光發熱。所以，對於面板業的合併，政府絕對是樂見其成。劉兆玄日前已與許文龍會面，商討台灣面板業的未來發展。所以，政府已經逐漸轉被動為主動，展現出趁此機會為台灣光電產業開創新局的企圖心。

然而，最近「二次金改」話題正受到全國人民的關注，政府若是貿然出面「主導」恐怕會招來非議。此外，DRAM 產業目前也面臨存亡危機，極力希望政府出手挽救。但政府基於長遠考量，希望 DRAM

廠商先提自救方案，再談政府紓困方案。所以，若是直接介入光電產業的整頓，難免有厚此薄彼之嫌。易言之，雖然政府極力希望推動面板業的整併，但仍會謹守「輔導」的分際，採取民間發動、政府支持的方式來進行。

因此，要併奇美，必須先得到政府支持。而要得到政府支持，就必須先在產業內擬具共識、推動自救。目前奇美已經表態，但鴻海旗下的群創則是動向不明。市場上甚至傳言，群創可能透過合併華映以挑戰奇美，成為台灣第二大面板廠。所以，要逼群創上談判桌，友達就要先與華映合併，斷絕群創擴張的可能性。只要面板業可以團結一心，展現出勇敢走出陰霾、化危機為轉機的強大意志力。然後，再由政府出面協調，終能實現友達合併奇美、群創，實現成為世界面板霸主的理想。

（二）絕佳買點，錯過不再

此刻合併華映，本身就是一個非常超值、非常划算的投資。華映資產總值 2055 億元，資產淨值 948 億元，但目前市值已經掉到只剩下 300 億左右。以一座 6 代廠的投資額約 800 億元，4/4.5 代廠的投資額約 200 億元來估計，華映光是廠房投資就有 1400 億元。加上既有的客戶與訂單，以及內部的人力與技術，此刻購買華映絕對是物超所值。而且友達若是成功合併華映，可以讓華映目前的舊世代廠房停產，將人力轉移至新完工的 8.5 代廠進行生產，在生產成本上將更具優勢。

除了價格低廉外，現在也因為華映的內憂外患，正是與華映談合併的絕佳時機。除了華映與大同母公司同時遭逢巨額虧損外，大同內部也有大房與二房的權力鬥爭。林蔚山為首的大房體系若不盡快採取行動，極有可能被二房結合外部力量趁虛而入，奪回華映甚至是大同的經營權。此外，華映在過去兩季的現金都呈現淨流出，今年還將有大額的公司債即將到期，資金流動已經出現重大危機。當此時刻，華映高層不得不考慮斷尾求生，將公司出售以挽救危機。若是錯過這個

機會，讓華映喘過氣來，或是被其他對手搶得先機，友達再要與華映談合併就難上加難了。

基於上述分析，本專案小組強力建議董事會，立即著手進行合併評估。在本提案書中將建構具體的合併方案與綜效分析，以及針對合併所可能產生的重大議題提出對策。

## ■ 產業與公司分析

（一）面板產業 2008 發展狀況

2008 年全球面臨金融風暴，對於面板的需求減少，各廠又因次世代廠競賽導致產能過剩，致使 2008 年全球面板產業處於供過於求，LCD 面板報價不斷下跌，至第四季為止各尺寸面板報價均接近現金成本。韓圜於 2008 年的巨幅貶值（自 2008 年 1 月 1 日~2008 年 11 月 24 日 KRW to USD 共貶值 63.57%）亦衝擊了面板報價，導致台廠競爭更加困難。各面板廠稼動率也從 2007 年的 95%高點跌落至目前的 30%，國內面板股股價重創，除友達與群創外，所有面板廠股價均低於票面價格。

友達 2008 年上半年仍維持穩定獲利，第三季受需求不振、減產、價格快速滑落之影響，處於損益兩平邊緣，預計第四季將產生虧損，且虧損將延續至 2009 年第三季。奇美電雖 2008 年上半季仍維持獲利，但第三季快速滑落至虧損，且虧損幅度將持續擴大，預計 2009 年四季皆為虧損，可能需到 2010 年第一季才有可能獲利。華映 2008 第三季毛利率提前步入負數，單季虧損幾乎等於上半年獲利，虧損狀況預計亦將持續至 2009 年第二季，但相對毛利率回升速度較奇美為快，應是產品組合不同所導致。全球面板市場約在 2009 年第三季起復甦，預計復甦初期將以中小尺寸面板為主，大尺寸面板隨後回溫。

（二）友達與華映公司現況

1、友達光電股份有限公司

（1）基本資料

設立日期：1996 年 8 月 12 日 。

董事長：李焜耀。

員工人數：全球超過 40,000 名員工（以 2008 年 12 月為準）。

（2）財務資料（至 2008 年第三季）（單位：新台幣）

資產總值：6023 億元，資產淨值 3269 億元。

第三季營收：1041 億元，稅後淨利 8.6 億元，每股盈餘 0.09 元。

累積前三季營收：3642 億元，淨利 482.3 億元，每股盈餘 5.62 元。

（3）廠房產能

4 座 3.5 代廠，合計月產能 13 萬片（以及 2 萬片 LTPS）。

1 座 4 代廠，月產能為 6 萬片。

4 座 5 代廠，月產能為 31 萬片。

2 座 6 代廠，月產能 24 萬片。

1 座 7.5 代廠，月產能 7.5 萬片。

7.5 / 8.5 代複合式廠房（hybrid fab）。

2、中華映管股份有限公司

（1）基本資料

設立日期：1971 年 5 月 4 日。

董事長：林蔚山。

員工人數：全球約 22000 名員工（以 2008 年 12 月為準）

（2）財務資料（至 2008 年第三季）（單位：新台幣）

資產總值：2055 億元，資產淨值 948 億元。

第三季營收：263 億元，稅後淨利-61 億元，每股盈餘-0.64 元。

累積前三季營收：1044 億元，淨利 0.06 億元，每股盈餘 0.01 元。

（3）廠房產能

1 座 4 代廠。

2 座 4.5 代廠。

1 座 6 代廠。

（三）友達與華映公司之 SWOT 分析

友達華映 SWOT 分析表

| | 友達 | 華映 |
|---|---|---|
| 優勢 | • 台灣最大面板製造商，擁有六代廠全球最大產能<br>• 從 3.5 代到 8.5 代佈局完整，產能與技術領先<br>• 供應鏈管理效率高，成本控制能力強（入股主要零組件廠） | • 主要股東為大同公司，掌握自有品牌與通路 |
| 劣勢 | • 資本折舊高，需衝高營收分攤<br>• 對下游掌控能力較弱 | • 資金流動性低，負債比偏高<br>• 管銷、研發費用比重高（約佔總營收比例為 12.5%）<br>• 缺乏大尺寸產能 |
| 機會 | • 外資預估最快 2009 第一季景氣開始復甦<br>• 台灣電子書技術突破瓶頸，有機會成為全球領導者（中小尺寸灰階顯示器需求提升） | |

| | |
|---|---|
| | • 世界各國將於 2009 年陸續停播類比電視訊號，預計將帶動另外一波電視換購潮 |
| 威脅 | • 2008 年金融海嘯，導致需求急速萎縮，產能與庫存過剩<br>• 財會十號公報於 2009 年 1 月 1 號起實施後，存貨評價為損失，對面板業財務表現造成嚴重影響<br>• 韓圜大幅貶值，增加韓廠出口競爭力 |

資料來源：本組整理

（四）大同（包含中華電子）與華映的關係

華映的 2008 第三季股權結構如下：大同持股 11.09%，六席公司董事席次，中華電子投資 15.68%，四席法人監察人席次。大同是台灣最老的家電廠，大同公司的創辦人林尚志先生以營造業起家，於 1918 年創設協志商號，1939 年成立大同鐵工所，1945 年改為大同志剛機械公司，1981 年跨入資訊業。

根據中華徵信所企業集團研究調查與相關年報資料顯示，大同集團於 2000 年時，共包含大同公司（上市），中華映管（上櫃）等兩家上市櫃公司，大同世界科技公司（公開發行公司）及福華電子（非公開發行公司）。中華映管於 2001 年轉上市，大同世界科技與福華電子於 2003 年登錄興櫃，於 2004 年 3 月掛牌上櫃。

2007 年 3 月底董座暨總經理林鎮弘無預警自華映辭職後，改由大同董事長林蔚山接任，大同集團旗下包括大同、綠能、尚志半導體、尚志資開發及華映，目前都已經由大房林蔚山掌控。表面上，林蔚山是大同及諸多子公司的最高負責人，部門實權卻掌握在林郭文豔的手上。即使實質上已是大同集團的總舵主，林郭文豔仍言必稱公公林挺生，細膩的她，承襲了公公(林挺生)的嚴謹，凡事小心謹慎為上，縱然要改革，還是要「穩健」。

根據瞭解大同公司的人士指出，林蔚山的辦公桌上常是堆滿了一疊一疊的公文和報告，高度淹沒了桌後的人頭。而林郭文豔的祕書便會三不五時過來，搬走一疊文件回去給林郭文豔「處理」。故林郭文艷是本公司亟需洽談及合作的對象。

## ■ 策略動機與預期合併綜效

（一）取得市場領先優勢

根據市調機構統計，三星電子 2008 年第 3 季在大尺寸面板的市場佔有率為 21.6%、LG Display 則為 21.4%，至於友達則落至 17.9%，明顯拉開以往三強鼎立、市佔率不分軒輊的局面，至於奇美電第 3 季的市佔率則為 15.1%，華映的市佔率則為 5.6%。以全球前 5 大面板廠而言，韓廠第 3 季合計市場佔有率達 43%，而台廠則落至 38.6%，韓廠又拿回全球最大面板出貨國的地位。 藉由本次併購華映，友達市占率將可與韓國兩廠打平，重回市場領先地位，並且可加強採購規模，獲得成本上的降低。未來新友達可尋求併購奇美之機會，進而取得市場第一的地位。

（二）補強產能，改變資本支出策略

目前華映擁有一座 4 代廠、兩座 4.5 代廠和一座 6 代廠，友達則擁有 4 座 3.5 代廠、1 座 4 代廠、4 座 5 代廠、2 座 6 代廠、1 座 7.5 代廠，並同時進行另一座 7.5 / 8.5 代複合式廠房（hybrid fab）的建設。在取得華映產能後，因應短期全球需求衰退，大尺寸平面電視需求急速下降，新友達可暫停 7.8/8.5 代廠的裝機以減少產能閒置狀況，轉而用 5、6 代廠滿足大尺寸 LCD 面板需求(對應 50 吋級的液晶電視市場，奇美電將以 5.5 代廠因應，例如 5.5 代廠可切割 2 片 55 吋面板，除是經濟切割外，也剛好可以填充產能利用率。)。預期 2009 年中開始會有溫和的需求成長，除原本友達自身產能外，可加入華映之 4、4.5 代廠進行小尺寸面板生產，5 代以上廠房則專注於滿足大尺寸電視面板需求，2010 年市場景氣回溫之後再進行次世代廠建設。除可避免友達與華映之過度投資，亦可將資源作最有效之利用。

（三）避免競爭對手趁虛而入

根據報載，近期南韓記憶體大廠三星電子（Samsung Electronics）傳出藉著台系晶圓代工廠大放無薪假機會，瞄準龍頭台積電進行員工挖角，三星打算趁此機會壯大晶圓代工事業及市場版圖。由此可知，雖然目前景氣低迷，但韓國廠商對於市場仍然虎視眈眈，隨時可能利用機會收買台灣廠商的人才與資產。以面板產業而言，資本額較小且股價處於低檔的公司，就很有可能被外國廠商藉機併購。但如果能與友達合併，就能避免對手趁虛而入，也能安定軍心，避免人才流失。

（四）降低管銷、研發、技術授權費用

以 2008 年第三季為例，友達公司的營業額為 1038 億元，管銷與研發費用為 48 億（佔總營收比例為 4.6%）。而華映公司的營業額為 263 億元，管銷與研發費用為 33 億（佔總營收比例為 12.5%）。由於市場與研發方向的高度重疊，若兩家公司合併，預計將可為雙方節省可觀的支出（參見後文「合併綜效」評估部份）。

此外，華映公司在 2008 年前三季，用於 TFT-LCD 相關技術移轉之費用為 2 億元。若友達與華映合併，將可因共享友達自有技術而減少此部分費用。因此，藉由管銷、研發、技術授權費用成本的精省，將可舒緩企業的資金壓力，同時奠定日後競爭力的基礎。

（五）整合上下游，獲取更低之採購成本與建構競爭優勢

目前友達除 TFT-LCD 面板本業以外，亦積極與上下游客戶進行策略聯盟，範圍包括各關鍵零組件，如彩色濾光片、背光模組、驅動 IC 等，均與一至二家供應商維持良好的關係；另有下游之客戶，如佳世達科技（原明基）。華映於上游整合方面則較為弱勢，主要策略聯盟廠商為背光燈管（冷陰極射線管，CCFL）與驅動 IC 之廠商，另有與下游組裝業者合作。但華映自有 4.5 代與 6 代各一之彩色濾光片廠。而華映之最大股東大同公司，除推出自有品牌 LCD TV 之外，亦

於近年發展自有通路「大同 3C」，獲得不錯成果，可與品牌 LCD 廠商配合，增加更多銷售之機會。

若友達與華映合併後能統一採購，則一可省去重複之議價及採購費用，二可因大量統一採購而獲得採購之規模經濟效益，進一步降低成本，三可重新篩選合作廠商，持續與合作良好之廠商深化關係，尋求更多合作機會。

■ **執行方式**

（一）併購方式—吸收合併

1、由友達為存續公司，華映為消滅公司，雙方為吸收合併

友達發行新股（包括普通股與特別股），並給付予華映之股東，作為合併之對價。

2、不採資產收購的理由：

純就友達經濟上之利益而言，採資產收購可能是較為妥適的做法。蓋若能僅受讓華映的面版廠房及相關技術研發等單位，即不必概括承受華映其他部門（如 CRT 等）的資產負債，也不必為該其他部門之人事問題煩惱（如留用與否、升遷問題）。甚至也沒有稀釋股權的問題。

然而，這樣的做法，不免遭到「錢進友達，債留華映」的質疑，對於華映的股東而言也不一定具有誘因，故不採之。

（二）合併對價

1、方案一

由友達以增資發行新股之方式，作為吸收合併華映之對價。而友達發行之新股當中，80%為普通股，20%為特別股。換股比例為 1：7.12（計算方式詳後述）。

2、方案二

若華映對於上述換股比例不滿，友達將採取直接與大同（或林郭文燕）協議之模式。即一方面先將換股比率降為 1：6.51，且於合併前依此比率，由友達發行 228,376,142 股普通股，再加上 25%的特別股，換取大同子公司中華電子投資公司手中 15.68%的華映股份。如此一來，希望可與大同達成協議，使華映董事會通過換股比率為 1：6.51 的合併案，並於華映股東會通過合併案。

至於為何只換中華電子之持股的原因在於，若與大同公司換股，依公司法第 197 條第 1 項及經濟部見解，大同公司之法人代表人董事亦當然解任。如此則需先經董事補選方能做成合併契約，程序上較為不便。最後，友達發行之特別股為盈餘分派優先、不累積、無表決權但可轉換之特別股。

3、合併對價不採現金的理由：

以現金為合併對價則華映股東要繳所得稅。以股份為對價則不需繳證券交易所得稅。

（三）與大同公司之協商要點

1、華映之經營權現況

因大同公司與其子公司中華電子投資公司，持有華映 26.77%股份，且華映董事會除三席獨立董事外，其餘所有董事皆為大同公司之法人代表人董事，而五席監察人中有四席為中華電子投資公司之法人代表人監事，故可知華映公司不論董事會或股東會實際上皆完全為大同所掌控。是而，欲與華映合併，友達首先必須與大同公司達成共識，若能獲大同支持，則合併案應能順利通過。

2、保障大同董監席次

大同公司近年來跨足電子通路業，並發展 TFT—LCD 的自有品牌，其兼營面版業並推動上、下由整合之方向應可確定。推測於友達合併華映後，大同可能仍有意願參與經營，惟其持有友達的股份數並不足以當選董事，所以友達特別保障大同一席董事名額。甚至，可以

讓該名董事擔任副董事長職務，以示對大同之禮遇。另若大同無意參與經營，友達亦將保障其一席監察人席次。

（四）合併流程

1、訂合併意向書及保密協定。

2、實地查核。

3、委請獨立專家就換股比例之合理性表示意見。

4、雙方就達成協議，雙方同時召開董事會通過合併案及換股比率，並簽訂合併契約；當日至交易所開記者會並發布重大訊息。

5、向公平交易委員會申報結合。

6、決定同日召開臨時股東會日期，並公告合併案相關內容。

7、雙方股東會通過決議合併。

8、踐行保護債權人程序。

9、向主管機關申請相關變更事項。

（五）方案二之程序爭議問題

1、表決權行使之迴避？

（1）針對友達提出之合併案，大同的法人代表人董事需否迴避？

依公司法第 206 條第 2 項準用同法第 178 條，董事迴避須「有自身利害關係」且「致有害公司利益之餘虞」。姑且不論大同的代表人董事是否「有自身利害關係」，友達認為至少不構成「有害公司利益之餘虞」。蓋由華映帳上現金可知已有流動性危機，友達合併華映適可避免週轉不靈的情形出現，反而保障華映之股東、員工及債權人，如何有害公司？

再者，1：6.51 的換股比率，係考量二公司之諸多因素而算定（詳後述），友達認為應屬公平價格，對於華映股東並未有不利。

（2）針對合併案，大同是否需於股東會迴避？

按公司法第 178 條之立法，本即備受爭議，故學者乃據經濟部函示，嚴格其要件之解釋，認為所謂「有自身利害關係」必須該決議立即、直接導致特定股東之權利義務發生變動方屬之。是而大同構成此要件與否已有爭議。況且，就「致有害公司利益之餘虞」而言，亦如同前述分析，應不構成之。

另外，友達取得中華電子之持股後，依企併法第 18 條第 5 項，亦無須迴避。

2、控制權溢價未平等分享？

友達認為 1：6.51 的換股比率已包含溢價在內。若大同不同意合併，友達不論採取敵意併購或其他方式，都可能因成本過高而使交易告吹，小股東更無法取得任何溢價。

■ **重大議題**

（一）合併價格計算

1、方案一（初步計算）

（1）公司自由現金流量折現法（1：7.12）

自由現金流量定義為執行投資計畫產生的剩餘現金流量，以資金成本直算後的現值，其資金成本的涵義有包含經理人和股東之間代理成本的計算—設算經理人透過舉債的利息成本和支付股東的股利成本。除了支付目前的過剩現金以外，Michael Jensen (1986, 1988)認為如何使經理人在未來承諾支付自由現金流量是一個重要的議題，尤其是在產業的成長性不佳，甚至是有衰退之虞的產業裡更是如此。

在保守假設（不考慮未來會有成長）：2008 第三季雙方自由現金流量（來自營業活動之淨現金，減除所有資本支出包括購置資產、遞延費用及無形資產增加、技術合作費增加。友達為

$49,806,351,000，華映為$6,708,940,000）不變動會持續下去直到永遠，以 2008 年第一季至第三季的加權平均資金成本平均必須利率加以折現，以算出雙方未來所有可動用現金流入現金折現值（友達為$1,163,699,790，華映為$163,234,550，比率約為 1:7.12）。

（2）歷史股價比

友達華映歷史股價表（2008 年）

| 月份 | 友達平均價 | 華映平均價 | 比率 | 累計平均比率 |
|---|---|---|---|---|
| **12(12/1-19)** | 21.98 | 2.74 | 1:8.02 | 1:8.02 |
| **11** | 20.92 | 2.67 | 1:7.84 | 1:7.93 |
| **10** | 27.97 | 4.02 | 1:6.96 | 1:7.60 |

資料來源：本組整理

15 日收盤均價比=1：8.02

45 日收盤均價比=1：7.93

75 日收盤均價比=1：7.60

此法算出比例也支持自由現金流量折現法所算出的比率。

（3）本益比法

因華映因為 2006 年虧損後，淨利並無顯著成長，算出來的 EPS 過小以致於本益比超友達 1 倍，故認為不應納入參考。

綜上，再參酌同業比較表現及淨資產經實地查核調整後，認為換股比例為 1：7.12~1：7.93 之間應屬合理。

2、方案二（進一步議價）

主要係將重要資產、淨資產及淨營業收入進一步加入考量。

（1）重要資產或是淨資產比法（單位：千元）

友達華映資產比率表

| 期間 | 友達 | 華映 | 友達 | 華映 |
|---|---|---|---|---|
| | 存貨 | | 比率 | |
| Sep-08 | 34,818,344 | 9,165,987 | 1 | 3.80 |
| Jun-08 | 39,667,506 | 10,925,227 | 1 | 3.63 |
| Mar-08 | 34,091,915 | 8,446,353 | 1 | 4.04 |
| 07Q1~08Q3 AVE | | | 1 | 3.82 |
| | 固定資產 | | 比率 | |
| Sep-08 | 328,970,887 | 97,319,314 | 1 | 3.38 |
| Jun-08 | 331,874,807 | 99,461,219 | 1 | 3.34 |
| Mar-08 | 326,275,829 | 104,399,558 | 1 | 3.13 |
| 07Q1~08Q3 AVE | | | 1 | 3.28 |
| | 資產總額 | | 比率 | |
| Sep-08 | 565,920,125 | 179,687,821 | 1 | 3.15 |
| Jun-08 | 585,211,731 | 198,980,412 | 1 | 2.94 |
| Mar-08 | 601,948,045 | 207,143,896 | 1 | 2.91 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 07Q1~08Q3 AVE | | | 1 | 3 |
| | 淨資產 | | 比率 | |
| ***Sep-08*** | ***317,489,225*** | ***93,364,144*** | ***1*** | ***3.40*** |
| Jun-08 | 316,946,779 | 101,486,187 | 1 | 3.12 |
| Mar-08 | 318,112,389 | 105,428,779 | 1 | 3.02 |
| 07Q1~08Q3 AVE | | | 1 | 3.18 |

資料來源：本組整理

從表中，可以發現友達和華映在存貨、固定資產、總資產及淨資產的比率區間為 1：3~1：3.82 之間，故友達決定採淨資產 2008 年度第三季的比率 1：3.4 加入權數作考量。

（2）淨營業收入比

2008 年第三季友達的淨營業收入為$103,827,252,000，而華映為$21,256,105,000，比率近於 1：4.88，因為營業收入也代表一家公司在產業的特定表現，故扣除銷貨退回及折讓後的淨營業收入也可以納入考量。

經過專家意見及討論，友達採用權數分別為：現金流量折現比佔 35%、45 日收盤均價比佔 35%、2008 年 Q3 淨營資產比佔 15%、2008 年 Q3 淨營收比佔 15%。

綜上，再參酌同業比較表現及淨資產經實地查核調整後，認為換股比例訂為 1：6.51 應屬合理。

（二）合併對價

1、不以現金為對價，而以股份作對價

因為目前產業景氣狀況尚不明朗，若以現金為對價，合併後可能會需要大量融資，其巨額的資金缺口可能使合併企業面臨龐大債務的利息費用，且流動比例下降的話，將可能遭遇人力或是設備技術的投資決策的困難。若發行股份作為對價，其雖然可能會稀釋股權，但第一好處是免徵證券交易稅及證券交易所得稅（財政部台財字稅第 34635 號函），再者，20%的特別股可以保障股利率，依目前市場利率觀之，6%的利息收入條件是非常優渥（現國內各銀行一年定存利率約 1.385～1.42%之間），而且也擁有再轉換為普通股的選擇權，足以見友達以誠信相待的理念。

2、20%特別股、80%普通股 併購華映公司

為達成整併台灣面板業且提升台灣面板業國際競爭力之策略核心，友達將採行企業併購的模式，進行全面性的成本抑減及競爭優勢整合。目前全球仍處於金融海嘯之災難中，據分析師推測最快明年（2009 年）第一季後，面板業將陸續恢復商機，友達與華映可趁此低迷時期先進行合併，友達有信心，整併後，因雙方可降低重覆成本，如研發費用、行銷管理費用…等，將有利公司之發展。且為鼓舞華映公司股東，友達決議配發 20%優先特別股，當公司有盈餘，將優先配發華映公司股東，展現友達之誠心及決心，且為考慮兩方公司股東利益，我們應攜手合作，共渡難關，為雙方股東創造最高之價值。

（三）合併綜效

1、預期合併營業利潤（單位：千元）

友達華映預期合併營業利潤表

| 公司 2008Q3(單季) | 2409 友達 | 2475 華映 | 可節省數 | 預估合併後 |
|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | $103,827,252 | $21,256,105 | | $125,083,357 |
| 營業成本 | 97,125,407 | 21,487,422 | $1,762,476 | 116,850,353 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 營業毛利 | $6,701,845 | ($231,317) | | $8,233,004 |
| 營業費用 | 4,799,966 | 2,581,539 | 1,527,176 | 5,854,329 |
| 營業費用—推銷費用 | 2,303,335 | 483,019 | (22,933) | 2,809,287 |
| 營業費用—管理費用 | 1,236,689 | 1,027,866 | 756,214 | 1,508,341 |
| 營業費用—研究發展 | 1,259,942 | 1,070,654 | 793,895 | 1,536,701 |
| 營業利益 | $1,901,879 | ($2,812,856) | | $2,378,675 |

資料來源：本組整理

2、所得稅節省效果

華映帳上仍留有投資抵減及虧損扣抵數額尚未使用，根據華映 2007 年度財務報告書重大會計科目的說明，截至當年底投資抵減尚未使用數：機器設備抵減有 49 億、研究發展支出及人才培訓抵減有 13 億、虧損扣抵有 37 億。若兩家合併，可以將每年可抵減金額全數使用盡而增加彼此效益。

詳細計算如下（單位：千元）

| **最後抵減年度** | 97 年度 | 98 年度 | 99 年度 | 100 年度 |
|---|---|---|---|---|
| **抵減項目** | | | | |
| 機器設備抵減 | $136,267 | $4,351,764 | $309,972 | $121,006 |
| 研究發展支出及人才培訓抵減 | | 549,242 | 379,589 | 366,090 |
| 虧損扣抵 | | | 3,369,973 | 356,713 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 金額合計 | $136,267 | $4,901,006 | $4,059,534 | $843,809 |

資料來源：本組整理

（四）經營權

為達成整併台灣面板業且提升台灣面板業國際競爭力之策略核心，使友達與華映公司皆能站穩腳步渡過艱困時期，並且有利後續市場之拓展，雙方之合併為當務之急。我們將採行企業併購的模式，進行全面性的成本抑減及競爭優勢整合。以下將進一步分析如何配置友達及華映之董監事。

1、方案一（初步計算）

（1）20%特別股、80%普通股併購華映公司

為鼓舞華映公司股東，友達決議配發 20%優先特別股，當公司有盈餘，將優先配發華映公司股東，展現友達之誠心及決心，且為考慮兩方公司股東利益，我們應攜手合作，共渡難關，為雙方股東創造最高之價值。

（2）董監事席次

華映公司 2008 年 6 月底在外流通股數為 9,480,959,800 股，2008 年 9 月底為 9,480,959,830 股，推算之 2008 年底在外流通股數為 9,480,959,808 股。友達並無庫藏股，故 2008 年底平均在外流通股數仍為 7,868,230,844 股。友達將發行 20%特別股面值 10 元，及 80%普通股面值 10 元，並分別依自有現金折現法及收盤價法推算華映公司可換得友達股份數，計算後華映取得友達約 10%之股權，友達董監人數共九席，故將分配一席董事予華映。

2、方案二（進一步議價）

合併後，友達將會繼續主導公司經營權，且因華映大股東大同公司之經營特性，不喜好持股過於集中，依換股比例計算後，華映顯難

獲得董監席位。為展現友達與大同公司攜手共創未來之誠，故計畫與大同進行協商，將一席董事席位（同時為副董事長）讓出，使華映公司能確實受友達控制，且不需挪讓任何經營權予華映公司，俾有助於公司合併後整體策略及執行之推展。

如前所述，換股比例為 1：6.51。我們預計先與中華電子進行華映股票之股份交換，並給予中華電子 25%之控制權溢價，採優先特別股之型式配與中華電子。進行股份交換後，友達流通在外股數計算如下：

華映公司 2008 年 6 月 30 日流通在外股數為 9,480,959,800 股，9 月底流通在外股數為 9,480,959,830 股，故 2008 年底平均在外流通股數為 9,480,959,808 股。依上述換股比例計算後，將發行 1,456,480,500 張友達股票，因中華電子持有 15.68%之華映股票，配得 228,376,142 張普通股，其他華映股東配得 1,228,104,357 張股通股，除此之外，並發行 57,094,036 張優先特別股予中華電子。合併完成後，預計友達流通在外股數為 9,324,711,343 股。

（五）經營團隊

關於經營團隊之安排，中華映管股份有限公司於 2007 年，林振弘林前董事長退位後，由林蔚山先生接手為公司董事長，邱創儀先生為公司總經理，公司發言人為巫俊毅。以下針對三位華映重要人士簡單介紹：

林蔚山先生
年齡：63 歲。
現任：大同董事長兼總經理。
學歷：大同工學院、美國馬里蘭大學商學碩士。
婚姻：已婚，妻為大同執行副總林郭文艷。

邱創儀先生
年齡：47 歲

學歷：畢業於台灣工業技術學院工業管理系，學士學位。

經歷：曾任華映研發處應用工程部主任。

華映 TFT 產品企劃總處副總經理。

華映 TFT 營運總部執行副總經理及本公司董事。

現任華映 TFT 總經理。

巫俊毅

年齡：39 歲

學歷：畢業於美國密西根州立大學財務管理所，碩士學位。

經歷：曾任中華映管英國公司財務課課長。

中華映管公司財務處協理。

現任中華映管公司財務總處副總經理。

經過內部多次討論後，決議留任對華映公司有透徹了解，且廠務、業務資歷完整的邱創儀先生。邱創儀先生，民國五十一年次，在華映從基層做起，曾經擔任CRT事業處長、駐外主管等職，2002 年轉任TFT事業部迄今，台科大電機系畢業之後就進入華映，資歷長達二十多年，算是完整的華映人，背景偏向專業經理人色彩，其特質將有助於我方整併華映公司。故預計將邱創儀先生納入經營團隊，與我方共同努力。

## ■ 結語

藉由此次華映合併，本公司將創與華映、大同三贏之局面，並藉由適當之策略執行，與華映共同邁向世界最大之面板供應商的目標。整合國內其他廠商，使面板業成為全球領導領導者，而為我國重要之焦點產業。

## ➢ 致華映之董事會被併購評估回應

### ■ 華映公司簡介

華映公司（全名為中華映管股份有限公司），成立於 1971 年，是國內五大面板廠商中成立最早的公司，成立初期由大同公司林挺生擔任董事長，亦是大同公司最重要的轉投資事業。華映公司是台灣早期研發視訊產品關鍵零組件映像管的重要廠商，早期在映像管時代，其顯示器產量為全球前三大，並因此將台灣推向顯示器王國的世界舞台。因應產品平面化需求，1997 年華映公司是台灣第一個率先引進大尺吋 TFT-LCD 量產技術，為台灣顯示器進入平面化拉開序幕，目前中華映管為全世界前十大重要的液晶顯示面板及映像管製造廠之一，並且為台灣 TFT-LCD 面板產業第三大之製造商。2007 年在 20.1 及 22 吋寬螢幕出貨已占全球第二大，液晶電視面板為全球第六大，顯示器面板為全球第五大 。

華映公司在早期係以製造陰極射線管（Cathode ray tube，CRT）為主，最廣為人知的用途是用於構造顯示系統，所以俗稱映像管，它是利用陰極電子槍發射電子，在陽極高壓的作用下，射向螢光屏，使螢光粉發光，同時電子束在偏轉磁場的作用下，作上下左右的移動來達到掃描的目的。華映公司在 1988 年彩色映管生產突破 1000 萬個、單色映管突破 2500 萬個 ，在台灣顯示器市場上層具有舉足輕重之地位，但由於映像管笨重、耗電，所以在部分領域正被輕巧、省電的液晶顯示器取代。

然而，在 TFT-LCD 面板技術（thin-transistor liquid-crystaldisplay）在全世界開始受到眾人所歡迎之後，華映公司亦開始面臨轉型之壓力，舊有的 CRT 市場在液晶顯示器成熟後開始急速地萎縮，華映公司遂早於其他廠商率先投入研發 TFT-LCD 技術，以避免遭到市場自然淘汰，並逐步減少 CRT 映像管占其總營收之比例，現階段 TFT-LCD 面板已達其總營收之 90%。目前其最大的股東為大同股份有限公司及

其子公司中華電子投資股份有限公司，總持股數約 27%，華映公司之九席董事均為此二公司之法人股東代表人，故依公司法第 369 條之 2 第 2 項，華映為大同公司實質控制之子公司，且其餘股東持股數均不至 1% ，在股東會上大同公司事實上已為占有壓倒性優勢的大股東。

■ **華映現階段為何要合併?**

（一）面板產業特性屬資本密集且大者恆大，華映經營困難

身處景氣波動循環大的產業，華映目前擁有一座 4 代線，兩座 4.5 代線以及一座 6 代線，最高只可切割至 37 吋的面板，相較於 Sharp 擁有第一條 8 代線，LG 擁有一條 7.5 代線，三星有兩條 7 代線，友達擁有一條 7.5 代線以及 7.5/8.5 代複合式廠房，華映在世代的投資擴廠方面，目前尚在評估投資 7.5 跟 8 代線的階段，在追求經濟規模的面板產業，已落後全球面板大廠一節，未來再投資次世代廠房受限於龐大的資金壓力下可能性極低，因此，若未能及時與全球大廠進行產能上的並進，在市場集中度高的情況下，大者恆大，在全球市占率不到一成的華映，恐造成經營上的困難。

另外，面板景氣循環短暫，對股東而言需承受很大的風險，在競爭激烈的情況下，稍有落後在未來經營可能面臨淘汰的命運。

（二）全球面板需求嚴重不足，且不知景氣復甦時程

2008 年適逢全球金融海嘯，需求急速萎縮，面板產業更是遭受重擊，從第三季開始，面板產業出現供需反轉，各尺寸面板報價急殺，為此台灣面板廠首度在傳統電子旺季下啟動減產機制，但是三星、LG 卻挾韓元兌美元貶值的優勢持續砍價，以低於台廠的報價攻勢，企圖在這一波不景氣中淘汰部分業者。以毛利率來說，在景氣好的時候，面板廠毛利率通常差異不大，過去即使景氣差，台灣面板廠如友達、奇美電因為優異管理能力，毛利率還優於韓廠。但 2008 年第三季韓國 LGD 毛利率還有 13%，友達與奇美電毛利率卻已分別下滑到 8% 與 3%，而華映更已出現毛損。

華映在第三季出現稅後淨損 60.76 億元，EPS 負 0.66 不如預期，在產業旺季效應淡化及第四季全球景氣持續低迷下，終端需求嚴重不振，造成華映 2008 年 12 月營收較 11 月衰退 32.7%，創下年度新低，且較 2007 年同期衰退了 74.39%。

預期在 2009 年面板 3 大主要應用產品需求，將比原先預估還要低，其中，液晶電視 2009 年出貨量估計約 1.18 億台，筆記型電腦（NB）雖有 Netbook 出貨加持，但由於 Netbook 也吃掉部分一般 NB 市場，估計 2009 年 NB 總出貨量可能降至 1.78 億台，至於液晶監視器亦將持續衰退至 1.51 億台。

在需求不明的情況下，華映 2008 年已產生虧損，12 月正式停止一座 4.5 代廠的生產線，把產品集中生產，並把該廠約 700 名員工調往其他廠，減少因產能利用力不足造成的人力加班費支出。另外，2009 年有 3.9 億美元（約新台幣 130 億餘元）公司債及第一波可轉債即將贖回，雖然其中 2.5 億美元公司債因私募股東已成為策略夥伴，因此即使債款到期也沒有清償壓力。但 1.4 億美元可轉債在今 4 月將有第一波贖回權利，縱使第一波利率不高，但是在目前景氣前景不明甚至是看壞的情況，投資人可能選擇贖回，以目前華映現在手上現金和短期投資合計共有 96 億元，尚足以應付，但是預期在 2009 年第一季尚屬需求未回復的情況下，華映面臨嚴重虧損的可能性極高，承受極大的資金壓力。

（三）華映近年營收表現不佳，對於股東權益造成影響

從下表可知，與友達相比，華映由於營收不佳的因素，造成股息發放的不穩定，對於股東的權益有很大的影響，而友達歷年來發放股息相較穩定，對於股東的投資風險可大幅降低。

友達與華映歷年股息發放清單

| 友達 | 華映 |
| --- | --- |

| 除息日 | 息值(元) | 除息日 | 息值(元) |
|---|---|---|---|
| 2008/7/31 | 2.49990467 | 2008/8/8 | 0.400731218 |
| 2007/8/10 | 0.199086384 | 2005/7/21 | 0.540699205 |
| 2006/8/1 | 0.3 | 2000/7/12 | 1 |
| 2005/7/14 | 1.2 | 1997/7/16 | 0.5 |
| 2004/5/27 | 1.2 | 1995/5/25 | 4 |
| 2003/7/2 | 0.5 | | |

資料來源：本組整理

■ **尋找併購廠家**

（一）奇美

報載指出奇美於 2008 年底宣布裁掉近八成派遣人力，約三千人，奇美回應乃因契約工為彈性人力，先前原本規劃階段性，到期後不予續約，不過景氣的情況實在比預期差，迫於無奈，只好一次性提前解約，但相關勞基法規定的預告工資、資遣費甚至年終都依法給予，奇美電主管表示，企業為生存，這已經是必要之惡。

除了受到景氣影響，產能利用率低於 60%，而不得不選擇裁員的動作，以維持企業的經營。財務上，奇美在 2008 年第三季也虧損了 41 億元，預估奇美電第四季每股將虧損 2.1 元，所以奇美電今年 EPS 由 1.98 元降至 1.3 元，因此現階段奇美電自身難保的情況下，要談合併有其困難度。

（二）面板大廠如三星、LG

面板屬於技術與資本密集之全球競爭性產品，且是政府積極培養之「兩兆雙星」產業之一，屬於國家策略性產業，評估在此情況之下，政府對於他國，如韓國、日本等面板廠介入我國面板產業的可能性極低，因此對於他國面板廠購併華映在執行面及策略面上有其困難度。

■ **合併的綜效**

（一）收入面

2008 下半年，外傳華映接獲惠普、戴爾等歐美品牌大廠訂單，將在下半年開始出貨。對此，華映表示，不方便對個別客戶表示意見，僅說明 LED NB 面板的合作案已和客戶談了半年，現正在送樣認證當中。

先不論華映是否接獲惠普與戴爾等訂單，從以下全球筆記型電腦液晶模組及液晶面板生產商與客戶的組成可知，友達在 NB 液晶模組所擁有的主要客戶佔全出貨量高達 78%，前五大客戶分別為惠普、戴爾、聯想、宏碁以及東芝；而華映前五大客戶主要客戶所佔出貨量比重也高達 80%，分別為 Sony、戴爾、富士通、富士通西門子、三星、仁寶。另外在液晶面板的客戶群中，友達前五大客戶分別為飛利浦、LG、東芝、瑞軒、創維，佔總出貨量的 61%，而華映的前五大客戶為三星、LG、Funai、大同、廈華，佔總出貨量的 68%。從以上我們可看出華映與友達在客戶群上的差異性，因此透過兩者合併，可擴大彼此的客戶結構，可對合併後收益產生大幅的貢獻。

全球筆記型電腦液晶模組之廠商之排行

| 排行 | NB 液晶面板模組廠商 | 前五大客戶 | 前五大客戶所佔出貨量比例 |
|---|---|---|---|
| 1 | 樂金飛利浦 | 惠普、戴爾、聯想、東芝、蘋果 | 68% |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | (LG Pillips) | | |
| 2 | 三星 | 惠普、戴爾、聯想、宏碁、東芝 | 73% |
| 3 | 友達 | 惠普、宏碁、戴爾、華碩、聯想 | 78% |
| 4 | 奇美 | 華碩、宏碁、惠普、蘋果、富士通&富士通西門子 | 67% |
| 5 | 華映 | Sony、戴爾、富士通&富士通西門子、三星、仁寶 | 80% |
| 6 | TMDisplay | Sony、東芝、富士通&富士通西門子、聯想、惠普 | 54% |
| 7 | 夏普 | 戴爾、惠普、Sony、其他 | 100% |

資料來源：DisplaySearch，2007 年 12 月

全球液晶面板生產商與客戶的關係

| 排行 | 面板生產廠商 | 使用客戶 | 前五大客戶所占出貨量比例 |
|---|---|---|---|

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1 | 友達 | 飛利浦、LG、東芝、瑞軒、創維 | 61% |
| 2 | LPL | 三星、飛利浦、Funai、LG、Sony | 73% |
| 3 | 奇美 | 三星、飛利浦、TCL | 48% |
| 4 | 三星 | Sony、三星、TCL | 85% |
| 5 | 夏普 | 夏普、飛利浦 | 100% |
| 6 | 華映 | 三星、LG、Funai、大同、廈華 | 68% |
| 7 | IPS Alpha | 松下、東芝、日立 | 100% |

資料來源：DisplaySearch

（二）費用面

友達在民國 2006 年合併廣輝前，其營業費用佔其銷貨收入比例為 5%，其中銷售費用占 2%、管理費用占 1%、研發費用佔 2%，而在合併廣輝後，雖然營業費用佔銷貨收入總比例雖然無顯著變化，但研發費用在民國 2007 年降至 1%，可見合併後對於雙方在節省開發新技術或申請新專利的費用有顯著幫助。而如前所述，友達在申請半導體裝置、零組件、製造或裝配的專利總數上遙遙領先國內其他面板業，但華映在產生、影響或應用電子流之器件及對一般對表面塗布液體或其他流體之工藝專利上亦享有絕對領先的優勢，將來勢必能發揮互補之效果，對於節省研發費用所帶來之綜效可能較廣輝為大。

（三）成本面

由於 TFT 面板的材料比重高達 70%，面板廠近年持續投入零組件的垂直整合佈局，一方面可以提高面板廠對零組件掌握度，有助於降低成本，長期而言，對於技術能力、議價能力、供貨的可靠度都有正面的影響。

TFT-LCD 面板的主要關鍵零組件包括彩色濾光片、背光模組、驅動 IC、及偏光板，其中彩色濾光片約占液晶顯示器模組總成本的 20%，華映在 2008 年取得和鑫兩條 CF 生產線，將其改成內製，進一步增加產業供應鏈的整合程度，可大幅度降低採購成本，因此若合併後，可提升整體的內製比例，節省成本，加上背光模組兩者的內製程度高，合併後可享受規模經濟帶來的成本優勢。而在偏光板與驅動 IC 的部份，友達與華映的在偏光板主要供應商包括力特光電、住華科技等，在驅動 IC 有共同的供應商包括友達與矽達共同合資成立的矽創、聯詠等，合併後可以更大的採購規模進行議價，降低成本上的支出。

友達與華映的供應商組成

| 面板廠 | | 友達光電 | 華映 |
|---|---|---|---|
| 集團 | | 明碁 | 大同 |
| 關鍵零組件 | 彩色濾光片(CF) | 內製、達虹、台灣凸版 | 內製 |
| | 偏光板 | 達信、力特光電、住華科技 | 力特光電、住華科技 |
| | 驅動 IC | 瑞鼎、旭曜、矽達、聯詠 | 矽創、晶磊、聯詠 |
| | 背光模組 | 內製、達運(友 | 內製 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | 達、輔祥、洲巧、其他) | |

資料來源：本組整理

■ **對友達所提之策略面回應**

（一）併購華映後是否反而錯失成為全球第一大廠的機會？

友達合併華映的目的，若是為了提高市占率，重回全球市佔率第一的寶座，則合併華映似乎無法一舉擺脫三星、LG Display 在其後追趕的困境（蓋本公司市占率並不高，主力生產線亦不在大尺吋面板，則合併後貴公司是否能提出超越其他競爭者的依據。）另外貴公司雖提出可在日後尋求續行併購奇美的機會，然而以近日奇美陸續發布的新聞稿及市場股價反應，應是併購奇美最好的機會，若錯失此次機會（因為與本公司併購後勢必須要一些整合的之時間，當然貴公司董事會若能說明自身有充足之銀彈，則此問題或許並不嚴重，但如何在短時間解決三方公司在企業制度與文化上的隔閡，尚有賴貴公司說明），是否反而使外資趁虛而入，併購奇美，拉開與新友達在市占率上之差距？且此市占率排名僅就大尺吋面板計算市占率，整體市占率排名上友達或許仍是第一，

（二）產能過剩、產線大重複的問題，友達之預測是否過於樂觀?

華映目前主要的玻璃基板切割尺吋主要以 17 吋、20 吋寬螢幕面板以及少量的 24 吋大尺吋液晶監視器面板出貨。（2007 年有 63%為 17 吋面板；17%為 20 吋寬螢幕面板；5%為 22 吋寬螢幕面板），然而友達在 17 吋面板的出貨比例上亦佔 43%，並搭配 31%的 19 吋面板與 20 吋以上的大尺吋液晶監視器面板，與其他國內同業相較，產量結構的相似度最高，則併購華映似乎只能用於擴大產能，無法與友達發揮足夠的互補效果。然而現階段各大廠商皆面臨產能過剩減產甚至關廠的情形。若 2009 年景氣未如貴公司預測般有復甦，則過剩的產能應如何處理?

（三）華映股價正逢低檔，友達亦是等待併購的競爭對手?

感謝貴公司提醒韓國競爭對手三星目前可能有收買台灣廠商與資產之意圖，但貴公司自身同樣亦身為產面板之大廠，豈不同樣也有趁虛而入的嫌疑?另外貴公司提出資本額較小且股價處於低檔的公司，很有可能被外國廠商藉機併購。本公司的股價目前雖處於低檔，然而資本額遠較市占率排行第二的奇美及市占率排行第四的彩晶為大，且該則新聞僅表明三星欲收買台灣的人才與資產，而目前裁員人數最多的公司為奇美電，貴公司以此點為論據是否有所失焦?

（四）可否提出具體的節省管銷成本與研發費用之數據?

貴公司在策略面的第四點上提出合併後將有助於節省管銷成本與研發費用，但於提案中僅指出目前的費用佔總營收比例，對於將來預期的成本或研發費用是否有所變動並無提出，即得出可節省 10%之數字，本公司希望貴公司能提出具體的數據進一步說明。

■ **華映認為若要進行合併之策略目標**

（一）強化市場力量

通常當產品銷售或服務的能力凌駕其他公司時、且主要成本或其他支援系統落後於其他競爭公司時，可藉由收購其他公司，使結合後的公司無論在規模、資源及整體能力上領先其競爭對手，進而強化該公司在該領域的市場力。

友達光電在 TFT LCD 產業中，無論在產品技術能力、全尺寸產品銷售、各尺寸產能及產品服務的能力都居業界龍頭的地位，在台灣面板產業市占達到第一，但是最近適逢全球金融海嘯、經濟不景氣的情況，需求緊縮，使得 2008 年 Q4 台灣在大尺寸 TFT LCD 面板出貨量市占率逐漸下降，被韓國超越。若能透過與華映購併的方式，增強友達在規模與整體能力上的提升，相信可以強化友達在全球面板產業的市場力。

（二）克服進入障礙

規模經濟及產品差異性是最為常見的企業進入障礙;就面板產業而言,經營上追求規模經濟與產品組合差異化是其產業主要的進入障礙,因此,面板產業必須共同面對以下之問題:產能是否符合經濟規模;產品技術是否具有差異性;產品價格競爭壓力。

1、在市場經濟規模方面

藉由擴大企業規模,企圖享受規模經濟所帶來的優點,以增進其企業競爭力。以全球面板業而言,總共運用在三種主要的產品,分別是 NB/PC、液晶顯示器面板、LCD TV,而根據 DisplaySearch 在 2008 年 11 月公布的資料顯示,友達在 NB/PC 和液晶顯示器面板的市占率分別為 21.6%跟 15.1%,排名第三,以往在 LCD TV 產品友達也是排名第三,但是 Sharp 首次超越友達成為 LCD TV 產品市占率排名第三的廠商,因此,在面臨當前全球不景氣的情況,透過與華映合併,能夠進一步的鞏固市占率,在各產品領域站穩第三名。未來合併調整期過後,隨著規模擴大,管理費用率及研發費用率降低,採購議價能力提升,成本競爭力將更上層樓,以期在未來景氣復甦時超越 Samsung 與 LGD,成為全球面板龍頭。

2008 年 11 月 TFT LCD 在各產品的佔有率

| 產品 | NB/PC | 液晶顯示器面板 | LCD TV |
|---|---|---|---|
| No.1 | LG Display(33.3%) | Samsung(22.2%) | Samsung(27.9%) |
| No.2 | Samsung(28.2%) | LG Display(21.9%) | LG Display(26.2%) |
| No.3 | AUO(21.6%) | AUO(15.1%) | Sharp(17%) |

資料來源:Monthly TFT LCD shipment Database

2、在產品技術差異性上

友達合併華映之後專利的總類與數目具有大幅度的互補情形，可使友達專利佈局產生助益，可強化自身在 TFT LCD 的專利佈局，因此在產品技術差異性有顯著的正面差異。

面板廠在國際專利的分佈

| IPC 國際專利類號 | 說明 | AUO | CMO | CPT | HannStar |
|---|---|---|---|---|---|
| H01L | 半導體裝置、零組件、製造或裝配 | 171 | 29 | 14 | 156 |
| G09G | 藉由靜態方式或電路來達成控制資訊顯示目的 | 186 | 49 | 55 | 0 |
| H01J | 產生、影響或應用電子流之器件 | 81 | 0 | 466 | 0 |
| G02F | 控制光顏色強度偏振或方向之器件或裝置 | 16 | 131 | 0 | 152 |
| B05D | 一般對表面塗布液體或其他流體之工藝 | 0 | 0 | 47 | 0 |
| C08K | 使用無機物或非高分子有機物做為配料 | 0 | 13 | 0 | 0 |

資料來源：Mei-Chih Hu, Number of citations made, by technology classes, 1976–2004

3、產品價格競爭壓力方面

由於友達合併華映後市占率已超過 50%，友達將更有能力去整合或是入主關鍵零組件廠商，可降品產品成本而產生產品價格競爭力。

（三）降低新產品開發成本及加速進入市場

由企業內部自行開發新產品經常被認定是高風險的企業活動，而收購手段可以允許企業大步躍進既有產品甚至是新產品的範疇，且由於產品經驗取得的明確性，使得投資回收變得更可預期。

友達合併華映後，除了可享有雙方專利外，未來可擴大雙方在研發資源及智慧財產權的利基，不但能共享研發人才資源，更將發揮加乘之研發能量。

（四）降低開發新產品風險

比較企業內部投資新產品的風險及難以掌握的研發部門創新能力，管理者可視收購為較低風險的企業活動。

對於新產品的開發，不論企業進行內部開發或委由外部開發，對管理者而言都是一種投資行為，首要考量的是開發成本、獲利預期及投資風險。至於投資風險，針對新產品開發而言，研發人員的技術創新能力難以具體評估及掌握，也是最大的投資風險，因此，降低此一類型風險的作法通常有技術訓練、策略聯盟、技術合作、購買技術…等等，但以上方式還是與難以捉摸的「人力資源」有關，雖然降低了某種程度的風險，但都不如收購「原始開發團隊」來的明確、穩定及可預期，因此友達併購華映可使產能擴大、增加產品線與新客戶，對於降低開發新產品的風險有正面的幫助。

（五）經營多角化

以收購來實現企業多角化經營是最快也是最容易的方式，除了可以省去新創事業所花費的時間和創業初期要承擔的虧損外，還能快速取得生產設備及原廠牌之市場，在短時間內能有效率地擴大公司的規模。不論是相關產業的多角化或是非相關產業的多角化皆可藉由收購

來達成。收購方之企業規模越大者、及產業關聯性越強者，收購活動的成功率越高，反之，則收購活動的失敗率也越高。

企業利用進行多角化經營來分散風險；例如從事不同季節性、不同產業別的產品，可產生盈餘互補，降低盈餘巨幅變動，穩定公司經營之風險，甚至可穩定公司之股價。就財務觀點而言，多角化經營策略可為公司帶來較為穩定的現金流量、減少盈餘的變動。

（六）重塑公司競爭範疇

收購活動能降低企業在產品、技術、價格及市場的依賴度，企業可藉此重新改變競爭模式及範疇。因此在本次併購案中，以企業競爭範疇而言：

1、在產品面上

目前華映 20.1 及 22 吋寬螢幕出貨已占全球第二大，液晶電視面板為全球第六大，顯示器面板為全球第五大。隨著六代線投片數逐步提升並達滿產能狀況，其他產線產能也有小幅提升，加上華映積極開拓中小尺寸市場，使產品之應用更多元，市場根基更穩固。因此華映得以鞏固在全球 TFT 市場中出貨前五大的地位。在 TFT 事業部銷售量方面，2007 年度 TFT LCD 大尺寸面板全年出貨量較前年大幅成長 20%至 2,827 萬片。至於 2007 年度 TFT LCD 中小尺寸面板出貨量也大幅成長至 6,056 萬片，相較前年的規模，成長幅度更是高達 3 倍之多。

華映也在 2006 年投資矽創電子，正式跨入大尺寸 Driver IC 之供應鏈。2007 年，華映與福華共同投資的背光模組廠也已開始營運，藉由內製的優勢，提升成本競爭力。另外，華映也宣佈購買和鑫位於湖口之兩座 CF 生產線，也可為中小尺寸產品帶來更高之效益。這些策略佈局的完成，也為華映在整合關鍵零組件以及延伸價值鏈的方向達成初步成效。

華映在 2007 年順利引介華平集團成為華映的策略投資人，並完成 2.5 億美元的 ECB 籌募，本次私募案所得資金擬用於償還債務及充實營運資金，以強化財務結構。

產品組合方面，華映去年積極佈建六代線 IT 產品開發與生產彈性，使得前後段製程可以對應從大尺寸的 TV32"W/37"W；到 Monitor 的 19"W(16:9) / 20"W / 22"W / 26"W；甚至到 NB 15.6"W，皆是具備成本競爭力的經濟尺寸。同時也會擴大中小尺寸佈局，讓產線效益最佳、產品組合更廣。此外，華映在整體供應鏈整併上的努力也將陸續發酵，與品牌、系統、代工大廠的合作將使華映進一步鞏固與拓展客源與銷售量。

加上友達原有之廠房產能，4 座 3.5 代廠，合計月產能 13 萬片（以及 2 萬片 LTPS）、1 座 4 代廠，月產能為 6 萬片、4 座 5 代廠，月產能為 31 萬片、2 座 6 代廠，月產能 24 萬片、1 座 7.5 代廠，月產能 7.5 萬片、7.5 / 8.5 代複合式廠房（hybrid fab），合併可加深產品線之深度，降低友達原產品線的依賴度。

2、在技術面上

友達合併華映後，可取得華映之技術專利，對友達的競爭範疇有顯著的加分作用。

3、在價格面上

透過與華映合併，未來合併調整期過後，隨著規模擴大，管理費用率及研發費用率降低，採購議價能力提升，成本競爭力將更有競爭力，可以降低友達在產品的價格依賴度。

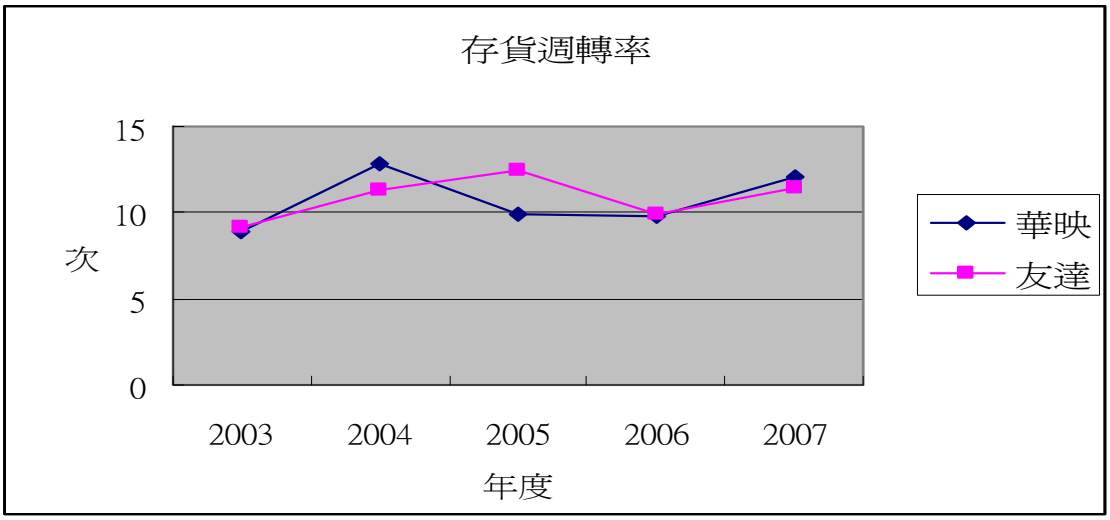
4、在市場依賴度上

友達合併華映後，可藉由雙方產品線的優勢，使客戶群的組合及基礎更趨完整，達到「市場力量」。所謂市場力量是指企業透過購併，提高市場佔有率、減少競爭壓力，因而企業可以提高其影響市場上產品價格、數量、性質等的能力。

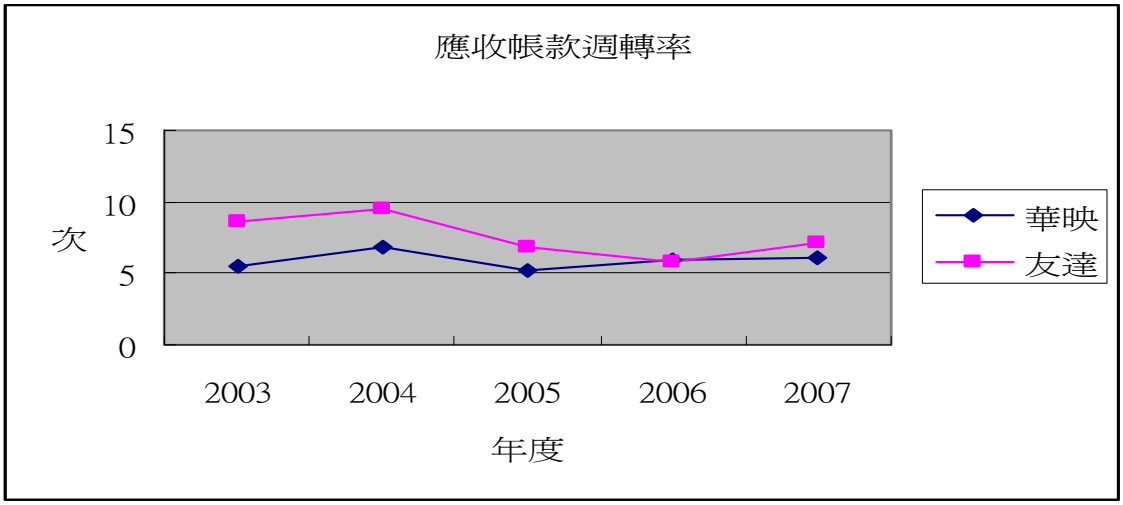
## ■ 華映財務狀況分析

### （一）經營效率分析

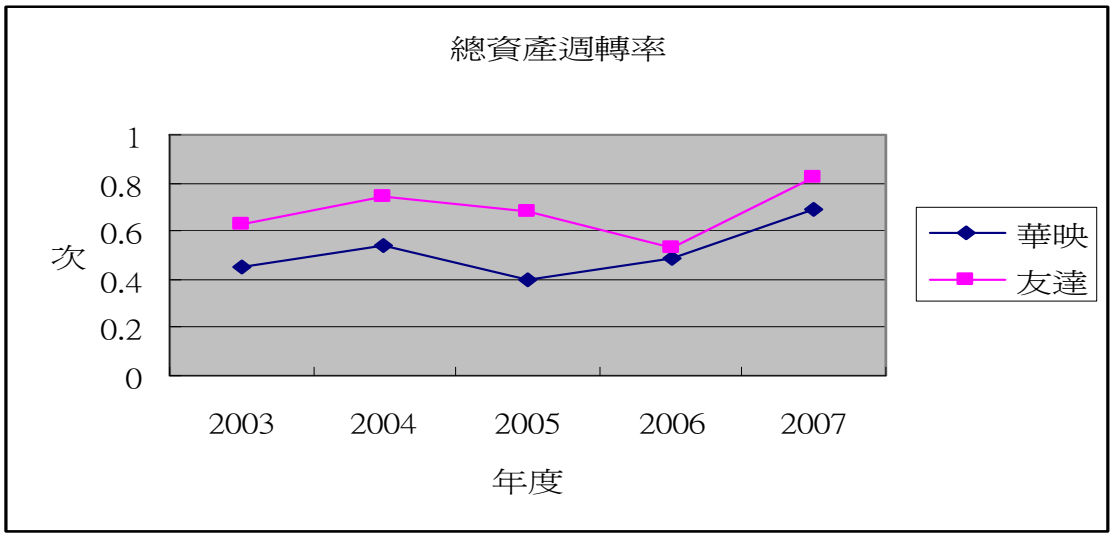
由下圖二可知，華映在 2005 年存貨週轉率較友達為低，表示當年度本公司產品較友達弱勢，必須降價才能得到消費者認同；以及進銷貨時間控制不佳，使得庫料閒置。但近兩年存貨週轉率已逐漸回升，表示市場需求亦提升。




華映應收帳款週轉率低於友達，表示產品不及友達搶手，必須開出較長天期的收款條件；而客戶品質不如人，需要較長的週轉天期；華映帳務管理效率較差，催收能力不足，經常發生帳款積欠。



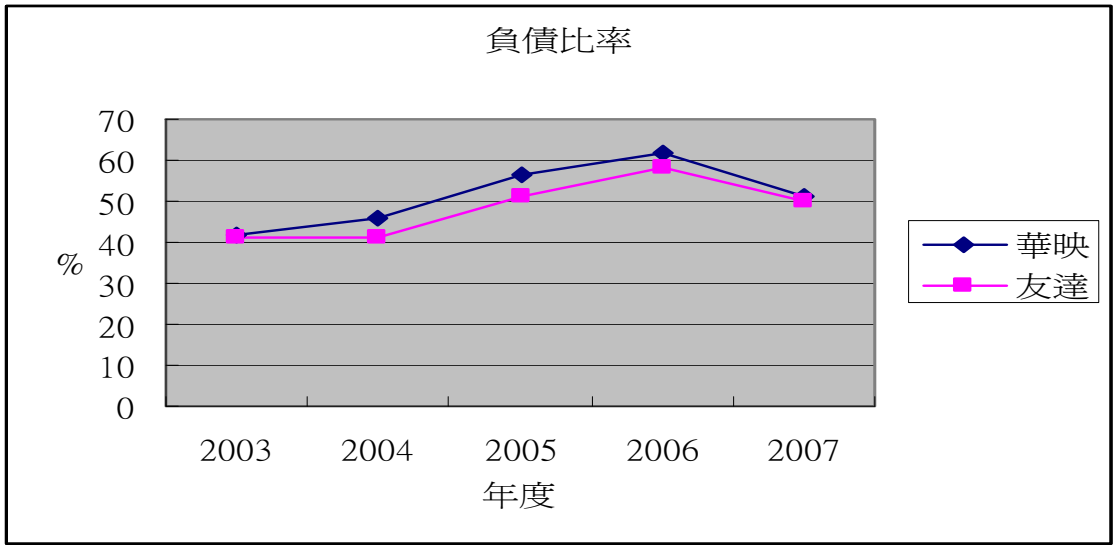
華映總資產週轉率低於友達，表示資產管理能力不佳，有明顯閒置資產情況發生；購入生財資產的品質較劣，無法充分發揮效益；資產運用能力不足，有閒置人力、呆料及產能良率低等情況發生。

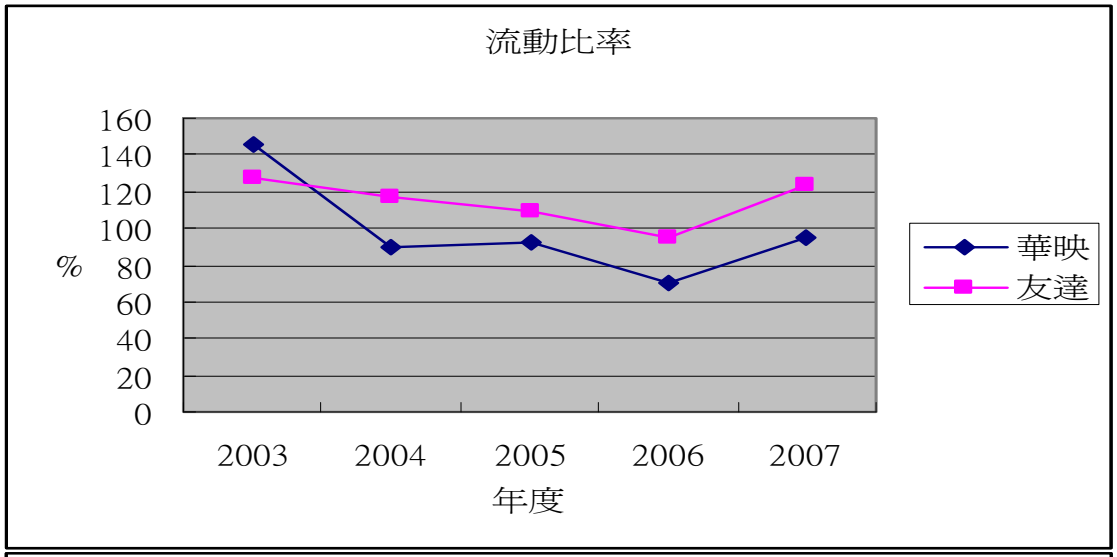


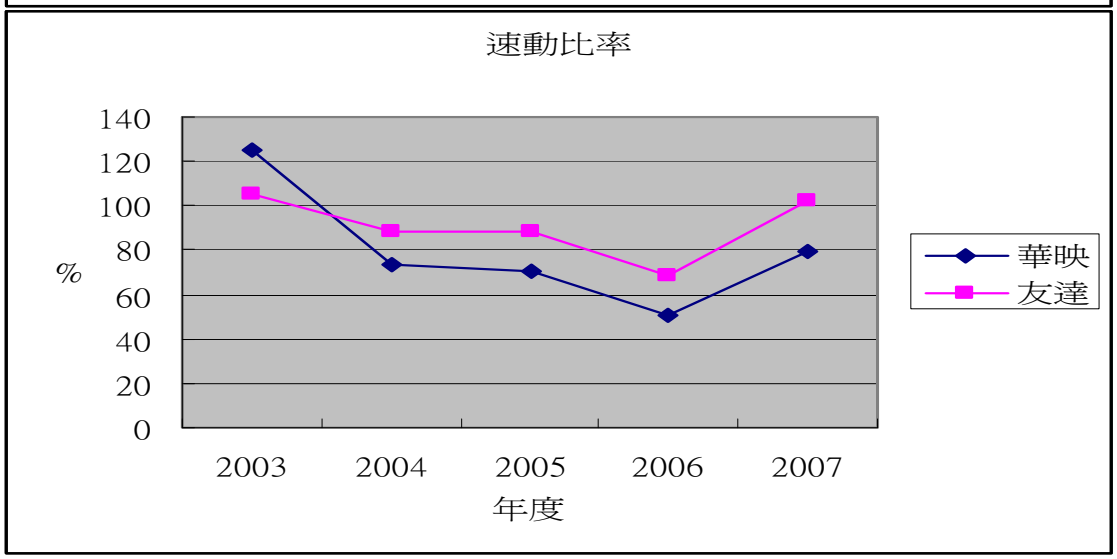

（二）財務結構分析

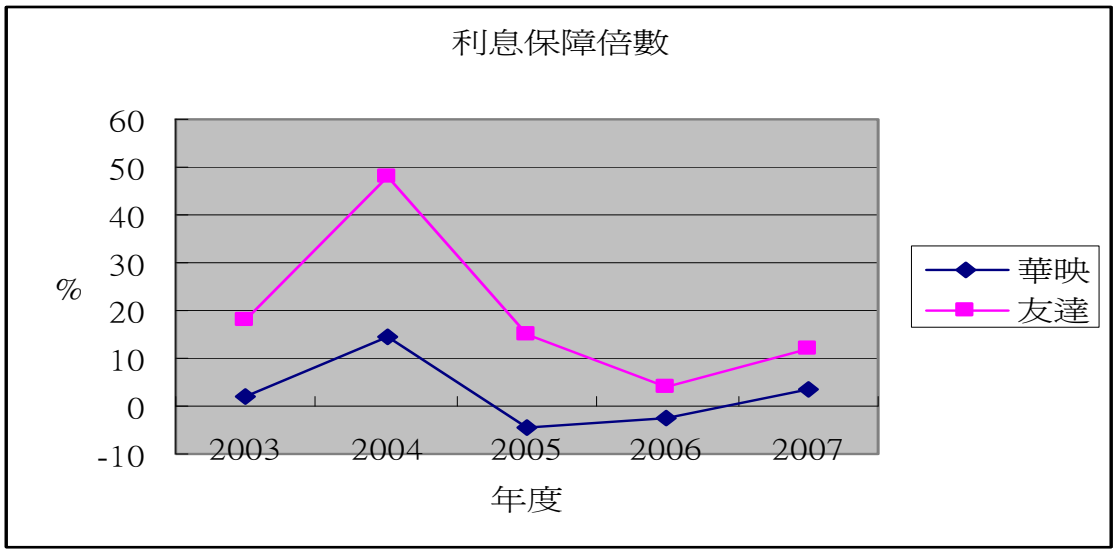
華映各項財務結構比率變化趨勢與友達相似，以負債比率而言，2004 年面板業者積極大舉擴廠，使得各公司的負債比率攀升。本公司近年來流動比率皆低於百分之百，表示公司略有資金不足的情況，對於財務調度應適度注意；幸而流動資產中現金、應收帳款所佔比例多，尚有足夠應急資金以支付近期到期負債；然而為了避免資金調度進入緊繃狀態，必須籌集更多的營運資金。速動比率低於 100%，本公司短期週轉金略呈緊繃，必須穩定出貨使得現金流入；至目前為止本公司之速動比率皆未低於 50%。

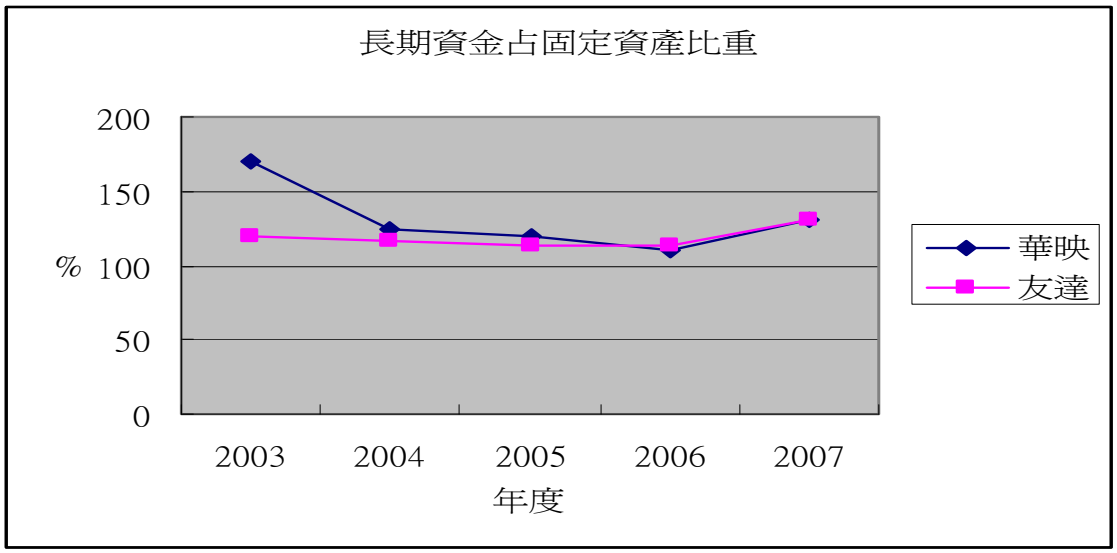
本公司 2005、2006 年利息保障被數呈現負數，係因公司營收成長幅度太低，使得公司處於虧損狀態，此一現象至 2007 年已改善。長期資金占固定資產比率皆大於 100%，表示本公司以長期資金買進資本設備，營運風險相對較低。


負債比率
70
60
50
40
30
20
10
0
%
2003
2004
2005
2006
2007
年度
華映
友達


流動比率
160
140
120
100
80
60
40
20
0
%
2003
2004
2005
2006
2007
年度
華映
友達


速動比率
140
120
100
80
60
40
20
0
%
2003
2004
2005
2006
2007
年度
華映
友達




（三）成長能力分析

電子產業產品推陳出新相當快，又經常出現削價競爭，年營收成長如果無法達到 15%以上就容易被淘汰。因本公司產品在市場上較無法取得相對優勢，營收成長率和毛利成長率近年來起伏不定，在 2007 年因 FPM 及 NB 產品價格因供需平衡，價格上揚，導致營收明顯成長；而產品銷售組合中，2007 年較 2006 年銷售更多毛利較好之 FPM 及 NB 產品，致提升毛利；整體產能提升、材料成本下降，導致生產成本較前年大幅降低，亦有益於提昇毛利。

受營收成長不佳的影響，本公司在 2005、2006 年為淨損，使得淨利率、股東權益報酬率、總資產報酬率皆表現不良。此兩年亦受景氣影響，公司獲利不振；投入資源產出不獲市場認同；資產配置不當，出現閒置產能、原物料等未能適時處理。2007 年因營收成長，相關獲利比率皆已改善，然而受這一波不景氣影響，今年的營收表現恐再度萎縮。

## ■ 重大議題

（一）華映認為之對價

友達的提案書中建議的換股比例為 7.12:1~7.93:1，而本公司另委請專業顧問團隊評估雙方的企業價值，以各種方法試算華映與友達的企業價值結果如下：

華映與友達的企業價值試算表

| | 華映 | 友達 |
|---|---|---|
| 流通在外股數（千股） | 9,480,960 | 8,505,525 |
| WACC | 2.42% | 2.71% |
| 淨資產（千元） | 93,364,144 | 317,489,225 |
| 股價(2008/12/31) | 3.34 | 24.70 |

| | | 華映 | 友達 |
|---|---|---|---|
| 淨資產法 | 每股價 | 9.85 | 37.33 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| (2008/9/30) | 值 | | |
| | **換股比例** | **3.79** | **1** |
| 股價(三個月平均價) | 每股價值 | 3.25 | 24.28 |
| | **換股比例** | **7.47** | **1** |
| 公司現金流量折現法(2008/12/31)（附註一） | 企業價值（千元） | 184,274,278 | 594,818,489 |
| | 每股價值 | 19.45 | 69.93 |
| | **換股比例** | **3.60** | **1** |
| 價格乘數法(2008/12/31)（附註二） | 企業價值（千元） | $111,618,527 | $440,647,628 |
| | 每股價值 | 11.77 | 51.81 |
| | **換股比例** | **4.40** | **1** |

除了上列各方法外，本公司亦蒐集 2006 年 10 月 1 日友達合併廣輝之資料，合併當時的換股比例為 3.5 : 1（廣輝 3.5 股換友達 1 股），就廣輝 2006 年第三季之獲利能力與華映 2008 年第三季之獲利能力而言，華映表現較廣輝出色（華映 EPS 為$0.01、廣輝 EPS 為$(2.42），華映 EBITDA 為 189 億元、廣輝 EBITDA 為 10 億元)。雖然目前本公司與友達的股價差異懸殊，然股價之波動受諸多因素影響，不宜視為主要換股比例的依據，況且上述的估算結果皆未考量我方應得之控制權溢價。本公司參酌另三法的結果，認為最適宜之換股比例為 3.6 : 1 至 4.4 : 1，若考量控制權溢價，依過去研究統計併購案件平均給予被併方的控制權溢價係介於 20%~40%之間，我們保守估計我方可取得 20%的溢價，則換股比例將調整為 3.0 : 1 至 3.67 : 1。

（二）交易執行方式

友達提議以股份交換為對價，其中 80%為普通股、20%為不具表決權非累積的可轉換特別股（面值 10 元，股利率 6%），並依其提出之換股比例 7.12：1~7.93：1 計算出合併後我方可取得友達的一席董事席次。而對我方是否有其他較佳的選擇方案，我們歸納出下列幾點建議：

1、是否以現金為對價

過去股東們平均以每股 11.02 元高於面額的金額投資本公司，而目前本公司股價徘徊於 2、3 元間，若要求以現金為對價，最終可能仍會以低於面額的價格出售給友達，那麼股東們就有立即實現的投資損失，所以我們建議以股份為對價，股東可以轉為友達的股東，享受友達分配之股息及自行決定持有期間。

2、是否接受部分普通股部分特別股的轉換方式

對方提出的特別股股息 6%，條件相當優渥，但對方並未提及特別股的轉換比例，我們希望能爭取換股比例至少為 1:1，且轉換權由我方掌握，如此一來，股東們可選擇繼續持有特別股或等待適當時機

轉換為普通股。更甚者，我們亦積極地為股東們謀求最大福利，盡可能將 80%普通股、20%可轉換特別股，爭取為 50%普通股、50%可轉換特別股。

3、一席董事席次或是兩席董事席次

若最終換股比例能如我方所估計的結果執行，那麼我方應能取得友達兩席董事席次，但因對方董事會組成為九人，我們認為即使取得兩席董事仍無法干預其經營決策，那麼我們建議接受對方一席董事的提議，而放棄另一席董事，作為提升可轉換特別股比例和特別股轉換普通股轉換比例之協議條件。

（三）合併後之廠能配置

華映目前有一座 6 代廠、兩座 4.5 代廠，缺乏 5 代廠之建設，而友達光電目前擁有 4 座 3.5 代廠、1 座 4 代廠、4 座 5 代廠、2 座 6 代廠、1 座 7.5 代廠、並同時進行另一座 7.5 / 8.5 代複合式廠房（hybrid fab）的建設。目前較具競爭力與最佳面板經濟切割的六代廠，在合併後將擁有三座六代廠，繼續保持全球最大的產能。然而由於目前市場上供過於求，因此產量過剩而需面臨減產的問題。在二公司合併後，如何處理本公司原有之廠房及員工亦為重要之問題。

由於市場上供過於求，因此在合併後友達可能將我方全部之廠房關閉，然而透過比較可得知，由於 6 代廠亦具有生產較低階之 5 代廠等產品之能力，因此與其關閉本公司原有之 6 代廠，不如將友達原有之 3.5 代廠及 4 代廠關閉。況目前友達 4 座 3.5 代廠合計月產能約為 13 萬片，而本公司 6 代廠之月產能約為 10 萬片，相較之下保留 6 代廠繼續運作而將友達原有之 4 座 3.5 代廠關廠，一方面對於未來公司營運較為有利，另一方面對於本公司在 6 代廠中工作之員工，亦較有保障。此外友達原有之 4 代廠，亦應加以關廠，取而代之者為本公司之 4.5 代廠，故在合併後，應將友達本身的 4 座 3.5 代廠以及 1 座 4 代廠關廠，而我方之 6 代及 4.5 代廠，仍然應繼續營運。

## ■ 攻方採敵意併購時我方之策略

（一）華映買回庫藏股，拉高收購成本

若友達欲以公開收購華映股份之方式進行併購，由於目前華映手中尚握有 98 億之資金，可透過拉抬華映之股價而增加友達在進行併購時之困難，雖公司法第 167 條第 1 項禁止公司買回自己之股份，但得依據證券交易法第 28 條之 2 第 1 項第 3 款規定，公司在為維護公司信用或股東權益時將股份買回後並銷除，此乃為公司禁止買回自己股份之例外。目前由於國內股價普遍低於各公司股價之合理價格，華映本身亦相同，故主張此一規定應無太大困難。但買回庫藏股之方式，因在證券交易法第 28 條之 2 第 2 項規定對於買回庫藏股設有限制，最多不可超過已發行股份總數 10%，因此效力仍受到一定之限制。

除買回庫藏股的方式外，實務上在投信界亦有流傳所謂「換單」的方式，透過購買投信基金 A 基金之方式，和投信基金約定由其旗下 B 基金折購一定比例金額後購入公司之股票，透過此種方式可使華映間接可操控華映本身之股份，而不受禁止買回自己股份之限制，除可藉此拉抬公司之股價外，尚可掌控該部分股份之表決權。

（二）攻方不可能採敵意併構的原因

雖有上述策略可採，然而由於採敵意併購之方式，需大量之資金購入股票，目前華映在市場上流通之股份總數約有 94 億 8000 萬股，若以市價計算，約需投入三百億資金，目前友達約持有九百億之現金，實際投入股份買賣，雖並無困難，但此一舉動亦將使得友達手中現金大幅降低，再加上華映本身許多即將到期之負債，將大幅增加其營運之風險，故採因此採取此種策略之可能性不高。

況若友達欲以收購華映股份之方式取得公司經營權，受到現行法規定必須強制在市場上以公開收購之方式收購華映之股票，由於目前華映股價相較過去高點相距甚遠，若友達未以高於目前價格之合理金額收購，公司股東未必會將手中持股出脫，友達亦將無法透過此種方

式獲得控制權。而若友達以相較目前價格甚多之股價收購時，依照華映之淨資產可算出目前華映公司合理之股價應達 11 元，因此若友達以高於 11 元之價格在市場上公開收購時，我方亦將持股在市場上全面出售亦無不可，對於持股人而言反而更為有利。

故兩相對照之下，相較於採取敵意併購之手段，採行與本公司進行股份轉換，為友達公司較為可能採行之手段。

# 【遠東集團・遠航】

## ➢ 致裕民董事會—遠航資產收購專案

### ■ 背景簡介

### （一）台灣航空產業簡介

1、台灣航空客貨運近況

台灣的航空業在 2007 年開始後營運環境越顯困難，除了高居不下的原油價格造成航空公司成本大增的壓力外，國際業務上仍是因為除了固定比例與大陸直航之包機，完全開放仍為未定數；國內航線則因為高鐵正式營運客源繼續流失，造成北高航線停駛，航空業 2008 年整體獲利狀況恐仍將在低檔震盪。不過在產業最困難的時候，往往就會有轉機發生，以長期營運成長動力來看，從 2008 年中確定直航包機營運開始，與大陸直航將是台灣所有航空業的希望。而高鐵的通車確實使國內可航空客運經營更困難，但或許會營造出更適合業者彼此間合作甚至合併的環境，長期而言不排除可看到各公司間更緊密的合作關係出現，故 2009 或許真的是台灣航空業者揮別黑暗的最後時刻。

隨中國大陸經濟快速發展，大陸的航空業商機也是所有國際航空公司必爭之地，由 2006 年 Airports Council International 組織統計的資料顯示，全球前 30 大貨運噸數的機場中，上海浦東機場排名第 6、北京首都機場排名 21、廣州市機場排名 25，台灣的中正機場則排名 13，似乎還有不錯的競爭力，但如果比較 2003 年的統計結果，由以下兩點來看，台灣中正機場的成績其實是很不理想的。第一點，大陸三個機場貨運噸數的高速成長顯示大陸經濟發展後對航空貨運需求之殷切，也帶動週邊地區機場的貨運量成長，例如香港臘角及韓國仁川機場成長性也表現突出，優於中正機場的表現。第二點，2003 年廣州機場還未進入前 30 名，2006 年已位居 25 名，再加上上海及香

港兩機場的貨運量遠高於台灣中正機場的水準，顯見中國大陸上海以南製造業的發展快速，而位於樞紐位置的台灣卻沒有獲得好處。至於航空客運方面，亞洲區機場普遍不如歐美的機場，台灣的中正機場一直不在前 30 名當中，不過中國大陸仍有突出表現，2006 年中國北京首都機場旅客進出人次達 4850 萬，排名第 9，為亞洲區第二，2003 年時則與台灣一樣，並未在前 30 大中。另外成長快速的則是香港，2006 年統計達 6602 萬人次，較 2003 年成長 64%。兩岸直航啟動之後，期待 2009 年之後台灣航空業可有一番新氣象。

| | 香港<br>赤臘角 | 韓國<br>仁川 | 上海<br>浦東 | 新加坡<br>樟宜 | 中正<br>機場 | 北京<br>首都 | 廣州<br>機場 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **2006 年** | 3608 千噸 | 2336 | 2159 | 1932 | 1698 | 1029 | 825 |
| **2003 年** | 2668 | 1843 | 1189 | 1632 | 1500 | 662 | - |
| **年成長率** | 10.57% | 8.21% | 21.97% | 5.78% | 4.22% | 15.82% | - |

基本上台灣的航空業仍是維持兩大 5 小的局面，分別是華航、長榮航兩大，以及立榮、遠東、復興、華信、德安等 5 家中小型業者。華航及長榮航兩大當然是主導國際客貨運市場，5 家小公司則以國內航空客運為主，亞洲區域內短程國際航線為輔。以民航局統計的飛機實際載運付費之旅客人數為準，國際航線方面華航 2006 年市佔率為 53.8%、長榮航為 34.12%，兩者合計高達 88%，若以載客噸公里為基礎，兩家公司合計更高達 98%。至於國內客運航線的飛機實際載運付費之旅客人數統計則為立榮 33%、遠東 29%、復興 24%、華信 13%、德安 1.2%。雖然各航空公司的規模有異，市佔率也差距頗大，但規模、市佔率對各公司的獲利似乎幫助不大，因為 2006 年上市櫃的三家公司，華航、長榮航、遠東，全部虧損，而長期以來，各公司的載客率也都不好，以國內航線為主的小型公司更為明顯，所以實際上多

年來航空業的 ROE 都不佳。因此，當國內航線面臨高鐵營運後被嚴重壓縮的市場、國際航線又眼看著最大的大陸市場已被競爭者快速搶佔中，台灣航空業的大股東應可評估合併一途，減少國內業者間的激烈競爭，將資源集中開發國際市場，或許國內航線可與高鐵由競爭變為互補，直航與否也不再是國際航線業務唯一關鍵。

各航空公司歷年載客率統計(%)

| | 2007/1/5 | 2006/1/5 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中華 | 78.28 | 76.01 | 77.01 | 76.47 | 77.19 | 69.4 | 75.1 |
| 長榮 | 80.17 | 78.39 | 79.83 | 7867 | 79.53 | 72.2 | 77.62 |
| 遠東 | 64.36 | 65.53 | 67.14 | 65.01 | 63.63 | 60 | 57.69 |
| 立榮 | 66.4 | 66.16 | 68.71 | 65.8 | 66.67 | 60.82 | 57.77 |
| 復興 | 64.17 | 65.78 | 66.35 | 66.17 | 65.09 | 63.8 | 63.1 |
| 華信 | 65.39 | 67.08 | 68.12 | 69.58 | 69.78 | 62.71 | 63.8 |

資料來源：民航局

Newsweek 日文版 2007 年 2 月發表 2007 年全球三百大航空公司安全度排行榜，前三名分別是英國、芬蘭和德國，台灣的航空公司排名都在一百五十名之外，依次為長榮、遠東、立榮、復興和華航。

航空公司安全度排行榜是根據過去十二年發生事故的次數及機體年齡、機種編成、管制設備、使用機場安全性、運航體制、安全管理、經營方式與其他航空公司合作程度等八項所排出的名次。排名對象是根據英國飛安顧問公「FlightSafe Consultant Limited」所製作的「航空安全資料庫」中，加盟國際航空運輸協會（International Air

Transport Association，簡稱 IATA）的三百家主要航空公司中選出的。滿分一百分的排行榜中，第一名是英國的 bmi 航空（British Midland Airways）得到 94.32 分；第二名是芬蘭的芬蘭航空 93.67 分;第三名是德國的 Lufthansa CityLine93.38 分;第四名為美國國內線航空公司 Trans States Airlines；第五名是愛爾蘭的 YANAIR。

台灣的航空公司得分與排名

| | 得分 | 全球三百大航空公司安全度排名 |
|---|---|---|
| **長榮航空** | 73.61 | 163 |
| **遠東航空** | 70.54 | 175 |
| **立榮航空** | 69.89 | 178 |
| **復興航空** | 67.07 | 189 |
| **中華航空** | 61.30 | 211 |

2、航空維修產業簡介

飛機之維修與翻修（Maintenance,Repair and Overhaul，MRO）包括線上維修（Line Maintenance）、內廠維修（Base Maintenance）和大翻修（Heavy Maintenance）。

現階段國內 MRO 維修廠主要包括華航、長榮航太科技、遠東航空、亞洲航空、漢翔航空工業、空軍第一後勤指揮部（一指部）及第二後勤指揮部（二指部）、空軍第三後勤指揮部（三指部）等，其中華航修護工廠及遠航飛機維護中心隸屬其航空公司底下之部門，長榮航太則於 1998 年 9 月自長榮航空機務本部獨立出來，亞洲航空則以 Third Party 型態執行飛機維修業務。目前華航、長榮航太主要以廣體客機為主，遠航及亞航則以載體客機為主，在軍機部分，國內主要維

修廠包括漢翔、亞航、長榮航太及空軍一指部、二指部、三指部；在停機線部分，因航空公司為掌握飛機派遣時效性，故各航空公司多自行建立能量，包括華航、長榮航太、遠航、亞航、漢翔、復興、立榮、華信、以及從事直昇機營運之中興、大鵬（直昇機空照）、德安、凌天（空中靶機）等皆具停機線維修廠。

由於低成本航空（Low fare Carriers）的競爭，未來航空公司仍將致力於成本控制，根據 SAI/BACK 預測，未來全球一般航空公司維修外包比重將由目前之 5 成，增加至 2014 年之 65%，故有利於 MRO 供應商。另一方面，根據 Boeing 資料，全球貨機至 2024 年將有 2,145 架由客機轉換成貨機，約佔未來貨機比重之 6 成，因客機改貨機屬於結構修改，所需之維修技術及維修能量相對較高，故對於大型 MRO 供應商相對有利。

**（二）公司簡介**

1、遠東航空公司

胡侗清先生於 1957 年 6 月 5 日創立遠東航空公司，從四十年代百業蕭條中以僅 30 餘名員工，資本額 60 萬餘萬起家，由初期的空中運報任務、國內外包機、空中照相、森林防護、海上搜尋、支援石油鑽探等運補工作，此外亦接受軍方、民航局、省府委託維護其飛機、直昇機，並接受國外航空公司飛機及發動機維修工作，因此累積了豐富完整的經驗。

遠航初期除經營空中運報業務，亦曾經營台港及東南亞不定期包機業務，1958 年起又拓展航空測量攝影及海上探勘等多項業務，1962 年起開闢北高定期航線之後，陸續增闢國內航線，迄今共 9 條航線，每日提供百餘班次，飛行國內主要城市， 本公司自 1993 年奉民航局核准經營國際包機業務後，積極開闢海外航線，於 1995 年陸續開闢了帛琉、蘇比克等航線。1996 年機務維修方面榮獲 ISO-9002 認證；1997 年 12 月股票正式上櫃。

遠航成立初期僅有員工 30 餘人，資本額 60 萬元，經過多年努力經營後，員工人數為 1,100 人（2003 年 6 月），資本額增加至 58 億 9 千餘萬元，約有三百名運務人員，二百多位空服人員，三百多名修護人員，為旅客提供最佳的服務。遠航自創設以來，一直為純民營的航空公司，1995 年由中華開發信託公司(現為中華開發工業銀行)及南山人壽保險集團入主取得經營權，新的董事會帶來新的經營理念，除加強飛安外，還積極擴展業務及擴展機隊，期能在最短時間內成為國際性的航空公司。

國際航空運輸協會（IATA）於 2008 年 2 月 14 日發函會員，因遠東航空積欠 IATA 所屬的國際清算中心（ICH）八十四萬八千元美金，即日起暫時停止會員權利，所有會員停止與遠航的票務往來，遠航國內航線的機票簽轉及國際航線與其他航空公司的聯營都將被迫停止。

2、遠東集團

遠東企業集團由紡織崛起，歷經半個世紀以來持續的投資擴展，遂行產業垂直與水平的整合，目前遠東集團經營領域已涵蓋了石化能源、紡織化纖、水泥建材、百貨零售、金融服務、海陸運輸、通訊網路、營造建築、觀光旅館、社會公益等十餘項行業，資產總額超過新台幣 1 兆 721 億元(326 億美元)，營業金額超過新台幣 3,600 億元(110 億美元)，股東人數 47 萬人。

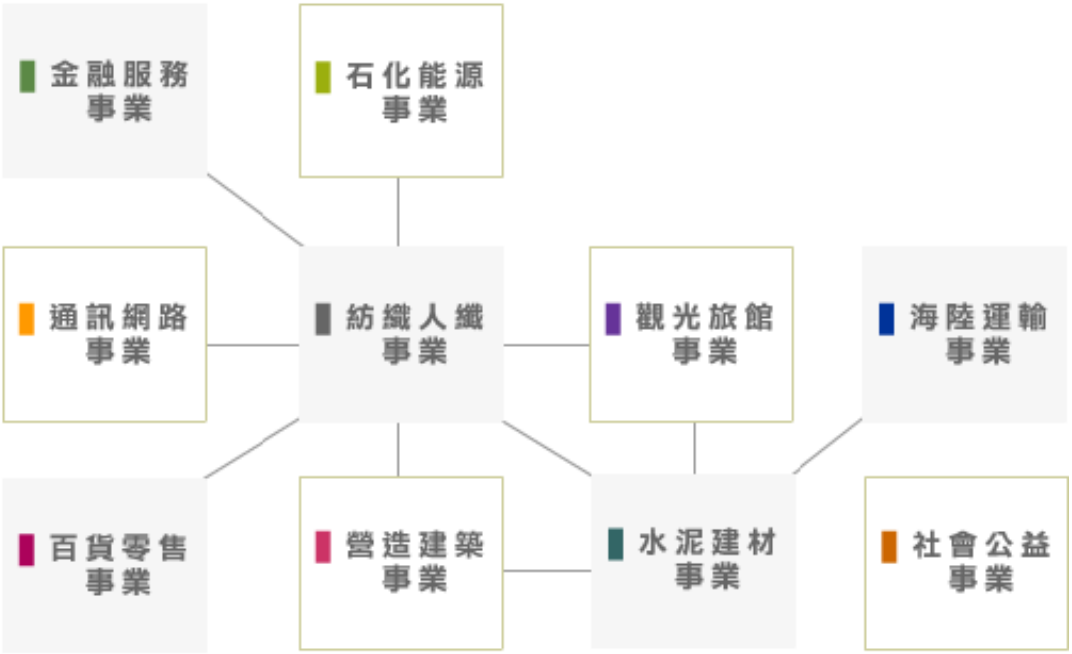
同時，秉持不斷地為顧客、為股東創造新的價值之宗旨，遠東集團分佈在台灣、大陸、加拿大、香港、新加坡、馬來西亞、泰國等十餘個國家及地區，近四萬名訓練嚴謹、熱忱敬業的高素質員工，結合最先進的科技知識、技術、設備與管理，產銷高品質的能源、化纖原

料、紡織衣飾、水泥建材等商品，並提供百貨零售、金融、運輸、醫療、教育、電信等全方位、多元化的服務。

為謀求生活福祉，促進人與環境的和諧，遠東集團所有的經營活動皆以保護環境品質及有效運用地球資源為中心，不但提供員工最完整的訓練、良好的工作環境，並鼓勵員工終身學習以吸收新知，提升技能；配合積極的研發創新，以不傷害環境的生產模式，生產最好的產品，提供最貼心的服務。

遠東集團的理想是讓旗下的每一個事業體，都成為該產業第一流的公司，過去如此，現下依然，而未來的努力方向也將不會改變。

遠東集團事業關聯圖




3、裕民航運股份有限公司

裕民航運公司，於 1984 年由原裕民運輸公司改組成立，專業經營船舶運送業、船舶買賣及船務代理業，1990 年 12 月 8 日股票公開上市，是遠東集團國內八大上市公司之一，秉持著遠東人『誠、勤、樸、慎』的企業精神，落實『以航運核心專長為基礎』、『建立裕民

為世界級的物流運輸公司』、『成為顧客、員工及投資者的第一選擇』的願景。

裕民公司擁有「亞泥一號」、「亞泥二號」、「亞泥三號」、「亞泥五號」、「亞泥六號」、「亞泥七號」六艘自動裝卸專用輪，組成最現代化的自卸輪船隊，承運亞洲水泥公司東泥西運業務及外銷市場，提供水泥及石灰石運銷之運載服務。

為拓展全球大宗運輸暨發展多元化業務，於 1984 年巴拿馬極限型散裝貨輪開始加入營運，陸續又添購超巴拿馬極限型散裝貨輪，目前船隊有「裕利」、「裕東」、「裕如」、「裕誠」、「裕勤」、「裕樸」、「裕慎」、「裕元」、「裕智」輪九艘；又擁有輕便型散裝貨輪「亞洲華耀」、「亞洲光輝」輪二艘，提供礦砂、燃煤、穀物、鋼材等乾散貨之運載服務。

著眼世界經濟發展所需工業原料及能源運輸對海運的需求劇增，賡續擴充海岬型散裝貨輪，計「裕美」、「裕澳」、「裕斐」、「裕歐」、「裕華」、「裕洋」、「裕浩」、「裕瀚」、「裕寰」輪九艘。目前裕民公司自有船隊規模達二十六艘，總載重噸二百二十萬噸；又長期租入兩艘海岬型散裝貨輪，另合資聯營一艘巴拿馬極限型散裝貨輪、兩艘海岬型散裝貨輪及一艘超大型油輪，總艘數達三十二艘，為維持船隊船齡年輕化、市場優勢佔有率，適時汰舊換新，持續擴充船隊。

裕民公司專業的經營團隊，靈活調度船隊，獲得礦砂、燃煤等大宗物資客戶之信賴與支持，並致力於加強船舶安全及資訊管理，掌握散裝航運市場的景氣循環，業績優良，股東投資報酬率高，績效表現獲得肯定。

裕民公司自有資金充足，財務結構健全，為達到多角化經營，轉投資裕民航運（新加坡）私人有限公司及裕民航運（香港）有限公司，成立企業營運總部，佈局全球運籌發展，並與同業以策略聯盟投資成立航運公司，跨足油輪及其他運輸相關事業，擴大經營規模，為公司的永續成長，向前邁進。

## ■ 資產收購架構

（一）架構

1、 裕民航運股份有限公司發起設立裕民航空股份有限公司，由裕民航運股份有限公司百分之百持有裕民航空股份有限公司。

2、 雙方訂立善意併購：由裕民航空股份有限公司與遠東航空股份有限公司訂立資產收購契約。

3、 裕民與遠航大股東簽訂股東協議書：遠航大股東必須於股東臨時會上出席並投票表決贊成該資產收購案，如遠航大股東未出席並參與表決贊成該資產收購案，則遠航大股東應負損害賠償責任；同時裕民將於四大報（聯合、中時、自由、蘋果日報）刊登公告鼓勵遠航小股東出席該股東臨時會。裕民航運股份有限公司私募 50%特別股予遠航所有股東按持股比例認購（相關發行細節參閱報告後述有關章節）。發行無表決權特別股，係為取得部分資金收購遠航資產，且為避免股權稀釋，不希望他人介入經營。（公司法第 157 條第 3 款明文承認無表決權特別股之合法性）

4、 資產收購契約內容：裕民航空股份有限公司依企業併購法第 4 條第 4 款、第 27 條及公司法第 185 條第 1 項第 2 款之規定，以現金作為對價向遠東航空公司收購其主要部分之財產。

5、 裕民航空運輸股份有限公司應支付現金做為對價；遠東航空公司應移轉相關財產並為變更登記。

（二）資產收購契約中雙方約定之特殊條款

1、 裕民將資產收購之部分價金，優先代遠航清償本契約中之標的物上所有債務。

2、 本資產收購契約之契約生效要件：

（1）裕民向民航局申請到航權（濟州島、峇里島）及航線（如報告後述至少二分之一航線）。

（2）裕民重新聘用遠航百分之五十之員工。

（三）為何選擇資產收購？

1、從遠航角度

對於遠航的股東來說，公司目前負債累累、已經歇業的情況該如何拯救，本組認為遠航或許可以採取清算、資產收購、股權收購等方式，不一定要接受我們提出的資產收購方式。但從以下分析各方法的優缺點，本組認為遠航的股東還是會選擇本組提出的資產收購模式。

（1）清算

金融風暴之下，銀行業獲利不佳、對資金的運用更加保守，加上國內其他航空業近幾個月來也是呈現盈餘虧損，依這樣景氣衰退的情況，若遠航拒絕裕民的併購，選擇等著公司被清算的方式，在買者不多、出價意願不高、且賣方財務狀況負債累累的條件下，最後清算的競標價格一定遠低於裕民提出的資產收購價格。

（2）hare Deal

遠航若只願意接受 Share Deal 的併購方式來解決目前的營運困境，則裕民（或其他潛在買方）會考慮到遠航財務狀況裡龐大的潛在負債科目所帶來的風險，而出較低的併購價格，這對遠航來說，大大降低其併購價格的談判力，並無好處。

（2）Asset Deal

遠航若願意將資產與負債切割，出售其完整權利、乾淨（如：沒有設定抵押權）、有價值的資產部分，則與其他兩種方式相比，裕民會因為這些尚有價值、無負債的資產而願意給予較好的收購價格，遠航也不會淪落至拍賣資產而獲取較低的成交價格。但實際上，本組發現遠航大部分的有形資產是飛機，而自有的飛機已被設定抵押權，為了達到裕民要求的「無瑕疵之資產」，避免到時因遠航還不了負債而被拍賣，裕民會用購買遠航資產的資金代為清償抵押負債，以確保裕民本身的權益。

2、從裕民角度

不採股份收購或合併，主要理由係採用資產收購時，併購方無庸承受目標公司之權利義務；以合併或股權收購方式併購，則存續或另立或併購方必須承受消滅公司或目標公司之權利義務。遠航資金黑洞不明，故建議裕民選擇資產收購方式，可不繼受遠航之義務與責任。雖然資產收購如何特定該財產耗費之成本較高，但在遠航財務虧損不明之狀況，兩相權衡之下，建議採用資產收購以降低併購之風險。

## ■ 策略意圖與規劃

（一）收購後的願景與使命

在裕民航運收購遠航財產之後，將秉持著遠東集團「誠、勤、樸、慎」的立業精神，繼續服務顧客，提供最優質的運輸服務，並期望打造一個海陸空運輸霸主的地位。

（二）收購目標

遠航擁有 50 年的飛行業經驗，其擁有的專業飛行人員、飛機維修等技術，是其最大的價值，再加上遠航在國內航空業的航線數排名以也在前三名，這些價值都是裕民想收購遠航的原因。在收購目標上，裕民會以遠航的資產以及公司品牌名稱作為主要的收購標的。

1、飛行器及飛航設備

裕民願意用購買飛機的資金直接代替遠航償還飛機的抵押負債，如此一來可以避免因購買帶有抵押債權的資產所帶來的風險；另外由於遠航的飛行器平均機齡已高達 20 年之有，因此裕民也會視業務需求調整，考慮將收購來的商用飛行器改裝為空運貨機，並另外自行租賃商用飛機。

2、品牌名稱

遠東航空公司在台經營已有 50 多年之久，其品牌在市場上已經有一定的識別度，且「遠東航空公司」這名稱已在民眾心目中留下一個熟悉感和信任度，再加上「遠東航空公司」這名稱與「遠東集團」的品牌名稱在字面上又有關聯性，考量重新打造一新品牌、創造品牌知名度之相關行銷成本，因此裕民也會與遠航商談買下遠航品牌名稱的可能性。然考量原遠航掏空案對遠航品牌形象之負面影響，在收購價金的決定上會考慮此因素。

另外，以下幾點雖然不能列為資產收購的標的資產，但卻是裕民想經營航空業所必須從遠航獲得的協助，其價值同屬重要，也是裕民與遠航在談判時必須納入考量的核心議題。

3、航權與航線

在國內航線方面，遠航的載客率與國內航線總體載客率相距不遠，而在國際航權上，可以發現主要觀光點的航權，且其載客率都高達七成以上，這些觀光點的航權是遠航目前的價值之一。遠航在 2008 年 10 月宣布歇業，於目前的狀況看來，公司並無法恢復營業，且遠航也在同年 11 月中遠航申請了航權延展，因此其航線與航權在 2009 年一月中將會全數被民航局收回。由此考量，裕民想要獲得航權勢必要再自己重新申請航權。

4、飛機維修技術

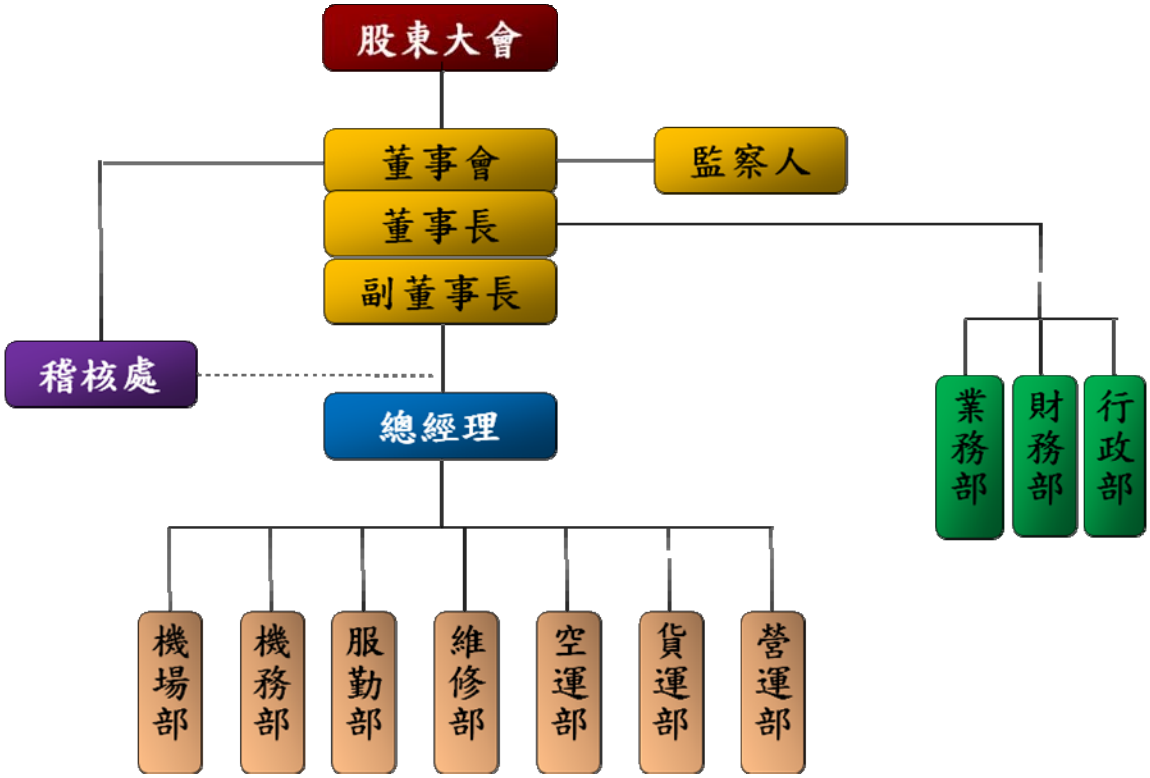
全球民用航空維修市場 2007-2012 年預測綜合增長率為 4.8%，2013-2017 為 4%。依民航局 96 年統計資料表示，遠東航空公司持有

執照的維修員人數僅次於長榮航太、中華航空，以及亞洲航空，並擁有 B757、MD82 機體維修、發動機及各種附件共 193 項之修理能量，目前擁有 FAA、CAA 及其他國家核發之維修證照，95 年維修產值約 1 億 4 千萬元。遠東集團在資產收購遠航之後，可以就擁有特殊的 B757、MD82 機體維修能量，提供亞太地區相關機隊維修支援服務，加上兩岸直航後的地理優勢，發展成為亞太第一的飛機維修市場。另外，裕民還可透過遠航引介原先合作飛機維修的客戶，可以確保飛機維修的營收來源。

5、專業飛行人員

航空業最困難的是培訓專業飛行員，包括機師、地勤人員、維修人員、空服人員等，必須投入大量經費以及時間。而遠航擁有一群優秀、經驗豐富的專業人員，這些人員的技術、知識是遠航最大的資產，也是裕民要進入航空業最需要的。

（三）收購後組織架構



（四）收購後短中長期目標

裕民在收購遠航後，短期目標希望能達到獲利轉虧為盈，在營運步上軌道後，便將事業版圖擴大至亞洲地區，朝向中期目標—亞洲區運輸業龍頭努力，希望能夠立足亞洲，遠放全球，進而再慢慢朝向全球進軍，期望達成最終目標—成為全球海陸空運輸業霸主。

（五）預期集團綜效

有鑑於 2008 年 12 月 15 日兩岸三通這個里程碑的達到，未來兩岸運輸及觀光的市場可預期的有無限商機。

1、海陸空新霸主

遠東集團下已有海陸運輸事業，若加進遠航成為事業群之一，則遠東集團的運輸事業將在海陸空三方面都占有一席，透過海陸空彼此間的互補，可以自行建立一個屬於遠東集團的運輸網絡，打造一個海陸空運輸霸主的形象。對遠東運輸事業來說增加了資源運用的效率；對民眾來說多了一次購足的方便性，讓大眾需要客運或貨運時，第一時間就想到選擇遠東運輸事業，可以達到民眾資訊收集成本的降低，也增加了對遠東運輸事業的信賴程度，慢慢達到大眾對遠東運輸事業的專屬陷入。

2、觀光

遠東集團旗下尚有觀光旅遊事業（遠東國際大飯店）、百貨零售業等，在併購遠航之後，可以透過交叉行銷的方式，達到獲利的極大化。如結合遠航、遠企、遠東旗下各百貨業、遠東旗下海運業，做出一個套裝行程，或設計消費同集團事業的優惠折扣，讓民眾可以在旅遊的交通工具選擇遠東集團（遠航、觀光郵輪）、血拼消費時選擇遠東集團（遠百、太平洋等）、旅遊中若有貨物需要運輸到其他地方，還是可以選擇遠東集團（富民、裕民等）。

另外，鑒於兩岸交流越來越頻繁，以及 2008 年 12 月 15 日開放兩岸大三通，可預見未來兩岸航空業的商機。據民航局表示，目前還

在與大陸洽談定期航班事宜，尚未開放申請兩岸航權，因此裕民在收購了遠航之後，還是能與其他航空公司站在同一起跑點爭取兩岸的定期航班航權分配。

3、醫療專機商機

遠東集團旗下社會公益事業有亞東醫院、遠東聯合門診中心，其中亞東醫院為板橋地區規模最大的醫學中心，核心專長為 3C(心臟血管醫學、癌症、重症醫療)、2T(器官移植、創傷醫學)及微型手術。在裕民併購遠航後，亦可結合以其專業的醫療技術及遠航的飛航設備，致力發展臺灣的醫療救護體系。尤其未來往返兩岸的台商人數有越來越多的趨勢，鑒於台商對大陸的醫療系統不夠放心，大陸台商的醫療包機將也會是一大市場。

■ **收購時程**

| 流程 |
| --- |
| 裕民航運股份有限公司須先經政府許可，再發起設立裕民航空股份有限公司 |
| 裕民航空向民航局申請航權及航線 |
| 裕民航空股份有限公司與遠東航空股份有限公司雙方簽訂收購意向書及事前保密協定、排他條款 |
| 裕民航空執行實地查核 |
| 裕民航空致遠東航空董事會之資產收購提案計畫書 |
| 裕民航空和遠東航空雙方同時召開董事會（需經董事會特別決議） |
| 裕民航空與遠東航空之大股東訂立股東協議書 |

| |
|---|
| 通知各股東召開股東臨時會，公告資產收購案相關內容並記載於召集事由中 |
| 裕民於四大報刊登公告鼓勵遠航小股東出席該股東臨時會 |
| 裕民和遠航召開股東臨時會，雙方股東會通過特別決議資產收購案（企業併購法第 27 條第 1 項、公司法第 185 條第 1 項） |
| 裕民取得資產於事實發生之日起二日內辦理公告申報 |
| 向主管機關申請相關變更事項 |
| 不同意股東依企業併購法第 12 條第 1 項第 4 款請求買回股份<br>不同意股東與公司應於決議日起 60 日內協議決定價格<br>公司應自決議日起 90 日內支付價款 |
| 以公告方式代債權讓與之通知（企業併購法第 27 條第 1 項），並為變更登記（航空器之所有權） |

## ■ 資產收購計畫相關核心議題

（一）收購資產

1、收購範圍及價金

裕民預計收購之資產以固定資產為主，包括遠航之土地、房屋、飛航及維修設備、其他設備及未完工程及預付設備款，及取得遠航之公司名稱及品牌，預計將取得遠航自有飛機四架及相關維修設備，恢復經營其班機客運、貨機、包機、租賃、修護等業務，希冀透過集團下裕民航運及裕民（遠東）航空之交叉行銷及業務整合，達到營收成長及成本節省之綜效。

依會計師簽證之 2007 年上半年度財務報告遠東航空帳列固定資產淨額約 68 億，包括土地、房屋及建築、飛航設備、租賃資產等，明細如下表所示。

| 遠航固定資產 (千元) | 2007.06.30 淨資產(已扣除累積折舊) | 重估增值 /租賃負債 | 調整後收購價格 | 抵押資產 |
|---|---|---|---|---|
| 土地 | 75,336 | 62,416 | 12,920 | 75,336 |
| 房屋及建築 | 39,139 | 6,860 | 32,279 | 9,943 |
| 飛航設備 | 2,906,537 | - | 2,906,537 | 2,563,494 |
| 其他設備 | 538,408 | 1,021 | 537,387 | - |
| 未完工程及預付設備款 | 65,303 | - | 65,303 | - |
| 租賃資產 | 3,247,110 | 2,758,964 | - | - |
| 合計(含租賃) | 6,871,833 | 2,829,261 | - | 2,648,773 |
| 合計(不含租賃) | 3,624,723 | 70,297 | 3,554,426 | 2,648,773 |
| 調整累積折舊至收購時點 | | | 424,167 | |
| 收購價格上限 | | | 3,130,259 | |
| 初始收購價格 | | | 2,660,720 | |

經初步查核財報後，我們認為至少應就以下三方面調整收購價格：

（1）租賃資產 3,247,110 千元

由於租賃資產在經濟實質上，相當於遠航以分期付款方式購買該部分固定資產作為營運上使用，因此若欲取得該租賃資產之使用權，尚須承受對等的租賃負債 2,758,964 千元。從財報揭露之附註中顯示，該資本租賃屬售後租回附買回契約，期滿遠航將依約定價格買回租賃資產，故屆時租賃資產之所有權才將移轉回遠航身上。是故，本案收購價金不宜包含租賃資產。

然在上述租賃資產中，包含三架 B757-200 飛機，若經評估遠航原資本租賃條件較市場優惠，且原出租人願意依原條件出租，則裕民有相當之意願與原出租人重新簽訂租賃契約，使裕民取得該部分資產之使用權及屆滿之所有權。

（2）重估增值 70,297 千元

財報中指出，遠航的房屋、什項設備之重估基準日係 1980 年 12 月 31 日，土地之重估基準日係 1997 年 04 月 30 日，該重估時點已過多時，增值是否依然存在有待考察，為保護裕民之權益，將以較保守觀點先行將重估增值部分全數扣除。

（3）2007 年 07 月至 2008 年 12 月期間之累積折舊 424,167 千元

上述收購價格係依 2007 年 06 月 30 日財報資料調整，惟該資產負債表日據今已有一年半之時間落差，應考慮此期間之新增累積折舊部分，予以扣除，作為收購價格之依據。

經上述調整後，在遠航配合裕民進行財務實地查核及鑑價，並證明資產公平市價與帳面價值相當之前提下，裕民願意以 3,130,259 千元作為收購遠航固定資產（不包含租賃資產）之價格上限，然實際上，並基於風險考量、市場環境因素及談判策略，將以八五折，即 2,660,720 千元作為收購之初始價格。

惟 2007 年 06 月財務報告中亦指出遠航以其飛機及不動產資產作為金融機構長期借款及承租飛機保證之擔保品（帳面價值共計 2,648,773 千元），該類借款合約合計 2,167,600 千元（明細詳前表），為維護裕民取得之收購資產無任何權利瑕疵，裕民將直接代遠航清償其以被收購資產為抵押擔保品之債務，故實際給付遠航之價金將為已扣除該部分債務之淨額。

此外，基於行銷之考量，若遠航願意更名，讓出遠東航空名稱予裕民航空公司，裕民願意給付 5,000 千元（初始價格）至 10,000 千元（上限）作為取得遠航公司名稱及品牌之代價。

對遠航而言，此出價相較其他潛在資產收購人，如華航、長榮等航空公司，將更具吸引力，因裕民對其資產的相對需求度高於其他大型航空公司。同時，若遠航進入清算程序，資產的拍賣價格可能因累拍不成而巨額減損，合理相信此收購價格將高於遠航清算時的資產拍賣價值，故此資產收購行為應亦將獲得遠航債權人的支持。

| 遠航之借款銀行 | 契約期限 | 摘要 | 2007.6.30 借款金額(千元) |
|---|---|---|---|
| 兆豐銀行 | 2004.09.29~2009.09.30 | 飛機抵押融資 | 200,000 |
| 遠東商銀 | 2007.05.22~2012.05.22 | 飛機抵押融資 | 731,000 |
| 大眾銀行 | 2006.06.29~2010.06.29 | 飛機抵押融資 | 307,600 |
| 台灣銀行 | 2007.03.22~2012.03.22 | 飛機及不動產抵押融資 | 760,000 |
| 合計 | | | 2,167,600 |

2、收購效益

考量收購初期虧損的稅盾效果，並衡量收購後裕民航運能擴展業務而獲得之營收，及規模經濟下的成本節省效果，依 DCF 法建構本收購案效益之財務模型並進行敏感度分析結果如下表。本組預期裕民航空將在三年後恢復遠東航空原載貨、載客業務之四成以上及恢復原維修業務之八成以上，而使裕民收購遠東航空一案有正向報酬 10%以上。

| 收購案報酬率 | | 恢復遠航原客/貨運收入之百分比 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% |
| 恢復遠航原維修收入之百分比 | 10% | (5.58%) | (0.61%) | 4.36% | 9.34% | 14.31% | 19.28% | 24.25% |
| | 20% | (5.48%) | (0.51%) | 4.46% | 9.43% | 14.41% | 19.38% | 24.35% |
| | 30% | (5.39%) | (0.41%) | 4.56% | 9.53% | 14.51% | 19.48% | 24.45% |
| | 40% | (5.29%) | (0.32%) | 4.66% | 9.63% | 14.60% | 19.58% | 24.55% |
| | 50% | (5.19%) | (0.22%) | 4.76% | 9.73% | 14.70% | 19.67% | 24.65% |
| | 60% | (5.09%) | (0.12%) | 4.85% | 9.83% | 14.80% | 19.77% | 24.75% |
| | 70% | (4.99%) | (0.02%) | 4.95% | 9.92% | 14.90% | 19.87% | 24.84% |
| | 80% | (4.90%) | 0.08% | 5.05% | 10.02% | 15.00% | 19.97% | 24.94% |
| | 90% | (4.80%) | 0.18% | 5.15% | 10.12% | 15.09% | 20.07% | 25.04% |
| | 100% | (4.70%) | 0.27% | 5.25% | 10.22% | 15.19% | 20.16% | 25.14% |

3、資金來源

基於資金成本考量，原則上將以裕民航運自有資金及舉債方式融資，惟為提供遠東航空股東於股東會決議通過資產收購案之誘因，將開放半數金額以私募可轉換特別股之方式由遠航原股東認購，以與其共享新裕民的企業價值。私募之優先記名式特別股每股面額 10 元，發行價格每股 45 元，若以 30 億收購價格估算，預計新發行股數將占

發行後裕民航運總發行股數 3.74%，惟實際發行股數將視最後收購價格決定之。

特別股股息為年率 4%，發行期間三年，發行滿一個月後得以一比一之比率轉換為普通股，三年後未轉換之股份將依發行價格贖回。對遠航股東而言，持有該特別股，除可享有股息年率 4%外，亦相當於擁有一以裕民航運股票為標的之買權，執行價即為發行價格 45 元，在目前股市相對處低檔之情況下，預期未來三年內將有相當獲利空間。若遠航股東對應募裕民可轉換特別股之興趣不大，依裕民近年度之合併財務表現來看，目前手頭現金約 230 億，而從財務結構、現金流量、償債能力及槓桿度四方面衡量，裕民的舉債能量也相當充足，故合理相信裕民有足夠能力支付本收購案及以後年度經營所需之資金。

| 裕民合併財務比率 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| 負債占資產比率(%) | 42.64 | 28.41 | 22.96 | 26.07 | 31.35 |
| 現金流量比率（%） | 152.07 | 306.48 | 262.14 | 140.21 | 202.33 |
| 現金流量允當比率（%） | 371.36 | 350.8 | 263.9 | 211.63 | 208.54 |
| 流動比率（%） | 180.50 | 284.41 | 479.00 | 382.46 | 454.06 |
| 速動比率（%） | 169.36 | 270.59 | 466.24 | 377.36 | 449.29 |
| 利息保障倍數（倍） | 11.25 | 43.19 | 46.27 | 38.89 | 52.24 |
| 財務槓桿度 | 1.11 | 1.02 | 1.02 | 1.04 | 1.02 |

（二）航權與航線

遠航在 2008 年 11 月中停止營運滿六個月，雖然有申請航權航線展延兩個月，但在 2008 年 12 月 19 日遠航申請重整案再度被法院裁定駁回，表示遠航所有的航權都會在 2009 年 1 月中被撤銷，也代表裕民勢必需要重新申請航權與航線。在申請航權航線方面，我們會以「裕民申請到航權(濟州島、峇里島)及航線(如下所述至少二分之一航線)」納為契約生效的必要條件。

申請航權航線時，裕民首先會申請以下幾個特定航線航權，選擇這些航權航線的考量因素，包括載客率、民眾對航線的需求強度、以及競爭者多寡。

1、國際航權

| 航權 | 總飛行班次 (次) | 總載客人數 (人) | 總載客率 (%) | 遠航載客率 (96 年) (%) | 附註 |
|---|---|---|---|---|---|
| 濟州島 | 4,075 | 432,623 | 61.8 | 61.8 | 遠東(復興只有 5 個班次) |
| 峇里島 | 1,362 | 321,161 | 79.6 | 75.6 | 遠東、長榮、中華 |
| 普吉島 | 579 | 83,550 | 83.36 | 79.0 | 遠東、中華 |
| 帛琉 | 474 | 61,002 | 72.3 | 71.3 | 遠東、外國航空公司(帛琉亞太、帛琉國家) |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 亞庇 | 770 | 69,292 | 61.8 | 71.3 | 遠東、外國航空公司(馬來西亞) |

2、國內航線

| 航線 | 總飛行班次(次) | 總載客人數(人) | 總載客率(%) | 遠航載客率(96 年)(%) | 附註 |
|---|---|---|---|---|---|
| 台北—台東 | 4,276 | 369,896 | 55.8 | 54.1 | 遠東、立榮 |
| 台北—花蓮 | 5,726 | 374,906 | 63.3 | 60.9 | 遠東、復興 |
| 台北—金門 | 10,440 | 846,234 | 65.4 | 69.7 | 遠東、復興、立榮、華信 |
| 台北—馬公 | 11,178 | 698,652 | 61.9 | 57.5 | 遠東、復興、立榮 |
| 高雄—馬公 | 11,814 | 579,465 | 71.2 | N/A | 復興、立榮 |

（三）遠航員工權益

就現狀了解，遠航員工約有 1200 位，工會於 2008 年 9 月 1 日向台北市政府提出實質歇業認定，台北市政府於 2008 年 10 月 6 日至公司會勘，並於 2008 年 10 月 23 日發函認定屬實，而以 2008 年 10 月 1 日為基準生效日。現除部份留守員工外，相當比例之員工已辦理離職，而自 2008 年 4 月至 9 月所積欠之工資應可由積欠工資墊償基金取得墊償；符合退休資格人員之退休金，甚至部份比例之資遣費，應可由台灣銀行之勞工退休準備金支付。

基於營運策略考量，考慮針對遠航之主要營運設備資產進行併購，由於裕民並無經營航空產業之經驗與人才，倘能成功購得，則遠航之人力資產實為未來拓展營運之重要基礎，因此裕民將以務實的態度、合理範圍內保障員工工作權、以及維護員工尊嚴之原則，提出員工議題規劃方案如下：

1、 因本案之規劃為資產收購，屆時員工若從遠航轉至本公司任職，將以自遠航離職或資遣，而由本公司「重新聘用」之模式處理，有關員工在遠航任職期間之積欠工資、資遣費或退休金等權益之爭取，本公司將表達支持員工爭取權益，但不介入與負責之立場。

2、 針對遠航現有員工，裕民於承受標的資產後，為維持營運與發展之必要，並保障員工工作權，願自併購生效基準日起，重新聘用至少 50%之原遠航員工，聘用期間自生效基準日起算不低於一年。對重新聘用之員工，將一體適用裕民就員工相關事項所訂之工作規則或管理規章，不會有歧視性待遇。

3、 有關重新聘用之勞動條件，將參考員工之年資、專業經驗、任用職務、原薪資水準、市場可能價值、及裕民之薪資政策與水準妥慎處理。原則將採較低底薪、較高獎金之薪資設計原則，鼓勵員工追求表現，培養績效導向之組織文化。為能有效激勵員工，建議於併購生效基準日起五年內，針對航空業務，提撥稅後盈餘之 10%作為員工獎勵金之發放預算。

4、 由於飛行機師、空勤人員、以及地面飛機維修人員為營運成功之必要條件，裕民將針對上述人員發出至少 70%之聘書，同時希望遠航管理當局能協助裕民發放個人資料移轉同意書給員工，簡化重新聘任流程，希望能獲得 50%以上之上述人員願意接受聘任，而此 50%之比例亦將列為資產收購合約是否生效之條件。同時，若遠航管理當局未能適切協助員工接受裕民之聘任，不排除透過管道，直接與遠航工會理事長陳國良先生聯繫，尋求協助與支持。

■ 備案

（一）收購飛行器及維修設備資產

其實飛行器租賃的管道非常充裕，因此裕民除了直接向遠航收購飛機資產外，也可以直接選擇自行向租賃公司承租飛機，或接手大型航空公司之二手飛機。故若裕民對遠航飛機收購價格的開價要求不合理，不一定非要接受遠航的飛機；而維修設備的部分亦同。若裕民對遠航的維修設備收購價格無法達成協議，可選擇等遠航清算時，再去應買維修設備，成本更低。

（二）與民航局交涉航權

其實裕民從遠航身上最想得到的是「航權航線」與「專業人員」，必須具備這兩項資產裕民才能經營航空業。但對於這兩大資產，遠東航空公司卻沒有辦法掌握，因此在最糟的情況下，民航局反而成為我們主要的談判對象。我們可以合理的推測民航局最擔心的是遠航員工因公司遭清算而可能引起暴動，因此會希望有人出來解決員工的問題。在這假設條件下，若裕民能夠接收遠航的員工（也就替民航局解決了遠航員工的問題），妥善安排好飛機等設備的租賃事宜，再去和民航局洽談申請航線，民航局理應願意配合。

## ➢ 致遠東航空公司董事會報告書

### ■ 對遠東集團提案之評估

各位董事，在此向您報告遠東紡織股份有限公司透過裕民航運股份有限公司對敝公司所提出之資產收購計畫：裕民航運預定以至高 68.56 億元收購遠東航空公司所有固定資產。裕民航運股份有限公司於民國 98 年 1 月 2 日提出以最高 68.56 億元收購遠東航空公司包括土地、房屋以及飛航設備等固定資產；至於其餘資產以及負債與權益部份，將不概括承受。

雖然以 68.56 億元收購所有固定資產，此金額等同於敝公司 96 年第三季所公佈之財報數字，並無減損遠東航空原有之資產價值，然而截至 96 年 12 月 31 日止，遠東航空之負債總額已達 108.56 億元，而資產總額僅 87.33 億元；其資金缺口達新台幣 21.23 億元；若將固定資產全數售予遠東紡織股份有限公司，將使敝公司失去繼續營運所需資產，遂將結束公司並進入清算與清償債務等程序。屆時雖能償還部份債務款項，然而在資產總額低於負債總額之情形下，將無剩餘盈餘分配予股東，其對股東之影響與聲請破產並直接進入清算程序無異。

由於公司法中規定出售公司重大資產須經股東會表決同意（1/2 股東出席股東會，其中 2/3 表決同意；或 2/3 股東出席股東會，其中 1/2 表決同意。），預計裕民航運所提出此一資產收購案將無法於股東大會表決通過；因而將不建議董事會同意裕民航運所提出之資產收購案。

### ■ 替代方案

基於追求股東利益極大之代理原則，敝管理團隊將不建議董事會接受裕民航運公司所提出之資產收購案，並戮力使遠東航空股份有限

公司於重整繼續營運，以使既有股東仍可保有其應有之利益，將擬定以下替代方案回應：

（一）以股份轉換代替資產收購

1、策略說明

綜觀法院對遠航的重整判決書與目前遠航之經營情況，遠航停業已達六個月以上，重整之緊急處分亦於 2008 年 8 月 19 日到期，此後債權人皆將利用訴訟程序行使債權，公司停業已處於無現金進帳之情況，更難以處理負債問題，法院三度駁回遠航之重整案，認為其復飛成本至少高達 18 億元，且現行之大股東皆無心經營公司，相繼辭去董監之職務，市場上亦難找到其他有意願大筆注資之投資人，即便有意願大筆注資，亦難以概括承接公司所面臨之巨額負債，如此下去公司面臨破產似無挽回之餘地。

然即便公司係處於如此艱困之處境，敝團隊仍認為遠航之營運仍有其價值，認為敝管理團隊為尋求股東之最大利益建議併購方採取股份轉換之方式，使裕民航運成為遠航百分之百持有之母公司，如此一來方得保全我方公司之航空執照，與未來繼續依照本公司過往之經營記錄申請航權之可能。

且觀諸行政機關之態度，因現今國內地面交通較以往發達、國內空中客運市場已大幅萎縮，並不支持台灣繼續成立新的航空公司；而民用航空業係屬許可制，依照民用航空法第六章 中，對於民用航空運輸業、普通航空業、航空貨運承攬業、航空貨物集散站經營業、航空站地勤業等經營事項皆規定為特許行業，必須由符合各項要件取得許可證，始得營業。且依民用航空運輸業管理規則觀之，除欲經營離島航線外，經營國內或國際航線之定期與不定期航空運輸業務皆必須符合特定要件，對於過往未經營航空業務之裕民航運而言，至少必須符合每年營業收入達到 60 億元之資格，而觀諸裕民航運 96 年營收（非合併）始達 22 億元，顯不符合申請資格。由此觀之，本公司所擁有之航空公司之營業執照仍有其價值所在，如由裕民成立新航空公司再

申請民航局許可，在不符合法令要求之情況下，國際航線之業務勢必不可行。如遠東集團利用其他公司申請時，因未符合「經營國際運輸或國際貿易業務五年以上」之要件，故僅得申請國內航線之業務，在主管機關核發營業許可趨於保守之態度下，如主管機關不欲核發許可證將造成遠東集團之投資淪為空談，將造成巨額之損失。

至於目前商機之所在，兩岸包機的部分，因為涉及到大陸地區到底屬於國內或國際航線的爭議，臺灣地區與大陸地區人民關係條例特別獨立出來另為規定，對於航空器欲航行至大陸地區必須經過主管機關許可，許可辦法必須依照交通部訂立之，因此申請資格必須依照交通部訂立之「國籍航空公司申請飛航兩岸貨運包機作業程序」、「國籍航空公司申請飛航兩岸客運包機作業程序」之規定辦理，不論貨運或客運部分皆以經交通部民用航空局（以下簡稱民航局）核准經營國際航線不定期航空運輸業務之業者為限。

綜上所述，如欲採取併購方之策略，最多遠東集團僅得利用其他營收達六十億元以上之子公司依民用航空運輸業管理規則第三條第一項第一款申請經營航空運輸業國內航線，欲再進一步申請國際航線(貨運或客運)或國際航線包機業務皆必須符合其他嚴格之要件，且曠日廢時；在兩岸包機此一市場大餅部分，亦限於經營國際航線不定期航空運輸業務之業者為限，遠東集團最快得申請經營國際航線定期或不定期運輸業之條件亦必須達五年以上，如遠東集團採買受固定資產再設立新公司等形式，將造成飛機閒置與承擔日後兩岸直航市場已處於難以進入之狀態之巨大風險。

故敝團隊建議採取股份轉換之方式，由裕民航運成為遠東航空百分之百持有之母公司，以保留本公司之營運執照繼續經營，始得以最短時間利用現今兩岸直航市場尚未穩固之際攻占市場。或併購方將有所疑慮本公司係為一資金有巨大缺口且淨值為負的企業，然如得於事前與我方合作，說服債權人拋棄部分債權，因公司如進入破產程序，資產拍賣之價值將遠低於帳面價值，債權人亦難得全額受償，估計約僅得受償三、四成。然如遠東集團引入資金繼續經營且對於債務為保

證，債權人應較公司破產更可受到較多之清償。故基於此立論基礎應由雙方聯合與債權人協商，以債權人對於部分債權為退讓以換取遠東集團進入經營，藉此解決公司短期之資金問題，使公司淨值轉負為正得以繼續營業。

航空運輸業許可制之申請條件：

| 航空業務 | 申請條件 | 備註 |
| --- | --- | --- |
| 國內航線定期或不定期運輸業務 | 公司設立五年以上，財務及組織健全，董事長及董事逾半數為中華民國國民，公司之資本總額或股份總數逾百分之五十為中華民國之國民、法人所有，屬股份有限公司組織者，其單一外國人持有之股份總數不得逾百分之二十五。公司最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，每年營業收入達新臺幣六十億元以上者 | 民用航空運輸業管理規則第三條第一項第一款 |
| 國內離島偏遠航線定期或不定期航空運輸業務 | 1.公司財務及組織健全，實收資本額達一億元以上，其董事長及董事逾半數為中華民國國民，公司之資本總額或股份總數逾百分之五十為中華民國之國民、法人所有，屬股份有限公司組織者，其單一外國人持有之股份總數不得逾百分之二十五者<br>2.經營普通航空業，公司財務及組織健全，最近二年未曾發生財務或股權糾紛影響公司正常營運，飛行時數達五百小時以上，最近飛行時數五百小時內無航空器失事，最近飛行時數二百五十小時內，無重大意外事件、飛航違規 | 民用航空運輸業管理規則第三條第一項第五款、第六款 |

| | | |
|---|---|---|
| | 紀錄者 | |
| 國際航線包機業務 | 二、經營國內航線民用航空運輸業，公司財務及組織健全，最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，且最近三年承運旅客人數累計達九十萬人次以上，未曾發生重大飛安事故，具有第二級以上維護能力及足夠之合格航空人員者， | 民用航空運輸業管理規則第三條第一項第二款 |
| 國際航線定期或不定期運輸業務 | 1.經營國際航線包機業務二年以上，公司財務、維修及航務組織制度健全，最近二年未曾發生財務或股權糾紛影響公司正常營運，每年經營達六十架次以上，最近二年未曾發生重大飛安事故，具有第二級以上維護能力及足夠之合格航空人員者<br>2.經營國際運輸或國際貿易業務五年以上，公司財務及組織健全，董事長及董事逾半數為中華民國國民，公司之資本總額或股份總數逾百分之五十為中華民國之國民、法人所有，屬股份有限公司組織者，其單一外國人持有之股份總數不得逾百分之二十五。公司最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，其達新臺幣一百億元以上者 | 民用航空運輸業管理規則第三條第一項第三款、第四款後段 |
| 國際航線定期或不定期貨運業務 | 經營國際運輸或國際貿易業務五年以上，公司財務及組織健全，董事長及董事逾半數為中華民國國民，公司之資本總額或股份總數逾百分之五十為中華民國之國民、法人所有，屬股份有限公司組織者，其單一外國人持有之股份總數不得逾百分之二十五。公司最近三年未曾發 | 民用航空運輸業管理規則第三條第一項第四款前段 |

| | | |
|---|---|---|
| | 生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，每年營業收入達新臺幣六十億元以上者 | |
| 兩岸包機（貨運與客運）業務 | 以經交通部民用航空局核准經營國際航線不定期航空運輸業務之業者為限 | 國籍航空公司申請飛航兩岸貨運包機作業程序、國籍航空公司申請飛航兩岸客運包機作業程序 |

**目前不可行，要等遠航真的結束營業**

對於六福集團有意經營航空業務，民航局長張國政表示，台灣這麼小的地方就有六家國籍航空公司，已呈飽合狀態。在從前地面交通不盡發達時，六家航空公司或許有存在的必要，但現在地面交通多元又快速，特別是高鐵通車後，對航空業帶來巨大衝擊，台灣是否還有必要容六家航空公司，值得檢討。

張國政以 1997、98 年為例說，當年台北到高雄每個月有一百多個班次，但今年六月竟只剩下四班次，由此可知，台灣已沒有成立新航空公司的空間，民航局也不樂見。

台灣自 1987 年起，陸續放寬航空部分管制項目及相關法令的修訂，交通部長毛治國今年五月上任前曾表示，現在國內民航業已到了整併時候，交通部必須認真思考這個議題。張國政表示，民航局尊重各航空公司的自主權，期待他們能自主整併。摘自【中央社／台北

十八日電】 2008.06.18 10:30 pm

2、交易流程說明

（1）與裕民協商出初步計畫，促使其接受敝管理團隊提出之計畫。

（2）和裕民航運一同與債權人協商：與債權人議價促使其退讓其債權額，期望債權人可以退讓至五折即約 54 億元，並訂立分期付款計畫，並由裕民航運及遠東集團就此債權為保證或提供擔保，此一折讓之理由係參考實務上拍賣之價格，以固定資產 68 億而言，經過拍賣約只能拍定三至四成之帳面價值，且參考萬泰銀行債權協商之結果而定之。

**萬泰銀提以債做股 折價近五成**

萬泰銀方面由摩根士丹利安排召集會議，提供所有出席債權人代表一分書面提案，並以表格詳列，供債權人帶回研究。由於萬泰銀本身財務體質太差，增資金額主要用於改善本身資產品質，因此萬泰銀開出的以債做股條件，所有債權人的債權都要打折，打折成數接近五成。

摘自【經濟日報／綜合報導】 2007.09.07

（3）召開股東臨時會：在本公司董事會在債權人及裕民航運接受此一併購方案之情形下配合其召開臨時股東會，進行股份轉換，敝管理團隊基於對股東之保障，要求裕民航運應以股份轉換之方式與遠東航空換股，參考三月時遠航私募計畫訂價為 3.2 元/股，加計溢價 35%，每股之股份轉換價值應以 4.1 元/股為基準。附帶說明為何欲加計溢價 35%：因此一部分預留了給予對方議價的空間，敝管理團隊建議堅守的底線為 3 元/股。

（4）多方協商：若裕民航運肯接受以上條件，則敝管理團隊開始分別進行與大股東、債權人及員工之協商會議，說服其同意此交易條件。

與大股東協商：

| 大股東 | 持股比例 |
|---|---|
| 開發金 | 9.49 |
| 華航 | 5.73 |
| 國華人壽 | 8.57 |
| 南山人壽 | 3.51 |
| 法國巴黎銀行 | 3.13 |
| 艾吉投資開發 | 9.35 |
| 鄭博修 | 3.13 |
| 劉思遠 | 3.21 |
| 黃瑞柔 | 4.04 |
| | 合計 50.16 足以通過特別決議 |

與員工協商

**刻苦守崗位　遠航員工盼天光 【12/26 22:36】**

〔本報訊〕無薪假很苦嗎？但有一群遠東航空的員工卻是天天無薪上班。媒體報導，遠航 5 月停飛至今，很多遠航員工仍然

堅守崗位。即使被斷水斷電，他們帶檯燈、借日光，繼續上班、維修飛機，就是為了期待遠航有一天能展翅重飛。

即使遠航宣布破產，但很多遠航人仍舊繼續「上班」。前遠航高雄站的副站長，就投書媒體這樣形容他們上班的窘境。辦公室都被斷電了，靠著負責機場電力的人好心留下插座電力，大家每天帶著小檯燈上班，但每天待在黑黑的辦公室，幾乎要得了幽門恐懼症，最諷刺的是，當其他勞工高喊抗議無薪休假，這群遠航人，卻是天天無薪上班。

他們這麼努力，無非是希望遠航有一天真能重新展翅。但這樣的希望，明知可能性不高，但已經是他們唯一說服自己支撐下去的動力。

*上個月我兒子生日，我幫他許願：「希望看遠東的白肚子飛上天空。」如果有那天，我會很開心；到時公司還想用我的話，就算降薪我也願意回來，但這機會太渺茫。以後每年幫兒子過生日，應該都會想起遠東，很感慨吧。*

*前遠東航空高雄站副站長 蘭雨薏*

就此些消息看來，員工續留的意願仍然很高。

（二）股份轉換之好處

敝管理團隊認為上述併購方案有以下好處：

1、使交易成為可能

按裕民航運所提出之計畫，完全是獅子大開口之天方夜譚，將使股東無法受償，依公司法一百八十五條召開股東臨時會必然無法通過資產讓售議案。

2、保障遠航股東

按現在遠航之股東權益為負值，代表遠航破產清算股東將無法分得任何財產，若採此方案至少能使其藉由股份轉換成為裕民航運之股東，不至於完全無法受償。

3、保障遠航債權人

若是以遠航現在情形進行破產清算，則固定資產價值必定大幅滑落，若敝管理團隊提出之方式，債權雖然打折，但較之前述結局仍較佳，且有裕民航運為折讓後債權保證或提供擔保，也使債權人較為安心。

4、保障員工權益

使員工不至於在此景氣不振之環境之下面臨失業之問題，且可以以其原本之專業繼續服務，避免增加社會成本。

5、對買方有利

（1）此方案僅耗時一個月即可完成交易，比起等本公司自然破產清算後再來標買其資產來說，省時省力。

（2）與工會簽訂協議，成立營運顧問部門，減低遠東航空重新開業之時間及技術成本，使其可以即時投入大三通市場大餅，不致錯失立穩根基之良機。

（3）及早展開員工復飛訓練，縮短開業時辰，提供良好人力資源。

股權轉換時程表

| 日期 | 事件 | 備註 |
|---|---|---|
| 2009/1/15 | 與裕民航運協商交易條件，簽訂備忘錄 | 備忘錄內容：<br>1. 4.1 元/股，20 億進行股份轉 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 換<br>2. 與債權人進行協商<br>3. 員工隨同移轉保障 |
| 2009/1/16 | 「致遠航債權人協商計畫」 | 邀請召開債權人協商會議 |
| 2009/1/19 | 召開債權人協商會議 | 協商結果：<br>債權折讓五折，剩下債權由裕民保證，為債權人之受償提供保障，並訂立分期付款計畫。 |
| 2009/1/21 | 召開大股東協商會議 | 爭取其支持股份轉換提案 |
| 2009/1/22 | 「致遠航員工的一封信」 | 邀請召開員工協商會議 |
| 2009/1/23 | 召開員工協商會議 | 協商結果：<br>1. 年資退讓妥協<br>2. 保障續僱傭契約<br>3. 員工開始復飛訓練<br>4. 經理級以上進行公司復運規劃 |
| 2009/1/23 | 「致遠航股東的一封信」登報<br>寄發股東臨時會開會通知 | 為期三日，工商時報、經濟日報 |

| | | |
|---|---|---|
| 2009/2/13 | 召開股東臨時會 | 企業併購法第二十九條股份轉換議案 |
| 2000/2/20 | 股份轉換基準日 | |

僅耗時一個月又四天，省時省力省錢，盼本公司董事會能青睞此一方案！

■ **裕民是否可能放棄合併，自行成立航空事業？**

裕民航運希望以資產收購之方式收購遠航之重要營業資產，然後自己成立航空公司並取得航權營運，從取得機隊與機師成本、航權取得相關條件、以及申請時間曠日費時等因素合理推估這個計畫的可能性不高。

（一）機隊與機師成本高昂

1、向外購買新機隊的成本

（1）時間成本

不論是與波音公司或空中巴士這些飛機製造商購買飛機，都須先下訂單，一段期間後才能交機完成交易，等待的期間可能是幾個月，也可能是幾年，商機稍縱即逝，時間成本很大。

（2）購價

遠東航空公司目前擁有機隊 16 隊，現有機種為：

| | |
|---|---|
| B757-200（窄體客機界當中最大） | 3 架 |
| B757-200F（貨運型） | 1 架 |

| | |
|---|---|
| 波音 MD-82/83 | 9 架 |

由於遠航的波音機種已停產，根據航空資料顯示，波音開發 737-900ER，取代已停產的 757-200，故我們已 757-900ER 來計算其重置成本。

| 機種 | 價格 (百萬美元) | 數量 | 總市值 (百萬美元) |
|---|---|---|---|
| 737-900ER | 74.0 -- 85.0 | 4 | 296-340 |
| 波音 MD-82/83 | 41.5-48.5 | 9 | 373.5-436.5 |
| Total | | | 669.5-776.5 |

根據本組估算若裕民航運欲發展等同於遠航目前的機隊陣容，約需花費平均 723 百萬美元，約台幣 238.59 億元（匯率以 1 美元:33 台幣計算）。

（3）租稅成本

根據我國關稅法規定，需對自國外進口之貨物課徵關稅。另外，依營業稅法規定，在中華民國境內銷售貨物或勞務及進口貨物，均應課徵營業稅。因此，向國外購買新飛機尚需考量關稅及營業稅等租稅成本。

2、租賃機隊

目前，飛機租賃包括營業性租賃與融資性租賃兩種方式，前者是按期支付租金，不為最終擁有飛機為目的，租賃到期後，將飛機退租出租人。後者租約不可撤銷，按期支付租金，租賃到期後，承租方按協議付給出租人飛機殘值款，獲得該飛機所有權，不過，需負擔租賃公司必要的投資收益。營業性租賃期間多為三至八年，融資性租賃多

在十年以上。不管是營業性租賃還是融資性租賃都有嚴格的契約限制，調整需要付出很高的成本。

3、人員訓練成本

臺灣由於沒有專業的飛航訓練學校，故航空公司通常將機師送往國外培訓，以華航和長榮來說，過去培訓五百多位機師，約花費 30 多億元，平均每位花費 800 多萬元。此外，訓練一位合格 747 正駕駛員若自行培訓的機師約須十至十五年時間，空軍轉業人員亦須五至十年時間。

引述港龍航空臺灣地區總經理許桂屏的一段話：「航空業最困難與最重要的是人員的培養，因為航空業本質還是服務產業，不管是地勤、內勤、空服員等等，都需要投入大量心力塑造。像是一個空服員的培養，最基本也要半年才能正式上線，更何況是飛行員，曾經做過統計，單一位飛行員在 18 個月訓練期間，航空公司將付出 500 萬元新台幣的成本，而且當中還需篩選出真正適合的人才，部分人員常可能未達標準，而提早除役。」

除了機師與空服員外，維修人員的培育亦需要時間與成本的。機務維修是一項專業、高技術性的工作，它不僅需要懂得機械、電子方面的常識，更需要瞭解飛機構造、航空通信等更專業的知識，並且肩負整架飛機安全，要求飛機達到「零事故」的狀況，所以機務維修首重訓練，不但新進人員要訓練，現職人員也要每年接受在職訓練或專業訓練。所以，除了接受職前教育，還須接受 5 個月基礎維修訓練才能正式上線。遠航飛機維修部門，已獲得大陸民航局認證通過，已具備維修中國大陸飛機能力，也是繼華航後，國內第二家獲得中國大陸民航局認證通過的航空公司；並取得國際 FAA（國聯邦航空協會）的維修認證資格。

因此，若裕民航運欲重新訓練一批新的機師、地勤、空服人員、維修師等，其訓練費用及時間必定相當可觀。

（二）執照取得相關條件嚴格

航空業是特許事業，根據「民用航空運輸業管理規則」，要申請經營民用航空運輸業之飛機運輸業務的資格如下：

1、固定翼航空器運輸業務－國內航線定期或不定期航空業務

公司設立五年以上，公司財務及組織健全，董事長及董事三分之二以上為中華民國國民，公司資本三分之二以上為中華民國國民所有，最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，**每年營業收入達新臺幣六十億元以上者**，得申請經營國內航線定期或不定期航空運輸業務。

2、固定翼航空器運輸業務－國際航線包機業務

**經營國內航線民用航空運輸業**，公司財務及組織健全，最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，且**最近三年承運旅客人數累計達九十萬人次以上**，未曾發生重大飛安事故，**具有第二級以上維護能力及足夠之合格航空人員者**，得申請經營國際航線包機業務。

3、固定翼航空器運輸業務－國際航線定期或不定期航空業務

（1）**經營國際航線包機業務二年以上**，公司財務、維修及航務組織制度健全，**最近二年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運、每年經營達六十架次以上、最近二年未曾發生重大飛安事故，具有第二級以上維護能力及足夠之合格航空人員者**，得申請經營國際航線定期或不定期航空運輸業務。

（2）**經營國際運輸或國際貿易業務五年以上**，公司財務及組織健全，董事長及董事三分之二以上為中華民國國民，公司資本三分之二以上為中華民國國民所有，且最近三年未曾發生財務或股權糾紛致影響公司正常營運，**每年營業收入達新臺幣六十億元以上者，得申請經營國際航線定期或不定期貨運業務；其達**

**新臺幣一百億元以上者，得申請經營國際航線定期或不定期航空運輸業務。**

從以上規定可以知道要經營民用航空運輸業，其設立資格設定了很嚴格之條件。根據裕民航運股份有限公司民國 96 年的年報(請參下頁表格)，其非合併之營業收入為 $2,224,570,000，還未達新臺幣六十億元以上或新臺幣一百億元以上的門檻；如果依據 97 年第三季季報，其營業收入為 $2,717,518,000，設算為全年的話為 $3,623,357,333，合理推估無法滿足經營民用航空運輸業的要件，無法經營國內航線、國際航線航空業務或國際航線包機業務。

此外，台灣目前有 6 家航空公司（包含遠東航空在內），市場已經趨於飽和，而交通部也傾向凍結執照。因此，遠航的價值在於執照、航權、信譽卓越、飛安紀錄良好等方面。

（三）航線取得曠日費時，錯失三通商機

從 A 航點到 B 航點，包括國際航線與國內航線。基本上只要是經過民航局核准設立的民用航空事業（即所謂航空公司），其所有的飛行器有適航證書，就可以申請飛航所有國內航線。國際航線比較複雜，要看台灣與國外簽訂的「雙邊通航協定」的內容，交通部民航局公告的「國際航權分配及包機之審查綱要」就是訂定航空公司申請與分配國際航線的一個法規。

根據民航法規定，民用航空運輸業應取得國際航權及時間帶，並持有航線證書後，方得在指定航線上經營國際定期航空運輸業務。因此，要取得航權必須歷經多種程序並花費不少時間，在這段期間即有可能錯失許多商機!

■ **其他併購效益分析**

（一）醫療專機商機

秉持「取之於社會，用之於社會」的觀念，遠東集團積極投入於社會公益事業，其集團事業體系中，設立遠東聯合診所及亞東聯合醫

院，為板橋地區規模最大的醫學中心，核心專長為 3C（心臟血管醫學、癌症、重症醫療）、2T（器官移植、創傷醫學）及微型手術。

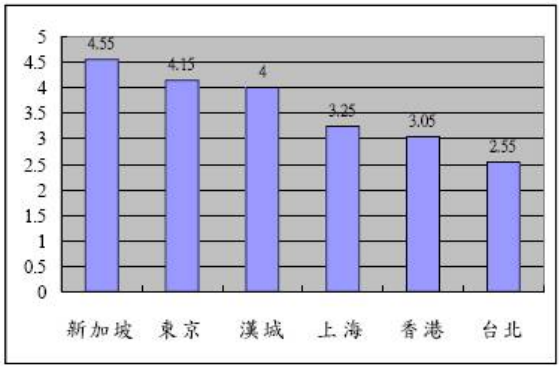
我們建議遠東集團可以結合其專業的醫療技術及遠航的飛航設備，致力發展臺灣的醫療救護體系。一方面與國外醫療機構建立策略聯盟，進行醫學研究合作，發展區域性的空中醫療轉診網絡系統。另一方面，可以與觀光業結合，根據交通部統計資料顯示，每年出國旅遊、探視及公務的人數達七百萬人次，也就是國人每 3 人中有 1 人至少每年出國一次，故遠東集團可以運用資源發展金字塔頂端的醫療專機市場，成為全台第一的緊急醫療救護組織。

（二）觀光旅遊商機

遠東集團事業群中有觀光旅遊事業（遠東香格里拉飯店）及百貨零售業（太平洋 sogo 百貨、遠百愛買等），結合遠航的飛航資產，遠東集團可以建立更全面的旅遊觀光套裝路線，掌握範疇經濟，更多角化的整合集團資源。

此外，臺灣占有地理優勢，平均飛行個大亞洲主要城市距離最短。遠東集團在資產收購遠航飛行資產後，除了一般觀光旅行市場，另可發展商務人士市場。

各大城市平均飛行距離




資料來源：經建會，IBTS整理

（三）陸海空貨運市場

裕民航運致力發展成為世界級的物流公司，原有陸運及航運的運輸，再結合遠航發展空中運輸市場，更有效率的整合資源。透過海陸空彼此間資源互補，自行建立一個屬於遠東集團的運輸網絡，打造一個海陸空運輸霸主的形象。且遠東集團可以就併購後的飛航資產，改裝商用貨機，將可增加舊飛機使用價值，並降低成本且縮短交貨時間。

（四）飛機維修市場商機

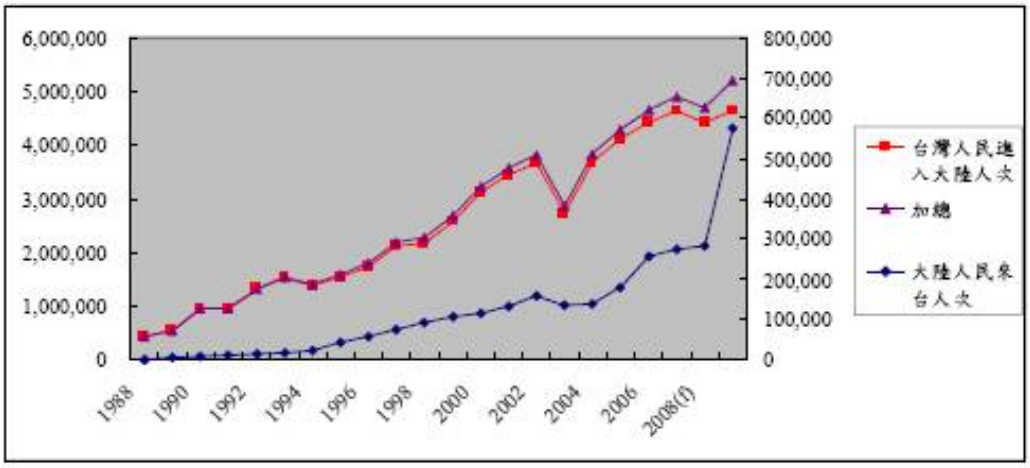
全球民用航空維修市場 2007-2012 年預測綜合增長率為 4.8%，2013-2017 為 4%。遠東航空公司原有員工共 1,200 人，其中機務維修人員 400 人，擁有維修證照人員 232 人，並擁有 B757、MD82 機體維修、發動機及各種附件共 193 項之修理能量，目前擁有 FAA、CAA 及其他國家核發之維修證照，年維修產值約 12 億元。遠東集團在資產收購遠航之後，可以就擁有特殊的 B757、MD82 機體維修能量，提供亞太地區相關機隊維修支援服務，加上兩岸直航後的地理優勢，發展成為亞太第一的飛機維修市場，提高我國航空事業整體利益。

（五）兩岸直航商機

中國大陸航空市場需求居亞洲之冠，且兩岸往來人數逐年上升，2008 年政策的開放，兩岸直航業務於 11 月正式簽下海空運協議，未來國際客、貨運航班來台頻繁，兩岸直航商機明顯浮現。

兩岸直航協議如下：空運方面，第一階段從 7 月開始，直航班機每周只有 14-16 班，每月營業額約 1 億。11 月開始，班次由 36 增加至 108 班，開放城市也多達 16 個，同時過半的航班皆不需繞道香港，

兩岸每年往來人數圖




資料來源：陸委會、中國國家旅遊局，IBTS預估

提高時間效率、並達到成本節省之優勢。貨運包機方面，華航及長榮每月增加 60 班次，可望循序漸進增加班次。且頻繁的客貨運往來，有助於飛機維修市場增長，進而帶動客機改裝市場大幅提升。

■ **附件：致股東、債權人與員工的信件**

（一）致遠航股東的一封信

親愛的股東們：

遠東航空自 2008.5.13 爆發財務危機停業至今已逾 8 個月，期間三度聲請重整，皆被法院以重整無望為由駁回，就目前態勢以觀，實已至山窮水盡之困局，僅有聲請破產、進行清算一途，然遠東航空目前資產規模約為 87.33 億元，但負債高達 108.56 億元，債權人尚不足以受償，遑論各位股東之權益保障…這樣的情形實在非我們所願見。

但在此困境下，一直以來，董事會仍不斷為保障股東之權益而奔走，日前已說服遠東集團旗下的裕民航運以每股 3 元之極優價格為基準，訂定換股比例 15:1 進行股份轉換計畫，董事會在此籲請各位股東把握此最後機會積極出席股東會投下贊成票，比起前述破產清算而全然無法受償之情形絕對是天堂地獄之別。

最後，董事會再次、謙卑的懇求各位股東共體時艱、積極配合，靜待遠東航空浴火重生再次展翅高飛的那一天來到。

遠東航空董事會 敬上

（二）致遠航債權人一封信

親愛的各位債權人：

誠如各位所了解的，自財務危機爆發以來，遠東航空並未能有效提出解決方案，尤以去年年底法院再次駁回重整案，遠東航空的前途更是日益茫茫，眼下似惟有破產清算一途，惟遠東航空之帳面資產價值僅約 87.33 億元，負債卻高達 108.56 億元，各位債權人之債權恐有

不能完全受償之虞，加諸進行清算程序時，固定資產的變現按常理價值皆會大幅滑落，造成各位債權人之受償更處於未定之天。

董事會為保障各位債權人，戰戰兢兢、夙夜匪懈，終於覓得一絲契機，即以股份轉換方式引入遠東集團旗下之裕民航運接續本公司之經營，惟此一計畫需各位債權人做出一定退讓，為尊重各位債權人計，同時期待與各位債權人進行意見之交換，特邀各位債權人於民國 98 年 1 月 19 日上午 9 時，於台北市香格里拉大飯店與董事會及裕民航運共同舉行債權人協商會議，望各位踴躍出席提供意見，俾使本公司董事會能在完整資訊下保障各位債權人之權益。

遠東航空董事會 敬上

（三）遠航致員工的一封信

親愛的各位員工：

遠航停業至今已八個月了，董事會在此要對所有為公司忠心付出、堅守崗位的員工致上最高的敬意，就各位所知，遠東航空現在的情形是江河日下，相信各位員工是對此感受最深的，然而黑夜將過去、白晝仍會臨到，現在有一絲新的契機，就是遠東集團旗下的裕民航運對於承接遠東航空的營運表達了高度的興趣，期望以股份轉換取得經營權，董事會已就此提案積極與債權人及股東協商當中，在與裕民航運的初步協定中，也積極為各位員工爭取利益，得到對方善意的回應願意在一定條件下承接續僱各位員工。

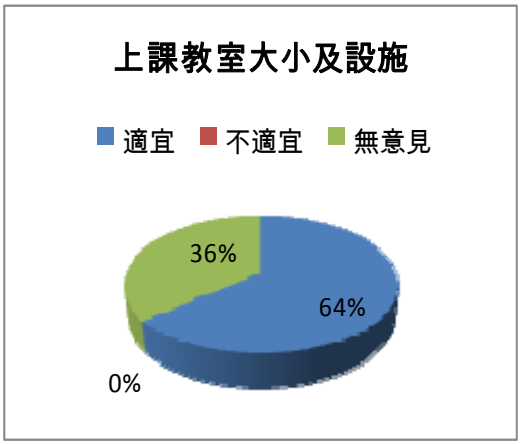
就細節方面，仍需進一步聽取各位員工寶貴的意見，故訂於 98 年 1 月 23 日上午九時，於遠東大飯店召開員工暨工會協商大會，期盼各位員工踴躍參與，爭取自己的最大權益。

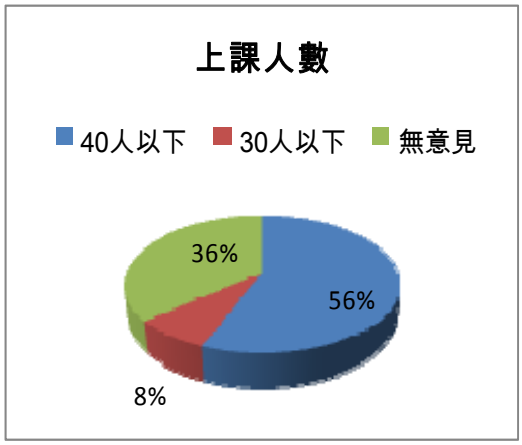
遠東航空董事會 敬上

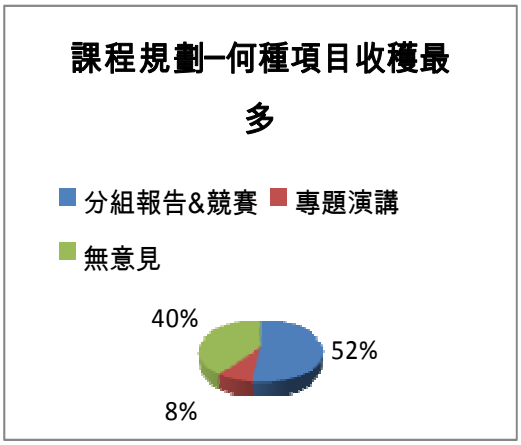
# 三、成效與建議

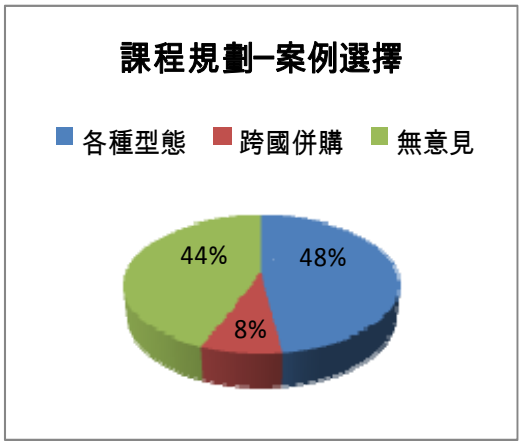
## （一）問卷調查統計

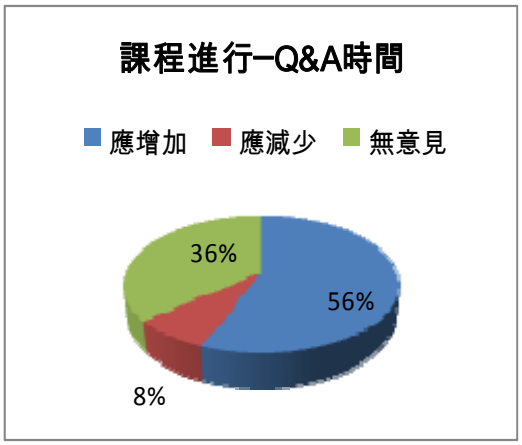
本計畫對 97 學年選修 M&A 實例研習課程的同學門進行問卷調查（總計 32 人），回收問卷共 25 份，結果如下：

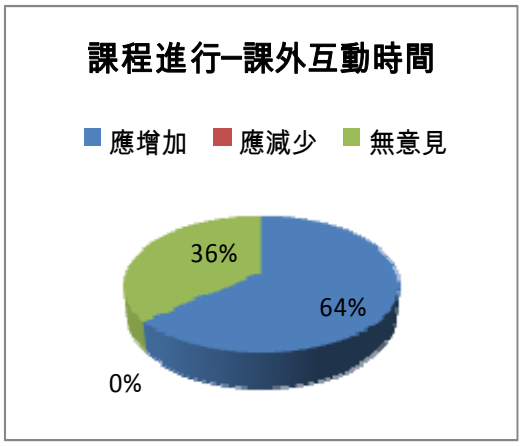


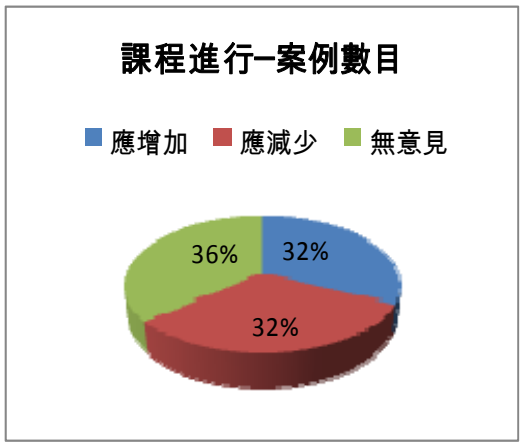



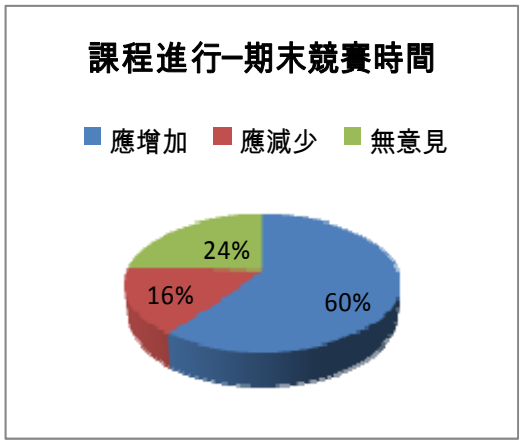



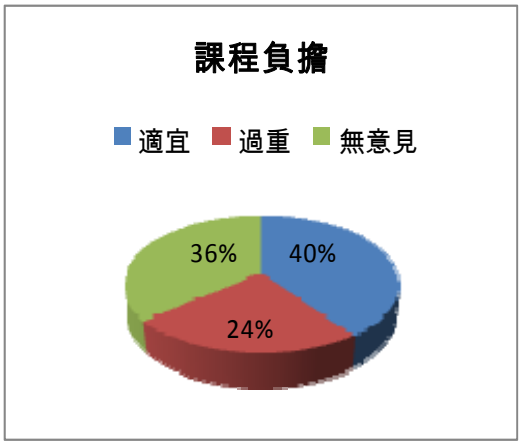



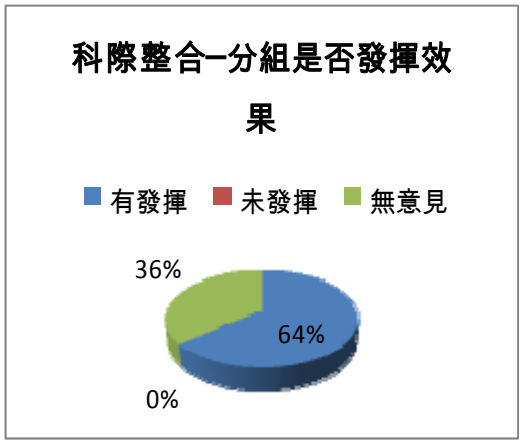



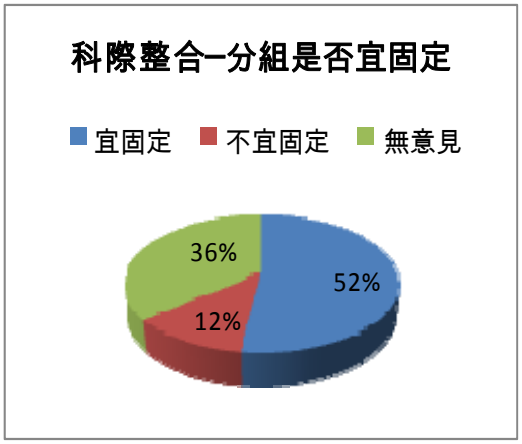



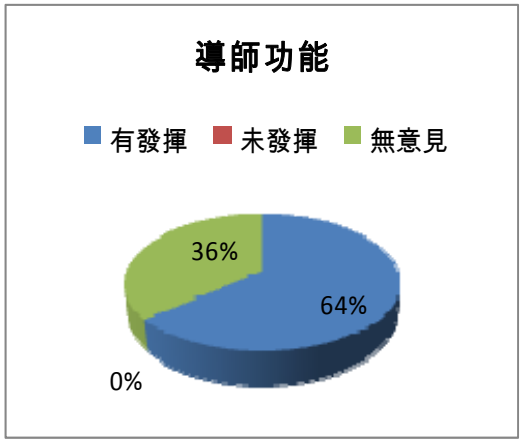



由問卷調查統計結果可知，同學們對於對於本計畫之各項創新教學設計多半持正面肯定態度，不管是導師制度、小組分工或虛擬案例競賽均發揮了預期之效用。

## （二）課程設計檢討會議

出席者：樓永堅老師(樓)
陳明進老師(陳)
林仁光老師(仁)
林進富律師(富)
張溢修律師(張)
陳威勳同學(威)
黃立坪助理(坪)
黃筱文助理(文)

**Q1：同學希望增加 Q&A 時間，如何強化互動？**

富：是否報告限制兩個小時就好，最後一節大家討論。

威：其實組員們最想聽的是老師見解。

富：以後分組報告可留下三分之一的時間討論。(增加討論時間)

樓：是否讓非報告組都擔任提問組，都要在報告前一日討論出提問，交給 TA，TA 課前整理。

陳：把提問時程全部提前，同學們對提問作答之作業在上課前交，讓同學聽報告或演講時更專心聽（因已作過預習)，也可再就提問更深入問一些問題。

威：可能同學的課前預習壓力會較大。

富：如何激勵大家多提問？

坪：重點可能在於老師營造氣氛，丟一個問題出來，有同學回答，再進一步丟另一個問題給另一個學生。(蘇格拉底式教學)

張：會變成美國上課的恐怖情形？！

樓：但這樣會有學生來修課嗎？是否必修課才能這樣上？

仁：我反而覺得選修課來選的同學才會有動機提問，而且這種課修課學生也不能太多。

樓：商院的個案教學在碩士班是可行的，在大學部的作法則是，課堂上先丟問題讓小組同學討論，再讓小組回答，但缺點就是進度非

常緩慢。企併的個案都很複雜，若以此種方式進行不知是否適宜，不過商院 MBA 的課程就是這樣進行，可逼迫學生學習。

坪：由課堂觀察，同學都喜歡下課才私下問老師問題，可能是台灣學生不習慣上課發問。

威：或許可以讓所有非報告組都事先提問，在課堂上看到所有提問之後，討論時間由各組當場討論 30 分鐘，再全部同學一同討論 30 分鐘。因為接觸到一個問題時，可能會想與同組同學討論（也詢問對方專業領域之相關問題），但如果以之前的 Q&A 方式，講師回答完同學問題後，同學們可能需要詢問其他同學一些問題，但可能會因此錯過講師接下來的其他演講內容。

樓：哈佛商學院的個案研習是以課後讀書會加上課堂上老師不特定詢問各別同學之方式進行，但在 M&A 的情形，個案複雜度高，涉及多個專業領域，故以各組當場討論之方式進行是較可行的。

富：同學應係在小組討論中學到最多。

威：除此之外，同學們在提問與討論時，最想聽到的是老師們的意見。

富：老師可於最後全部同學一同討論的 30 分鐘時表示意見。

陳：其實這樣的話，分組報告 90 分鐘即可，也不需拖到兩個小時。

富：同學們準備豐富，90 分鐘夠否？

坪：其實同學是看報告時間有多少決定 PPT 的數量，報告可精簡也可詳盡，所以應該沒問題。

<u>→結論：</u>

（1）<u>讓非報告組都擔任提問組，都要在報告前一日討論出提問，交給TA，TA課前整理。分組報告可留下三分之一的時間討論。（增加討論時間）</u>

（2）<u>討論時間由各組當場討論 30 分鐘，再全部同學一同討論 30 分鐘。老師可於最後全部同學一同討論的 30 分鐘時表示意見</u>

（3）<u>分組報告 90 分鐘即可</u>

**Q2：同學建議各組各領域（企管、財會和法律）至少各有二名學生。**

富：是否至少一個即可。

→結論：應不需要，即使只有一人，可與各自系上同學討論問題。

**Q3：同學建議，希望每組不只一名導師，而是三個領域各一名。**

威：導師制度很有幫助，不過其實應該不需要到三人。導師為周筱玲副董，與導師進行討論時，導師實際上找了各個領域的專業人士與之會談。

富：或是由導師負責一個領域，另兩個領域則由前屆修課成績優異組之同學們擔任 TA。（亦即各組都有各自的 TA）

張：由前屆修課同學來當 TA 不錯，在專案學習上，通常第一個案子學不到東西，要等作第二個案子，指導 junior，學到的才多。

→結論：由導師負責一個領域，另兩個領域則由前屆修課成績優異組之同學們擔任TA。（亦即各組都有各自的TA）

**Q4：講員因保密故多無法講授自己實際處理案例，致內容可能並非純粹案例式教學，未知有何方法可因應？**

富：會嗎？對各演講內容的感受應都不錯吧！

坪：其實同學的問題在於演講內容會有重複講述基礎概念的情形，對於案例似乎著墨較少。

富：雖有講到講述基礎概念，但最後都有套到個案運用啊！修課時對於演講感受如何？會覺得講述基礎概念無聊嗎？

威：不覺得演講無聊，在聽到其他領域的專業知識時會有聽不懂的情形，但也會激勵學習，向同組組員詢問。

富：講述基礎概念到底好不好？第一屆有 lecture 課程，第二屆也有，但時間縮短，第三屆以演講取代。

文：有一些 M&A 的基礎概念是同學在大學時沒有學過的，像是法律系非國考科目的企業併購法、金融機構合併法等，或是會計系的稅務處理。

威：覺得講述基礎概念是有幫助的。也可幫助了解其他領域的知識。

仁：可以協調演講者的演講內容不要重複即可。相關基礎概念可以指定同學事先閱讀。

富：其實基礎概念在第一本書都有了，只是學生不看而已。你們有先看嗎？

坪、威：幾乎沒有，開始作報告才看。

張：或是加退選後考試，考一些簡單基本的問題，逼同學去學習（不管是考試前後）。在美國修的談判協商課程即係如此，且因為知道這種課考試非重點，所以考試壓力不會很大，只是作為學習動力。

樓：好方法，可以用考期中考的方式。

富：TA 可整理各領域與 M&A 相關的重要議題大綱（如哪些法令，哪些會計處理、哪些企管概念），開學時就給同學作為學習方向。

威：這種方法似乎有助學習。

樓：本學期開學時立坪的模擬報告讓人分不清是企管系還是法律系學生，如何達到？

坪：小組討論的幫助很大，因為組員必須講解給其他組員，讓其他組員都聽懂了，分組報告或競賽才能運作下去。

富：其實基礎概念若能由小組討論更好。

→結論：TA整理各領域與M&A相關的重要議題大綱（如哪些法令，哪些會計處理、哪些企管概念），開學時就給同學作為學習方向。加退選後才宣布考試，或用考期中考的方式，考一些基本問題。事先協調演講者的演講內容不要重複即可。相關基礎概念可以指定同學事先閱讀。

**Q5：分組報告是否有需要改變，例如照業別（例如電信業）或議題（例如人力資源之整合）區分。**

富：可能會造成同學必須就某一議題找很多個案來討論，負擔會變重。

**Q6：希望競賽協商過程更聚焦，特別是如何擇定應協商議題及順序。**

富：需要更聚焦嗎？還是讓他們自由開花？

威：協商難以聚焦，若要讓學生自由開花，則協商時間要更長。

文：其實協商能否聚焦，就是在看各組的掌控議題能力。

坪：掌控議題能力就是評分項目之一。

張：但要注意本課程目標為何。

樓：非談判課，老師要協助聚焦，提出的議題相同者優先，接下來再由老師指定。

富：傾向自由開花，因為這是競賽的重點之一，或許可設計開學時就示範給同學看競賽的運作方式以及要注意的重點。報告與競賽各自開始準備前，兩階段各一次示範。

陳：協商是否可以設計一個表格，來顯示協商之達成度（要達成的目標），不然可能會變成只是各自重新表達一次意見。

張：是否存在買賣雙方各要解決的困境？比賽前提出自己公司必須要解決的數個問題，事先提給老師，由老師指定必須要解決哪幾個問題（因老師會看到攻守雙方的問題，知道哪些問題是相 match 的）。

坪：場地有雙螢幕可以使用，其中一個螢幕列出所有協商議題，若是就一個議題協商進行到一個程度仍無共識，可由老師指定破局（立即在螢幕上寫出來），進入下一個議題。

樓：可再加上滴答滴答的計時增加緊張感！

→結論：比賽前雙方各自提出自己公司必須要解決的數個問題，事先提給老師，由老師指定必須要解決哪幾個問題（因老師會看到攻守雙方的問題，知道哪些問題是相match的）。有雙螢幕可以使用，其中一個螢幕列出所有協商議題，若是就一個議題協商進行到一個程度仍無共識，可由老師指定破局（立即在螢幕上寫出來），進入下一個議題。

**Q8：希望老師能有更多時間評論。**

富：目前競賽時間已經很長。可能會太累。

文：曾有同學建議競賽分兩周。

樓：兩周的評分標準可能有不同，會不公平。

**Q9：是否有編纂教科書的可能？**

富：教科書可能會比案例無趣。

樓：誰提這個問題的，請方老師編好了（大笑）。

**Q10：FA 存在必要性？**

富：目前運作有幫助嗎？

威：很多是競賽前一天才進行討論，也可能是因為抽籤分案較晚。

樓：或是 FA 改成要書面，由被服務方評鑑 FA 的分數。

富：會不會同學做人情都給高分。

仁：分數應該還是要由老師打，但由被服務方決定是否有幫助、採納與否。

樓：對，然後各組在比賽前要決定如果得冠軍的話要給 FA 多少顧問費（幾%）？可以用願意分幾%作為評分標準

富：很好！

張：實務上 FA 是可與 FA 溝通，競賽可以嗎？

富：目前好像不行。

樓：可要 FA 與被服務方各自提出認定要給的%數，再看 match 與否。（寫出貢獻度，以書面來看，則競賽時 FA 無須報告）

仁：可以用 FA 與被服務方的互動來評分。

威：可否由各組的 TA 來評定互動情況。

富：這樣各組 TA 會很累。

樓：雙方先寫出貢獻度，再看雙方是否同意，再定要給多少%（看有幾點貢獻相同），當作評分標準。

富：可行性？

樓：FA 制度效果在於雙方的角色扮演。

富：但也有矛盾點，當別組的 FA 就等於在競賽時幫助別組。另外同學間也有可能洩漏要給的%數。

陳：或是 FA 不參加競賽，只當 FA，如何？

富：學生可能不夠多。

張：或是設計讓 FA 主要的責任在於猜對方需要什麼，提出書面與解決方案，看競賽時猜中多少，作為評分標準。

樓：學生在競賽時多會覺得一讓步就輸了。

張：配合前面的雙方要先提出幾個各自公司要解決的數個問題，來看 FA 提出的解決方案之貢獻度高否。

威：實際運作上，FA 對本組的幫助在於改正一些計算錯誤，因為各組都討論完了。幫助好像不大。若要求 FA 提書面，也有可能被服務方先寫好書面，讓 FA 提出，如此則實益不大。

坪：若是 FA 目的在了解攻守兩種角色之扮演，還是要舉辦兩次競賽讓角色互換？

文：本次討論都希望延長課程時間，還是改成一學年的課？

富：時間不夠，分組報告可否不要？

威：分組報告有助了解 M&A 實際運作，在競賽進行時會較容易。

樓：FA 對於了解角色的幫助？

威：因為課程密度很高，可能幫助較有限。

張：角色扮演的差異性大嗎？

威：期時在競賽過程中會了解到不論擔任攻守哪一方，都是看目的為何就去努力達成而已。擔任哪一方的差異性其實不大。

陳：以學生的專業能力，可能擔任 FA 的與擔任併購一方的同學懂的都一樣，而實務上 FA 是有其無可取代的專業能力的。

張：實務上 FA 的重要功能在於與對方 FA 接觸，爾虞我詐一番。

→結論：由Mentor取代FA的專業諮詢功能即可。

# 附件 計畫團隊聯絡資料表

主持人：方嘉麟 教授
服務單位：政治大學法學院
E-Mail：faung@nccu.edu.tw
地址：231 台北縣新店市二十張路 23 號 9 樓
聯絡電話：(02)29387519　傳真：(02)29390212

研究助理：黃筱文
E-mail：95651019@nccu.edu.tw

協同主持人：樓永堅 教授
服務單位：政治大學商學院
E-Mail：yjlou@nccu.edu.tw
地址：104 台北市中山區北安路 621 巷 49 號 5 樓
聯絡電話：(02)29390169

研究助理：黃立坪
E-mail：96651018@nccu.edu.tw