

第三章 上市櫃建商現況分析

本章分析上市櫃建商現況以作為第四章實證之基礎，共分四節，第一節先定義本文上市櫃建商，以擷取出研究標的；第二節、第三節分別為上市櫃建設公司與上市資產股公司現況分析，最後則是本章小結。

第一節 上市櫃建商定義

本研究所稱之「建商」定義為台灣證券交易所「營造建材類普通股票」中，以委託營造廠興建住宅或商業大樓出租、出售為主要業務的建設及建築投資公司（下稱建設公司），以及俗稱資產股而非以建築投資為本業，以自有土地投資開發興建的公司。前者以台灣經濟新報社資料庫中建材營造之建設類上市公司 29 家，上櫃公司 13 家，興櫃公司 1 家，排除從事建設業時間過短上櫃公司原為電子通路業的十全、原為光碟機廠的理銘、原為生技業的聯上，合計為 40 家為研究標的，見表 3-1。後者選取勤益、士紙、士電、裕隆、大同、歌林、正隆等七家公司，見表 3-2。

表 3-1 研究標的一建設類上市櫃公司（續）

編號	股票代碼	公司	設立日	上市（櫃）日	備註	選取
1	2501	國建	1964/9/14	1965/3/5	上市	○
2	2505	國揚	1972/6/2	1979/11/14	上市	○
3	2506	太設	1967/6/14	1980/2/2	上市	○
4	2509	全坤興	1973/1/27	1988/7/28	上市	○
5	2511	太子	1973/9/20	1991/4/24	上市	○
6	2514	龍邦	1988/1/22	1992/9/26	上市	○
7	2520	冠德	1979/11/23	1993/10/27	上市	○
8	2528	皇普	1985/1/17	1995/3/10	上市	○
9	2530	華建	1960/12/28	1995/10/12	上市	○
10	2534	宏盛	1986/7/9	1996/2/12	上市	○
11	2536	宏普	1988/10/5	1996/3/14	上市	○
12	2537	春池開發	1987/8/19	1996/9/6	上市	○
13	2538	基泰	1979/11/7	1996/11/1	上市	○
14	2539	櫻建	1987/5/2	1997/7/16	上市	○
15	2540	金尚昌	1986/9/6	1989/12/26	上市	○
16	2542	興富發	1980/1/23	1999/5/3	上市	○
17	2545	皇翔	1991/12/6	2000/9/11	上市	○
18	2547	日勝生	1980/3/26	2000/12/22	上市	○
19	2548	華固	1989/4/6	2002/8/26	上市	○

表 3-1 研究標的一建設類上市櫃公司 (續完)

編號	股票代碼	公司	設立日	上市(櫃)日	備註	選取
20	2577	亞昕	1993/5/8	2004/9/16	興櫃	○
21	5505	和旺	1987/10/5	1998/1/15	上櫃	○
22	5508	永信	1987/4/2	1998/5/13	上櫃	○
23	5512	力麒	1992/7/30	1998/12/4	上櫃	○
24	5514	三豐	1988/1/21	1998/12/29	上櫃	○
25	5522	遠雄	1978/8/9	2007/8/6	上市	○
26	5523	宏都	1984/4/30	1999/12/27	上櫃	○
27	5525	順天	1987/11/28	2004/11/26	上市	○
28	5529	志嘉	1970/11/9	1996/1/12	上櫃	○
29	5530	大漢	1987/3/27	2000/10/4	上櫃	○
30	5531	鄉林	1990/5/29	2005/1/31	上市	○
31	5533	皇鼎	1991/4/20	2001/8/10	上櫃	○
32	5534	長虹	1975/12/4	2004/5/24	上市	○
33	2524	京城	1985/9/13	1994/10/18	上市	○
34	2527	宏璟	1986/12/19	1995/3/6	上市	○
35	9945	潤泰新	1977/9/12	1992/4/30	上市	○
36	1436	福益	1967/1/31	1988/4/11	上市	○
37	1442	名軒	1974/7/18	1989/11/16	上市	○
38	1808	國賓大	1977/1/10	1994/10/26	上市	○
39	1107	建台	1966/1/5	2007/10/20	上櫃	○
40	4416	三圓	1979/12/30	2000/5/6	上櫃	○
41	4113	聯上	1998?2/11	2003/7/22	上櫃	×
42	6177	十全	1977/10/4	2002/4/22	上櫃	×
43	6212	理銘	1977/11/8	2002/12/26	上櫃	×

資料來源：台灣經濟新報社資料庫，本研究整理

表 3-2 研究標的一資產股公司

編號	股票代碼	公司	設立日	上市(櫃)日	備註
1	1606	勤益	1963/8/8	1973/9/17	上市紡織
2	1903	士紙	1959/9/8	1963/12/9	上市紙類
3	1503	士電	1955/11/3	1969/12/15	上市電機
4	2201	裕隆	1953/9/10	1976/7/8	上市汽車
5	2371	大同	1950/4/11	1962/2/9	上市電子
6	1606	歌林	1963/8/8	1973/9/17	上市電器
7	1904	正隆	1959/2/4	1971/9/10	上市紙類

資料來源：台灣經濟新報社資料庫，本研究整理

第二節 上市櫃建設公司現況分析

本節就建設公司之產業特性、上市櫃建設公司現況、借殼上市情形，以及發生財務危機公司加以說明。

一、建設公司之產業特性

建設公司之產業特性不同於一般行業，歸納如下：(施旻孝、鄭超文、陳建年、江明宜)

(一) 市場供需彈性小，資金回收期間長

從土地取得、興建完工至銷售入帳，需要相當的時間，故必須預估未來之需求，供需容易失調，造成超額供給或供不應求的現象，以致推案量極不穩定，資金回收期間長，企業的周轉能力很重要。

(二) 資本密集、負債比率高

由於土地取得成本極高，加上利息成本及相關興建加工、管理銷售等費用，皆需要龐大的資金挹注，通常建設公司購置建地後會以土地擔保方式向銀行融資，興建中建物也會申請建築融資，使建設公司財務槓桿之運用相對其他產業為高。

(三) 易受外在環境因素影響供需與獲利

除了金融、房地產相關政策與法規變動影響房地產的供需外，通貨膨脹、選舉、兩岸關係及社會治安等因素也會影響銷售，因此購地、推案的時機相當重要。

(四) 存貨金額比率偏高

建設公司存貨包括營建用地、在建工程及待售房屋，佔總資產之大宗。尤其營建用地之取得，往往需投入大量資金，故需靠經理人之獨到眼光，以事先取得低成本且具開發潛力之建地，故有養地之必要。需注意建設公司存貨雖仍屬流動資產，但實際流動性及變現能力卻較一般製造業存貨低。

(五) 預售制度與入帳方式

預售屋銷售後有一段很長的施工期間，使入帳點落後於銷售時點很久，因此建設公司的業績表現有落後於房地產景氣的特性。建設公司入帳方式與其他產業不同，有全部完工法與完工百分比法二種，全部完工法須待建築物完工，房地所有權移轉時營收才能入帳，所以業績有集中入帳的特性；完工百分比法可依工程完工程度將營收逐漸入帳，業績可於各年度分年入帳，但採取完工百分比法有法令

上的限制。此外還有集中於年底入帳的特性。

(六) 多角化經營

上市櫃建設公司為求提昇經營成果與分散風險，幾乎都有從事本業與異業之轉投資。

由於以上特性使得建設公司有獲利差異大、借殼上市與發生財務危機公司較其他產業為高的情形，說明如下。

二、上市櫃建設公司現況

從表 3-1 可知，最早上市的是國泰建設，建設類公司上市櫃的時間大部份在 1996 年以後，1996 年以前僅有 16 家，其中金尚昌原為泰瑞電子、名軒原為紡織業，被建設公司借殼上市，而福益原為紡織業後才轉為建設類，因此 1996 年前上市（櫃）之建設公司僅 12 家（東雲開發 1989/8/15 上市但 1997/1 轉為紡織類股，且已下市因此未列出）。

(一) 推案產品

1996~2007 之上市櫃建設公司推案產品個案數比例整理如表 3-3，可看出建設公司推案產品以住宅為主，僅皇鼎以廠辦為主佔 54%，華建辦公室 44%、遠雄廠辦 36%、長虹廠辦 21%，為推出商用不動產比例較高者。

(二) 推案區位

由表 3-4 可看出，大部分公司推案以台北縣市為主，國泰、太子各區均有推案，宏都以嘉義縣市，永信建、京城以高雄縣市，春池以台南縣市，順天、鄉林以台中縣市為主，屬於區域型的建設公司，2005 年後鄉林開始在台北市推案。

表 3-3 上市櫃建設公司產品個案數比例表

	代碼	公司	住宅	套房	辦公室	廠辦	合計
1	2501	國泰	100%	0%	0%	0%	100%
2	2505	國揚	83%	11%	0%	6%	100%
3	2506	太設	91%	0%	9%	0%	100%
4	2509	全坤興	100%	0%	0%	0%	100%
5	2511	太子	96%	3%	1%	0%	100%
6	2514	龍邦	80%	10%	10%	0%	100%
7	2520	冠德	86%	14%	0%	0%	100%
8	2528	皇普	89%	11%	0%	0%	100%
9	2530	華建	56%	0%	44%	0%	100%
10	2534	宏盛	96%	4%	0%	0%	100%
11	2536	宏普	70%	13%	13%	3%	100%
12	2537	春池	100%	0%	0%	0%	100%
13	2538	基泰	75%	13%	8%	4%	100%
14	2539	櫻建	-	-	-	-	-
15	2540	金尚昌	-	-	-	-	-
16	2542	興富發	82%	15%	3%	0%	100%
17	2545	皇翔	92%	8%	0%	0%	100%
18	2547	日勝生	50%	25%	25%	0%	100%
19	2548	華固	83%	3%	0%	14%	100%
20	2577	亞昕	100%	0%	0%	0%	100%
21	5505	和旺	71%	21%	7%	0%	100%
22	5508	永信	100%	0%	0%	0%	100%
23	5512	力麒	79%	11%	11%	0%	100%
24	5514	三豐	88%	12%	0%	0%	100%
25	5522	遠雄	60%	2%	2%	36%	100%
26	5523	宏都	93%	7%	0%	0%	100%
27	5525	順天	83%	11%	3%	3%	100%
28	5529	志嘉	100%	0%	0%	0%	100%
29	5530	大漢	83%	6%	0%	11%	100%
30	5531	鄉林	100%	0%	0%	0%	100%
31	5533	皇鼎	42%	0%	4%	54%	100%
32	5534	長虹	73%	6%	0%	21%	100%
33	2524	京城	100%	0%	0%	0%	100%
34	2527	宏璟	100%	0%	0%	0%	100%
35	9945	潤泰新	88%	9%	0%	3%	100%
36	1436	福益	100%	0%	0%	0%	100%
37	1442	名軒	100%	0%	0%	0%	100%
38	1808	國賓大	100%	0%	0%	0%	100%
39	1107	建台	-	-	-	-	-
40	4416	三圓	100%	0%	0%	0%	100%

資料來源：國泰建設，本研究整理

註：住宅包括電梯大樓、無電梯公寓、透天、店鋪住宅；櫻建、金尚昌、建台無資料

表 3-4 上市櫃建設公司推案區位表

	代碼	公司	台北 縣市	桃竹、 基隆	台中 彰化	台南 嘉義	高雄 屏東	主要推案區位
1	2501	國泰	14	10	9	10	3	跨區
2	2505	國揚	14	1			3	跨區
3	2506	太設	17	1	2		3	跨區
4	2509	全坤興	11					台北縣市
5	2511	太子	10	7	26	34	14	跨區
6	2514	龍邦	3		7			跨區
7	2520	冠德	42					台北縣市
8	2528	皇普	5				4	跨區
9	2530	華建	9					台北縣市
10	2534	宏盛	23					台北縣市
11	2536	宏普	30					台北縣市
12	2537	春池	1			17		台南縣市為主
13	2538	基泰	24					台北縣市
14	2539	櫻建	-	-	-	-	-	-
15	2540	金尚昌	-	-	-	-	-	-
16	2542	興富發	25		10	1	26	跨區
17	2545	皇翔	26					台北縣市
18	2547	日勝生	4					台北縣市
19	2548	華固	28	1				台北縣市為主
20	2577	亞昕	18		1			台北縣(林口)為主
21	5505	和旺	13				1	台北縣市為主
22	5508	永信					51	高雄縣市
23	5512	力麒	19					台北縣市
24	5514	三豐	17					台北縣市
25	5522	遠雄	41	2			2	台北縣市為主、跨區
26	5523	宏都				14		嘉義縣市
27	5525	順天		1	32			台中縣市為主
28	5529	志嘉		1				新竹
29	5530	大漢	13	5				跨區
30	5531	鄉林	3		23			台中縣市，2005起跨足北
31	5533	皇鼎	24					台北縣市
32	5534	長虹	32			1		台北縣市為主
33	2524	京城					77	高雄縣市
34	2527	宏璟	7					台北縣市
35	9945	潤泰新	31	1				台北縣市
36	1436	福益	1					台北市
37	1442	名軒	1	2				基隆、三峽
38	1808	國賓大	1					台北縣
39	1107	建台	-	-	-	-	-	-
40	4416	三圓	3					台北縣

資料來源：國泰建設，本研究整理。註：櫻建、金尚昌、建台無資料。

(三) 獲利情形

2003 年 SARS 讓台灣房地產跌到谷底，很多公司推案滯銷出現巨額的虧損，以每股盈餘來看，如國揚在本研究樣本期間 1996-2007 年當中，1996、1997 年每股獲利 2.35、3.14 元，1998 爆發財務危機每股虧損 10.17，後逐漸減少虧損，2001 年每股轉為獲利 0.21，2002 年及 2003 年每股又再虧損 3.7、1.17 元；全坤興以 2003 年每股虧損最多，為 2.83 元；日勝生只有 2003 年虧損，每股虧損 2.5 元。但也有遠雄、順天、鄉林、長虹、三豐等五家公司在均未曾虧損，在各種景氣當中均能維持獲利，是房地產業中相當重要的競爭力。

隨 SARS 疫情結束，房地產景氣回升，使得建設公司近年業績明顯回升，獲利逐年成長。全坤興、冠德、皇鼎、國揚、國賓大及日勝生等公司 2004 年都開始轉虧為盈，其他如永信建、三豐、宏普、長虹、華固、皇翔、遠雄、太子、興富發、順天及鄉林，2004 年獲利都出現明顯的增加。其中華固 2003 年每股獲利才 0.25 元，但 2004 年提高至 3.3 元，接著推案持續熱賣，獲利非常可觀，2005 年及 2006 年每股獲利都有 7 元以上，2007 年每股獲利甚至達 10.56 元。其他如永信建、長虹、皇翔、遠雄、鄉林、宏盛、宏普、全坤興及興富發等，近年每股獲利也都有傑出表現，每股獲利超過 4 元。國內房地產 2003 年起房地產景氣自谷底翻揚，鄉林、皇翔、長虹、華固 2004 年到 2007 年累積的每股獲利都超過二個資本額。這四年每股獲利超過一個資本額的有興富發、遠雄、順天、宏普、京城等，可看出房地產景氣時建設公司獲利相當可觀。

最早上市的國泰建設，品牌品質為大眾所肯定，經歷過房地產景氣循環仍屹立不搖，相較於早期上市的國揚、太設都經歷財務危機，國揚逐漸恢復元氣但太設仍列為全額交割股，實屬難得。國建 1996-1998 每股獲利在 1 元以上，於 2001、2002 年每股虧損 0.21、0.43 元，但近幾年景氣熱絡每股獲利均未超過 1 元，在景氣不佳時雖虧損不多，但景氣好的時候獲利卻也無特殊表現。

(四) 多角化經營

由以上可知建設公司獲利情形非常不穩定，為使公司永續經營許多公司採取多角化經營策略，茲舉太平洋建設、潤泰創新與冠德建設、基泰建設為例說明如下：

1. 太平洋建設

太平洋建設創立迄今 30 餘年，成立之初主要業務為工程營造，隨著台灣經濟的發展，逐漸步入建築開發領域，透過多角化的發展，目前的事

業領域涵蓋建築、工程、百貨零售、不動產管理、休閒遊憩等。目前工程營收佔比 42%，較建設 26% 為高；其他如百貨零售部分，1987 年開幕的太平洋 SOGO 是太平洋建設與日商崇光株式會社簽約共同經營的百貨公司，經營相當成功為國內百貨界龍頭，1991 另獨資成立太平洋百貨，2002 年太設財務最吃緊的時候對外尋求援助，由於 SOGO 利益龐大覬覦者眾，最後失去其經營權，目前僅有太平洋百貨雙和、屏東、豐原三家店；仲介業之太平洋房屋；休閒遊憩部份有太平洋翡翠灣溫泉渡假飯店、太平洋北投溫泉渡假飯店、太平洋湖濱山水會館、愛琴海溫泉館。過去太設轉投資龐雜，多數虧損，未來以建設及休閒事業作為核心本業。

2. 潤泰創新（原潤泰建設）

除了建築技術、品質與服務受肯定外，1997 年 5 月跨入物流大型量販事業成立大潤發，現有 24 家店僅次於家樂福，目前量販收入佔 60%，高於出售房地收入 38%。中崙商場大樓建成後出租，商場與辦公樓層分別於 2005、2006 處分予富邦一號、富邦二號 REITs 獲利。

3. 冠德建設

冠德建設 2005 年跨足百貨零售業，對中和環球購物中心持股 72.21%，認為建築業毛利率不若以往，而商用不動產雖平均毛利率僅 3.5-4%，但有增值潛力，還可提供穩定的租金收益，並規劃發行不動產證券化，希望發行國內第一宗大型購物中心 REITs。但由於之前將重心放在環球購物中心，而環球購物中心預計 2008 才正式進入獲利階段，因此在這波房地產多頭中獲利並不出色，但日後穩定的租金收益可能成為房地產不景氣時維持公司運作的重要收入，若發行 REITs 也可有處分獲利。

4. 基泰建設

基泰將不景氣時銷售不佳之個案改裝成「大湖商旅」飯店並自行經營，2006 年以「大湖商旅」及「世紀羅浮」辦公大樓為標的，發行 REITs「基泰之星」，獲利 3.75 億元。2007 年在基隆推出記憶典藏館陰宅，是相當創新的產品。

建設公司跨足不同產業，另闢財源；投資興建辦公大樓、商場等商用不動產出租，於房地產不景氣時獲得穩定租金收益，景氣時可處分獲利，期能減低建設公司獲利受房地產景氣起伏的影響。建設公司營收是否以建設本業為主與獲利間之關係，將於下一章實證分析當中探討。

三、借殼上市（櫃）建設公司

建設公司取得上市（櫃）資格除了要符合有價證券上市（櫃）審查準則一般規定，還需符合建設公司的補充規定，標準本來就比一般公司來得嚴格，主管機關基於建設公司的特性以及保護投資人立場，認為有必要對

建設公司申請上市（櫃）嚴格規範，不料到後來卻演變成「借殼上市」，獲利無法達到上市標準的建設公司，透過買進一些經營情況不佳、股價較低，或是土地資產雄厚的上市（櫃）公司股權，主導公司經營權，然後再將建設公司的在建工程或房屋、土地賣給被借殼的公司，成為 1998 年底的金融風暴的導因之一。透過借殼上市（櫃），不但省去申請上市（櫃）的繁複手續，還可以接收上市（櫃）公司的既有資產排除競爭者自行開發，並可從資本市場籌集資金，以及提高公司在全國房地產市場的知名度。

有的借殼公司借殼上市（櫃）後把公司經營得很好，獲利增加甚至轉虧為盈，股價也有可觀的漲幅，例如漢陽建設借國揚建設之殼上市後，大量挹注個案資產使國揚建設轉虧為盈，股價也一路飆升，形成所謂「國揚模式」，此後建設公司陸續跟進，借殼上市（櫃）蔚為風潮，但隨著亞洲金融風暴爆發，1998 年也爆發財務危機。有的是以低價買進公司股票，挹注業績美化財報，待股價上漲賣出股票賺取價差，目的在於炒作股票，或是取得經營權之後掏空公司，也有經營不善而虧損下市者。如新巨群集團以「借殼上市」手法入主台芳、普大、亞瑟等上市公司，再掏空或挪用公司資金炒股獲取數十億元不法利益，台芳已下市，普大與亞瑟現仍列為全額交割股。前擎碧建設董事長黃銘坤，則被控掏空國賓陶瓷公司。

上市（櫃）公司經營權易主會發佈相關消息，本研究搜尋歷史新聞資料，將借殼上市（櫃）建設公司整理於表 3-5。1994~1997 年間有 15 家公司借殼上市（櫃），1998、1999、2000 年各有羅傑入主聯成食品、京城建設入主緯城建設、新總陽集團入主宏巨更名興富發，此波被借殼的公司多集中在食品和紡織類股，由於產業轉型不易，公司獲利和長期展望不佳，但因股本小，購併成本不高，加上擁有低成本的土地資產可供開發，為被借殼之理想目標。其中寶祥、民興紡織、新燕紡織、順大裕食品、聯成食品經營不善已於 2001~2005 年間下市。2003 年房地產景氣復甦以來，再度掀起借殼上市（櫃）風，2004~2007 年間有麗寶入主達永興業更名名軒開發，山圓建設入主福纖更名三圓建設，龍巖人本入主大漢建設，成豐開發入主勤龍，亞昕開發入主捷鴻，城寶建設入主和旺建設，聯上開發入主春池與榮睿生技，新總陽集團下的齊裕建設入主十全，寶佳建設入主金美能與櫻花建設，總太建設入主駿億電子，昇洋建設入主弘如洋等 13 家公司借殼上市（櫃），讓財務體質欠佳的原公司營運重現生機，業績多由虧轉盈，不少經營權易手的公司股價逐步脫離「雞蛋水餃股」。房地產市場景氣回升，建設公司「借殼上市」再度盛行，主管機關應密切追蹤，避免 80 年代「借殼上市」引發的財務風暴再起。

表 3-5 借殼上市（櫃）建設公司

		被入主公司	建商	時間	目前產業類別	現況說明
1	1432	大魯閣	國揚集團	1994	紡織	上市，紡織本業，現列為全額交割
2	2540	泰瑞電子（更名林三號再更名金尚昌）	宏國建設	1994	建設	上市，現列為全額交割
3	2505	國揚	漢陽建設	1995	建設	上市
4	2328	廣宇	漢陽建設	1995	電子	上市，電子本業，屬鴻海集團
5	2525	寶祥	富隆	1996	建設	2005/1/5 下市
6	4424	民興紡織	僑泰建設	1996	紡織	2003/5/6 下市
7	1431	新燕紡織	百年建設	1996	紡織	2002/11/8 下市
8	8723	順大裕食品	廣三建設	1996	食品	2004/1/26 下市
9	2302	麗正	新偕中	1996	電子	上市，電子本業
10	8719	大業（更名宏福建設）	宏福建設	1996	建設	2003/9/3 下市
11	2326	亞瑟科技	新巨群建設	1997	電子	上市，電子本業，現列為全額交割
12	1228	台芳	新巨群建設	1997	食品	2004/3/15 下市
13	2410	普大（更名鼎大興業再更名鼎大科技）	新巨群建設	1997	電子	上櫃，電子本業，現列為全額交割
14	8717	皇帝龍紡織（更名瑞圓纖維）	瑞聯建設	1997	紡織	2001/10/22 下市
15	1808	國賓陶瓷（更名國賓大地）	擎碧建設	1997	建設	上市
16	1230	聯成食品	羅傑建設	1998	食品	2001/11/1 下市
17	2524	緯城建設（更名為京城）	京城建設	1999	建設	上市
18	2542	宏巨（更名為興富發）	新總陽集團	2000	建設	上市
19	1442	達永興業（更名名軒開發）	麗寶建設	2004	建設	上市
20	4416	福纖（更名三圓建設）	山圓建設	2004	建設	上櫃
21	5530	大漢	龍巖人本	2005	建設	上櫃
22	4415	勤龍（更名成豐生技再更名美嘉生電）	成豐開發	2005	紡織	上櫃，紡織、生技，現列為全額交割
23	5213	捷鴻開發	亞昕開發	2006	電子	上櫃，建設業
24	5505	和旺	城寶建設	2006	建設	上櫃
25	2537	春池	聯上開發	2006	建設	上市，現列為全額交割
26	4113	榮睿生技（更名聯上生技）	聯上機構	2006	建設	上櫃
27	6177	十全	新總陽集團 齊裕建設	2006	建設	上櫃
28	4703	金美能	寶佳建設	2007	化工	上櫃
29	3056	駿億電子	總太建設	2007	電子	上市，成立營建事業部，現列為全額交割
30	3266	弘如洋	昇陽建設	2007	生醫	上櫃，逐漸轉型建設業
31	2539	櫻建	寶佳建設	2008	建設	上市，現列為全額交割

資料來源：台灣經濟新報社資料庫，本研究整理

四、財務危機建設公司

依台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 49、50、50-1 條規定之變更交易型態、改列全額交割股等發生財務危機公司，包括現仍上市櫃以及已下市之建設公司共 22 家整理於表 3-6。其中有 15 家集中於 1992~1997 年間上市櫃；下市櫃公司有 14 家，其中於 2000~2003 年下市下櫃的公司有寶成、長谷、長億、宏福、宏總、仁翔、尖美、德利、龍田、榮美、大日；三采、寶祥於 2005 年，昱成於 2006 年下市，各時期上市櫃建設公司家數不同，若以目前上市櫃建設類公司 43 家來看，則發生財務危機的公司高達五成，下市櫃約三成，比例相當驚人，2000 年與 2008 年的上市櫃的建設公司相比較有很大的差異，可見建設公司的經營風險較一般產業為大。

1987 年至 1989 年為房地產的狂飆時期，由 1987 年二月國有財產局標售華航公司旁邊的土地創下天價拉開序幕，都市房價上漲二、三倍，同一個案出現一日數次調高價格的情形。1990 年以後房地產市場開始不景氣，預售工程款與銀行建築融資為一般建商主要資金來源，但房地產不景氣的時候，預售屋銷售狀況不佳使得預售款收入減少，而銀行為確保債權放款也趨於保守。上市櫃公司可透過公開方式募集資金，籌措資金的自主性較高，也可透過現金增資、發行可轉換公司債，或是股票質押等方式取得資金，這可說明在房地產不景氣的時候有大量的建設公司為尋求資金集中於 1992~1997 年上市櫃。然建設公司為了上市櫃，必須大量興建以創造業績，加上政府在此時宣告實施全面容積，管制政策造成建商大量搶建，供過於求產生了資本積壓以及衍生的財務問題，終於導致多家建設公司發生財務危機甚至下市下櫃關門倒閉。

建台、國揚、太設、皇普、春池、櫻花建、金尚昌、和旺等八家曾發生財務危機的公司現仍為上市上櫃建設公司，一度歷經重重營運危機的老牌上市營建公司太平洋建設，經過五年來的瘦身、償債，處分轉投資及不動產，公司體質逐漸改善，在 2006 年轉虧為盈，2007 年重返房地產市場推案。而國揚建設 1998 年侯西峰個人投資失利跳票，當年負債近 190 億元，近年國揚低調推案、賣土地還債，財務漸有起色，2004 年起轉虧為盈逐漸恢復元氣。和旺建設 2006 年城寶建設入主後帶入業績，2006 年每股盈餘 1.25 元。但建台、皇普、春池、櫻花建、金尚昌等公司經營狀況還是不佳。

表 3-6 發生財務危機之上市櫃建設公司

公司			上市(櫃)日	危機	說明(全額交割時點)
1	1107	建台	1987/12/24 上市 2007/10/20	列為全額交割股 ⁵	2004/9/6-2007/10/20 列為全額交割股, 2007/10/20 由上市轉為上櫃
2	2505	國揚	1979/11/14	曾暫停交易	1998/11/20 暫停交易, 1999 恢復
3	2506	太設	1980/2/2	列為全額交割股	2003/5/8-2004/5/6; 2004/12/9-2005/3/11; 2005/10/27-2005/11/21; 2007/11/5-
4	2528	皇普	1995/3/10	列為全額交割股	2003/5/8-
5	2537	春池	1996/9/6	列為全額交割股	2002/5/7-2003/5/8; 2004/5/6-2004/9/6; 2005/5/6-
6	2539	櫻花建	1997/7/16	列為全額交割股	2002/5/7-2004/9/6; 2005/5/6-
7	2540	金尚昌	1989/12/26	列為全額交割股	2003/4/24-2005/5/6; 2005/9/7-
8	5505	和旺	1998/1/15	曾列全額交割股	2002/5/8-2003/3/24; 2004/5/7-2004/11/5
9	2512	寶成	1992/2/20	2003/11/12 下市	2002/6/28-2002/9/30; 2002/11/5-2003/11/12
10	2517	長谷	1993/5/28	2003/1/22 下市	2002/1/7 列為全額交割股
11	2518	長億	1993/8/27	2003/4/23 下市	2002/7/30 列為全額交割股
12	8719	宏福	1993/9/27	2003/9/3 下市	1999/11/8-2001/5/15 列為全額交割股, 2001/5/15 由上市轉為上櫃
13	2521	宏總	1994/7/18	2003/6/3 下市	2003 年未送財報暫停交易而後下市
14	2525	寶祥	1995/1/1	2005/1/5 下市	2002/9/10 列為全額交割股
15	2529	仁翔	1995/4/17	2000/5/8 下市	2000/2/19 列為全額交割股
16	8725	三采	1995/10/30	2005/1/3 下市	2001/5/8-2002/11/8 列為全額交割股, 2002/11/8 由上市轉為上櫃
17	8716	尖美	1995/10/30	2001/5/29 下市	2000/5/25-2000/8/15 列為全額交割股, 2000/8/15 由上市轉為上櫃
18	2533	昱成	1995/12/30	2006/2/7 下市	2005/12/6 列為全額交割股
19	2594	德利	1998/12/29	2001/12/3 下市	2001/9/25 列為全額交割股
20	5502	龍田	1997/2/1	2002/1/24 下市	
21	5503	榮美	1997/2/17	2001/10/15 下市	
22	5518	大日	1999/7/7	2002/5/20 下市	2001/8/27 列為全額交割股

資料來源：台灣經濟新報社資料庫，本研究整理

⁵ 全額交割股之法規用詞為「變更交易方法股票」，但市場慣稱為「全額交割股」。證券經紀商於接受委託人委託買賣時，應先向委託人收足款券，始得辦理買賣申報之股票。換言之，全額交割股必須以現股、現款交割。買進時需先繳交全額股款，經紀商才會接受委託，代為買進；賣出時也要先繳交股票，經紀商才會接受委託代為賣出，且不接受信用交易（融資融券之交易）。

第三節 上市資產股公司現況分析

所謂的資產股公司，多為老牌傳統產業，由於廠房設備外移，或者由於長期產業不振關廠，而有大批土地閒置，因持有時間長，成本低，一旦出售或進行開發，往往有可觀利潤。資產股公司從事土地開發建設大致可分為以下二種，見表 3-7：

一、自有土地開發

早期正隆、宏碁、裕隆、台鳳、泰山、力廣、厚生、廣豐、台紙等公司以自有土地推住宅建案。宏碁 1991 年推出「雙溪小城田園別莊」基地原先是準備做為員工宿舍及教育訓練中心之用，在總部遷往龍潭之後，將此閒置土地開發銷售；1997 年宏碁渴望多功能智慧園區規劃一座渴望村別墅區，第一、二期為員工安家計畫，第三期 300 多戶美式別墅將對外出售。裕隆 1993 年推出「極景」建案；1995 台鳳公司的「台北鳳都」、「超越巔峰」住商辦大樓、信義計劃區「大四方」及 1997 永和「台鳳天璽」，與擎碧建設公司合作在淡水合建別墅及大樓等，1997 年更提出八年內完成員林廠開發案、屏東大路關遊樂區、屏東老埤農場新市鎮開發等總開發利益高達 500 億元以上之開發計畫，後因公司負責人炒股陷財務危機無疾而終。泰山食品 1997 年在員林舊廠推案「泰山大世紀—領袖特區」、2006 再開發員林舊廠土地推「泰山新時代」；力廣 1997「科學陽明山莊」；厚生 1997 旗下風和開發在內湖推出「風和澄園」、2007 新板特區「世紀花園橋峰」；廣豐 2000 年桃園「翡翠新都」、「公園大墅」；廣豐 2007 年埔心廠新建住宅區。士紙 2006 推「天母靜觀」、味王 2006「天母樂活」建案。

二、持續從事開發建設

正隆紙業自 1991 年起推正隆廣場、正隆麗池、正隆天第等都已交屋，開發完自有土地，累積了開發經驗，進一步以合建持續推案，成為公司營收獲利的一部份。大東紡織 1992-1998 年推大東家第一、二、三、五期、「大東家第六期春風」、「大東家七期一綠璟」，為增加本業獲利而購地推案。台紙大肚廠 17000 坪土地，自民國 1999 年起變更為住宅區及商業用地後，分期開發推案 2006 年已到第十期，並改稱為台紙日光郡社區，整個社區共有 1000 多戶別墅。福益本業為紡織業，在營建案收入比重提高下，2004 起由台灣證交所依規定轉類為「營建股」。

久津為跨入建設業 1997 在台中購地 1998 推出「波蜜臻品」，由於無低土地成本優勢，且推案時間房地產景氣不佳，待售房地及備抵跌價損失財報一直認列到 2004 年；2002 採自地自建方式興建「淡水波蜜別墅」，但 2003 年停止興建，財報一直到 2007 年均列為在建工程，2005 年因採用財

表 3-7 資產股公司開發案

公司	開發	景氣	開發時間	說明
正隆	已開發	綠/黃藍	1991、1997、1998、2004	正隆廣場、正隆麗池、正隆天第等都已交屋。2004 推北投合建案，另有三項合建案尚未預售。
宏碁	已開發	綠燈	1991、1997	1991 雙溪小城田園別莊，1997 渴望園區
大東	已開發	綠/黃藍	1992-1997	1992-1998 年推大東家第一、二、三、五期、「大東家第六期春風」、「大東家七期一綠環」
裕隆	已開發	綠/黃藍	1993、2005、2008	1993 年推出「極景」建案，新店 A 廠區 2005 開發完成賣場租金收入，B 廠區與宏達電合作開發企業總部 2010 前完工再興建高價住宅、商業大樓等
台鳳	已開發	綠/黃藍	1995、1997	1995 三重「台北鳳都」、「超越巔峰」住商辦大樓、信義計劃區「大四方」、1997 永和「台鳳天璽」、淡水合建
泰山	已開發	綠燈	1997、2006	員林「泰山大世紀—領袖特區」、「泰山新時代」
力廣	已開發	綠燈	1997	「科學陽明山莊」
厚生	已開發	綠/黃藍	1997、2007	1997 旗下風和開發在內湖推出「風和澄園」、2007 新板特區「世紀花園橋峰」
久津	已開發	黃藍燈	1998、2002	「波蜜臻品」、「淡水波蜜別墅」
台紙	已開發	綠/黃藍	1999-2006	2002 新營新象案、1999-2006 台中大肚案
廣豐	已開發	黃藍燈	2000、2007	2000 年桃園「翡翠新都」、「公園大墅」。2007 年埔心廠新建住宅區，2008 桃園八德的大湳廠實質開發
大同	已開發	綠燈	2004-2006、2008	旗下尚志資產 2004 推出「大同晶鑽」、2005 大同世界一二期，2008 推出「明日世界」
勤益	已開發	綠燈	2005	新莊廠出租 IKEA 2006 年完工開幕
士電	已開發	綠燈	2006	士林舊廠開發二棟建物預計 2008 年可完工，其中一棟大樓售予中鼎工程，另一棟由 SOGO 承租
士紙	已開發	綠燈	2006	2006 推「天母靜觀」2008 年 9 月完工交屋；「士林開發案」未來開發利益可觀
味王	已開發	綠燈	2006	味王「天母樂活」建案
歌林	已開發	黃藍燈	2007	八里推建案，新莊購物中心預計 2009 春節開始營運
聯華	已開發	黃藍燈	2007	南港的舊麵粉廠目前正興建二座廠辦大樓，將作為企業總部，閒置的樓層出租
遠紡	已開發	黃藍燈	2007	板橋廠通訊園區已動工，宜蘭廠計畫開發為休閒觀光園區
三陽	已開發	-	2008	內湖舊廠 2008/年 1 月與建商簽訂合建案
南紡	未開發	-	-	3.6 萬坪台南總廠土地 2007 年 9 月通過變更為住商業用地，2008 年應可進入動工階段或獲得出售利益。
台肥	未開發	-	-	高達 35000 坪南港經貿園區土地設定地上權及未來開發
東元	未開發	-	-	新莊工商綜合區開發，2008 上半年完成購物中心規劃
南港	未開發	-	-	南港廠 1.3 萬坪將開發 30%高級住宅區、25%六星級飯店、30%商場、10%商務公寓、5%辦公大樓出租
遠百	未開發	-	-	配合亞東集團土地開發，有將近 2000 坪與建商合作建造豪宅，另有 1800 坪自建為商務住宅，挹注未來獲利
新紡	未來	-	-	在士林擁有 1.56 萬坪土地，主要開發計畫雖通過，但細部規畫台北市政府審核中
農林	未來	-	-	三義工商綜合區開發案 2008 年 1 月底獲准通過
泰豐	未來	-	-	中壢工商綜合區土地 3 萬坪左右
榮運	未來	-	-	桃園南崁場約 7.5 萬坪土地擬規劃興建觀光旅館等設施
味全	未來	-	-	新莊台北舊廠土地有意開發成捷運共構商場或高級辦公住宅區，目前與新燕訴訟中若勝訴潛在利益可觀

資料來源：本研究整理

務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理準則」列損失 4468.1 萬元。二建案均銷售狀況不佳反而拖累本業，可見從事建設業受房地產景氣的影響很大。

三、 近期已開發之資產股公司現況說明

近期房地產景氣自谷底翻升以來，房地產價值回升，使得擁有大批資產的公司資產價值提升，對於活化資產態度轉趨積極，另一方面政府 2002 年開始實施土地增值稅減半的優惠，部分公司將名下土地移轉至子公司，一方面可省下土增稅，土地開發也有專職處理公司，包括大同、遠紡、士電、歌林、勤益、泰豐、聲寶、東元等公司，將土地資產移轉給百分之百投資的子公司進行開發，以提高資產收益。

資產股公司進行大型土地商業開發案與住宅推案，有的已經開發已入帳或即將入帳，有的僅止於規劃階段，茲選擇部份已開發的資產股公司開發計畫與獲利整理如下：

1. 勤益

勤益將土地資產移轉至百分之百持股之子公司德勤，以配合土地增值稅減半政策來進行節稅。目前新莊廠土地中有 4000 坪興建商場出租給 IKEA，2006 年開幕，租期 15 年，2007 年租金收入為 1.6745 億元。另有 4000 坪可供開發。

2. 士紙

2006 推出「天母靜觀」以完工比例法陸續認列營收獲利，估計總售價 17.82 億元，估計總成本 6.56 億元，預計 2008 年 9 月完工交屋。

士紙舊廠的陽光士林開發計畫，面積高達 1 2000 坪，又鄰近捷運劍潭站、士林夜市等主要士林區商業地段，開發利益值得期待，將開發興建大型商場和住宅，相關規畫已接近完成，但和市政府在容積率尚未取得共識，雙方仍在協商中。

3. 士電

士電在中山北路六段的土地，分為二塊，小的約 2100 多坪，大的約 7500 坪，小的原為停車場、員工餐廳等使用土地，大的則是士林廠、總公司所在地，小塊土地 1989 年起即有對興建辦公大樓之規劃，直到 1994 年才動工興建，1997 年完工啟用，即總部所在之仰德大樓。1995 年起開始辦理大的土地使用變更，2002 年獲准變更將工業用地變更為「商務產業特定專用區」，並在 2003 年底房地產復甦之際，確立朝 100% 自償-即利用先建住

宅、辦公大樓，再將出售所得資金，投入百貨賣場開發，是資產股朝商業不動產發展的重要策略。

總部所在仰德大樓年租金收入約 1.7 億。大塊土地 2006 年興建辦公大樓及商辦大樓各一棟，預計 2008 年底完工。其中辦公大樓售予給中鼎工程公司作為其總公司之用，規劃為地上 17 層，地下 3 層，總樓地板面積 10,650 坪，預估該大樓出售案之交易金額為 46.36 億元，預估獲利 20 億元。

另一棟商辦大樓，租給 SOGO 百貨公司，該案已於 2004 年 1 月簽訂合作意向書，租約 20 年，預計 2008 年開始營業，SOGO 以包底抽成方式承租，依年營業額 6% 抽成，包底租金 2.7 億元，天母百貨業者的年營業大約有 55~60 億元，以 SOGO 品牌年營收超過 50 億元不難達成，預估這棟大樓每年租金收入約 3 億元以上。

4. 裕隆

裕隆新店廠實施「廠辦合一」1996 年上半年停產後，成為閒置資產，原始成本相當低，只有 8274 萬元，由 1993 年推出「極景」建案獲利的經驗，1998 年敲定以住商區作為土地開發方案，送交台北縣政府都市計畫委員會及內政部申請土地變更，但內政部都市計畫委員會第二次審查新店市都市計畫通盤檢討案時，決議「暫予保留」此案，必須依工業區變更審議規範辦理。2003 年先進行 A 廠區開發，認為 A 區若能順利開發，帶來「結市」的效果，有助於帶動附近商圈繁榮，對於裕隆下一階段開發裕隆舊廠 B 區更形有利。2003 年申請將 B 廠區工業用地變更為住商用地，2004 核准。

裕隆於新店共有 A、B 兩個廠，新店 A 廠區 11,108 坪規劃為量販店與汽車城已正式營運，每年有 2.4 億元租金收入。新店 B 廠區共計 27,396 坪，規劃為商業區與住宅區，2008 年 2 月處分部份土地給宏達電，雙方將興建 25,000 坪雙塔式總部大樓，預計 2010 年底興建完成。B 廠區其餘土地豪宅區與商業大樓將整合由同一團隊開發，預估開發後資產價值將超過 500 億。

5. 大同

成立「尚志資產管理公司」，2003 年趁土增稅減半優惠將大同名下約 45 萬坪的土地移轉給尚志資產。2004 年推出「大同晶鑽」，2005、2006 年推出「大同世界第一、二期」皆已完售。2005、2006、2007 年尚志資產開發分別貢獻大同獲利 1.04 億元、2.92 億元，11 億元。2008 在南港推出每坪 80 萬豪宅「明日世界」。預計一年推一個建案，並在南港蓋商務住宅，以創造長期穩定的收益。

6. 歌林

歌林新莊工商綜合開發區從 1996 年申請，2002 才取得開發許可，2007

年取得建照。歌林新莊廠土地原始取得成本僅 9,000 餘萬元，土地面積為 1.42 萬坪，開發為地上與地下各 3 層樓區域型的購物中心。預計 2009 年初完工開幕。此開發案總投資額共計約 58 餘億元，預估購物中心之年營業額約 60 億元，依營業額之比例收取租金，歌林每年約收入 6-7 億，扣除相關成本後，淨利約為 2 億元。

7. 正隆

正隆紙業自 1991 年起推正隆廣場（1995 完工）、1997 正隆天第（2001 完工）、1998 正隆麗池（2003 完工）等廠地自建的案子打出名號後，開始跨入營建市場，不過北部閒置廠地已陸續開發完畢，2004 預售的北投合建案（2008 年底完工）總銷為 16 億，獲利預估為 1 億。目前三個建案也均為合建，包括杭州南路、羅斯福路和南港軟體工業園區三案，尚未開始預售，預定取得建照後五年內完工，三案總銷分別為 20 億、10 億、5 億元，獲利預估為 4、1、1 億元，認列時點都在 2010 年以後。

由表 3-7 看出多數資產股公司開發自有資產的時間以房地產景氣綠燈時較多，久津為房地產景氣不佳時從事建設業，導致虧損連累本業的例子。而以上述資產股公司開發情形來看，不需變更土地使用的開發案如勤益新莊 IKEA 商場、士紙「天母靜觀」、大同子公司尚志資產、正隆紙業的建案，多選擇在房地產景氣時推出，銷售情形佳，貢獻獲利良好。但牽涉到土地使用變更的如士電士林廠、裕隆新店廠，以及歌林新莊廠的開發案，從開始規劃，經歷數年至十幾年完成變更冗長程序，擬定開發策略並選擇適當時機開發，如士電士林廠 2002 已變更完成 2006 才著手興建，裕隆 B 廠區 2004 已變更完成，開發計畫卻隨著近年房地產景氣持續熱絡而不斷調整。近期資產股公司才有大型辦公、商場等商用不動產得以開發或開發完成，長期租金收益的開發概念增加，較早期開發更為多元。

第四節 小結

本研究所稱上市櫃建商包括建設公司與資產股公司。建設公司的產業特性使得借殼上市與發生財務危機的情形較其他產業為高，建設公司的獲利隨著房地產景氣影響差異相當大，公司與公司間的表現也有很大不同，有的公司在不景氣時仍能獲利，有的公司在房地產景氣好的時候仍然虧損，建設公司除了有跨足不同產業，也有經營收益型商業不動產多角化經營趨勢。

多數資產股公司開發自有資產的時間以房地產景氣綠燈時較多，久津為房地產景氣不佳時從事建設業，導致虧損連累本業的例子。此外，房地產景氣好的時候很多資產股公司會提出活化資產的開發計畫，早期多以興建住宅銷售為主，不需變更土地使用的開發案多選擇在房地產景氣時推出，銷售情形佳，貢獻獲利良好。但牽涉到土地使用變更的開發案，則必須經歷規劃、變更，擬定開發策略並選擇適當時機開發。近期資產股公司才有大型辦公、商場等商用不動產得以開發或開發完成，長期租金收益的開發概念增加，較早期開發更為多元。至於建設公司間獲利差異的原因為何，下一章將以台灣經濟新報社資料庫中建材營造之建設類上市櫃公司進行實證分析。