



企業重建的必要性

壹、前言—近似金融危機及其轉機

李高朝（行政院經建會委員）

台灣很不幸，經歷了過寬的金融時代—快速增加的貨幣以及開放過多銀行，促成了壞的貸款者（Bad Lenders），也產生了壞的借款者（Bad Borrowers），逾放不斷攀升，使經濟蒙受重大的損失，經濟成長率大幅下降，全體金融業者，更遭受到史無前例的淨損而不敢放款，企業因貸不到款而失血，投資活動頻頻負成長。

不可否認的這些都是危機，但危機就是轉機，台灣的經濟史，其實就是一部危機與轉機的循環史，從缺乏軍需民糧的土地改革到因市場狹小而開放之出口主導都是。期盼這次也不例外，讓我們重建金融以回到正常成長的軌道。

貳、金融改革成功的三要素

要讓經濟成長回到正常軌道上，關鍵的因素當然是金融改革，但這絕不是單單改革金融重建條例及基金，甚至配套措施如破產法及懲治不法銀行負責人與公司企業負責人即可收效。這些固然是必要的，但卻都屬於消極面的法令與措施，其最重要的是逾放的新增要能降至最低。要防堵壞的貸款者（銀行）及壞的借款者（企業）必須由積極面著手，這些積極面就是企業重建以及銀行與企業本身的公司治理。其重要性我們可以做個比喻，鳥要能飛必須有雙翼，車要能跑至少要有兩輪，至於當今的經濟，金融改革及配套措施只是其中之一翼、一輪，企業重建與公司治理則是另一翼、另一輪。因此成功的金融改革必定是：

- 一、足夠金融重建基金之快速確定，包括其配套措施。
- 二、公司企業（包括銀行及一般公司企業）之重整或重建，雖然這看起來是有些消極治療與改革，但對金融改革而言卻是積極面的，成功的企業重整銀行可以收回逾放款項。如果企業改革重整成功尚可將壞的借款人（公司）扭轉變成好的借款人，不僅將NPL變成PL亦會產生新的PL需求。它的功能就類似歷史上的周處除三害。
- 三、公司治理—這是積極面，是從公司組織上著手，讓公司成為好的公司、好的借款者，在健全的公司治理下，企業步入正軌，效率高，銀行與企業都是互惠互利，雙贏的策略。

本文要討論的是企業重建與公司治理而不是金融改革本身，茲將分述如下。

參、企業重建的目的—將NPL轉化成PL

企業重建從較廣的層面看，可以包括企業重整或重建，以及公司治理兩者，雖然前者是針對已出問題、逾放程度高之公司企業，使之重整與重生，成功者銀行可收回NPL，亦即其功能在化NPL為PL。而公司治理面，更是積極的治理與管理，根本不讓它有產生NPL的機會，換言之，這類貸款到治理好的公司都是PL，就不會產生NPL，能預防NPL之誕生，故兩者目的都在將NPL化成PL，而企業重建或重整之功能類似周處除三害其目的很清楚。

肆、企業重建（整）及重整前後債權之處理

公司重建包括消極性重建及積極性的重建，前者是將出問題的公司從破產邊緣拉回，加以改革、再造。後者是公司治理，應屬公司體質提升，增加公司之價值，本節將先說明公司消極性重建，至於積極性的重建待下一節再分析：

一、企業重建相關法律

企業重建在我國目前之法律架構下即為從破產邊緣上拉回，改造重建，依公司法重整章之規定中具有實質內容者（非程序規定），其重要者如下九條，簡單臚列如下：

（一）企業重建相關法律

- ◆公司法第二八二條：公開發行股票或公司債之公司，因財務困難，暫停營業或有停業之虞，而有重建更生之可能者，得由公司或左列利害關係人之一向法院聲請重整。上面公司聲請重整，必須依一定程序，已破產之公司則不得重整。聲請人為股東或債權人，對公司業務重整者為投資人（非利害關係人）。
- ◆二八五條：依公司業務、財務狀況與資產評估，依公司業務、財務、資產及生產設備之分析，是否有重建更生之可能。
- ◆二八九條：法院為重整裁定時，應就對公司業務，具有專門學識及經營經驗者或金融機構，選任為重整監督人，監督人受法院監督。
- ◆二九〇條：公司重整人（相當於重整階段之董事長或執行董事）由法院就債權人、股東、董事、目的事業中央主管機關或證券管理機關推薦之專家

中選派之。重整人有數人時，關於事務之執行，以其過半數之同意行之。

- ◆二九三條：重整裁定送達公司後，公司業務之經營及財產之管理處分權移屬於重整人，由重整監督人監督交接，並聲報法院，公司股東會、董事及監察人之職權，應予停止。前項交接時，公司董事及經理人，應將有關公司業務及業務及財務之一切帳冊、文件與公司之一切財產，移交重整人。公司之董事、監察人、經理人或其他職員，對於重整監督人或重整人所為關於業務或財務狀況之詢問，有答覆之義務。
- ◆二九六條：對公司之債權，在重整債權；其有抵押權、質權或留置權為擔保者，為有擔保重整債權；無此項擔保者，為無擔保重整債權；各該債權，非依重整程序，均不得行使權利。破產法破產債權節之規定，於前項債權準用之。但其中有關於別除權及優先權之規定，不在此限。取回權、解除權或抵銷權之行使，應向重整人為之。
- ◆二九八條：重整監督人，於權利申報期間屆滿後，應依其初步審查之結果，分別製作優先重整債權人、有擔保重整債權人、無擔保重整債權人及股東清冊，載明權利之性質、金額及表決權數額，於第二百八十九條第一項第二款期日之三日內，聲報法院及備置於適當處所，並公告其開始備置日期及處所，以供重整債權人、股東及其他利害關係人查閱。重整債權人之表決權，以其債權之金額比例定之；股東表決權，依公司章程之規定。
- ◆三一二條：公司重整債務，優先於重整而受影響。
- ◆三一三條：檢查人、重整監督人或重整人，應以善良管理人之注意，執行其職務。

以上規定可將其視為重整公司之公司治理。

（二）企業改革之主要內容

公司既經破產邊緣拉回，必然要有積極改革、改造，才能獲得重生，在國外有許多的創投事業，也以重建階段公司為投資對象，我國則鮮少有此做法，值得創投業思考與投資。

1. 企業改革的原則

- （1）禁止企業的交叉持股與相互借款保證制度。
- （2）要求大企業集團採用國際標準的會計制度，以強化企業的財務報表及經營的透明度。
- （3）縮減企業負債比率，提高自有資本比率。
- （4）要求企業專注於核心業務，減少多角化經營，並與中小企業合作。
- （5）加強企業大股東與經營者的監督權責。

2. 企業改革的主要作法

- （1）出售與清算沒有經營價值的企業：在韓國55家企業被列入重整對象，被迫出售資產，或進行清算。
- （2）解散經營不善的大企業集團：對大企業集團經營不善而致倒閉者，南韓政府要求其解散或縮編。
- （3）發展主力企業，放棄以往多角化經營策略：根據韓國「前五大企業集團間事業結構調整計畫」與「財務結構改善計畫」辦理。

3. 企業內部改造

- （1）改革經營方針
 - 之1徹底執行內部控制制度（會計制度），防止弊端再現。
 - 委託會計師事務所銀行內部控制之檢核，並針對檢核結果，新列缺失立即改進。
 - 建立更有效之內部控制程序，要求上至董事會，下至主管與員工遵守。
 - 之2企業改造—除核心業務外，結束所有業外投資，如交叉投資。
 - 之3組織扁平化，配合流程改造，避免僵固老化，提升效率。
 - 之4員工調整及人員培訓，提昇退休、減少外勞，·等瘦身，增加策略規畫人才，鼓勵提案制度。
 - 之5積極開發新產品，以促進業績成長，維持動態進步，維繫客戶。
- （2）具體之營運策略
 - 之1業務方面：加強現有客戶之管理與促銷；開發新產品拓展新市場；訂定業務獎金制度；與先進國家策略聯盟。
 - 之2研發新產品方面：配合市場需要，開發新產品，並培訓研發人才。
 - 之3公司財務方面：以遵守債信為重，務使各項承諾圓滿兌現，以恢復銀行及債權人對公司之信心；對各項費用嚴加審核；辦理現金增資，以為挹

- 注，改善財務結構，銀行則可考慮以債作股。
- (3) 營運資金來源
- 之1辦理現金增資（重建公司之重要股東，往往為新投資人或債權銀行）。
- 之2重整後營運正常，爭取現金盈餘，以供償債之來源。
- 之3由重整人向銀行申請恢復自償性貸款額度，如客票融資，L/C貸款等PL。
- (4) 資產之估價標準及方法
- 委請會計師等專家按一般公認會計原則估價。
- (5) 重整債權及其償債方案
- 之1依公司法重整債權依性質分為「優先重整債權」及「有擔保債權」、「無擔保債權」。
- 之2債務償還辦法—以下對於貸款銀行，是重要之啓示，過去重整公司鮮少成功，其主因為債權銀行急於處理公司再造階段有經營價值之資產，使其陷於無經營價值，重整自然不會成功。
- 2-1有擔保之債權於重整期間不予處分，或僅部分處分。處分擔保物所得淨款，優先償還各該擔保債權之債權人，不足償還部分視為無擔保債權，其本金及利息按方案一或方案二方式償還之。
- 2-2無擔保債權
- 之（1）重整裁定前之貸款債權—為營運所必須，應予優先定額清償，但不計利息。
- 之（2）除上述貸款外之無擔保債權本金可單選或複選下列三種方案清償其債權。
- 方案一 分期償還：按債權本金100%分期償還。
- 方案二 立即償還一：按債權本金「45%」（視公司情況可在範圍內變動）自現金增資繳款完成日起30日內清償。
- 方案三 立即償還二：按債權「53%」，由債權人以其債權本金「53%」參與認購本重整部分之現金增資，員工及原股東未認足部分。
- 之3利息債權—重整裁定前所生之利息，增資完成日起30天內，立即以現金償還（通常利率較低）。

伍、公司治理

公司治理的理念，也可從積極面與消極面來看，積極面在提升公司經營效率與價值，消極面則在防止弊端的發生，目前國內有關公司治理的初步規範，遭到業界的反對，經研究反對之理由，仍在於企業未了解公司治理與公司管理理念不同，公司治理就如同國家治理，國家治理的結構至少有行政、立法、司法三權分立，相互分工、相互制衡，這與一般行政管理當然不同，而公司治理當中有外部董事之設立，此遭到反對最多，正規經營但不了解的業者常以公司投資與經營賺錢為最重要目的，但這都屬於公司管理層面而非提升公司價值與防弊同時兼具的治理層面，在治理層面中被反對最烈者為獨立董事，惟國內企業與銀行不妨觀察好的公司已陸續聘請專家色彩的獨立董事以增加公司價值。

公司治理，體質不佳，大股東操控，交叉持股，互相保證，是地雷公司與壞的貸款者之化身，故公司治理依台大李存修教授看法可分為五大部分，即董事會責任的加強，保障小股東的權利，公平對待股東，尊重利害關係人權利與提高資訊透明度。茲擇前三部分分析如下：

一、公司治理體系

(一) 內在治理

一般談公司治理，尤其內在治理，相當強調董事會組織與功能之加強其重要性佔40%，董事會之定位，董事會是遠離經營團隊而靠近股東。故強調的是董（監）事組成董（監）事會的專業性與獨立性，其次是股權結構與現金流量結構是否一致（20%），管理型態是否多為大股東（10%）（以下見分析表），超額關係人交易（20%），大股東介入股市（10%）。

因此內在治理可分為以下六項：

- 1.獨立董事（專家非股東或大股東的董事）。
- 2.最大股東成員擔任董事席位比例較少，一般股權結構與現金流量結構是否一致（佔20%），若相同則與公司治理觀念一致。
- 3.高階管理者擔任董事席位較少，管理者若為大股東，績效較差，是負面效果。
- 4.執行委員會、審計委員會、薪酬委員會。
- 5.有誘因的獎勵制度。
- 6.內部控制制度。

(二) 台灣之公司治理評等系統

公司治理五個構面、十七個變數與公司績效的關係

構 面	變 數	與公司績效關係、方向
A、董（監）事組成：董（監）事會的專業性與獨立性（權重40%）	最大股東成員擔任董事席位比率	負相關
	專業管理者擔任董事席位比率	正相關
	其它股東擔任董事席位比率	正相關
	最大股東成員擔任監察人席位比率	負相關
	其他人股東擔任監察人席位比率	正相關
	監察人席位數目	正相關
B、股權結構：現金流量權與投票權（權重20%）	最大股東現金流量權	正相關
	投票權偏離現金流量權	負相關
	金字塔結構與交叉持股	負相關
C、管理型態：（權重10%）	最大股東成員擔任董事長/總經理	負相關
	次大股東持股比率	正相關
D、超額關係人交易（權重20%）	關係人股權交易比率	負相關
	超額關係人資金往來比率	負相關
	超額關係人銷、進貨比率	負相關
	超額關係人應收、付帳款比率	負相關
E、大股東介入股市（權重10%）	大股東股權質押比率	負相關
	上市公司成立投資公司家數	負相關

資料來源：葉銀華、李存修和柯承恩，「公司治理與評等系統」，商智文化出版。

(三) 會計監理之機制

- 1.企業內部自治
- 2.外部監理
- 3.獨立會計師
- 4.法律及會計原則

(四) 會計監理之目的

- 1.所有會計資訊需求者得到公平之獲知權利（Fairness）

- 2.使企業之決策及資訊充份透明化（Transparency）
- 3.明確會計供應鏈成員之責任（Accountability）
- 4.使會計監理機制之人員盡其權責（Responsibility）

二、保障小股東

證交法規定由投資人保護法擔任。此角色除設專業保護機構之外，處理所有爭議申訴制度，並引進團體訴訟與團體仲裁制度。

證券投資人及期貨交易人保護法投保法重點

- 設置專責投資人保護機構
- 設置保護基金由保護機構保管運用
- 保護機構得受理證券或期貨交易爭議之申訴、調處
- 引進團體訴訟與團體仲裁制度
- 明定證券商代收客戶款項與自有資產相分離等

三、資訊透明度（Transparency）

- 1.資訊透明度意義
 - 1-1透明度是會計監理最主要環節之一
 - 1-2陽光是最好的防腐劑
 - 1-3路燈是最盡責的警察
 - 1-4誠信及正直是資訊透明的最重要前提
- 2.資訊透明度之基本要求
 - 2-1投資者有權享有與決策者相同水準之財務及會計資訊
 - 2-2資訊使用者（不僅是投資者）需要質化及量化的資訊
 - 2-3資訊透明度之挑戰在於確保企業管理階層誠實地以使用者了解的方式，提供其所需的資訊
 - 2-4為使資訊更為完整，企業不僅提供財務會計資訊，也要提供與產業與企業價值及風險有關之重要非財務資訊
 - 2-5公司內部衡量績效的資訊與對外溝通的資訊需予整合一致

陸、產官學界在企業重建之新趨勢、新希望

一、行政院公司治理

專案小組初步共識（一）

- ★公開發行公司在設立獨立董事及審計委員會等一定條件下，得免設監察人
- ★公開發行公司董事會下得設置各種專業委員會，不必設常務董事
- ★確認董事會得提名下屆董監事
- ★賦予獨立董監事制度法源依據
- ★繼續完善獨立董監事人才庫之建置
- ★公開發行公司之法人或政府股東不得同時指派董、監事

專案小組初步共識（二）

- ★檢討外國專業投資機構代表人之表決權相關規定
- ★推動遠距股東會、電子投票等措施
- ★研擬增列股東會提案權之可行性
- ★平衡「證券投資人及期貨交易人保護法」下之調處與爭訟制度
- ★協調「民事訴訟法」及「證券投資人及期貨交易人保護法」下之團體訴訟機制

二、學界看法

股權結構集中的批評

- ★透過金字塔結構和交叉持股來增強投票權
- ★最大股東普遍參與管理

董事會、監察人的獨立性有待加強—Yeh（2001、2002）

- ★最大股東成員擔任董事席位比率為55.6%，擔任監察人席位比率為48.5%
- ★最大股東成員擔任董事長或總經理比率為87.2%
- ★最大股東不重視董事會功能
- ★董事會為公司最高決策機構，董事的專業性

三、企業重建相關學術團體紛紛成立，提供專業諮詢

有鑒於金融改革遲遲不能積極推動，又擔心只有金融改革，仍難免新的NPL產生，改革不能收效，故產官學界，共同出面組織相關團體，提供專家意見，甚至於提供服務，如台灣企業重建協會、中華公司治理學會相繼成立，我們深信在大家共同努力下，危機就是轉機，過去我國金融相關的缺失，都會變成進步的原動力。

柒、結語

建議銀行界共同努力，深入了解、投資與銀行相關之公司治理及企業重建之高度關聯產業，此即為產業整合（結合），並從多方面提升銀行對企業之服務，相對提升本身之利潤。

本會會員單位人事異動訊息

- 1、世華聯合商業銀行新任總經理吳漢梁先生於九十二年二月十七日接篆視事。
- 2、中興票券金融公司新任董事長莊國雄先生於九十二年三月二十八日接篆視事。
- 3、華僑商業銀行新任董事長鍾甦生先生於九十二年四月三十日接篆視事。
- 4、中國農民銀行新任董事長林彭郎先生於九十二年五月十五日接篆視事。
- 5、台灣土地銀行新任總經理呂桔誠先生於九十二年六月二日接篆視事。

融資收購及台灣產業發展

東吳大學經濟學系 余德培教授

壹、前言

融資收購 (Leveraged Buyouts; LBO) 產業在美國發展的歷史悠久且相當成功，至今已成為許多企業併 (Mergers & Acquisitions; M&A) 的主流形式之一。其所掌控的資金在美國龐大的資本市場中也占有舉足輕重的地位。過去二十年來相關實證顯示，融資收購產業已直接或間接地促使各種產業發展，對美國整體經濟具有重大貢獻，特別是1970至1980年代許多具營運良好且具有競爭潛力的公司，即透過融資收購方式解決了當時因股市低靡而無法發展擴張之限制，將公司資本及經營結構重組，進一步與產業中其他公司合縱連橫，來壯大公司本身的實力，提昇公司的價值。目前許多美國知名的企業，如Levi Strauss, Berg Electronics Corp., RJP Nabisco, Saks Fifth Avenue, Tiffany & Co., Gucci, Snapple/Quaker Oats 等皆是當時透過融資收購的重整改造，提昇競爭力之後，再將其上市，此一過程不但創造出這些企業今之聲望而且也帶動當時相關產業的復甦及成長。由此可知，融資收購對美國產業再造是具實質效益與貢獻。除此之外，不但融資收購後的企業及產業皆蓬勃發展，而且連帶促使股市交易活絡與經濟成長。故美國以融資收購促進產業發展及經濟成長的模式，可作為其他各國產業改造創新的最佳模式。

由於台灣現今產業的環境與當初美國融資收購產業興起的情境極為相似，歐美先進國家的成功經驗顯示：融資收購不但可為台灣傳統產業再造，也可以為台灣金融業的國際化帶來新希望。過去創投基金在台灣高科技產業的快速成長中完成了階段性任務，而融資收購基金未來則可扮演協助傳統產業創新、再造和金融業國際化的角色。

展望未來，融資收購在台灣及亞洲的產業發展將扮演一定的角色。鑑於此，本文擬對融資收購及其對台灣產業發展提供的機會作一介紹。

貳、融資收購 (Leverage Buyouts) 介紹

一、融資收購的定義

融資收購 (Leveraged Buyout; LBO) 是一種合併收購的重要技術及架構，主要特性是在合併收購過程中除自有資金外，加上債務融資以對上市或未上市公司進行收購或重整的工作。過去二十年間，融資收購已成為歐美企業經營階層或專業投資法人用來執行企業合併收購的一種財務技術，其交易過程中含有較高的技術性與複雜性。

二、融資收購之特性

融資收購主要的特性可以就其理想目標、財務結構、經營風險和投資報酬四方面來了解：

(一) 理想目標—以資本密集性產業或現金流量充裕的產業為主

融資收購經常以抵押被收購公司的資產，取得現金完成交易，由於傳統製造業公司多屬資本密集性公司，較非資本密集公司擁有更多可供抵押的實體資產，因此融資收購活動在資本密集的製造業中較為興盛。然而，如果被收購公司不具備豐厚的實體資產，但是若能產生充裕的現金流量以支付收購後利息支出，仍可成為融資收購的良好標的。

此外，這些公司也應具備下列特質：(1) 營運穩定；(2) 已有明確的產品或市場地位佳；(3) 能穩定成長；(4) 有遠見能力的經營團隊 (或是足以爭取到這些團隊)。

(二) 財務結構—舉債方式以有擔保負債為主，無擔保負債為輔

融資收購所使用的舉債方式，是以被收購公司之資產及未來現金流量作為擔保，包括有擔保 (secured debt) 及無擔保負債 (unsecured debt)，兩者經常共同使用。在1980年代末期及1990年代，一般美國融資收購案的財務架構中，有擔保負債約佔交易總金額的50~55%，無擔保負債約佔40~45%，而自有資金投入約只有0~10%。但是，隨時代環境的演化，目前融資收購產業已日趨保守，資金組合比例上由收購者自有資金投入比例逐漸增加，債務融資的資金來源，則相對降低。

(三) 經營風險—財務風險高，商業風險低

融資收購在經營上的風險可分為兩種：商業風險 (business risk) 及財務風險 (financing risk)。商業風險是指收購後，由於外在總體經濟或產業條件發生重大改變，導致公司無法達到預期經營目標及創造理想收益。這也是融資收購必須選擇穩定成熟產業及公司作為目標之因。財務風險則是指因資本市場的大幅變動 (如利率增加)，致使公司無法支付利息及債務。

(四) 投資報酬—長期報酬較穩定

以過去20年美國融資收購產業的統計數字顯示，其平均年投資報酬率分別是一年期21.6%、三年期18.0%、五年期17.4%、二十年期19.5%。融資收購在短、中、長期年平均報酬率皆維持在20%上下，具穩定豐碩報酬之特性。

三、融資收購產業概況

(一) 產業歷史

美國現代的融資收購可以說是起源於1970年代末期，而1960年代多頭市場則是其發展的前因。在1960年代，大部分未上市公司為了高漲的股價而決定上市，但自1970年後股票市場轉而低靡時，這些公司的股價一落千丈，一些具有遠見之股東及經營團隊發現他們公司的真正價值明顯高於市場股價，因此透過舉債方式將公司股份收回私有，並進行重整再造，進而提昇公司的價值，使得融資收購產業崛起。融資收購的數量及金額在1980年代初期急劇增加，至1980年代末期達到高峰，成為併購主流方式之一。在此時期，許多集團都將它們發展受限或不成功的事業單位藉由融資收購方式改造因而獲得重生。1989至1990年間，融資收購發展曾一度沒落，但自1991年後，美國的融資收購產業再度興盛，持續大幅成長，至今已發展成為一個成熟的金融產業。

(二) 發展背景

促使美國融資收購發展興盛有兩項重要因素，一是持續性的技術創新，另一是融資收購基金 (LBO fund) 的發展。

美國融資收購技術最早之突破是由專業的融資收購公司Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) 於1979年率先採用協助Houdaille公司進行重整。KKR把創新的財務技術搬上了檯面，使收購成為公司財務管理的核心，同時，當KKR建立有效的融資收購模式並證明其可行性後，帶動了許多公司嘗試採用這種財務技術，因而促成融資收購產業發展興盛。

另外，由於融資收購為投資者賺取了巨額利潤，故自1980年代，一些聰明的投資人便以私下募集方式整合廣大的投資者資金，集成立融資收購基金，由專業經理人管理投資，提供投資人風險分散與專業管理的技術。此股風潮在1980年代末期因垃圾債券及股市的崩盤而趨緩下來，但在1990後十年內又穩定成長。主因是美國主流法人投資者，如退休基金，在評估後認為融資收購基金是一種能夠產生高而且穩定報酬，用以滿足長壽退休者需求的投資方式，故在此一趨勢下，1990年以後的融資收購基金約有三分之一是由退休基金所投資。

(三) 產業規模

融資收購產業過去10年內共計募集3,700億美元資金，佔美國非公開市場 (Private Equity) 資金62%，並投資了2,650億美元。過去10年間，美國融資收購產業於資金募集與總投資金額的平均年成長率各為43%及32%。2000年底美國融資收購產業管理的資產總額 (assets under management) 計1,960億美元。

四、融資收購與創業投資比較

融資收購和創業投資可以就產業特徵、基金規模、投資規模和經營風險與報酬四各方面來比較：

(一) 產業特徵

創投之主要投資對象為新興產業，如高科技產業，以技術創新取勝，其目的是再成為某一項技術的創新發明之領先者；而融資收購之對象則多以穩定成熟之傳統產業為主，成功關

鍵則在於幫助產業整合及有效管理而達到進一步成長，以提高公司價值。就風險上而言，由於融資收購產業多為協助已具規模之成熟公司再成長，故其所承受之風險會比創投之追逐市場，擊敗產業領先者低許多。但融資收購交易過程需要高度的專業技術，故融資收購產業具有較高的進入障礙。

(二) 基金規模

在過去十年中，美國融資收購產業所募集之資金為創投產業的1.6倍。2000年平均每一融資收購公司所管理之資產為4.4億美元，是創投公司管理資產3,300萬美元的13倍。

(三) 投資規模

在過去十年中，就單筆平均投資金額而言，美國融資收購產業則是創投產業的7.3倍，二者分別是1.4億美元及1,900萬美元。

(四) 經營風險與報酬

就短中期而言，創投產業之報酬率容易受景氣影響而大幅波動，常有大賺或大賠之結果；但相較之下，融資收購產業則維持穩定豐碩的投資報酬率，約為20%上下之年報酬率。但就長期而言，二者之報酬率則是相似，均維持20%的投資報酬率。因此我們可以推知，融資收購產業為一短中長期獲利穩定之低風險產業。

參、融資收購為台灣金融產業提供的機會

融資收購在歐美已為一成熟的金融產業。許多國際金融集團投資LBO fund 已是一市場趨勢。同時LBO fund亦為金融集團帶來穩定的投資報酬及多元化的案件。融資收購已是國際金融集團的主要業務之一。融資收購為國際性金融集團帶來的業務及對金融集團所提供的策略性綜效分述如下：

一、國際性金融集團的主要業務

- (一) 承銷 (Underwriting)
- (二) 自營交易 (Trading)
- (三) 專案融資 (Project financing)
- (四) 股權投資 (Equity investment)
- (五) 合併與收購 (Mergers and acquisitions)

二、融資收購為金融集團所提供的策略性綜效

- (一) 金融集團可自LBO併購案中獲得下列衍生性金融服務的案源：
 1. 收購融資 (Acquisition financing)
 2. 資本籌資 (Equity financing)
 3. 發行有擔保公司債 (Corporate bond-secured)
 4. 發行無擔保高利息債券 (High yield bond-unsecured)
 5. 上市承銷 (IPO underwriting)
- (二) 金融集團可自投資LBO Fund獲得下列衍生性金融服務的案源：
 1. 銀行聯貸 (Syndication of bank loan)
 2. 營運資金融資 (Trade financing)
 3. 專案融資 (Project financing)
 4. 貨幣市場工具 (Money market instruments)
 5. 增資承銷 (New issue underwriting)

肆、融資收購為企業重整之最佳方式

一、對台灣傳統產業的助益

台灣許多具競爭力之傳統產業龍頭，無論在規模上或獲利能力上都高於島上的同業，然而一旦與國際性同產業公司相較，則失去相當程度的競爭優勢，原因在於其雖擁有生產技術與靈活的生产管理模式，但欠缺品牌、通路及全球運籌之行銷管理能力，不具全球化之競爭能力使其成長受限。因此，運用融資收購以台灣公司主導與歐美同產業之公司合併，結合雙方之競爭優勢，合併後可產生之效益包括經濟規模增加、技術引進台灣、生產亞洲化、銷售全球化等，以最快速且有效的方式讓台灣公司取得全球競爭優勢，與其他世界性一流公司相匹敵。

此外，透過融資收購可以提供台灣其他較不具競爭力之傳統產業公司一個改造的管道，進而成為國際企業在亞洲佈局之一部份。這些台灣公司可以藉著國際集團力量，改善經營狀況，並影響這些集團在亞洲之策略及發展，而保留部分經濟實力與就業機會在台灣。因此，發展融資收購產業將對台灣各種規模及競爭力之產業皆有所助益，可解決台灣傳統產業當前面臨的困境。

二、符合「根留台灣、全球佈局」的產業政策

融資收購不但能協助台灣具競爭力產業重整改造，同時能藉由融資收購帶動台灣金融體系蓬勃發展，使台灣成為亞洲金融市場具影響力的領導者。發展融資收購產業也可以達成政府要求企業根留台灣，及台灣成為亞太營運中心的政策目標：在融資收購過程中，以台灣之生產及技術為根基，將台灣作為合併公司之生產及營運中心，將高階之技術及生產留在台灣，落實「根留台灣」之信念；其次，融資收購可結合歐美企業之行銷、通路、及品牌，同時利用亞洲國家之低廉生產成本優勢，此乃「全球佈局」之原則；其三，融資收購為一「互惠雙贏」之策略，台灣公司可與合作之歐美公司透過融資收購躍升為具競爭力之國際企業；最後，因融資收購已經歐美先進國家發展過程中證實為風險相對較低且獲利穩健之投資機制，可同時達成「風險控管」之目的。準此，融資收購完全符合當前政府的經濟產業發展策略之思維與企業之需求。

伍、結論

發展融資收購產業將為台灣帶來以下四點深遠之意義：

一、有效輔導台灣傳統產業轉型升級

發展融資收購產業之宗旨是投資並協助台灣尚有競爭力之產業及公司，藉著結合歐美同產業之利基公司，將其整合改造，提昇其競爭力，打造成為一個國際性企業。與政府輔導台灣傳統產業轉型升級之政策有異曲同工之妙。

二、創造台灣成為亞太地區融資收購產業的領導先趨

雖然在亞太地區，融資收購及融資收購基金尚屬一新名詞，預期在未來的三到五年裏，隨著亞太地區金融體系趨於健全完備，融資收購產業將逐漸形成並蓬勃發展。如台灣在此時領先發展，屆時台灣之融資收購產業已屆成熟，不但是亞太地區融資收購產業之先驅，而且是最具有利基及規模之產業代表。

三、促進台灣金融產業加速國際化

融資收購可促進台灣金融市場與國際資本市場之連動性，加速台灣金融體系的國際化，此與政府建立自由化與國際化的金融政策不謀而合。故台灣金融機構可藉由參與融資收購案或投資融資收購基金，與國際資本市場密切互動，逐步建立國際金融機構的網路，取得國際金融業務技術、多元化的商品與服務。此外，藉融資收購，引進國際資本市場資金來台投資傳統產業，強化台灣產業結構及經濟體系，可促成台灣金融機構的授信品質改善與放款風險降低。

四、強化台灣的經濟結構與基礎

台灣傳統產業藉融資收購提昇競爭力與轉型為全球化企業發展，可促使台灣在發展高科技產業之際，同時協助傳統產業轉型升級，使台灣各種具有競爭力的產業並存共榮，讓台灣經濟結構健全且穩定成長，建構未來經濟永續發展的根基。

九十一年國內金融業務回顧與展望

文建芬、賴美如（本會研究發展委員會）

一、金融情勢概述

（一）中央銀行續採寬鬆貨幣政策

91年我國景氣雖有所回升，惟內需仍疲弱，且因銀行體系資金寬鬆，國內市場利率持續走低，在物價平穩情況下，為反映市場利率走勢，並兼顧金融市場之穩定，中央銀行於6月及11月間兩次調降貼放利率，重貼現率降至1.625%。

此外，各銀行存放央行之存款準備金乙戶利率亦自11月12日起由2.5%降為2.25%。而鑑於國內匯市美元供過於求，且銀行短期美元牌告利率低於新台幣利率，央行自6月28日起調降外匯存款（89年12月8日起新增部分）準備率，由2.5%降為0.125%。

（二）貨幣總計數M2日平均額年增率創歷史新低

由於中央銀行於90年以來持續降息引導銀行利率走低，其中定期性存款降幅高於活期性存款降幅，定期與活期存款利差縮小，導致定期性存款移往活期性存款，且自90年10月至91年4月間國內股市回升，91年貨幣總計數M1A及M1B日平均額年增率回復正成長，M1A及M1B日平均額年增率分別為8.59%及17.01%。

在M2年增率方面，由於91年廠商資金需求不強，主要金融機構放款與投資持續負成長，加以債券型基金快速成長，抑制銀行信用創造，致貨幣總計數M2日平均額年增率成長持續減緩，並自7月份起跌落本年貨幣成長目標區（3.5%至8.5%）下限；全年貨幣總計數M2日平均額年增率為3.55%，落在本年貨幣成長目標區中線以下。

（三）利率呈現下滑走勢

1. 央行貼放利率續降至歷史新低

91年國際金融市場因企業假帳風波而動盪，以及地緣政治風險危及經濟復甦，美、歐等主要國家相繼採取降息措施刺激景氣，我國物價平穩，但因內需疲軟、復甦力道減弱，央行亦2次降息，重貼現率由90年12月28日的2.125%，降至1.625%，為歷史新低紀錄。

2. 銀行業存、放款利率逐季下降

91年我國一般銀行存、放款加權平均利率仍延續過去3年來的下降趨勢；91年第4季本國一般銀行存款加權平均利率為1.95%，低於上年第4季的3.35%；放款加權平均利率為5.02%，亦低於上年第4季的6.49%。

3. 貨幣市場利率持續盤低

由於銀行體系資金相當寬鬆，加以央行兩次調降利率，故隔夜拆款日平均利率繼續盤低，由90年12月的2.39%降至91年12月的1.61%；全年平均為2.05%，創歷史新低紀錄。另外，在短期票券市場方面，各項金融商品初、次級市場利率亦呈盤降格局，其中，商業本票91-180天期初級市場利率，由90年12月的2.93%降至91年12月的2.24%，91年全年平均為2.58%，較90年的4.05%下降1.47個百分點；商業本票91-180天期次級市場利率，由90年12月的2.44%降至91年12月的1.75%，91年全年平均為2.14%，較90年的3.78%下降1.64個百分點。

4. 債券市場利率走低

由於91年銀行體系資金相當寬鬆，加以股市上攻乏力、銀行放款保守、壽險公司大量委託金融機構代為標購公債，公債繼續成為追逐的焦點，年初因國際股市回升，市場盛傳美國將調高利率，利率一度小幅回升，但隨著國際地緣政治緊張氣氛升高及投資人信心不足，全球股市再度回軟，加上競標公債者眾，91年新發行政府債券之加權平均利率仍呈下滑，以新發行的十年期公債為例，加權平均利率於90年7月仍有3.70%，至91年12月降至2.55%，全年平均3.30%較90年的4.99%，下降1.69個百分點。至於次級市場十年期中央政府公債殖利率，於91年3月至5月間反彈回升至4.0%水準，但隨後因股市不振，資金轉入債市避險，殖利率回復盤低格局，於6月份及10月份分別跌破4.0%及3.0%水準，91年12月降至2.48%，較90年12月的3.81%，下降1.33個百分點。

（四）新台幣匯率走勢

91年上半年因美國強勢美元政策受到質疑，加以美國陸續爆發會計醜聞所產生的後續效應、經常帳赤字擴大及企業獲利警訊頻傳等因素影響，國際美元走勢疲軟，而國內則因上半年股市上漲、外資匯入增加，引發新台幣升值預期心理，新台幣一路升值，並於7月17日達32.999元新台幣兌1美元。其後因國內股市回跌、外資匯出，致新台幣匯率於10月份上半年回貶至35元新台幣兌1美元左右，但隨著美、伊之間的衝突升高，國際美元再度明顯趨弱，而新台幣在中央銀行維持匯率動態穩定策略運用下，呈緩步小幅升值，至12月31日以34.753元新台幣兌1美元收盤，較上年底之34.999元升值0.71%。

（五）台北股市上攻乏力

91年第一季美國股市在經濟復甦預期心理的激勵下，反彈氣勢強勁，國內股市也呈波段上揚，集中市場加權股價指數於4月22日升至6,462.30點。爾後，因全球景氣表現不如預期，加上美國企業假帳風波及美伊衝突等不利因素影響，歐美主要國家股市相繼下跌，國內景氣雖有回升，但受國際金融情勢影響，加以國內信心疲弱，股市轉而下跌。12月31日股市收盤指數為4,452.45點，較90年底的5,551.24點下跌19.79%。

（六）銀行業逾期放款金額及比率略降

91年第一季底本國銀行逾期放款總額攀升至新台幣1兆1,476億元，逾放比率升至8.04%，達歷年高峰，爾後因二五八金改計畫效果顯現，金融業積極打消呆帳，加上景氣緩步上揚，廠商發生倒帳情況不再惡化，其次，銀行業在歷經近幾年逾期放款大幅增加的經驗後，對授信風險的控管趨於嚴謹，均有助於減緩逾期放款的增加，本國銀行逾放比率因而得以下降，至91年12月底，逾放比率降至6.12%，較90年底的7.48%下降1.36個百分點；逾放金額為新台幣8,644億元，亦較90年底的10,870億元減少2,226億元。

前述逾期放款金額若加計應予觀察之放款，合計為新台幣12,512億元，占放款總額之8.85%。

二、金融改革概況

（一）金融改革之必要性

當前國內金融出現不少嚴重問題，不良資產有待清理，問題銀行必須整頓，以及基層金融機構尚待重建，大致已成社會共識。我國目前金融體制，正處於歷史性重大變革階段，在近兩年期間政府通過、實施多項重要金融法案，如此全面性的金融體制變革，將使我國金融機構體質趨於強健，並走向大型化、綜合化及全球化，從而提升我國金融業的國際競爭力。

（二）政府持續推動金融改革

為落實金融改革的社會共識，並奠定金融改革的穩固基礎，自89年迄今，政府已分別制定或修正多項法規，包括銀行法、存款保險條例、金融機構合併法、信託業法、票券金融管理法、金融控股公司法、行政院金融重建基金設置及管理條例、金融資產證券化條例等，建置我國完整的金融法制基礎。此等相關法制的變遷，為我國創造出一個脫離過去模式的金融業發展平台，其特徵是進一步的自由化、強調更多元化發展與益趨動態調整的機制，藉以激勵金融業的健全、活力成長。

在金融改革相關法制建置的藍圖之下，行政院更推動成立金融改革專案小組，下設五個工作小組，分別負責銀行、保險、資本市場、基層金融及金融犯罪查緝等改革工作計畫。經政府與金融業者的攜手戮力推動，已產生初步的執行成果，金融機構相互合併或組成金融控

股公司，金融業務與金融工具不斷推陳出新，同時，金融機構的資產品質水準已有所提升，經過91年全體銀行有志一同的大幅打銷呆帳，整體銀行的逾放比率已由91年3月份的高峰8.04%，降為同年年底的6.12%。雖然如此，政府仍將不放鬆對金融機構資產品質的要求，並將於最近推出配套的金融監理措施，亦即針對不同逾放比率的金融機構，予以申設分行、新種業務申請等優惠或限制分配盈餘等處罰之差別待遇，藉以進一步促進銀行清理不良資產。

除此之外，鑑於推動金融改革始終仍是政府堅定不移的施政目標，未來財政部仍將全面致力推動「行政院金融重建基金設置及管理條例」修正案完成立法，加速處理問題金融機構；並訂出「二五八金改計畫」，即在兩年內逐步將整體金融機構逾放比率降至5%以下，同時將資本適足率提升至8%以上的國際清算銀行（BIS）標準，以強化金融體質。另推動成立金融監督管理委員會，以提高整體金融監理效能，建立符合國際規範的金融監理制度；加速基層金融機構之改革、推動金融機構合併，以提升金融機構競爭力；並落實「業務監理從寬、財務監理從嚴」原則，鼓勵金融機構業務更形多元化；修正相關法規，提高金融犯罪刑罰，嚴懲真正罪犯。總之，政府一方面仍秉持果斷的決心持續加強金融改革的執行力度，另一方面也將更重視執行中的溝通與協調，俾減少改革的阻力及減輕對社會的衝擊，達到健全我國金融體系、發揮金融機構中介機能充分運作的最終目標。

三、主要金融措施

1. 財政部於91年1月2日開放外國銀行在台分行在符合我國主管機關的審慎監理原則下，得被動地應客戶要求提供其總行存款帳戶開戶資訊服務，即所謂「國內備表，國外開戶」服務。
2. 財政部於91年1月22日修正「銀行逾期放款及呆帳處理辦法」名稱及內容，發布「銀行資產評估損失準備提列及逾期放款催收款呆帳處理辦法」，以強化金融機構體質及損失承擔能力，確保銀行資產品質之健全。
3. 財政部於91年2月13日修正發布「臺灣地區金融機構辦理大陸地區匯款作業準則」及「臺灣地區銀行辦理大陸地區進出口外匯業務作業準則」，惟未來仍將配合兩岸直接通匯之規範，納入「臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法」。
4. 財政部於91年3月5日函請銀行公會轉知會員銀行，應於92年12月底前完成國內辦事處改設為分行或簡易型分行，否則應予裁撤。
5. 為達成金融控股公司綜合經營之效益，財政部於91年3月25日發布有關共同行銷時之相關規範，如營業據點、可從事之業務範圍、人員兼任、資訊交互運用、申請及核准方式之規範等。
6. 財政部於91年5月29日發函各銀行，要求銀行重要財務業務資訊（包括應予觀察放款），應按季於網站上揭露。
7. 財政部積極推動金融資產證券化完成立法程序，立法院於91年6月20日三讀通過「金融資產證券化條例」，並於91年7月24日經總統公布實施。
8. 財政部於91年8月2日開放臺灣地區銀行海外分支機構及國際金融業務分行（OBU），得對大陸地區台商客戶辦理授信業務及應收帳款收買業務。
9. 財政部與中央銀行會銜修訂「金融機構辦理傳統產業專案貸款暨信用保證專案作業簡則」，上述簡則已於91年9月16日奉行政院核定，經與金融機構協調後再增撥銀行自有資金3,000億元並延長辦理期限，總計本次專案貸款額度為新台幣1兆500億元，申貸期限延長至92年10月19日。
10. 財政部於91年11月間與銀行公會共同成立新巴塞爾資本協定共同研究小組，該小組下再分為信用風險標準法組、信用風險IRB組、作業風險組、市場紀律與資產證券化組，以及監理審查組等五個分組。
11. 財政部於91年11月邀集銀行代表及檢、警、調機關共同研商警示通報機制，並就被疑似犯罪之帳號，研擬終止客戶使用金融卡條款之契約內容。
12. 中央銀行於91年5月6日全面推動銀行改革基本放款利率訂價制度，希望各銀行放款利率指標應符合市場性、代表性及透明性原則；改革後之基本放款利率訂價制度應一律採取加碼，不得減碼計息。
13. 為維護社會大眾權益，中央銀行積極鼓勵銀行更改房貸利率訂價方式，採行指數型房貸，並於91年8月底以網路連結方式，連結各銀行之相關網頁，以供民眾查詢比較，使房貸市場資訊更加透明化。
14. 中央銀行推動同業資金調撥清算系統之改造，規劃籌建即時總額清算系統（Real-Time Gross Settlement, RTGS），以消除清算風險，並於91年9月16日正式實施。
15. 中央銀行研擬將各票據交換所改制為單一財團法人，臺灣票據交換所於91年11月1日正式改制為財團法人。

四、民國92年經濟金融展望

世界銀行於91年12月中旬指出，因歐美地區消費者信心滑落、股市疲軟、日本銀行業體質堪慮、拉丁美洲債務問題嚴重，以及美國和伊拉克開戰的不確定性，再加上戰爭對油價的衝擊，全球經濟復甦可能受到影響，因此，將92年世界經濟成長率由半年前預估的3.6%降為2.5%。國際貨幣基金（IMF）於今（92）年4月最新發布的全球經濟展望報告中指出，鑒於今年以來美伊戰爭和全球疲弱的股市對經濟產生極大衝擊，並假設美伊戰爭在短期內大致解決、國際油價平均維持在每桶31美元水準前提下，將92年全球經濟成長預測值由半年前預估的3.7%下修至3.2%，並強調美國仍將帶領全球經濟邁向復甦。不過，IMF同時指出，92年全球經濟雖仍將持續復甦，但由於主要經濟體到年底前都無法回歸潛在成長速度，因此全球景氣復甦的速度將較預期緩慢。

展望今（92）年國內經濟表現，行政院主計處於今年5月表示，4月間美伊戰爭迅速結束，國際商品及金融交易雖已漸次回歸常軌，惟短期內全球景氣尚處調整期，復甦力道仍呈不足，加以近期東亞地區爆發SARS疫情，在各國採取嚴格管制措施影響下，亞洲區域內經貿交流已明顯下挫，根據環球透視預測機構（Global Insight Inc.，前身為DRI・WEFA）本（5）月最新預測，今年全球經濟成長率僅由去（91）年2.0%小幅增為2.2%，世界貿易量成長率亦僅提高1.7個百分點，由3.0%增為4.7%。影響所及，我國外貿擴張力道受阻。主計處預測今（92）年國內經濟成長率可達2.89%，物價將維持平穩，消費者物價指數（CPI）下跌0.06%。

在中央銀行貨幣政策方面，因國內景氣未全面復甦，資金需求仍顯疲弱，民間消費因房地產景氣仍低迷、股市市值縮水，同時在產業外移、失業率偏高情勢下，應無大幅成長空間，預期國內物價僅溫和上揚，央行將維持寬鬆貨幣政策，國內資金充裕環境不變，利率將續居低檔。至於新台幣未來走勢仍將視國際美元走向而定，依目前美國經濟疲弱及貿易赤字、財政赤字不斷擴增的情況研判，國際美元不易繼續保持強勢。

在金融業經營環境方面，為解決銀行逾期放款比率居高不下的問題，財經當局訂出「二五八」金融改革計畫（金融機構在兩年內需將逾放比降至5%、將資本適足率提高至8%以上），今（92）年各金融機構將持續積極打銷呆帳，且在資產管理公司進一步協助銀行不良資產的去化下，各金融機構逾期放款預期將繼續下降，有助於金融業放款意願的提昇、擴展新業務。另外，在金融版圖重整方面，14家金融控股公司陸續上市後，對尚未加入金控的金融機構將構成威脅，部份業者或先強化自身資本，或持續尋找合組金控對象，或與同業策略聯盟，以進行交叉行銷，因此今年銀行、保險、證券的垂直整合或水平合作案例將持續增加。