

政策破壞下之房市宏觀審慎治理— 建商個案證據與「特許化 × 評鑑制 × 差別信貸」三支柱框架

POLICY-INDUCED DISRUPTION IN MACROPRUDENTIAL HOUSING GOVERNANCE - DEVELOPER-SIDE EVIDENCE AND A THREE-PILLAR FRAMEWORK OF SECTORAL LICENSING, BUILDER RATING, AND DIFFERENTIATED CREDIT

林紹詳*

國立中山大學企業管理系博士生

盧憶

國立中山大學企業管理學系副教授

蔡維哲

國立中山大學特聘教授

文藻外語大學副校長

Shao-Hsiang Lin

*DBA Student, Department of Business Management,
National Sun Yat-sen University*

Yi Lu

*Associate Professor, Department of Business Management,
National Sun Yat-sen University*

Wei-Che Tsai

*Distinguished Professor, National Sun Yat-sen University
Vice President, Wenzao Ursuline University of Languages*

*通訊作者，地址：高雄市左營區啟文路 27 號 15 樓，電話：0937-070979
E-mail：sh_lin2001@hotmail.com

摘要

本研究以「政策誘發之破壞（Policy-Induced Disruption，以下簡稱『政策破壞』，指制度規則之結構性改寫與資源取得條件之重寫，非政策價值評斷）」視角，分析宏觀審慎房市措施（選擇性信用管制、升息、存款準備率上調）對建商融資與現金流的影響。採質性單一個案設計（A 公司），涵蓋期間為 2014-2025 年，結合文件、半結構式訪談與同業對照，並採用 Pre-Post、同業基準與中斷時間序列（ITS）的三重評估設計，重建「政策事件→公司行動→財務結果」鏈條。結果顯示：A 公司透過固定利率公司債／可轉債與聯貸／票券的組合，加上到期牆分散與備用流動性，擴張授信額度並降低資金成本（平均借款利率（含債）由 2.74% 降至 2025 年 8 月 2.60%），同時縮短決策時滯並降低 12/24 月到期牆集中度，在量縮與利率上行下維持營運韌性。本文補充建商端制度情境（資訊揭露、授信集中度）之脈絡說明，並將核心指標之操作型定義與更新頻率彙整於附錄二〈Measurement Codebook〉，同時界定外部效度邊界與可移植條件。據此提出三支柱治理方案：特許化（準入）× 建商評鑑制（分級）× 差別化信貸（風險分層），以準入與評級連動 LTV 與定價，並設定固定利率最低配比與到期牆上限作為風險配額規則，兼顧總體穩定與資金配置效率。

關鍵字：政策誘發之破壞（政策破壞）、宏觀審慎、建商評鑑制、差別化信貸、平均借款利率（含債）

ABSTRACT

This study adopts a policy-induced disruption lens, defining policy disruption as a structural rewriting of institutional rules and resource-access conditions rather than a value judgment on policy, to examine how macroprudential housing measures (selective credit controls, policy-rate hikes, and higher reserve requirements) reshaped developers' financing conditions and cash-flow risks. Using a qualitative single-case design focused on Company A over 2014-2025, and drawing on documents, semi-structured interviews, and peer benchmarking, the study triangulates evidence through pre-post comparison, peer benchmarking, and interrupted time-series inspection to reconstruct the chain from policy events to corporate responses and financial outcomes. The findings show that Company A relied on a coordinated mix of fixed-rate corporate and convertible bonds, syndicated loans, and commercial paper, together with maturity-wall diversification and standby liquidity

buffers, to expand credit headroom while containing debt-inclusive borrowing costs. Its weighted average borrowing rate declined from 2.74% to 2.60% as of August 2025, decision latency shortened, and 12/24-month maturity-wall concentration eased, allowing the firm to preserve operating resilience under tightening conditions. Building on these findings, the study proposes a three-pillar governance framework of sectoral licensing, builder rating, and differentiated credit, linking entry and rating status to LTV, pricing, fixed-rate floors, and maturity-wall caps. This framework offers a more risk-sensitive alternative to one-size-fits-all quantity controls and seeks to balance macro-financial stability with more efficient credit allocation.

Keywords: Policy-Induced Disruption (Policy Disruption), Macroprudential, Builder Rating, Differentiated Credit, Debt-Inclusive Borrowing Costs

壹、引言

近年台灣（小型開放經濟體）房市成為宏觀審慎政策主戰場。至 2024 年 8 月，國銀不動產相關放款比率已逼近《銀行法》第 72 條之 2 之法定上限 30% 之壓力區間；不動產放款占總放款比達 37.5%（逼近 2009 年 10 月 37.9% 高點）（此乃反映放款結構之集中度）；不動產貸款占 GDP 比重亦達 56.45%（高於國際實務常用 40% 警戒線）。主管機關遂以組合工具抑熱：2020 年底起七波選擇性信用管制、2022/3-2024/3 六次升息（累計 87.5bps），並於 2022/7-2024/10 多次調升存準，同步收緊土地、建築、餘屋與法人購屋貸放條件。總量與價格式工具雖能迅速量縮，卻重塑建商資金結構、墊高融資成本並拉長銷售／交屋周期，形成政策誘發之破壞（Policy-Induced Disruption；以下簡稱「政策破壞」）。為提升可比性與可重現性，本文明確界定研究期間為 2014 至 2025 年 8 月，並統一政策與市場數據之口徑、計算規則與版本管理（詳附錄二〈Measurement Codebook〉）。

現有研究多聚焦銀行績效與房價量變，較少剖析建商端如何以金融工具與期限治理維持韌性。本文在研究設計中，將「資訊揭露情況」與「授信集中度」納入背景脈絡與指標體系，並以到期牆集中度、固定利率占比（FRS）、加權平均存續期（WAL）、授信 Headroom 指數與決策時滯等指標衡量韌性機制是否實質轉化為財務結果。

此外，建商端資訊透明度與授信集中亦構成本研究之制度背景。中央銀行在釐清預售屋、爛尾樓與換屋等爭議時即指出，我國尚未建立建商管理機制，且建商若非上市櫃公司，未必需揭露財報，致購屋者難以掌握其負債與現金流等財務資訊，並可能因過度操作槓桿而出現資金鏈中斷風險（中央銀行，2025）。同時，《銀行法》第七十二條之二係針對商業銀行住宅建築及企業建築放款（以法定計算分母）之總額設有三成上限（此乃反映法定限額下之資本與曝險約束），本文據此並列說明以呈現銀行端收斂授信之制度背景，反映主管機關對建築放款過度擴張與資產流動性風險之長期關切（金融監督管理委員會銀行局，2024）。在此約束下，當銀行以內控配額與風險偏好收斂不動產曝險，授信資源往往更傾向流向資訊揭露充分與資本市場連結較佳者，從而可能加深建商間的融資分化與集中外部性，亦是本文後續提出分層治理規則的問題意識來源之一。

為補此缺口，本文採質性單一個案（A 公司），結合文件、半結構式訪談與同業對照，重建「政策事件→公司行動→財務結果」之機制鏈，檢視固定利率公司債／可轉債與聯貸／票券的組合，配合到期牆分散與備用流動性如何在量縮與升息環境下同時達成平均借款利率（含債；以下以加權平均借款利率指標衡量，並對應附錄二之 WACC 變數）下降與授信額度擴張。評估設計採三重交互驗證：其一，Pre-Post（以固定利率債策略制度化與關鍵政策時點為斷點）；其二，同業基準（選取區域與產品結構相近、且公開財報可得之上市建商作為主要對照）；其三，中斷時間序列（ITS）之檢視（以描述性趨勢圖與斷點前後之變動幅度比較為主），以 2020/2021 債券導入與 2022/03 升息為主要斷點觀察水準與趨勢的改變。同業名單與篩選準則、訪談清單與品質控管（跨研究者編碼與受訪者回饋）之細節，將於〈研究方法〉節與附錄明列。

進一步提出「特許化（準入）× 建商評鑑制（分級）× 差別化信貸（風險分層）」三支柱治理，將「是否放」轉為「放給誰、放多少、以何成本」，在維持總體穩定的同時提升資金配置效率與體系韌性。本文並將「固定利率最低配比」與「12/24 月到期牆上限」設為分層規則中的關鍵量化門檻，對應不同評級的 LTV 與利率加點；相關機制以概念架構圖呈現，見圖 1A、圖 1B（政策工具→銀行傳導→建商行為→財務結果），其對應之操作型定義與資料來源亦於附錄彙整。

綜上，本文以台灣房市在宏觀審慎工具密集疊加下所呈現之制度衝擊為背景，將「政策破壞（Policy-Induced Disruption；本文採分析性定義，指規則改寫之情境，非對政策好壞之規範性評價）」界定為可辨識且可追溯的規則改寫情境，並指出既有研究相對忽略建商端如何以期限治理與工具組合吸收衝擊。據此，本文以 A 公司為核心個案，透過文件、訪談與數列之三角驗證，把政策事件與銀行傳導具體連結到建商之融資可得性、成本與期限結構的重排，並以 P1（融資條件重塑）、P2（工具組合與期限

治理的韌性機制）與 P3（分層治理規則之可操作性）作為後續理論橋接、方法設計與證據呈現的共同主軸。亦即，前文所界定之制度衝擊、銀行傳導與建商調整，將在後續各章依序對應為「理論界定－方法識別－證據呈現－治理設計」之分析順序，以避免研究問題與章節安排脫節。

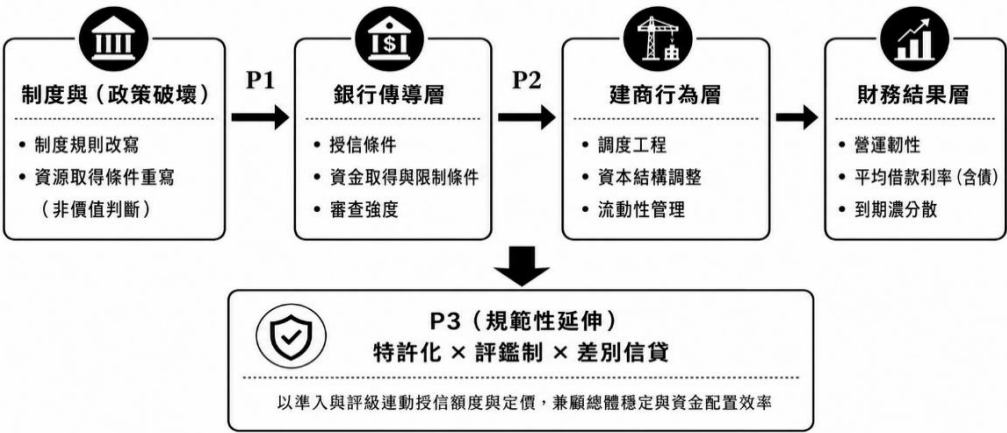
貳、理論與相關研究

一、宏觀審慎工具的二難：量縮有效 × 錯配風險

既有研究普遍指出，宏觀審慎工具（Macroprudential Tools）可在短期內抑制信貸擴張與房市循環，特別是透過選擇性信用管制（SCC；例如 LTV/DTI、第二戶限貸）、升息與存準上調等組合手段，達成「量縮」的即時效果（Kuttner & Shim, 2016；Cerutti, Claessens, & Laeven, 2017；中央銀行，2022a，2024a，2024b）。然而，本研究關注的關鍵不在於「是否能量縮」，而在於「量縮如何在異質主體間造成配置錯配」。由於一體式總量／價格工具往往以同一套門檻加諸所有借款人與授信機構，當銀行端同時面臨限額、風險權數與資本約束時，可能出現配額擠出（中小建商更難取得信用資源）、再融資集中（到期牆堆疊）、以及強者恆強（集中度與議價權上升）等外部性風險（European Systemic Risk Board [ESRB], 2024, 2025；Ayala, Nedeljkovic, & Saborowski, 2017；Andersson, Maurin, & Rusinova, 2021）。

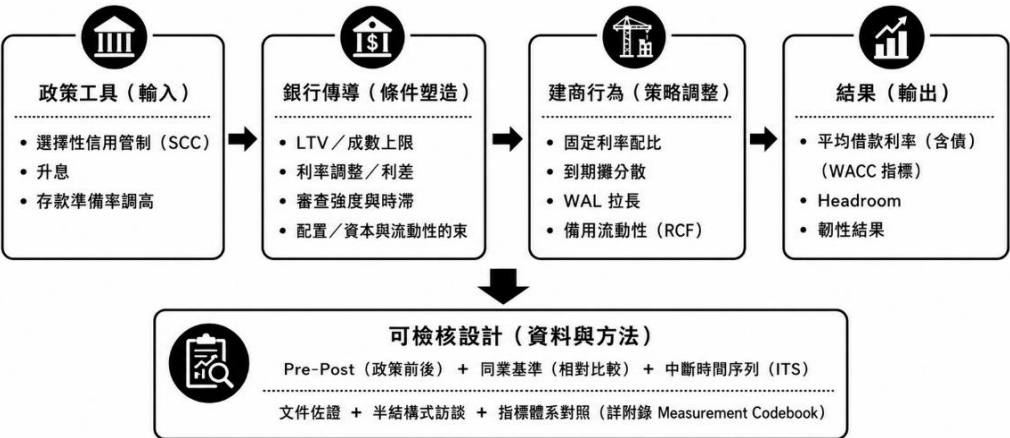
基於上述二難，本研究在治理含意上主張：僅依賴總量／價格管制不足以精準處理「誰被擠出、何時被擠出、以及以何種成本被擠出」的問題。因此，有必要導入分層規則與行為評級機制，將「量」的管理轉化為對風險、行為與能力的分層配置，藉以降低錯配與集中之外部性（ESRB, 2024, 2025；中央銀行，2024a；金融監督管理委員會，2025）。

宏觀審慎工具在「量縮有效」與「配置錯配」之間形成制度性張力；本文後續將以建商端為觀察視角，說明此張力如何透過銀行傳導機制具體化。（見圖 1A、圖 1B）



說明 圖1A呈現理論構念之因果序列。 | P3為建立在P1、P2鏈條上的制度設計延伸。

圖 1A 理論架構（構念層；概念架構圖）
制度規則改寫（政策破壞）→融資條件重塑→期限治理調整→
韌性結果（P1 至 P2）；P3 為規範性延伸之制度設計



說明 圖1B將圖1A的理論構念鏈條落為可觀察的工具、條件、策略與結果指標，供實證檢核使用。

圖 1B 操作架構（指標層；實證對映圖）
SCC／升息／存準（Level 1 制度層）→成數／利差／配額與審查天期（Level 2 銀行
傳導層）→固定利率占比 FRS／WAL／到期牆／RCF（Level 3 建商行為層）
→平均借款利率（含債）／Headroom 等（Level 4 公司財務結果層）

註：圖 1A 呈現理論構念之因果序列，圖 1B 呈現同一序列之操作化指標對映；二者分工在於區分「作者之理論主張」與「可檢核之衡量指標」。其中，圖 1A 主要用以對應 P1 至 P2 之理論鏈條；圖 1B 則用以檢視 P1 至 P2 之操作化指標與跨層對映；P3 屬規範性延伸，相關內容另於第五章及表 7 中處理，以避免將政策建議誤置於實證因果鏈內。

二、破壞理論→政策破壞：定義、傳導、替代行為

本研究採用「政策誘發之破壞（Policy-Induced Disruption）」作為分析視角，但亦需與一般「政策衝擊」或「監理調整」加以區辨。若僅將破壞等同於任何強度較高的政策變動，概念邊界將過度鬆散，難以支撐後續機制推論。基於破壞理論（Christensen, 1997）與制度變遷觀點（Mahoney & Thelen, 2009；Pierson, 2000），本文將「政策破壞」界定為：當制度規則的改寫具備(1)可持續性與連續性、(2)對資源取得條件之結構性重寫（而非短期噪音）、以及(3)誘發市場參與者必須重組商業模式或資本／期限治理以維持存續與韌性等必要條件時，該變動才構成「破壞」。在台灣房市情境中，2020 年底以來多波 SCC、升息與存準調整的疊加，提供了可觀察之制度規則改寫脈絡，使得建商端不僅面臨「成本上升」，更面臨「可得性、期限結構與再融資風險」的同步重排，因而符合本文所稱政策破壞的辨識標準。

就傳導機制而言，本文將政策破壞視為一條可追蹤的鏈條：政策（成數／利率／存準／配額）透過銀行端的授信規則與風險管理（風險權數、限額、加點、單一行庫曝險管制與審查天期）改變資金供給條件，進而影響建商之融資可得性、資金成本、到期結構與去化節奏，最後反映於財務結果（例如平均借款利率（含債；以加權平均借款利率指標衡量，並對應附錄二之 WACC 變數）、流動性備抵與再融資風險）（Crowe, Dell’Ariccia, Igan, & Rabanal, 2013；中央銀行，2022a，2024a，2024b）。為提升閱讀連貫性與機制可視化，本文以概念架構將此鏈條與量化指標一一對映（見圖 1A、圖 1B）。

在此框架下，建商的「替代行為」不僅是單一融資工具的置換，而是以期限治理與風險對沖為核心的資本結構重構：例如提高固定利率債／可轉債比重，搭配聯貸／票券等不同市場管道；同時以到期牆分散（延長 WAL）與備用流動性（RCF／備用聯貸）作為韌性緩衝，以因應量縮與升息環境下的再融資壓力（Andersson, Maurin, & Rusinova, 2021；Ayala et al., 2017）。

政策破壞的核心在於制度規則改寫導致資源取得條件被「結構性重排」，並迫使建商以期限治理與流動性緩衝進行適應；本研究後續將以指標對映方式呈現此一機制鏈的可觀察證據（見圖 1A、圖 1B）。

三、研究問題（非統計假設）

依據前述二難與政策破壞之傳導鏈條，本文的研究問題以「待解決的機制」方式表述如下：

- P1：政策破壞如何重塑融資條件？在 SCC（LTV/DTI、第二戶限貸）、升息與存準上調等措施疊加下，建商之融資「可得性（授信可用空間／核貸天期）」、「成本（有效利率）」與「期限結構（到期牆／WAL）」是否出現同步或不一致的重排？其重排機制與邊界條件為何（Kuttner & Shim, 2016；Cerutti et al., 2017；中央銀行，2024a）？
- P2：建商以何種工具組合與期限治理來吸收量縮與升息的衝擊？固定利率長天期工具（含固定利率債／可轉債）與銀行端融資（聯貸／票券）如何形成互補或替代關係？在何種條件下，到期牆分散與備用流動性安排得以降低平均借款利率（含債）並穩定短中期流動性（Andersson, Maurin, & Rusinova, 2021；Ayala et al., 2017）？
- P3：分層治理何以可能優於一體式總量／價格式治理？在宏觀審慎工具精準度不足的情境下，若導入「特許化（準入）× 評鑑制（分級）× 差別化信貸（風險分層）」三支柱，是否能將總量思維轉化為「風險配額」與「分層定價」，以同時兼顧金融穩定與資源配置效率？其制度設計的可操作條件與可能侷限為何（ESRB, 2024, 2025；金融監督管理委員會，2025；中央銀行，2024a）？

本研究以破壞理論與制度變遷觀點作為概念錨點，並與房市宏觀審慎政策的工具邏輯進行橋接，建立「政策工具→銀行規則→建商期限治理→財務結果」的可觀察分析鏈條。在此鏈條中，制度衝擊不僅表現為總量與利率條件的變化，也會透過授信規則收斂迫使建商重構資本結構與期限配置。據此，本文將研究問題具體化為 P1 至 P3，分別對應條件改寫、韌性策略與分層治理規則之生成與邊界。本節完成理論錨定與命題化，確保後續分析能回到可檢核之機制檢證。承此，下一節之研究方法將不再重複抽象命題，而是直接把 P1 至 P3 拆解為可觀察之事件、指標與對照結構，使理論命題能順利轉入可檢核的實證程序。

參、研究方法

本研究採用質性取向之研究設計，核心在於以單一個案深入追蹤「政策→銀行→建商→財務結果」之機制鏈，並輔以同業對照以提升推論的外部效度。

一、研究設計與個案／對照組選取

本研究以 A 公司為主要個案，採「質性單一個案」結合「同區域／相近規模同業對照」的設計。此設計的目的在於同時兼顧機制辨識（個案深描）與可比性（同業相對位置）。個案選取理由係因 A 公司在研究期間（2014-2025）面臨多波宏觀審慎措施疊加，其融資工具組合與期限治理具有可觀察之策略調整軌跡，且相關財務與融資文件可取得，適合進行事件序列追蹤。

就個案背景而言，A 公司為國內上市之區域型住宅建商，主要營運與推案集中於特定都會圈與周邊衛星市鎮，產品組合以住宅開發為主並兼具部分收益型資產配置；其資本結構長期以銀行授信與預售現金流為核心，同時亦具備以公司債／可轉債等資本市場工具進行期限調整之操作空間。此一「以銀行為主、資本市場為輔」之融資結構，使 A 公司同時暴露於宏觀審慎工具之量縮壓力與利率循環之價格壓力，亦使其期限治理（到期牆分散、固定／浮動配比、備用流動性安排）能在文件與數列上形成可追蹤之策略序列；因此具備作為政策破壞機制檢證個案之代表性與可觀察性。

本文選取三家同業作為主要對照：鑫龍騰（3188）、永信（5508）、聯上（4113）。上述公司皆屬區域型住宅建商，且於研究期間之資產規模與資本結構區間與 A 公司相近，並具有可取得之年度財報資料，得以進行同口徑指標勾稽與相對位置比較。（若研究呈現需擴充對照組，本文亦保留增列第四家同業作敏感度對照之彈性，惟仍以上述「區域 × 規模 × 產品別」三準則作為一致的選取門檻。）以單一個案揭示機制、以同業對照檢視相對性與可複製性，係本研究設計用以兼顧內部效度與外部效度之核心安排。

為提升外部對照的可比性，本文同時擷取 A 公司與三家同業 109-113 年（2020-2024）年度財報附註中「借款／票券／公司債」之類別、期末餘額或額度（如有揭露）、利率（區間或加點）、到期／期限結構及擔保或重要限制，據以比對宏觀審慎政策下融資條件與期限治理之相對變化；其欄位定義、擷取規則與來源頁次彙整列於附錄三。

二、資料來源與三角驗證

在同業對照部分，本文以四家公司公開揭露之年度財報作為一致口徑之次級資料來源，並以「年度 × 借款工具 × 條件欄位」建立擷取矩陣，於每一筆資料保留擷取日、頁次與處理規則，以避免揭露細緻度差異導致的誤讀；相關矩陣與版本註記併入附錄三之 Audit Trail。

本研究採取資料三角 (Triangulation)，結合文件、訪談與數列資料以相互驗證。文件資料涵蓋年度財報與附註、公司債／可轉債說明書、聯貸／票券授信契約與對帳明細，以及主管機關與監理機關之政策公告與制度說明；訪談資料採半結構式深度訪談，受訪對象以 A 公司財務部與相關決策者為主（涵蓋財務、資金調度／融資、風險管理與授信對接等職務功能），共 5 位受訪者、5 次訪談，每次訪談以 60-90 分鐘為原則（見表 1 及表 2）。基於公司敏感性與受訪者保密需求，訪談採不錄音方式進行，改以即時筆記與訪後 24 小時內之整理稿作為分析文本，並就關鍵段落抽樣逐字化（約 40%）及回饋受訪者確認 (Member Checking)，以降低遺漏與誤解風險。數列資料則用於描繪政策前後融資條件與期限結構的動態變化，包括平均借款利率（含債）、Headroom、到期牆、固定／浮動占比、RCF 未動用比、利息費用率與現金轉換循環 (CCC) 等。

為提升可追溯性與重現性，本文另行建立「次級資料清單一覽表」、「訪談清單一覽表」與「逐字稿檔案清單」（均以代碼呈現以保護受訪者與公司敏感資訊）（見表 3），並在分析過程保留擷取日、處理規則與版本註記。各指標之操作型定義、資料來源與更新頻率，悉依附錄二〈Measurement Codebook〉。

透過文件－訪談－數列的交叉驗證，本文將同時降低單一來源偏誤，並提高「事件－行動－結果」鏈條之證據強度。

三、衡量指標與操作化（對照附錄二〈Measurement Codebook〉）

本研究所用指標皆採一致口徑操作化，並以附錄二〈Measurement Codebook〉作為版本管理之依據。為避免概念混淆，本文涉及資金成本者一律以「帶息負債之有效利率（含費用年化）按期末餘額加權」衡量，並稱之為「加權平均借款利率（含債）」（指標代碼仍沿用慣稱 WACC），惟本文所稱 WACC 僅為負債端成本之加權指標，不納入股權成本或 β 參數；另以利息費用率作為替代衡量以供敏感度檢驗。

表 1 訪談樣本分布（訪談統計表）

指標	類別	人數／次數
受訪者身分	A 公司內部	5 人
	外部（補充市場觀點）	7 人（未納入）
職務類別	財務（F）	1 人
	資金調度／融資（FD）	2 人
	風險管理／授信對接（RM）	1 人
	高階決策（EX）	1 人
訪談次數	一人一次	5 次
	追訪／補訪	0 次
訪談形式	面對面	5 次
	線上（視訊／電話）	0 次
訪談時長	60-90 分鐘	5 次 （60 分鐘 3 次；90 分鐘 2 次）
訪談期間（時間窗）	2023/09	

註：本表之「職務類別」以受訪者之「主要職務功能」歸類，採一人一類之統計口徑以確保可檢核性；若受訪者同時涵蓋多項功能，則以其在事件序列中提供之核心決策／執行資訊為主要歸類依據。為保護公司與個人敏感資訊，僅揭露人數／次數／比例並以代碼呈現。

表 2 執行與品質控制

指標	內容
抽樣方式	目的性抽樣＋滾雪球抽樣；以職務功能覆蓋「財務－融資－風險－決策」鏈條。
飽和判準	連續兩次訪談未再出現新的事件類別、機制命題或反例（Thematic Saturation）。
錄音	無（基於保密需求，改採即時筆記＋訪後整理稿）。

續下表

續表 2

逐字化	抽樣逐字化約 40%（2/5 份訪談整理稿）；其餘以結構化筆記與事件代碼方式納入編碼。
代碼規則	受訪者代碼 I01...I0n；職務類別代碼（例：F＝財務、FD＝融資、RM＝風險、EX＝高階）。
交叉驗證	文件－訪談－數列三角驗證；以同一事件代碼對照不同來源的一致性。
可追溯性	建立「訪談清單一覽表」、「逐字稿檔案清單」及「次級資料清單」；保留擷取日、處理規則與版本註記（Audit Trail）。
資料保護	去識別化與最小化保存；敏感資訊以代碼呈現，避免外部識別。
跨研究者編碼	第二名研究者抽樣複編事件段落（至少 20%），比較事件代碼與機制判讀之一致性；不一致處以討論後修正並保留修訂紀錄。
受訪者回饋	將關鍵事件鏈摘要與重要引述段落回饋受訪者確認（Member Checking），並於逐字稿／整理稿檔案清單中標示確認狀態。

註：以上欄位依實際訪談執行資訊填入；若涉及敏感資訊，僅揭露「人數／次數／比例」並以代碼呈現。

表 3 資料來源與稽核檔案摘要（精簡版）

類別	內容／數量	保留欄位（摘要）	提供方式
次級資料	文件／公告／財報等 （見附錄二 Codebook 欄位）	來源、日期、 頁次、欄位口徑	全文不列示，審查需要 可提供完整清單
訪談資料	半結構式訪談 （去識別）	受訪者代碼、職務 類別、日期、時長	全文不列示，審查需要 可提供逐筆 log
逐字稿	逐字稿檔案（去識別）	檔案代碼、建立 日期、保管代碼	全文不列示，審查需要 可提供索引

註：代碼建議－資料代碼 Sxx、受訪者代碼 Ixx、逐字稿代碼 Txx、事件代碼 Exx；「保存位置（代碼）」可用 STO-01（加密硬碟）、STO-02（校方雲端）等方式表示。

就主要指標而言，平均借款利率（含債；以下以加權平均借款利率指標代稱）係以帶息負債之有效利率（含費用年化）按期末餘額加權計算；Headroom 則衡量授信額度可用空間，並將政策前 T-1 期作為基期指數化（=100），以便跨期與跨公司比較；到期牆集中度以未來 12/24 月（或單一年份）到期本金占帶息負債總額之比重衡量，並設定內控警戒閾值（例如單一年份本金占比不高於 25%）作為風險辨識門檻；固定利率占比（含對沖後）、RCF 未動用比、單一行庫曝險占比、利息費用率與 CCC 等，則用以補足成本、流動性與期限治理的多面向刻畫。

四、事件序列、編碼與證據強度

本研究以事件鏈方式建構分析單位：政策事件（P）→公司行動（A）→結果（R）。其中，P 涵蓋研究期間之 SCC（多波次）、升息循環與存準調整等關鍵制度變動；A 涵蓋債務工具組合調整、期限治理（到期牆與 WAL）、備用流動性安排（RCF／備用聯貸）與去化／定價策略；R 則以成本、額度、流動性與集中度等指標的變化呈現。為避免「只描述、不辨識」的問題，本文採取「每一 P 至少對應一項 A 與一項 R」的編碼規則，並以附錄二〈Measurement Codebook〉提供之指標口徑進行勾稽。

證據強度方面，本文以資料三角一致性分級：高（文件 × 訪談 × 數列三源一致）、中（任兩源一致）、低（單一來源）。分析與推論以高與中等強度為主要依據；若僅有低強度證據，本文將僅作為脈絡描述並明示其侷限。

五、識別策略、對照與敏感度檢驗

為降低同時期多重事件造成的混淆，本文以政策生效日為起點建立前後視窗，原則上採前後 3-6 個月作為主要觀察區間，並針對重疊事件依「生效日→影響範圍→持續期間」進行切割。在比較設計上，同時使用時間對照（政策前後）與同業對照（以同業中位數／四分位作為參考分布）以檢視 A 公司之相對變動是否偏離同業常態。敏感度檢驗方面，本文將視窗改為±2 個月以檢視結果穩健性，並以利息費用率替代平均借款利率（含債；加權平均借款利率指標）作為成本面之替代衡量，以降低指標口徑或估計假設對推論的影響。

六、同業標準化、品質控制與研究可靠性

為避免規模與產品結構差異導致比較偏誤，本文以百分位（Percentile）或 Z 分數方式呈現 A 公司於同業分布中的相對位置，並同步報告原始值與標準化值以利詮釋。品質與可靠性方面，本文採取多項質性研究常見程序：(1)跨研究者編碼檢核（Inter-

Coder Check): 跨研究者重複編碼之範圍以『與 P1 至 P3 最直接相關』之關鍵事件段落為主, 並以一致性討論紀錄保留修正理由與版本註記, 以利日後審查與重現。由第二名研究者對部分事件段落進行重複編碼並比較一致性; (2) 受訪者回饋 (Member Checking): 將關鍵事件鏈摘要回饋受訪者確認其敘事是否符合事實脈絡; (3) 稽核軌跡 (Audit Trail): 保存事件編碼表、指標計算說明、擷取日與處理規則, 以確保可追溯與可重現。同時, 對於敏感數據, 本文以區間或指數化方式呈現, 並於文內明示保密處理原則與其可能限制。

綜上, 本研究以「資料三角+事件序列編碼+同業標準化」建立可追溯的證據鏈條, 並透過跨研究者編碼檢核、受訪者回饋與稽核軌跡保存, 降低單一來源偏誤與詮釋跳步。在識別策略上, 本文同時採政策前後視窗、同業相對位置與描述性中斷趨勢檢視, 以強化推論穩健性。因此, 方法設計得以分別支撐 P1 之條件改寫辨識、P2 之期限治理機制重建, 並為 P3 之分層治理規則提出可操作的門檻與檢核欄位。以下依事件序列進入研究發現。換言之, 方法章的功能不僅在交代資料來源, 更在於先行建立『同一命題、同一口徑、同一證據鏈』的比較基礎, 俾使研究發現章可直接扣回 P1 至 P3。

肆、研究發現

本研究依圖 1A、圖 1B 之「政策工具→銀行傳導→建商行為→財務結果」傳導鏈, 彙整政策疊加衝擊與 A 公司因應行為, 並以可檢核之財務指標呈現結果。本文將同業對照部分明確限縮為「公開財報可得」之代理指標 (如營業收入、財務成本率、負債比、存貨/資產), 其餘如 Headroom、RCF 未動用比、到期牆等屬授信合約與內控表冊資訊者, 僅用於 A 公司個案內部檢證; 各指標口徑詳附錄二〈Measurement Codebook〉。因此, 本章在段落安排上亦依循相同順序, 先說明政策如何改寫條件, 再說明公司如何回應, 最後再以結果端指標收束, 以維持與前文理論與方法的一致結構。

一、政策側 (直接傳導 × 可檢核指標) (見表 5)

選擇性信用管制 (SCC) 七波以成數上限與資金用途限縮為核心, 對土地購置與建築融資形成「配額綁定」並伴隨專案加點, 使銀行端以數量與價格雙軌內生化風險; 其可檢核指標包括核貸審查天期上升、單筆成數上限下降、單一行庫曝險上限下降與專案加點上升。

升息六次則透過浮動利率再定價與票券／商票換約快速傳導，抬升邊際資金成本並提高投資人要求報酬；其可檢核指標可由浮動貸款利率曲線上移、票券／債券新發利差擴大與短期利息費用率上升加以觀察。

存款準備率四次上調收斂體系流動性，銀行往往以利差擴大（價格）與配額緊縮（數量）同步調整；其可檢核指標包括未動用額度可得性下降、聯貸參團行庫數增加（分散化以對沖配額）與承作門檻提高。

合意解釋上，三者組合形成「配額綁定 × 成本上升 × 流動性收斂」的疊加衝擊，進一步觸發建商端在資本結構與期限配置上的調整，對應本文研究問題之 P1（融資條件重塑機制）。（見表 4）

二、公司行動（工具組合 × 機制）（見表 5）

在升息與配額收斂的情境下，A 公司以中長天期固定利率公司債與可轉債進行成本鎖定，並透過期限治理延長加權平均存續期（WAL），以降低再融資擁擠風險；同時以聯貸與票券作為授信天花板與市場化週轉之雙軌資金來源，並建立循環額度（RCF）或備用聯貸等備用流動性緩衝，以覆蓋短中期用款缺口與保證金波動。

此外，A 公司同步採行存貨去化與定價管理，透過調整折讓與付款條件提升去化節奏、縮短現金轉換循環（CCC），以降低票券再融資壓力並改善利息負擔。上述工具組合之運作邏輯，對應 P2（工具組合 × 期限治理→成本下降／流動性穩定）。

三、財務結果（指標化呈現；以附件可佐證資料為準）

就資金成本而言，依本研究 Codebook 所定義之口徑（帶息負債有效利率按期末餘額加權、含費用年化），A 公司平均借款利率（含債；加權平均借款利率指標）呈現由 2014 年 2.74% 下降至 2025 年 8 月 2.60% 之趨勢（仍顯著低於市場平均放款利率 3.32%），顯示在升息循環下透過固定利率占比提升與期限工程，仍可達到平均借款成本水準下移之效果。（見圖 2；此圖用以檢證 P2 之成本與額度結果；指標口徑見附錄二〈Measurement Codebook〉）

就授信額度而言，A 公司在總量緊縮情境下以聯貸結構重組與評等等級溝通擴張可用額度，Headroom 指數由基期 100 上升至 316，並同步降低單一行庫曝險占比以分散供給來源；惟此類授信合約屬內部資料，本文僅用於個案檢證，未納入同業公開比較。（見圖 2）

表 4 政策→行動→結果（RSD 機制表）
（證據型表示，用以對應 P1 之條件改寫與 P2 之行動鏈）

政策工具（監理端）	銀行傳導 × 建商行動 （公司端）	財務結果（可檢核指標）
SCC（選擇性信用管制）／ 升息／存準調升等組合工具	配額綁定、授信集中與再融資 門檻上升→公司債／票券／聯 貸等替代融資；到期牆上限、 固定／浮動配比與備用流動性 （RCF）調整；加速存貨去化	Headroom↑、平均借款利率 （含債）水準變化、到期牆 分散度↑、固定利率占比↑、 再融資風險↓、流動性緩衝↑
政策工具 （SCC×7／升息×6／存準×4）	公司行動 （債務組合／聯貸票券／ 到期牆分散／備用流動性／ 存貨去化）	財務結果 平均借款利率（含債）↓ （WACC↓）／Headroom↑／ 流動性↑（Liquidity↑）／ 再融資風險↓（Refi risk↓）

註：以三欄箭頭圖串接「SCC／升息／存準」→「工具組合／到期牆／備用流動性／存貨去化」
→「Headroom↑、平均借款利率（含債）↓、Liquidity↑、Refi-risk↓」。

資料來源：本文彙整之政策節點、公司文件、訪談與數列。（見方法與附錄）

表 5 政策工具 × 影響路徑 × 公司因應（矩陣）

政策工具	銀行端傳導	建商痛點	公司對策	預期效果
SCC（七波）	成數限縮、 法人限貸	土地／建築融資 受限、銷售延長	公司債+RCF、 分散銀行	Headroom↑、 曝險分散
升息（六次）	浮動利率上升、 票券重定價	資金成本墊高、 投資人要求報酬 增加	固定利率債務+ 可轉債	WACC↓、 定價彈性
存準（四次）	流動性收斂、 配額緊縮	授信額度減少、 利差擴大	聯貸重組+ 票券發行	Liquidity↑、 再融資風險下降
平均地權條例	限制預售轉售、 法人購屋受限	去化速度放慢、 資金回收延遲	加強中長期資金 管理	交屋資金到位、 韌性提升
囤房稅 2.0	餘屋持有成本 上升	庫存現金流壓力	定價策略調整、 促銷去化	現金流改善、 存貨週轉加快

例：SCC→配額綁定→土地貸放受限→公司債+RCF→Headroom↑、單一行庫曝險↓（以百分點
或指數變化標示）。（見表 4）

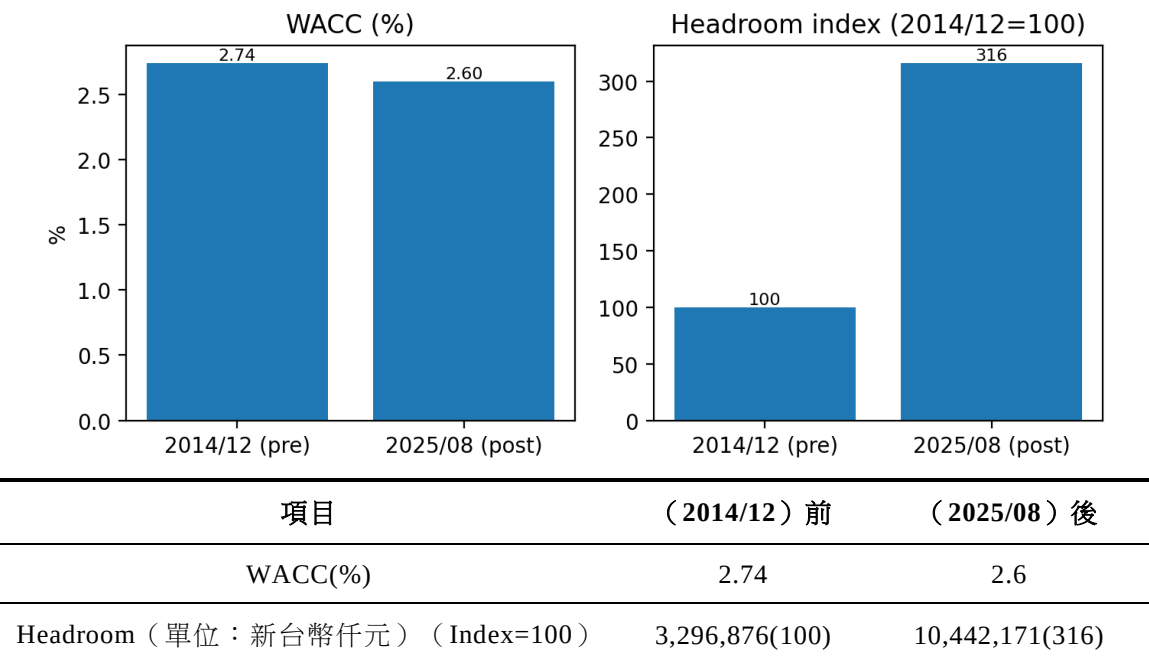


圖 2 資金成本（前／後）與額度變化（柱圖）
（證據型圖示，用以檢證 P2 之成本與額度結果）

註：圖 2 呈現平均借款利率（含債）由 2.74% 下降至 2025 年 8 月 2.60%，並同時對照 Headroom 指數由基期 100 上升至 316 之變化趨勢（見圖 2）。「平均借款利率（含債；加權平均借款利率指標）依權重×成本估算；Headroom＝合約額度-已動用（基期＝政策前 T-1 月＝100）」與「固定利率占比提升、聯貸／債結構重組為主因」。（見表 4）
資料來源：本文彙整之政策節點、公司文件、訪談與數列。（見方法與附錄）

就韌性而言，A 公司以「可動用額度＋現金等價物」之流動性覆蓋提升，並將到期牆由集中年分轉為平滑分散（單一年份到期占比以≤25%為內控目標），使再融資集中風險下降。

本研究以 A 公司（1436）為個案，並選取同區域且規模相近之上市建商作為主要對照（3188 鑫龍騰、4113 聯上、5508 永信），以 2024 年度公開財報可檢核之代理指標呈現相對位置（見表 6）。為避免僅以結果端指標解釋差異，本文再以附錄三所彙整之「借款／票券／公司債」條件回溯其形成機制，將利率區間、到期結構與工具組合之差異，對照表 6 之財務成本率、槓桿倍數與存貨去化週期。以 2024 年度為例，A 公司之銀行借款年利率約 2.63%-2.98%，短期借款（含擔保）利率約 2.74%-2.82%，並同

時搭配票面利率 0.58%與 1.80%之五年期普通公司債及可轉債等資本市場工具（見附錄三：1436，113 年財報 p.34、46、54）。B 公司同年度之長期借款年利率約 2.39%-3.02%，且其到期分類顯示部分長期借款被歸類為一營業週期內到期，反映其期限結構仍需以再融資或周轉資源承接（見附錄三：3188，113 年財報 p.27）。C 公司短期借款利率約 2.56%-3.23%，並以不同票面利率之公司債形成較長天期之資金來源，呈現「銀行周轉＋資本市場長天期」的組合型態（見附錄三：4113，113 年財報 p.19、28、37）。D 公司揭露之短期與長期借款利率約 2.345%-2.74%，顯示在同一政策環境下利率傳導具有一定程度的同向性。（見附錄三：5508，113 年財報 p.52、57）

本研究據此推論：對照表 6 可見，四家公司即使面臨相近的利率區間，其財務成本率仍呈現顯著差異，且與負債比、槓桿倍數及營收規模同時變動；此一現象提示，P2 所欲檢證者並非僅是「利率上升」本身，而是宏觀審慎工具透過銀行授信條件與可用額度之變化，是否迫使建商以「金融工具組合＋期限治理」重新配置到期牆、流動性緩衝與利率風險承擔。進一步地，表 6 所示之存貨去化週期與負債結構差異，若再與附錄三所見之到期分類、授信額度與工具組合差異交叉對照，即可更清楚扣回 P3 之政策含意：在建商異質性顯著的情境下，若以總量式或均一加點方式施壓，較可能將信用資源從期限治理較穩健或風險較低者擠出，反而削弱資金沿風險梯度配置的效率；因此本文提出之「分層規則／差別化信貸」係以可檢核條件為基礎，嘗試將「是否放」改寫為「放給誰、放多少、以何成本」之規則化安排。

本研究以事件序列呈現政策工具疊加如何經由銀行端規則與授信條件變動，進一步重塑建商之融資可得性、成本與期限結構，從而回應 P1 的核心關切。同時，個案材料顯示固定利率長天期工具與銀行端融資安排並非單純替代，而是透過到期牆分散、備用流動性與契約條件調整形成互補，對應 P2 所欲辨識的期限治理機制。在可檢核性上，本節亦以公開財報可一致計算之代理指標完成同業對照，將個案敘事落在可比較的量化口徑上，為後續討論分層治理（P3）提供經驗基礎與約束條件。

本研究以 A 公司事件序列與同業對照呈現政策疊加下的融資條件與期限結構動態，並以可追溯指標勾稽「事件－行動－結果」鏈條。結果顯示，政策工具與銀行傳導主要透過利差、成數與到期牆等條件改寫形成 P1 所述的融資條件重塑。建商端則以公司債／可轉債、聯貸與票券等工具組合及固定／浮動配比調整回應衝擊，支撐 P2 之韌性策略命題。同時觀察到授信趨於集中與期限錯配風險，提示一體式總量工具可能帶來配置效率下降與集中外部性，進一步扣回 P3 之分層治理必要性。

表 6 同業核心指標對照（4 家× 9 指標；2024 年度公開財報可檢核版）

指標	A 公司 1436 華友聯	B 公司 3188 鑫龍騰	C 公司 4113 聯上	D 公司 5508 永信
營業收入 （仟元）	6,955,263	1,504,851	5,715,260	10,035,475
財務成本 （仟元）	(142,492)	(6,104)	(92,112)	(3,028)
財務成本率 （ 財務成本 ／營業收入）	2.05%	0.41%	1.61%	0.03%
資產總計 （仟元）	19,092,827	8,743,158	13,202,407	17,460,748
負債總計 （仟元）	12,770,763	5,955,828	8,677,876	7,508,516
負債比 （負債 ／資產）	66.89%	68.12%	65.73%	43.00%
槓桿倍數 （負債 ／權益）	2.02	2.14	1.92	0.75
存貨 （仟元）	14,479,111	7,402,151	10,562,843	16,991,278
存貨去化週期 （月；代理＝ 存貨／營業 收入×12）	25.0	59.0	22.2	20.3

註：數據來源＝各公司 2024 年度財報（合併資產負債表、合併綜合損益表）：
1436 華友聯：2024 財報、3188 鑫龍騰：2024 財報、4113 聯上：2024 財報、5508 永信：2024 財報。
財務成本率＝|財務成本|÷營業收入；負債比＝負債總計÷資產總計；槓桿倍數＝負債總計
÷權益總計（權益＝資產－負債）；存貨去化週期（月）為代理指標＝存貨÷營業收入×12。

伍、治理方案與實作路徑

本研究之三支柱治理方案（特許化 × 評鑑制 × 差別化信貸）旨在在具備類似制度背景與資訊揭露條件下，回應前述宏觀審慎工具的二難：一方面總量／價格式工具能有效量縮，另一方面一體式約束易造成融資錯配、再融資集中與市場集中度上升。因此，本節將治理重點從「總量管制」轉化為「放給誰、放多少、以何成本、在何期限結構下放」的可操作規則，並使其可與銀行端授信作業銜接，形成「監理規則→銀行操作→信貸配置」之閉環，以對位本文研究問題 P3 所主張的分層治理方向。此一安排並非另起爐灶，而是以前章已辨識之條件改寫（P1）與期限治理回應（P2）為經驗基礎，將其轉譯為監理與銀行端可操作之制度規則。

一、特許化（準入）－「先準入、後放量」的硬門檻

特許化的核心在於把「可否進入信貸與資本市場」與「放量速度」分離處理：先用硬門檻確保主體穩健與資訊可得，再允許其依評級與風險狀態逐步放量。此設計同時回應審查委員所指「建商端資訊透明度與可檢核性」問題：凡納入準入者，必須先承諾最低揭露與可稽核底表，以降低銀行端逆向選擇與授信集中風險。

在最低標準上，本研究建議以「定量＋合規」並行，且門檻值為示例（Illustrative Thresholds），實務上應以同業分位數與景氣循環位置校準。其內容可包含：其一，資本適足（例如淨值比率、淨負債／權益、利息保障倍數等）；其二，流動性（例如 12 個月流動性覆蓋、單一年份到期牆占比上限）；其三，資訊揭露（逐季揭露到期牆、固定／浮動占比、RCF 規模與動用率、CCC 與重大再融資計畫）；其四，專案治理（大型建案採專戶專款並將用途約束與提款里程碑寫入授信契約）；其五，安衛／ESG（例如以工安指標與耐震／綠建築門檻作為重大專案之治理前提）。其中凡屬內部合約型指標（如 Headroom、RCF 未動用比、到期牆細項）應依附錄二〈Measurement Codebook〉定義口徑與版本血統，並保留可稽核底表。

不達門檻者之處置亦須明確化：可列入觀察名單，採取限制新增授信、要求增信、或股東增資／資產處分後再評估等程序性安排，以使「撤銷或暫停放量」具可預期的規則基礎。

二、建商評鑑制（分級）－五構面評分與可遷移規則

評鑑制的目的在於將「同為建商」的異質性制度化，透過分級把風險差異轉換成可操作的授信條件差異。為回應審查委員對閱讀連貫性之建議，本研究在此以五構面敘事方式呈現，並強調指標可得性：公開財報可得者可作跨公司比較，內部合約型指標則作個案驗證或在同意下採指數化呈現。

評分構面可包括：資本結構（如淨負債／權益、擔保覆蓋、外部信用評等等）、現金流與償債（如利息保障倍數、短中期償債覆蓋指標）、預售與存貨（如去化週期、退訂率、存貨週轉代理指標）、治理與揭露（如重大訊息即時性、審計品質、用途信託比率）、以及 ESG／安衛（如 TRIR、綠建築比率、EUI 趨勢）。權重（例如 30/20/15/20/15）可保留作為示例，但建議在實作期以資料分布重新估計並公告版本。

在分級與授信工具連動上，可設四級（A 至 D 級），並將利率加點、LTV、償債覆蓋門檻、固定利率最低配比、到期牆上限、以及揭露頻率與契約限制條款（如股利／投資限制）加以對應。惟各級門檻之數值應以「同業分位數＋景氣循環位置」作年度校準，避免固定數值在不同週期造成過度緊縮或過度寬鬆。

遷移與糾偏規則則是評鑑制可運作的關鍵：可採雙期連續低於門檻自動下調一級，重大違約／重大工安事件即刻下調；並設早期預警（EWI）觸發臨時覆核（例如固定占比連兩期下降、退訂率上升、RCF 動用率升高等）。此處建議同步要求「觸發－解置－解除」三段程序留痕，以利後續稽核與研究再現。

三、差別化信貸（動態規則）－把總量轉為「放給誰、放多少、以何成本」

差別化信貸是將特許化與評鑑制的結果，落到銀行端可操作的授信條件與限額管理。其核心精神是：在總量框架下仍保留整體審慎目標，但透過動態規則把信用資源導向風險較可控、揭露較充分、期限治理較成熟的主體，以降低錯配與集中外部性。

量化規則可將 LTV／償債覆蓋／加點依評級與產品／區域風險動態調整，並對熱區或高風險產品附加加點或下調成數；期限規則可對到期牆比例設上限，並要求超限者提前提出再融資計畫；結構規則可對固定／浮動最低配比、擔保與用途信託提出明確要求；監測與處置則以月度監測指標（例如平均借款成本指標、財務成本率、固定占比、到期牆集中度、CCC 等）與契約化處置「利差加點」（Margin-Up）、「現金掃掠」（Cash-Sweep）或「增信補提」（Collateral Top-Up）構成。其中涉及資金成本的表述，本文一律採「平均借款利率（含債）之水準變化」之口徑，避免混入股權成本或 β 參數。

四、路徑：12/24/36 月三階段落地（「影子－先行－擴散」）

本節將研究發現轉譯為「特許化 × 評鑑制 × 差別化信貸」三支柱治理方案，核心在於把一體式總量／價格式約束改寫為可檢核的分層規則，回應 P3 所關切之配置效率與體系韌性。三支柱以準入門檻、分級評分與差別化授信條件相互銜接，並以到期牆上限、固定／浮動配比與利率加點等量化門檻，將 P1 與 P2 所涉及的融資條件與期限治理指標納入可操作的銀行作業流程。透過分階段導入與資料範式化，本節同時界定制度落地的必要條件與轉換成本，使治理主張具備可執行與可評估的政策路徑。

為降低制度轉換成本並回應資訊不對稱，本研究建議採三階段落地。其一，12 個月影子評級期，由主管機關發布評分手冊與資料範式，銀行對存量客戶跑影子評級並建立到期牆與 EWI 儀表板，產業端進行自評與揭露演練；其二，24 個月高風險先行期，優先對 D 級與熱區／高風險產品落地差別化信貸，並將評級－條件契約化；其三，36 個月全面落地期，覆蓋全體建商並年度校準權重／門檻，並評估與資本市場之互認機制（例如公司債定價參考）。本節以三階段路徑說明制度轉換的可操作性：第一階段完成評分手冊與資料範式、並建立到期牆與 EWI 底表；第二階段將評級－條件契約化並先行落地於高風險群；第三階段透過年度校準把分層規則制度化並與資本市場定價互認。此一安排使『分層治理』由概念設計轉化為可稽核的程序閉環，亦為後續政策評估提供可追溯之資料血統。

為使治理主張具備可操作的程序銜接，表 7 以「監理規則－銀行作業－資訊／KPI」三欄對接方式呈現三支柱如何落地：特許化對應主管機關之準入硬門檻與撤銷／暫停放量條件，銀行端則需完成準入前稽核與底表建立；評鑑制對應評分手冊、分位數公告與年度校準規則，銀行端據以設定授信條件與報告頻率；差別化信貸則對應動態規則（LTV／LLCR／加點、到期牆上限、固定／浮動配比）與月度監測／契約化處置。表 7 亦同時標註資料可得性分層：公開財報可比指標用於跨公司比較；合約型與內控型指標依〈Measurement Codebook〉採版本化與指數化呈現，以在保密前提下仍保留可稽核性。

表 7 三支柱與監理／銀行作業的對接關係表
(概念架構圖，用以呈現 P3 之制度銜接位置)

特許化（準入） 硬門檻 （槓桿、到期 牆、揭露） 不符即限縮授信	評鑑制（分級） 五構面評分 （治理／財務／風險／透明／履約） A/B/C 等級可遷移	差別化信貸 （動態規則） 配額與定價分層 （利率加點／額度） 固定／浮動最低配比、 到期牆上限	
三支柱	主管機關角色	銀行作業對應	資料／KPI 舉例
特許化 （準入）	訂定硬門檻 （資本、流動性、 揭露、安衛／ESG） 核發／撤銷許可	準入前稽核，建立到 期牆地圖與 RCF 基準	淨負債／權益、LLCR、 固定占比、到期牆比重
建商評鑑制 （分級）	公布評分手冊與分位 數；年更權重／門檻	依級別設定 LTV／ LLCR／加點／配比 與報告頻率	評級、EWI 告警次數、 合規事件
差別化信貸	制定量化／期限／ 結構規則與熱區權重	條件契約化（利差加 點 Margin-Up）、現金 掃掠條款（Cash- Sweep）、增信補提 （Collateral Top-Up） 與月度監測	WACC、RCF 動用率、 CCC、利息費用率、 Headroom 指數

註：三支柱共同形成「監理規則→銀行操作→信貸配置」的閉環；把一體式總量管制轉為風險配額化與分層定價，減少錯配與集中外部性，對位本研究 P3。(見表 7)

本文提出「特許化 × 評鑑制 × 差別化信貸」三支柱，將一體式總量壓力轉譯為風險配額與分層定價，並以契約化門檻把期限治理內嵌於授信流程。相較僅以總量或價格式工具降溫，三支柱更聚焦「放給誰、放多少、以何成本」的規則設計，以揭露與評級降低資訊不對稱並抑制集中外部性。就命題而言，本節主要扣回 P3，並以前兩命題的經驗證據(P1 之條件重塑與 P2 之韌性策略)作為分層門檻與檢核指標的來源。因此，治理方案在制度設計上可與銀行端作業銜接，形成可操作的程序閉環。

陸、討論、結論與限制

一、討論：總量 vs 風險分層規則（見表 7）

本節的核心不在否定總量／價格式工具的有效性，而在說明：當工具以「一體式」方式均勻施加於高度異質的建商群體時，金融中介的行為會出現「集中化」與「再融資期限錯配」等副作用。換言之，總量工具較像「體系性煞車」，能快速降溫；分層規則則是「風險導向的轉向系統」，目的在於把信用配置從「同縮」改為「分層調整」。（見表 7）

（一）配置效率：分層規則如何改善資金配置

由表 6 之同業核心指標可見，在同一政策環境下，四家公司在負債比、槓桿倍數與財務成本率等結果端指標上呈現差異，而此差異並非僅能以「市場景氣或營收規模」解釋。若回溯附錄三之借款／票券／公司債條件，可觀察到即使利率區間高度重疊，各公司仍因工具組合（銀行借款、票券周轉、公司債／可轉債）與到期分類（短期／一年內到期／長期）之配置不同，而形成不同的再融資壓力與成本波動暴露。換言之，表 6 呈現的是「結果端的分化」，附錄三揭示其「條件端的生成機制」：當總量／價格式工具以一體式方式均勻施加於高度異質的建商群體時，銀行端更可能以可評估性與既有往來作為配置依據，使邊際資金難以沿風險與治理改善的梯度流向較具生產率或風險調整後報酬較佳之專案，從而導致配置效率下降。相對地，分層規則（特許化＋評鑑制＋差別信貸）可將「是否放」轉為「放給誰、放多少、以何成本」，並以可檢核門檻把 LTV／LLCR／利率加點與固定／浮動配比連動評級，使信用配置能沿風險遞減與治理改善的梯度進行調整，從而扣回 P3 所主張之制度轉向。

為使前述「配置效率」的推論可被稽核，本文採公開可得資料與去識別化內部底表之雙軌檢核設計。公開層面以財報可得之財務成本率、利息保障倍數與負債結構代理指標，觀察不同評級（A/B 相對於 C/D）是否呈現成本壓力較小或波動較低之相對位置；內部稽核層面則以 Headroom 指數、RCF 未動用比與授信條件（加點、限額）之版本化底表，檢核有效授信可得性是否隨評級改善而上移。各指標之操作型定義、資料來源與更新頻率悉依附錄二〈Measurement Codebook〉。

(二)集中效應：一體式總量工具如何誘發集中外部性

在放款總額受限且資本約束上升時，評級較高、管道較多的大型建商更能取得額度與較低利差，因而可能出現「強者恆強」與到期集中的副作用。此處需區分「個案條件」與「制度誘發效果」：若 A 公司本身具備較佳市場地位或資本市場連結，其韌性策略不易被一般建商完全複製；然而，即便不考慮個案優勢，總量工具在配置機制上仍可能推動信用集中。相對地，分層規則可透過風險配額（Risk Quota）與到期牆上限對沖集中化，例如對同一主體與同一年份設定比例上限，並將 RCF 基準契約化，以抑制單一體／單一年份的信用擁擠。

可檢核指標：以到期牆集中度（單一年份本金到期占比）、單一行庫曝險占比、聯貸參團行庫數（或銀行往來家數）作為「集中度－分散化」的可追溯證據；其中，公開財報能支持的部分以負債到期與短長期負債結構之代理指標呈現，合約型指標則以去識別化底表佐證。

(三)成本傳導：成本訊號如何在分層定價下更精準傳導

總量工具傾向將體系性成本平移至所有借款人，可能導致低風險專案亦遭過度抬價；其關鍵不在於「成本上升」本身，而在於成本信號是否能精準落在需調整風險行為者，若所有主體同受體系性抬價，則成本訊號的治理功能容易被稀釋。相對地，分層規則可透過風險定價與行為加點（例如 LLCR、LTV 與治理分數）聚焦高風險者，使成本信號更精準落在需要調整的對象，並以固定利率最低配比削弱升息期的成本波動傳導。

可檢核指標：不同評級之加點區間是否拉開、固定利率占比是否達標、以及升息期財務成本率（或利息費用率）之波動幅度是否在 A/B 級較 C/D 級低；其中「資金成本」之敘述一律以『平均借款利率（含債）之水準變化』或『財務成本率』呈現，避免將股權成本或 β 參數混入。

綜合而言，表 6 提供同業在結果端的可比較輪廓，而附錄三則補上條件端的利率區間、到期分類與工具組合，兩者互證使本文得以避免由單一數字直接推論制度效果的跳步。在此基礎上，P1 所述的融資條件重塑可由利差、成數與到期分類的改寫加以辨識；P2 所關切的韌性機制，則可由工具組合與期限治理如何影響財務成本率與再融資壓力的變化加以重建；P3 所主張的分層治理，則以可檢核的準入、評級與差別條件，將總量壓力轉譯為風險配額與行為門檻，並以到期牆與備用流動性等期限治理指標降低期限錯配與集中外部性。（見表 7）

二、政策／實務含意

以下制度建議係以本研究個案所呈現之機制與其制度背景為例，適用時仍應以資訊揭露程度、銀行授信作業能力與市場結構條件是否相近為前提。

(一) 監理（政策端）→風險配額化

監理端可先以特許化（準入）設定硬門檻（如資本、流動性、揭露與安衛／ESG），再以建商評鑑制（分級）提供可被金融中介採用的行為訊號，並將 LTV／LLCR／利率加點、到期牆上限、固定／浮動最低配比等要求納入辦法或監理指引，形成「風險配額化＋分層定價」的可操作框架。於週期調節層面，宜依房市熱度與金融週期，對加點區間、配比與到期牆上限進行年度微調，以避免順周期放大。

對「建商端制度背景與資訊透明度」之建議，監理端可同步推動最低揭露範式（到期牆、固定／浮動配比、備用流動性、重大再融資計畫），並要求版本化與可稽核底表（稽核軌跡（Audit Trail）），使分層規則能以資料治理方式落地。

(二) 銀行（執行端）→審查轉向「評級 × 到期牆」

銀行端可將授信審查由「單筆抵押物」轉向「企業評級 × 組合到期結構」，在核貸、移轉定價與限額管理中植入評級與到期牆控管，並以 RCF 基準、到期牆上限與固定利率最低配比作為契約化治理要點；同時建立 EWI 儀表板，以觸發利差加點（Margin-Up）、現金掃掠（Cash-Sweep）或增信補提（Collateral Top-Up）等處置機制。

銀行端的關鍵不只在「訂門檻」，更在「把門檻契約化、把監測制度化」：亦即將評級－條件－觸發－處置寫入授信契約與內控流程，並保留可追溯之資料版本，以降低事後爭議與提高可複製性。

(三) 建商（實務端）→固定利率與長短債配比指引

就建商端而言，本文的政策含意不在於要求單一工具「做大」，而在於以期限工程將成本與再融資風險同時納入治理：以中長天期固定利率作為成本錨，並以短票／聯貸維持週轉彈性，進而把「到期牆分散、備用流動性常備、現金回收鏈縮短」內生化為可考核的財務治理目標。相應地，對投資人關係（IR）之揭露亦應從敘事走向量化，將到期牆、固定／浮動配比、償債覆蓋與去化節奏以可比較指標呈現，以降低外部資金對不確定性的風險溢價。

建商端的制度性貢獻在於「把財務治理可視化」：當到期牆、備用流動性與固定占比等指標可被外部理解並被稽核，資本市場連結與銀行授信條件才可能隨治理改善而調整，進而形成分層規則所預期的正向誘因。

三、結論

結論一（理論貢獻）：本文以「政策誘發之破壞」視角解釋宏觀審慎措施如何不僅帶來一般性政策衝擊，更透過規則改寫與信用配額機制，驅動建商端資本結構與期限治理的重構；此一跨領域理論移植補足過往房市文獻偏重銀行績效與房價量變、較少從建商端行為機制出發之缺口。

結論二（機制發現）：個案與同業對照顯示，在總量緊縮與升息／流動性收斂的疊加環境下，建商端的韌性不僅取決於「能否取得額度」，更取決於「以何種工具組合鎖定成本、如何分散到期牆、以及是否具備可動用之備用流動性」；因此，本文將韌性機制具體化為可檢核指標並以〈Measurement Codebook〉統一口徑。

結論三（治理方案）：相較於一體式總量管制，三支柱（特許化 × 評鑑制 × 差別信貸）可把總量壓力轉譯為風險配額與分層定價，並透過到期牆上限、固定／浮動最低配比與契約化處置，降低錯配與集中外部性；其操作性體現在 12/24/36 月之影子－先行－擴散路徑（見表 7）。在具備類似制度背景、最低揭露義務與可稽核底表之前提下，三支柱方能作為由總量管制轉向風險分層配置之可操作替代架構。

結論四（可複製性界線）：本文同時強調個案結果的可複製性需審慎：若 A 公司具較佳資本市場連結或治理基礎，其行為組合的效果可能高於一般建商；因此，三支柱方案的政策意義在於「讓治理改善可被看見並被定價」，而非假設所有建商皆可無差異複製相同工具。

四、研究限制與未來研究

（一）研究限制

單一個案設計使推論之外部效度需審慎解讀；儘管本文以同業對照降低偏誤，A 公司仍可能因規模、區域、產品組合或資本市場管道等條件而具特殊性，故不宜將效果大小直接外推至全部建商。其次，部分指標涉及授信契約與內控表冊而具敏感性，本文採區間化／指數化與去識別化呈現，並以版本／血統管理保留可稽核底表與處理規則（稽核軌跡（Audit Trail））；惟外部讀者仍可能因無法取得底表而受限於交叉驗證

深度。再者，政策與市場條件具時變性，且多工具疊加使識別更具挑戰；未來研究宜以更精緻之準實驗設計處理重疊事件與邊際效果。

此外，雖本文補入四家公司 2020-2024 年度財報所揭露之融資條件作為外部參照（附錄三），惟各公司對利率、額度與到期資訊之揭露深度不一，且部分條款屬契約性敏感資訊，故本文仍以「可比較之公開揭露」為邊界進行推論，並以頁次回溯與一致口徑欄位化降低比較偏誤。

（二）未來研究

本節在扣回 P1 至 P3 的脈絡下，指出宏觀審慎政策在「快速量縮」與「配置效率」之間存在結構性張力，並以個案證據說明期限治理與工具組合如何在政策衝擊下形成可觀察的調整路徑。在政策含意上，本文主張由總量走向分層，關鍵在於以可檢核的評級與期限治理門檻，將風險控制轉化為可被銀行作業吸收的規則，從而降低錯配與集中外部性。同時，本節亦界定研究的可複製性與侷限，並提出後續可用準實驗設計與專案層資料加以檢證的方向，以強化對 P1 至 P3 機制推論的外部效度。為使前述命題由個案層次進一步走向跨情境檢證，以下研究方向即依『擴大外部效度－強化因果識別－深化微觀機制－補足資料治理條件』的邏輯展開。

1. 多案例／跨區域：在不同制度、熱區與產品別中，比較分層規則的一致性與外部效度。
2. 準實驗設計：採用差異中之差異、事件研究、傾向分數配對，估計三支柱上路後的邊際因果效果。（見表 7）
3. 微觀連結：結合專案層 LTV／LLCR、到期牆、CCC 與銀行放款面板，刻劃「規則－行為－結果」的動態回饋。
4. 資料治理研究：以建商端資訊透明度與授信集中為主題，檢驗「最低揭露範式」與「版本化底表」是否能降低銀行端逆向選擇與集中化傾向，進一步支撐分層規則的政策可行性。

本文主張由總量走向分層，並以評級與到期牆作為關鍵操作軸，能在抑制週期風險的同時提升資金配置效率；其關鍵前提在於建立可檢核、可追溯、可比較的指標體系與資料治理機制，從而讓「政策不傷實體、風險不外溢」具備可執行的制度基礎。（見表 7）

整合前述發現，指出宏觀審慎政策在「快速量縮」與「配置效率」之間存在結構性張力，且此張力會經由銀行授信規則的收斂外顯為建商端融資條件與期限結構的再配置。就命題而言，P1 說明政策工具如何重塑利差、成數與到期牆等條件，P2 揭示建商如何以工具組合與期限工程回應衝擊，P3 則將上述機制上升為可操作的分層治理規則。據此，本文以個案證據與同業對照將「政策－銀行－建商－結果」鏈條具體化為可檢核、可追溯的制度命題。最後亦說明研究侷限與外推邊界，並提出後續多案例或準實驗檢驗可延伸的操作化方向。就章節結構而言，本文亦據此完成由問題意識、理論命題、方法識別、實證證據到治理建議與研究界線的遞進式閉環，使全文論述維持同一分析主軸。

參考文獻

一、中文部分

1. 內政部地政司(2023)，平均地權條例修正案 7/1 上路，內政部地政司，Retrieved March 24, 2026，取自：https://www.moi.gov.tw/News_Content.aspx?n=4&s=281267。Department of Land Administration, Ministry of the Interior (2023). Amendment to the equalization of land rights act takes effect on July 1. Department of Land Administration, Ministry of the Interior. Retrieved March 24, 2026, from https://www.moi.gov.tw/News_Content.aspx?n=4&s=281267.
2. 中央銀行(2022a)，中央銀行理監事聯席會議決議新聞稿，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-152998-ee4af-1.html>。Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2022a). Resolution of the joint meeting of the board of directors and supervisors press release. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-152998-ee4af-1.html>.

3. 中央銀行(2022b)，本行公告新臺幣存款準備率調整事項，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-471-153020-0e06c-1.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2022b). Announcement on the adjustment of reserve requirement ratios for NTD deposits. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-471-153020-0e06c-1.html>.

4. 中央銀行(2022c)，本行公告新臺幣存款準備率調整事項，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-459-154528-7c142-1.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2022c). Announcement on the adjustment of reserve requirement ratios for NTD deposits. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-459-154528-7c142-1.html>.

5. 中央銀行(2024a)，Updated review of the bank' s selective credit control measures for housing loans，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/dl-206074-7360a4735c1441848f97fbe5c4e0f5b5.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2024a). Updated review of the bank' s selective credit control measures for housing loans. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/dl-206074-7360a4735c1441848f97fbe5c4e0f5b5.html>.

6. 中央銀行(2024b)，113 年 10 月準備貨幣，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-432-178581-322c9-1.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2024b). Reserve money in October 2024. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-432-178581-322c9-1.html>.

7. 中央銀行(2024c)，本行公告新臺幣存款準備率調整事項，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-459-170882-575d7-1.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2024c). Announcement on the adjustment of reserve requirement ratios for NTD deposits. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-459-170882-575d7-1.html>.

8. 中央銀行(2024d)，公告新臺幣存款準備率調整事項，行政院公報，30(178)，Retrieved March 24, 2026，取自：https://gazette.nat.gov.tw/EG_FileManager/eguploadpub/eg030178/ch04/type3/gov32/num12/Eg.pdf。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2024d). Announcement on the adjustment of reserve requirement ratios for NTD deposits. Executive Yuan Gazette, 30(178). Retrieved March 24, 2026, from https://gazette.nat.gov.tw/EG_FileManager/eguploadpub/eg030178/ch04/type3/gov32/num12/Eg.pdf.

9. 中央銀行(2024e)，央行貼放利率（歷次調整表），中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-370-1.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2024). Central bank discount rate and accommodation rate (historical adjustment table). Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-370-1.html>.

10. 中央銀行(2025)，近期外界關切預售屋、爛尾樓及換屋等議題之說明，中華民國中央銀行全球資訊網，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.cbc.gov.tw/dl-217704-a8145f9d6de648738ccbb1137abdb710.html>。

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (2025c). Explanation regarding recent public concerns over presale housing, unfinished housing projects, and home replacement issues. Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Retrieved March 24, 2026, from <https://www.cbc.gov.tw/dl-217704-a8145f9d6de648738ccbb1137abdb710.html>.

11. 金融監督管理委員會(2025)，銀行法第七十二條之二規定之解釋令，金融監督管理委員會，Retrieved March 24, 2026，取自：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentpath=0,3&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=202509040001&dtable=NewsLaw。
- Financial Supervisory Commission (2025). Interpretive order regarding article 72-2 of the banking act. Financial Supervisory Commission. Retrieved March 24, 2026, from https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentath=0,3&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=202509040001&dtable=NewsLaw.
12. 金融監督管理委員會銀行局(2024)，銀行法第七十二條之二（建築放款總額之限度），金融監督管理委員會銀行局，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://law.banking.gov.tw/Chi/FLAW/FLAWDOC01.aspx?lno=72-2&lsid=FL006378>。
- Banking Bureau, Financial Supervisory Commission (2024). Article 72-2 of the banking act (limit on the total amount of construction loans). Banking Bureau, Financial Supervisory Commission. Retrieved March 24, 2026, from <https://law.banking.gov.tw/Chi/FLAW/FLAWDOC01.aspx?lno=72-2&lsid=FL006378>.
13. 財政部(2024)，房屋稅 2.0 改革重點，財政部，Retrieved March 24, 2026，取自：<https://www.mof.gov.tw/house/multiplehtml/fb9a2a1b9efa426bb0cc7802e1a8da91>。
- Ministry of Finance (2024). Key points of the house tax 2.0 reform. Ministry of Finance. Retrieved March 24, 2026, from <https://www.mof.gov.tw/house/multiplehtml/fb9a2a1b9efa426bb0cc7802e1a8da91>.

二、英文部分

1. Ayala, D., Nedeljkovic, M., & Saborowski, C. (2017). What slice of the pie? The corporate bond market boom in emerging markets. Journal of Financial Stability, 30, 16-35.
2. Andersson, M., Maurin, L., & Rusinova, D. (2021). Market Finance as a “Spare Tyre”? Corporate Investment and Financing When Banks Tighten. European Central Bank (Working Paper No. 2606).
3. Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies. Journal of Financial Stability, 28, 203-224.

4. Christensen, C. M. (1997). The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail. Boston, MA: Harvard Business School Press.
5. Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D., & Rabanal, P. (2013). How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences. Journal of Financial Stability, 9(3), 300-319.
6. European Systemic Risk Board (2024). Follow-Up Report on Vulnerabilities in the Residential Real Estate Sectors of the EEA Countries. European Systemic Risk Board.
7. European Systemic Risk Board (2025). Residential real estate sector vulnerabilities (speech). European Systemic Risk Board Official Website. Retrieved March 24, 2026, from <https://www.esrb.europa.eu/news/speeches/date/2025/html/esrb.sp250707~7ff7d3f004.en.html>.
8. Kuttner, K. N., & Shim, I. (2016). Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. Journal of Financial Stability, 26, 31-44.
9. Mahoney, J., & Thelen, K. (2009). Explaining Institutional Change: Ambiguity, Agency, and Power. UK: Cambridge University Press.
10. Pierson, P. (2000). Increasing returns, path dependence, and the study of politics. American Political Science Review, 94(2), 251-267.

114 年 10 月 21 日收稿

114 年 11 月 03 日初審

115 年 03 月 03 日複審

115 年 03 月 24 日接受

附錄一 政策時間軸與官方連結

說明：附錄一彙整研究期間內之關鍵政策節點，並以「機關 × 官方來源」方式標示可查證之文件依據，以支撐主文之事件序列與斷點設定。

附表 1 策節點事件表（SCC／升息／存準與相關配套）：
2014-2025 研究期間之節點編號、傳導要點與官方來源

#	日期	機關	政策節點	主要內容／傳導	官方來源 （新聞稿／公告 ／彙整頁）
A1	2020-12-07	中央銀行 （Taiwan）	SCC 第 1 波	本行調整選擇性信用管制措施（2020/12/08 起）	中央銀行（2024a） SCC 彙整頁； 另參 2020-12-07 新聞稿
A2	2021-03-18	中央銀行 （Taiwan）	SCC 第 2 波	本行再度調整選擇性信用管制措施（2021/03/19 起）	中央銀行（2024a） SCC 彙整頁
A3	2021-09-23	中央銀行 （Taiwan）	SCC 第 3 波	本行再度調整選擇性信用管制措施（2021/09/24 起）	中央銀行（2024a） SCC 彙整頁
A4	2021-12-16	中央銀行 （Taiwan）	SCC 第 4 波	本行再度調整選擇性信用管制措施（2021/12/17 起）	中央銀行（2024a） SCC 彙整頁
A5	2023-06-15	中央銀行 （Taiwan）	SCC 第 5 波	本行第五度調整選擇性信用管制措施（2023/06/16 起）	中央銀行（2024a） SCC 彙整頁
R1	2022-03-17	中央銀行 （Taiwan）	升息#1 （+25bps）	政策利率上調；自 2022/03/18 起實施	中央銀行（2024e） 央行貼放利率（歷次調整表）

續下表

續附表 1

R2	2022-06-16	中央銀行 (Taiwan)	升息#2 (+12.5bps)	政策利率上調； 自 2022/06/17 起 實施	中央銀行 (2024e) 央行貼放利率 (歷次調整表)
Z1	2022-06-17	中央銀行 (Taiwan)	存準#1 (+0.25pp)	公告調升新臺幣 各類存款準備 率；自 2022/07/01 起實施	中央銀行 (2022b) 存準公告
R3	2022-09-22	中央銀行 (Taiwan)	升息#3 (+12.5bps)	政策利率上調； 自 2022/09/23 起 實施	中央銀行 (2024e) 央行貼放利率 (歷次調整表)
Z2	2022-09-23	中央銀行 (Taiwan)	存準#2 (+0.25pp)	公告調升新臺幣 各類存款準備 率；自 2022/10/01 起實施	中央銀行 (2022c) 存準公告
R4	2022-12-15	中央銀行 (Taiwan)	升息#4 (+12.5bps)	政策利率上調； 自 2022/12/16 起 實施	中央銀行 (2024e) 央行貼放利率 (歷次調整表)
R5	2023-03-23	中央銀行 (Taiwan)	升息#5 (+12.5bps)	政策利率上調； 自 2023/03/24 起 實施	中央銀行 (2024e) 央行貼放利率 (歷次調整表)
Z3	2024-06-14	中央銀行 (Taiwan)	存準#3 (+0.25pp)	公告調升新臺幣 各類存款準備 率；自 2024/07/01 起實施	中央銀行 (2024c) 存準公告
R6	2024-03-21	中央銀行 (Taiwan)	升息#6 (+12.5bps)	政策利率上調； 自 2024/03/22 起 實施	中央銀行 (2024e) 央行貼放利率 (歷次調整表)

續下表

續附表 1

A6	2024-06-13	中央銀行 (Taiwan)	SCC 第 6 波	本行第六度調整 選擇性信用管制 措施 (2024/06/14 起)	中央銀行 (2024a) SCC 彙整頁
A7	2024-09-19	中央銀行 (Taiwan)	SCC 第 7 波	本行第七度調整 選擇性信用管制 措施 (2024/09/20 起)	中央銀行 (2024a) SCC 彙整頁； 另參 2024-09-19 新聞稿
Z4	2024-09-19	中央銀行 (Taiwan)	存準#4 (+0.25pp)	公告調升新臺幣 各類存款準備 率；自 2024/10/01 起實施	中央銀行 (2024d) 存準公告 (行政院公報)
L1	2023-06-30	內政部 (Taiwan)	平均地權條例 修法	平均地權條例修 正案 7/1 上路(新 聞稿)	內政部 (2023) 新聞稿
T1	2023-12-19	財政部 (Taiwan)	囤房稅 2.0 (房屋稅 2.0)	房屋稅差別稅率 2.0 修法通過；自 2024/07/01 起施 行 (施行日與條 文內容以正式法 規／政府公報為 準；財政部頁面 僅作政策要點之 彙整說明)	財政部 (2024) 房屋稅 2.0 改革 重點 (政策簡介 頁)；並以政府 公報／法規資料 庫作為施行日與 條文內容之核對 來源

註：上表以編號 (A1、R1、Z1...) 供主文與圖 1A、圖 1B 註腳回引；各節點之來源文件與版本資訊亦納入本文之稽核軌跡 (Audit Trail)，以提升可追溯性。

附錄二 〈Measurement Codebook〉

目的：統一研究期間（2014-2025）所用度量指標之定義、單位、計算公式、資料來源、更新頻率、Owner 與版本／血統，確保可比性與可重現性。

說明：對「可檢核、可追溯、口徑一致」之要求，本版於各指標之『版本／血統』欄補充最低必要之血統元素（Source ID、擷取日、處理規則）。另，涉及資金成本之指標一律以『帶息負債有效利率加權（含費用年化）』之口徑呈現，避免將股權成本或β參數混入。

附表 2 量測指標彙編表（Measurement Codebook）：2014-2025 年研究期間之定義、口徑與版本血統

指標名稱	定義	單位	計算公式 （含分母／分子）	資料來源 文件／系統	更新頻率 季／月／ 事件驅動	資料 Owner	版本／血統 Source ID、 擷取日、處理規則
WACC （平均借 款利率 （含債） 之加權指 標）	以帶息負債之有效利率按期末餘額加權，並將發行／承作相關費用年化後併入有效利率；本研究沿用慣稱 WACC 作為指標代號，但不納入股權成本。	%	$\Sigma(\text{期末帶息負債餘額}_i \times \text{有效利率}_i) \div \Sigma \text{期末帶息負債餘額}_i$ ；其中有效利率 $_i = (\text{利息} + \text{手續費} / \text{保證費等可歸屬費用年化}) \div \text{期末餘額}_i$	公司債／可轉債說明書、聯貸／票券授信契約、財報附註（借款、公司債與財務成本揭露）	季	財務部	WACC_V1_YYYYMMDD 擷取日：YYYY-MM-DD 處理規則：以期末餘額加權；費用以合約期間年化；幣別統一新台幣；合併口徑為準。

續下表

續附表 2

FRS (固定利率占比)	固定或已對沖 (IRS/換匯換利等) 之負債占全部帶息負債之比重。	%	固定 (含對沖後) 帶息負債餘額 ÷ 帶息負債總額	債務明細、衍生品合約、對沖會計備註/內部避險台帳	季	財務部	FRS_V1_YYYYMMDD 擷取日: YYYY-MM-DD 處理規則: 對沖後以實質固定之利率部位歸類; 重分類規則與對沖起訖日需留存。
WAL (加權平均存續期)	依本金到期時間加權之平均存續期。	月	$\Sigma (\text{本金}_i \times \text{剩餘月數}_i) \div \Sigma \text{本金}_i$; 剩餘月數以報導日 (期末) 至到期日計算	債務到期表 (含公司債、聯貸、票券、借款)	季	財務部	WAL_V1_YYYYMMDD 擷取日: YYYY-MM-DD 處理規則: 月份計算採實際天數/30 換算並四捨五入至小數 1 位; 提前償還按合約條款之最早可贖回日處理 (如適用)。
12/24 月到期牆集中度	未來 12/24 個月到期本金占全部帶息負債之比重。	%	未來 12 (或 24) 月到期本金 ÷ 帶息負債總額	債務到期表 (本金到期日與金額)	月	財務部	MATWALL_12_V1_YYYYMMDD / MATWALL_24_V1_YYYYMMDD 擷取日: YYYY-MM-DD 處理規則: 以期末為起算點; 到期本金含分期攤還; 展期需以最新合約更新。
Headroom 指數	授信額度可用空間 (未動用 RCF + 可提額度) 相對基期 (=100) 之指數。	指數值	$(\text{期末未動用 RCF} + \text{可提額度}) \div \text{基期值} \times 100$	授信額度明細、銀行往來、授信合約與內部額度彙總表	月	財務部	HEADROOM_V1_YYYYMMDD 擷取日: YYYY-MM-DD 基期: YYYY-MM (=100) 處理規則: 未動用 RCF 與可提額度需扣除已承諾未撥付之限制條款 (如有); 合約變更需保留版本。
單一行庫曝險占比	最大授信銀行的餘額占全部銀行授信餘額之比重。	%	$\max(\text{各銀行授信餘額}) \div \text{銀行授信餘額總額}$	銀行往來明細、授信彙總表 (按銀行別)	季	財務部	BANKCONC_V1_YYYYMMDD 擷取日: YYYY-MM-DD 處理規則: 以期末餘額計; 同一金控下銀行是否合併計算需先定義並一致適用。

續下表

續附表 2

決策時滯 (偵測滯 ／行動滯 ／總時 滯)	政策公告→系統 警示為偵測滯;警 示→董事會／簽 約為行動滯;合計 為總時滯。	天	偵測滯=(系統警 示日-政策公告 日);行動滯=(董 事會決議日或簽 約日-系統警示 日);總時滯=偵 測滯+行動滯	政策公告 日、系統 Log、會議 記錄／簽 約日(可稽 核之日期 戳)	事件 驅動	風控x財務	LAG_V1_YYYYMMDD 擷取日： YYYY-MM-DD 處理規則：同一政 策多次公告以『生效日』為主、公告 日為輔;若無系統警示則以首次內部 通報日替代並註記缺值碼。
RCF 未動用比	期末未動用循環 額度占 RCF 總 額。	%	未動用 RCF÷RCF 總額	授信合約、 對帳單、內 部額度台 帳	月	財務部	RCFUNDRAWN_V1_YYYYMMDD 擷取日：YYYY-MM-DD 處理規 則：若 RCF 含多幣別需折算;若含 專案保留額度須分項揭露並統一加 總規則。
利息 費用率	利息／財務成本 相對於營收或資 產之比重;為提高 可比較性,對外揭 露以『財務成本率 = 財務成本 ÷營 業收入』為主,並 可附帶『財務成本 ／資產』作敏感 度。	%	(A)財務成本率= 財務成本 ÷營業 收入; (B)財務成本／資 產= 財務成本 ÷ 資產總計	財報(合併 綜合損益 表之財務 成本／利 息費用;合 併資產負 債表之資 產總計;營 業收入)	季	會計	INTEXP_REV_V1_YYYYMMDD/ INTEXP_ASSET_V1_YYYYMMDD 擷取日：YYYY-MM-DD 處理規 則:財務成本若為負值以絕對值處理 (與同業一致);採合併口徑;季資 料可年化另註。

註：如涉敏感之內部資料（例如授信合約、系統 log 或銀行往來明細），對外呈現可採區間、指數化或去識別化方式，但須保留可稽核底表與處理規則（稽核軌跡（Audit Trail））。

附錄三 四家公司借款／票券／公司債條件彙整（2020-2024）

【口徑說明】本附錄以「借款／票券／公司債」為彙整範圍，原則採一致欄位呈現借款類別、額度（如有）、期末列示、利率資訊、到期／期限、擔保／備註與來源頁次；惟 A 公司（華友聯）部分年度之到期與擔保訊息在財報揭露中多與「期末列示」或「利率」同欄合併敘述，故維持原表格欄位以避免拆分造成語意失真，相關到期／擔保資訊仍可由該欄內文字與來源頁次覆核。

（本附錄彙整四家公司 2020-2024 年度財報所揭露之借款工具、期末列示、利率資訊、到期／期限與擔保或備註，並附來源頁次；用於本文同業對照之可追溯性與一致口徑比較。）

四家公司借款／票券／公司債彙整（2020-2024）－依公司 × 年度排序

資料來源：各公司 2020-2024 年度財報（合併財務報告）之相關附註與表列；以下單位：新台幣仟元；彙整已附來源頁次，便於回引與覆核。

附表 3-1 1436 華友聯（華友聯開發股份有限公司）
民國 109 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	來源 頁次
應付公司債		可轉換應付公司債 發行面額\$1,300,000	(一)國內第一次有擔保轉換公司債（有效利率為 1.14%）；300,000 千元，票面年利率為 0%，依票面金額 107.73% 發行，發行期間為 5 年。 (二)本公司國內第二次有擔保轉換公司債（有效利率為 0.67%）109 年 12 月 1 日本公司發行國內第 2 次有擔保轉換公司債 1,000,000 千元，票面年利率為 0%，依票面金額 101%發行，發行期間為 5 年。	34

續下表

續附表 3-1

應付 短期 票券	兆豐票券 \$1,520,000 (\$522) \$1,519,478 1.79% ; 中華票券 \$140,000 (\$242) \$139,758 1.75%		33
短期 借款	擔保借款\$1,404,000 無擔保借款\$179,306	擔保借款利率(%) 1.65%-1.74 ; 無擔保借款利率(%) 1.98	32,33
銀行 借款	陸續於 114 年 7 月以前到期 \$3,058,100 減：一營業週期內 到期部分(\$968,000)	年利率(%) 1.75-2.00	33

附表 3-2 1436 華友聯（華友聯開發股份有限公司）
民國 110 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／型態)	來源 頁次
應付 公司債		普通應付公司 債發行面額 \$1,300,000 可轉換應付公 司債發行面額 \$1,300,000	(一)國內第一次有擔保轉換公司債(有效 利率為 1.14%)；300,000 千元，票面年 利率為 0%，依票面金額 107.73%發行， 發行期間為 5 年。 (二)本公司國內第二次有擔保轉換公司 債(有效利率為 0.67%)109 年 12 月 1 日 本公司發行國內第 2 次有擔保轉換公司 債 1,000,000 千元，票面年利率為 0%， 依票面金額 101%發行，發行期間為 5 年。 (三)本公司於 110 年 6 月 29 日按面額發 行 110 年度國內第 1 次有擔保普通公司 債 1,000,000 千元，票面利率為 0.58%， 發行期間為 5 年，自發行日起每年付息 一次，到期一次還本。	34-36

續下表

續附表 3-2

應付 短期 票券	兆豐票券		
	\$2,331,000(\$2,476)		
	\$2,328,524		
	1.94%；		
	中華票券		33
	\$139,000(\$133)		
	\$138,867		
	1.75%		
短期 借款	擔保借款	擔保借款利率（%）	
	\$1,181,066	1.74-1.85；	
	無擔保借款	無擔保借款利率（%）	32,33
	\$143,444	1.91	
銀行 借款	陸續於 114 年		
	7 月以前到期		
	\$3,152,020	年利率（%）	
	減：一營業週期	1.75-2.05	33,44
	內到期部分		
	(\$1,516,520)		

附表 3-3 1436 華友聯（華友聯開發股份有限公司）
民國 111 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	來源 頁次
應付 公司債		同 2021	同 2021	33,34
應付 短期 票券		兆豐票券		
		\$1,700,000		
		(\$2,321)		
		\$1,697,679		
		2.84%-2.97%；		
		中華票券		33
		\$109,500		
		(\$148)		
		\$109,352		
		2.74%		

續下表

續附表 3-3

短期 借款	擔保借款\$875,566 無擔保借款\$299,988	擔保借款利率（%） 2.33-2.67； 無擔保借款利率（%） 2.43	32
銀行 借款	陸續於 115 年 7 月以前到期 \$3,124,390 減：一營業週期內到期部分 (\$2,812,390)	年利率（%） 2.26-2.69	33,44

附表 3-4 1436 華友聯（華友聯開發股份有限公司）
民國 112 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	來源 頁次
可轉換 公司債		可轉換應付公司債 發行面額\$1,300,000	(一)國內第一次有擔保轉換公司 債（有效利率為 1.14%）；300,000 千元，票面年利率為 0%，依票面 金額 107.73%發行；基準日之前四十 日內要求本公司以債券面額之 101.51%。 (二)國內第二次有擔保轉換公司 債（有效利率為 0.67%）；1,000,000 千元，票面年利率為 0%，依票面 金額 101%發行；基準日之前四十 日內要求本公司以債券面額之 100.75%。	35
應付 公司債		國內有擔保 普通公司債 \$2,500,000	(一)本公司於 110 年 6 月 29 日按 面額發行 110 年度國內第 1 次有 擔保普通公司債 1,000,000 千元， 票面利率為 0.58%，發行期間為 5 年，自發行日起每年付息一次，到 期一次還本。 (二)普通公司債 1,500,000 千元， 票面利率為 1.80%，發行期間為 5 年。	34,52

續下表

續附表 3-4

應付 短期 票券	兆豐票券 \$1,700,000 (\$2,321) \$1,697,679 2.84%-2.97% ; 中華票券 \$109,500 (\$148) \$109,352 2.74%		33
短期 借款	擔保借款 \$671,000 無擔保借款 \$410,987	擔保借款利率 (%) 2.60-2.84 ; 無擔保借款利率 (%) 2.00-2.35	33
銀行 借款	陸續於 119 年 8 月以前到期 \$4,762,376 減：一營業週期內到 期部分 (\$3,554,560)	年利率 (%) 2.51-2.89	34

附表 3-5 1436 華友聯（華友聯開發股份有限公司）
民國 113 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	來源 頁次
應付 公司債		國內有擔保 可轉換公司債 \$1,300,000 普通公司債 \$2,500,000	普通公司債 1,000,000 千元，票 面利率為 0.58%，發行期間為 5 年；普通公司債 1,500,000 千元， 票面利率為 1.80%，發行期間為 5 年。 國內第一次有擔保轉換公司債 （有效利率為 1.14%）；300,000 千元，票面年利率為 0%，依票面 金額 107.73%發行。	35,54

續下表

續附表 3-5

應付 短期 票券	兆豐票券		
	\$500,000 (\$81)		
	\$499,919 2.94%		
	中華票券		
	\$50,000 (\$7)		34
	\$49,993 2.99%		
	農業金庫		
	\$336,000 (\$51)		
	\$335,949 2.71%		
短期 借款	擔保借款	擔保借款利率（%）	
	\$811,000	2.74-2.82；	
	無擔保借款	無擔保借款利率（%）	34
	\$399,987	2.23	
銀行 借款	陸續於 119 年 12 月以前		
	到期\$4,845,642		
	減：一營業週期內到期	年利率（%）	34,46
	部分	2.63-2.98	
	(\$1,452,444)		

附表 4-1 3188 鑫龍騰（鑫龍騰開發股份有限公司）
民國 109 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度 ／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／期限	擔保 ／ 備註	來源 頁次
應付 公司債		有擔保 可轉換 公司債 \$300,000	第 1 次國內有擔保 可轉換公司債有效 利率為 1.0132%；加 或減少 1% > 此亦 代表管理階層對利 率之合理可能變動 範圍；若金融負債 利率增加／減少 1%，在所有其他變 數維持。	國內第 1 次有擔保 可轉換公司債發行 條件彙總如下： 1.發行日期：108 年 11 月 25 日。 2.發 行 總 額： 300,000 千元（發行 成本 4,025 千元）。 面額 100 千元／ 張。		26, 40, 43

續下表

續附表 4-1

				4.發行價格：依面額十足發行。 5.發行期間：3 年，111 年 11 月 25 日到期。 6.票面利率：0%。 7.還本日期及方式除債券持有人行使轉換權或本公司提前贖回，或本公司買回註銷者外，到期時按債券面額加計利息補償金（面額之 100.75%，實質收益率 0.25%）以現金一次償還。
短期借款	擔保借款 \$658,110	1.72%-2.00%	25	
長期借款	擔保借款 \$1,905,700 減：列為一營業週期內到期部分 \$1,398,500	1.501%-2.15%	26	

 附表 4-2 3188 鑫龍騰（鑫龍騰開發股份有限公司）
 民國 110 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期 ／期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付公司債 （可轉債）		同 2020	同 2020			鑫龍騰 財報 110.pdf p.28,29

續下表

續附表 4-2

短期 借款	未揭露	短期借款合計 0 (千元)	— (期末餘額為 0)	一年內	—	鑫龍騰 財報 110.pdf p.27
長期 借款	未揭露	合計 2,331,232 減一年內到期 2,331,232 ; 扣除後 0 (千元)	年利率 1.50%-2.0%			鑫龍騰 財報 110.pdf p.28

附表 4-3 3188 鑫龍騰（鑫龍騰開發股份有限公司）
民國 111 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／ 型態)	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
可轉換 公司債		0				28,35
短期 借款		擔保借款 \$827,960	1.98%			27,41
長期 借款		擔保借款 \$2,852,070 減一年內到期 2,111,370 ; 扣除後 740,700 (千元)	1.5%-2.5%			27

附表 4-4 3188 鑫龍騰（鑫龍騰開發股份有限公司）
民國 112 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款		0				26,38
陸續於 118 年 6 月到期						
長期 借款		\$3,317,358 減一年內到期 1,931,058； 扣除後 1,386,300 （千元）	年利率（%） 2.27-2.75			26, 27,36

附表 4-5 3188 鑫龍騰（鑫龍騰開發股份有限公司）
民國 113 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款		信用借款 \$195,000 （千元） 擔保借款 \$74,080 （千元）	2.33% 2.77%			26, 27,38
陸續於 118 年 6 月到期						
長期 借款		\$4,540,443 減一年內到期 3,382,343； 扣除後 1,158,100 （千元）	年利率（%） 2.39-3.02			27

附表 5-1 4113 聯上（聯上實業股份有限公司）
民國 109 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信上限	期末餘額 ／主要列 示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付 公司 債		普通 公司債 \$1,000,000 （千元）	(一)民國 105 年 10 月 27 日所發行之國內第一次 有擔保普通公司債 500,000 千元，票面利率 0.95%，發行期間為 5 年。 (二)民國 108 年 11 月 18 日所發行之國內第二次 有擔保普通公司債 500,000 千元，票面利率 0.78%，發行期間為 3 年。			19
短期 借款		銀行 抵押借款 \$5,338,840	1.64%-2.10%			18
應付 短期 票券	—	面額 220,000； 未攤銷折 價(67)； 帳面金額 219,993 （千元）	年利率（%） 0.51-1.44	一年內	—	聯上 財報 110.pdf p.18

附表 5-2 4113 聯上（聯上實業股份有限公司）
民國 110 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付 公司債 （可轉 債）		\$1,600,000 （千元）	(一)開民國 108 年 11 月 18 日所發行之國內第二次有擔保普通公司債 500,000 千元，票面利率 0.78%，發行期間為 3 年。 (二)民國 110 年 9 月 3 日所發行之國內第三次有擔保普通公司債 700,000 千元，票面利率 0.65%，發行期間為 5 年。 (三)民國 110 年 10 月 26 日所發行之國內第四次有擔保普通公司債 400,000 千元，票面利率 0.57%，發行期間為 5 年。			聯上 財報 110.pdf p.18
應付短期票券	—	面額 105,000； 未攤銷折價 (32)； 帳面金額 104,968 （千元）	年利率（%） 0.51-0.60	一年內	—	聯上 財報 110.pdf p.17
短期 借款		短期借款 5,167,740 （千元）	年利率（%） 1.64-2.17	一年內	擔保情形 ：營建用 地、在建 房地	聯上 財報 110.pdf p.17

附表 5-3 4113 聯上（聯上實業股份有限公司）
民國 111 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付 公司債		普通 公司債 \$1,500,000 （千元）	(一)民國 110 年 9 月 3 日 所發行之國內第三次有 擔保普通公司債 700,000 千元，票面利率 0.65%， 發行期間為 5 年。 (二)民國 110 年 10 月 26 日所發行之國內第四次 有擔保普通公司債 400,000 千元，票面利率 0.57%，發行期間為 5 年。 (三)民國 111 年 11 月 16 日所發行之國內第五次 有擔保普通公司債 400,000 千元，票面利率 2.20%，發行期間為 5 年。			18
短期 借款		銀行 抵押借款 \$6,516,000	1.96%-2.70%			17
應付短 期票券	—	面額 260,000； 未攤銷折價 (110)； 帳面金額 259,890 （千元）	年利率（%） 1.40-2.00	一年內	—	聯上 財報 110.pdf p.17

附表 5-4 4113 聯上（聯上實業股份有限公司）
民國 112 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款類別	額度／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付 公司 債		普通公司債 利息 \$1,500,000 （千元）	(一)開民國 110 年 9 月 3 日所發行之國內第 三次有擔保普通公司 債 700,000 千元，票面 利率 0.65%，發行期間 為 5 年。 (二)民國 110 年 10 月 26 日所發行之國內第 四次有擔保普通公司 債 400,000 千元，票面 利率 0.57%，發行期間 為 5 年。 (三)民國 111 年 11 月 16 日所發行之國內第 五次有擔保普通公司 債 400,000 千元，票面 利率 2.20%，發行期間 為 5 年。			18
短期 借款		銀行抵押借款 \$7,420,412	2.43%-2.98%			17
應付 短期 票券	—	面額 200,000 ； 未攤銷折價(50) ； 帳面金額 199,950（千元）	年利率（%） 2.30	一年內		17,18

續下表

續附表 5-4

長期 借款	銀行抵押借款 \$31,100	長期借款之利率於民 國 112 年 12 月 31 日 為 2.76%。	土地銀行 抵押借款 \$31,100 112.09.15- 119.08.10 2.76%	17
----------	--------------------	--	--	----

附表 5-5 4113 聯上（聯上實業股份有限公司）
民國 113 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
應付 公司 債		普通公司債 \$1,400,000 （千元）	(一)民國 110 年 9 月 3 日所發行之國內第三 次有擔保普通公司債 700,000 千元，票面利 率 0.65%，發行期間為 5 年。 (二)民國 110 年 10 月 26 日所發行之國內第 四次有擔保普通公司 債 300,000 千元，票面 利率 0.57%，發行期間 為 5 年。 (三)民國 111 年 11 月 16 日所發行之國內第 五次有擔保普通公司 債 400,000 千元，票面 利率 2.20%，發行期間 為 5 年。			18
短期 借款		銀行抵押借款 \$5,049,150 （千元）	2.56%-3.23%			17

續下表

續附表 5-5

應付 短期 票券	—	面額 439,200； 未攤銷折價 (60)； 帳面金額 439,140 (千元)	年利率(%) 2.50	一年內	18
長期 借款		銀行抵押借款 \$31,100； 土地銀行 抵押借款 112.09.15- 119.08.10 2.89%	2.89%		17

附表 6-1 5508 永信（永信建設股份有限公司）
民國 109 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／型態)	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
銀行 借款		擔保借款\$786,298 無擔保借款 \$200,000； 農業金庫／ 中華票券 \$850,000 \$223 \$849,777 0.33%-0.37%； 上海銀行\$180,000 \$1,402 \$178,598 0.492%； 銀行長期借款 \$2,935,000 減：一營業週期內 到期部分 (\$1,760,000)	利息資本化利率 (%) 1.49-1.81			28,37

續下表

續附表 6-1

應付 公司 債	600,000 (千元)	無擔保普通公司 債 108 年 4 月發 行，期間 3 年，得 自發行日起屆滿 第 2 年 6 個月付 息 a 買回總額之 50%，若未執行買 回權，自發行日起 屆滿第 3 年，到期 一次還本，並依合 約約定時點支付 利息，年 利 率 1.5%。	28
---------------	-----------------	---	----

附表 6-2 5508 永信（永信建設股份有限公司）
民國 110 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／型態)	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款	授信額度 (合計) 645,000 (千元)	無擔保借款 期末餘額 645,000 (千元)	年利率約 1.10%-1.20%	一年內	參閱附 註二七	永信 財報 110.pdf p.56
應付 短期 票券		農業金庫／ 中華票券 \$350,000 \$159 \$349,841 0.37%				28
長期 借款	融資額度 (合計) 6,673,000 (千元)	一年內到期 2,180,000； 非流動 1,334,000； 合計 3,514,000 (千元)	年利率約 1.63%-1.85%	依合約 到期 (明細 表列 示)	參閱附 註二七	永信 財報 110.pdf p.61

續下表

續附表 6-2

應付 公司 債	同 2020	同 2020	29
有擔 保普 通公 司債	有擔保普通 公司債 400,000 (千元)	有擔保普通公司 債 110 年 7 月發 行,自發行日起屆 滿 5 年,到期一次 還本,並依合約約 定時點支付利息, 年利率 0.59%。 110 年 9 月發行, 自發行日起屆滿 5 年,到期一次還 本,並依合約約定 時點支付利息,年 利率 0.55%。	29

附表 6-3 5508 永信（永信建設股份有限公司）
民國 111 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／型態)	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款		擔保借款 50,000 (千元) 無擔保借款 1,790,000 (千元)	1.600%-2.095%			27
應付 短期 票券		農業金庫／ 中華票券 \$1,000,000 \$265 \$999,735 1.24%				27

續下表

續附表 6-3

長期 借款	一年內到期 4,643,600； 非流動 1,155,500； 合計 5,799,100 (千元)	年利率約 2.18%-2.575%	28
有擔 保普 通公 司債	1,590,000 (千元)	(一)110 年 7 月發行，自發行 日起屆滿 5 年，到期一次還 本，並依合約約定時點支付 利息，年利率 0.59%。 (二)110 年 9 月發行，自發行 日起屆滿 5 年，到期一次還 本，並依合約約定時點支付 利息，年利率 0.55%。 (三)111 年 6 月發行，自發行 日起屆滿 5 年，到期一次還 本，並依合約約定時點支付 利息，年利率 1.85%。 (四)111 年 6 月發行，自發行 日起屆滿 5 年，到期一次還 本，並依合約約定時點支付 利息，年利率 1.8%。	28

附表 6-4 5508 永信（永信建設股份有限公司）
民國 112 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信 上限	期末餘額／ 主要列示	利率 (區間／ 型態)	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款		無擔保借款 1,370,000 (千元)	1.800%-1.85%			28
長期 借款		一年內到期 2,211,000； 非流動 2,053,000； 合計 4,262,000 (千元)	年利率約 2.43%-2.7%			28

續下表

續附表 6-4

應付 公司債	有擔保 普通公司債 1,590,000 (千元)	110.07.20 依合約規定 年利率 0.59% \$400,000 (\$298) \$399,702 自發行日起屆滿 5 年 到期一次還本；	29,55
		110.09.27 依合約規定 年利率 0.55% 600,000 (536) 599,464 自發行日起屆滿 5 年，到期一次還本；	
		111.06.08 依合約規定 年利率 1.80% 400,000 (603) 399,397 自發行日起屆滿 5 年，到期一次還本；	
		111.06.08 依合約規定 年利率 1.85% 190,000 (295) 189,705 自發行日起屆滿 5 年，到期一次還本。	
無擔保 普通公 司債	600,000 (千元)	112 年 7 月 發行，自發 行 日 起 屆 滿 5 年，到 期 一 次 還 本，並依合 約 約 定 時 點 支 付 利 息，年利率 2.975%	28

附表 6-5 5508 永信（永信建設股份有限公司）
民國 113 年度合併財務報告（公開資訊觀測站）

借款 類別	額度／ 授信上限	期末餘額／ 主要列示	利率 （區間／型態）	到期／ 期限	擔保／ 備註	來源 頁次
短期 借款		擔保借款 55,000 （千元） 無擔保借款 2,450,000 （千元）	年利率約 1.825%-2.575%	一年內		27,28
應付短 期票券		元大高雄／ 中華票券 \$200,000 \$80 \$199,920 1.67%				28
長期 借款		一年內到期 1,933,000； 非流動 1,077,000； 合計 3,010,000 （千元）	年利率約 2.675%-2.825%			28
應付 公司債		同 2023	同 2023			28,29
無擔保 普通公 司債		同 2023	同 2023			28,29

作者介紹

Author's Introduction

姓名	林紹詳
Name	Shao-Hsiang Lin
服務單位	國立中山大學企業管理學系 DBA
Department	DBA Student, Department of Business Management, National Sun Yat-sen University
聯絡地址	高雄市左營區啟文路 27 號 15 樓
Address	15F., No. 27, Qiwen Rd., Zuoying Dist., Kaohsiung City, Taiwan
E-mail	sh_lin2001@hotmail.com
專長	財務策略、會計策略、公司治理策略
Specialty	Financial Strategy, Accounting Strategy, Corporate Governance Strategy
姓名	盧憶
Name	Yi Lu
服務單位	國立中山大學企業管理學系副教授
Department	Associate Professor, Department of Business Management, National Sun Yat-sen University
E-mail	lewislu@mail.nsysu.edu.tw
專長	智慧財產法與管理、競爭法、法律經濟分析與政策分析
Specialty	Intellectual Property Law and Management, Antitrust / Competition Law, Law and Economics, and Policy Analysis

姓名	蔡維哲
Name	Wei-Che Tsai
服務單位	國立中山大學特聘教授／ 文藻外語大學副校長
Department	Distinguished Professor, National Sun Yat-sen University/ Vice President, Wenzao Ursuline University of Languages
E-mail	weiche@mail.nsysu.edu.tw
專長	普惠金融、金融科技、綠色金融、風險管理、投資學
Specialty	Inclusive Finance, FinTech, Green Finance, Risk Management, and Investments