

企業間資金連鎖與財務槓桿操作所致之經營風險殷鑑 國揚實業案例

THE MIRROR OF THE FINANCIAL RISK BY THE CAPITAL LINKING AND THE LEVERAGE OPERATION----THE CASE OF GWO-YANG COMPANY

花榮尉

台灣省合作金庫

Long-Wei Hua

Taiwan Cooperative Bank

摘 要

由泰國引發的「東亞金融危機」(East Asian Financial Crisis)使東亞各國均受重大打擊，而以外銷為導向的我國經濟也因此受到波及、一些知名上市、上櫃公司自前年(民國 87 年)開始紛紛傳出大額退票及違約交割事件，總計這些財務危機企業集團向銀行等金融機構貸款，金額高達新台幣一千四百億元以上，牽連之金融機構達六十家以上，其所衍生出來問題貸款金額之大以及牽涉金融機構範圍之廣，皆已創下國內金融史上空前之紀錄與現象。

本研究乃嘗試以個案研究之方式，從發生財務危機個案企業之公司概況、營運概況及財務概況等三個層面，做有系統的分析、比較與綜合探討，期能將此次集團企業發生財務危機之原因及問題真貌呈現，本研究結果如下：

1. 利用收購上市公司股票，並取得其經營控制權(俗稱借殼上市)被視為是迴避股票上市規定，藉以成為股票上市公司最快之方式。
2. 在取得上市公司經營權後，借殼公司常利用改變或增加原上市公司營運項目或投資業務之方式以增加盈餘，製造獲利，其目的在辦理現金增資並擴充股本。
3. 以股票向金融機構質押借款之高財務槓桿融資公司，當景氣不振，質押股票持續下跌時，是造成其挪用公司資金護盤的主要原因之一。
4. 被借殼公司因「資產成長必然性」之結果，當金融或證券市場不景氣時，將使得借殼公司資金結構產生危機性。

期望本論文能作為從事高財務槓桿融資企業之警惕，及金融機構授信之借鏡，並喚起政府主管機關制定更週全完善之相關法令，以為規範。

關鍵詞：財務危機、金融風暴、財務槓桿。

ABSTRACT

This research was to study the case and then to analyze, compare and synthesize the company backgrounds, operation and financial conditions. In addition, the paper was also to uncover the reasons that caused the crises of the enterprises and expose the problems behind. The conclusions are as follows:

1. Buying the shares of the listed companies to obtain the control right (going public under the guise of the listed company) is regarded as the best way to avoid the regulations of going public.
2. After obtaining the control right of a certain listed company, the "Figurative Company" would change or enlarge the operations or investment to increase the company's profits, the purpose of which is to expand the investment by cash and increase the shares.
3. The financially leveraged margin trading company that borrows money from the financial institute with shares may embezzle the company's capital to maintain its operation when the economy heads toward a recession and the hypothecation shares continue dropping.
4. The capital structure of the "Figurative Company" may be at risk due to the "necessity of asset growing" when the economic or security market slows down.

I hope the results of this research can be warnings to the financially leveraged margin trading companies and the mirror of the financial institutions, and to draw the government's attention to establish sounder related regulations.

Key words: financial crisis, monetary tempest, financial leverage

壹、前言

自 1997 年 7 月 2 日由泰國所引發的「東亞金融危機」(East Asian Financial Crisis), 使東亞各國均受到重大打擊, 如泰國、馬來西亞、印尼及南韓, 至今尚未平息, 而以外銷為導向的我國經濟也因此受到波及, 出口急遽衰退, 外匯存底減少, 景氣開始步入低迷期, 國內股市在投資人失去信心下節節下挫。前年(民 87)下半年度, 發行量加權指數自 7 月 2 日的

7817.11 下跌至 12 月 31 日的 6418.43, 跌幅達 17.89%。國內一些上市上櫃公司也自去年開始紛紛傳出財務危機事件。此次傳出財務危機的集團企業都是國內知名大企業, 例如廣三集團(曾正仁)、漢陽集團(侯西峰)、禾豐集團(張朝翔)、東隆五金(范芳魁)以及新巨群集團(吳祚欽)等等, 總計這些財務危機集團向銀行等金融機構貸款, 金額高達一千四百億元以上, 牽連之金融機構達六十家以上, 包括老銀行、新銀行、票券公司在內皆難倖免。

台灣證券交易所董事長李仲英(民 87)

當時便指出，這些出問題的上市公司，大部份都是運用「借殼上市」、「交叉持股」等方式進行股市操作。所謂「借殼上市」係指一些未能符合股票上市規定之公司，利用在市場買進股票的方式，進駐上市公司取得經營權，其目的在於迴避股票上市的種種規定以及取得上市公司資金融通等便利。而所謂「交叉持股」方式有二，其一，以轉投資的手法設立子公司，再利用子公司回頭買進母公司上市的股票，一來用以掌握經營權，二來可以抬高股價。在進駐上市公司後，再將股票拿到銀行或金融機構抵押質借，或用以償還購買上市公司經營權的股票融資，或用以投入股市以為護盤之用。另一種方式則與上市公司相互投資，彼此買進對方的股票，以相互拉抬股價。

在這些財務危機企業中，以漢陽集團借款最多，金額高達 398.09 億元，牽累銀行家數也最龐大，共計有 42 家銀行與漢陽集團有資金借貸往來，因此本研究乃以漢陽集團入主之「國揚實業股份有限公司」為代表公司，深入探討入主後「企業間之連結」、「資金之連動」以及「財務危機之產生」等現象，嘗試用一套條理有序的方法，以個案方式將財務危機集團企業發生問題之原因及處理經過作有系統的分析比較，期能將問題真貌呈現，使社會大眾瞭解集團企業炒作股市三部曲，即「借殼上市」、「交叉持股」以及「股票質借」之始末，避免重蹈「地雷股」之危機，並作為從事高財務槓桿融資企業之警惕，及金融機構授信之借鏡，喚起政府主管機關制定更週全完善之相關法令，以為規範。最後並對財務危機企業及銀行授信提出可行之建議或解決方案。

貳、文獻探討

此次探討之個案公司，乃為集團企業所「借殼上市」，藉由不當之「交叉持股」及「股票質借」而產生財務危機，並牽連眾多金融機構而造成金融危機。因此，本部份乃依序：一、集團企業之形成理論。二、企業財務危機發生之原因。三、企業財務危機與銀行授信之相關等，做深入之探討。

一、集團企業之形成理論

Porter(1989)認為集團企業的形成理論有三種：

(一)階級凝聚(class cohesion)：

社會上存在著一群凝聚力很強的人士，他們廣泛握有許多公司的股權，為了鞏固彼此的既得利益，因而形成以家族成員為核心、不斷向外擴充版圖的集團企業。

(二)資源依賴(resource dependency)

由於外部環境中的資源有限，企業在取得和使用資源的過程上，便會發生相互競爭或相互依賴的現象。為了增加對資源的掌握，減少資訊的不確定性，以提昇經營績效，便成為許多企業發展成集團企業的目的。

(三)銀行控制(bank control)

有計劃就必須要有資金的供應，如此該計劃才能順利推動，現今集團企業已慢慢領會了掌握財務資源的重要，而紛紛介入金融機構的營運，這種趨勢便是「銀行控制理論」與「財務領導理論」(theory of financial hegemony)的重要觀念。

因此，配合台灣實際經營環境，可將集團企業蓬勃發展的原因歸納為以下幾點：

(一)環境因素：

- 1.由於國內市場太過狹小，所以需要不斷開發新市場，以利進入新產業。
- 2.國際市場的瞬息萬變，使得外銷產品時常在變化，為了因應這種趨勢遂使一關係企業之構成分子須不斷增加，且複雜化。
- 3.追求成長。

(二)企業經營政策：

- 1.分散經營風險。
- 2.發展成集團企業後，可獲得一貫化經營獨佔之利益，可以擴大其資源；而在各處多設公司，既可廣集商情、商機，更可以有效地控制生產原料之供應來源，並可壟斷商品的銷售通路，以獲取壟斷利益。
- 3.由於集團企業之分子企業是相互支援，以追求整體的最大利益，所以在行銷、生產、技術合作，及人才培養上，皆可產生綜效。

(三)財務上的利益：

- 1.藉投資資金的分散，降低經營風險。
- 2.便利長期資金之籌措、融通。
- 3.便利短期資金之週轉、調度。

二、企業財務危機發生之原因：

依國內學者陳輝吉(民 84)歸納企業財務危機發生之兩大範疇：

(一)未能周詳深入研究企業的適當成長策略，在對外界環境變數缺乏周密分析下，就貿然執行錯誤的決策，從事投

資行為或不當的多角化投資，導致企業有限資金不夠運用，產生資金排擠現象，企業財務週轉因而發生困難。

(二)企業營運功能管理散漫，導致財務資源浪費或不合理調配，使財務陷入危機。

依李仁芳教授(民 76)歸納企業財務危機發生之三構面分析：

(一)經營者理念偏差：

- 1.經營者不踏實經營：急功近利，投機取巧，迷信財務槓桿作用，不務正業。
- 2.受過去模式誤導：高估本身能力，錯誤判斷，導致經營方向偏誤。
- 3.家族性公司弊端：經營權與所有權不分，為所欲為，圖一己私利，罔顧投資者權益。

(二)經營策略失誤：

- 1.盲目投資，過度擴充：多角化投資不當，資金浪費，致週轉不靈。
- 2.缺乏專業知識與經驗：業外投資過多，缺乏專業知識，致管理經營無效率。
- 3.長短期資金配置不均衡：以長支短財務週轉壓力大，資金用途偏誤。

(三)企業內部控管不當：

- 1.集權專擅，授權不足：經營者專權獨裁，董、監事會功能無法發揮，喪失控制機能。
- 2.舉債過度，利息負擔太重：股票質借，高財務槓桿融資，缺乏風險管理意識。
- 3.缺乏適當財務規劃控制：如健全會計制度，成本預算控制及對環境的

評估系統。

Ross 和 Kami(1973)以為引起企業危機的原因為以下數項：

- (一)忽視策略引導的重要性：公司高階管理者輕視策略為指導全公司方向一致的重要工具，因而導致危機而不自知。
- (二)缺乏適當的控制系統：由於整體性及成本控制系統的缺乏或不當，易引起失敗的連鎖反應。
- (三)董事會虛設，未發揮應有的功能。
- (四)經營者專權與獨裁，造成團體力量和合作精神無法發揮。
- (五)各級主管輕視管理的重要性。
- (六)無法掌握內外環境的變動及趨勢。
- (七)忽略顧客需求及品味的改變，以致無法掌握市場。
- (八)使用電腦不當，誤以為電腦萬能，忽略可行性研究。
- (九)竄改會計資料，製作假帳舞弊。
- (十)組織結構不當，影響企業運作。

三、企業財務危機與銀行授信之相關性分析：

在分析企業財務危機發生之原因後，本部份先就銀行間不當授信，致發生逾期放款之原因作一探討，其後再將二者之相關性加以分析。

(一)銀行不當授信，致逾放金額增加之原因，歸納如下：

1.外在因素：

- (1)外在環境變化及不景氣：銀行開放設立，競爭激烈，利差減少，外加景氣低迷，房地產下跌，擔保品價值大幅縮水，經營困難。
- (2)股市大幅下跌，空頭彌漫：股市大幅下跌，股票價值減少，融資股票一旦跌破限額，則被迫斷頭

賣出，更助長空頭氣勢。

- (3)國內企業財務危機頻傳：國內企業財務危機，造成大額退票及違約交割事件，銀行授信無法按時繳息，逾放金額提升，呆帳壓力增加。

2.內在因素：

- (1)上市知名企業，爭相拉攏：上市知名企業，政商關係良好，銀行莫不爭相拉攏，信用配合，造成舉債容易，信用擴張，使銀行經營風險增加。
- (2)銀行競爭激烈，質量難兩顧：銀行彼此競爭，為求業績，常未能做好授信評估審查，造成企業資金取得容易，從事投機行為，致銀行授信品質下降。
- (3)內部控管不當，逾放增加：銀行對授信資用途未能詳加控管，授信個案出現財務危機徵兆又未能提高警覺，致喪失清償債務良好時機，加上擔保品質縮水或提列不足，致逾放金額不斷增加。

(二)企業財務危機與銀行授信之相關性分析：

此次企業財務危機雖受外部經濟不景氣因素影響，造成獲利減少，財務吃緊，然歸究其主要原因，難脫內部經營者理念偏差，經營策略失誤以及內部控管不當之咎；而銀行授信逾放增加，雖亦同樣蒙受經濟低迷之苦，致股票與房地產等擔保品縮水，債權難確保，然究其主要原因，仍為彼此爭奪業績，事前授信審查不嚴以及事後資金控管不當所影響！

因此，企業若不務正業，反而熱衷於

從事高財務槓桿操作，在未做好詳善之投資計劃及景氣評估，即盲目投入並炒作股市，則容易因景氣循環及操作不當而產生財務危機。而銀行授信亦同，若未能事前做好審慎評估資金用途、償還來源及行業展望等相關徵信工作，只為業績而草率貸放，亦將助長企業過度擴充，造成高財務槓桿危機而產生逾期放款。

由此可知，企業經營與銀行授信一樣，若經營者能事先做好外部評估以及內部控管，避免盲目投資及不當擴張，當可將經營風險與授信風險降至最低。

參、研究過程

一、資源來源

(一)個案公司上市之公開說明書或年報：

由於個案公司為上市之知名企業，因此有關公司組織營運及財務資料，皆來自於個案上市公司公開說明書或相關財務年報。

(二)著名期刊及專業報章之報導資料：

由於個案公司涉及挪用公司資金及違法操作程序情事，因此公司內部及相關人士皆不願提出相關資訊或受採訪，因此轉向著名期刊（如財訊等）及專業報章（如經濟日報、工商時報等）之報導資料蒐集。

(三)訪問銀行授信相關人員：

個案公司與相關往來銀行皆有大額金錢借貸，其承辦授信相關人員對個案公司情形均有所瞭解，因此透過訪談及實地觀察方式，以確定所得資

料之正確性。

二、資源整理與個案研究

為提高代表性，被選定為本研究之個案公司以具有下列條件為前提：

(一)性質為已上市公司，因上市公司財務公開，有會計師簽證可稽，財報較為公正可信，且創立至今已逾20年以上，因公司經營悠久，為社會大眾所熟知，為國內該產業著名之企業公司，故可具代表性。

(二)以營建業為主，且為去年（87年）因高度財務槓桿操作失利，發生大額違約交割及退票事件之借殼集團企業。因為自民國83年第一宗借殼案海山集團入主達永興公司開始，至87年底，共有28家借殼上市公司，其中包括漢陽集團在內，共有19家借殼公司是以營建為本業，可見營建業在借殼上市公司中比率最高(佔67.8%)故最具研究價值。

(三)利用「借殼上市」、「交叉持股」以及「股票質借」等手法挪用公司資產，掏空公司資金，以為負責人私人護盤或負責人飽入私囊之集團企業。

經依上述條件取樣，本研究選取在此次金融風暴中向金融機構借款最多，金額高達398.08億元，牽連影響的銀行家數也最龐大，共計有42家銀行與其有資金往來，並在企業間有「借殼始祖」稱呼之「漢陽集團」借殼上市公司「國揚實業(股)公司」為研究個案，故具有相當程度之代表性。

肆、資料分析

一、個案描述 - 國揚實業(股)公司

(一)公司概況(86年公開說明書)

1.公司沿革：

61年5月10日創立(原名：國揚建設股份有限公司)，資本額為新台幣120萬元，公司原設址於台北市林森北路，84年10月漢陽集團入主國揚公司，由侯西峰擔任董事長，並於85年7月更名為國揚實業股份有限公司。

2.組織與業務說明：

國揚公司屬事業部組織形態，包括不動產處、營業處及工程處三個主要管理處，其下則設有資產管理部等9個不同事業部門(詳附錄1：國揚公司組織結構圖)。

3.主要股東名單：

國揚公司主要股東包括：三功投資公司(持股比例11.39%)，承鴻投資公司(6.2%)，承陽投資公司(4.75%)及漢國實業公司(3.57%)等10個法人股東(詳附錄表2：國揚公司主要法人股東名稱持有股數及比例表)。

4.股權分散情形(普通股每股面額10元)

國揚公司持有1,000,001股份以上者，佔71人，持股比例為總股數71.01%，而持股人數卻佔總股東人數之0.29%(71/24339)，其他不到三成股數則零星分散於各小股東，顯示公司股權大多集中於少數大股東手中，股價容易操控。(詳附錄3：國揚公司股東(權)分散表)

(二)營運概況

1.營運範圍：

該公司的所有營運及收入來源仍以國內投資興建住宅及辦公商業大樓出租、出售業務為主，其營業額佔本公司營業額之90%以上。其他如旅館、休閒設施、裝潢綠化、建築材料則尚未有具體的業務成果。由於產品之變化性不大，未能適度符合各種消費者不同的需求。尤其84及85年，國內房地產仍處於不景氣階段，產品能否多樣化，將直接影響其產品銷售的好壞。

2.主要銷售地區及市場佔有率：

該公司推出建築個案的市場區域，在入主前後差異不大，仍以大台北地區為重心，在各區域銷售之金額、比重及市佔率如下表1、表2所示：

表1 國揚公司銷售區域之金額、比重表

單位：仟元

銷售地區	83年度		84年度		85年度	
	金額	%	金額	%	金額	%
台北縣市	382,875	98.17	85,896	94.58	6,115,522	94.79
基隆市	7,142	1.83	4,924	5.42	336,279	5.21
合計	390,017	100.00	90,820	100.00	6,451,801	100.00

資料來源：國揚公司提供

表 2 國揚公司大台北地區市場佔有率比較表 單位:億元

項目	83 年	84 年	85 年
大台北地區	3,250	2,425	2,253
國揚公司推案	8	1	94
市場佔有率(%)	0.24	0.04	4.17

資料來源：信義房屋不動產資料(民 86)

表 3 國揚公司 83 至 85 年度每股市價、淨值、盈餘及股利表 單位：元

項目	年度			當年度截至 86 年 3 月 1 日	
	83 年	84 年	85 年		
每 股 市 價	最高	23.1	18.1	44	77.5
	最低	14.1	9.0	13.25	41.0
	平均	18.23	13.7	24.51	60.17
值 股 淨	分配前	11.76	10.67	14.67	15.11
	分配後	11.76	10.67	14.67	15.11
每 股 盈 餘	加權平均股數	358,125,000	358,125,000	400,155,396	460,000,000
	每股盈餘	0.12	-1.1	2.35	0.44
每 股 利	現金股利	-	-	-	-
	盈餘	-	-	-	-
	無償配股 配股 資本公積配股	-	-	-	-
投 資 淨 值 分 析	本益比	147.50	-	10.43	-
	本利比	0	0	0	-
	現金股利殖利率	0	0	0	-

漢陽集團入主國揚公司，積極推案，85 年銷售金額大幅提高，較 84 年增加約 71 倍，成長驚人。

另外，該公司原市場佔有率並不顯著，但在漢陽集團入主後因積極推動建設案，市佔率乃由 83 年 0.24%，84 年 0.04%，快速躍升至 85 年 4.17%，成長亦非常快速。雖然如此，國揚公司之行銷市場仍侷限於大台北地區，未能有效擴展至全省各

地，此種「市場集中」策略，在當時房地產不景氣時，由於無法有效擴大市場，將使存貨增加，降低資金流動能力，使經營風險大幅提高。

(三)財務概況

1. 國揚公司 83 至 85 年度每股市價、淨值、盈餘及股利情形(見表 3)。
2. 國揚公司前述財務資料之重大會計科目變動情形(見表 4)。

表 4 國揚公司會計重大科目變動表

單位：仟元

年度 會計科目	85 年度		84 年度		增減變動	
	金額	% (註一)	金額	% (註一)	金額	% (註二)
現金及約當現金	694,487	5	453,624	7	240,863	53.10
應收帳款淨額	3,094,309	23	17,000	-	3,077,309	18101.82
存 貨	7,863,287	58	5,059,785	75	2,803,502	55.41
出租資產 - 土地	361,347	3	184,318	3	177,029	96.05
出租資產 - 房屋	220,479	1	80,363	1	140,116	174.35
短期借款	4,628,532	34	1,181,000	17	3,447,532	291.92
應付短期票券	542,227	4	1,123,755	17	(581,528)	(51.75)
應付票據	288,899	2	49,029	1	239,870	489.24
應付票據 - 關係人	136,062	1	-	-	136,062	-
預收款項	464,372	3	149,095	2	315,277	211.46
普通股股本	4,600,000	34	3,581,250	53	1,018,750	28.45
待分配股票股利	-	-	180,750	3	(180,750)	(100.00)
資本公積 - 發行溢價	1,190,679	9	300,000	4	890,679	296.89
未分配盈餘	941,162	7	(288,354)	4	1,229,516	(426.39)
營業收入	6,577,391	100	164,531	100	6,412,860	3897.66
營業成本	5,060,587	77	113,596	69	4,946,991	4354.90
營業毛利	1,516,804	23	50,935	31	1,465,869	2877.92
營業費用	560,855	8	80,680	49	480,175	595.16
營業淨利	955,949	15	29,745	18	926,204	3113.81
營業外支出	123,816	2	426,579	260	(302,763)	(70.97)

註一：指該科目於各相關報表之同型比率。

註二：指以前一年為 100% 所計算出之變動比率。

現金及約當現金

單位：仟元

	85 年 12 月 31 日	84 年 12 月 31 日
零用金	\$ 737	\$ 105
活期存款	135,569	42,975
支票存款	85,316	544
定期存款	-	210,000
可轉讓定期存單	450,000	200,000
約當現金 - 商業本票	22,865	-
	<u>\$ 694,487</u>	<u>\$ 453,624</u>

3. 茲將上述各重大會計科目變動情形說明如下：

(1) 現金及約當現金

85 年較 84 年現金及約當現金增加 240,863 千元，其中以活期存款、可轉讓定期存單及商業本票增加最多，顯示公司現金比例大幅提高，由帳面上看似可用現金增加，實則資金運用不佳，導

致閒置資金過多。尤其利息較高的定期存款 210,000 仟元至 85 年降為 0，帳上僅存利息偏低的活期性存款，存款分配能力有待加強。

(2) 存貨

國揚公司 85 年存貨較 84 年增加 2,803,502 千元，尤其以在建房屋增加 1,399,580 千元最多，足見漢陽集團入主後，便開始大量、積極地推案。然而在其急促

存貨

	<u>85年12月31日</u>	<u>84年12月31日</u>
<u>待售房地(含車位)</u>		
蘭開廈	\$ 43,723	\$ 59,093
山海關	44,475	51,712
大直御品	47,186	46,719
站前晶鑽(「原國揚寶鑽」)	67,745	258,593
漢林苑	239,235	-
新中河	44,317	-
新中河	295,495	-
非常台北	76,154	-
美樹館 B	98,004	-
國揚大地一、二	70,405	-
國揚大地三	<u>1,026,739</u>	<u>-</u>
		<u>416,120</u>
<u>待建土地</u>	87,812	
建成市府段	19,162	87,789
大安通化段一	<u>120,812</u>	19,162
國揚可愛家	<u>227,786</u>	<u>-</u>
		<u>106,951</u>
<u>在建房地</u>	-	120,786
國揚可愛家	-	203,936
國揚可愛家	240,380	203,936
大安通化段二	1,324,028	50,499
美樹館	-	796,645
國揚大學	1,394,651	390,171
漢林苑	1,377,594	1,386,496
新北投案	-	1,289,379
長春案	1,599,380	298,802
國揚大地	256	-
華南名人巷	<u>5</u>	-
永和案	<u>5,936,294</u>	<u>-</u>
		<u>4,536,714</u>
<u>金世紀錄</u>	<u>85年12月31日</u>	<u>85年12月31日</u>
	\$ <u>529,566</u>	
	<u>142,902</u>	\$ -
	<u>672,468</u>	-
<u>預付土地款</u>	\$ <u>7,863,287</u>	-
吾印良品	\$ <u>3,394,674</u>	\$ 5,059,785
水築館		\$ <u>938,143</u>
<u>總計</u>		
<u>投保金額</u>		

固定資產

資產名稱	85 年 12 月 31 日	
	成	本
房屋及建築	\$ 6,443	\$ 2,489
運輸設備	3,229	1,333
出租資產 - 土地	361,347	361,347
出租資產 - 房屋及車位	220,479	214,431
租賃改良	16,950	13,666
其他設備	10,366	5,264
	\$ 618,814	\$ 598,530
投保金額		\$ 74,632

資產名稱	84 年 12 月 31 日	
	成	本
房屋及建築	\$ 6,443	\$ 3,075
運輸設備	6,348	3,121
出租資產 - 土地	184,318	184,318
出租資產 - 房屋及車位	80,363	76,987
租賃改良	706	706
其他設備	8,946	4,585
	\$ 287,124	\$ 272,792
投保金額		\$ 90,395

推案，增加建屋以製造業績之同時，卻忽略當時房地產仍處於低迷狀態，且未來展望不甚樂觀之潛在危機，因此導致其「待售房地」亦同時急速增加 610,619 仟元。而過多的存貨將導致其資金週轉困難。況且，國揚公司「短期借款」中，土地融資及建築融資分別較 84 年增加 2,022,400 仟元及 1,250,652 仟元，足見其存貨增加來自於負債增加，而高額の融資亦將造成國揚公司沈重的財務壓力。

(3) 固定資產

國揚公司 84 年固定資產較 84 年增加 325,738 仟元，其中又以出租資產佔大宗，增加金額為 333,389 仟元，此一金額反映出國

揚公司存貨屯積之嚴重，在大量推案卻銷售欠佳之情況下，存貨改列「出租資產」，以降低其存貨數額。其次，國揚公司「其他設備」金額高達 10,366 仟元，亦同時隱藏閒置資產之問題。最後從該公司「投保金額」高居不下之情況可知，其固定資產多設有質押借款或擔保等情事，此情況可由該公司「抵押借款」金額高達 224,480 仟元看出。

(4) 短期借款

國揚公司 85 年短期借款較 84 年增加 3,447,532 仟元，增加 292%，足見其為增加業績，大量推案，造成高額舉債，財務沈重負擔之情況。而短期借款增加之結果，卻用來購買土地、房屋等固

短期借款

	85年12月31日	84年12月31日
土地融資	\$ 3,153,400	\$ 1,131,000
建築融資	1,250,652	-
抵押借款	224,480	50,000
	<u>\$ 4,628,532</u>	<u>\$ 1,181,000</u>

每股盈餘

	85 年 度	84 年 度
稅後純益(虧損)(A)	\$ 941,236	(\$ 394,078)
期末流通在外股數(B)	460,000,000	358,125,000
加權平均流通在外股數(C)	400,155,396	358,125,000
每股盈餘(虧損)(元)(A/C)	\$ 2.35	(\$1.10)

定資產，此點可由國揚公司 84 及 85 年未募集任何權益資金推算得知，此種以短期借款支應長期投資資金使用，不但造成資金挪用，且在房地產景氣低迷，推案不佳，形成大量存貨時，極易面臨龐大的償債壓力，導致資金週轉不靈之情況發生。

(5)每股盈餘

國揚公司 84 年每股盈餘為 - 1.1 元，85 年不但轉虧為盈，並達到 2.35 元，稅後純益亦由虧損轉正為 941,236 千元，使國揚股票不斷上漲，然而在投資人盲目追價的同時，常忽略其背後潛在的風險，因為估計每股盈餘(EPS)及本益比，應以長期穩定獲利及未來遠景看好作為評價基礎。在民國 85 年房地產尚處低迷，展望未來又無明顯復甦之情況下，此種盈餘極不穩定之公司，其追價風險太高。

二、個案分析 - 漢陽集團企業間資金連結與財務操作探討

綜合以上國揚公司之「公司概况」、「營業概況」、「財務概況」，以下就漢陽集團入主後：1.擴充營業範圍情形。2.股本及股利改變情形。3.最高市價、每股盈餘與本期損益變化情。4.漢陽集團後股價變化情形。5.漢陽集團企業連結與財務操作情形。說明如下：

(一)擴充營建業範圍情況：

漢陽集團 84 年 10 月入主國揚公司後，從建築業繼續跨足電子業（廣宇電子）、證券業（環球證券）、百貨業（漢神百貨）、飯店業（漢來飯店）等五種產業（見表 5）。

近幾年來建築業不景氣，漢陽集團原本想透過這些公司維持盈餘，不料卻因國揚公司近來推案情形不佳，資金成本提高，財務壓力增大，加上股市持續下跌，這些借殼公司反而套牢於股市。

表 5 漢陽集團營運一覽表

公 司	資本額 (億元)	營收(億 元)	營業利益 (億元)	業外收支	每股純益 (元)	自有資本 率(%)	資料截 止日期
國 揚	108.03	47.54	6.27	-5.26	0.05	47.10	87.09.30
廣 宇	20.41	59.88	0.08	1.60	0.99	37.60	87.09.30
環球證	26.39	28.54	-	-	4.79	36.00	86.12.31
漢神百貨	25.00	52.08	3.01	2.84	0.25	27.00	86.12.31
漢來實業	25.00	14.32	1.73	1.66	- 0.85	26.00	86.12.31

資料來源：財訊 1998.12

表 6 國揚公司每股股利及股本比較表

年度 國揚	82	83	84	85	86/5
每股股利(元)	-	-	-	2.2	註
股本(百萬)	3,581	3,581	3,581	4,600	7,000

資料來源：國揚公司 86 年公開說明書(本研究整理)

註：86/5 尚無每股股利資料。

表 7 國揚公司股價、每股盈餘及本期損益比較表

年度 國揚	83	84	85	86/3
最高市價(元)	23.1	18.1	44	77.5
每股盈餘(元)	0.12	-1.1	2.35	0.44
本期損益(仟元)	43,263	-394,078	941,237	-

資料來源：國揚公司 86 年公開說明書(本研究整理)

(二)股本及股利改變情形：

自漢陽集團入主國揚公司後，一改過去不配發股利的政策，從85年開始配發2.2元的股票股利（見表6）。股本亦從85年開始增加為4,600百萬元，86年5月藉由現金增資，向社會大眾大量募集資金，使股本急速擴增為7,000百萬元，使資本額大量增加。

(三)最高市價、每股盈餘與本期損益變化情形：

漢陽集團接掌國揚公司後，便開

始挹注公司盈利，在國揚公司84年仍處虧損情況下，85年即大幅轉正為獲利941百萬元，每股盈餘從83年0.123，84年-1.1元，85年轉正為2.35元，市價更是一路攀升，從83年23.1元，84年18.1元至85年44元，86年3月最高更為77.5元。（見表7）

(四)漢陽集團入主後之股價變化情形：

1.漢陽集團入主後，國揚公司股票平均收盤價持續上揚，從85年10月31.8元飆升至86年3月70.5元，成交量亦不斷擴增(見表8)。

表 8 85 年 10 月至 86 年 3 月國揚公司股票變化資料 單位：元

期間 項目	85 年 10 月	85 年 11 月	85 年 12 月	86 年 1 月	86 年 2 月	86 年 3 月
最高價	35.0	38.2	44.0	51.5	65.0	77.5
最低價	30.8	31.7	36.7	41.0	50.5	58.0
平均收盤價	31.8	37.2	42.3	50.5	59.5	70.5
成交數量(百萬股)	60.0	70.0	136.0	106.0	89.0	155.0

資料來源：臺灣證券交易所「證交資料」

表 9 86 年 1 月至 86 年 3 月國揚公司與營建類股及大盤股價比較表 單位：元

項目 期間	國揚實業公司		營建類股指數		加權股價指數	
	平均收 盤價 (元)	漲跌幅(% (與上月份比 較))	指數	漲跌幅(% (與上月份 比較))	指數	漲跌幅(% (與上月份 比較))
86 年 1 月	50.5	19.38	435.53	6.77	7,283.40	5.04
86 年 2 月	59.5	17.82	510.44	17.20	7,875.32	8.13
86 年 3 月	70.5	18.49	533.40	4.50	8,004.20	1.64

資料來源：臺灣證券交易所「證交資料」

表 10 國揚公司 83 至 85 年度每股稅後純益及每股股利比較表 單位：元

項目 年度	每股稅後純益		股利分派		
			現金股利	股票股利	
				盈餘	資本公積
83 年	0.12	0.09	-	-	-
84 年	-1.1	-0.86	-	-	-
85 年	2.35	2.05	-	1.2	1.0

資料來源：國揚公司 86 年公開說明書。

2. 漢陽集團入主後，國揚股票亦不斷攀高，上漲幅度不但領先大盤，亦超越當時的營建類股漲幅（見表 9 各類股漲跌幅比較表）。
3. 漢陽集團入主後，85 年不但轉虧為盈，且配發 2.2 元股票股利（見表 10），其股本市值亦因股價不斷攀高及股本不斷擴充，從借殼

前股本 46 億元至 87 年股本 108 億元，增加 2.3 倍，呈現急速增加情形。（見表 11）

(五) 漢陽集團企業連結與財務操作情形：

漢陽集團自民國 84 年 10 月入主國揚公司(借殼上市)後，便開始增加營運項目(如建設事業一、二、三部)及大量推案，使公司在台北地區市場佔

表 11 國揚公司市值變化一覽表

單位：億元

上市公司	借殼公司	負責人	借殼時間	借殼前股本	87年股本(億元)	股本增減(%)	借殼前市值(億元)	加權高點87.7市值	市值增減(%)
國揚	漢陽集團	侯西峰	84.10	46.0	108.0	134.8	50.6	561.8	101.0

資料來源：財訊 1999.1

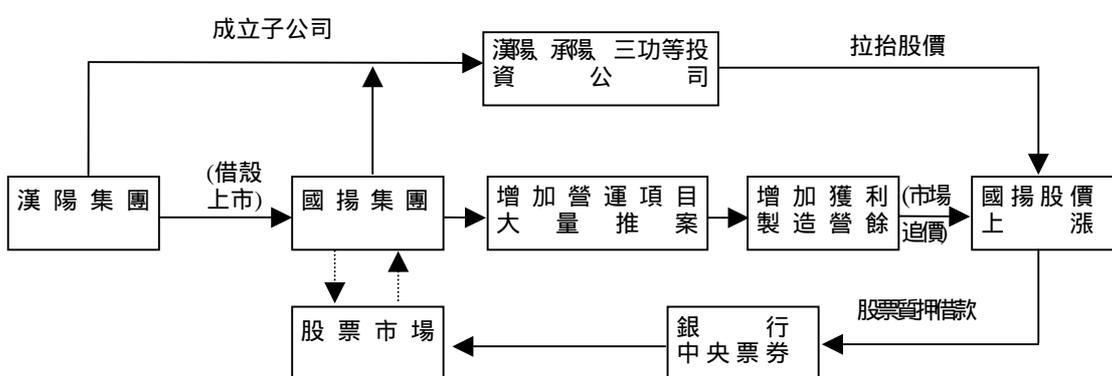


圖 1 國揚公司財務運作圖

有率由 83 年的 0.24%，84 年的 0.04% 至 85 年快速擴增為 4.17%，營業淨利亦由 84 年的 29,745 仟元擴增為 85 年 955,949 仟元，增加金額 926,204 仟元，增加幅度為 3,113.81%，引起市場人士注意並吸引投資人追價，使國揚公司股價不斷攀升，不但領先當時 (86 年 1 - 3 月) 大盤漲幅，亦大幅超越當時營建類股漲幅(見表 9)。接著，國揚公司趁公司大幅獲利股價熱絡，開始辦理現金增資，使原本 85 年底股本 4,600 佰萬元，擴增至 86 年 5 月的 7,000 佰萬元，大量吸收投資人資金。

另一方面，漢陽集團同時成立投資性質之子公司，如漢華、承陽、三

功等投資公司，進場拉抬股價，使國揚公司股價不斷上揚，後再將高價之國揚股票向各家銀行及中央票券申請質押借款，取得大量資金再投入股市護盤，以維持國揚公司股票於高檔不墜。

茲將漢陽集團及相關企業連結與財務操作模式，彙總如圖 1、圖 2 所示：

在民國 87 年銀行團進駐中央票券後，更引發外界對漢陽集團資金週轉之疑慮，終於在民國 87 年 10 月 30 日、31 日兩天，國揚董事會通過買進侯氏及其妻李氏等人所持有之漢華投資、承陽投資、三功投資及漢聯建設

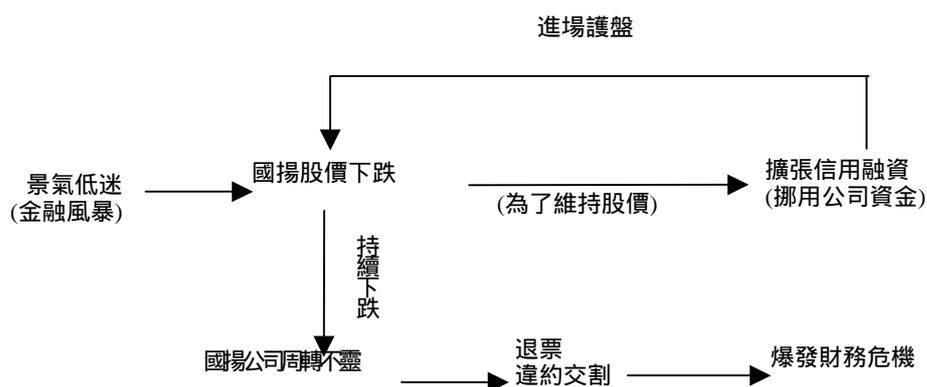


圖 2 國揚公司財務危機過程圖

表 12 十月底國揚對侯西峰等人交易行為一覽表

公司名稱	資本額 (億元)	董事長	交易相對人	買進股數 (千股)	金額 (億元)	公司持股內容
漢華投資	10.00	侯西峰	侯西峰、李琇瑟、 陳秀珍、涂漢泉 承陽投資	84439	17.82	國揚 88392 張：36.67 億 廣宇 1310 張：0.41 億
承陽投資	5.00	陳秀珍	侯西峰、李琇瑟	19900	7.96	國揚 25564 張：6.67 億， 漢來飯店 13230 張，廣宇 10326 張：1.47 億 漢神百貨、中凌及民眾 日報持股 福益 19369 張：5 億
三功投資	1.99	侯西峰	侯西峰、李琇瑟	170000	34.65	國揚 93974 張：8.88 億， 大信投信 900 張， 漢來飯店 9710 張，戰神 聯盟 4500 張：6 億
漢聯建設	1.90	何小棟	侯西峰、李琇瑟	103200	5.06	國揚 35055 張：9.77 億， 漢宏公 600 張，廣宇 500 張：0.15 億
環球證券	26.39	姜正德	侯西峰、富邦保、 富邦壽	26300	3.53	
漢神百貨	25.00	侯西峰	侯西峰	-	1.00	

資料來源：財訊 1998.12

等四家股票，成交金額 65.49 億元(見表 12) 隨後在 11 月 9 日即爆發侯氏個人跳票違約事件。

十月底國揚公司買進這 4 家公司的股數，換算為股權分別為漢華投資 8.4%，承陽投資 3.98%，三功投資 85

%及漢聯建設 54.32%，而總計這些公司持有國揚、廣宇、福益、漢來飯店、漢神百貨、大信投信等股票，約為 75.02 億元。

國揚公司不但有高代價買進少數股權之嫌疑，且這些投資公司所持有的股票價值亦大幅縮小，單就漢華投資持有 88,392 張的國揚股票，平均每股投資成本 41.49 元，而當時國揚股票在 20 元左右停止交易，可謂損失不輕。

此外，國揚公司同時將營運良好的環球證券及漢神百貨公司以 3.5 億元及 1 億元的代價售予侯氏等人，以極低的價錢出售，亦涉嫌低價圖利侯氏本人；另外，由於侯氏本人就是三功投資及漢華投資董事長，而此二家投資公司又可掌握國揚公司董事會，因此，此次交易先是程序違法在先，其次侯氏個人護盤行為卻要國揚所有股東共同承擔，掏空國揚公司資產之行為在後，造成國揚投資人共同的損失！

伍、管理意涵

此次國揚企業發生財務危機，歸納原因共有下列幾項：

一、從事投機業外金融操作，炒作股票：

觀察此次國揚企業財務危機，可發現其經營者多熱衷於業外金融操作，尤其以炒作股票更勝於本業經營。當景氣繁榮，股價上漲時，此種高財務槓桿之股票炒作，往往可於短期內為企業帶來一筆可觀的業外收入，因而也誘使企業主不斷地將

資金投入股市而忽略了可能帶來的風險，造成公司負債比率愈來愈高，財務結構愈來愈脆弱，也造成公司本業經營績效降低，而一旦景氣轉差，股市持續下挫時，這種高財務槓桿的企業，為避免股票被斷頭，必須不斷挹注資金入股市以為護盤，因此很容易因為財務資金調度問題，而演變成營運上的危機。

二、企業擴充過度，財務槓桿壓力大：

近年來由於國內金融市場大幅開放，新金融商品不斷推出，證券、債券市場規模亦持續擴大，造成集團企業很容易利用財務槓桿原理擴張信用，希望能產生「以小搏大」的效果，經營風險隨大量舉債而大幅增加，而一旦景氣轉差，獲利能力減少，財務壓力遽增，若此時無法得到往來銀行或廠商適時的紓困或協助時，極可能因資金週轉困難而跳票，使企業陷入經營危機。漢陽集團入主國揚公司後，又繼續擴充資金跨足電子、證券、百貨及飯店業，不料近年來建築業持續不景氣，推案銷售不佳，資金成本提高，致財務壓力增大，因無法適時獲得銀行援助，終於發生違約交割與大額退票之情事。

三、過度從事業外多角化經營：

此次財務危機中，漢陽集團由於過度從事業外多角化經營，而使企業面臨經營危機。因為從事業外多角化經營之同時，也將面臨專業人才不足，相關專業經營經驗缺乏，以及資金需求增加等困難。經濟部統計處曾於 87 年 12 月對國內企業發展多角化經營績效調查，發現多數多角化經營之企業，其稅後純益呈逐年遞減之現象，尤其以從事業外投資者表現最差，至於成功者則大多是擴大本業或整合上、下

游產業。

四、銀行惡性競爭，推波助瀾：

民國 79 年銀行大幅開放設立後，新銀行猶如雨後春筍般的成立，而這些新銀行的共同特色就是背後均有財團參與。資金雄厚，一時形成使國內金融市場群雄爭食的局面。在供需不協調的情況下形成惡性競爭，授信條件寬鬆，資格審查草率，各大企業授信成為銀行間競相爭取之對象，其結果使銀行授信品質下降，逾放比率不斷上升。而漢陽集團就是在銀行此種寬鬆便利的融資條件下，大幅擴充信用，高額舉債，使資金成本不斷提高，並且把巨額資金投入股市，再加上景氣持續低迷，股票大幅下挫，企業獲利下降，在盈餘無法負擔沈重的利息費用及資金週轉困難下，終於引發一連串的跳票財務危機事件。

陸、結 論

由個案公司入主前後資料分析，可推演以下結論：

一、利用收購上市公司股票，以取得其經營權（借殼上市）被認為是迴避股票上市規定，藉以成為股票上市最快之方式：

依股票上市規定所示，一般公司股票上市，設立年限須逾 5 個會計年限，資本額在 3 億元以上，而獲利能力則須營業利益及稅前純益占實收資本額最近 2 年均達 6% 以上，或最近 5 年均達 3% 以上。因此一般公司若設立年限未達 5 年或獲利能力未符

合標準，而急欲股票上市者，其最快之方式，就是入主已上市公司取得經營權，亦即所謂「借殼上市」，此現象尤其以營建業最普遍。

二、在取得上市公司經營權後，借殼公司常利用改變或增加原上市公司營利項目或投資業務之方式，以增加盈餘，製造獲利：

借殼上市後，借殼公司為日後辦理現金增資，必須提高公司獲利，製造盈餘，其方式多為增加投資公司（如國揚公司轉投資廣宇、環球證券、漢神百貨等）。國揚公司之 ROA 在 84 及 85 年由 -5.79% 轉正為 10.14%，ROE 由 -9.81% 轉正為 17.82%，獲利可觀，其目的均在為了符合現金增資之規定。

三、以股票向銀行質押借款之高財務槓桿融資公司，在景氣不振時，質押股票持續下跌時，是造成其挪用公司資金護盤的主要原因之一：

當景氣不振，股票下跌時，從事高財務槓桿融資之公司，為了避免股票被銀行斷頭賣出，必須進場護盤，以維持股票不致下跌至融資成數。而一旦股票持續下跌，則必須持續挹注資金進場，其結果常演變成挪用公司資金，以為自家股票護盤之情形。以國揚公司而言，就是以股票質押融資，為了護盤自家股票，最後演變成挪用公司資金，掏空公司資產之違法情事。

四、被借殼公司因「資產成長必然性」之結果，當金融或證券市場不景氣時，

將使得借殼公司資金結構產生危機性：

借殼公司利用現金增資及配發高額股票股利之結果，形成「資產成長必然性」，而當金融或證券市場不景氣，股票持續下跌時，造成公司股本淨值大幅減少，尤其從事高財務槓桿融資之公司，常演變成挪用公司資金，以為自家股票護盤之情形，因此，將使得借殼公司資金結構產生危機性。

實務上、下冊。

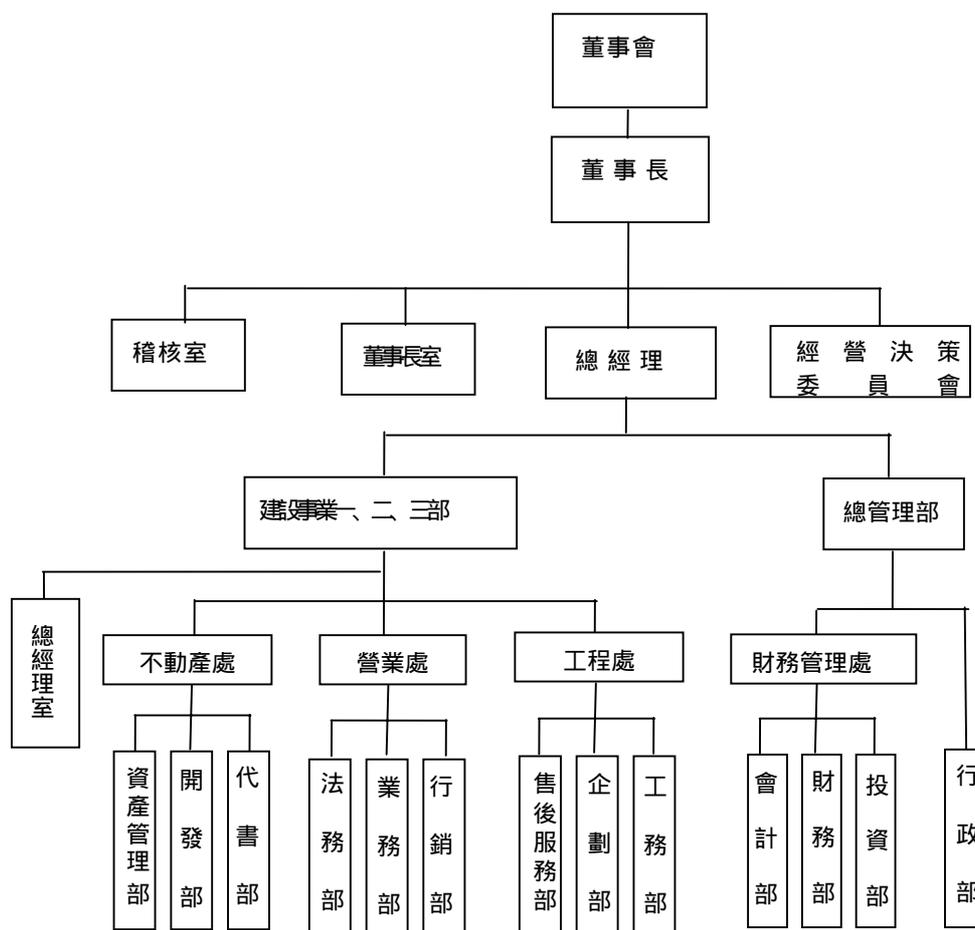
3. 李仁芳 (1987), 我國企業經營危機過程與偵測之探討。
4. Poter and V. Ramanujm. (1989). Research on Corporate Deversification :A Synthesis. Strategic Management Journal, 10 , 523-551.
5. Ross,J.E & kami,M.J. (1973). Corporate Management in Crisis : Why the mighty fall ?. N.Y.Prentic-Hill Inc..

1999 年 12 月 17 日收稿
 1999 年 12 月 24 日初審
 2000 年 01 月 26 日接受

參考文獻

1. 中華徵信所 (1996), 台灣地區集團企業研究。
2. 合作金庫員工訓練叢書 (1998), 授信

附錄 1 國揚公司組織結構圖



附錄 2 國揚公司主要法人股東名稱及持有股數及比例表

86年4月16日

主要股東名稱	股份	持有股數	持股比例
三功投資股份有限公司		52,393,425	11.39%
承鴻投資股份有限公司		28,503,000	6.20
承陽投資股份有限公司		21,850,000	4.75%
漢國實業股份有限公司		16,427,000	3.57%
花旗銀行託管野村選擇權國際公司投資專戶		10,500,000	2.28%
大通銀行託管霸菱共同基金管理公司投資戶		10,355,000	2.25%
漢聯建設股份有限公司		10,204,000	2.22%
新巨群股份有限公司		10,000,000	2.17%
創陽興業股份有限公司		8,689,000	1.89%
花旗銀行託管日商花旗信託銀行專戶		6,995,000	1.52%

附錄 3 國揚公司股東(權)分散表

86年4月16日

股權分散表				
持股分級	股東人數	持有股份	持股比例	
1	999	9,588	3,696,877	0.80%
1,000	5,000	11,603	24,877,422	5.41%
5,001	10,000	1,731	13,396,597	2.91%
10,001	15,000	377	4,810,444	1.05%
15,001	20,000	284	5,292,740	1.15%
20,001	30,000	203	5,283,238	1.63%
40,001	50,000	180	7,477,827	2.44%
50,001	100,000	147	11,228,665	1.89%
100,001	200,000	57	8,679,527	2.95%
200,001	400,000	47	13,585,776	2.25%
400,001	600,000	21	10,353,985	2.27
600,001	800,000	15	10,425,000	2.27%
800,001	1,000,000	15	14,227,000	3.09%
1,000,001 以上		71	326,664,902	71.01%
合 計		24,339	460,000,000	100.00%

資料來源：國揚實業 86 年上市公開說明書。

附錄 4 國揚公司 83 - 85 年產銷量值表

單位：戶，仟元

生產年度 量值	83 年度		84 年度		85 年度	
	產量	產值	產量	產值	產量	產值
大直御品	9	46,990	-	-	-	-
站前晶鑽	21	54,744	14	36,197	-	-
國揚大地一、二	17	60,673	57	208,716	45	133,551
安和路	4	28,720	6	47,758	5	34,672
國揚大地三	-	453	7	26,183	19	65,332
美樹館 B	-	-	5	27,604	140	660,843
漢林苑	-	-	117	390,171	133	407,279
國揚大學	-	-	173	796,645	115	527,383
新北投	-	9,433	-	-	-	8,155
長 春	-	7,014	-	-	8	88,215
美樹館 A	-	-	4	22,895	36	217,485
新中河	-	-	-	-	252	738,605
非常台北	-	-	-	-	810	2,541,034
華南名人巷	-	-	-	-	310	1,407,043
吾印良品	-	-	-	-	135	529,566
水築館	-	-	-	-	43	142,000
永和寮	-	-	-	-	-	256
金世紀錄	-	-	-	-	-	5
小 計	51	208,027	383	1,556,169	2051	7,501,424
租賃成本	-	703	-	674	-	2,672
合 計	51	208,730	383	1,556,843	2051	7,504,096

新北投及長春二專案因使用計畫變更為推案銷售，故於 84 年由出租資產轉列存貨。

附錄 5 國揚公司 83 - 85 年產銷量值表(續前表)

單位：戶，仟元

生產年度 量值 主要產品	83 年度		84 年度		85 年度							
	內銷		外銷		內銷		外銷					
	量	值	量	值	量	值	量	值				
山海關	1	7,142	-	-	1	4,924	-	-	2	8,733	-	-
蘭開廈	5	140,443	-	-	2	31,846	-	-	1	22,071	-	-
大直御品	14	242,432	-	-	2	29,644	-	-	-	-	-	-
站前晶鑽	-	-	-	-	4	24,406	-	-	18	123,526	-	-
非常台北	-	-	-	-	-	-	-	-	670	2,926,353	-	-
漢林苑	-	-	-	-	-	-	-	-	189	701,613	-	-
美樹館 B	-	-	-	-	-	-	-	-	115	674,023	-	-
新中河	-	-	-	-	-	-	-	-	239	994,706	-	-
國揚大地一、二	-	-	-	-	-	-	-	-	91	302,837	-	-
國揚大地三	-	-	-	-	-	-	-	-	7	24,709	-	-
華南名人巷	-	-	-	-	-	-	-	-	-	673,230	-	-
素地	-	-	-	-	-	57,300	-	-	-	-	-	-
租金	-	11,616	-	-	-	16,411	-	-	-	19,666	-	-
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105,924	-	-
合計	20	401,633	-	-	9	164,531	-	-	-	6,577,391	-	-

由以上產銷量值表分析，85 年生產及銷售皆明顯成長，產值由 84 年 1,556 佰萬元，增至 85 年 7,504 佰萬元，成長 382%；銷值 84 年 164 佰萬元，增至 85 年 6,577 佰萬元，大幅成長 3,910%。

附錄 6 國揚公司近五年簡明資產負債表

單位：仟元

年度 項目	近五年資產負債表					86年度截至 3月31日
	85年	84年	83年	82年	81年	
流動資產	12,644,469	6,218,716	2,157,412	2,159,676	1,278,625	18,604,220
基金及長期投資	204,136	192,059	151,966	102,988	35,719	238,882
固定資產	598,530	272,792	2,886,671	2,792,015	2,595,791	596,110
無形資產	997	1,241	-	-	-	-
其他資產	35,219	32,838	26,056	26,109	40,714	230,589
資產總額	13,483,351	6,717,146	5,222,105	5,080,788	3,950,849	19,669,741
流動負債						
分配前	6,710,180	2,873,129	986,185	887,678	1,534,703	11,637,473
分配後	6,710,180	2,874,817	986,185	889,415	1,535,924	11,637,473
長期負債	-	-	18,737	18,737	238,737	1,074,737
其他負債	8,219	5,258	6,631	5,937	1,145	8,285
負債總額						
分配前	6,737,136	2,897,124	1,011,553	912,352	1,774,585	12,720,495
分配後	6,737,136	2,898,812	1,011,553	914,089	1,775,806	12,720,495
股本	4,600,000	3,581,250	3,581,250	3,581,250	2,081,250	4,600,000
資本公積	1,203,833	313,208	313,208	313,208	13,147	1,203,833
保留盈餘						
分配前	941,162	(256,324)	137,754	274,921	81,867	1,144,193
分配後		(256,012)	137,754	271,496	80,646	1,144,193
累積換算調整數	1,220	1,138	(2,410)	(943)	-	1,220
股東權益						
分配前	6,746,215	3,820,022	4,210,552	4,168,436	2,176,436	6,949,246
分配後	6,746,215	3,818,334	4,210,552	4,166,699	2,175,043	6,949,246

附錄 7 國揚公司 81 - 85 年度獲益情形表

單位：仟元

年度 項目	最近五年度財務資料					86年度截至3 月31日財務
	85年	84年	83年	82年	81年	
營業收入	6,577,391	164,531	401,633	519,304	1,131,122	757,210
營業毛利(損)	1,516,804	50,935	143,451	253,439	300,000	153,382
營業(損)益	955,949	(29,745)	25,262	127,544	118,190	75,071
營業外收入	146,476	65,478	225,981	112,349	13,133	130,813
營業外損失	123,816	426,579	193,990	45,558	62,189	819
利息費用	(110,095)	(64,271)	(51,001)	13,032	268	-
投資(損)益	(1,058)	(201,845)	(9,501)	(11,722)	740	4,856
處分資產(損)益	21,566	(90,355)	52,921	(63,545)	617	-
繼續營業部門稅前(損)益	978,609	(390,846)	57,253	194,336	69,134	203,031
繼續營業部門(損)益	941,237	(394,078)	43,263	188,236	68,980	203,301
停業部門(損)益	-	-	-	-	-	-
非常(損)益	-	-	-	6,100	-	-
會計原則變動之累積影響數	-	-	-	-	-	-
本期(損)益	941,237	(394,078)	43,263	194,336	68,979	203,031
每股盈餘(元)	2.35	(1.10)	0.12	0.58	0.33	0.44