

# 第一章 建築產業發展概況

王健安<sup>1</sup>

以下係針對2013年建築業產業的現況(第一至三節)，以及由政策趨勢說明產業未來的展望(第四節)做說明。在前者「現況分析」的論述架構，係參酌Porter五力分析之概念，亦即五個主要分析構面包括：

1. 建築業產業係以生產與銷售不動產的主體，我們在第一節說明截至2013年底止，台灣的建商家數、地理分佈與規模等。接著，在第二節說明現有建商的競爭情況與績效表現等。
2. 上游的供給系統與下游的需求系統：前者主要包括生產不動產該產品的原料投入，比如鋼筋、水泥等建材供應商，以及營建工人等勞動市場的支持。後者主要包括自住需求者與投資者等。更詳細來說，異質性甚強的不動產可形成多種次市場(Sub-markets)，限於資料來源的可信度與篇幅等限制，後續以住宅市場為分析主體。相關更詳細的說明請參閱第三節。

## 壹、產業環境的概況

首先界定分析主體：建築產業的公司組成。限於資料的可得性，以下除非特別提及，多數時候係以「上市櫃建商」為分析對象。接著，我們使用產業經濟學界定(完全競爭、獨佔、寡佔等)市場型態的常用的指標，比如家數、資產、員工數等，來描述產業的規模(Size)。

### 一、建築產業的組成公司家數與地理分佈

一般認知係把營造業與建設業兩者合稱為營建業，前者營造業是由營造商組成，其包括營建、營造、綜合性工程公司等土木工程業者，由於大多土

---

<sup>1</sup> 國立暨南國際大學財務金融學系 副教授



木工程的業務多來自政府的公共工程，因此「營造業」亦常被稱為「公共工程業」。據此，本分析主要著重後者，亦即以生產與銷售不動產該實體產品為主的「建商」為主。<sup>2</sup>

以2013/12/31為基礎，透過經濟部(商業司)的查詢，其依主計處「中華民國行業標準分類」的不動產業(即從事不動產開發、經營及管理等行业)為基準，不動產業類商業登記共計有27,974家<sup>3</sup>。又根據台灣證券交易所公開資訊觀測站的資料查得建材營造類股的公司家數如下：上市有47家、上櫃有25家、興櫃3家，公開發行有9家；又為了後續分析的統一性，我們以主要營收項目「住宅、商辦的不動產開發收入佔總銷貨收入的50%以上」作為篩選標準，分別得到：上市有31家、上櫃有19家，合計共50家為分析基礎，詳細名單請參閱[附錄1]。

又基於不動產的異質性，不同區域的建商往往有不同的營運模式(Business Models)，比如北部(或者台北市)與其它地區的購屋者，對於公寓大廈的接受度就有顯著的差異。因此，我們透過總公司登記地址的揭露，可進一步分析建商的地理分佈。50家上市櫃建商中，39家在北部(新竹以北)，

<sup>1</sup> 在動態的經營環境中，即使是建商往往也因經營策略的變動，導致產品類型的多角化，此時常常無法作周全的分類，這類情況經常出現在建商「借殼上市」的情況中。又對不動產相關行業之營運範圍的界定，不同的資料來源或切入角度，對不動產業包含哪些經營型態的公司，可能有不同的說法。舉例來說，依據行政院主計處的「中華民國行業標準分類(2011年3月第9次修訂)」，F大類為「營造業」，L大類為「不動產業(從事不動產開發、經營及管理等行业)」。另營建署相關「營建統計」係為「營造業」經濟概況之資訊。其它民間資訊如：(1)台經院的「產經資料庫」定義：凡從事不動產經營、管理等行業，或從事土木工程、建築工程、機電、電路及管道工程、建物裝潢等行业等，均屬「營造及不動產業」。至於台經院出版的「台灣景氣趨勢調查報告」，則將不動產業劃分為服務業，細項包括：營造、房屋建築的產業動向與景氣分析。(2)經濟日報出版的「經濟年鑑」，分類係為：(二級產業的)營造業與(三級產業的)房地產業。(3)信義房屋出版的「台灣地區房地產業年鑑」，其「房地產業」包括：營造、建築投資、仲介代銷等3個子產業。以上詳參王健安(2012)在「不動產財務：理論與實務」一書中，第一章「三、不動產業的環境與其職業生涯有哪些？」的說明。

<sup>2</sup> 我們曾查詢「中華民國不動產開發商業同業公會全國聯合會」網站有關會員名錄的資訊，由於多數部分網站要求需具會員資格方可查詢(新竹縣市)，部分網站徒具空殼，故僅查得台北市1,075家、宜蘭縣304家、彰化縣396家、嘉義市229家、台南市454家、高雄市604家。又根據該公會網站的資訊揭露更名的理由(網址：<http://fredaroc.tworg.net/>)：...長期以來一直都用「建築投資」或「建築開發」作為公會名稱。隨著台灣發展國際化，建築業無論在設計、施工、建材與行銷，都漸跟世界接軌，但用「建築開發」的名稱，卻讓公會在跟國外或大陸相關團體交流時，常被誤解為「營造業」，得花很大的工夫去做解釋…。據此，以「不動產開發產業的分析」為標題，或許更能配時事的趨勢。

約佔78%；其餘11家(佔22%)則在中南部。北部建商包括：名軒、全坤興、宏璟、金尚昌、華固、亞昕國際、和旺、力麒、三豐、大漢、長虹等，其多以套房、透天與電梯大廈等類型產品為主，推案多採預售方式。中南部的建商包括：宏都、順天、志嘉、鄉林等，其推案以透天住宅為主，套房則較少見，且多採新成屋的銷售方式。整體來說，建築產業的公司仍多屬非上市櫃公司的小公司，且多分佈於北部。

## 二、建築產業的規模

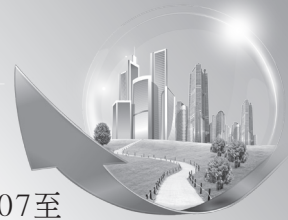
除了前述的家數，實務亦常用以下指標來衡量產業的規模：總資產(本)、雇用員工人數等。整體來說，以2013年50家建商財報揭露為基礎，資產的平均規模約174億元，其中以興富發建設的約1千餘億元為最大值<sup>4</sup>。至於在資本(股東權益)方面，平均約35億元，最大值出現在約174億元的國泰建設。若以雇用員工人數來說，平均雇用人數是72人，當中以太子建設的582人最多。最後，除了透過上述歷史性質的年度財報資訊來表達規模以外，亦可以用隱含投資人對公司「未來成長預期」的股價來計算，此數據可以說明建築業在證券市場是否扮演重要的角色，同樣以2013/12/31為基礎，50家的總市值(=年均股價P×平均流通在外股數)約60億元，佔全體上市櫃公司總市值的1.98%。

## 貳、產業的競爭情況與績效表現

### 一、產業的競爭情況

不同的資料來源，對於建築產業的排名亦有相當的差異，以下以資料

<sup>4</sup> 該公司成立於1980年，原名為「鈺福建設(股)」，在1989年5月吸收合併宏巨建設(股)，並更名為宏巨建設(股)，又於2003年5月變更公司名稱為現名「興富發(證券代碼2542)」。又在2010年6月透過該董事長個人持股的子公司「齊裕營造」，間接買下國賓大的大股東之一「廣陽投資」約11%的股權，成為國賓大(證券代碼1808)最大股東，並入主該公司，又國賓大原為陶瓷廠商，透過借殼上市，目前已轉型為建築業。截至2013年底止，興富發的建築投資業務主要分佈於新北市、台北市及其他要都會區，如台中、台南及高雄等。2013全年推案量約671億，較去年成長81億。



來源較完整的中華徵信所出版品，其調查建築投資業的「推案量」。2007至2012年的前10大排名整理如表3-1-1，解讀結果的涵意，主要有兩點：

1. 過去6年的長時間，建商的排名順序不斷在變動，顯示建築投資的產業競爭十分激烈。又儘管前10大業者中，遠雄、興富發、華固、太子建設等仍屬固定出現的建商，可見建築投資業呈現大者恆大的明顯趨勢。
2. 長期在榜上的國泰建設、富邦建設與遠雄建設，追溯背後均有國內大型的金控集團(銀行、保險)，由此可知金融業也在建築產業多有著墨。

表3-1-1 2007年至2012年台灣建築投資業排名

排名	2012	2011	2010	2009	2008	2007
1	興富發建設	興富發建設	興富發建設	遠雄建設	遠雄建設	遠雄建設
2	遠雄建設	遠雄建設	遠雄建設	興富發建設	興富發建設	興富發建設
3	日勝生	日勝生	太子建設	華固建設	華固建設	宏勝建設
4	麗寶建設	麗寶建設	日勝生	太子建設	文心建設	華固建設
5	太子建設	太子建設	華固建設	皇翔建設	台灣糖業	太子建設
6	華固建設	華固建設	長虹建設	海華建設	宏普建設	國泰建設
7	國泰建設	國泰建設	冠德建設	宏普建設	太子建設	鄉林建設
8	台灣糖業	台灣糖業	台灣糖業	國泰建設	麗寶建設	麗寶建設
9	大陸建設	大陸建設	遠揚建設	立麟建設	皇翔建設	皇翔建設
10	鄉林建設	鄉林建設	元大建設	日勝生	長虹建設	富邦建設

說明：1. 資料來源：中華徵信所徵信資料庫及近年台灣地區大型企業排名。  
2. 排名係依照推案金額。

## 二、產業的財務績效表現與產業特殊觀察的財務指標

以2013/12/31為統計基礎，50家建商的營業利益(稅前)平均數約12億，最大值為日盛生(約100億)。至於股東權益報酬率(ROE) 平均約為21.75%、每股盈餘(EPS) 平均約3.52元/股。整體來說，上述衡量績效的財務指標，

<sup>5</sup> 比如根據住展雜誌對於年度十大建商的排行統計，2013年為寶佳機構，該年推案量為1,136億元；又該公司在2002年首度以104億元案量，被列入10大建商之後，每年均入該雜誌的排行榜；相對下，中華徵信所出版品的10大均無寶佳機構(該公司係非上市櫃的建商)，且2013年調查的第1名為興富發建設。補充說明：截至2014年4月底的搜尋，中華徵信所對該排行的調查只揭露到2012年底。



在過去5年大致呈現上升的趨勢。儘管過去5年間，2008年美國發生次貸風暴(Sub-prime Crisis)，後續又引發2009年的全球金融海嘯，但因各國紛紛採取寬鬆的貨幣政策，受惠於此不動產處於相對較景氣的階段，故建商都有不錯的財務表現。

又建設公司的財務報表與其他一般公司的財務報表，主要有3個不同點，這些不同點對建設產業營運的發展具有相當策略的涵意，簡要說明如下<sup>6</sup>：

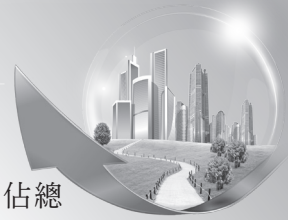
### (一)存貨的組成與養地政策的關係

建設公司的土地表達在資產負債表(以下簡稱B/S)流動資產項下的存貨；相對下，一般製造業型態公司的土地，是放在B/S的固定資產會計科目下。在會計報表存貨項的附註說明中，多數建設公司還會將存貨更細緻地分出：待建土地(開工前的建材與土地)、在建土地及房屋(開工當時的在建工程)、完工後的待售成屋等，因為上述皆被列為存貨，為流動資產的組成項目之一，故建築業的流動比率(=流動資產/流動負債(%))會偏高<sup>7</sup>；然而，實務的認知卻是：不動產特性之一是缺乏流動性，因為建商蓋的房子如在不景氣時，要馬上賣掉換回現金，來支付買地的利息成本與建材原料費用、建築工人的勞動費用等支出，且在不賠錢賣狀態下的困難度將大幅提高；再加上建築業負債比率偏高的特性(以下第3點將有數據說明)，這兩個因素使得營建業相對一般產業，因應不景氣的財務危機成本偏高。因此，建築業的資產觀察重點在於：存貨與其延伸的財務比率。

利用台灣證交所(Taiwan Stock Exchange, TSE)的公開資訊觀測站(Market Observation Post System, MPOS)所揭露的2013年度財報，我們找出50家建商的存貨金額(特別是區分出「待建土地」該子項)，接著計算

<sup>6</sup> 詳參王健安(2012)在「不動產財務：理論與實務」一書中，第二章「二、如何取得不動產業的財務報表？又解讀不動產業的財務報表與其它一般公司的財務報表有何不同？」的說明。

<sup>7</sup> 同理可推論：建築業的速動比率(=(現金+短期投資+應收票據+應收帳款)/流動負債(%))相較其他產業為低，且差距甚大：因為速動資產是扣除流動資產中較不流動者，如無法立即變現的存貨(甚至是有問題的應收票據或帳款)等。實務上，建築業之商品售出後，通常由銀行直接撥款入帳，因此應收票據及帳款部份較少，但因扣除金額較大的本業房屋銷售之存貨，故會大幅降低該比率的分子數值。此外，建築業者多認為：餘屋仍可供抵押借款，故速動比偏低，也不必然代表短期償債能力較差。但是，以財務管理角度而言，仍要提醒：以債養債的高槓桿財務操作，在不景氣時，將嚴重惡化公司財務結構，並有破產危機之虞。



其佔總資產的比率，計算後得到該比率平均約為61.78%，又待建土地佔總資產的平均比率約佔2成(18.59%)，因此，建築產業買地後未建的土地，大約佔存貨原料的1/3。更進一步，我們指出觀察存貨附註揭露的重要性在於：因為透過最重要投入的原料「土地及其所在的區位、工程興建進度等」，方能判斷建設公司的資產品質與價值等。再者，以完工前後時點區分存貨的方式，有助於建商的風險管理。比如，完工前建商面臨土地、建材等原料價格上漲的風險；完工後建商則面臨存貨流動性與價格風險(如多久賣出與是否能回本等)。此外，我們亦要指出：由於台灣的建設業很多係採預售模式，從買地、規劃、銷售、興建到交屋，動輒需2~3年，其間都被列入存貨，因此存貨多並不能完全等於政府關心的養地問題。

接著，進一步觀察由此延伸的財務比率指標：存貨週轉率(=銷貨成本/平均存貨額(次))，解讀此指標的策略意義是：在前述有較佳財務績效的建設業，其獲利來源並不盡相同。以興富發公司的經營為例，根據財金雜誌的相關報導，該公司董事長強調：「…業績要成長，就要不斷推案衝刺營收規模，房子越快賣掉越好，根本不需要惜售或養地，…再買土地不就又有房子可賣了嗎？」為拉高週轉率，興富發推案、賣房、蓋房，都和時間賽跑；一般建商預售賣3成才開工，興建中再賣3成，最後餘屋等成屋興建完成後才出清，但是興富發的做法則是：土地一到手，馬上同步申請建照、找建築師畫圖，1年之內推案，前半年預售階段，至少就先去化8成。和同業最大的差別是：公司不在基地上蓋接待中心，採外接待中心的模式售屋，進場推案之日就是開工日，搶的正是周轉時效。<sup>8</sup>反映在本比率的觀察，該公司的存貨周轉率接近0.88，比該產業平均值0.61高出甚多。

## (二) 營收認列方式的改變與建商多角化經營的趨勢

建設公司的損益表(以下簡稱I/S)中，過去多採用完工比例法(Percentage of Completion Method)這種特殊的銷售認列方式。完工比例法的淺顯白話

<sup>8</sup> 此段資料來自：2009/12，快速去化不養地 土地到手一年之內就推案，商業周刊，1151期。又該報導指出：興富發平均僅3成的毛利率，不如毛利率水準站上4成的對手「遠雄」。對此，該公司認為：不養地是導致整體毛利率偏低的主因，而他們也認為：建設公司賺的應該是土地加工費用，周轉當然比獲利重要。然而，亦有分析師的看法是：…興富發的負債比率高達75%，在營建類股上市公司，實屬偏高的財務槓桿，…。

文解釋就是：蓋多少，認列多少。不動產的生產過程，遠比一般產品的生產過程長，如果採取一般會計認列營收的原則：貨物或勞務已經交付給客戶；或公司已經或預計可以收回貨款，則在此一全部完工觀念下的認列方式，會使建設公司在銷售完成才認列收入，會導致在 $t$ 年的興建期中，不會有任何銷售收入，甚至只有費用支出，故生產興建期間的獲利負很大；但在最終銷售年( $t + 1$ )，因不動產銷售完成而有鉅額收入。因此，源自營建業營運週期偏長的特性，便產生依工程進度來認列I/S中的收益與成本的會計方法，其避免了大起大落的財報表達方式。綜合來說，完工比例法固然使公司財務的表達不致大起大落，但另一方面卻失去了財務投資決策較關心的：實際現金基礎，而非會計偏重的權責基礎，此使建築業的盈餘品質受到若干的爭議<sup>9</sup>。

又過去台灣的財報是依循美國FSB制度來編制，2013年已正式推動適用國際會計準則(IFRS, International Financial Reporting Standard)，以利將來台灣走向國際化。又IFRS的實施與不動產價值認列等相關規範，對建築產業的發展具有以下的策略意義。首先，在導入IFRS之後，建商的營收認列須採用全部完工法，結果就發生2012年8月鄉林建設月營收2.4千元，皇普1.2千元的奇特現象<sup>10</sup>。建築業者對應的措施主要包括：住宅類不動產採先建後售方式，以勻化認列銷售收入的時程在2013年後、跨足商業不動產做多角化經營等。尤以後者跨足百貨、旅館業的風潮日盛，稍早建商的案例包括：太平洋建設與SOGO百貨、1998至1999年大陸工程轉投資的萬國百貨，擁有西門町的萬年大樓等、2001年中工轉投資京華城，以及2002年冠德投資中和

<sup>9</sup> 王健安(2012)在「不動產財務：理論與實務」一書中，第二章提及過去發生案例包括：(1)曾有上市公司的建案預售成績，雖達到完工比例法的認列標準，但是後續重大不安定事件或負面政策的訊息(如1995~1996年中共在台海軍演)，使得未來不動產景氣被看壞，客戶因此大量退屋，此時建商必須沖回已認列的營收與獲利。(2)由於預估成本往往存在主觀因素，和實際投入成本往往有相當誤差，故可能發生第1年認列太多工程收益，而第2年反而因須沖回第1年的收益，而使該年獲利大幅降低的情形。此情況在通貨膨脹時期(比如石油危機)，導致鋼筋、水泥等建材價格大幅上漲，特別容易發生。(3)公司在做財務預測時，通常假設當年推出的建案，能達到完工比例法的認列標準，但若因銷售不如預期，或是工程及使用執照申請延誤，而無法達到時，往往必須調降財務預測。

<sup>10</sup> 舉例來說：鄉林建設(證券代碼：5531)公司在同年7月與9月的營收(以下單位皆為：千元)分別是：60,774、304,443；去年同期(8月)則為247,504。此呼應和旺建設董事長直言：IFRS正式適用後，對營建股來說，由於必須採全部完工法，因此「以後不是會撐死、就是餓死！1年裡面，個案完工當月才有營收和獲利認列，其他11個月完全都是賠錢、花錢(資料來源：2011/02/13，工商時報，因應IFRS，營建業跨足商辦，蔡惠芳)。





環球購物中心。此外，在2013年財報資訊揭露的案例更多，其包括：日勝生建商跨足京站百貨，以及投資日勝生加賀屋北投國際溫泉飯店、商務出租住宅等商業不動產；其它再如遠雄建設、國揚、太子、冠德、基泰等，也陸續透過自行經營，或以子公司轉投資方式，跨足只租不賣的辦公大樓、飯店、商場購物中心，以及商務出租住宅等多角化經營，以提供未來每月營收獲利穩定的來源。<sup>11</sup>

### (三)槓桿程度與借殼上市的建商

建設業比起一般產業有較高的負債比率(=總負債/總資產)，通常一般企業為45%，建築業則接近60%，以50家2013/12/31建商為例，該平均比率約為58%，因為過高的負債，會增加財務危機的機率，此時公司必須優先償付債務，如有剩餘才為股東分配，這也是主管機關基於保護專業知識較缺乏的小股東權益，對建設公司的上市，特別嚴格把關的主因之一。進一步觀察多數營建業的資本結構呈現：較多的短期銀行借款與應付票據等流動性負債，並以此支應長期開發過程所需的資金，此一融資工具的期限與該資金使用計畫目的之期限，違反財務「以長支長，以短支短」的「期間配合(Maturity Matching)」理論，其所產生的風險是：在未來利率期間結構為上升型態，將遇到負債成本不斷上升的利率風險(Interest Rate Risk)<sup>12</sup>，據此概念如以

信義房屋

<sup>11</sup> IFRS對建築業另一重要影響是：不動產評價採公平市價的認列方式。舉例來說：若採取市價法，1棟用來租給他人的投資性不動產，今年價值上漲1,000萬元，公司的損益表將多出1,000萬元收入，這1,000萬元也會反映在：資產負債表的投資性不動產價值中。從政府監理的立場來看：台灣房市景氣的大幅變化，使得大部分不動產價值須年年重估，此可能導致企業損益表波動幅度過大。投資人若根據損益表的每股盈餘表現來投資，當公司損益數值因不動產重估而有劇烈波動，可能混淆其證券投資的決定，故傾向以成本入帳。再者，金管會也認為：國內不動產鑑價不夠成熟。截至2014年4月，對一般企業持有不動產的最新規範是：有持續性出租狀態，且能產生中長期穩定的現金流量等的投資性不動產，在開帳日當天，可選擇是否改採市價法入帳。至於因不動產依市價入帳增加的未實現利益，將研擬限制「分配盈餘」的措施。

<sup>12</sup> 受限不動產的地區性，多數建商在發展之始，多屬規模較小的地區性建商，故融資來源也多來自區域的銀行借款，此由財報揭示之土(建)融的往來銀行別即可看出。負債型借款的特性是：不管建設公司是否賣得掉房子賺了錢，定期就有義務支付銀行的貸款利息(或加上部分本金之攤還)。高負債比率有兩個完全相反的作用：在景氣時，(股東)賺得更多；但在景氣不好時，(股東)會賠得更多，財務專業術語稱：此高度財務槓桿(Financial Leverage)的風險為財務風險(Financial Risk)，其與營運風險(Operation Risk)並稱為企業經營的兩大風險。



「短期負債/總資產」衡量建商該風險，此平均數高達48%，可見建築業的短債佔2/3以上。

又建商負債的比率偏高衍生出該產業特有的「借殼上市」現象<sup>13</sup>。因為不動產的昂貴特性使得其生產原料的購入，僅依賴內部資金可能無法滿足，至於外部資金的來源，又可分為以下兩類：一是前述提及的負債，一是來自資本市場的權益融資，用通俗語來說就是上市(櫃)。但是，證交所對營建公司上市的審查標準，較一般產業嚴格，比如一般公司成立5年後，只要其它條件許可便可申請上市，而建設公司卻必須連續營運8個會計年度，才能符合申請條件<sup>14</sup>。相對其它方法，建商借殼上市的好處在於入主已經上市的有殼公司，就不必再花錢請承銷商輔導上市，以及請會計師編財報，甚至也節省了繁瑣審查程序所耗費的時間。

回顧建築產業借殼上市的歷史，[附錄2]整理2003年以來，來自公開資訊觀測站的相關資訊，累計約有30家建商借殼上市。其中，1996年亞洲金融風暴前，主要出現在瑞聯等中南部建商的借殼；而過去5年台灣房市處於相對景氣的階段，建商(甚至是代銷業)借殼上市案例亦再次頻傳，儘管這幾年借殼建商的體質和亞洲金融風暴時期的背景不同；且完成借殼後，並未在資本市場大舉籌資。但入主後部分股價的異常飆漲則為共同現象，此導致金管會(證期會)採取相關對策，除大幅提高借殼門檻外，借殼公司增資與發債難度也同步提高<sup>15</sup>；甚至在2013年底的胖達人麵包炒股案後，金管會新規定授權主管機

- 13 借殼上市通常指：非上市公司透過證券市場現金購買或反向收購的方式，取得一家已經上市的公司一定比例的股權，然後注入自己有關業務及資產，實現間接上市的目的。一般說來，企業購買的殼，通常是發生財務困難的上市公司，因為如此購買成本才能壓低。又為了達到在證券市場融資的目的，後續通常會將入主公司部分的優質資產，注入到該被借殼的上市公司內。借殼上市的細部運作手法，涉及營建公司的(財務)發展策略：現金購買、反向收購、私募現增(以及在此類現金增資之前，通常會進行的減資動作)等專業名詞。
- 14 2012年臺灣證券交易所廢止了建設公司申請上市之補充規定，但回歸到有價證券上市審查準則第16條第1項的精神(申請股票上市之發行公司，除公營事業外，其最近兩個會計年度內，有營建收入占總營業收入20%以上，或營建毛利占總毛利20%以上，或營建收入或營建毛利所占比率，較其它營業項目為高之情事者，除應符合本準則有關規定外，並應合於各款條件等…)，卻使得申請標準較無過往之嚴苛，因此衍生營建業藉其它已上市公司的「殼」來上市的誘因。
- 15 以德士通為例，甲山林於2010年入主，金管會僅准許辦理1次公開發行現金增資，1次有擔保可轉債；又3億元的現金增資，僅3千張股票對外公開承銷，其他4次募資全部以私募方式完成。其他借殼公司，包括亞昕開發、三圓、華友聯、士林開發，過去幾年籌資也發行有擔保可轉債或公司債，金額都在10億元以下；至於大股東財力較雄厚的昇陽建設，去年底獲准現金增資5億元，則是我們整理後發現少數的特例。



關可以對借殼公司停牌半年，此對建商借殼上市之路為不利的影響。

## 參、上游的供給系統與下游的需求系統

上游的供給系統包括生產不動產的原料投入，比如鋼筋、水泥等建材供應商，以及營建工人等勞動市場的支援等。以下分別敘述之前，表3-1-2揭露2013年官方統計全國與6都有關整體建築業(不限於前述的50家建商)，衡量其生產活動總成果的3個指標：建造執照、建物開工與使用執照(單位：總宅數)<sup>16</sup>，趨勢大致指出：2013年建築產業的供給量有很顯著的成長。特別是建照的量在2013年(尤其在Q2之後)的台北都會區有較高的成長，此係因都市計畫法修法後規定：2015年7月1日開始，未來都更區的法定容積最高為1.5倍，非都更區的法定容積最高為1.2倍，舊市區小建築基地、海砂屋、輻射

表3-1-2 建築生產活動的指標：以2013年全國與6都為統計基礎

2013年	全國	台北市	新北市	桃園縣	台中市	台南市	高雄市
Panel A：建照執照宅數							
Q1	29,687	618	5,498	8,058	3,871	2,220	3,211
Q2	31,921	1,721	5,476	5,324	6,004	3,301	3,518
Q3	22,985	1,451	4,442	3,573	3,801	1,685	2,218
Q4	37,201	1,113	8,426	8,392	4,152	3,468	3,209
Panel B：開工宅數							
Q1	23,498	1,022	3,768	5,716	3,234	1,318	5,015
Q2	27,517	1,369	5,077	6,800	4,823	3,161	3,021
Q3	18,086	1,428	4,786	2,373	3,234	1,031	3,462
Q4	32,106	1,258	7,553	5,828	4,907	3,055	4,965
Panel C：使用執照宅數							
Q1	16,299	1,312	2,461	2,830	2,602	1,531	1,304
Q2	18,438	1,151	2,846	2,641	2,371	1,604	2,015
Q3	34,158	2,067	6,521	7,288	4,925	2,385	2,579
Q4	28,540	1,581	6,366	4,586	4,047	1,927	2,835

說明：1.資料來源：內政部不動產資訊平台(原始來源：住宅資訊統計季報)。2.資料單位：宅數。3.定義：(1)建造與使照分別指：建築物因「新建、增建、改建或修建」、「完成後使用」應請領之執照而獲得核准之件指建築物因建造所應請領之執照而獲得核准之件數。(2)建物開工總宅數：建物實際開工的宅數。

<sup>16</sup> 我們曾使用「面積」，亦或包含「住宅以外的使用類型(營建署之「營建統計月報」提供)」之建照、開工與使用等統計，僅管數據不同，但趨勢大致類似。

屋拆除重建案則不得超過法定容積的30%。此新法對產業的影響是：將使建商可取得的使用容積減少，因此，若干建商搶在新法上路前，希望先拿到建照，搶下較高的容積。

接下來，我們分析形成建築生產活動的投入產出系統：原料與勞動力價格、建商生產供給與市場需求的配合度。

## 一、原料價格的趨勢

邏輯上，建商的不動產開發成本=購地成本+營建成本+毛利。實務上，不動產生產大約需要2-4年的時間，因此衍生的興建成本範圍相當地廣泛，從買地融資，著手規劃設計、申請建照；緊接著建築的營造施工，完工後申請使照交屋，還加上若干稅捐、銷售與管銷費用的負擔，以及利潤就成為消費者支付的不動產價格。根據內政部地政司公布的全國都市地價總指數自2009年以來的81.3，年年升高至2013年的105.79，且依行政院主計總處的營造工程物價總指數的趨勢來看，從2004年的76.79、2006年的82.82、2007年的90.28，到2008年突破100來到102.90，到2012年年底則略微降回100.59<sup>17</sup>，成本幾乎成長1/3。又根據主計處對營建工程細項指數的揭露，材料類、水泥及其製品類、砂石及級配類與磚瓦盜類的年增率(單位：%)分別是：-0.39、3.15、2.00、5.71，可見多數原料投入的價格都呈現上漲的趨勢。亦即這幾年「土地價格」、「營建成本」兩個指標的走勢，大幅增加不動產的生產成本。更進一步來說，購地成本是較為透明化的交易資訊，其可自建商財報的存貨揭露中得知；而一般民眾無從得知的是細項龐雜的營建成本，實務大致包含：營造工程費、規劃設計費、廣告銷售費、管理費、稅捐及其它負擔、資本利息等。

統計2013年50家建商的毛利率約在26.75%，此反應業界一般預估新建案的合理毛利佔總成本的3~4成不等。又摒除毛利，總成本開銷中，佔最大宗為購地成本與營建成本，其分配比例會因基地所在區域不同而有所變化，比如台北市的土地價格昂貴，與營建成本的佔比約為6.5比3.5或是7比3，但到了新北市，土地與營建成本可能各佔一半，中南部則因土地取得成本較低，

<sup>17</sup> 截至2014年4月底止，最近次揭露是：物價統計月報(第505期)「表5-1 營造工程物價指數(2013年1月)」。



比例可能為3比7，仍視個案狀況而有所不同<sup>18</sup>。其中，營建成本每坪5.5~20萬元，各縣市不等。統計業者提供的資訊，同樣為鋼筋混凝土結構，台北市營建成本每坪造價15~20萬元，新北市每坪7.2~10萬元，桃園縣5.5~7萬元，新竹縣市則約7~9萬元。

## 二、勞動力價格的趨勢

觀察2013年50家建商損益表有關銷貨成本的細項揭露，營建成本中的工人薪資佔近1/2，且在北部建商的薪資費用支付又高於其它地區10%左右<sup>19</sup>，反而在上述(一)的建材費用支出，區域間支出的差異並不大。又根據2013年底行政院主計總處發布的薪資與生產力統計月報：由於景氣走緩，經常性薪資創近4年新低，衡量購買力的「實質經常性薪資」約36,739元，更倒退到88年的水準；其中，營造業受僱員工平均經常性月薪資約為38,190元，不動產業約為39,8610元，此都比所有產業的平均數高。

259

## 三、市場的供需配合度

經由內政部不動產資訊平台來自「住宅資訊統計季報」提供的資訊，我們可以透過「住宅存量、家戶數」這兩個數據來衡量不動產市場的供需均衡

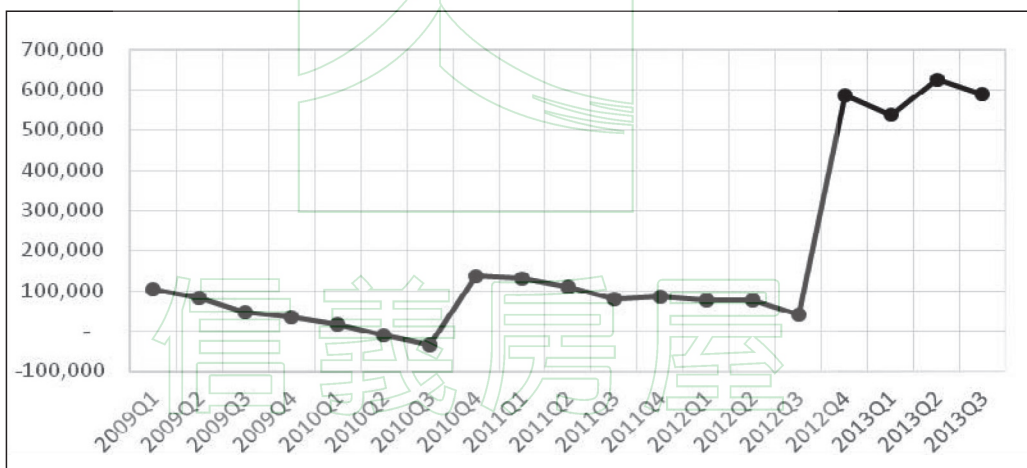
<sup>18</sup> 根據住展雜誌統計2013年業者提供的資訊：營造工程費因不同等級的材料時價與工法、建築主體規劃設計、基地位置與規模都有可能造成其差異，影響營建成本的主要因素包括：(1)結構體的不同：一般最常見的鋼筋混凝土(RC)，造價最低，而鋼骨(SC)較鋼筋混凝土造的成本增加30~35%，價格居中的是鋼骨鋼筋混凝土(SRC)，大約多出鋼筋混凝土15%的成本。以台北市為例：鋼筋混凝土結構的大樓，營建成本約每坪15~20萬元。(2)樓層高低不同：建築主體愈高、愈深，造價會愈昂貴。以台北市都市更新處建築物工程造價的標準，建築依照高低分成不同的級距加權計價，建築物樓層高度單層樓高4米以上，每增加0.1米，該層加計造價1%；地下層加計則以地下2層樓為標準，每超過1層，該層加計造價30%。(3)建築物坐落不同的基地位置：比如都會區巷弄內的施工成本會高於空曠的重劃區，主因在於巷弄內的工程車輛運行不易，且市區住家密集，維護成本增加；若為規模較大的建案，大量採購建材也能壓低成本。

<sup>19</sup> 台北市法規較嚴謹，比如根據「臺北市建築工程夜間及例假日施工管理辦法」的規範，台北市容易產生噪音、震動的施工作業，週末及例假日不得於上午8點前、中午12~13點以及下午6點後施工；雖然在新北市、桃竹地區雖同樣有施工時間限制，相比之下則較寬鬆。因此，建商在台北市的建案，不僅平均工期較長(比其它縣市多了2~3個月)，加上工班薪資水準高於中南部，人力成本的支出有顯著地增加。

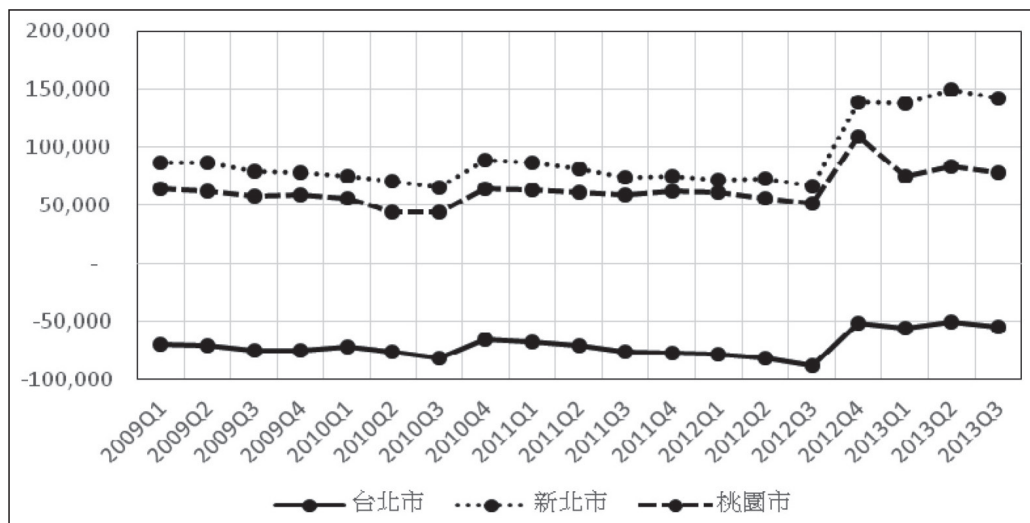


程度。其中，住宅存量代表不動產市場的供給量；家戶數代表著不動產市場的需求量。因此，(住宅存量 - 家戶數)的差距值 $>0$ 時，表示供過於求，價格有向下修正的可能；反之，則表示需求的力道較為強烈。圖3-1-1分別表達台灣全國、北部、中南部等3個地區的圖形，解讀過去5年的趨勢：全國的差額從2009年Q1開始差額呈現向下的趨勢，甚至成為負數，但在2010年Q3開始回升，回到2009年Q1的水準，到了2012年Q3時此差額大幅提升。至於北部的差額一直都是負值，且北市、新北市和桃園市的差距過去並不大，但在2012Q3有開始大幅上升的現象。至於中南部在2012Q3前，差額都是呈現負數，唯獨台中市呈現正數。配合表3-1-2生產指標的數據，我們必須指出：2013年的建商供給相對需求而言偏多，因此，展望2014年，建築產業的環境可能必須注意這些餘屋的去化速度。

A：全國



B：北部





C：中南部

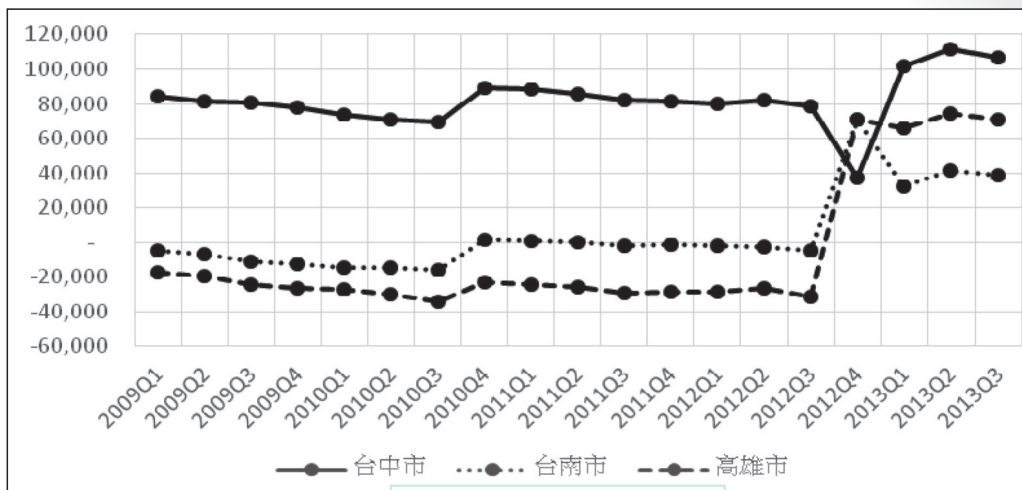


圖3-1-1 (住宅存量 - 家戶數)差額的5年趨勢

說明：1.資料來源：內政部不動產資訊平台(住宅資訊統計季報)。2.Y軸為(住宅存量 - 家戶數)。

261

## 肆、大環境的政策走向與未來的展望

### 一、政府相關建築產業的政策與影響

從總體層次來說，不動產在作為居住消費面的觀察，不僅是經濟的問題，往往還是社會性的公共政策議題，亦即牽涉到「居住正義」等討論，此一特性往往賦予政府介入不動產市場的正當性。以下分析將著重於涉及建築產業發展的重要機關與其政策或行政措施：

#### (一)金融與財稅政策

基於不動產昂貴性所形成融資系統的主要管制者，特別是在央行(如何透過貨幣政策影響銀行在不動產融資的管制)、金管會(的銀行局與保險局透過金融檢查等影響金融機構的不動產放款業務之承做)，財政部(相關不動產稅務的調控)的政策，依序說明如下：

##### 1. 央行與金管會對不動產放款的管制

2012年7月央行曾發函給各銀行，嚴查理財型房貸的資金用途，封鎖投

資客利用理財型房貸取得資金；稍早的6月曾設限雙北市8,000萬元以上，及其餘縣市5,000萬元以上住宅，放款成數不得高於6成、且無寬限期、豪宅3年內轉貸金額不得超過原貸餘額，亦不可增貸、銀行必須定期繳交豪宅貸款雙周報，也不得以個人低利信貸，作為豪宅購屋貸款周轉金，上述措施都是主管機關監控房市的連續性政策<sup>20</sup>。整體來看，2013年大抵延續者些措施，核心概念仍以「貸款成數(Loan to Value ratio, LTV)」為主，且有越來越嚴格的趨勢，比如在2014年調高房屋稅的政策中，擬對「自住」與否作出定義，區分不同的課稅基礎，預期未來金管機關亦會遵循該規範，對自主與否作出不同LTV的放款限制，甚至是採不同等級的放款利率。<sup>21</sup>

## 2. 財政部在不動產方面的稅制措施

對建築產業影響最大的奢侈稅，其法源來自2011年4月15日三讀通過「特種貨物及勞務稅條例」，條例第1條載明：「將持有2年以內之房屋及其座落基地，或符合一定條件之土地移轉及符合一定金額之小客車、遊艇、飛機、直升機、超輕型載具、家具及龜殼、玳瑁、珊瑚、象牙、毛皮及其產製品與入會費納入課稅範圍。儘管如此，關心焦點是在「房地產」，該稅自2011年6月1日起開徵，民眾購買非自用住宅1年內轉手，依銷售總價課徵15%稅率；1年以上未滿2年內轉手，課徵10%稅率。實施兩年後，在2013年中，關於該法修或廢，討論頗多，目前趨勢除了仍繼續保留以外，更擴及如

<sup>20</sup> 更早的措施包括：(1)2011年6月：土地擔保融資，放款成數上限6成5，且不得另以周轉金或其他名目，額外增加貸款。(2)2011年1月：道德勸說銀行嚴格追蹤房貸及房屋修繕貸款等相關項目資金用途。(3)2010年6月：雙北市等13個管制區，第2棟房貸放款成數上限6成、銀行定期需繳交房市雙周報，土建融報告等給央行審查。

<sup>21</sup> 其它措施則是透過融資機構(銀行)間接影響不動產的放款。比如金管會基於銀行資產品質可能被當時過熱的不動產景氣所拖累，2011年起研議新的「不動產貸款計提資本規定」包括：(1)「商用不動產」的「風險權數」訂為100%。(2)「住宅不動產」計算資本適足率的方式有兩種：其一是以「貸款成數7成5」為基準，以上的風險權數為75%，以下的風險權數降為35%；其二是若不依貸款成數計算，風險成數一律訂為45%。未來研議更進一步細分為「自用」及「非自用」兩部分，並提高非自用的風險權數。2012年金管會亦要求銀行計算「信用風險集中度」指標，其主要以「建築融資餘額占放款比重是否逾15%」、「購置住宅貸款及修繕貸款占放款比重是否逾40%」，以兩大指標監控銀行不動產授信集中度，以觀察銀行不動產授信比重是否偏高，必要時將要求增提呆帳準備；並針對非自用住宅貸款，提高銀行資本計提之風險權數至100%。詳參王健安與沈中華(2011)等說明。



前述及房屋稅的稅基擴大與稅率調整。整體來看，儘管土增稅等涉及憲法修正的大工程，但實價課稅已成為未來不動產相關稅制改革的共識，此對建築產業的需求面有抑制的影響。

## (二)其它相關建築產業的供給面措施

這方面涉及的主管機關包括：國發會(原經建會)、內政部營建署、交通部等。主要背景是政府財政日益拮据，重大公共工程陸續完成後土地的招標或招租活動，此不動產開發增加供給的活動，提供建商營運的另一種商機，比如日勝生涉入社會住宅的興建，以及捷運場站聯合開發的活動等。

## 二、2014年建築產業環境的展望

歸納上述的各種數據與政策，以下使用SWOT分析建築產業2014年環境的展望：

### (一)強項 (Strength)

前述在建商的財務績效表現分析中，我們得到：受惠於2009年後的寬鬆貨幣政策，融資成本降低與資產價格上漲，皆使建商在過去一段時間的獲利指標有相對較佳的表現，此有利於後續即使景氣反轉，建商仍可有相當的財務實力，度過此可能不景氣的時期。此外，在建商特殊的財務比率分析中，提及IFRS有關投資性不動產採市價估價的規範等，將使上市櫃建商(甚至是資產類股)的股價，可能有進一步爆發的空間。

### (二)弱點 (Weakness)

前述在建商的生產指標與供需配合度的分析中，我們得到：目前建商的供給相對偏多，加以在營建工程的材料、人工等投入成本皆持續上漲的趨勢，以及大環境對不動產放款與稅賦政策，皆偏向抑制的走向，且放款限制有越來越嚴格的趨勢，此使2014年建築產業仍能維持2013年之前的榮景，處於高度不確定的狀態。



### (三)機會 (Opportunity)

如前述及在政府財政困難的背景下，如何引進民間資源，參與重大公共工程建設開發計畫與後續的不動產招標(租)活動等，都提供建築產業未來發展的機會。再者，在建商特殊的財務比率分析中，我們亦提及IFRS的全部完工法認列方式，將驅使建商作多角化的經營來因應，在這方面結合上述參與政府重大開發建設的計畫，預期2014年建築產業的整體營收，由住宅涉入商業不動產的投資的比重，會越來越高。

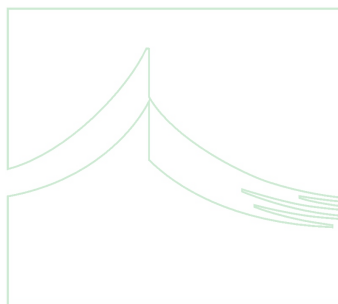
### (四)威脅 (Threatens)

「保險公司高度參與」是台灣不動產投資市場主要特性之一。以傳統的認知「生產不動產該產品主要是建商」為主體，則可以將保險業者(特別是壽險)視為建商之(部分)競爭者。更嚴格來說，保險業與建商在不動產投資行為的差異，主要有以下3點。首先，邏輯上，建築投資業係以土地開發為主要的營運行為，亦即在不動產「初級」市場，購買最重要的投入原料之一「土地」當存貨，供未來投資興建，進而銷售獲利；至於保險業則偏向不動產「次級」交易市場的投資角色。其次，台灣多數的建商仍以參與「住宅類」市場的投資與開發為主；但保險業比較偏向「商業類」市場(包括素地與商辦大樓、百貨商場等)的投資與開發，而商業性不動產的收益波動性，遠比住宅性質的不動產更大，依此推論：兩者投資類型的不同，保險公司的不動產投資，具有較高的價格波動風險。最後，在「法令管制」的差異。仔細來說，主管機關並不會對建商的不動產投資「直接」干預，實務的多數情況是：金管機關透過銀行的土地融資與建築融資之貸款成數(上限)、利率(下限)等「間接」管制，影響到建商持有不動產的成本。相對下，保險公司則面臨更「直接與廣泛」來自政府的監管。依相關不動產交易的統計資料顯示：2010年商業性不動產市場的交易量約871億元，其中保險業購入267億元(占市場交易金額31%)，實際出售98億元(僅占市場交易金額11%)，買超金額高達169億元。此外，前3大不動產交易者的排名為：一般法人、保險業、營建開發商與資產管理業者<sup>22</sup>。面對潛在的競爭威脅，建築產業如何提供產品的附加價值，將是永續發展的深思課題之一。



### 參考文獻

- 1.王健安，2013，決定台灣保險業在不動產投資的重要因素：他們真的如此熱愛投資房地產嗎？，不動產投資與經營實務研討會，台北：德明財經科技大學。
- 2.王健安，2012，不動產財務：理論與實務，台北：指南。
- 3.王健安與沈中華，2011，銀行對住宅放款的呆帳準備費用提撥，可以用來預測未來（總體經濟或不動產）景氣之變化嗎？來自台灣獨特揭露資料的實證與政策涵意，臺灣金融財務季刊，12：4，1-41。
- 4.央行、金管會、主計處、內政部營建署等官方網站。



# 信義房屋

22 請參閱王健安(2012)在「不動產財務：理論與實務」一書中，第四章「不動產業活動與其它經濟(金融)體系的互動」，有關「四、不動產業活動與壽險業的關係」的詳細描述。提醒兩點：(1)如以純買地的金額來說，2013年仍以(上市櫃)建商為多。(2)以生產的建商為核心，台灣過去業界的慣例，多由代銷業負責初級市場之預售屋、成屋的銷售；而由仲介業負責次級市場中古屋的交易。但近來在房市景氣熱絡的情況下，使得代銷或房仲業者有積極跨土地開發活動的案例。亦即，除了上述指出保險公司可能是建商的競爭者之一，其它不動產相關非建築業亦可能是潛在競爭者。