

財務危機真的防不勝防？

2007年1月4日前述三位王先生的某家集團掛牌公司突然向臺灣證交所公布公司「重整」重大訊息，此資訊經媒體快速傳播加上集團領導人不告而別，致引爆了多年未見的集團財務危機風暴。危機一旦引爆可想而知後果的嚴重性，不僅集團多家掛牌公司連袂受創並遭致下市處分，為數可觀的外部股東也蒙受鉅額損失，但這位王老先生卻偕妻逃離國門，將一切法律責任推給眾多子女承擔，真是令人憤怒。

這是不爭的事實，當上市公司發生財務危機，如上述這位王先生創辦的集團企業，一旦遭到變更交易或下市處分，即會出現以下狀況：

1. 公司營運停頓，生命力喪失，所有利害關係人如員工和債權人的權益頓失。
2. 公司資產耗損，社會資源浪費，破壞法紀和衝擊公司治理制度。
3. 眾多股東平白無冤地遭受投資損失，這些損失增加了社會和諧的成本。

雖然如此，多年來我們還是不斷看到危機下市的公司，如表 1-1，從 1982 年至 2010 年底已有 163 家上市（櫃）公司遭致下市命運，整體的社會資源消耗與投資損失無法估量，但危機公司還是前仆後繼，有增無減（尤其在空頭市場）。財務危機真的防不勝防嗎？筆者的看法是未必，只要能抓住本書重點綱要，其實財務危機一如人體病症是可以預防的。

如這位王老先生的集團掛牌公司，雖然危機引爆像是人的心血管或腦中風嚴重疾病，一發不可收拾，但任何重疾在事發前應該都會有徵兆，除非我們完全漠視它。如果按本書財務與非財務因素事前分析該集團掛牌公司的財務、人物、產物與股價等四大面向的病因，就能輕易地發現以下預警徵兆，做好準備，趨吉避凶。

1. 該集團主要掛牌公司長期以來的經營績效不彰且財務實力不穩。
2. 該集團各公司交叉持股嚴重且關係人的資金往來相當密切。
3. 集團領導人長期以來積極參與政商活動並擔任要職。
4. 集團掛牌公司的董監事成員與高階管理者皆是由直系親屬擔任。
5. 集團經營的業務多元化但欠缺核心競爭力產品。
6. 集團掛牌公司的股價長期在低檔，且不斷透過減資以維持正常交易席位。

表 1-1 臺灣股市 28 年來上市上櫃公司總計終止掛牌家數一覽表

年度	危機 下市	合併 下市	下市 家數	年度	危機 下市	合併 下市	下市 家數
1982	1	0	1	2000	8	2	10
1986	0	1	1	2001	19	9	28
1989	1	1	2	2002	9	31	40
1990	0	2	2	2003	20	13	33
1993	1	0	1	2004	13	8	21
1994	3	0	3	2005	22	13	35
1995	5	0	5	2006	10	8	18
1996	1	0	1	2007	18	9	27
1997	3	0	3	2008	15	9	24
1998	2	0	2	2009	9	3	12
1999	0	1	1	2010	3	8	11
小計	17	5	22		146	113	259
總計					163	118	281

資料來源：臺灣證交所、櫃買中心、遠見雜誌。

危機公司成形的前因後果

為甚麼王永慶老先生的台塑集團可以立足臺灣胸懷世界一甲子，而前述王先生的集團不能？為何這位出事的王先生能夠養身有道長壽有方，然而他的企業卻是藏污納垢百病叢生？記得多年以前，遠在這家集團引爆危機之前，筆者有一次打球被桿弟問到這家集團的掛牌公司可以抱著嗎？她聽球友說買這家公司股票會賺錢，所以用自有資金買了上百萬元，持股還不少，筆者說價廉不一定物美，還是小心為上，人家也許報給你的是短線，千萬不要用長線死抱不放。筆者還補充若是大嬖您買的是另一位王先生台塑的股票就安啦！套牢也可以安心睡。雖然不曉得這位桿弟大嬖後來能否平安下車，但由這多年前的插曲至少發現以下三件事。

1. 大部分的股票投資散戶喜歡聽消息勝於自己做功課。
2. 即使是用自有資金作股票也不保證股票不會變成壁紙。
3. 風險管理應優先於賺錢慾望，天下沒有白吃的午餐。

也許讀者會問，為何你認為台塑公司套牢都可以安心睡，但那位王先生的危機掛牌公司你卻叮嚀不要太留戀？這道理其實很簡單，兩者之間最大的差別是台塑公司經常賺錢不會虧損，那家危機集團則是經常虧損不賺錢。經常賺錢的公司可以每年領到股息報酬，常常虧損的公司則是時常向股東要錢，觀察長時間的獲利能力強弱即能判斷兩家公司的價值，價值高的公司像金雞母應該常抱，價值低的公司則要避開以免夜長夢多。公司價值高低反應在股價上，可想而知，價值高的多半是精神飽滿股價高，且經常高於公司

的每股淨值，反觀價值低的大部分是面黃肌瘦股價低，且經常低於每股淨值。另外，**公司賺不賺錢從財務報表能夠輕易檢查，這是屬於財務因素也是大家最熟悉的**，由於財務因素有許多複雜的會計科目與算式而且是屬落後性的數據，為能分辨公司優劣，多元進行觀察檢驗有其必要性。因此，除了財務因素外，筆者另提供人物行為、產業動態及股價波動等三大非財務因素，與財務因素相互對照，希望透過這四大面向，能夠更及時與有效率地進行危機預警。

危機公司如果成形，不管是哪種類型的危機公司，它的病因，或稱為預警訊號，都會出現在前述四大面向中，**其中人物、產物和財務等三大項，可以稱為前因，而股價可稱為後果**。因為公司有這些負面「前因」導致競爭力薄弱沒有價值，公司沒有價值則會透過股價低迷來表達，所以股價低即是「後果」。簡言之，**這三因一果前後串聯就是我們檢查危機公司的預警訊號**。茲將這三因一果的重要項目列示如下（後面各課會有詳細說明）：

1. 人物因素

- 控制股東與董監事持股比例不斷減持下降。
- 控制股東持股比率低且長期掌控董事會。
- 董監事持股比率低且股票質押比率偏高。
- 領導者行為偏差及存在道德風險。

2. 產物因素

- 公司主要產品成熟且無規模效應及議價能力。
- 產品多角化但關聯性不高且成長性不足。
- 研發技術能力不足且產品被替代性高。

3. 財務因素

- 負債比率過重且長短期金融借款高。
- 營收與獲利每況愈下且現金流入枯竭。
- 流動性不足且償債能力日益轉弱。

4. 股價因素

- 股價短期內沒有基本面支撐而飆漲。
- 股價長期跌落票面額 10 元以下。
- 股價淨值比長期低於 1.00。

圖 1-2 財務危機的三因一果分析圖



