

國營事業融資策略新思維

此次的全球原物料通膨、經濟衰退，影響向以出口經濟為導向的台灣甚深。國營事業基於社會責任甚於企業利潤的考量，導致財務更顯拮据，籌資成為一大課題。值此，如何突破傳統融資思維，建構國營事業更積極、多元的籌資環境，善加運用世界金融全球化、證券化的趨勢，創新思忖國營事業新融資策略，俾使國營事業的經營能更健全，是為本文之緣起。

◎ 陳美玲 (台灣電力股份有限公司會計處稽核)

壹、前言

美國的次級房貸風暴，引燃了史上最嚴重的金融風暴，全球各重要經濟體紛紛陷入了1970年代石油危機以來最嚴重的經濟衰退。台灣經濟主要仰賴出口，自難倖免於這次的全球經濟浩劫，經濟成長率從2004年的6.2%下降到2008年的0.1%，2009年的預測更悲觀為-4.04%，全國經濟陷入一片低迷與蕭條。

值此，各國營事業如鐵

路、郵政、電信、水、電等公用事業，不但面臨險峻的經濟環境，又受限於政府為照顧民生，對國營事業產品價格所做的諸多管制，使各國營事業無法將原物料價格上漲造成的成本增加適切地反映於各類產品的價格上。自行吸收成本的結果，導致各國營事業的經營愈來愈困難，財務狀況也普遍惡化，尤其是與國際能源價格休戚相關的中油、台電¹受創最劇²。然而，國庫緊澀，政府財政困難，無法挹注資金，各國營

事業必需自籌財源，在大量舉債下，已經嚴重影響了國營事業的健全經營。例如：中油公司長期債務舉債數從2007年的135億元到2008年大幅增加到424億元³，負債比率⁴從0.78倍提高到1.76倍。而台電公司的長期債務舉債數亦從2007年的1,150億元⁵，提高到2008年的2,083億元⁶。負債比率從1.75倍提高至2.40倍。

為了挽救國營事業的生存，政府雖通過了部分國營事業的調價機制，但仍不及反映

不斷高漲的原物料成本，在國庫資金無法提供協助，而國營事業主掌的國家基礎建設又與國家經濟發展，人民生活品質息息相關，不容荒蕪的情況下，各國營事業如何能籌措低廉又充裕的資金成爲當前國營事業經營極具挑戰的議題。

貳、傳統融資策略vs.金融市場創新

檢視目前各國營事業的融資策略，長期資金主要來自國內金融機構的長期借款及發行

公司債，而短期資金來源則主要爲金融機構的短期借款和商業本票的發行。雖然國營事業經營必需配合國家政策，亦有國家的信用做後盾，向國內金融機構尤其是公營行庫舉債並不困難。但是，卻也受國內的經濟態勢、貨幣政策、利率走向等影響甚大，是一種封閉式的融資策略。

21世紀的今天，世界已成爲一個地球村，透過經濟全球化的發展，各式各樣的金融創新如雨後春筍般的冒出，全世界的資金在國際金融市場上快

速的流動，國際資金需求者無不各憑本事以獲取最低廉資金爲目標。而台灣的金融市場，近年來受到國際金融市場的影響，尤其是台灣加入WTO之後，迫於金融業務國際化的需要，各種金融創新包括新金融商品、新金融工具的多樣化，融資方式的證券化，以及金融市場的一體化等趨勢，已經使得台灣金融市場更加活潑與多樣。值此，政府應積極思考打破國營事業傳統融資觀念的藩籬，善用金融國際化的優勢，尋求國營事業籌資的新契機。

國營事業所需資金主要可分爲固定資產建設改良擴充所需的長期性資金及營運所需的短期性資金，美國著名學者⁷近年針對公共建設的籌資提出了回歸市場機制的呼籲，也就是經濟學上大家耳熟能詳的“市場上那隻看不見的手”。按今日金融市場的發展來說，「全球化」⁸及「證券化」⁹就是回歸市場機制最具體的方法，其內涵就是要將國營事業建設及營



運所需資金先予以小額化，使一般投資大眾都有能力參與投資，並設計滿足不同程度風險偏好者需求的證券，進而將籌資的市場從本國擴大到全球，有效的將公共工程投資風險分散出去。至於金融創新的工具在長期資金的籌措上可以發行如：公共建設的投資基金、債券、抵押證券、所有權憑證等專案證券，而短期資金的籌措，近年來在國際上廣被採用的應收帳款證券化值得探討。

參、長期資金融資策略——附加風險事件條款之專案證券

為吸引廣大投資者對公共建設證券的青睞，並保障投資人免於受到損失，具體作法可發行附有風險事件條款的證券（詳後述），至於各類證券在國內、外發行的比例，則可以和政府對開放外資及國營事業民營化的政策相配合。使各國營事業既能配合政府的政策，又

能活絡籌資管道。在廣納財源，資金來源充足的條件下，就能取得較低廉的資金。附加風險事件條款之專案證券分述如下：

一、保障熊市風險附帶保護賣權的債券：類似一般附有賣回權的債券一樣，主要差別為附帶保護賣權的債券，其附帶賣權的執行日期就是當發行債券時所訂定的熊市風險情況真的發生時，賣權自動被觸發，而一般附賣回權的債券則是由投資者來決定賣回日。

二、保障牛市風險附帶可轉換買權的債券：就類似一般可轉換債券一樣，主要差別為附帶可轉換買權的債券，其附帶買權的執行日期就是當發行債券時所訂定的牛市風險情況成真時，買權自動被觸發，而一般可轉換債券則是由投資者來決定轉換的日期。

三、透過 IPO（首次公開募股）

發行附有賣權的專案股票：可避免因為投資者的資訊不對稱所產生的問題，此種專案股票簡言之，即是由一般專案股票與一個賣權所組成，也就是一種專案公司對股票持有者的一種現金償還保障。此種股票保障，當公司股票價值下跌時，投資人可以要求專案公司按一個事先訂定的價格買回專案股票。這種股票對於不了解專案計畫尤其是潛在的全球海外投資者而言可增加投資的吸引力。

四、發行附有CVR（Contingent Value Rights）條件的專案股票：由於投資者普遍擔心股價下跌造成損失，又希望股價上漲而獲利。因此，CVR就是專案公司向股票投資人保證，專案股票價值在某一個特定期間前維持在一定水準，倘若股價沒有維持在這個水準內，專案公司就

會給予投資人補償。因此當投資人購買附CVR條件之專案股票後，倘股價上升，投資人可享有資本利得，倘股價下降低於約定價格，專案公司即會依約定價格買回專案股票，藉此，投資人權益獲得保障，就更能吸引投資大眾購買專案股票。

五、發行可贖回及可轉換的專案優先股：專案優先股類似於專案債券和專案普通股的結合。例如：優先股股東可享有每年固定的收入（優先股股利），但對專案公司的營運沒有選舉權，此部分就類似於專案債券。此外，亦可發行可贖回專案優先股，專案公司擁有贖回優先股的買權，但必須付出較高的優先股利作為買權的價金。再者，亦可發行可轉換成普通股的專案優先股，相對於一般的優先股而言，對不管是國內或國外的投

資人都更具吸引力。

肆、短期資金融資策略——應收帳款證券化

應收帳款證券化簡單來說就是企業爲了提高其擁有應收帳款的流動性，以出售應收帳款債權或交付信託做爲應收帳款受益憑證的擔保，而將應收帳款透過重新的整合及切割，包裝成標準單位的證券形式，並經由適當地內部或外部的信用加強後，公開銷售給一般大眾，來達成募集資金的過程。

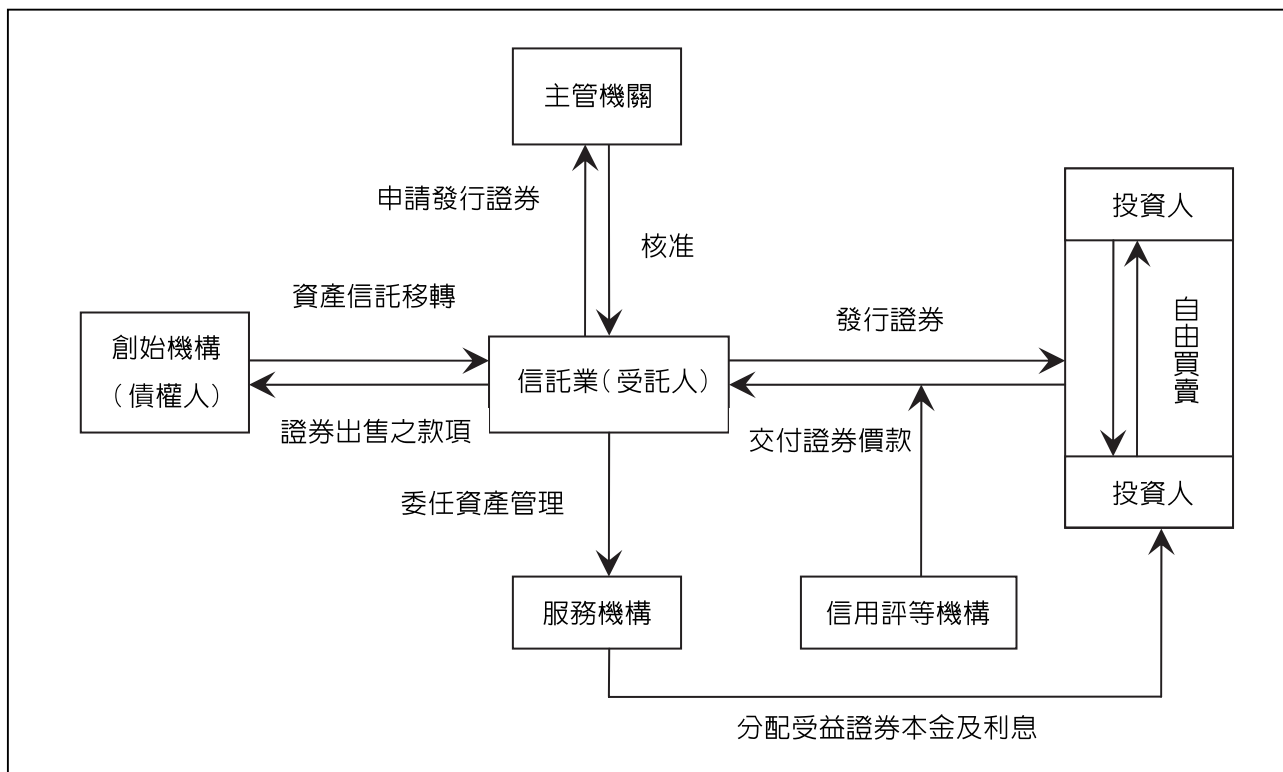
應收帳款證券化主要是透過從資本市場融資替代向銀行舉債之傳統。國營事業所需營運資金，若以現金增資籌資，成本高且費時，若以公司債或銀行借款籌資，常有舉債額度的限制，且造成財務結構惡化，資金成本提高；透過應收帳款證券化交易則可收各種優點如：

一、以公司立場來看，不但可

以將風險性資產表外化，調整財務結構，同時透過證券化，直接向投資社會大眾吸收較多面向的資金，使得資金來源變的多元而充裕，可取得較低成本的資金，且透過證券化立即將應收帳款出售快速變現取得資金，亦有助於資金的靈活調度。另外，在應收帳款證券銷售的同時，應收帳款潛藏的各種風險隨之轉嫁並分散予眾多的證券投資人。

二、以投資人立場來看，在目前低利率時代，投資人投資定存的利息報酬很低，若投資股票則投資報酬率不確定性且風險較高。應收帳款證券化有各種不同面額、期間的受益憑證，能滿足各類投資人需求，甚至是小額、短期的游資都能進行投資，靈活運用資金，不但能有固定收入，風險亦較低。

應收帳款證券化流程圖



伍、突破限制，創新思維

法規環境的不健全，仍是推動各項創新融資策略的主要罣礙。資產證券化開始發展於1970年代的美國，1997年亞洲發生金融危機後，各國開始積極推動資產證券化制度，台灣也於2002年7月及2003年4月相繼完成「金融資產證券化條

例」及「不動產證券化條例」，成為我國推動資產證券化的主要法源。

然而「不動產證券化條例」第17條限制了不動產投資信託之投資標的為已有穩定收入之不動產或不動產相關權利，因此，屬待開發之不動產投資計畫（例如：水、電、瓦斯等新興投資公共建設計畫）無法透過資產證券化籌措投資開發所

需資金。在「不動產證券化條例」施行數年之後，相關商品漸趨增多，同時為使我國不動產證券化商品更為多元，促進不動產證券化市場的發展，金管會乃著手修訂不動產證券化條例部分條文，並於今年初（2009/1）立法三讀通過，將正在進行或仍在規劃進行開發、建築、重建、整建之不動產或不動產相關權利納為證券化標

的，為國內大型不動產開發計畫之投資管道跨出一大步，政府也宣布將大力應用於愛台12建設的籌資策略上。扼腕的是此次的修訂，對政府或公股投資事業仍多限制，例如：為避免開發型不動產業者獲得政府投資資金、承諾承擔債務或保證營運收益後，又利用第17條規定籌措大筆資金，而本身僅出具少量資金，造成道德風險，乃規定不動產投資信託基金之投資標的，不得為政府、公股占百分之20以上事業……。成為限制國營事業擴大公共建設投資計畫籌資管道，創新融資策略的絆腳石，是為有待突破之處。

另在短期資金融資策略部分，「金融資產證券化條例」第4條第1項第1款¹⁰明訂了金融機構或其他經主管機關核定之機構得為資產證券化的創始機構；同條第3款則明訂所謂證券化係指創始機構依金融資產證券化條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目

的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行為。故應收帳款證券化在法源上已經具備。實務上，除金融機構外，亦有奇美電子、世平興業等金融機構以外的公司發行應收帳款證券化受益憑證之實例。因此，進一步完整規劃，運用創新金融的觀念，將證券化導入國營事業的融資策略中，正待積極著手進行。

國營事業肩負政府交付的使命，必須完成。面對困難的經營環境，必須克服。非常的時代，更應思考非常的手段。希冀在政府正積極努力推動台灣各方面都能與國際發展同步接軌的時候，國營事業的經營也有更自由、更寬廣的揮灑舞台。

註釋

¹ 96及97年度中央政府總決算附屬單位決算及綜計表（營業部分）。

² 例如：中油公司2006年虧損（稅前）-188億元，2007年盈餘（稅

前）143億元，2008年虧損（稅前）-1,394億元，甚至超過了資本額1,301億元；而台電公司2006年虧損（稅前）-28億元，2007年虧損（稅前）-311億元，2008年虧損（稅前）-1,014億元。

³ 包含了184億元之公司債。

⁴ 負債總額/業主權益。

⁵ 包含公司債372億元。

⁶ 包含公司債近670億元。

⁷ Chen, A. H., 2007, It's Time to Correct the Shortcomings of BOT and PPP Approaches to Finance Infrastructure Projects- and Here is How, Southern Methodist University, Working Paper.

⁸ 所謂「全球化」主要是指從目前大都來自於國內金融機構貸款方式擴大到全球資金市場。

⁹ 所謂「證券化」則是指以發行證券或股票的方式來籌措所需資金，透過次級市場的交易可使籌資更加簡單，並擴大以往狹隘的直接融資的觀念。

¹⁰ 「金融資產證券化條例」第4條第1項第1款：依本條例之規定，將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構或其他經主管機關核定之機構得為資產證券化的創始機構。❖