

# 第一篇

## 企業併購 實例研習



- ☞ 群益合併金鼎案
- ☞ 遨睿公開收購國巨案
- ☞ 元大金併購寶來證券案
- ☞ 台積電分割太陽能案



# 群益合併金鼎案

## 併購型態

分開收購

## 主要議題

二階段併購與證券業之整合

## 指導教授

樓永堅教授、林進富律師、朱德芳教授

## 校外指導老師

周筱玲副董事長

## 組員

楊雅竹、林全朗、吳建宏  
洪駿之、林欣婕、洪于舒

# 目 次

## 壹、摘 要

## 貳、背 景

- 一、台灣第二次金融改革
- 二、台灣金融產業概況
- 三、公司簡介

## 參、併購始末與時程表

- 一、前案：開發金併金鼎證
- 二、本案：群益併金鼎

## 肆、併購目標策略分析

- 一、群益證為何選擇金鼎證
- 二、群益的定位選擇策略：綜合證券商的未來發展
- 三、開發金與群益證公開收購條件比較

## 伍、併購方法分析

- 一、法律分析
- 二、會計分析：併購價格之評估
- 三、策略分析

## 陸、併購後綜效分析

- 一、群益證與金鼎證之產銷組合加成效果
- 二、股價之波動
- 三、成本收入比
- 四、合併後之市場占有率變化

## 柒、問題探討

- 一、對價方式有多種態樣，為何群益證、金鼎證與開發金要採取部分現金、部分換股的方式？
- 二、群益為何選擇採取先公開收購股份後合併的方式，而不採取直接合併呢？

## 壹、摘 要

二次金改導致敵意併購盛行，促使開發金以惡意併購的方式，搶奪金鼎證的經營權，在金鼎證頑強抵抗之下，開發金未能如願，但也讓開發金併購金鼎證陷入僵局。其後，群益證扮演白馬騎士，為開發金、金鼎證以及主管機關——金管會解套，並回復證券業的安定。開發金與金鼎證的前案對本案產生一定影響，也讓群益證能順利以合意的方式併購金鼎證。因此，本文嘗試解讀群益證之策略目標，及從法律面、會計面、策略面三大構面分析本併購案之對價合理性，與二階段併購之優點，最後以併購後綜效進一步了解群益證選擇金鼎證之理由。

## 貳、背 景

### 一、台灣第二次金融改革

面對金融大環境改變的挑戰，政府於2002年進行第一階段以「除弊」為主軸的金融改革，並於2003年底順利達成「258金融改革目標」階段性任務。惟因我國金融機構規模相對較小，且同質性高，公股銀行資產比重過高（近六成），缺乏國際競爭利基，爰有必要繼續深化金融改革。為此，行政院於2004年6月成立「區域金融服務中心推動小組」，以「興利」為重點，進行第二次金融改革，以建立台灣成為區域金融服務中心<sup>1</sup>。

2004年10月20日陳前總統經濟顧問小組會後，宣示限時限量完成金融機構整併，即一般所稱「二次金改」，其中共包含四大目標。第一，2005年底前，促成三家金融機構市場占有率逾10%；第二，2005年底前，官股金融機構數目減半；第三，2006年底前，國內十四家金控數目減半；第四，2006年底前，至少有一家金控由外

<sup>1</sup> 吳副院長率同財經首長作二次金改政策說明，94年度行政院即時新聞稿，2005年10月19日。



資經營或在國外上市。二次金改的預期效益主要圍繞在於提升我國金融機構之競爭力，擴大市場規模，提高我國銀行在國際金融舞台發展機會，並將台灣金融環境由過度競爭現象導正為良性競爭，由價格競爭轉為差異化競爭。

然而，二次金改由於目標不合理，加以在推動過程中圖利財團質疑聲不斷，因此，進展並不順利，目前幾成中止。回顧其改革立意，當中恐有許多學理及實務上之誤差。在理論上，銀行集中度與銀行危機非直線影響，過高的集中度反而會增加金融危機，且減少銀行競爭，有時被誤導或簡化成就是要減少銀行家數，重點不是要銀行家數少，而是要有「領導者」及「差異性」。國內必須要有一家資產市場占有率超過10%（一說20%）的銀行，這銀行正可扮演為領導者的角色，而其他小銀行可為追隨者，但這並不表示這些小銀行應被消滅<sup>2</sup>。

在實務上，此原本應由市場機制決定的家數及產業結構，卻由政府蠻悍定調「限期」要求縮減銀行「家數」。這樣極度簡化的金改政策，缺乏考量家數減少與效率提升之間的關聯，亦無顧於提升效率是否犧牲公平的問題。因此，外界多數認為這樣的整併時間表將使幾家官股銀行成為大財團私利，例如觀諸僑銀、彰銀、臺企銀的發展，再與先前世華、台北、開發等銀行相繼落入財團掌控<sup>3</sup>。

此外，由於政府已明訂金改期限，金融業者為免淪為後段班成為被消滅的對象，因此急切的先求變大以自保，而以高槓桿財務操作來進行併購，除了極易導致財務惡化之外，也埋下多樁敵意併購的導火線。二次金改的原意為希望透過金融機構之整合來提升國內銀行之競爭力，然而，限時、限量與限對象的政策，以及人為因素導致政策反覆，造成企業整併之不正當進行，如本案之前案「開發金併構金鼎證」，以及「台新併購彰銀」、「中信金插旗兆豐金」等弊案在二次金改接連爆發。

<sup>2</sup> 沈中華，第二次金融改革是金融建築的問題，臺灣綜合研究院，2005年。

<sup>3</sup> 李紀珠，理想與目標相違的二次金改，天下雜誌，2005年10月1日。

## 二、台灣金融產業概況

依證券交易法對證券業的定義可知證券商分為：證券承銷商、證券自營商、證券經紀商。多年來隨著法令的開放與金融商品的發展，加上我國直接金融比例不斷上升，證券商業務大幅上升，不論是經紀業務的手續費收入，或者因時機良好而大幅增加的承銷業務，再加上自營部分因整體股市趨勢也獲益良多；但受到亞洲金融風暴的影響，國內外景氣下降、股價因而受挫，經紀收入明顯減少，連帶的自營及承銷業務績效亦不佳，且自2000年7月起手續費自由化的措施，使得券商在經紀業務手續費部分陷入激烈的價格競爭，獲利情況大幅惡化，進而引發了前一波證券商間的合併風潮，如元大及京華的同業合併，以及後來有元大金控與寶來證券的合併等案。

在政府積極規劃並推動台灣成為亞太營運中心之下，國際化已成為證券商必然之趨勢。自我國於2001年加入世界貿易組織（WTO）起，國內外知名證券商、投資銀行等，紛紛來台布局；另隨著直接金融之重要性逐漸提高，國內銀行業挾資本額之優勢積極跨足證券業；此外工業銀行、信託業、資產管理公司（AMC）陸續開放設立，我國證券商面臨內外夾攻的激烈競爭。因應國內外競爭環境，國內證券商乃紛紛合併，藉以提高其經濟規模並加速擴展業務：1990年，證券商有381家，分公司30家，截至2004年1月止，國內證券商計有總公司150家，分支機構1,053家。

相較於歐、美知名投資銀行，我國證券商之業務範圍較小，隨著自由化及國際化的發展趨勢，證券商經營日趨競爭，為提升證券商之競爭力，解除不必要的管制並開放業務限制，使證券業務能朝向多元化與國際化方向發展，且在全球化的國際趨勢下，政府乃推動證券商發展投資銀行業務；2004年10月20日通過之「證券商管理規則」修正草案，宣布推動證券商轉型投資銀行，放寬證券商業務範圍規定，將使證券商得以擴大經營利基、發展新興業務，使證券商業務發展更具彈性。2002年通過之金融控股公司法，期望藉由金



融控股公司架構，進行銀行、保險、證券業的異業結合，俾以發揮經營綜效<sup>4</sup>。

由於就金控公司本身的定義來看，其可運用及從事的業務範圍較豐富；例如在經紀業務方面，因為其營運據點可隨金控公司其他子公司的據點而擴展，對於擴張市場占有率上有一定幫助，惟合處辦公在經營成本的控制方面仍極為重要。其他在承銷及自營業務方面，由於國內目前企業逐漸朝向國際發展，因此對於承銷券商資本額的要求上亦較高，可和金控公司收到相輔相承之效，且我國因金融自由化的緣故，使得可操作投資及理財工具更多，除可使自營方面更加靈活外，亦可協助企業能有更大的理財彈性。

透過前一波的證券商合併，使得各大型綜合券商的市場占有率已逐漸趨於穩定，若要想再有更大的成長空間，唯有朝增加資本額、發展新種業務等方面著手，而加入金控或成立金控公司則是一個新的思考方向。對金控業者而言，併購券商，則可整合保險、銀行及證券業，可發揮更大綜效，獲取更高利潤<sup>5</sup>。

從表一2006年至2010年台灣各大券商之交易量與融資餘額市場占有率變化可知，從2006年至2010年，我國證券市場占有率前十名的綜合券商一直維持穩定高市場占有率，其手段除了增資、跨大業務範圍之外，還包含透過併購。以2011年4月元大金控併購寶來證券的併購案為例，合併後元大金控在包括國內證券據點數、證券經紀業務市場占有率、信用交易業務市場占有率（融資、融券）、電子下單占整體電子交易比重、複委託市場占有率、投信資產規模、每月定時定額扣款金額市場占有率、期貨經紀業務市場占有率、選擇權業務市場占有率等，總計十種業務於國內均有最大市場占有率。

<sup>4</sup> 周行一、鎮明常，證券商業務潛力與定位分析及金控對其之影響，2005年。

<sup>5</sup> 王儷容、沈中華，ECFA兩岸金融開放對我證券暨期貨業之影響，2010年。

表一 台灣各大證券商2006年到2010年市場占有率變化<sup>6</sup>

| 券 商 | 交易量市場占有率(%) |      |       |      |       | 融資餘額市場占有率(%) |      |      |       |      |
|-----|-------------|------|-------|------|-------|--------------|------|------|-------|------|
|     | 2006        | 2007 | 2008  | 2009 | 2010  | 2006         | 2007 | 2008 | 2009  | 2010 |
| 元 大 | 7.92        | 11.9 | 11.36 | 11.9 | 11.19 | 9.86         | NA   | NA   | 18.54 | 19.5 |
| 凱 基 | NA          | NA   | 3.71  | 4.3  | 7.97  | NA           | NA   | 4.28 | 8.96  | 9.01 |
| 富 邦 | 6.07        | 6.00 | 5.37  | 6.3  | 6.34  | 6.45         | 6.30 | 6.96 | 6.59  | 6.61 |
| 永豐金 | 4.23        | 4.56 | 4.4   | 4.85 | 4.84  | 4.88         | 4.97 | 5.47 | 5.34  | 5.42 |
| 寶 來 | 4.07        | 4.71 | 4.28  | 4.5  | 4.32  | 5.06         | 5.17 | 5.85 | 5.39  | 5.53 |
| 元 富 | 3.66        | 3.64 | 3.37  | 3.91 | 4.29  | 4.75         | 4.67 | 5.21 | 5.55  | 5.64 |
| 日 盛 | 4.22        | 4.35 | 3.94  | 4.45 | 4.14  | 5.45         | 5.48 | 5.65 | 5.13  | 5.19 |
| 群 益 | 4.30        | 4.29 | 3.85  | 4.35 | 4.10  | 5.58         | 5.40 | 6.1  | 5.34  | 5.29 |
| 統 一 | NA          | 3.57 | 3.35  | 4.04 | 4.06  | 4.59         | 4.66 | 5.21 | 4.94  | 4.96 |
| 兆 豐 | NA          | NA   | NA    | NA   | 3.53  | NA           | 4.69 | 5.68 | 4.82  | 4.97 |
| 台 証 | 4.92        | 4.52 | 4.28  | 4.39 | NA    | 5.64         | 5.31 | 5.98 | NA    | NA   |
| 中 信 | 4.04        | 4.07 | NA    | NA   | NA    | 4.34         | 4.33 | NA   | NA    | NA   |
| 復 華 | 3.64        | NA   | NA    | NA   | NA    | NA           | NA   | NA   | NA    | NA   |

綜上所述，台灣金融業之產業環境，在需求面因為淺碟型市場，故內需量有限；在供給面，加入WTO後外商入駐，使競爭更加激烈；故政府在二次金改時鼓勵合併，希望能培植出規模大、市場占有率高，且能在國外上市的大型金融機構。國內之金融機構各自順應這樣的環境與趨勢，紛紛走上合併之路。

### 三、公司簡介

#### (一)中華開發金融控股公司

中華開發金融控股股份有限公司（China Development Financial Holding Co., Ltd., CDFH），簡稱開發金控，於2001年12月28日設立並正式營業。開發金控是中華開發工業銀行（China Development Industrial Bank），以下稱「開發工銀」，以股份轉換方式成立。開

<sup>6</sup> 資料來源：本文自行整理。



發工銀於1959年5月14日設立並正式營業為該公司的主體企業，之後陸續併入菁英證券公司（已停業）及大華證券股份有限公司（Grand Cathay Securities Corporation），以下稱「大華證券」，於1988年11月22日設立，1988年12月24日正式營業。

開發金控的其中子公司開發工銀之前身為中華開發信託股份有限公司，為國內第一家民營的開發性金融機構。當時係由行政院經濟安定委員會與世界銀行合作推動，結合民間力量所共同創立，並於1999年改制為工業銀行。成立超過五十年來，開發工銀一直著重於中長期授信（聯貸）、生產事業投資、資本市場、專案顧問及海外業務等五大投資銀行業務，在納證券業務後，除可增加經紀、債券與自營業務外，並期望擴大原有業務之經濟規模，使其繼續在資本市場中保有競爭優勢。由於開發長期經營企業資本市場，並且提供直接投資、企業金融、固定收益、權益證券、投資銀行及財富管理等全方位的整合性金融服務，其中尤以直接投資業務穩居台灣市場龍頭，擁有30%的市場占有率，故與國內其他以消費金融或保險業務為主的金控相比，具有相當之獨特性<sup>7</sup>。

另一子公司大華證券於1988年正式營業。成立之初，設置經紀部、自營部、承銷部，爾後經不斷擴充，增設股務代理部、債券部、法人部、財富管理部及新金融商品部等業務部門。為朝向跨業經營與集團化的目標發展，開發金控於2001年將大華證券納為子公司，以擴大金融業務經營規模及發揮營運綜效<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 中華開發金融控股股份有限公司2010年年報。

<sup>8</sup> 同前註。