

國立交通大學

管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文

國營事業民營化轉型策略之研究

-以臺鹽公司為例

A Study on the Transformation Strategy for the Privatization of
Government-owned Enterprises
- Taking Taiyen Biotech Co., Ltd. as an Example



研究生：王清森

指導教授：王淑芬 博士

中華民國九十九年六月

國營事業民營化轉型策略之研究-以臺鹽公司為例

A Study on the Transformation Strategy for the Privatization of
Government-owned Enterprises
- Taking Taiyen Biotech Co., Ltd. as an Example

研究生：王清森

Student : Ching- Sen Wang

指導教授：王淑芬 博士

Advisor : Dr. Sue-Fung Wang



A Thesis
Submitted to College of Management
National Chiao Tung University
in Partial Fulfillment of Requirements
for the Degree of
Master
In
Finance
June 2010
Hsin-Chu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年六月

國營事業民營化轉型策略之研究-以臺鹽公司為例

研究生：王清森

指導教授：王淑芬 博士

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

摘 要

臺鹽公司是近幾年來國營事業民營化成功的案例之一。臺鹽公司於 2003 年民營化且股票在集中市場掛牌交易，該公司於民營化後，公股仍有將近四成，經營權由公股主導，董事長仍為政府派任。該公司因應民營化後鹽品市場即將開放而在 1995 年到 2002 年之間展開一連串的多角化投資，藉以避開單一產品的經營風險，這樣的複合式多角化策略執行到 2002 年。民營化後不再做無關的多角化投資，改以「聚焦核心產業」的策略經營。民營化後「鹽政條例」取消，失去保護傘後帶來衝擊卻也曾經創新營收高峰，成長後又衰退顯然其轉型策略值得探討。

本研究嘗試著以臺鹽公司本身民營化前後的兩階段轉型期間運用轉型策略的不同探討其營運績效差異。透過兩階段策略比較、財務績效分析檢定、股票市場的評價等方法研究。研究結果發現，財務結構、償債能力源於優良國營事業的傳統兩個階段差異並不大，但第二階段經營能力優於第一階段，獲利能力方面稅前息前折舊前 ROA 明顯較優。臺鹽公司 2003~2005 年財報揭露顯示是一家營收成長及獲利性佳的民營化企業。與上述研究仍有些落差顯係該公司從 2005 年始營收下滑到與 1995 年相近而且獲利減少有很大關係。

該公司 2008 年營收即使下滑至與 1995 年相近，民營化後的轉型經驗如通路、品牌、研發的策略及創新理念、差異化產品、聚焦核心事業等策略運用都成功地填補了「鹽政條例」取消而流失掉的營收。臺鹽公司因為經營先天市場規模不大的鹽業，轉型之路走得辛苦，但運用的策略是成功的，只是未來仍須隨時備妥良策因應不斷的變革與轉型。

關鍵字：國營事業、民營化、轉型策略、臺鹽公司

**A Study on the Transformation Strategy for the
Privatization of Government-owned Enterprises
- Taking Taiyen Biotech Co., Ltd. as an Example**

Graduate Student: Wang Ching-Sen

Advisor: Ph.D. Wang Shu-Fen

Finance Group, On-the-Job Master's Degree Program,

Graduate Institute of Finance,

College of Management, National Chiao Tung University

Abstract

In Taiwan, Taiyen Biotech Co., Ltd. (Taiyen), former name is Taiwan Salt Industrial Corporation, is one of successfully privatized government-owned enterprises in recent years. Taiyen has been privatized in 2003, and its stocks have also listed and traded in Taiwan Stock Exchange at the same year. After Taiyen has been privatized, the government share is still possessed about 40% of its stocks; thus, the government still held Taiyen's operating right, and dispatched Taiyen's chairman. In order to respond with the opening of the salt products market after privatization, during the period from 1995 to 2002, Taiyen has conducted a succession of diversified investments to avoid the operating risk for simplex products; in addition, this composite and diversified strategy has implemented to 2002. However, after completed the privatization, Taiyen has no longer conducted some irrelevant diversified investments, and changed to implement the strategy of "core industry" for further operation. Moreover, after Taiyen has been privatized, the "Regulation of Salt Policy" has also been abolished and that caused the loss of the protective umbrella for it; however, the loss has brought impact on Taiyen, but once Taiyen has created the historical high peak of its revenue. As a result, it has declined after made development; thus, its transformation strategy is really worth to be discussed then.

This study is attempted to make use of the difference between these 2 phases of transformation periods before and after Taiyen's privatization in order to explore the difference in its operation performances. This study is adopted these following

methods to conduct the research, such as the comparison between the strategy of these 2 phases, the analysis test of financial performance, and the evaluation of the stock market. The research results have showed that since the original tradition of being a good government-owned enterprise, there's no significant difference of its financial structure and liquidity between these aforesaid phases; however, the operating competence in the 2nd phase is better than the first phase's, and the ROA EBITD has better profitability. In the financial reports of Taiyen 2003~2005, they have disclosed that Taiyen is a privatized enterprise with growing revenue and better profitability. However, this result has showed a deviation in these aforesaid researches and Taiyen's revenue has declined in 2005 to the profit that made in 1995; in addition, there's a significant relationship between these 2 conditions.

The 2008 annual revenue of Taiyen has declined to the amount it made in 1995; in addition, these transformation experiences after privation, including the channel, brand, R&D strategy, innovation idea, differential product and core enterprise, were used as the strategic operation that have successfully made up the lost revenue after abolished the "Regulation of Salt Policy". Since the original size of salt products market is not a large one in Taiwan; therefore, Taiyen has been underwent a difficult path of transformation. However, it has adopted successful strategy to overcome these difficulties, and, in the future, Taiyen needs to prepare good and sound strategies in order to respond with these continuous innovation and transformation.

Key words: Government-owned Enterprise, Privatization, Transform Strategy, Taiyen Biotech Co., Ltd.

致 謝

十幾年的職場生涯中進修一直是想而不可得的期望，能有機會來到交大修習課程可說是機緣到了，但時間也過得好快，前後兩年進修的生活時光快速地溜走，也輪到我該寫論文報告了。

首先，感謝恩師王淑芬老師，在論文撰寫過程中從題材找尋、研究方向、研究方法、甚至論文的進行順序與架構邏輯給予多方指導，使得論文報告得以在期間內完成並順利通過口試。從恩師在論文撰寫過程的指導，加上其對財金領域教學的認真態度，得見其學術功力深厚之一般，也能知悉其何以能受學生佩服及實務界敬重之原因。

其次，很感謝公司的長官與同僚，多年來由於同僚的協助讓我得以在職場上逐次完成長官交代的任務。尤其是進修的這兩年，也因為長官的體恤得以在重要課程像是考試或報告與工作任務衝突時讓我仍得以兼顧學業。因此，同僚及長官的協助是讓我能順利完成學業很大的助力。我一樣用真誠的心感謝我任職的公司，公司的長官以及一直在協助我的每一位同僚。

再來，要感謝的是在一起求學兩年的同學們，離開學校那麼久之後要重拾課本還真的需要一些決心與勇氣，有了這一群聰明又年輕的同學一起學習，激勵我趁著有同伴一起學習不停頓地修課而完成學業。

最後要感謝的是我的家人，從小我就比較幸運，有機會接受大學教育，對犧牲自己而協助我的兄弟常懷感恩，也希望在另一個世界的先母能分享喜悅。另外，由於不惑之年重拾書本求學，以身教引領一對正值國中的子女也重視求學是這兩年獲致最大之附加效益。

王清森 謹識於

國立交通大學管理學院財金所學程碩士班

中華民國九十九年六月

目 錄

	頁次
中文摘要	i
英文摘要	ii
致 謝	iv
目 錄	v
圖 目 錄	vii
表 目 錄	1
第一章 緒 論	1
1.1 研究背景與動機.....	1
1.2 研究目的.....	1
1.3 研究內容.....	3
1.4 研究流程.....	4
1.5 研究方法.....	5
1.6 研究資料來源.....	6
第二章 文獻回顧	7
2.1 轉型策略.....	7
2.2 民營化 8	
2.3 多角化 9	
第三章 產業介紹及臺鹽公司民營化前後營運簡介	10
3.1 臺鹽公司簡介.....	10
3.2 傳統期	14
3.3 第一階段轉型期營運.....	15
3.4 民營化後初期重要質變.....	17
3.5 臺鹽公司民營化前後經營策略比較.....	20
3.5.1 民營化前經營策略.....	20
3.5.2 民營化後經營策略.....	21
3.5.3 臺鹽公司轉型策略模式.....	22
3.6 經營策略的綜合分析.....	28
3.6.1 波特五力分析.....	28
3.6.2 SWOT 分析	29
第四章 臺鹽公司民營化前後財務績效之比較分析	32
4.1 臺鹽公司民化前後營收結構分析.....	32

4.3 償債能力比較分析.....	39
4.4 經營能力比較分析.....	41
4.5 獲利能力比較分析.....	42
4.6 市場面評價分析.....	44
4.7 財務綜合比較分析.....	49
第五章 結論與建議	53
5.1 結論.....	53
5.2 建議.....	53
5.3 後續研究.....	54
參考文獻	55



圖目錄

圖 1 本研究流程圖.....	4
圖 2 研究期間劃分.....	5
圖 3 轉型策略模式.....	24
圖 4 事業線別營收比例結構.....	38
圖 5 法人持股率與股價報酬率.....	46
圖 6 臺鹽個股報酬率與市場股價指數報酬率圖.....	46

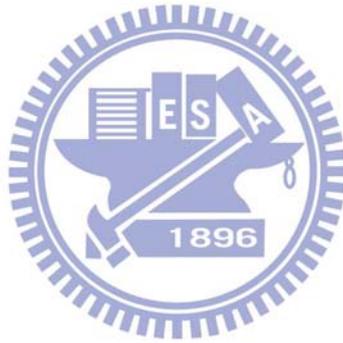


表 目 錄

表 1 股本及營收變化	3
表 2 臺鹽公司沿革	10
表 3 民營化前後事業線策略	23
表 4 產品別營收結構表	35
表 5 事業線別營收比例結構	37
表 6 財務結構分析	39
表 7 兩階段財務分析檢定項目總表	40
表 8 獲利來源結構分析	43
表 9 法人持股比重	45
表 10 事件與股價分析	47
表 11 P/E、P/B 分析	49
表 12 年度 Z-score 風險值	52



第一章 緒 論

1.1 研究背景與動機

臺鹽公司成立於 1952 年原稱台灣製鹽總廠，是國家的鹽品部門，1995 年因應未來要民營化而改制為「臺鹽實業股份有限公司」，是眾多國營事業之一。臺鹽公司於 2003 年 11 月 14 日民營化，股票並且於 11 月 18 日在集中市場掛牌交易。該公司於民營化後，公股仍有近四成，經營權由官方主導，董事長為官派。臺鹽公司是近幾年來國營事業民營化成功的案例之一。

臺鹽公司主力產品為「高級精鹽」，行業具古老神秘色彩，產品卻又帶著新潮的健康形象。民營化的因素有多種，臺鹽公司是在主管機關指定下民營化的對象，是屬於失去法令保障型的。鹽業即便是獨占壟斷、總地來說卻是市值很小的產業。但重要的是，食用鹽品是與每一位國民健康息息相關的行業。

臺鹽公司民營化之前的年營收也僅在新台幣二十億元之譜，長久以來，鹽品的營運受到「鹽政條例」保護，如此，悠悠過了數十載。民營化後鹽政條例於 2004 年 2 月取消，失去保護傘後帶來衝擊卻也曾經創新營收高峰，成長後又衰退顯然所執行的「轉型策略」成效是可以討論的。

臺鹽公司是執行「縮編減資」成功的案例，以該公司在民營化前後整個企業從國營機構轉型成行銷導向的企業並且在股票市場掛牌交易，該公司運用了相當多的轉型策略，其「轉型策略」成功之處值得研究，至於挽救其後的衰退或許也可以從本研究中找到對策。

1.2 研究目的

從實證探討轉型成功之策略，臺鹽公司由於深知所處產業已經是獨占市場的局面，幾十年來可以撐住小康格局「鹽政條例」是一道強而有力的保護法令。在此法令保護之下臺鹽公司在未民營化前一直是扮演著政府的鹽品供應機構，其年度營收幾乎是代表市場總營收。由於營收規模過小，年營收約二十至二十六億

元，總投資額卻相當龐大，1997 年時股東權益達 529 億，如表 1 所示，從企業經營角度來看，這樣的企業極度沒有效率，營運績效差。

從政府指定其為第二波民營化對象後該公司隨即展開民營化來臨前的因應措施。這算是個案公司第一階段轉型策略的開始，期間是從 1995 年將「臺灣製鹽總廠」更名並改制為「臺鹽實業股份有限公司」開始，直到 2002 年 3 月。第一階段轉型期，由於改制為公司可以看到其財務結構上的狀況，整個期間維持著高股本、高股東權益的狀態，營收也從二十億在七年之間成長到二十六億，暫且不論其投入資本支出，營收能夠成長 30% 達 2001 年的二十六億餘元，如表 1 所示，顯然其在營運上有重大的變革與調整。這段期間從其重大投資的行業別來看與鹽品本業無關聯，其經營策略稱為「複合式多角化經營」，這期間公司作何改變，第三章將整理出其轉型策略及變革。

臺鹽公司於 2003 年底民營化以及上市時，股本大幅度降低為二十五億，股東權益也從 2002 年的三百八十億元減少為九十九億餘元。也就是從 2002 年 3 月開始公司進入另一段轉型策略時期，當年度營收成長 9%，個案公司民營化從這個時間點揭開序幕，正確時間是 2003 年 11 月 14 日，公司也在當年 11 月 18 日掛牌上市，代號 1737 為化工類股。2003 年股本降為二十五億後年營收跳躍式成長到三十五億，2004 年再度成長到三十七億元。這段期間是個案公司成立以來經營最活潑、推出了風靡國人的本土品牌、醫療級膠原蛋白成分的美容保養品「綠迷雅」、照護老人膝關節，吃的保健品「膠原骨錠」及降低血脂肪保健品「高單位納豆素」。究其實，這段期間公司運用了最多的轉型策略，經營最活潑、營運績效最佳，這段時期我們簡稱為「聚焦式經營策略」，這段時期的轉型策略也將在第三章節做公司介紹時會將其「轉型策略」彙總與分析。

「鹽政條例」取消後鹽品銷售市場失去保護傘，卻因轉型成功創新營收高峰，但是成長後又衰退，顯然所執行「轉型策略」值得探討研究。該公司營收已數年衰退，本研究也嘗試從財務角度看公司營運是否有危機。

表 1 股本及營收變化

單位：仟元

時 期	年度	普通股股本	股東權益總額	營業收入淨額
第一階段轉型期 複合式經營策略	1995	980,656	48,502,540	1,999,945
	1996	40,391,980	48,739,214	2,138,150
	1997	40,391,980	52,941,404	2,203,694
	1998	40,107,190	38,328,879	2,227,246
	1999	23,066,997	38,237,864	2,338,164
	2000	23,066,997	38,475,399	2,553,100
	2001	23,066,997	38,081,331	2,645,323
第二階段轉型期 聚焦式經營策略	2002	27,996,420	9,961,631	2,882,495
	2003	2,500,000	7,329,320	3,508,532
	2004	2,644,737	7,846,419	3,734,940
	2005	2,780,955	6,900,079	2,939,018
	2006	2,780,955	6,961,849	2,692,582
	2007	2,780,955	6,631,910	2,336,493
	2008	2,780,955	6,357,906	2,059,819

資料來源：本研究整理

臺鹽公司在 2003~2005 年間因為轉型成功而成為媒體報章雜誌爭相報導之國有企業民營化的成功個案。也因是上市公司，投資人給予極高之評價，股價在 2004 年 3 月曾攀 53 元高峰，個案企業轉型成功也為股東帶來財富的極大化。臺鹽公司在成功過程採用的策略均可供實務界複製做典範轉移之用。

公司再轉型並歸隊加入成長行列有其必要，複製以前成功的策略或從研究個案中發現可資運用之策略，都會對個案公司經營有所幫助，祈使相關股東、業者、投資人均可從其角度得到正面價值的回饋。

1.3 研究內容

本研究內容分為以下各區塊作介紹，各章內容如下：

第一章 緒論 敘述研究動機與目的。

第二章 文獻探討 理論基礎。

第三章 臺鹽公司民營化前後經營策略分析

公司營運介紹及各階段經營策略綜合分析

第四章 臺鹽公司民營化前後財務績效之比較分析與檢定

第五章 結論與建議

本研究不同於其他著重在行銷之研究，而是著重從財務角度看公司經營的策略面，對於涉獵到的相關行銷面結論或現象就援用前人之研究。

1.4 研究流程

如圖 1，本研究將對個案公司作轉型策略分析比較、營收結構比較、市場面評價分析，再以財務績效作分析與檢定。

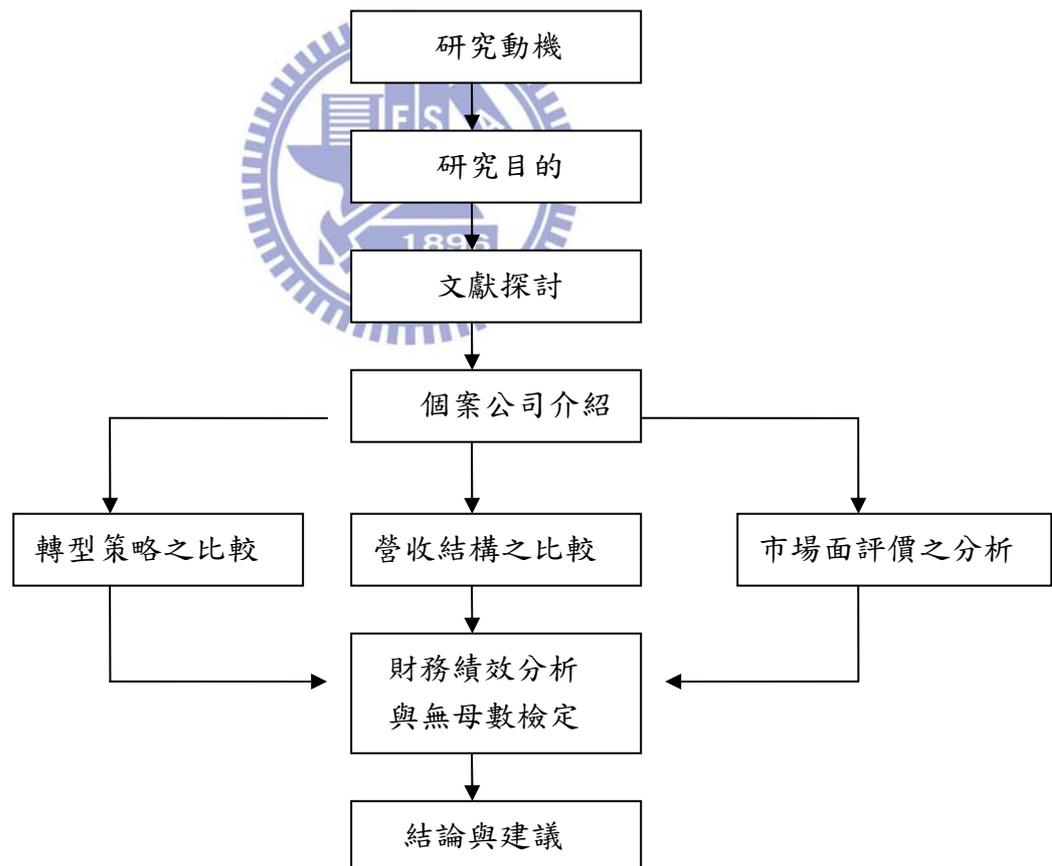


圖 1 本研究流程圖

1.5 研究方法

一、先劃分研究期間如下：

臺鹽公司成立已經五十餘年，本研究主要在研究民營化前後期間的重大差異，詳細比較的期間劃分如圖 2 所示：

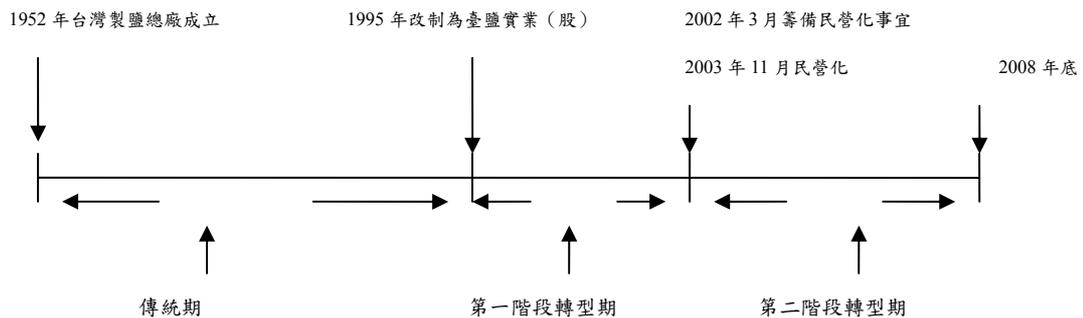


圖 2 研究期間劃分

從圖 2 也可看出臺鹽公司從成立至民營化正好歷經五十年。1995 年公司改制前稱為傳統期，1995~2002 年 3 月稱為第一階段轉型期，2002 年 3 月進入民營化及上市籌備期起至 2008 年稱為第二階段轉型期。2002 年的部份因整個轉型策略啟動從 3 月開始，雖然民營化在 2003 年 11 月，亦將其歸為第二階段轉型期以符合實際狀況。

二、以財務分析項目衡量績效

就策略議題而言，第二階段轉型期可說全方位思考了企業轉型的諸多構面。以公司治理而言，不同策略會有不同績效。本研究將運用策略績效衡量指標做管理績效、財務績效、股票市場績效的相關數據分析其「轉型策略」成功與否並探討其成功之處。

關於績效衡量可概分為以短期績效看管理績效，指標可用員工績效、市占率、技術能力、新產品開發率、新市場開發率；中期績效看財務績效，指標可用

營收成長、每股獲利、資產報酬率、固定資產報酬率；長期績效則看（股票）市場績效，指標可用股價相關分析、法人持股增加數、P/E、P/B。

臺鹽公司從 1995 年改制為公司，從台灣經濟新報上所能蒐集到的財務資料自伊始，因此，本研究所謂民營化前後指的就是第一階段轉型期與第二階段轉型期之間對營運有重大影響的經營策略，因為鹽品市場的開放臺鹽公司鹽品營收必定受衝擊，一定得轉型所以探討其「轉型策略」。個案企業曾經轉型成功，其第二階段轉型策略之運用值得探究，然營收回歸起點必有其因素。

三、無母數檢定應用

本研究以民營化前的第一轉型期及民營化後的第二轉型期財務績效兩相比較，以 Wilcoxon 等級和檢定受檢定項目的 R 值落點以決定接受或拒絕假說，同時以 Mann-Whitney U 檢定計算及選取 U 統計量後查表的 p 值，以 p 值顯著與否決定接受或拒絕假說，p 值低於 0.05 為顯著。以雙重檢定加上目視檢視兩階段之財務績效以減少檢定錯誤而造成解釋意義差異。

四、市場面評價

股價是企業長期經營績效的表徵，是市場對該企業的評價。臺鹽公司營收、股價紛攀高峰之後，近年來股價在淨值附近徘徊。本研究搜集法人持股與股價變化之關係，再看重大事件報導與股價變化關係還有市場價格與每股盈餘、每股淨值之關係，從市場面對臺鹽公司的評價也是評估期轉型策略成果的觀點之一，事實上，市場價格即是對一家上市公司長期經營之評價。

1.6 研究資料來源

本研究財務分析大部份來自公開觀測站提供的相關財務報告書及台灣經濟新報提供的財務資訊加以整理及分析。關於各項比率數據若有既有資料則直接加以利用不再做計算。對公司存在的經營問題除引述前人的研究報告在五力分析及 SWOT 分析也有部分實務上的看法。

第二章 文獻回顧

2.1 轉型策略

「轉型策略」，轉型就牽涉了舊型態轉新型態的狀況。劉興台（2002）做研究「傳統產業轉型關鍵成功因素之探討-以台灣鹽業為例」，對企業轉型引用 Levy and Merry（1986）及 Kent（1987）之理論整理分類為：「一、企業經營範疇與定位的重大變革（即策略改變）包括事業組合、產品組合、市場組合、垂直整合、規模與行業別的改變等。二、企業結構、制度與文化的重大變革，包含大幅裁減員工、部門合併、減少幕僚與管理層級、流程改造或推動全面品質管制運動、展現新領導方式與行事風格等。三、經營管理權的重大變革，即所有權與經營權的變動，例如公辦民營或公營事業民營化等」。

「策略」一詞按照字面解讀應該是方法與計畫，引申意義應該就是為達成目標所使用的方法與計畫。就軍事意義有所謂戰略、戰術、戰技，戰略是層次最高的指導原則，如同憲法在法律的地位一般。就企業經營而言，策略就是經營的戰術。江逸翠（2004）曾蒐集了幾位名管理學家對策略所下之定義「Von Neuman 與 Morgenstern（1947）在賽局理論 Theory of Game 中提到，策略是做成決策前所形成的計畫。Drucker（1954）則認為，策略是分析現在的環境，並發掘企業內部的資源。Chandler（1962）認為策略代表企業制定長期的目標，並分配資源與採取行動。Cannon（1968）認為策略代表公司經營範圍內，所採取具有方向性的決定。經由這些學者的闡釋，策略可以定義為：「利用現有資源，訂定發展方向，設立目標並擬定計畫以實現之」

綜合以上兩點，「轉型策略」在企業管理角度而言，就是朝著欲變革之方向或目標，擬定計畫並分配資源而後採取行動執行之一連串或一整套的措施。

2.2 民營化

1980 年代，由於政治上民主意識抬頭，連帶地，經濟上也談民營化或私有化，甚至國際化。一時之間，民營化、國際化、剷除貿易障礙、加入 WTO 等成為政府施政目標。其中關於民營化，『1989 年行政院將「公營事業移轉民營條例」（以下簡稱「移轉條例」）修正案送到立法院。這是當時政府宣示實行私有化政策的一個關鍵性動作。中央行政主管官僚所提出的私有化的理由是：「增進事業經營自主權、以提高其經營績效，……籌措公共建設財源，……吸收市場過剩游資，……擴大資本市場規模……、抑制投機風氣」。中央政府並成立了一個跨部會的「專案小組」，負責規劃和推動各公營事業的私有化。這個小組除了研擬出上述的「移轉條例」的修正案之外，同時也擬定了第一波私有化的名單。』『「移轉條例」在 1991 年三讀通過。1994 年開始有公營事業依據這個條例而完成產權的移轉。到 1998 年年初時，已經釋出七家國營事業和五家省屬行庫的股權和出售台機三座工廠的資產，總計獲得超過 2,500 億元的收入。除了少數的案例是事業單位本身要求私有化之外（如，陽明海運及中鋼），其餘都是被事業的主管單位和「專案小組」主動列入私有化的事業。』

『第一波私有化的事業原為十九家，後來又增到二十二家，包括：中鋼、中石化、中工、台灣機械公司、以及中國造船公司（以上五家均隸屬於經濟部），中國產務保險公司、農民銀行、及交通銀行（以上均隸屬財政部），陽明海運（隸屬交通部），和省屬的三家商業銀行（第一、華南、彰化）、唐榮公司、中興紙業、農工企業公司、高雄硫酸銹、台開、台壽、台灣產物保險公司、台灣中小企業、台灣航運公司、以及台灣汽車客運公司等。』¹，台鹽公司則是在 1995 年經濟部擬定「鹽品自由化方案」列為第二波民營化對象。

公營事業所有權移轉在政治上有其社會效果，無論符合誰的利益，終究這個民營化的企業體是要迎向自由經濟機制的。『私有化的結果，從吳壽山等人(1999)

¹張晉芬，台灣社會學研究第三期，頁 115-152，1999 年 7 月出版。

<http://www.feminist.sinica.edu.tw/teach/teach2-2.htm>

的資料中可以發現，私有化之後投資報酬率和經營績效顯著增加的只有中石化和第一銀行；資產使用效率增加的只有中產和陽明海運。其餘的事業私有化效果不顯著，或甚至有下降的趨勢。再以經建會的一項委託報告為例，也可看出對於結果的選擇性解讀和陳述。當私有化的事業獲利率提高時，就被譽之為是私人企業經營管理有效的緣故，但是當獲利率比私有化之前還低時，則歸咎於景氣的問題。吳壽山等人的研究也顯示，事業所有權移轉私人之後，即使是處於競爭的環境中，有些事業的經營效率也並沒有提升，但卻仍然是屹立不搖。這個結果也顯示原先在產業中所佔有的利基和資源的掌握才是企業組織持續存在更重要的因素（DiMaggio and Powell 1991）。』²

2.3 多角化

多角化指的是企業成長的方向，企業為不同目標需求而有不同的多角化考慮。有的企業經營單一產品承受單一產品市場變數風險；有的企業規模較小而希望擴大規模，不同的起因形成不同的多角化成長方向與策略。因此，關於多角化的分類與定義則整理如下：

- 一、無關多角化（或稱多角化策略），有兩類，一為同心圓式，為發揮範疇經濟效果，例如金融集團，另一類為跨入不相關的事業以追求公司營運風險降低、盈餘成長。
- 二、相關多角化（或稱集中策略），有兩類，一為水平式，在同一個行業或產業擴充，追求規模經濟，另一類為垂直整合，在同一個產業的上、中、下游發展。1.前向垂直或前向整合，向產業下游發展。2.後向垂直或後向整合，往產業上游發展。³

²張晉芬，台灣社會學研究第三期，頁 115-152，1999 年 7 月出版。

<http://www.feminist.sinica.edu.tw/teach/teach2-2.htm>

³參考實用策略管理，84-90 頁。

第三章 產業介紹及臺鹽公司民營化前後營運簡介

3.1 臺鹽公司簡介

本研究將臺鹽公司分為傳統期、第一階段轉型期、第二階段轉型期三個時期如圖 2，相關介紹依循此一時期劃分。

表 2 臺鹽公司沿革

時期	臺鹽公司沿革
傳統期	1952 年 臺灣製鹽總廠成立，隸屬經濟部鹽業管理委員會
	1966 年 辦理全面性食鹽加碘，以及新建運銷據點新型鹽倉，使鹽業得以持續成長
	1975 年 新建離子交換膜電透析法製鹽之通霄精鹽廠完工生產
第一階段轉型	1995 年 7 月 1.將原臺灣製鹽總廠資產減負債餘額核定作為中央政府投資新公司之資本額計 40,391,980 千元，並改制為「臺鹽實業股份有限公司」。2.多樣化鹽品開始。
	1999 年 實質投資在通霄廠投資洗腎液、包裝飲用水，另三項重大投資： 1.成立南科分公司生產感光鼓及七股成立碳粉匣再生工廠 2.農業為生物製劑投資 3. 膠原蛋白生醫材料投資
	2001 年 成立生技廠及嘉義廠
第二階段轉型	2002 年 2002.3 始主導第二階段轉型，為民營化前及上市前準備期。大事： 1.台灣最後一個曬鹽場-七股鹽場於 5 月份停止曬鹽業務，臺灣自產曬鹽從此走入歷史。2.辦理股本溢價轉增資 4,929,204 仟元，土地及固定資產轉減資後實收資本額變更為 2,500,000 仟元。
	2003 推出綠迷雅 Lu-miel 美容保養品品牌
	2003 年設立加盟店通路
	2004 年初鹽政條例取消
	2004 年推出機能水「海洋鹼性離子水」、推出保健品「膠原骨錠」
	2005 年推出第二代綠迷雅、推出保健品「高單位納豆素」
	2005 年底簽訂曬鹽進口新五年合約（麥克勞湖進口鹽合約到期）
2007 年關閉南科廠	

資料來源：各年度財務報告書及各參考文獻，本研究整理

「本公司之前身為中國鹽業公司，於 1951 年四月十六日退還民股，改為國營之臺灣製鹽廠，隸屬於經濟部資源委員會。1952 年三月一日製鹽廠改為臺灣

製鹽總廠，隸屬經濟部。1995年七月奉准改制為「臺鹽實業股份有限公司」⁴，

1952年政府成立「臺灣製鹽總廠」，依循古法在南台灣西海岸從事天然曬鹽事業。從鹽業相關紀錄片可以看到早期鹽工從事曬鹽工作之艱苦，臺灣因天候上受多雨及颱風之影響一年之中能從事曬鹽的時間僅約半年不到。這個事業需要大量勞工又受天候之影響，除勞力密集之外，需求大量海岸土地所以也資金密集，卻又極度不效率。

1970年代引進現代化製鹽廠「通霄精鹽廠」，該現代化鹽廠的引進使得食用鹽生產極具效率化。通霄精鹽廠占地約十公頃約為南部地區曬鹽場總合計佔地五千公頃的五分之一；民營化前所有人力合計使用最多時曾達四百餘人，約為當時南部鹽工的十分之一；設計產能為年產十萬噸約為南部曬鹽產量的二倍。以生產效率及品質而言，向前跨越了一大步。

鹽品是一個很特殊的行業，這個行業也很古老。鹽品一直都是在各朝代政府專賣制度之下營運悠悠過了幾千年。臺灣鹽業起於明鄭時代陳永華將軍教導軍民在台南沿海引海水曬鹽，歷經清代、日據時代迄今三百餘年。

鹽產業除了是特殊而且是在地化的產業，不同的國家或區域就會有不同產鹽方式。一般而言，鹽品依製造方式可分類為海鹽、岩鹽（礦鹽）、井鹽。通常海水含有3%的氯化鈉，海鹽是將海水中水分與氯化鈉分開而來的最傳統的方式就是天然曬鹽。美國、澳洲是海鹽大量供應國，像澳洲西海岸炎熱地帶，該國引海水到海岸邊利用天然的陽光曬鹽，受得天獨厚的乾燥氣候所賜，曬鹽往往可以晒出一米深的厚度，巡視綿延數百哩的海岸鹽場則需搭直升機，該國有數個鹽業公司，天然曬鹽年產量合計逾二千萬公噸，國內曬鹽量不足即是向該國進口。岩鹽（礦鹽）則是遠古時期經過地殼變動後海底突出隆起成為高山後原本的海水經年累月的蒸發乾燥後形成礦鹽，墨西哥、中國大陸許多高山都可開採到礦鹽。坊間也多有宣稱喜馬拉雅山粉紅岩鹽、青康藏高原所產青鹽等礦鹽。井鹽則是我們以前教科書中所提中國四川有自流井、貢井指的就是井鹽。所謂井鹽其實是鑿井即

⁴ 九十三年度財務報表附註。

可汲取存在地層的濃鹵水，通常可用煤炭燒煮趕走水分就成為井鹽。

再說到鹽的用途，顯然，秦始皇時代就已經知道鹽是人體每天都需要攝取的物質，人體可以三天缺食物卻不能三天不攝取鹽份。自古以來各個國家或區域均會以其特別的在地方法生產及供應該國所需要的食用鹽。由於確認鹽品為民生必需品，為了讓各個地區都能夠有食用鹽配售所以會有鹽品專賣的制度產生。鹽自古以來最大用途就是讓人民食用，到了近代工業革命發生以來，鹽品的用途已經不只是拿來食用。我們可以很確定的說：工業上的需求大過於人體食用所需。食品加工業我們算它是食用鹽，但工業上有很多行業須將硬水變軟水，他們就是在水中加入了鹽，這樣的行業以染整業為代表。染料業，據說其「定色」就是靠鹽來穩定，染料單價高低或品質等級與使用之鹽品等級有關，最好的色料用的是臺鹽公司所產普通精鹽。近年來電子產業蓬勃發展，電子零組件都有 PCB 板，PCB 板製作過程也需使用鹽。凡此種種，很多行業都會用到鹽，在台灣，最大的工業鹽用戶是台塑集團，該集團每年向國外進口工業用鹽逾百萬噸，主要目的為自己集團使用。

臺鹽公司民營化後由於建立「綠迷雅」品牌膠原蛋白美容保養品，經營成果佳，獲利良好，通霄廠出產的「海洋鹼性離子水」享有盛名，公司因此享有更高評價。但終究「鹽」還是其本業，以鹽為核心而發展的產品實質上支撐其營業收入，民營化前是如此，民營化後也是，尤其是在美妝品光環減退之後更顯現其重要性。

在國內鹽品分類，天然曬鹽通稱為工業用鹽，臺鹽公司從澳洲進口的就是這一個部份。臺鹽公司通霄精鹽廠所產「高級精鹽」為精製海鹽，是民生食用鹽。「精製海鹽」因為經過離子交換膜過濾二價以上重金屬及環境賀爾蒙，是最衛生的食用鹽。從日本引進「離子交換膜電透析製鹽法」所產精製海鹽，品質好、安全衛生，與日本同步食用世界級精製海鹽。早期在台南沿海一帶引海水用日光曬鹽的傳統方法雖然與澳洲相同，但是，兩地天候全然迥異。台南位處台灣西南海岸，雖是在北回歸線以南的副熱帶，因為台灣天候潮濕、多颱風，每年真

能夠利用陽光曬鹽的時間約只有半年。由於天候多雨，曬鹽常要搶收，曬鹽厚度要達五公分厚度已屬非常不易，遑論要像澳洲那樣達到一米厚度。據悉，數千名的鹽工年產量也僅是四到五萬噸之譜，曬鹽產製極不效率，成本也高。

政府鑒於臺灣因曬鹽天候不佳、產量低、曬鹽供應做民生用鹽不是很衛生。於是「為應食鹽品質之提昇，臺鹽公司於1969年十月派員赴日本考察鹽業，引進旭化成公司現代化之離子交換膜電透析製鹽法，於1975年六月完成通霄精鹽廠建廠及試車，生產迄今，供應全國軍民食用及食品加工用鹽之需。」⁵這種從日本引進不受天候影響、不需陽光的離子交換膜電透析製鹽法，引進苗栗縣通霄外海的乾淨海水，經過濾後送往電析槽產製濃鹵水，再藉三效蒸發罐將濃鹵水蒸發結晶，離心脫水、乾燥、自動化包裝堆墊，即成高品質的高級精鹽、普通精鹽，年產高達十萬噸⁶。於是台灣的製鹽進入了「精製海鹽」階段。從事鹽業生產的行家都知道，精製過的海鹽由於水不溶物更少，品質更佳，衛生更非一般海鹽、岩鹽、井鹽可比。截至目前，世界上以此方式生產食用鹽的國家僅臺、日、韓三國。

通常說到「鹽」，第一個反應是食用鹽，由於食用鹽為民生重要物資。解嚴以前將台灣視為反共復興基地，鹽品當有自給自足的能力，否則，若食用鹽供貨被切斷就得投降，2004年初即便鹽品自由化，有些鹽商已經自行進口銷售，政府仍希望國內有足夠的供貨能力。但是，較之於其它民生物資，食用鹽不能漲價的無形壓力更大。2008年石油價格攀高峰並帶動原物料價格大幅上漲，食用鹽包材PE膠膜、牛皮紙袋、成品交貨運輸成本、生產用的天然氣等價格不斷上揚，已經實質造成製造成本、物料成本、營運成本的提高，但諸多跡象顯現政府不希望民生用鹽價格調漲，高級精鹽約已十八年未曾調漲價格。

在臺灣所謂鹽業，其實有經營鹽業的不只是臺鹽公司。工業用鹽早在國營時代政府即已經開放年需求量達三萬公噸以上之廠商申請自行進口，像是台塑集團

⁵ 臺鹽公司通霄精鹽廠簡介 99年版

⁶ 臺鹽公司通霄精鹽廠簡介

每年自行進口百萬噸以上的工業用鹽。另外尚有東鹼公司、寶明等。

3.2 傳統期

自明鄭時期開始，歷經清代、日據時代到國民政府時代，台灣鹽業有三百餘年歷史，不同的時期政府有不同的鹽品政策。本研究將臺鹽公司化分為三個時期，1995 年改制為公司之前追溯自 1952 年臺灣製鹽總廠成立，這一段 43 年時期統稱之為傳統期。傳統時期的臺鹽，供應軍需民時。「這段時期經營重點侷限於製鹽及其副產品，也就是以鹽為核心專業。包括曬鹽的鹽灘設備更新、開發海埔地心鹽灘、興建洗滌鹽場與副產品工場、鹽灘機械化及籌建通霄精鹽廠等。此期間使命定位為調節鹽品供需，充分供應軍需民食及工、農、漁業用鹽以穩定鹽價。一般民眾的用鹽品質依循著粗鹽、洗滌鹽、加碘高級精鹽、普通精鹽、無碘鹽、低鈉鹽的次序而逐漸改善」⁷ 第一階段轉型期為 1995 年改制為公司始，第二階段轉型期始自 2003 年民營化。從 1952 年至第二階段轉型開始 2003 年約五十年期間半個世紀，這段期間，臺灣鹽業為專賣制度，政府直接經營。臺鹽公司事實上就是政府的鹽品部門，必須肩負政府政策任務與歷史包袱，當然市場面也受到「鹽政條例」的保護，享有獨家壟斷的權利，無外來競爭者。究其實，「獨家壟斷」對政府應該算是有所誤解，尤其是民生用鹽，政府五十年來提供了土地密集、勞力密集、資金密集的條件方能讓國內鹽品有自己供貨的能力。以目前自行進口的食用鹽常能見到一公斤 30 元、甚至上百元的價格。國內一公斤裝高級精鹽是世界級的好鹽，仍是約二十年前的 15 元。

國內因工業發展的鹽品需求，這期間其實政府也開放了台塑、東鹼、寶明等五家工業用鹽年需求量逾三萬噸的工廠用戶得自行進口。大致上，市場上工業用鹽臺鹽公司供應的會有兩種，一為國內曬鹽當時稱為「省產曬鹽」，一則為向澳洲進口的「進口曬鹽」，這段期間就是傳統臺鹽時期。

⁷ 點鹽成金 p.73

傳統期的後段，1975 年從日本引進的新式製鹽廠即通霄精鹽廠開車運轉，傳統時期最重大的改變就是設立通霄精鹽廠，讓臺灣的國民與日本相同可以食用高品質的精製海鹽，即便到現在台灣的精製海鹽仍是世界上的一等好鹽。近期中國大陸各省鹽廠相繼前來參觀，對於使用小面積土地、節省人工、免受天候影響、高品質海鹽的效率化鹽廠抱以極高之興趣。以中國大陸不缺資金的狀況，未來蓋個幾座這樣的鹽廠將是必然的趨勢。事實上，生產高品質精製海鹽是臺鹽公司迄今仍能穩健地營運一個重要關鍵因素。

3.3 第一階段轉型期營運

第一階段轉型期算是臺鹽公司民營化前為了因應面臨的挑戰開始有一連串的轉型提案與執行。從公司沿革表可看出，1995 年始因應政府政策指示民營化，公司開始從各種方向切入新種事業。由於 1995 年改制為公司時資本額新台幣 98 億元，股東權益 485 億元，1996 年調整為普通股股本新台幣 403.91 億元，股東權益 487.39 億元將近五百億。以該資本額或股東權益來看分明是大股本公司，甚至是大象型企業的規模，但偏偏營收就是二十來億。也因為公司有錢，因應民營化的來臨時公司在這一段期間前後介入相當多的事業領域。與澳洲丹皮爾公司十年合資案就是這個時期一開始（1996 年）的產物，鹽本業之天然曬鹽供給工廠用戶使用之粗鹽採取與丹皮爾鹽業公司合資以優惠價格取得澳洲高品質曬鹽。

當時國內省產曬鹽曬一噸要虧損二千多元，但因國營企業照顧鹽民及鹽田的目的在取得低成本進口曬鹽的同時國內仍舊持續生產省產曬鹽。面對即將到來的民營化衝擊，最後在民營化前 2003 年 6 月起全面停止曬鹽，曬鹽全面從澳洲的合資公司進口。其實所謂從澳洲進口，是一種策略聯盟，也是臺鹽公司一種事業開展的方式。臺鹽公司與澳洲丹皮爾公司合資在澳洲成立麥克勞湖鹽業公司，臺鹽出資取得 49% 股權，就是投資海外鹽場，主要目的是生產曬鹽回銷台灣。因為合資關係所以得以取得較國際市場上其他買家低一些的進貨成本。如此一來，不須從事辛苦的曬鹽工作即可取得較國內生產成本低的高品質天然曬鹽，以供應

國內工業用戶之需。論真說來，這樣的營業模式是貿易業型態，也就是臺鹽公司也經營貿易業。

提案制度之開始源於 1994 年臺鹽公司被指定為民營化對象後，1995 年改制為公司開始實施。臺鹽公司員工亟欲讓公司因應民營化多做一些準備，剛開始時大家還都是繞著鹽為核心的思考模式，像是健康低鈉鹽（2007 年已改稱為健康減鈉鹽）的減鹽概念，即鼓勵國人降低鹽量攝取，改以氯化鉀取代部分氯化鈉（約 50%）、健康美味鹽、天然超鮮鹽，再來可能是包裝形式改變，像上述三種產品為罐裝形式，另外再增加站立袋。接下來，換以鹽為應用產品的思考，像鹽皂、含鹽牙膏、含鹽洗髮乳，於是發展出蓓舒美系列清潔沐浴用品，也以海藻為核心發展藻皂、藻醬油。

新產品提案發展逐漸朝向重大投資案，除了鹽本業以外，臺鹽公司介入的事業愈來愈與鹽本業無關，投資金額愈來愈大。1999 年在通霄廠實質投資洗腎液工場、包裝飲用水工場，另外還有：1. 成立南科分公司生產感光鼓及七股成立碳粉匣再生工廠。2. 農業為生物製劑投資。3. 第二項重大投資為膠原蛋白生醫材料投資。

以鹽為核心的新事業領域為包裝飲用水，這一時期推出「海洋生成水」，臺鹽公司所產包裝飲用水迥異於其他品牌。臺鹽公司通霄經鹽廠利用生產精製海鹽過程中的蒸發冷凝成水後充填成包裝飲用水。由於水質經過離子交換膜過濾並經加熱蒸發後再冷凝成水所以是煮過的熟水，具有小水分子團及熟水的甘甜，易吸收好排泄，經過媒體報導也是造成熱銷。

第二項大投資則是在台南科學園區興建有機感光鼓生產工廠而在 1999 年成立南科分公司。「有機感光鼓是雷射印表機、影印機、多功能傳真機的關鍵零件。臺鹽公司引進工研院材料所技術，整合了有機感光鼓鋁基材車削、陽極處理及有機光導體塗佈」等製程跨入電子周邊產業。另外，可能也是想掌握電子業成長契機，臺鹽公司另外成立了碳粉匣再生工廠。

第三項為 2001 年成立生技一廠、生技二廠、嘉義布袋廠（後來稱為生技三

廠)。設立生技一廠及三廠在公司規劃中就是跨入膠原蛋白生醫材料投資。設立生技二廠則是跨入農業微生物製劑投資。

所謂跨入膠原蛋白領域，其實，是臺鹽公司在尋找新的事業領域中一個相當不錯的投資。膠原蛋白存在動物體內，以人來說，皮膚層、關節處、血管壁到處都有膠原蛋白，但因隨著年紀的增加膠原蛋白會逐漸流失。皮膚層流失易使肌膚乾癟老化，關節處膠原蛋白流失會造成關節炎、關節活動障礙。美國為膠原蛋白材料的先進研發國家，「以膠原蛋白為材料可以應用可研發成人工皮膚、血管、心瓣膜等醫療器材，也可以應用在化妝品及保健食品等領域」

臺鹽公司導入膠原蛋白的初衷是要投入生醫材料經營，初期生產了創傷覆蓋材「司金敷布」及「蜜迪膚」，這部份是在本時期導入卻未見成效的領域。跨入農業微生物製劑投資也是一項新的事業領域，簡單說就是利用發酵槽設備生產微生物製劑，例如，生物性殺菌劑、生物性殺蟲劑、生物性肥料，這部份後來其實也沒有成功。

以上那麼多的新領域是第一階段的轉型嘗試，但其實還不止。臺鹽公司還進行藻類、魚、蝦養殖；鹽灘土地開發、海水淡化、彩色濾光片、生技食品廠、烘焙酵母菌、生技骨材等研究規劃，另外還有超市經營、加油站經營都有實質介入投資經營。從臺鹽公司的沿革看來，除了 1975 年運轉的通霄精鹽廠之外，整個公司重大投資案幾乎都是在這第一階段轉型期投入，其投入金額之大、投入項目之多堪稱空前。

3.4 民營化後初期重要質變

從 2002 年開始，由於民營化準備期已歷經數年，漸漸地也接近到該民營化的時間點，面對民營化大家都有一份對未來不確定的感覺，帶領公司面對民營化的領導人也必須考量將來失去政府當靠山、市場開放競爭後國營企業的資深員工能否面對轉型經營、公司從事的事業領域能否讓公司永續經營、經營績效能否為

民營化後的股東接受，諸多問題亟待解決。

臺鹽公司確切民營化日期為 2003 年 11 月 14 日，18 日股票以化工類股上市，股票代號 1737。如上一節所述，臺鹽公司因應即將到來的民營化潮流做了相當多的轉型準備。很多重要的投資在第一階段轉型期即已投入，例如，南科分公司、洗腎液工廠、生技廠、超市、加油站，有些重要決策則是接近民營化時的決定，但我們都將之歸類為民營化前。

第二階段轉型期不同於第一階段的大幅度開展事業領域，這個階段反而作了很多縮手的決策，但決策方向與結果都朝著良性發展。從 1989 年以來喊了十多年的民營化，被規劃為第二波民營化對象的臺鹽公司雖然在 1995 年改制為公司並為即將到來的民營化作準備，一旦真正民營化到來卻也真的有很多規劃中或是非預期的改變。

首先，1995 年以來的民營化前準備期開展了相當多種領域的事業，從財務績效角度來看，營收從二十億元到 2001 年六年期間成長到二十六億元，數字顯示有三成的成長。時間上用了六年，投入事業股本粗估應在二十億元之譜，公司股東權益接近五百億。顯見新增加的營收佔新投入資本額的週轉率約為 30%，總資產週轉率約為 5% 強，股東權益報酬率顯然會很難看，這樣要吸引股市投資人會有困難。

其次，從事業領域角度來看，公司介入許多事業領域之後除了鹽本業與鹽核心產業有關聯性，其它如加油站、超市、微生物製劑、膠原蛋白燒燙傷敷蓋材、有機感光鼓，都沒有可以創造大額營收的品項。舊事業領域鹽本業有市場即將開放市場而被蠶食的壓力與危機，新介入事業無法立即創造大額營收，介入多領域已經造成公司覺得備多力分的感覺。另外，資深員工面對民營化後能否適應或是能否配合公司轉型營運，讓員工了解民營化的危機與面對民營化挑戰的心理建設是有必要的。

從表 1 整理出來的股本變化、淨值變化以及表 2 公司沿革表可以看出一種狀況，在第一階段轉型時公司擁有很多資產，登記股本最高時達四百餘億元，股東

權益最高達五百二十億元。在那個時代不折不扣是大型股，從表 1 營收看看來又極其令人訝異僅二十餘億。說穿了，這顯然是非以營利為目的的企業，當然，正確的說，是公營企業正處於轉型的階段。

主導改革者憂心民營化後的競爭力問題、公司獲利率問題。在公司股本方面，為了將來可以獲得市場投資法人或是價值投資者青睞，經與國營會檢討決定瘦身減資繳庫，將資本額減到二十五億，股東淨值約七十餘億。已是將來獲利時可以顯現出績效的股本規模，希望股票上市可獲得民股長期投資。

節省開銷是變革之中第一個先展開的動作。過去喊了多年的民營化，終於真的要到來了，對不可知的未來尚未開源當然就先節流。關閉無經濟效益的曬鹽場、成立精鹽發貨中心以節省運輸成本、對每個單位要求降低成本。果然，降低成本讓公司先嘗到了節省成本創造盈餘的成果。2002 年原本預計是要虧錢的，節流政策全面進行，年底將出來的成績單竟變成賺了，原本預估虧損三億元，結果稅後盈餘接近伍億元。

組織變革在策略上不容易看到，個案公司所產鹽品早期都是透過糧食局幫忙配銷，台鹽公司專事生產。就像路·葛納斯 (Lois V. Gerstner Jr.) 在經營 IBM 公司轉型時說「文化、團隊、顧客、領導風格是 IBM 最棘手的挑戰」⁸，對其中的「顧客」，因應民營化到來，各地精鹽供銷商直接與臺鹽公司簽約銷售，台鹽公司則須進一步了解市場，執行「以客為尊」的理念，自己掌握市場資訊，管理銷售合約，原本的計畫生產必須再配合自己掌握的銷售決策。經營市場，掌握行銷資訊與下決策，是臺鹽公司必須面對與學習的。在顛仆前進之中進步頗多，這將會是永續經營的必要經驗，對未來都將有助益。路·葛納斯在 IBM 最不願意去碰觸的「文化」⁹，臺鹽公司也有所著墨，「創新」、「創意」、「太陽不下山」¹⁰，都對文化改變多所助益，也會是公司長遠經營所需的文化內涵。

⁸ 路·葛納斯 (Lois V. Gerstner Jr.) 誰說大象不會跳舞，54 頁。

⁹ 路·葛納斯 (Lois V. Gerstner Jr.) 誰說大象不會跳舞，220 頁。

¹⁰ 指的是當日是當日畢，如果當天工作沒做完，不要認為太陽已下山而該休息。

3.5 臺鹽公司民營化前後經營策略比較

臺鹽公司從 1995 年 7 月 1 日改制為公司起，這十幾年來經營策略基本上就是分兩種完全不同的策略。第一階段轉型用的是複合式經營、多角化，第二階段轉型用的是聚焦式經營。

3.5.1 民營化前經營策略

以多角化分類來看，臺鹽公司第一階段轉型用的就是複合式「無關多角化」，第二階段是「相關多角化」。其相關策略與具體作法整理如下：

第一階段轉型策略：複合式經營、企業多角化

一、時間：1995 年 7 月~2002 年 3 月 28 日（改制為股份有限公司後至第二階段轉型前。）

二、策略：複合式、多角化（一）鹽為本業，（二）執行企業多角化經營策略。

三、具體作法：

（一）、鹽本業

1. 國內曬鹽天候條件不佳成本過高，民營化將經不起進口鹽競爭。逐步縮減曬鹽規模關閉台南、北門、布袋三個鹽場，保留最完整的七股鹽場。
2. 澳洲有優良的曬鹽環境，所產曬鹽品質高、價格低，合資經營可降低進口採購價格。投資海外鹽場 1996 年與澳洲丹皮爾公司合資成立「麥克勞湖鹽業公司」，目的是生產曬鹽回銷台灣。
3. （1）多樣化鹽品介入分眾市場經營，獲取較高利潤。（2）臺鹽四寶「鹼性牙膏、洗面乳、洗髮乳、沐浴乳」因消費者網路發表使用心得，意外使產品熱銷。（3）藻醬油因不加防腐劑亦極具特色。

（二）、執行企業多角化經營策略

1999 年 1.實質投資在通霄廠投資洗腎液、包裝飲用水。洗腎液由於種種因素後來於 2007 年申報停工。2.包裝水「海洋生成水」準備生產，後來包裝水領



域再擴大經營，成為臺鹽公司轉型成功代表產品之一。3.成立南科分公司生產感光鼓及七股成立碳粉匣再生工廠。有機光導體建廠投資十億元，民營化前經營尚在起步階段。其後於 2008 年結束此領域經營。4.農業為生物製劑投資這部份投資似乎沒看到成果，民營化後也特別處理這部分資產減損。5.膠原蛋白生醫材料投資取得美國 FDA 認證通過的生醫材料大廠 Bio Ccre Medical Technologies,Inc¹¹ 的技術移轉授權。

3.5.2 民營化後經營策略

第二階段轉型策略整理：聚焦式經營策略

一、時間：2002 年 3 月 28 日~2008 年底

二、策略：聚焦三大核心事業(一)海水化學事業(當時營運比重佔 70%)、(二)生物科技事業(希望未來營運比重佔 70%)、(三)有機感光鼓 OPC 事業(未來不排除將它獨立出去)

三、具體作法：

(一)、海水化學事業

- 1.製鹽本業因應「鹽政條例」即將取消及自由化競爭，產品對策方面仍固守鹽核心產品，但經營策略則調整以因應變局。
- 2.民生食用鹽部分持續承擔民生用鹽企業的社會責任。精鹽發貨改鐵路運輸為公路運輸，統一從產地通霄廠發貨直放到客戶供銷商倉庫。
- 3.«臺鹽四寶»等副產品持續加強經營，透過經銷商外銷香港、美國、中國大陸。
- 4.重大改變係 2003 年 6 月結束不具經濟效益的曬鹽事業。在「創新」、「差異化」理念下將七股場生苦滷池翻修更名為「不沉之海」，名揚國際，成功跨入休閒事業，「七股鹽山」、「不沉之海」都成為消費者對臺鹽認知的代名詞之一。
- 5.«海洋生成水»原本已經是國內最好的包裝飲用水，推出時即一炮而紅，持續以「差異化」理念深入研發，2004 年推出「海洋鹼性離子水」850ml。眾多資

¹¹資料來源，點鹽成金，本研究整理

料及研究顯示「海洋鹼性離子水」850ml 這支水在國內百餘支包裝水品牌中在不廣告之下即已擠進前五大品牌，以機能水論則穩居榜首。¹²

6. 曬鹽市場持續執行與澳洲丹皮爾公司的合作案，但此時期推動降低進口鹽海運費、運輸成本合理化等措施。此一合作案計執行十年至民國 2005 年底。

(二)、生物科技事業

1. 膠原蛋白領域民營化前 1999 年即已規劃並實質投資，耗資新台幣兩億五千萬元取得技術，因跨入之市場有多重障礙而於此階段改轉為利用生醫級膠原蛋白轉製成以女性消費市場為主的美容保養品。此時，以十二名立委廣告代言「綠迷雅」是一項創意行銷，造成一陣轟動及熱銷。是「創意行銷」代表作。
2. 開展以膠原蛋白為原料的生物科技事業，產品方面建立完整產品線。這部份運用了相當多的整體經營策略、事業競爭策略。當時用膠原蛋白做保養品時已是差異化，用生醫級膠原蛋白更是創造話題。是所謂用「最低價格」、做出「最高品質」、最有「差異化」的商品、能用「最快的速度」幫消費者服務。此部份在 2003 年推估市佔率達 15%，顯然，次年度更高。

(三)、有機光導體事業

1. 1999 年成立南科分公司生產感光鼓及七股成立碳粉匣再生工廠。有機光導體建廠投資十億元，民營化前經營尚在起步階段。其後於 2008 年結束此領域經營。
2. 此部份原本計畫轉型好好經營，當經營狀況佳時再分割出去。策略上是此產業的經營與核心事業無關，分割可賺取投資收益，但此部分並不如意。¹³

3.5.3 臺鹽公司轉型策略模式

綜合上述資料本研究將其簡化為一張表格，如表 3 所示。此外，並將個案公

¹² F:\台鹽資料-2\Pollster 波仕特線上市調：2009 第三季包裝飲用水大調查，老牌「悅氏」礦泉水奪冠-文教新聞-新浪新聞中心.mht；2009 第三季包裝飲用水大調查（emailcash 市調網 <http://www.emailcash.com.tw>）

¹³ 資料來源，點鹽成金，本研究整理

表 3 民營化前後事業線策略

時期	第一階段（民營化前）	第二階段（民營化後）
時間	1995. 7~2002. 3. 28（指定為民營化的國企）	2003. 3~2008（2003. 3 新改革策略開始）
策略	複合式、多角化	聚焦三大核心事業
固守鹽本業	一、固守鹽本業	一、海水化學事業（當時營運比重佔 70%）
	1. 食用鹽加入多樣化高單價產品，減鈉鹽、美味鹽、超鮮鹽	1. 持續開發高單價鹽品
	2. 關掉多處曬鹽場僅留七股場，工業需求改採與澳洲合資成立麥克勞湖公司優惠進口曬鹽（臺灣自產曬鹽每噸要虧二千餘元）	2. 2003 年 6 月關掉七股場，並尋求更優惠價之澳洲曬鹽
	3. 開發出「海洋生成水」	3. 持續積極經營銷售
	4. 開發含鹽清潔沐浴用品	4. 持續積極經營銷售
		5. 海洋鹼性離子水 【創意提案】
複合式、多角化經營	1. 向美國 FDA 認證大廠引進膠原蛋白及技術授權從事燒燙傷醫材生產，後無力經營醫材通路	二、生物科技事業（希望未來營運比重佔 70%）
	2. 設立生技一廠	膠原蛋白保健食品廠，膠原骨錠 【創意提案】
	3. 設立生技二廠（擬從事農用微生物菌製劑）	改生產高單位納豆素 【創意提案】
	4. 設立生技三廠	改生產「綠迷雅」美容保養品 【創意提案】
	5. 設立洗腎液工場，後無力經營醫材通路	小量試產後退場
	6 設立南科廠	三、有機感光鼓 OPC 事業（未來不排除將它獨立出去），用心經營後於 2007 年退場
	7. 設立碳粉匣場、氮化鋁場、投資電廠、設立加油站、超商、	碳粉匣場、氮化鋁場、投資電廠、直接退場；加油站、超商規模與效率不佳

資料來源：點鹽成金，本研究整理。

司第二階段轉型策略觀念架構簡化呈現如圖 3 轉型策略模式。如圖 3 之聚焦式經營所示，聚焦式經營策略用「三大戰略」研發、品牌、通路來完成他，執行時則需注意人員、策略、營運三個流程。「研發、品牌、通路」三大戰略是最高指導原則，聚焦經營三種事業是策略，是戰術，「人員、策略、營運」是執行流程，是戰技。以軍事名稱比喻可以讓以上三者關係更清楚。在第二階段轉型初始即對市場經營做了調整行銷策略的調整、建立品牌、發展通路。隨後加上研發而確立聚焦經營的三大戰略：通路、品牌、研發。

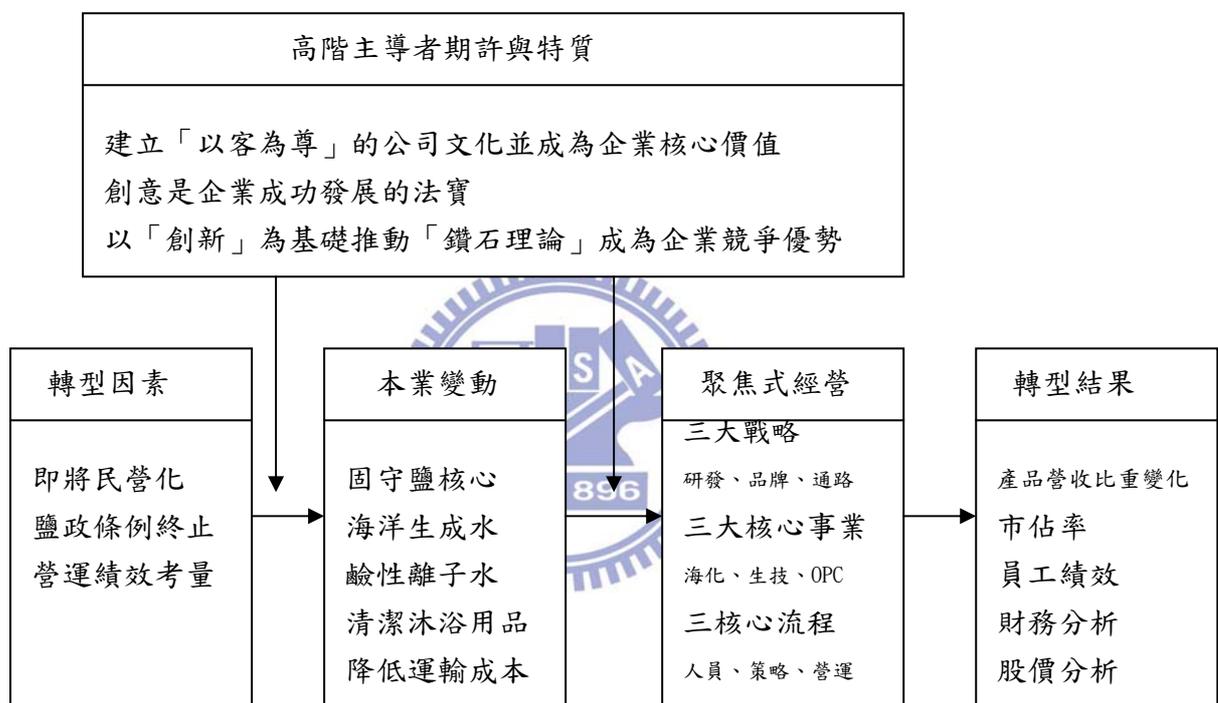


圖 3 轉型策略模式

架構來源：孫自揆，資料本研究整理

三大戰略目標：

- (一)、研發：以創新精神落實研發提高研發經費目標從 2%到 10%
- (二)、品牌：研發及品牌仿效施振榮董事長
- (三)、通路：通路才是王，建立直營店、加盟體系

具體作法：

- (一)、研發

由於膠原蛋白事業的開展驗證了研發的重要性。膠原蛋白除了原本生物科技

燒燙傷覆蓋材的醫療功能，運用其功能在美容保養品上，發揮了它醫療功能成為抗老化、除皺紋的時尚珍貴美容品，為公司事業轉型帶來成功契機。其後，產品應用更加廣泛，整個系列保養品品項逐步到位，從化妝水、活膚露、細緻霜、時空膠原素，品項充足更能滿足個別差異的消費者需求帶動買氣。

此外，膠原蛋白也應用在補充人體關節軟骨需求方面，2004 年成功推出「膠原骨錠」，吃的保健品。至目前為止近六年期間的折扣促銷戰中，此一品項因熱銷易缺貨而最低折扣僅止於八折，顯見其熱銷情形之一般。膠原蛋白也可做成喝的營養補品，「膠原補液」是曾熱銷的品項。此階段的轉型期間，由於宣示重視研發，也見識到研發成果，於是更加肯定研發在經營中所扮演之角色。

(二)、品牌

1. 「臺鹽」是主品牌，故事從鹽開始。幾十年的鹽品經營，其實他建立了品牌被信任的價值。
2. 從國營企業出色的轉型經驗開始「綠迷雅」成功地塑造了臺鹽公司的美妝品品牌地位，多種雜誌調查報導了「臺鹽」品牌價值。

(三)、通路

1. 建立直營店、加盟店通路：直營店之建立原則上還是以當地有分支單位，便於管理與服務消費者。營業處直營店尚有支援當區加盟店人員訓練之任務。
2. 加盟店廣佈於全國各地，數量最多時北、中、高營業處分別有六十餘家，合計近兩百家。加盟店通路一直是「綠迷雅」最大通路，對台鹽做了最大的通路績效貢獻。由於台鹽公司產品線廣，「綠迷雅」美妝保養品、台鹽膠原骨錠、高單位納豆素、膠原補液、清潔沐浴用品、高品質海洋水。只有加盟店通路才有完整產品線。
3. 全國性百貨公司通路為從事美妝品銷售或是品牌經營的首要通路。由於通路對熱賣產品有獨賣要求的特性，若進入 A 系統，B 系統就不歡迎。所以實務上，產品必須押寶一個通路，一個能讓產品達到最大銷量或是獲得最大收益的百貨通路。

由於百貨通路也有多種不同經營方式，通常都是代理進口商自行在百貨設櫃銷售，有些百貨公司通路商則是向代理商買斷商品到百貨通路設櫃銷售。「綠迷雅」進入百貨公司通路經營係用產品賣斷方式讓代理商在百貨通路設專櫃銷售。「綠迷雅」保養品是第一支本土品牌打入百貨專櫃產品，這一部份買斷經營之代理商對「綠迷雅」品牌塑造有極高之貢獻。

4. 美妝品在大賣場店中店通路全台分南北兩區，有兩家代理商公司分別經營。
5. 海洋生成水由一家代理商經營，海洋鹼性離子水則是另一公司代理銷售。
6. 多樣化鹽品多年來也都是透過代理商鋪貨。¹⁴

三個核心流程：(一)、人員流程 (二)、策略流程 (三)、營運流程。

具體作法：

(一)、人員流程

1. 建立「專業、創新、效率」企業新文化。
2. 執行力的紀律：訂定員工守則並執行，太陽不下山，三公尺內主動服務顧客。

(二)、策略流程

1. 企業變革與轉型應從文化開始，文化就像電腦的軟體，有軟體方能驅動硬體。上欄三項為此時期建立起來的核心價值。即「以客為尊」的觀念，留住客戶才能創造營收。
2. 總體策略，明快決策推出「綠迷雅」膠原蛋白系列保養品。一改在生物醫材無力拓展之窘境，隨即跨入以「膠原蛋白」為原料而生產的美容保養品、保健品領域。國內保養品市場每年超過四百億到六百億消費金額，生醫材料約只有十億元市場。
3. 『風箏理論』來自施振榮先生的「微笑理論」，強調研發、品牌所創附加價值，『風箏理論』再加強「通路」，認為通路甚至高於研發、品牌之上。

(三)、營運流程

¹⁴資料來源，點鹽成金，本研究整理

- 1.『鑽石理論』-最低價格、最高品質、最快服務、最大特色（差異化）加上速度、以創新做基礎，堅守企業核心價值。
- 2.七股場的「七股鹽山」、「不沉之海」名揚國際，運用了包含員工創新、創意、差異化的各種元素。
- 3.「創新」另一個重大事蹟就是膠原蛋白事業的開展。原先將膠原蛋白應用在藥物上，每年只有十億元的市場，經過創新改應用在美容保養品是每年四百億的市場。「海洋鹼性離子水」也是「創新」的成果。¹⁵

創新思考讓企業充滿生命力。不只是膠原蛋白領域闖出事業線、酵素領域高單位納豆素，通霄精鹽廠繼「海洋生成水」之後，再度推出創新機能水「海洋鹼性離子水」。這又是一個成功的創意，「海洋鹼性離子水」2004年推出，透過統一集團子公司總代理銷售，在完全沒有廣告之下，竟然創造出驚人業績量，時至今日，國內百餘支包裝水品牌，「海洋鹼性離子水」仍居熱銷量前五名，以機能水論則獨占鰲頭。「七股鹽山」、「不沉之海」都是「創新」法寶下的產物，某種程度上也都是臺鹽創新精神的代表。

採用策略的選擇各有其時空背景或決策模式，圖3轉型模式的「轉型結果」就是衡量轉型的指標，該衡量指標兼顧企業短中長期績效之良策，適合作為臺鹽公司第二階段轉型策略績效衡量項目，相關分析在第四章做財務績效比較分析以無母數檢定，驗證轉型策略的有效性。

依照「賺錢是檢驗企業成敗最後的指標」來檢驗第二階段轉型成功與否，肯定地說，成功了。「新事業部的盈餘必須維持一年以上，如此才可見新部門已經站穩，而不是一時偶然的暴起，暴起也容易暴落。」¹⁶，以此標準來看，臺鹽公司2003-2005年新事業對營收與獲利貢獻度都相當不錯。我們也可以各種衡量指標比較及檢定民營化前後各項目績效變化，對臺鹽公司是曾經轉型成功的企業以及在哪些項目成功會有較清晰的輪廓。

¹⁵資料來源，點鹽成金，本研究整理

¹⁶實用策略管理，伍忠賢。

3.6 經營策略的綜合分析

公司的經營受到所處的產業環境及公司因應環境而採取的策略，波特的五力分析談產業環境與競爭架構簡單而周全。

3.6.1 波特五力分析

一、進入者的威脅

- 1、食用鹽進入者係進口非生產：食用鹽新進入者不事生產、不具規模，以進口貨蠶食市場。
- 2、曬鹽進入者係本業外兼營：東南鹼業是一例。
- 3、臺鹽公司喚起大家注視美容保養市場後，各大公股企業競相投入。國營台酒、台糖、中油競相加入美容保養品市場，民間企業則有台塑。

二、替代品的威脅

- 1、曬鹽被再生鹽、芒硝取代：劣質工業廢棄物取代優質曬鹽一直是個問題。
- 2、普通精鹽被進口鹽取代：普鹽已經大幅降價迎戰。
- 3、保養品、保健品競品多：完全競爭市場，每年多次促銷戰，廣告費用大。

三、產業內競爭者

- 1、鹽品競爭者不大，但蠶食戰術靈活。
- 2、包裝水競爭者眾，臺鹽產品優。
- 3、美容保養品、保健品完全競爭。

四、供應商的力量

- 1、進口曬鹽價格掌握在供應商：進口曬鹽成本結構含散裝貨運輸及鹽本身。澳洲曬鹽品質好，隨著「金磚四國」¹⁷工業發展需求，鹽價上漲、散裝貨運輸過去十年波羅的海指數走多頭，進口成本將持續上揚。
- 2、石油價格在高檔、天然氣價格持續走高：包材 PE 膠膜、聚酯粒、紙箱、天

¹⁷ 「金磚四國」指中國、印度、巴西、俄羅斯。

然氣價格易漲難跌。

五、客戶的力量

- 1、國產食用鹽品質好、價格低：政府抑制物價上漲，食用鹽近二十年末端價格未調漲，1kg 包裝每包 15 元。
- 2、民營化後鹽品銷售區域因鹽商競爭而打亂：民營化後及「鹽政條例」取消臺鹽公司始投入市場經營，因應客戶端的意見及需求，臺鹽公司相當努力。
- 3、進口曬鹽市場競爭激烈：由於法令不彰，有些廠商以劣質再生鹽加入曬鹽市場做價格競爭。國營時代政府即已開放每年需求逾三萬噸之業者自行進口，市場競爭激烈。
- 4、少數食用鹽供銷商轉賣大陸鹽：顯然，台、日、韓僅有的高級食用鹽的觀念並未在一些鹽商建立起觀念，轉賣大陸鹽著眼於價格競爭。
- 5、美妝保養、保健領域不同於鹽品：相對於鹽核心產業，美妝保養、保健非民生必需品，此一市場較類似高檔消費品領域，市場競爭激烈。

3.6.2 SWOT 分析

臺鹽公司內在的特質與能力

一、優勢：

- 1、食用鹽市占率約 80%，國產食用鹽與日本同級，精製海鹽是一等一的好鹽
- 2、包裝飲用水質佳、口感好、高品牌度¹⁸
- 3、自創「綠迷雅」市占率曾達 15%，屬產品力強的保養品
- 4、財務狀況仍佳
- 5、研發能力佳，膠原蛋白業界領先，原料應用力強
- 6、自己即是製造商、具備代工能力

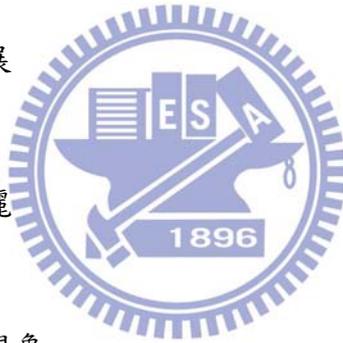
二、劣勢

¹⁸ 2009 第三季包裝飲用水大調查 (emailcash 市調網 <http://www.emailcash.com.tw>)

- 1、食用鹽高品質低價格，背負政策責任無漲價機制
- 2、食用鹽、包裝水之包材 PE 膠膜、聚酯粒、紙漿價格無法掌握
- 3、海外曬鹽供應價格掌握在供應商
- 4、載運曬鹽散裝貨運輸價格是變動的
- 5、天然氣價格易漲難跌
- 6、鹽品市場無成長性¹⁹
- 7、自營通路少，食用鹽品透過供銷商，美妝品透過加盟通路銷售且營業模式中
通路管理衝突、經營通路能力待加強以面對外來環境之挑戰

三、機會

- 1、飲食安全受到重視
- 2、「海洋水」正在發展
- 3、膠原蛋白市場還在發展
- 4、保健食品更被重視
- 5、消費者注重健康、美麗



四、威脅

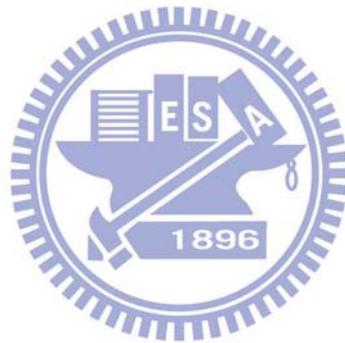
- 1、食用鹽市場有被蠶食現象
- 2、膠原蛋白市場新競爭加入
- 3、保養品界促銷頻繁，廣告媒體頻道多、費用增加，效益降低
- 4、進入市場門檻不算高，台糖、台酒、中油都在做美容保養品
- 5、保養品的消費者喜新厭舊²⁰

從臺鹽公司民營化前後所用轉型策略來看，第二階段轉型期對經營策略有全面性的思考，以「通路、品牌、研發」為最高戰略，對「人員、組織文化」灌輸「以客為尊」服務業的競爭觀念，「創新」、「差異化」是企業永續經營的法寶。較諸於第一階段轉型期時家大業大投資於十餘種無關聯產業，導致備多力分無力

¹⁹ 食用鹽需求彈性為零，工業曬鹽因廠商外移需求下降。

²⁰ 就是要美麗 62 頁，轉型賣化妝品的國營企業，如臺鹽、台糖陸續傳出獲利佳音，吸引眾多生技業者投入。國內廠商即便賺了錢，也還看不出可長可久的營業模式。

經營的窘境。民營化後已無大型資本性支出，然而，從營收來看卻能創新歷史高峰，顯見，民營化後各項轉型策略運用確實帶來可觀效益，這些策略也都具備典範轉移的價值。經五力分析、SWOT 分析，雖然營收衰退四年，僅存的「海化」、「生技」雙核心事業也仍有可為。



第四章 臺鹽公司民營化前後財務績效之比較分析

臺鹽公司的財務特性是規模不大，臺鹽公司化以來，從民營化前以鹽品為單一核心營收最少都還有二十億元之譜。「第二階段轉型期」成功地將膠原蛋白轉型為保養品及保健品衝高營收，其後諸多原因造成營收衰退，2008年營收才保二十億不破。也就是國營時代資本額二百餘億元，股東權益甚至達伍百餘億，然而，每年營收才二十餘億元，規模不大。

失去「鹽政條例保護」本業負成長，從營收衝高時靠著多重產品組合，衰退時幾近跌破單一核心時的營收，顯見，原本單一核心的營收衰退嚴重。不管是銷量減少或是價格降低造成，都顯現出民營化後鹽本業負成長的特性。

臺鹽公司另一個財務特色是不舉債，財報顯示 2007、2008 無負債。財報顯示 1998~2005 年有較高之負債比，其實是舉債購買基金，顯示此類理財活動一直是公司重要的營運活動之一。較低負債比的年度其負債係營業負債，也就是無金融負債的年度。2008 年每股盈餘轉為負數即肇因理財之金融資產損失 226 百萬元。

為了對個案公司全貌及民營化前後各時期公司的狀況進一步了解，對蒐集到財務報表資訊儘量以 TEJ 或公開觀測站原始數據呈現，特別之項目再以原數據套入公式計算，必要時則以公告之財務報告書之數據作計算。由於個案公司係 1995 年改制為公司並於 2003 年上市，公開財務資料資訊的取得相當齊全，1995~2002 年則缺乏較細部之資訊，但供本研究在兩階段財務績效之比較得資訊尚稱完全，沒有細部資訊影響不大。

4.1 臺鹽公司民化前後營收結構分析

民營化前營收結構原本很單純就是以鹽為主力品項再加上清潔用品，即便後來如火如荼進行科技廠、生技廠的設廠及營運，因為尚未竣工投產或營運尚未上

軌道、營收規模尚未擴大，財報上顯示的營收品項為「其他」。

民營化後營收結構變化就相當大，增加了美容品、資訊產品、保健品，包裝飲用水則先列入「其他」，所以「其他」營收金額也相當高。產品別統計營收之方式最可以對公司整體概況做一了解，營收的起落也可以看出公司對每項產品所可能採取之策略或是說投入多少資源。所以，分析臺鹽公司財務報表先了解該公司營業品項內容。

一、鹽品營收

鹽品營收概分四大類：進口曬鹽、高級精鹽、普通精鹽、多樣化鹽品。進口曬鹽是用以代替國內自產曬鹽以供應給工業用戶使用居多，這部份政府已開放給年需求逾三萬噸者自行進口。食用鹽部分，「鹽政條例」2004年2月取消，市場衝擊情況看來是：低價進口鹽打不倒臺鹽的高品質的高級精鹽，轉而供應給工業用戶而打擊到臺鹽的普通精鹽。從表4產品別營收結構看鹽產品營收絕對金額從2003年的21.23億元次年即降為16.37億元，原因就出在因應外來低價鹽品的競爭採取降價銷售導致營收金額大幅下降。外來低價鹽品的競爭導致市場的流失及臺鹽公司降價銷售因應競爭的雙重打擊之下，營收金額到2005年再降為12.72億，營收金額才穩定下來，這個金額到2008年都還穩定。顯然，第二階段轉型期在無「鹽政條例」保護的情況下鹽品經營績效落後於第一階段轉型期相當嚴重。

即便鹽產品營收遽降百分之四十，臺鹽公司仍堅守鹽核心的本業。傳統期留下來最好的資產就是精製海鹽「高級精鹽」市佔率約尚有百分之八十，依然是獨占市場的局面。「多樣化鹽品」則是第一階段轉型期開始的鹽品，第二階段轉型期仍有守著鹽核心及高單價食用鹽商品。因為鹽品自由化導致鹽品營收降幅達百分之四十幾近是折半，如此大幅度的營收短少對任何一家企業都會是很大的壓力。

二、清潔用品

表4第二項產品「清潔用品」也是第一階段轉型期就有的產品，在第二階段的2003~2005年連年成長到2006年才衰退下來。本項產品處於完全競爭狀態，

這就得說到「差異化策略」。第二階段轉型期臺鹽公司所謂『鑽石理論』²¹-最低價格、最高品質、最快服務、最大特色（差異化）加上速度，最大特色就是「差異化策略」。就是說，在民營化之後衡量公司狀況與競爭者的競爭方式不採「成本策略」，而是以「創新」做基礎，走「差異化策略」的企業核心價值。看似普通的「清潔用品」有它去角質或保溼的功能，洗髮精有去角質再生新髮的傳說，曾經創造過產品暢銷的紀錄。

三、包裝飲用水

「海洋生成水」始於2002年，臺灣最好的包裝飲用水「海洋鹼性離子水」在2004年推出之後銷量不斷增加，2005年銷量達到高峰，該品項一開始因為量還不大就歸類到「其他」。表4「其他」欄金額達441,701仟元，實際上也包含大量「海洋鹼性離子水」包裝飲用水，但包裝水於2006年方才單獨揭示，2004-2007年事實上「海洋鹼性離子水」包裝飲用水表現不俗。

臺鹽公司所產包裝飲用水獨具特色，水體來自於海洋，是臺鹽通霄廠員工於「海洋生成水」推出一段時間之後，創意發想而提案生產「海洋鹼性離子水」，也是實質的「創新」及「差異化策略」的產物。2004年推出因為水體品質佳、口感好、熱水充填食用安心而大賣且品牌經營維持得不錯，到目前為止，變成一支長效型商品。2008年金融海嘯發生後的，這支水出貨量超越2008年，不受景氣寒冬影響。

關於「海洋鹼性離子水」的市場情形，陳致潔（2008）²²研究結論：「發現：（一）消費者對於所購買之「台鹽包裝飲用水」的品質是呈現高度滿意的結果。（二）當顧客對「台鹽包裝飲用水」滿意度愈高時，對於消費者的再購買意願有正向影響。」。

「值得注意的是，最近幾年才搶進包裝飲用水的海洋水品牌，如「台鹽海洋鹼性離子水」、「TAIWAN YES 100%深命力海洋深層水」、「統一PH9.0鹼性離

²¹ 點鹽成金，89頁。

²² 陳致潔（2009），顧客滿意度及再購買意願實証探討-以臺鹽公司包裝飲用水產品為例之摘要

子水」表現不俗，甚至贏過進口高價礦泉水，顯示以海洋水為號召的品牌，已經開始悄悄分食包裝飲用水市場；其中又以「台鹽海洋鹼性離子水」表現最好，是台鹽成功轉型的代表作之一，在此次調查排第四位，緊追「泰山純水」之後。」²³，康健雜誌2008年4月及2009年3月號「健康品牌大調查」，在激烈的競爭中臺鹽「海洋鹼性離子水」連續二年拿下包裝飲用水類品牌第一名。

表 4 產品別營收結構表

單位：佰萬元

年度	2003	2,004	2,005	2006	2,007	2,008
鹽產品 (%)	2,123(61)	1,638(44)	1,272 (43)	1,252 (47)	1,284 (55)	1298 (62)
清潔用品 (%)	153 (4)	179 (5)	170 (6)	119 (4)	81 (4)	74 (3)
包裝飲用水 (%)				343 (13)	325 (14)	243 (12)
美容品 (%)	639 (18)	1062 (28)	645 (22)	380 (14)	213 (9)	207 (10)
資訊產品 (%)	325 (9)	378 (10)	155 (5)	287 (11)	190 (8)	46 (2)
保健商品 (%)	31 (1)	159 (4)	255 (9)	148 (5)	94 (4)	106 (5)
其他 (%)	237 (7)	319 (9)	442 (15)	164 (6)	149 (6)	132 (6)
合計	3,508	3,735	2,939	2,693	2,336	2,106

註：括弧為佔該年度營收比率，資料來源：本研究整理

四、資訊產品

表 4 揭露「資訊產品」指的是南科廠的感光鼓，2003~2004 年都有三億餘元的營收，這個事業體有逾十億元的投入但良率一直沒有起色。經營資訊商品的嘗試算是一個挫敗的經驗，2007 年底決議退場。我們也只能肯定 2003~2004 年營收方面應該是策略奏效，說的是「用對的人上車」即具執行力的人，就是戰技良好所以不易經營的環境下把業務成長到一個程度。

伍、美容保養品與保健品

第二階段轉型期的重點事業體就是在「美容保養品與保健品」。開創將生物醫療級膠原蛋白拿來做保養品是臺鹽公司一項創舉，臺鹽也首開先驅，將生物醫療級膠原蛋白拿來做保健品原料之一。美容保養品與保健品加上清潔沐浴用品供

²³ 2009 第三季包裝飲用水大調查 (emailcash 市調網 <http://www.emailcash.com.tw>)

貨廠就是生技一廠、二廠、三廠。三大類產品在 2004 年銷售高峰時佔營收 37%，金額達 1,400 百萬。2005 年三大類產品仍佔營收 37%，但營收金額已降為 1,070 百萬。營收在 2004 年達高峰，此後，不但營收金額下降，該三類商品占營收比也持續探底，2008 年僅佔 18%，金額 386 百萬，為極盛時期的金額減掉十億。

對於原本即將停擺的生醫材料改變用途用作化妝保養品為公司帶來絕對高額營收、相對高毛利、創造品牌、創立加盟通路，領先業界並擦亮臺鹽招牌，提高鹽公司獲利能力及曝光度。也就是說，美容保養品與保健品帶來臺鹽公司轉型成功的喜悅，是臺鹽名利雙收的功臣產品，這樣的盛況，靠保健品再撐住一年。

這個重要的事業是「聚焦策略」的重要核心事業，新跨入美容保養品事業，臺鹽公司沒有通路、沒有廣告預算，所以運用了「相關多角化」建立了幾家直營店之後再大舉設立加盟店通路。事業體的垂直整合，為臺鹽「綠迷雅」的保養品販售提供了最大的銷售管道。本土第一支進駐百貨專櫃品牌的「綠迷雅」則是透過代理商策略聯盟。「綠迷雅」的第一支廣告請了十二位立法委員代言也是創舉，在沒有編列預算之下透過名人使用過後的實際代言意外創造了話題及業績。

膠原蛋白事業的發展具體實現了「風箏理論」²⁴的品牌、研發、通路及生產交互運用並且展現了令人欣喜的成果。這樣的狀況從 2003 年始，2004 年創下 37.34 億歷史高峰，2005 年整體營收已經巨幅衰退，因為靠新品推出，美容保養品與保健品才維持讓營收下降減緩的局面。當然，化妝品的營收衰退是臺鹽營收創高峰後衰退的主因，至於化妝品的衰退原因，藍明松（2006）²⁵的研究認為有十大原因，主因是行銷規劃未周全而急著衝量。路·葛納斯（Lois V.Gerstner Jr.）在經營 IBM 公司轉型時說：「只在意營業收入，也會導致企業犧牲長期的競爭力量，以換取最高的短期業績」。IBM 做了一些抑制營業收入的措施，臺鹽公

²⁴ 點鹽成金，86 頁。

²⁵ 藍明松（2006）「臺鹽公司產品行銷通路績效評估之研究」研究結果發現：「由於綠迷雅化妝品行銷策略未妥善規劃即快速衝量導致產生許多後遺症。尤以各通路商進貨成本差異、違規鋪貨與市場重疊、削價競爭最為嚴重，加上台塑、台糖等大公司亦另創化妝品牌加入競爭，因此，營業額大幅滑落。」

司可能因希望快速展現成效而如藍明松(2006)說的通路價格混亂而導致營收衰退。

六、其他

「其它」項裏的營收金額一樣是 2003~2005 年從 2.37 億成長到 4.41 億，其實也是包含了很多的「創新」及「差異化策略」。例如，七股鹽山的「不沉之海」因為生苦滷池比重高人不沉下去，因為「創新」及「差異化策略」吸引很多遊客前往參觀，也為小小一家「臺鹽生技鹽山店」創造年營收將近億元的紀錄，該店除臺鹽產品外的商品銷售就是歸類到「其他」。

臺鹽公司兩階段整體營收經由 Wilcoxon 雙尾檢定，Wilcoxon 檢定 R 值為 $37 > R_L = 36$ ，不拒絕 H_0 的假說，顯示第一階段轉型期營收績效與第二階段轉型期營收績效沒有不同。再以 Mann-Whitney U 檢定 p 值計算及查表後得 p-value 為 $0.027 < \alpha = 0.05$ ，拒絕 H_0 的假說。兩檢定結果不同，經以目視檢測後因整個期間營收較高，採用 Mann-Whitney U 檢定 p 值較適當，即肯定第二階段營收優於第一階段。

表 5 事業線別營收比例結構

年度	2003	2,004	2,005	2006	2,007	2,008
海化事業 %	61	44	43	60	69	74
生技事業 %	23	37	37	23	17	18
其他(%)	16	19	20	17	14	8

資料來源：本研究整理

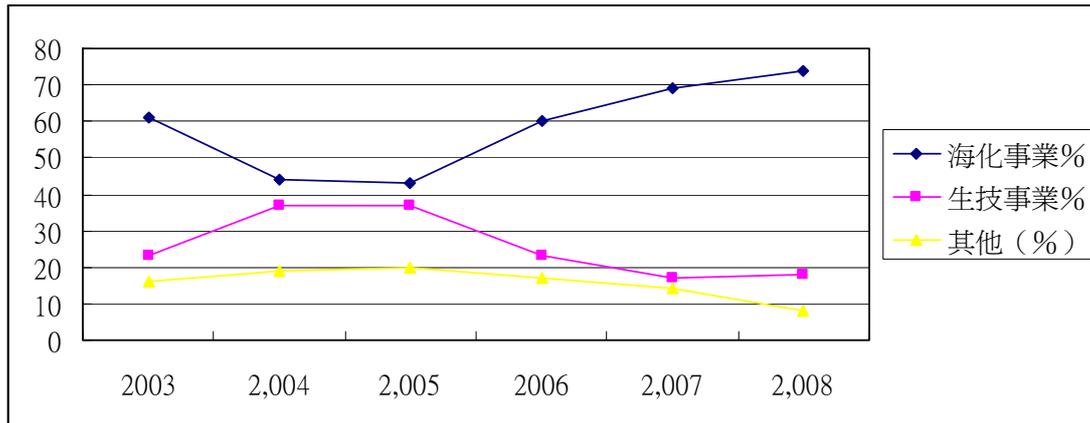


圖 4 事業線別營收比例結構

個案公司連續四年營收衰退，甚至下滑回到 1995 年的營收水準，本研究將上述產品別依事業線別歸類，鹽、水歸為「海化事業」，美妝、保養、清潔沐浴品歸為「生技事業」及「其他」計算其占營收比例如表 5 所示，其營收比例逐年變化則如圖 4。

民營化後一開始海化事業所占比例往下走，走平之後於 2005 起因為「海洋鹼性離子水」加入把海化事業營收比例拉高；生技事業在民營化後營收比上升快速 2004~2005 年佔營收達 37%，2005 年開始衰退是個案公司營收連續四年衰退的主因，營收比例降至谷底。

4.2 財務結構比較分析

本項目因以目視即可辨認第二階段長期固定比較優，負債比則因係無負債公司所以不做檢定。臺鹽公司雖已經民營化，但仍歸屬「公股企業」，公股企業的特色就是資金充裕、不舉債經營。表 6 顯示 2002~2003 年有高比例負債，其實，是融資從事購買基金的金融理財活動，臺鹽公司仍算是無負債公司。長期資金占固定資產比例也因為自有資金充足每一年度都逾 100%，第二階段時期比率更高，顯示臺鹽公司財務結構良好。第二階段會較好係因應民營化及上市，資產減資繳庫僅留下營業用的核心資產。當時為顧及營業週轉的需求及營收獲利可以用財務考核績效的適當規模，希望營運可以創造較高的 EPS，使投資法人願意長期持股。

表 6 財務結構分析

時期	年度	負債比率 (%)	長期資金佔固定資產比率 (%)
第一階段轉型期	1995	2.26	109.41
	1996	2.36	110.51
	1997	3.20	164.28
	1998	8.88	125.69
	1999	11.95	113.68
	2000	9.22	112.44
	2001	12.04	108.10
第二階段轉型期	2002	73.23	193.95
	2003	36.22	147.02
	2004	20.24	161.23
	2005	11.83	170.17
	2006	6.66	196.25
	2007	5.26	213.40
	2008	4.60	229.11

資料來源：本研究整理

4.3 償債能力比較分析

表 7 數據顯示，承襲自國營企業的優良財務結構，2006~2008 年無金融負債，利息支出率為零。一般而言，臺鹽公司並沒有因營業資金需求而向金融機構舉債。負債比率顯示 1999-2005 年有借款，從財務報告書得知係理財性資金的金融負債利息支出，該期間的金融負債將負債比拉高。

就償債能力而言，以無負債公司而言檢驗此一項目意義不大，到目前為止流動比率、速動比率仍相當好，遠高於一般標準的 2 倍、1 倍之上非常多。所以，臺鹽公司對於少量負債比的營業負債償債能力無虞。但兩種檢驗結果稍有不同，流動比率、速動比率的 Wilcoxon 檢定臨界值 R 值檢定不拒絕 H_0 假說，但 Mann-WhitneyU 檢定 p 值分別都為低於 0.05 的顯著值，以目視檢視認定民營化後優於民營化前，但因該公司屬無負債公司這個檢定結果意義並不大。至於平均收帳天數、平均售貨天數及經營能力的現金週期 (日) 兩種檢定結果也是不同，經過目視檢定認為係民營化前優於民營化後。會有這樣不同結果係因大部分的產

表 7 兩階段財務分析檢定項目總表

	檢定項目	Wilcoxon 檢定臨界值	Wilcoxon 檢定臨界值 R 值	Mann-Whitney U 檢定 p 值	顯著與否
償 債 能 力	流動比率 (倍)	[36, 69]	37	0.027	是
	速動比率 (倍)	[20, 45]	34	0.037	是
	平均收帳天數	[13, 35]	28	0.003	是
	平均售貨天數	[13, 35]	28	0.003	是
	應付帳款付現天數	[13, 35]	24	0.536	否
經 營 能 力	現金週期 (日)	[13, 35]	29	0.006	是
	淨值週轉率 (次)	[27, 57]	21	0.001	是
	總資產週轉次數	[27, 57]	21	0.001	是
	固定資產週轉次數	[27, 57]	21	0.001	是
	營運資金週轉率 (倍)	[27, 57]	22	0.001	是
營 收	營業收入	[36, 69]	37	0.027	否
	每人營收	[36, 69]	30	0.001	是
	每人營業利益	[36, 69]	41	0.082	否
獲 利 能 力	ROA 稅前息前折舊前%	[20, 45]	16	0.003	是
	淨值報酬率—稅後%	[27, 57]	40	0.418	否
	營業毛利率	[36, 69]	44	0.159	否
	稅後淨利率	[36, 69]	37	0.027	否
	業外收支 / 營收	[20, 45]	34	0.111	否
	每股稅前淨利 (元)	[36, 69]	49	0.355	否

資料來源：本研究整理

品銷售民營化前都是先收款才出貨，由於民營化前後兩個比較期間銷售品項結構

有極大差異，不同產品銷售天期不相同。原本的鹽產品市場經營穩定，第二階段新加入保養品、保健品、包裝水因屬消費性產品平均收帳天數及平均售貨天數較長。以 Mann-Whitney U 檢定 p 值顯著，是可採信的檢定結果。應付帳款天數短也是因為公股企業購料付款係交貨完成驗收即付款，所以天期都很短，兩個比較期間無差異，檢定結果相同。

4.4 經營能力比較分析

臺鹽公司因應民營化而減資上市，減資就已經影響到淨值；民營化後新加入多種消費產品的產銷，不同的營收規模也影響多個週轉率指標。其實，即便是民營化前以鹽品經營為單一核心產業，因為是國營企業，購鹽都是以現金交易，經營能力數據應該都是不錯。這樣的資訊顯示：不只是鹽品擔當「現金牛」的明星產品，民營化後將「膠原蛋白事業」帶入營收高峰數年期間也是扮演「現金牛」明星產品的角色，所以，獲利能力分析表顯現出穩定的數據。

民營化前後經營策略不同，用 Wilcoxon 等級和檢定兩階段五個經營能力指標。現金週期的雙尾檢定 R 值 29 仍在 Wilcoxon 檢定臨界值 [13,35] 之間，不拒絕 H_0 。另外四項指標檢定 R 值都在 Wilcoxon 檢定臨界值的左邊，就是雙尾檢定拒絕 H_0 ，左尾檢定 $21 < 27$ ，拒絕 H_0 。顯示兩階段五個經營能力分析指標除現金週期於上項償債能力已經分析過之外，另外四項經營指標第二階段優於第一階段。

另外對員工營運績效作分析及檢定，數據顯示第二階段每人營收績效優於第一階段，每人營業利益在第二階段 Wilcoxon 檢定 R 值 41 在 Wilcoxon 檢定 R 值 [36, 69] 範圍內，顯現雖優於第一階段低點臨界點，但沒明顯跳脫其範圍。

Mann-Whitney U 檢定 p 值也可得相同結果

4.5 獲利能力比較分析

本研究對獲利能力選擇了六個項目評估績效及檢定，獲利能力很明顯地，在第一階段轉型期仍是國營時期的期間獲利能力就是比較差，2002 年開始執行新的轉型策略明顯地開始好轉。這裡首先可以肯定地說，2002 年開始的節流發揮效用，使獲利能力脫離 2000~2001 年的低迷狀況。

以各項獲利能力來看，第二階段民營化的前幾年 2002-2005 年明顯優於其前的各年度，營業毛利一樣也是拉開成本而有較高之比率，但與其它各項報酬率數倍成長相對顯得沒有預期中的高毛利。研判應該是經營美妝品消費者市場雖然帶來相當高的獲利相對要投入的費用也高，另一方面民營化之後鹽品獲利率下降過速也抵消了新產品對獲利的貢獻，能把毛利拉高至此等水準已是難能可貴。

再以無母數檢定來看，檢定兩個階段全期僅第一項稅前息折舊前 ROA 的 Wilcoxon 檢定 R 值為 $16 < R_1 = 20$ ，顯示第二階段稅前息折舊前 ROA 優於第一階段，其餘五個項目並無明顯優於第一階段。這樣的比較結果很符合兩階段發展的狀況，第一階段因為執行「複合式多角化策略」時值執行多項資本性支出預算，在執行預算後並未開始量產獲利，導致第一階段原本獲利較差並未得到新投資的助益，但是，此階段的執行的投資均將於第二階段執行「聚焦經營策略」做調整與折舊之攤提。顯然第二階段攤提第一階段時期的投資折舊，導致雖然稅前息前折舊前獲利優於第一階段，但其餘五項目在計入折舊後的數據經檢定均落於 Wilcoxon 檢定臨界值範圍內，顯示第二階段獲利沒有明顯優於第一階段。經研判差別在折舊前後，第一階段因折舊量少，第二階段折舊量大。

淨值報酬率亦有相同狀況，1996~2001 年稅後報酬率偏低，2002 年開始到 2004 年逐年走高。營業毛利率從 2001~2005 年有不錯的毛利，2002~2005 年很容易理解，因為創新思考將膠原蛋白事業帶進新領域，創新營收以及獲利的高峰。但 2001 年毛利便已經先顯現較佳之狀況到是難能可貴。

這樣的訊息顯示：2002 年開始執行的轉型策略「聚焦經營」，為臺鹽公司帶來新觀念、新事業領域以「開源」，但在支出方面真的是「節流」。此時的聚焦經營正好來得及將以往過度擴張的「複合式經營、多角化事業」做一個修正。

臺鹽公司的獲利能力受到經營策略影響起起落落，但看他的獲利情形還得看他的獲利來源結構，才不致偏頗。表 8 整理出臺鹽公司獲利來源結構，目視檢測發現第一階段 2000 年之前營業利益在 1996 年 2.28 億佔獲利來源 97% 最高之外，有 4%、25%，也就是，第一階段轉型期間營業利益只佔其獲利來源的一部分。營業外的收入與支出數字大顯示營業外的活動也是臺鹽公司重要的營運活動。

第二階段則大不同於民營化前，營業利益通常都佔獲利來源較高之比重，甚至於業外支出大於業外收入之虧損得用營業利益彌補，2008 年營業利益甚至不足彌補當年度虧損而造成臺鹽公司經營史上第一度虧損。

表 8 獲利來源結構分析

單位：仟元

時期	年度	營業利益 (%)	營業外收入合計	營業外支出合計	本期稅後淨利	每股盈餘 (元)
第一階段 轉型期	1995	214,673 (25)	-	-	873,703	8.91
	1996	228,595 (97)	-	-	236,674	0.06
	1997	192,720 (4)	4,962,953	424,645	4,404,150	1.09
	1998	173,962 (19)	1,031,966	209,063	897,982	0.22
	1999	403,405 (42)	1,115,412	446,015	970,469	0.42
	2000	133,214 (51)	434,195	291,163	261,792	0.11
	2001	501,795 (183)	520,357	731,141	273,538	0.12
第二階段 轉型期	2002	416,889 (85)	318,841	237,646	489,277	0.17
	2003	842,104 (371)	406,118	164,657	226,738	0.9
	2004	1,150,198 (112)	243,565	137,915	1,030,257	3.9
	2005	506,774 (3279)	125,140	584,429	15,455	0.06
	2006	264,067 (77)	135,933	62,191	342,335	1.23
	2007	135,241 (287)	85,863	145,518	46,990	0.17
	2008	238,168 (-179)	52,648	302,517	-132,841	-0.48

註：括弧內數據為佔本期稅後淨利之比率

獲利來源結構顯示民營化前業外收入較多，民營化後則是業外支出較多。數據顯示，第一階段轉型期因為業外收入在各年度之間穿插補強獲利，讓臺鹽公司在政府機構背景之下仍得以用財務績效對其經營績效考核時 EPS 值都能維持正值。相對地，業外支出各項目也可能減損，2008 年受金融海嘯波及出現 2.26 億元的投資跌價損失，數據顯示看臺鹽公司民營化後數年仍須背負第一階段過度投資的資產減損或執行退場機制而降低獲利，2008 年因投資基金的理財活動造成虧損。

業外收入與業外支出在第一階段轉型期間為重要的營運活動，第二階段承襲以前在民營化的年度前後仍有近一個資本額的資金投入。以比例原則來看，這部分應該要有如同以前年度的收益績效貢獻或是一個資本額的貢獻度，避開系統性風險或是避免投資部位曝險是必須的。因為業外收入與業外支出在民營化後造成的影響高於民營化前，但造成的因素又是來自於民營化前，加上民營化後競爭策略執行上不完善等因素使得每年稅後淨利起起落落極不穩定。



4.6 市場面評價分析

臺鹽公司在 2003 年 11 月 18 日上市，本研究將以法人持股、臺鹽公司重大事件時股價波動情形以及 P/E、P/B 來說明市場上對臺鹽公司評價進行討論。

一、法人持股與報酬率

臺灣的股票市場從早期散戶投資人佔九成經過多次空頭市場洗禮之後，散戶投資人逐漸減少到約僅佔三成，外資、投信、自營商佔市場比率則逐年提高，目前，主導市場的力量已是三大法人，尤其是外資力量更是強大。已經上市掛牌交易的公司通常都希望股票潛力被外資、投信、自營商相中，而且願意花錢投資並長期持股，也就是希望三大投資法人拿錢出來投資，當專業投資人而不介入經營權之爭。上市公司自己則努力經營提高獲利能力、為股東創造最大獲利。

表 9 顯示，2003 年始掛牌交易後公股持股率 40.65%，次年度在小幅配股後

股數增加，持股率小幅下降，政府雖然宣示公股企業將持續釋股，但對臺鹽持股也無第二次之釋出。民營化幾年來，政府也逐漸加深了解「食用鹽」的衛生與安全性以及臺鹽國產食用鹽對國民健康的貢獻，提供給全民優良鹽品是政府也必須承擔的責任，因此，政府無再釋股計畫。

三大法人持股在 2003 年掛牌交易時持股達 31,649 仟股佔股權 12.66%，如表 9 所示，當年臺鹽個股年報酬率達 55.5%，次年度持股率尚有 8.79%，當年股價也有 43.52% 報酬率。隨後數年法人持股率極低，顯示三大法人持股意願極低。

圖 5 顯示，法人高持股的兩年股價報酬率表現良好，尤其，法人減少持股時臺鹽股價跌速加快。法人減少持股後 2005 年個人持股率急速增加，股權結構除官股外剩下散戶個人持股，少了法人持股股價報酬率波動度也減弱了。

表 9 法人持股比重

單位：仟元

年 度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
股本（張數）		250,000	264,473	278,095	278,095	278,095	278,095
政府機構 （%）	250,000 (100.00)	101,617 (40.65)	101,617 (40.65)	109,480 (39.37)	108,937 (39.17)	108,138 (38.89)	108,135 (38.88)
本國金融機構 （%）	0	3,918 (1.57)	5,232 (2.09)	970 (0.35)	280 (0.10)	593 (0.21)	187 (0.07)
本國信託基金 （%）	0		3,689 (1.48)	26 (0.01)	6 0.00	162 (0.06)	30 (0.01)
本國公司法人 （%）	0	27,731 (11.09)	13,061 (5.22)	6,194 (2.23)	4,049 (1.46)	4,322 (1.55)	3,690 (1.33)
本國其他法人 （%）	0			127 (0.05)	141 (0.05)	106 (0.04)	51 (0.02)
法人合計 （%）		31,649 (12.66)	21,982 (8.79)	7,317 (2.63)	4,476 (1.61)	5,183 (1.86)	3,958 (1.42)
本國個人	0	116,734	88,198	160,929	161,661	161,328	158,375
當年底年股價報酬率（%）		55.60	43.52	-42.10	-6.39	13.15	-34.56
股價指數年報酬率（%）		32.3	4.23	6.6	19.48	8.72	-46

註：括弧內為估發行股數的比率，法人不包括公股

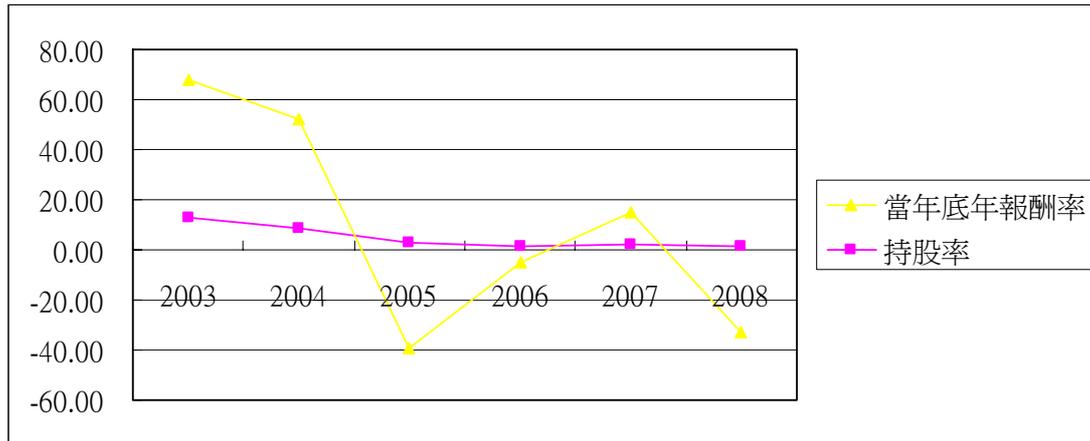


圖 5 法人持股率與股價報酬率

資料來源：本研究整理

再將臺鹽公司個股與市場股價指數報酬率比較繪圖如圖 6，從顯現的折線圖看來，大盤跌時它跟著跌，大盤漲時它上漲幅度又較大盘低，股性上顯與市場加權股價指數趨勢相同，但與市場加權股價指數乖離值不大，亦即股價爆發力不足，符合股權結構顯示法人股東占比率極低的狀況。

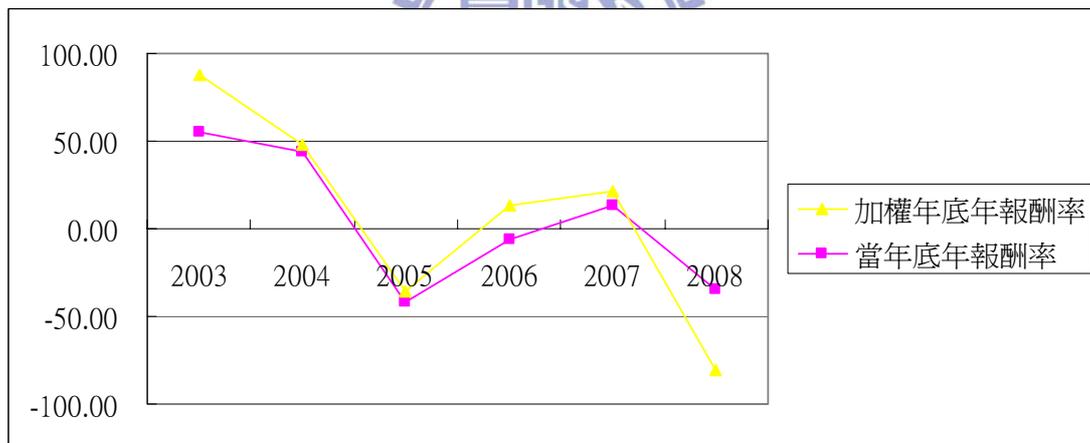


圖 6 臺鹽個股報酬率與市場股價指數報酬率圖

二、股價與重大事件關係分析

事件	報導日期	內容
一	93.7.12	有關「中國時報」報導「臺鹽前老總登陸打對台，並於上海成立聯格生技，膠原蛋白生產技術及產品幾與臺鹽一樣」
二	94.8.16	公告臺鹽公司董事長異動
三	96.11.27	公告臺鹽公司董事會通過總公司遷移至本公司研發中心大樓，原總公司基地約 2,229.72 坪，本公司將配合台南市政

府正規劃變

四 97.10.1 公告臺鹽公司董事及董事長異動

資料來源：公開資訊觀測站，本研究整理

表 10 事件與股價分析

事件	事件一			事件二			事件三			事件四		
	R_i	R_m	R_i-R_m	R_i	R_m	R_i-R_m	R_i	R_m	R_i-R_m	R_i	R_m	R_i-R_m
t=-5	-1.18	-1.51	0.33	-1.34	0.00	-1.34	0.21	0.00	0.20	2.76	1.17	1.58
t=-4	-0.48	1.30	-1.78	-0.39	-0.36	-0.03	-1.23	-2.27	1.03	0.77	-0.80	1.57
t=-3	3.50	-0.10	3.60	-0.97	-0.05	-0.93	-1.46	0.18	-1.64	-1.14	-1.17	0.03
t=-2	-0.77	-0.25	-0.52	1.18	-0.04	1.23	-2.75	-1.85	-0.90	-2.69	-2.16	-0.53
t=-1	0.26	1.13	-0.87	0.00	-1.67	1.67	0.22	2.23	-2.01	-5.93	-3.55	-2.38
t=0	-0.77	-0.33	-0.44	-0.58	-0.04	-0.54	-4.12	-1.79	-2.33	2.52	0.78	1.74
t=1	0.26	-1.27	1.53	-0.20	-0.01	-0.19	0.91	-1.19	2.09	1.23	-1.05	2.28
t=2	-0.78	-1.09	0.31	-1.18	-0.59	-0.59	4.48	2.06	2.42	1.21	0.68	0.54
t=3	0.26	-1.44	1.70	-1.98	-0.74	-1.24	1.07	1.65	-0.58	-4.00	-4.12	0.12
t=4	0.26	-0.73	0.99	0.00	0.77	-0.77	-1.49	-0.03	-1.46	-3.33	0.34	-3.68
t=5	1.55	-0.24	1.79	0.00	-0.18	-0.18	1.94	0.79	1.15	-5.17	-5.76	0.59
[-5~5]	2.11	-4.53	6.65	-5.46	-2.92	-2.55	-2.22	-0.21	-2.01	-13.78	-15.64	1.86

資料來源：本研究整理

註：t=0 為事件發生日，t=-5 表示事件發生前五日，餘類推。

R_i 為臺鹽公司個股日報酬率， R_m 為市場股價指數報酬率。

R_i-R_m 為臺鹽個股與市場股價指數日報酬差額，

[-5~5] 為事件期間之累計報酬率。

為了對個案公司股性進一步了解，蒐集從上市以來到 98.12.14 有關加權股價指數與臺鹽公司股價的日報酬率做相關分析。因為分析中除了事件本身對股價影響的報酬率之外，也與加權指數做關聯性比較。所以，關於效率市場與否、股市走空頭或是多頭的狀況暫時不予併入考量，簡化事件對個股造成的單日超額報酬或累計多日的超額報酬以可以對個案公司股性更進一步了解，選擇四事件如上。

事件分析如下：

事件一、原應為利空、事件當日也反應了利空、跌幅也超過市場股價指數，

累計前後各五日反而上漲超過市場股價指數。

評論：當日波動較合理，累計部分不合理。

事件二、當時更換負責人理論上來說是利空，事件當日也反應了利空、跌幅也超過市場股價指數，累計前後各五日跌幅超過市場股價指數。

評論：當日波動較合理，累計部分合理。

事件三：應為利多，事件當日未反應利多反而下跌、跌幅也超過市場股價指數，累計前後各五日跌幅超過市場股價指數。

評論：當日波動不合理，累計部分不合理。

事件四：應為利多，事件當日反應利多，漲幅也超過市場股價指數，累計前後各五日跌幅漲超過市場股價指數。

評論：當日波動合理，累計部分不合理。

以上四個重大事件來看市場對臺鹽公司股價反應，呈與預期方向相同，可惜強度較弱，通常股性活潑之個股出現重大利多或利空都能以更強的幅度來反應。畢竟臺鹽公司本業是鹽業，鹽業本身獲利狀況變化不大，很難能有更高的預期。因此，臺鹽股價穩定算是市場較能接受的狀況。



三、P/E、P/B 分析

市場上評價個股最簡單的方式就是 P/E、P/B 方式。

P/E：本益比 = 股價 / 每股稅後純益 P：每股股價 E：每股稅後純益
本益比是投入金額與報酬的概念，報酬愈高的股票值得投資人以較高的價格購入或投資。這裡指的報酬是 EPS，是配股配息所得的部份。

P/B 分析是股價淨值比，淨值指的就是財務報表上揭露的淨值，拿股價與淨值相比是除了看到市場給個股交易價值之外也更客觀與清楚一檔股票的帳面價值。

股價淨值比 = 股價 / 淨值

表 11 P/E、P/B 分析

項 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008
年底股價（元）	30.00	39.10	19.40	19.60	21.20	13.40
年底 252 日均價	92.11.18 上市	39.2	29.07	19.26	24.38	19.21
每股淨值（元）	29.32	29.67	24.81	25.03	23.85	22.86
EPS	0.9	3.9	0.06	1.23	0.17	-0.48
P/E	12.19	12.17	16.07	26.69	107.99	20.86
P/B	1.02	1.32	0.78	0.78	0.89	0.59

資料來源：本研究整理

表 11 P/E、P/B 數據來自 TEJ，2004 年為民營化以來 EPS 最高的一年，市場給予 12.17 的 P/E，其實還算穩健與合理。相較於電子績優股若有這樣的 EPS 股價可能更高，P/E 可能高到 30 市場都還覺得合理。2005 年後每年 EPS 都未達 1 元，市場給予 26.69 的 P/E，2007 年達 107.99 是不合理的，是 EPS 過低造成的。

P/B 若是等於 1 表示股價等於公司財務報表揭露的價值，高於 1 表示市場認為該公司尚有其它溢價，低於 1 則是有折價空間。表 11 顯示，2003~2004 股價高於帳冊價值，可能因公司美妝事業發展順暢給予投資人未來前景可期的願景，2005 年後都低於帳冊價值，可能是金融市場因素之外，投資人對該公司願景認同有所改變。

查臺鹽公司上市以來月 K 線圖，發現上市後五個月見高點，2007 年出現過為期八個月的中期反彈，不久又遇到金融海嘯波及股價再次探底。見高點之後的五年多的時間漲少跌多，都在其下降軌道間運動，近期正好在月 K 線的 60MA（即五年均值約為 21 元）之下盤整，頗有等待變盤味道。

4.7 財務綜合比較分析

本章以財務績效分析了民營化前後期間使用經營策略的結果，本節首先對前面的財務績效作綜合評論，再對未來提供可資運用的策略。

臺鹽公司從原本為鹽業生產的國營事業民營化轉型了近七年，無論用大股東、投資人、經營者的角度來看待都希望該公司能轉型成功，也關心營收與獲利

的成長性。

從營收角度來看，臺鹽公司的營收高峰是產生在第二階段 2003、2004 年，以較短期角度來看公司轉型相當成功。本研究比較兩階段期間整體營收來檢定顯示第二階段營收與第一階段並無很大差異，這從營收高峰後下滑後於 2005 相對於 2004 年還大幅衰退，2005~2008 連續四年的衰退，甚至下滑到 1995 年的水準可以得到印證。

雖然如此，可以確定的是，若民營化後無各種轉型策略導入拯救臺鹽，則因為失去「鹽政條例」保護後營收衰退了四成將變成年營收十餘億的小企業。因此就短期而言，光是生技產品的竄起就已經可以說是成功。就中期的財務角度而言，2003~2005 年之營收及財務數字變化來看，績效極佳，公司綜合運用各種策略其綜效也是成功的。即便拉長時間截至 2008 年度的數字顯示，連續性的營收衰退、市佔率減少及股價於淨值附近徘徊，因為成功地填補了鹽品市場流失的營收金額且營收都未跌破 1995 年之數據，所以，肯定地說民營化後的轉型策略還是成功的。

本業負成長是民營化初始即可預知的狀況，新發展的事業雖然快速成功卻沒有維持的力道。「綠迷雅」從零開始，快速地在第一年創造 6.39 億的營收、第二年 10.62 億是創造營收高峰的重要因素。但隨後逐年下滑到 2008 年僅剩的 2.07 億，也是造成營收衰退的重大因素。「綠迷雅」在 2005~2008 連續四年的衰退時間裡，鹽品反而止跌，四年均為持相同的營收水準 12.5-13 億之間。

美容保養品營收四年的連續衰退，這其中必定存在一些影響衰退的因素，也顯示其中存在問題的嚴重程度。探究原因，其實，那就是美容保養品業的特性，符合個案公司係從事美容保養品業的成長與衰退現象。但連續性衰退此處引述藍明松研究臺鹽公司關於美妝品研究的相關結論作說明。其研究結果找出來的十點問題的第八點：『美容保養品與保健食品之行銷通路屬複雜之「多重通路分配系統」，價格策略的擬定與通路的整合非常重要，處理良好事半功倍，增加銷售額與生產者及通路商之利潤，反之，造成削價競爭，市場紊亂現象。』

也就是說美容保養品的經營存在很多問題，才會導致連續四年的衰退。簡單地說，「研發、品牌、通路」三大戰略，因為「通路策略」中價格策略錯誤，導致「品牌強度」減弱，妨礙了企業的成長。引述藍明松研究結果旨在借用其找出來的十點問題，不在於認同其所建議之解決方法。至於未來是該採取何種方法經營美容保養品事業，或是說，是否來得及在營收衰退之時透視問題癥結而補救得宜，將會是再轉型時所需面對的問題。

財務結構，本項目因以目視即可辨認第二階段長期固定比較優，負債比則因係無負債公司所以不做檢定。償債能力經過檢定，在兩個階段裡並無太大差異，民營化時帳上留下大筆的保留盈餘，無負債經營讓臺鹽公司償債能力一直都很好，以 Wilcoxon 檢定兩階段相同，但 Mann-Whitney U 檢定 p 值更精確地說明平均收帳天數與平均售貨天數第一階段較優，如同表 7 經營能力檢定之現金週期是第一階段較優。原因在於第二階段加入多種消費性競品，經營性質不同於獨占市場的鹽品經營，貨款給與代理商不同程度的放帳所致。

經營能力檢定結果，除了現金週期外第二階段經營能力明顯優於第一階段。因此，經營能力較優是很明顯的。員工營運績效每人營收第二階段優於第一階段，營業利益則不然，此與美妝品衰退、鹽品調降價格都有關係。

獲利能力的檢定，顯示第二階段未提折舊的息前稅前優於第一階段，但攤提折舊後則第二階段沒有較第一階段優，也就是第一階段獲利能力其實也是不錯的。以核心事業而言，第二階段獲利能力優於第一階段。

由於個案公司連續數年衰退、甚至虧損、股價在低檔徘徊，為釐清其財務狀況特以 2003~2008 年度民營化後各年度財務數據，依照模型計算出財務預警結果如表 12 所示。Z-score 模型是以多變數的統計方法為基礎，以破產企業為樣本，通過大量的實驗，對企業的運行狀況、破產與否進行分析、判別的系統。經過大量的實證考察和分析研究的基礎上，從上市公司財務報告中計算出一組反映公司財務危機程度的財務比率，然後根據這些比率對財務危機警示作用的大小給予不同的權重，最後進行加權計算得到一個公司的綜合風險得分，即 Z-score 值。將

其與臨界值對比就可知公司財務危機的嚴重程度²⁶。

Z-score 模型判別函數模型如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.99X_5$$

$X_1 =$ 營運資金 / 總資產， $X_2 =$ 保留盈餘 / 總資產，

$X_3 =$ 稅前息前淨利 / 總資產， $X_4 =$ 普通股市值 / 總負債

$X_5 =$ 銷售額 / 總資產

判斷準則： $Z < 1.8$, 破產區； $1.8 < Z < 2.99$, 灰色區； $2.99 < Z$, 安全區

表 12 年度 Z-score 風險值

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008
X_1	0.2	0.31	0.32	0.35	0.38	0.35
X_2	0.42	0.53	0.53	0.56	0.55	0.54
X_3	0.078	0.119	0.066	0.036	0.019	0.036
X_4	1.8	5.2	5.83	10.97	16.06	12.18
X_5	0.31	0.38	0.38	0.36	0.33	0.31
Z-score	2.472	5.003	5.218	8.261	11.251	8.91

資料來源：本研究整理

從上表在 2006~2008 年之所以會在營收衰退情況下，Z-score 值卻越來越好，顯然，原因是 X_2 、 X_4 對 Z-score 數值有較高的貢獻， X_2 指的是保留盈餘， X_4 指的是負債金額。簡單地說，臺鹽公司營收嚴重衰退財務狀況能顯現出安全狀態係先前有足夠的保留盈餘以及有足夠資營運金採無負債經營。數據顯示臺鹽公司財務健全，較低的年度僅民營化當年度，後來各年度均高於安全值 2.99 之上甚多。所以，就財務預警角度而言，公司若無重大策略改變，就現階段而言財務上是無危機。

²⁶ (<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E9%98%BF%E7%89%B9%E6%9B%BCZ-score%E6%A8%A1%E5%9E%8B>)

紐約大學斯特恩商學院教授、金融經濟學家愛德華·阿特曼 (Edward Altman) 在 1968 年就對美國破產和非破產生產企業進行觀察，採用了 22 個財務比率經過數理統計篩選建立了著名的 5 變數 Z-score 模型。

第五章 結論與建議

5.1 結論

國營企業民營化轉型策略的探討以臺鹽公司的研究為例發現臺鹽公司因為先天經營市場規模不大的鹽業，須隨時備妥良好的轉型策略因應不斷的變革與轉型。符合文獻提到的「原先在產業中所佔有的利基和資源的掌握才是企業組織持續存在更重要的因素」，像中鋼、中油、中華電信這樣的利基市場和資源，臺鹽公司所經營的市場規模是無法相比擬的，所以，臺鹽公司民營化的路會走得比較辛苦。

策略面可看出，臺鹽公司民營化後的轉型期適時地將民營化前「複合式多角化事業」轉成「聚焦式三大核心」，集中資源做最有效的相關多角化經營並以品牌、通路、研發三大戰略，建構經營主軸，曾經成功地將公司品牌、營收、股價推向高峰。當初若未進行新轉型策略，像 2008 年的虧損應會提前在 2002 年發生，顯見，第二階段轉型策略之實質貢獻。

財務績效的比較與檢定，2003~2005 年績效極佳不提，整個第一、二階段比較，民營化後轉型策略結果的檢定，最明顯的是經營能力提昇、員工績效的提升，符合所運用的策略像是「創新」、「產品差異化」等強化能力或產品力的策略結果。息前稅前折舊前 ROA 轉佳也代表核心事業獲利能力優於第一階段轉型期。

就股價而言，成功縮編減資並 IPO 是第二階段轉型期初步成功，股價攀高峰後折返、低檔徘徊倒是必須努力改變的課題。畢竟，股價代表企業長期經營績效，是市場給予該企業的評價。

5.2 建議

從研究結果來看，以鹽為核心的發展少有失敗，以膠原蛋白為核心向下發展通路初步也是成功的。顯見，從事熟悉的產業成功的機會較大。企業立足於好的利基市場搭配好的轉型策略將增加成功的機會。

因此提供兩個建議：

1. 目前僅剩的「海化事業」與「生技事業」雙核心事業經過以波特五力分析及SWOT 架構分析仍有可為。以財金人的角度來看，「維繫企業經營成功的是現金流量，而不是營業收入」²⁷，因此，「創造優良的現金流量」會是企業價值不斷提升的關鍵。
2. 就長期角度看，得到市場投資法人認同對股價會極有幫助，雙核心事業營業本質的提昇對投資法人具吸引力。轉型策略比較、中期財務績效比較、長期填補鹽品營收流失都是成功的，唯獨市場評價稍有遜色，可以把得到投資法人的認同與持股增加當成努力的方向，將拉高 P/E、P/B 比率當作是長期目標。

5.3 後續研究

- 1、2009 年始拓展大陸市場、生技加盟店更改銷售制度、投入文創事業等最新策略轉換因醞釀期短、財報未出爐等因素可留待持續關注及研究。
- 2、績效量測也可運用「平衡計分卡」，有內部資料的人可以藉此模式建立績效考核，以檢視各項策略執行程度，避免決策與既定策略衝突。

²⁷路·葛斯納，誰說大象不會跳舞，P.308

參考文獻

- 1、王淑芬著，企業評價，初版，華泰，2006年6月。
- 2、公開資訊觀測站(<http://mops.tse.com.tw/default.htm>)。
- 3、民眾日報編著(2003)，點鹽城金 企業變革之道，民眾日報社股份有限公司。
- 4、伍忠賢著(2002)，實用策略管理，遠流，初版五刷，2002年4月。
- 5、江逸翠，公司經營策略調整對企業價值影響之研究-以明基電通為例，國立交通大學管理科學研究所碩士論文，2004年6月。
- 6、何琦瑜著，就是要美麗，天下雜誌，2005年2月。
- 7、吳壽山與楊馥如台灣地區公營事業部分民營化績效之解析，出自周添城編台灣民營化的經驗，台北：中華徵信社，1999年。
- 8、孫自揆，臺灣永光化學公司企業轉型策略之研究，國立台灣科技大學管理研究所碩士論文，2003年6月。
- 9、張晉芬，台灣社會學研究第三期，1999年7月出版。
<http://www.feminist.sinica.edu.tw/teach/teach2-2.htm>
- 10、陳致潔，顧客滿意度及再購買意願實証探討-以臺鹽公司包裝飲用水產品為例，逢甲大學，國際經營管理所碩士論文，2009年6月。
- 11、萬哲鈺、高崇璋著，財務報表分析，三版，華泰，2007年8月。
- 12、臺鹽公司全球資訊網(<http://www.tybio.com.tw/01know/know04.jsp?offset=0>)
- 13、臺鹽公司通霄精鹽廠簡介。
- 14、臺灣經濟新報資料庫。
- 15、Pollster 波仕特線上市調：2009 第三季包裝飲用水大調查，老牌「悅氏」礦泉水奪冠-文教新聞-新浪新聞中心.mht；2009 第三季包裝飲用水大調查 (emailcash 市調網 <http://www.emailcash.com.tw>)
- 16、路·葛斯納，誰說大象不會跳舞-葛斯納親撰 IBM 成功關鍵，時報文化出版

社，2003 年 1 月初版。

- 17、劉興台，傳統產業轉型關鍵成功因素之探討-以台灣鹽業為例，中華大學經營管理研究所，碩士論文，2002 年 5 月。
- 18、藍明松，臺鹽實業公司產品行銷通路績效評估之研究，國立中山大學企業管理碩士論文，2006 年 6 月。
- 19、Aker,“David A.Strategic Management”,New york.,John Wiley & Sons,Inc.,1984.
- 20、Copeland Tom,Tim koller,Jack Murrin,Valuation,Mckinsey & Company, (1997) .
- 21、DiMaggio, Paul and Walter Powell (1983) The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields., (1991) .
- 22、John P.Kotter,“Leading Change”,copyright 1995 by the President & Fellows of Harvard College.
- 23、Levy,A., and U. Merry,“Organizational Transformation”,New Yory Praeger,(1986).

