

論文名稱：私募基金於保險業購併案個案研究-以南山人壽為例

研究生： 王麗娟

指導教授： 鍾惠民 教授

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

### 中文摘要

近年來，國際金融市場最引人注目之發展，首推私募股權基金（Private Equity Fund）以及避險基金（Hedge Fund）之快速成長。私募股權基金近幾年之投資區域，除美國與歐洲外，更積極在亞洲進行投資。在1997年亞洲金融風暴之後，私募股權基金趁機大舉進軍亞洲，首波鎖定之對象為中國及南韓企業。依據統計數字，2009年私募股權基金可投資亞洲的資金總額達2,830億美元，較2008年的2,600億美元增加了約9%。2009年投資的區域比重亞洲占80%。目前於國際上活躍之私募股權基金以凱雷集團（Carlyle Group）、KKR（Kohlberg Kravis Roberts）、黑石（Blackstone）、德州太平洋（Texas Pacific Group）、高盛資本（GS capital partner）等最具規模。

本論文以私募基金及保險業購併為主軸，採個案研究方式，探討私募基金併購保險業之適合性，並以購併相關理論及國內外文獻為基礎，應用企業評價方式為工具，針對私募基金購併南山人壽的個案進行評價。企業評價實證文獻中，評價模型非常多種，研究發現多認為現金流量折現法及相對評價法所得之結果較能反應出企業之真實價值，然本研究個案南山人壽並未公開發行，市場上亦無規模相當之同業可作為評價基準，因此本研究將以自由現金流量折現模型（Discount Free cash flow Model, FCF）對個案企業進行評價。

企業永續經營的概念，在保險業更為明顯，因為保險業是需要長期經營的，永續投資人才適合投資保險業，但私募基金投資人所期望的是一段時間後可獲利出場，由以前資料統計，私募基金大多不是長期持有標的公司，經營期間多為5-7年，長期持有的較少，私募基金如要跨足保險業，就長期經營角度來看，比較不適合私募基金。

關鍵字：保險業購併、私募基金、南山人壽、企業評價

The Private Equity fund in the insurance business purchase Case Study  
- Nan Shan Life Insurance Company

Student : Li-Chuan Wang

Advisors : Dr. Huimin Chung

Department of Finance Science College of Management Science  
National Chiao Tung University

### ABSTRACT

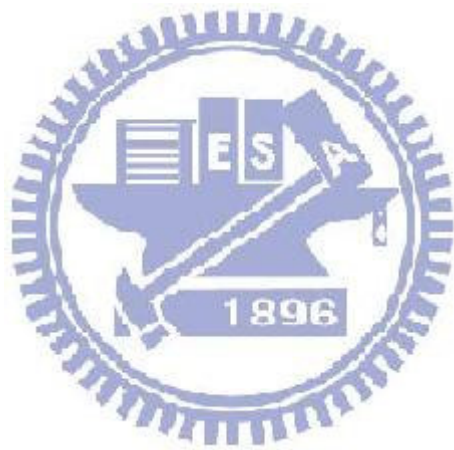
In recent years, the international money market most noticeable development, regarded Private Equity Fund and Hedge Fund are fast growth. Private equity fund in recent years to invest the region, besides the US and Europe, carries on the investment positively in Asia. After 1997 financial turmoil of Asia, private equity fund to seize the chance to enter Asia on a large scale, object of the head locking for Chinese and the South Korean Enterprise. Based on the statistical figure, in 2009 private equity fund to be possible to invest Asia's capital investment to amount to 2,830 hundred million US dollars, 2008 2,600 hundred million US dollars increased approximately 9%. In 2009 invests region proportion Asia accounts for 80%. At present in internationally enlivens private equity fund by the Carlyle Group, KKR (Kohlberg Kravis Roberts), the Blackstone Group, the Texas Pacific Ocean Group, the GS capital partner and so on most to have the scale.

The thesis paper take private equity fund and the insurance business purchase as a main subject, picked the case study way, discussed private equity suitability of the fund merger and acquisition insurance business, and take purchased and took over the correlation theories and the domestic and foreign literature as the foundation, the application enterprise valuation the way is the tool, in view of private equity fund to purchase and take over the Nan Shan Life Insurance Company case to carry on the appraisal. In enterprise appraisal literature, evaluation model very many kinds, the research discovered that discount the cash flow and the Multiplier law result can respond enterprise true value, however this research case Nan Shan Life Insurance Company are not sells on the public market, also has not had the scale relative same business to be possible to take the appraisal datum, therefore this research use Discount Free cash flow Model (FCF) to evaluation the case enterprise

The enterprise continues forever the concept which operation, is more obvious in the insurance business, because the insurance business are need the long-term operation, continues forever investor to suit the investment insurance business, what but private equity fund investor to expect after a period of time, may make a profit, by the beforehand material

statistics, private equity fund mostly is not hold company for a long time, holding period is 5-7 years, holding for a long time few, private equity fund like to operat insurance business, as to the long-term operation angle, quite does not suit private equity fund.

Keywords : Insurance business merge, private equity fund, Nan Shan Life Insurance Company, enterprise appraise



## 誌 謝

即將畢業了，心中充滿了許多感動與回億，回想 96 年時在工作上一路順遂，想到自己在財金上的專業似乎有所不足，所以先進交通大學唸學分班，想多吸收一點新知，當我第一次踏進教室時，被老師的專業及授課內容深深吸引，便決定報考交大，很幸運的於 97 年 5 月進入交大就讀。

進入國立交通大學學習是我人生很重要一個轉淚點。在這 1 年半的學涯中我不但增長財金專業知識的見解，更認識了來自不同行業的同學，因為我自己擔任 98 級財金專班副班代，讓自己有機會為同學們服務，在班上同學舉辦的各類活動中，大家產生了革命感情。

在交大的學涯中，我認識了好幾位學長姐，特別要感謝耀文學長及蜀芬學姐，給我很多指導及鼓勵，讓我有信心。也要感謝我的同班同學，大家一起相互鼓勵，互相扶持，才能順利畢業。感謝我的工作夥伴，在我工作與學業蠟燭兩頭燒時，適時給予工作上的協助，讓我能兼顧學業及工作。

感謝我的論文指導老師鍾惠民教授給我很多協助，指引我方向，給予許多寶貴的建議及提醒，讓我能順利完成論文。也要謝謝我的論文口試委員謝文良教授、姜淑美教授及陳煒朋教授給予我論文的批評與指導，不吝提出許多建議與深度的見解。

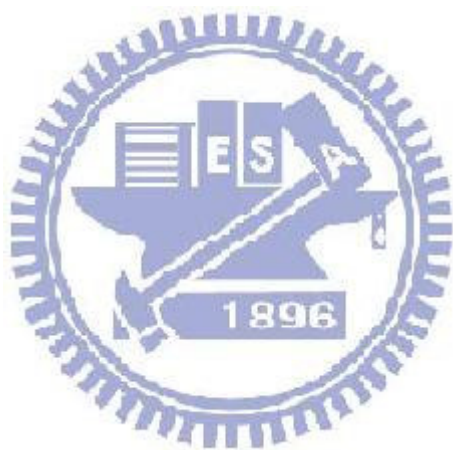
最後，要感謝一直無條件支持、疼愛我的家人，謝謝母親與妹妹幫我照顧小孩，讓我無後顧之憂，全心在課業上衝刺，犧牲了家人的假日生活，沒有妳們我無法心無旁騖的完成學業，願將所有的喜悅與榮耀與妳們共享。謹以本論文獻給我心目中最敬愛的母親。

學生 麗娟 謹誌  
于交通大學財金所  
2011.01.21

# 目 錄

中文提要	.....	i
英文提要	.....	ii
誌謝	.....	iv
目錄	.....	v
表目錄	.....	vii
圖目錄	.....	viii
一、	緒論.....	1
1.1	研究背景及研究動機.....	1
1.2	研究目的.....	1
1.3	研究架構.....	2
二、	企業評價及私募股權基金相關文獻探討.....	4
2.1	企業評價文獻探討.....	4
2.2	私募股權基金文獻探討.....	9
三、	產業概況與個案公司現況與描述.....	11
3.1	產業概況分析.....	11
3.1.1	目前的產業結構.....	11
3.1.2	產業發展現況.....	14
3.1.3	產業發展前景及面臨的問題.....	21
3.2	南山人壽公司概述.....	23
3.2.1	商業型態.....	23
3.2.2	提供的產品及服務.....	25
3.2.3	組織結構.....	27
3.2.4	財務狀況.....	27
3.3	AIG 公司概述.....	28
3.3.1	商業型態.....	28
3.3.2	組織結構.....	29
3.3.3	AIG 集團向美國政府紓困的過程.....	30
3.4	私募股權基金背景介紹.....	35
3.4.1	何謂私募股權基金.....	35
3.4.2	私募基金運作模式.....	39
3.4.3	得標之私募基金公司概述.....	41
四、	個案問題討論.....	45
4.1	南山人壽的三階段出售過程.....	45
4.2	AIG 為何要出售南山人壽.....	48
4.3	南山人壽的合理被購併的價格.....	48
4.4	私募基金為何有興趣.....	54

4.5	個案分析-私募基金購併保險業的適合性·····	54
4.5.1	保險業的風險與成功關鍵因素·····	54
4.5.2	金融業跨足保險業的歷史經驗·····	56
4.5.3	私募基金跨足保險業面臨的問題·····	57
五、	結論與建議·····	61
5.1	結論·····	61
5.2	建議·····	62
參考文獻	·····	63
附錄一	南山人壽的損益表·····	67
附錄二	南山人壽的資產負債表·····	68
附錄三	南山人壽的股東權益變動表·····	69
附錄四	南山人壽的資金運用表·····	70
附錄五	南山人壽各項財務業務指標·····	71
附錄六	附表 1~7·····	72



## 表目錄

表 1	企業評價方式相關文獻整理	7
表 2	台灣壽險市場歷程	12
表 3	保險業家數及其分支機構統計表	13
表 4	保險業資產占金融機構資產比率表	14
表 5	保險密度、滲透度及人壽保險、年金保險投保率表	16
表 6	人身保險業保費收入統計表	17
表 7	人身保險業資產負債表	19
表 8	人身保險業損益表	20
表 9	保險業從業人員統計表	21
表 10	南山人壽 1970 年至 2007 年成長統計表	25
表 11	AIG 集團向美國政府紓困的過程	31
表 12	AIG 出售資產相關資料	32
表 13	歷史上前十大 LBO 併購案件	36
表 14	收購投資與創業投資之比較	40
表 15	中策增資 78 億港元可轉換公司債的前 9 大股東	42
表 16	2009 年重大聯貸案利率概況	43



## 圖目錄

圖 1	研究流程圖	3
圖 2	保險公司設立里程碑	12
圖 3	2002 年至 2009 年人壽保險機構家數成長分析圖	13
圖 4	壽險業總資產佔金融機構總資產比重分析圖	15
圖 5	保險滲透度成長分析圖	17
圖 6	人壽保險保費收入成長分析圖	18
圖 7	人壽保險不動產投資成長分析圖	19
圖 8	人壽保險財務收入成長分析圖	20
圖 9	人壽保險業稅後純益圖	22
圖 10	國內各人壽總保費收入市場占有率	26
圖 11	2008~2009 年保費收入前五大排名	26
圖 12	南山人壽公司主要組織圖	27
圖 13	AIG 集團的組織結構	30
圖 14	全球私募股權基金交易案分析(依區域別)	36
圖 15	亞洲私募股權基金之規模	37
圖 16	亞洲私募股權基金之投資地	38
圖 17	大型私募股權基金示意圖	39
圖 18	博智金融控股公司組成結構	42
圖 19	私募基金並併購操作流程	60
圖 20	私募基金營運模式	60
圖 21	私募基金投資目標公司平均持有時間	61



# 一、緒論

## 1.1、研究背景及研究動機：

2007年美國次級房貸事件爆發後，打擊了全球的金融市場，後來的2008年的金融海嘯，更有許多的金融機構受創嚴重，包括美國前五大投資銀行雷曼兄弟倒閉，其它投資銀行也紛紛轉型為商業銀行，選擇受金融監管機構更多的約束。美國AIG集團是目前世界上最大的保險公司，亦於此次次級房貸風暴中受創，美國政府先是同意對AIG集團紓困，但紓困金額龐大，AIG集團只好出售全球各地市場的業務變現，亞洲區的部份AIG則決定處分台灣子公司南山人壽，以償還美國政府龐大的債務、降低資本壓力。AIG集團2009年釋出出售南山人壽的消息，讓各界都躍躍欲試，有意接手的潛在買家，包括本土金控公司、國際壽險業者，以及私募股權基金等。

私募股權基金(Private Equity Fund)《Fortune》雜誌視其為二十一世紀美國資本主義的代表，經濟學人也稱私募股權基金為「資本主義的新君王」(New Kings of Capitalism)，私募股權基金將自資本主義邊陲走向核心，甚至凌駕在商業銀行與投資銀行之上<sup>1</sup>。私募股權基金以大量槓桿融資收購企業(LBO)，通常6~7成資金向金融機構舉債，並以被收購公司未來的現金流量作為評量基礎，風險較大。

在此時，無論是潛在買家、市場分析師或投資人將會關注南山人壽的財務表現，究竟南山人壽是否為財務表現相當穩健的一家壽險公司，因此AIG集團出售南山人壽將可為該集團帶來豐厚的資金來源。目前南山人壽的出售案正如火如荼的展開中，在出售的過程中，為何有不少私募基金對南山人壽相當的感興趣？私募基金的加入對南山人壽可能會帶來正面或負面的影響？此外，令我們好奇的是，南山人壽究竟能賣多少錢？如何標價才是合理的價格呢？

本研究以自由現金流量折現模型(Dicount Free cash flow Model, FCF)評估南山人壽的價格，並探索及分析私募股權基金近年來之發展動向與脈絡，瞭解私募股權基金之運作經驗與成效，作為我國未來政策研議之參考。此外，本研究亦將針對私募股權基金對於涉足保險業之適合性加以分析，最後依研究結果提出具體建議。

## 1.2 研究目的：

本研究的主要目的，藉由相關國內外文獻為基礎，應用企業評價方式為工具，針對AIG出售南山人壽的個案進行相關探討，來了解私募股權基金運作以及購併動機，深入探討私募股權基金經營保險業是否合適。

---

<sup>1</sup>經濟學人「Private Equity：TheNew Kings of Capitalism」(The Economist,2004/11/25)

此外，本研究使用南山人壽的公開財務資訊作為依據，以 FCF 模型來評估南山人壽的價值，目的在於瞭解私募基金出價購買的金額，是否高估或低估南山人壽的價值，私募股權基金標價是否合理。

## 1.3 研究架構及流程：

本研究共分為六章，各章內容概述如下：

### 第一章 緒論

包含本研究背景與動機、研究目的與研究流程。

### 第二章 企業評價及私募股權基金相關文獻探討

分為二個小節，第一小節為介紹企業評價的相關理論，並整理較常見的企業評價方法，從整理中找出較合適個案分析的評價方法。第二小節為介紹私募股權基金相關文獻探討。

### 第三章 產業概況與個案公司現況與描述

分為四個小節，第一小節為產業概況分析，第二小節為南山人壽公司概述，第三小節為 AIG 公司概述，第四小節為私募股權基金背景介紹。

### 第四章 個案問題討論

分為四個小節，第一小節為南山人壽的三階段出售過程，第二小節為 AIG 為何要出售南山人壽，第三小節為南山人壽的合理被購併的價格，第四小節為私募基金為何有興趣。

### 第五章 論文的主要貢獻

主要是探討私募基金購併保險業的適合性，其中分為三個小節，第一小節為保險業的風險與成功關鍵因素，第二小節為金融業跨足保險業的歷史經驗，第三小節為私募基金跨足保險業面臨的問題。

### 第六章 結論與建議

匯集本文結果，提出結論與建議。

研究流程如下：

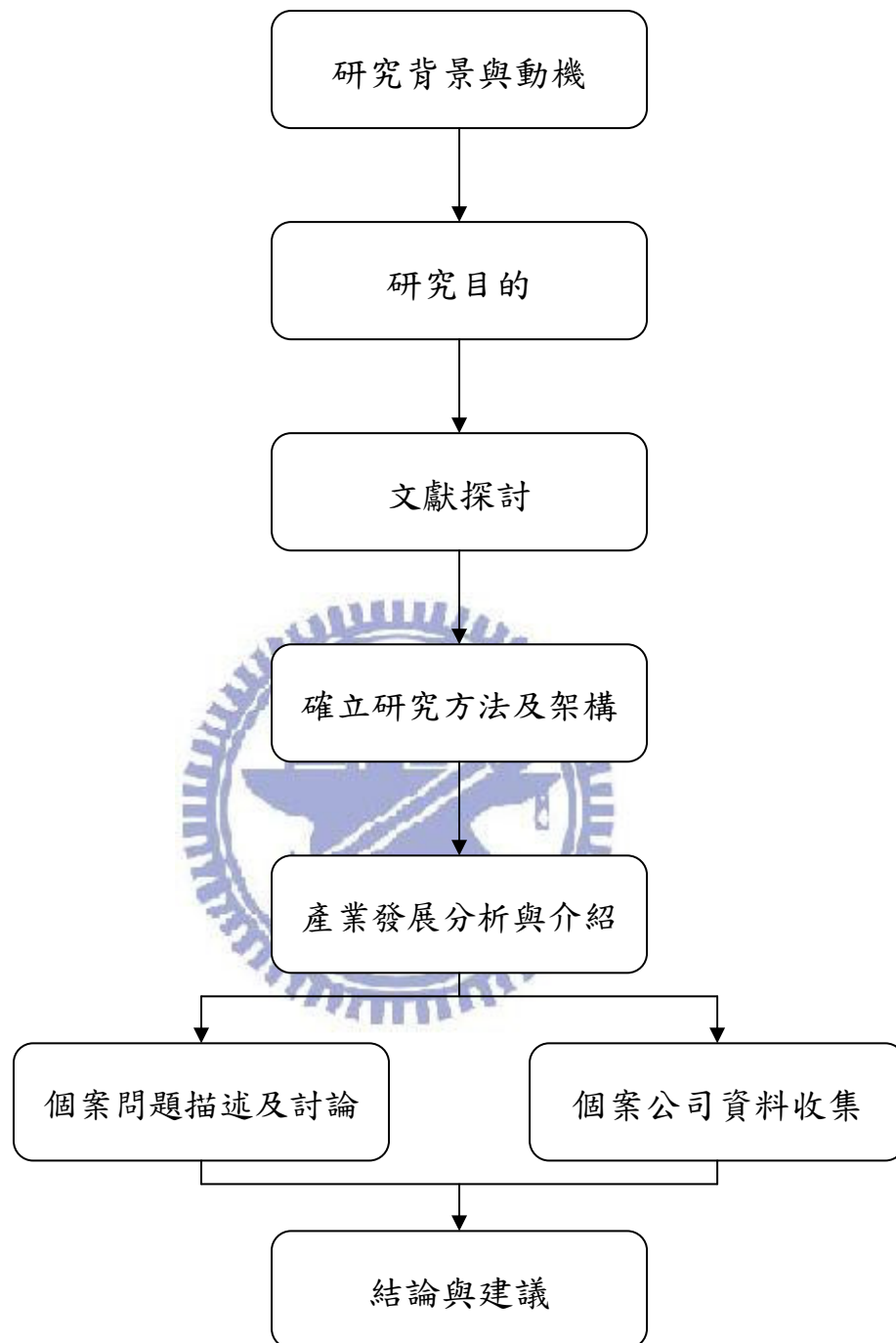


圖 1 研究流程圖

## 二、企業評價及私募股權基金相關文獻探討

### 2.1、企業評價文獻探討

國內的企業評價實證研究中，有企業評價關鍵因素探討、比較各評價方式對股價預測之有效性、針對特定產業找出最適的評價方式，亦有針對單一個案進行評估以作為投資之參考，發現其中大部份文獻皆以現金流量折現法為主要評價方式，以下為國內外文獻之概述：

Hickman & Perty (1990)，此研究以 1981 年 9 月、1984 年 4 月與 1987 年 8 月三段時期為研究期間，找出分別屬於三種不同產業且公開交易的企業為樣本公司，並利用相對評價法中之本益比法與股利折現模式以對樣本公司之股價進行預測，結果發現本益比法的預測能力較股利折現模式的預測能力較佳。研究結果顯示，若欲評價之企業為分上市上櫃之公司，在缺乏足夠且公開的財務資訊之情形下，認為相對評價法與股利折現模式(Dividend Discount Model)是最理想的評價方式。

Lippitt & Mastracchio (1993)，此研究指出，針對小型企業的評價，通常會採用現金流量折現法與盈餘資本化法(Earning Capitalization Model)兩種方式。雖然現金流量折現法的理論推導較為嚴謹，亦較獲學術界研究人員之認同，但是在使用現金流量折現法時，必須預測未來之現金流量，其缺點亦即是存在此一項不確定的因素。另一方面，盈餘資本化法雖然使用的是企業經營的歷史資料，但是並不表示能消除未來之不確定性，只不過盈餘資本化法假設過去的歷史盈餘資料可以作為預測未來盈餘的理想指標，該文認為，只要對歷史的資料作適當的處理，其所得到的結果應與未來盈餘的折現值相同。

Block (1995)，此研究目的為檢驗價格/帳面價值比、本益比、股東權益報酬率、成長率及盈餘變動之間的關係，研究期間至 1949 年自 1962 年間 30 家 Dow-Jones Industrial Average 公司為研究樣本。研究發現，因為本益比與股東權益報酬率呈現非線性關係，價格/帳面價值比與股東權益報酬率呈現線性關係，故此研究結論建議以價格/帳面價值比法作為評估價值之市場乘數。

Kaplan and Ruback (1995)，此研究採用現金流量折現法為評價方法，樣本公司為美國 1983 年至 1989 年間高財務槓桿交易公司共 51 家企業為研究樣本，並分別以現金流量折現法及相對評價法來估算企業的價值。實證結果顯示，以現金流量折現法來估算企業的交易價值所得之結果是可信賴的，為了避免所取得之現金流量資訊經人為操縱而影響評價的結果，此研究更利用相同的評價法評價初次公開發行的企業，結果發現誤差亦不大，由此可見現金流量折現法是一個理想的評價模式。

Feltham 和 Ohlson(1995)則繼續 Ohlson 模式，考慮公司權益帳面價值可分為營業活動資產，以及財務活動淨資產，並假設財務活動淨資產帳面價值與市價相等，稱為不偏會計(unbiased accounting)，營業活動資產帳面價值低於市價，稱為

保守會計(*conservative accounting*)，因此長期而言營業活動資產將會有異常營業盈餘，其指出當進行財務報表分析時，應考慮不同型態資產性質的會計處理。若資產的帳面價值接近於市價，則評價公司時只考慮帳面價值。若資產採用保守的會計方法，則評價公司時應同時考慮帳面價值和異常盈餘。

Copeland, Koller, and Murrin (2000)提出數種企業評價的方法，認為企業整體現金流量折現模型是目前實務界中最廣為使用的企業評價方式，經濟利潤模型強調企業是否創造超過其資金成本之報酬；調整後現值法適用在評價資本結構經常發生變化的企業；股東權益現金流量折現模型則是適用於金融機構的評價，例如銀行業與保險業；選擇權定價模型則強調管理彈性的價值應予考量。

鄔洪勇(1994)於「企業評價關鍵因素之研究」研究認為以自由現金流量法所得到的評價結果，比較接近企業實際的價值，其以自由現金流量評價法為分析工具，並由敏感度分析及公式推導得出，影響企業使用價值之關鍵因素包括投入資本報酬率、加權平均資金成本以及自由現金流量成長率等。其中投入資本報酬率與加權平均資金成本之差異是企業價值之主要來源，而自由現金流量成長率的可能預測差異，則是評價結果產生重大差異的最主要因素。而由流動性分析中可知，存貨、長期投資及固定資產是企業清算價值之主要來源，產業別、景氣因素、及產品之生命週期則是影響企業交換價值之主要關鍵因素。

陳奉珊(1997)於「企業評價模型有效性之實證研究」以30家上市公司為研究對象，採取現金流量折現法、調整後折現法(*Adjusted Present Value, APV*)與本益法(*P/E Ratio*)等三種評價方式評估企業價值，研究結果發現三種評價方式所估算出的價值均與市價有差異，在此三種評價方式中，該研究認為現金流量折現法與調整後折現法較能估算企業真實價值。

張凱智(1999)於「新上市公司股票現金流量法評價模型實證研究」以現金流量法評價模式、由政期會發布公式計算而得之承銷計價法評價模式及議訂價格評價模式間之比較。實證結果發現，以全體樣本公司來看，現金流量法之評價模式所得之價格與市場價格之離差程度均小於其他二法所得之價格與市場價格之離差程度。研究結果為：「在新上市公司股票價格的預測上，依據未來自由現金流量的評價方法所估計之理論價格，確實能提供一個即將上市之公司未來在證券市場上實際價格的優良參考值。」

李定寧(2001)於「台灣新上市公司股票評價」研究分別利用衡量估計誤差、迴歸方程式及假設檢定等方法來比較折現自由現金流量法與產業乘數法與證期會承銷計價法公式價格在台灣地區新上市公司股價的評估，實證發現不論以個別公司、產業別、整體、上市年度折現現金流量法的均決對差(*MAE*)、均方差(*MSE*)、比較得到離差程度均優於其他方法。另外利用迴歸分析來進行相關程度上的觀察，檢視調整後  $R^2$ 、判定係數，得到現金流量折現法模型對市場上有較佳之解釋能力，且與市場價格間的關連性高，折現現金流量評價模型所求得的理論價格較能提供即將上市之公司未來在證券市場上實際價格的參考值。

柯月絃(2002)於「銀行、證券及保險業最適評價之研究」中以獲利價值評價法兩大類之各種評價模式，以不同的假設方法，評估各金融控股公司銀行業、證券業、保險業子公司之真實價值，並以 Theil's U 值檢定及乖離率(Bias)之觀察，以期找出銀行業、證券業、保險業之最適評價模式，實證結果得到結論，各類股適用之評價模型如下：

- 一、 銀行類股：以會計盈餘折現評價法、權益自由現金流量法(FCFE)、EBO 評價模式、本益法(P/E)、市價淨值比(P/B)，來評估價值較佳。
- 二、 證券類股：以會計盈餘折現評價法、權益自由現金流量法(FCFE)、EBO 評價模式，來評估價值較佳。
- 三、 保險類股：會計盈餘折現評價法、權益自由現金流量法(FCFE)、經濟附加價值法(EVA)、EBO 評價模式、市價淨值比(P/B)、市價營收比(P/S)，來評估價值較佳。

曾南鈞(2002)於「市場不確定與企業評價模式之評估效率—以銀行業為例」研究利用幾種公司評價法如：現金流量折現法、本益比法、價格/帳面價值比法等來評估公司真實價值。由於國內銀行業普遍上市已皆有一段時間，本研究以彰化銀行等十家國內上市的銀行作為樣本，並運用公司的財務資料，透過分析過去的財務資料進而預估未來成長率的方式，來計算其企業的真实價值。由於國內銀行業普遍上市已皆有一段時間，本研究以彰化銀行等十家國內上市的銀行作為樣本，並運用公司的財務資料，透過分析過去的財務資料進而預估未來成長率的方式，來計算其企業的真实價值。之後比較各種方法的理論價值和市場上股價間的差異，選出 P/S 法為最適合銀行的最佳評價模式，其次為選擇權法。

李明道(2002)於「金融業合併之換股比率研究」研究方法的重點在運用「現金流量折現法」將合併案的綜效溢價予以量化，並使用含綜效溢價的公司股價計算換股比率，以建華金控做為個案探討，研究結果顯示，以現金流量折現法所計算出之換股比率與實際上換股比率十分接近。

蔡宜廷(2002)於「商業銀行之財務預測與評價」研究發現採用股東權益現金流量折現法可有效評估商業銀行之真實價值，且其評價結果將受到下列因素的影響：存放款利差、逾期放款比率、放款損失率、淨利成長率、新投入權益資本投資報酬率、以及股東權益資金成本率。

許雅婷(2003)於「金融控股公司評價模式選擇之研究」實證結果對各評價模式適用於整體金融公司價值評價程度依序為：EBO 法>P/B 法>P/E 法>P/S 法>APV 法>EVA 法；以銀行業為主業之金控公司價值評價程度依序為：EBO 法>P/B 法>P/E 法>EVA 法>P/S 法>APV 法；以保險業為主業之金控公司價值評價程度依序為：P/E 法>P/S 法>P/B 法>EBO 法>APV 法>EVA 法；以證券業為主業之金控公司價值評價程度依序為：APV 法>EBO 法>P/E 法>P/B 法>EVA 法>P/S 法。

饒瑞保(2005)於「中國大陸壽險市場與公司評價」研究嘗試分析壽險業特性、大陸壽險業的監管、環境、競爭及未來市場前景，並引用 Tillinghast-Towers Perrin 對大陸中國人壽在香港(H股) IPO 精算報告，嘗試計算壽險公司合理隱含價值區

間，藉以提供台灣保險業界在投資大陸壽險公司有關價值評估的實用性評估方法，以減低參股投資的進入障礙。研究所求得之精算價格約為每股 0.20-0.25 美元之間，與大陸中國人壽上市公開招股說明書所預估的價格 0.38-0.46 美元每股溢價約在 0.13-0.26 美元，約為預估價格之一倍。精算評估方法是建立在折現現金流(DCF)方法基礎上、運用精算方法進行計算的估計方法。

蔡宗佑(2008)於「人壽保險業評價方法之趨勢研究」，指出目前人壽保險市場常用精算價值為評估指標，其包含了公司未來新合約的價值，因此存在大量主觀因素，為了消除此不確定因素，市場之分析師開始採用隱含價值來判斷人壽保險公司的價值。早期隱含價值之採用缺乏一致的規定，造成隱含價值資訊不具可比性，為改善此一現象，歐洲 CFO 論壇於 2004 年提出歐洲隱含價值(European Embedded Value；EEV)，以增進公司間隱含價值的可比性。

茲將以上有關評價方式適用性之實證結果整理於下表。

表 1 企業評價方式相關文獻整理

研究者	使用之評價模型	實證結果
Hickman & Perty (1990)	本益比法 股利折現模式	相對評價法中之本益比法的預測能力較股利折現模式的預測能力較佳。
Lippitt & Mastracchio (1993)	現金流量折現法 盈餘資本化法	現金流量折現法的較為嚴謹，其缺點是存在不確定因素，若經適當修正之盈餘資本化法將更為精確。
鄔洪勇(1994)	現金流量折現法	以自由現金流量法所得到的評價結果，比較接近企業實際的價值。
Block (1995)	現金流量折現法 本益比法 價值/帳面價值比法	建議以價格/帳面價值比法作為評估價值之市場乘數
Kaplan and Ruback (1995)	現金流量折現法 相對評價法	以現金流量折現法來估算企業的交易價值所得之結果是可信賴的。
Feltham 和 Ohlson(1995)	帳面價值	考慮公司權益帳面價值，若資產的帳面價值接近於市價，則評價公司時只考慮帳面價值。若資產採用保守的會計方法，則評價公司時應同時考慮帳面價值和異常盈餘。
陳奉珊(1997)	現金流量折現法 調整後折現法	現金流量折現法與調整後折現法較能估算企業真實價值。

	本益比法	
張凱智(1999)	現金流量法評價模式 承銷計價法評價模式 議訂價格評價模式	依據未來自由現金流量的評價方法所估計之理論價格，確實能提供一個即將上市之公司未來在證券市場上實際價格的優良參考值。
Copeland, Koller, and Murrin (2000)	現金流量折現法 經濟附加價值法 調整後折現法 選擇權定價模型	認為企業整體現金流量折現模型是目前實務界中最廣為使用的企業評價方式；股東權益現金流量折現模型適用於金融機構的評價，例如銀行業與保險業。
李定寧(2001)	現金流量折現法 相對評價法 承銷計價法評價模式	現金流量折現法模型對市場上有較佳之解釋能力，且與市場價格間的關連性高，所求得的理論價格較能提供即將上市之公司未來在證券市場上實際價格的參考值。
柯月絃(2002)	獲利價值評價法 相對價值評價法	保險類股以會計盈餘折現評價法、權益自由現金流量法(FCFE)、經濟附加價值法(EVA)、EBO 評價模式、市價淨值比(P/B)、市價營收比(P/S)，來評估價值較佳。
曾南鈞(2002)	現金流量折現法 本益比法 價值/帳面價值比法	價值/帳面價值比法為最適合銀行的最佳評價模式。
李明道(2002)	現金流量折現法	以現金流量折現法所計算出之換股比率與實際上換股比率十分接近。
蔡宜廷(2002)	現金流量折現法	研究發現採用股東權益現金流量折現法可有效評估商業銀行之真實價值
許雅婷(2003)	相對評價法 調整後折現法 經濟附加價值法 超常盈餘評價法	以保險業為主業之金控公司價值評價程度依序為：P/E 法>P/S 法>P/B 法>EBO 法>APV 法>EVA 法
饒瑞保(2005)	精算評估方法	精算評估方法是建立在折現現金流(DCF)方法基礎上、運用精算方法進行計算的估計方法。求得之



		精算價格，約為預估價格之一倍。
蔡宗佑(2008)	精算評估方法 隱含價值	保險市場常用精算價值為評估指標，其存在大量主觀因素，市場之分析師開始採用隱含價值來判斷人壽保險公司的價值。

資料來源：本研究整理

經由以上的文獻探討可知，以往之企業評價實證文獻中，評價模型非常多種，研究發現多認為現金流量折現法及相對評價法所得之結果較能反應出企業之真實價值，然本研究個案南山人壽並未公開發行，市場上亦無規模相當之同業可作為評價基準，因此本研究將以現金流量折現法對個案企業進行評價。

## 2.2、私募股權基金文獻探討

就私募股權基金之正面價值而言，其有助於企業的公司治理、創新與成長，特別是對於無法接近正式金融市場的新興企業尤然。同時也因為私募股權基金屬於私募集質，所受管制有限，加上資訊揭露範圍較小，因此相形之下，資本的配置效率較高，可以為投資人帶來較高報酬的回報。以下為國內文獻之概述：

楊光文(2005)於「台灣私募股權現況研究」，研究以台灣私募股權為對象，在分析中可看出台灣私募股權的應用主要可分為策略性目的和財務性目的兩種。在策略性目的中，以策略聯盟的應用最多，其次為集團併購整合之應用，也有企業利用私募達到借殼上市之目的；在財務性目的方面，運用私募股權籌資，確實能方便企業快速取得資金以挹注營運或改善財務結構，為財務困難及營運不佳的企業增加有效的資金來源管道。

楊淑后(2006)於「由私募基金之發展探討創投應如何轉型」，認為台灣由於產業外移，使得創投的商機愈來愈少且競爭日益激烈，所以台灣的創投欲轉型做私募基金乃是大勢所趨，在歐美壽險業者資金大幅提高私募基金的投資比重，提高投資效益，台灣政府應加速解除管制、積極面對私募基金時代的到來。

理律法律事務所(2006)，「私募股權基金之市場發展現況、國外相關規範及可能引發之問題」一文，研究私募股權基金於國內外市場之發展歷史、發展現況與其運作方式，及其他國家對私募股權基金之監理規範，深入了解私募股權基金於我國進行投資之相關議題，與可能引發之問題，俾提供我國主管機關可行之因應方案，並針對該等因應方案，建議我國相關法規之未來修訂方向。

蘇秀玲(2007)於「私募股權基金與融資收購問題初探」一文中，指出從產業管理的角度來看，私募股權基金業者為了出場時能夠獲利，致力整頓企業管理與健全財務結構，不僅有助於企業結構健全，對政府整頓經濟產業助益亦大。而私募股權基金的股東人數較少，投資目標較為一致，可改善公司決策的反應速度與行動力。另以全球化的趨勢來觀察，私募股權基金業者在世界各國均有良好政商

關係做為後盾，對企業全球化有加乘作用，亦可避免因缺乏國際經驗，或因勢單力薄而遭全球化的浪頭吞噬，對於企業本身而言應是利多於弊。

李榮謙、林曉伶(2007)所撰「私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險」一文，分析私募股權基金之發展與所衍生之金融風險，同時亦探討全球私募股權基金之規模與市場之成熟度等重要課題，並分析所衍生之金融風險，並提出應要求私募股權基金作出適當訊息揭露並限制高財務槓桿之風險行為，以及應就不合時宜之限制性法令予以鬆綁之結論。

吳當傑(2007)於「私募股權基金投資我國資本市場之管理」文中論及私募股權基金於資本市場所扮演之角色與運作方式，同時並論及其可能引發之風險，並說明相關監理規範。

陳樹(2007)於「私募股權基金之介紹及發展現況」，詳盡說明了私募股權基金之基本概念與操作模式，並介述美國私募股權基金之發展經驗，同時也探究了私募股權基金於臺灣市場之發展問題。

張立秋(2007)在「私募股權基金對我國資本市場之影響集我國證券業者之因應」一文中，除介紹私募股權基金之特色外，也闡述我國企業成為私募股權基金標的之理由，並進而從證券業者角度分析私募股權基金來台投資之利弊。

葉銀華(2007)於「公司治理與私募股權基金的併購」一文中，從日月光案之分析談起，並由公司治理之觀點，分析未來私募股權基金運作時之防弊措施。

洪春榮(2008)於「私募基金購併本國銀行案例研究」，私募基金看中的是股價淨值比低的銀行價值，私募基金的假設是企業有尚未實現隱藏價值，可以透過外部資本的力量來重組（解構及建構）資產並創造價值，著重於財務性（Financial）投資，私募基金投資雖然以追求資本利得為目標，私募基金在化解銀行風險、優化公司治理結構方面有獨特優勢；但私募基金策投資略5-7年終究要退出。

## 三、產業概況與個案公司現況與描述

### 3.1 產業概況分析

#### 3.1.1 目前的產業結構

日前，瑞士再保險發布的《2009 年度世界保險業》研究報告顯示，全球保費收入略微下滑，中國保險市場的強勁增長，推動亞洲新興市場走強。

報告顯示，2009 年全球保費收入經通膨調整後下降 1.1%。新興市場的保費增長放緩，但維持正增長，主要是受中國和印度的推動所致。但在大多數國家，2009 年保費增速快於國內生產總值，反映了保險業的穩健性。隨著信貸市場和股市復甦，行業盈利和資本金基礎也有所改善，瑞士再保險亞洲首席經濟師黃碩輝預計，2010 年全球保費整體增長將轉為正面。

如果金融市場繼續復甦，遭受重創的投資連結業務也將顯現強勁的上升趨勢。長期而言，壽險將從人口老齡化中受益，因為這將提振養老金、殘疾、重大疾病和長期護理等產品的銷售。而如果亞洲地區政府大幅加息，則可能反應一些亞洲經濟體將面臨通膨加速的重大挑戰。利率上升將削弱保險產品的競爭力和吸引力，監管機構收緊償付能力要求也將是保險業的另一大挑戰，監管機構將要求保險公司進行更完善、更成熟的資本管理。<sup>2</sup>

台灣光復後，國內最初只有台灣人壽與中央信託局兩家公營機構經營人壽保險業務。近十餘年來，我國政府為因應金融自由化與國際化趨勢，我國自民國七十六年起，開放外國保險公司進入台灣保險市場。民國八十三年公佈『外國保險業許可準則與管理辦法』後，正式全面開放外國保險業來台設立。除使得我國保險市場更為開放與活潑，也間接促進我國金融服務效率與品質的提升與保險商品之多元化。然而開放市場過程中，我國保險公司之家數，由原先之二十二家左右，一度快速擴增至五十餘家。由於公司家數大幅增加，一連串競爭者加入、退出、購併與合併風潮，使台灣保險市場競爭日益激烈。到民國九十八年底保險市場上剩下三十一家保險公司。(見表 2)

---

<sup>2</sup>：來源：東方財富網 日期：2010-07-04

表 2 台灣壽險市場歷程

時間	市場狀況
民國 38 年前	僅有 2 家國營壽險公司-中央人壽(30.3 成立)、台灣人壽(36.12 成立)
民國 51 年	政府開放民營保險公司設立。 截至民國 74 年底，陸續成立有國泰、新光、南山、國華等 8 家壽險公司。
民國 75 年	75 年因應「中美雙方貿易諮商談判」，76 年政府開放美商保限公司來台開設分公司。
民國 81 年	政府訂定「保險公司設立標準」，開放國內新保險公司成立，先後有 8 家民營人壽保險公司設立。 截至民國 82 年底，共計 21 家壽險公司。
民國 83 年	政府發佈「外國保險業許可準則與管理辦法」，開放美國以外國家保險業來台設立分公司。
民國 93 年	共計 29 家壽險公司
民國 98 年	共計 31 家壽險公司

資料來源：本研究整理

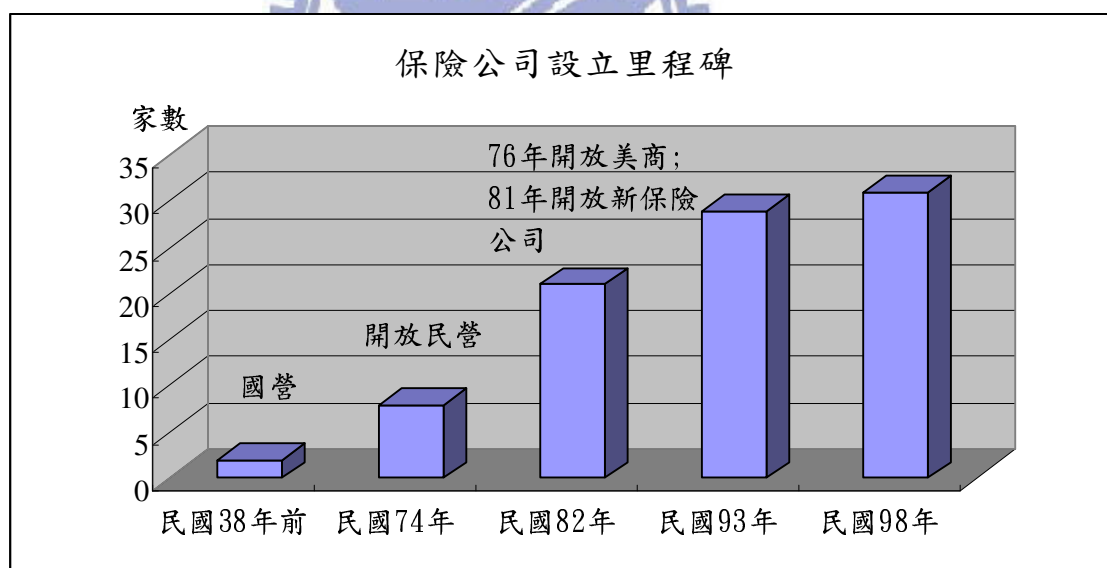


圖 2 保險公司設立里程碑

資料來源：本研究整理

保險市場在新的壽險公司陸續加入以後，保險產品不斷推陳出新，改善了保險產品的僵化與不合社會需求等情形，也提高了人民購買的意願，不過近幾年新設的壽險公司屈指可數，八十九年到九十八年這十年之間，保險機構家數大多維持在 30 加上下，家數幾乎是零成長，顯見台灣地區壽險市場已達飽和。(見圖 3)

表 3 保險業家數及其分支機構統計表

單位：家數

年/月 Year/ Month	人身保險業 Life Insurance Industry					
	本國保險業 Local Insurance				外國保險業 Foreign Insurance	
	總公司 Head- quarter	分公司 Branch	海外 分支機構 <sup>2</sup> Offshore Branch	大陸 辦事處 Office in PRC	在台 分公司 Branch in Taiwan	在台 聯絡處 Liaison Office in Taiwan
2000	16	123	6	-	16	3
2001	18	124	5	2	12	2
2002	20	132	6	2	10	1
2003	21	137	6	2	8	1
2004	21	135	6	5	8	2
2005	21	135	6	8	9	2
2006	22	136	6	8	8	2
2007	22	136	11	7	9	4
2008	23	139	12	7	9	4
2009	22	129	12	7	9	4

資料來源：保險局市場管理組。

註：1. 保險機構家數以營業執照核發為依據。

2. 保險業海外分支機構包含子公司、分公司、代表處及辦事處等。

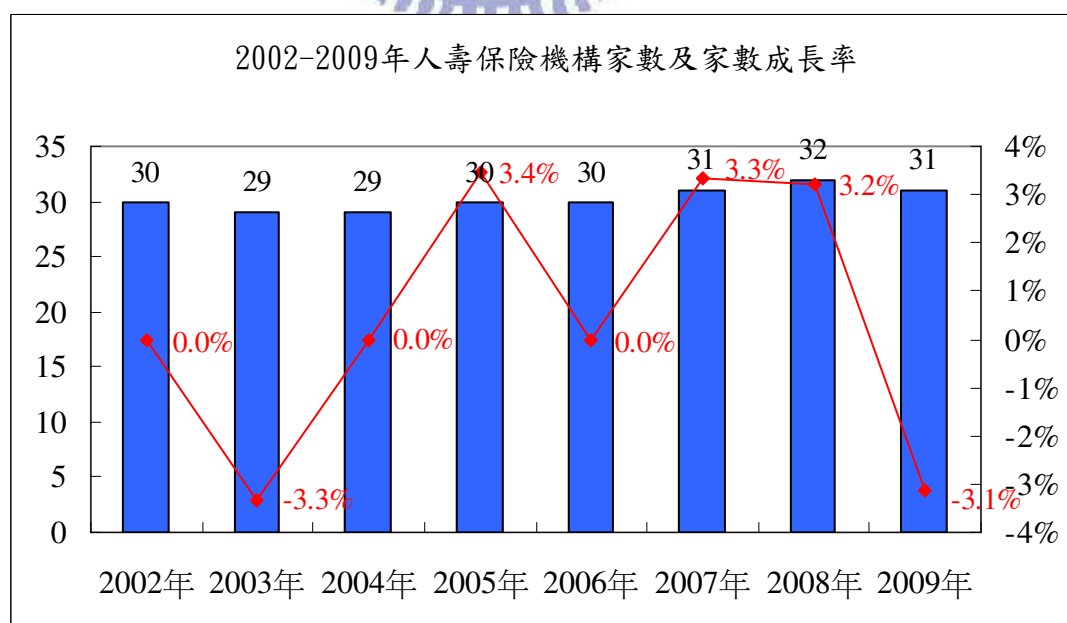


圖 3 2002 年至 2009 年人壽保險機構家數成長分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

### 3.1.2 產業發展現況

#### 3.2.2.1 近八年產值／營業額／營運概況之統計資料

保險市場在 2002 年至 2008 年壽險業資產總額逐年提高，佔金融機構資產總額之比重也逐年提升，壽險業資產總額在民國九十一年占金融機構資產總額 12.43%，到了民國九十八年占金融機構資產總額 22.98%，八年間成長了 3.08 倍，每年以百分比兩位數字成長，可見保險市場在政府改革開放的政策下，壽險業資產總額快速的成長，在金融業的重要性也不斷提高。九十八年底我國保險業資產總額 110,376 億元，其中產險業 2,552 億元，壽險業為 107,824 億元，占全國金融機構資產總額之 23.53%，較九十一年之 13.09% 增加 10.44%，顯示保險業在我國金融市場之重要性漸增。(見圖 4)

表 4 保險業資產占金融機構資產比率表

單位：佰萬元

年/月 Year/ Month	金融機構資產總額 Total Assets of Financial Institutions	保險業 Insurance Industry		產險業 Non-Life Insurance		壽險業 Life Insurance	
		資產總額	比率	資產總額	比率	資產總額	比率
		Total Assets	Ratio %	Total Assets	Ratio %	Total Assets	Ratio %
2002	28,136,690	3,682,023	13.09	183,621	0.65	3,498,402	12.43
2003	31,376,130	4,764,079	15.18	187,816	0.60	4,576,263	14.59
2004	34,327,360	5,646,628	16.45	195,955	0.57	5,450,673	15.88
2005	37,578,660	6,692,341	17.81	206,935	0.55	6,485,405	17.26
2006	39,907,620	7,937,944	19.89	201,788	0.51	7,736,156	19.39
2007	40,811,355	8,922,359	21.86	209,384	0.51	8,712,975	21.35
2008	43,576,890	9,380,609	21.53	241,663	0.55	9,138,946	20.97
2009	46,916,683	11,037,667	23.53	255,228	0.54	10,782,439	22.98

資料來源：行政院主計處(中華民國統計月報 529 期);財團法人保險事業發展中心

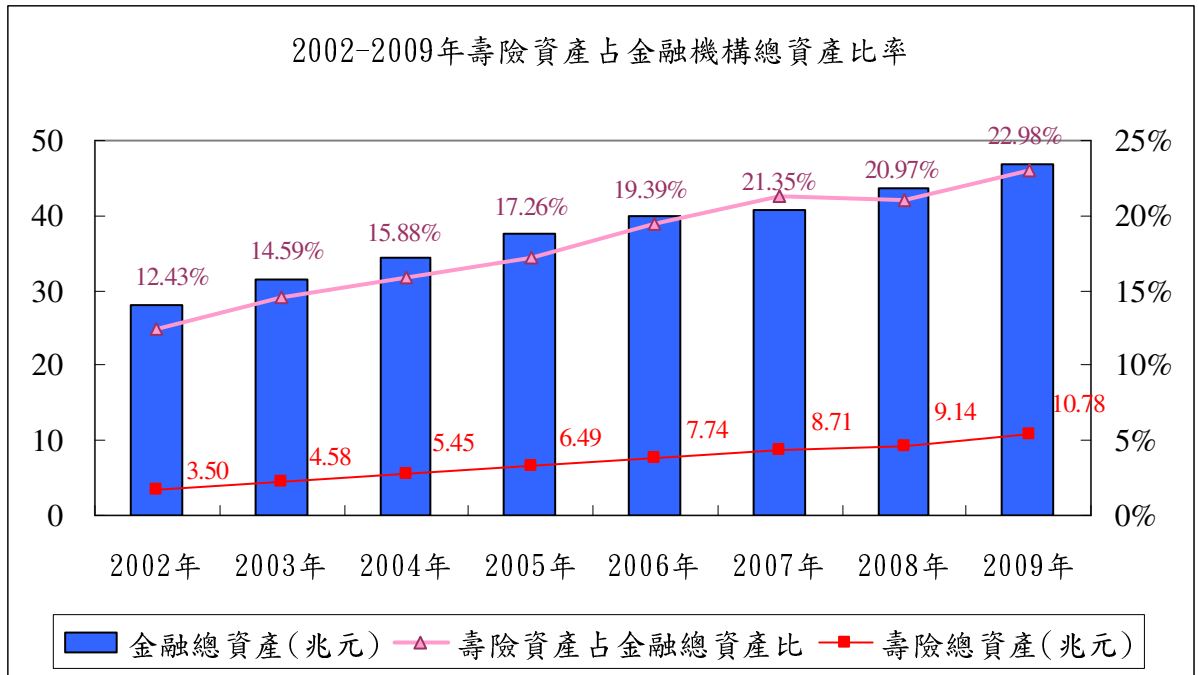


圖 4 壽險業總資產佔金融機構總資產比重分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

保險業在我國金融市場之重要性漸增，國人對保險商品之接觸管道也愈多元化，九十八年全球保費收入第一名為荷蘭人，每人的保險密度(是指一國(地區)的人均保費支出，它是衡量一國(地區)保險市場發展程度和潛力的指標之一)為 6,555 美元，台灣保費收入全球排名第十三名，我國保險密度達新台幣 86,790 元(約 2,672 美元左右)，與九十七年世界各國平均之保險密度約為 512 美元相較之下高出甚多，顯示我國保險市場之蓬勃發展；另外九十八年台灣的保險滲透度再攀新高，蟬聯世界第一，領先排名第二的荷蘭三個百分點以上，我國保險滲透度(保費收入占國內生產毛額 GDP 之比重)為 19.02%，顯見我國保險業務仍有寬闊之發展潛力(見表 5)。隨著國人購買保險之觀念益趨成熟，甚或被納為個人投資理財、生涯規劃極重要之一環，此由近年來各種統計數字，如我國九十八年壽險投保率(有效件數/人口數)及普及率(有效投保金額/國民所得)分別為 204.84%及 339.67%，兩者均年有長足增高得資證明。

表 5 保險密度、滲透度及人壽保險、年金保險投保率表

年 Year	保險密度 <sup>1</sup> (元) Insurance Density (NTD)			保險滲透度 <sup>2</sup> Insurance Penetration (%)			人壽保險及年金保險 Life and Annuity Insurance		
	總計 Total	財產保險 Non-Life Insurance	人身保險 Life Insurance	總計 Total	財產保險 Non-Life Insurance	人身保險 Life Insurance	投保率 <sup>3</sup> % Ratio of having Insurance Coverage	普及率 <sup>4</sup> % Ratio of Prevalence	壽險平均分紅利率 <sup>5</sup> % Average dividend Rate of Life Insurance
2000	32,058	3,943	28,115	7.12	0.88	6.24	121.41	238.76	5.15
2001	36,585	4,054	32,531	8.31	0.92	7.39	135.40	259.64	4.05
2002	43,991	4,504	39,487	9.52	0.97	8.54	143.70	256.77	2.31
2003	54,949	4,843	50,106	11.61	1.02	10.59	158.87	274.50	1.62
2004	62,760	5,089	57,671	12.53	1.02	11.51	166.21	281.12	1.52
2005	69,225	5,204	64,021	13.43	1.01	12.42	176.13	294.22	1.84
2006	73,340	4,988	68,353	13.70	0.93	12.77	184.01	299.68	2.20
2007	86,579	4,904	81,675	15.40	0.87	14.52	196.03	313.25	2.47
2008	87,971	4,677	83,294	15.96	0.85	15.11	203.27	331.23	2.69
2009	91,195	4,406	86,790	16.83	0.81	16.02	204.84	339.67	0.95

資料來源：財團法人保險事業發展中心；

註：1.保險密度：每人平均保費支出。

2.保險滲透度：保費收入對 GDP 之比率。

3.人壽保險及年金保險投保率：人壽保險及年金保險有效契約件數對人口數之比率。

4.人壽保險及年金保險普及率：人壽保險及年金保險有效契約保額對國民所得之比率。

5.人壽保險平均分紅利率(強制分紅)：以臺灣銀行、第一銀行與合作金庫銀行等三家銀行當月份第一個營業日牌告之二年期定期儲蓄存款利率為準。



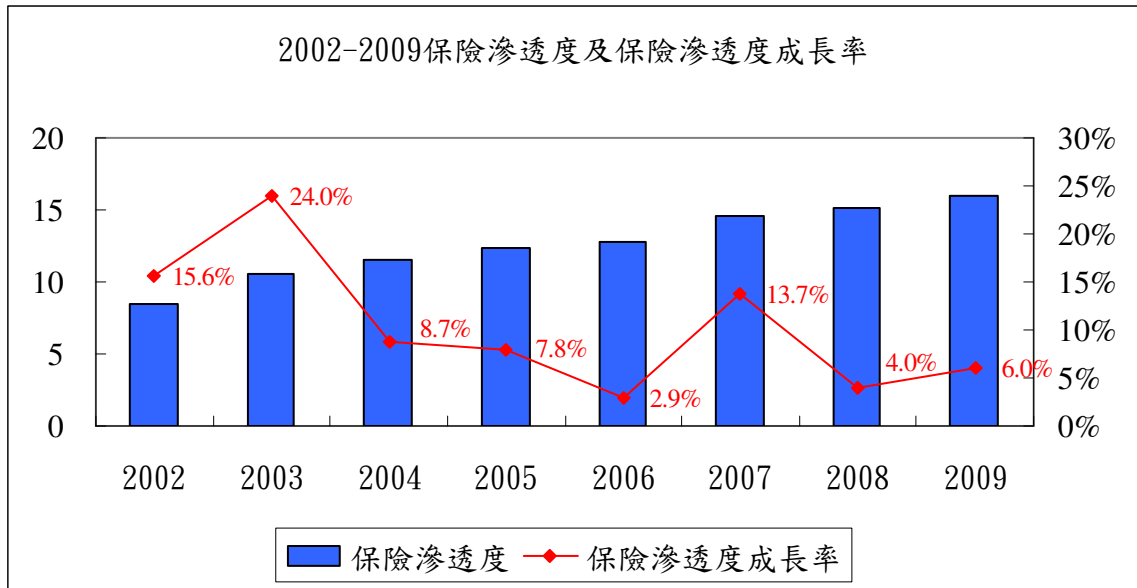


圖 5 保險滲透度成長分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

近幾年台灣壽險業保費收入逐年成長(見圖 6)，2009 年已達 2 兆元，九十一年至九十八年底，全體保險業保費收入自 8,893 億元增加至 20,066 億元，較九十一年增加 2.26 倍，平均年成長率達 13.8%。然保費收入成長率在 2003 年達到高峰後，呈現逐年遞減的狀況；2007 年因國內外股市表現佳，投資型保單銷售成績亮眼，致整體保費收入成長幅度較大。

表 6 人身保險業保費收入統計表

單位：百萬元

年 Year	總計 Total	年(月 <sup>1</sup> )增率 Annual (Monthly) Growth Rate %	個 人 Individual				團 體 Group		
			人壽保險 Life	健康保險 Health	傷害保險 Accident	年金保險 Annuity	人壽保險 Life	健康保險 Health	傷害保險 Accident
			2002 年	889,287	22.01	692,725	107,705	51,944	16,724
2003 年	1,132,652	27.37	864,722	120,321	52,044	73,617	6,837	5,601	9,510
2004 年	1,308,490	15.52	948,114	134,241	48,706	155,004	6,896	6,341	9,188
2005 年	1,457,750	11.41	1,120,305	143,869	49,059	121,040	6,803	7,230	9,444
2006 年	1,563,701	7.27	1,238,954	155,594	49,537	97,113	6,059	7,778	8,666
2007 年	1,875,097	19.91	1,461,458	171,412	50,100	169,438	5,105	9,322	8,262
2008 年	1,918,843	2.33	1,330,840	188,180	50,609	327,997	4,573	9,151	7,493
2009 年	2,006,559	4.57	1,301,359	210,842	50,026	424,536	4,215	8,714	6,867

資料來源：財團法人保險事業發展中心

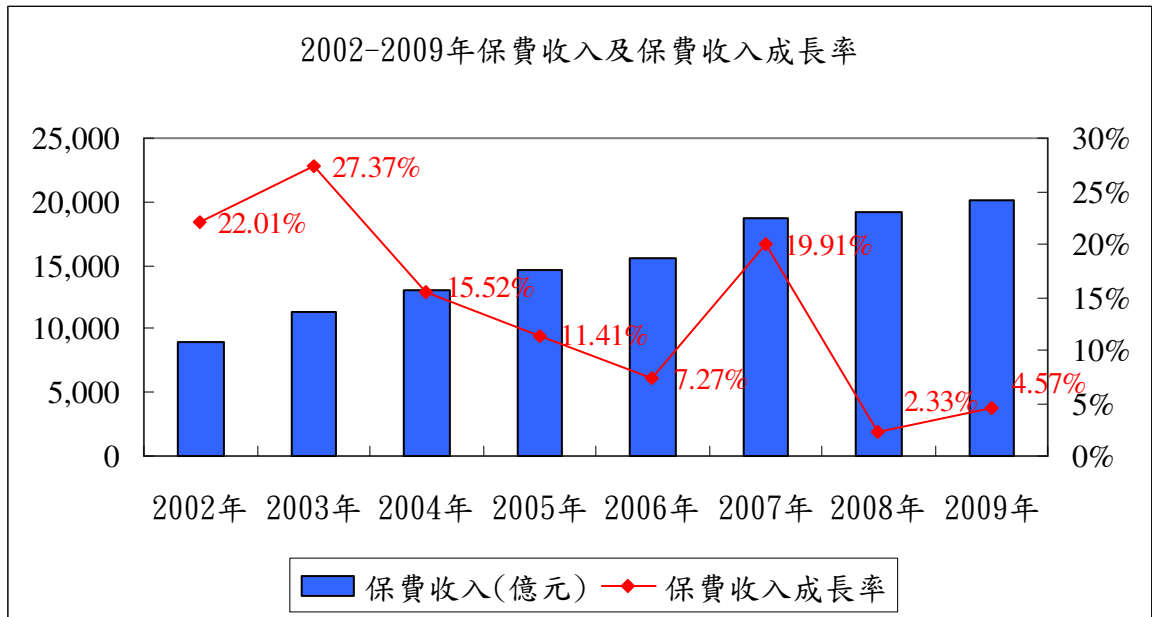


圖 6 人壽保險保費收入成長分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

從民國九十一年到民國九十八年，近八年來壽險業的固定資產占業主權益之比率則逐年下降，由九十一年之 33% 降至九十八年之 15%，顯示固定資產投資之比率已逐漸降低。九十七年可能因金融海嘯影響，固定資產投資之比率較高為 31%，然整體趨勢是逐漸降低。

保險業之負債最大比率為各項準備金，各項準備金占負債之比率從民國九十一年到民國九十八年，近八年來有下降趨勢，由九十一年之 97% 降至九十八年之 87%，八年平均為 91%，可能與後期保險公司推出不分紅保單，或是投資型保單有關，保險公司改變商品結構，故不需增加提存各項準備金，然而保險公司經營之形態仍需提存相當高金額之各項準備金，以因應未來支出之需要，固平均而言維持在 90% 左右之水準。(見表 7)

由於民國九十七年金融海嘯之影響，各國政府相對提出許多因應措施，避免金融機構產生骨牌效應宣告破產，會對社會經濟產生重大不良影響，其中的一個措施為降息，利率一度低到 1% 多，對保險業者造成之衝擊較大，因為投資收益減少，然又要負擔以往發行之高利率保單，兩者之間的利差愈來愈大，保險業者對不動產之投資於是增加持有，一方面租賃出去之租金收入比定存利率高，不動產還有保值效果，將來出售可能還有資本利得，所以近兩年之不動產投資成長率較高。(見圖 7)

表 7 人身保險業資產負債表

單位：佰萬元

年 Year	總資產 Total Assets	總負債 Total Liabilities	各項準備金 Reserves	業主權益 Equity
2002 年	3,498,402	3,340,676	3,101,010	157,725
2003 年	4,576,263	4,351,660	4,145,433	224,603
2004 年	5,450,673	5,203,060	4,749,624	247,614
2005 年	6,485,405	6,216,338	5,693,073	269,067
2006 年	7,736,156	7,235,671	6,436,200	500,485
2007 年	8,746,487	8,313,534	7,142,995	432,953
2008 年	9,169,449	8,955,335	7,847,933	214,114
2009 年	10,782,439	10,347,147	8,974,937	435,292

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心

註：1. 2006 年因 34 號公報實施，各公司重新填送 2002 至 2006 年財簽後財務報表。

2. 不含瑞士商蘇黎世人壽臺灣分公司資料。

3. 臺銀人壽自 2006 年起不含軍人保險統計資料。

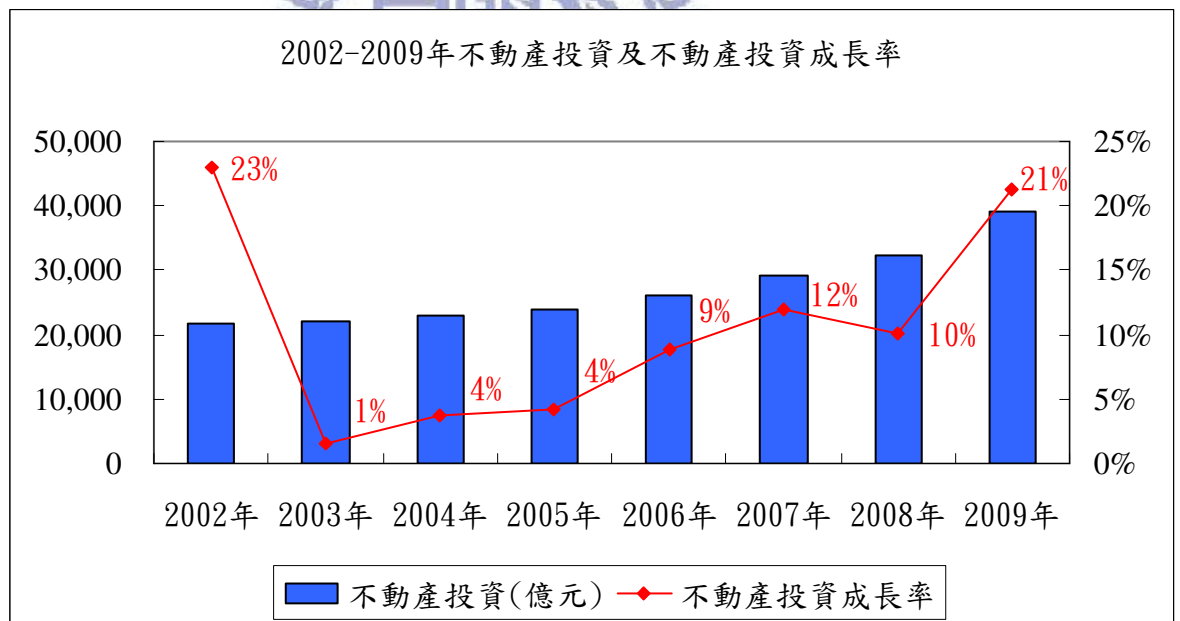


圖 7 人壽保險不動產投資成長分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

近八年來人身保險業之損益狀況，以九十六年獲利最佳，八年的稅後純益 Net Income 為 83 億元，九十七年受金融海嘯影響，投資收益大幅下降，九十七年財務收入較九十六年減少 259 億元，成長率為-8%，九十七年營業支出比九十六年增加 19%，稅前純益因之大幅減少。(見圖 8)

表 8 人身保險業損益表

單位：佰萬元

年 Year	收入總額 Income	營業收入 Operating Revenues	財務收入 Financial Receipts	支出總額 Outgo	營業支出 Operating Expenses	業務及管理費用 Business & Administrative Expenses	稅後純益 Net Income
2002 年	1,344,659	1,193,428	145,800	1,344,794	1,248,556	70,063	-135
2003 年	1,750,129	1,515,144	215,783	1,702,660	1,607,861	77,953	47,469
2004 年	2,018,774	1,771,276	227,355	2,001,688	1,888,030	74,697	17,086
2005 年	2,253,739	1,961,764	270,493	2,226,779	2,101,598	78,070	26,960
2006 年	2,535,543	2,214,854	285,444	2,495,561	2,376,470	82,166	39,982
2007 年	3,159,325	2,798,574	327,535	3,102,442	2,977,707	77,710	56,883
2008 年	3,570,255	3,235,497	301,635	3,696,916	3,434,554	76,313	-126,661
2009 年	3,514,945	3,128,398	383,637	3,510,181	3,360,884	71,645	4,764

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心

註：1. 2006 年因 34 號公報實施，各公司重新填送 2002 至 2006 年財簽後財務報表。

2. 不含瑞士商蘇黎世人壽臺灣分公司資料。

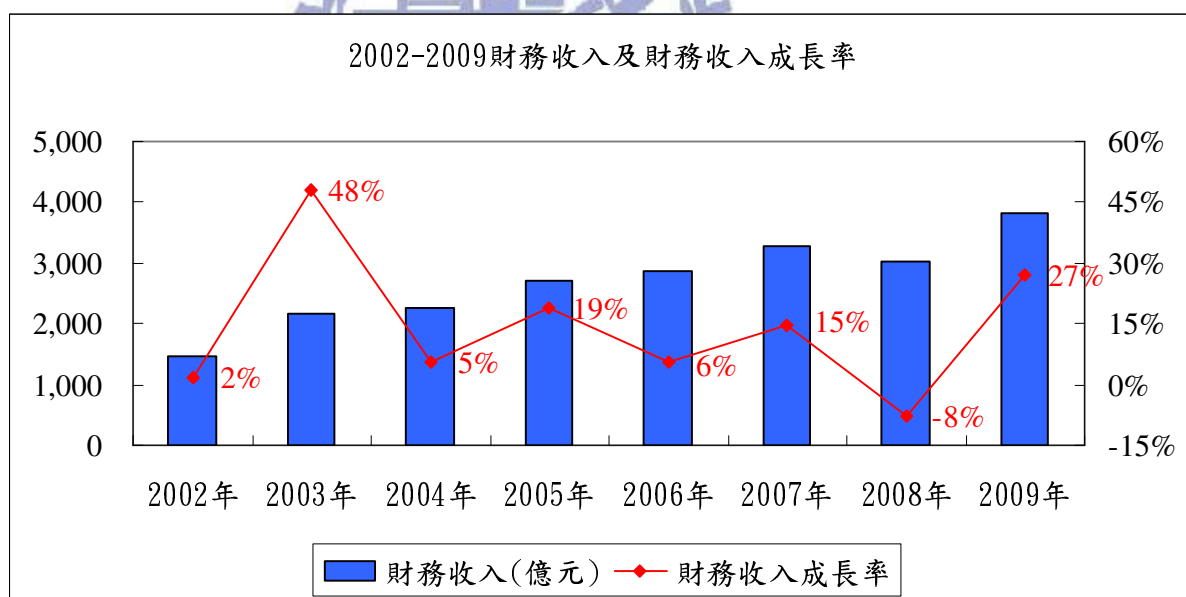


圖 8 人壽保險財務收入成長分析圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

九十八年保險業從業人員為 188,293 人，其中外勤業務員 168,732 人(見表 9)，險業從業人員有逐年降低之趨勢，可能與保險銷售管道擴展有關。許多金融機構因有現成客戶，金融機構利用原有之廣大客群，可順勢銷售保險商品，或是將存款與

保險結合，推出一個新的保險存款商品；加上近幾年來保險經紀人公司的出現，使得保險銷售管道多元化，不在需要像以前一樣，保險公司需自行培養從業人員。

表 9 保險業從業人員統計表

單位：人

年度	外勤人員登錄數							內勤人員登錄數			合計		
	男		女		合計			男	女	小計	男	女	小計
	專職	非專職	專職	非專職	專職	非專職	小計						
93 年	21,044	48,046	58,966	102,060	80,010	150,106	230,116	6,434	11,240	17,674	75,524	172,266	247,790
94 年	21,498	38,499	59,863	82,877	81,361	121,376	202,737	6,470	11,543	18,013	66,467	154,283	220,750
95 年	23,235	35,070	62,290	68,592	85,525	103,662	189,187	6,540	12,344	18,884	64,845	143,226	208,071
96 年	26,536	29,121	67,267	52,429	93,803	81,550	175,353	6,653	12,536	19,189	62,310	132,232	194,542
97 年	25,426	31,846	61,492	56,363	86,918	88,209	175,127	6,875	12,811	19,686	64,147	130,666	194,813
98 年	27,423	27,867	65,593	47,849	93,016	75,716	168,732	6,718	12,843	19,561	62,008	126,285	188,293

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心

### 3.1.3 產業發展前景及面臨的問題

#### 3.1.3.1 產業發展前景及方向

近年來由於國內環境急遽變遷，兩岸經貿往來密切，如何因應此種外界環境的改變，針對現況及國際之情勢，隨時調整我國保險產業的制度及發展方向，洞察保險經營實況，做為保險產業未來發展方向與藍圖，才能促進我國保險產業之健全發展。

展望未來我國保險業未來發展趨勢，應有相當寬廣空間，不過面對國際金融的環境，保險業所承受的經營風險，將面臨相當嚴格的競爭壓力，鑑於國內外經濟社會環境已有重大改變，及我國持續推動保險自由化及國際化政策影響，未來可參考國外經驗，推動保險業跨業經營，並透過合併或併購方式或提出各項對策，積極開拓商機如研發有關電子商務保險，繼續推動保險自由化及國際化工作，即經由費率自由化，商品多樣化，資訊透明化，經營效率化，市場紀律化及財務健全化等各方面著手，以提升保險業競爭能力及市場紀律，並透過市場參與者之監督，促進保險業的穩健經營，開創我國保險事業之新紀元。

#### 3.1.3.2 產業發展面臨的問題

隨著國內經濟與國民所得的成長，台灣保險市場規模也逐漸擴增，因金融市場、法規與民眾需求的演變，商品型態也日益多元化。

目前台灣保險業面臨四大問題。一、台幣低利率生態的挑戰，二、商品交叉

銷售及多元行銷管道的建置成本昂貴，三、資金佈置無法自由延伸，尤其是被限制到海外投資，層層法規的限制，使得業者無法施展投資策略，四、長期利率及未來預估升息無望。尤其是低利率環境，對保險業衝擊最大。保險公司是靠保單與投資的利差來賺錢，低利率對保險業而言，馬上面臨利差損，再加上壽險業又面臨 2008 年投資失利而大失血，保單收入和投資報酬差距很大、是負的，讓壽險業經營更加艱困，這些壽險保單又往往都是長天期的保障，甚至是終身保險。像新光人壽變賣土地求現就是長期利差損所導致，必須要靠變賣土地，彌補財務缺口。

保險業這樣的經營環境，勢必愈來愈艱困，保險業低利險境，亦無法在短期內解決，低利率必成為國內保險公司經營的最大負面因素。雖然保費收入年年成長，但是為了因應低利率，引進分紅保單及投資型商品等新產品，這些產品本身獲利率偏低，造成新產品愈好銷售，整體產業平均的責任準備金資金成本，愈呈現下滑的走勢，不利於壽險業的財務安全。九十四年三十家壽險公司共計獲利 269 億元，其中有十六家虧損；九十五年雖然整體獲利提升到 399 億元，但依舊是有十一家虧損；九十六年壽險公司獲利創新高，達 568 億元，仍有壽險公司賠錢；九十七年因金融海嘯影響，整體壽險公司大虧 1,267 億元。(見圖 9)



圖 9 人壽保險業稅後純益圖

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心。

壽險公司所獲得的保單，都可以說是保險公司的長期負債，業者必須依賴良好的財務投資，在未來保單到期、或保戶需要理賠時，才有資金來償還給保戶。以表 6 的統計資料來看，九十八年底，壽險業資產共 10.78 兆元，淨值約 4,353 億元，保險業目前淨值佔總資產比率不到 5%，顯示保險業的資產有 95% 都是保戶

的錢，財務槓桿相當的高。壽險公司的經營階層如果只追求短期的績效、市占率，未來保單到期時有沒有錢支付，是經營者需要審慎考慮的決策。

### 3.1.3.3 政府之因應措施

受全球金融風暴衝擊下，九十七年壽險市場鉅額虧損 1,267 億元，淨值為負的壽險公司，由 4 家增加為 9 家；九十八年因資本適足率未達保險法的法定標準，陸續被金管會接管的有國華人壽，更面臨全球、保誠、安泰、南山等外資壽險業，在母公司財務壓力及負利差問題下，轉賣退出台灣市場的情形。

金管會日前就討論通過「保險版的金融重建基金」，擬以民國 100 年後的保險、證券業等營業稅稅收，成立特別準備金，估計每年約有 50 億至 70 億元的收入，撥入該準備金，首要任務，就是與安定基金<sup>3</sup>共同處理已遭接管的國華人壽，以及目前淨值為負的國寶人壽、幸福人壽、興農人壽等保險公司，也象徵金管會處理問題保險公司的決心。<sup>4</sup>

## 3.2 南山人壽公司概述

### 3.2.1. 商業型態

南山人壽成立於 1963 年 7 月，當時為本土的小型壽險公司，成立初期因管理階層更換頻繁，導致南山人壽無法取得自己的定位與經營特色，使日後的業績不盡理想，當時的大股東亦無意再繼續經營。但因保險公司不能無故解散，於是在 1970 年 1 月，AIG 集團旗下之美亞保險公司買下南山人壽的 95% 股份進行改組，當時的經營團隊，引進國外的保險制度、目錄和保單、專業管理以及提供 AIG 集團之國際豐富資源與經營知識，發展出屬於南山人壽的經營模式，塑造了南山人壽之專業、經營績效佳的良好形象，有著全新面貌的南山人壽逐漸步上軌道。自 1993 年國內壽險市場全面開放後，截至民國九十八年十二月止，台灣地區人壽保險公司共計 31 家，其中本國公司 22 家，9 家外商在台分公司，競爭相當激烈。南山人壽秉持著「誠信第一、服務至上」之宗旨，目前已成為國內市場占有率第二名的大型保險公司，僅次於龍頭國泰人壽。至 2010 年 10 月底止，有 400 萬個保戶及 24 家分公司，通訊處逾 500 處。

<sup>3</sup> 安定基金：保險法第 143-1 條規定安定基金由各保險業者提撥；其提撥比率，由主管機關審酌經濟、金融發展情形及保險業承擔能力定之，並不得低於各保險業者總保險費收入之千分之一。

<sup>4</sup> 來源：周信佑、彭思遠，September 06, 2010，保險版金融重建基金成軍的意涵與建議，國家政策研究基金會。

南山人壽得獎記錄：

1. 南山人壽獲頒知名入口網站 Yahoo!奇摩首屆「情感品牌類別大獎」。
2. 南山人壽榮獲由公關基金會、公關業經營人協會與動腦雜誌共同主辦的「2010年第7屆傑出公關獎」優異企業形象管理與傑出發言人獎項。
3. 天下雜誌「2010年1000大企業調查-100大金融業排名」第三名、「2009年1000大企業調查-100大金融業排名」第五名。
4. 南山人壽榮獲讀者文摘雜誌2010年『信譽品牌 (Trusted Brand)』保險類金獎，已是連續七年榮獲金獎殊榮。
5. 南山人壽創意十足的廣告語『好險！有南山』，勇奪由動腦雜誌舉辦的『2009永恆金句獎』並榮獲2007年及2008年「廣告流行語金句獎」。
6. 南山人壽榮獲讀者文摘雜誌2009年『信譽品牌 (Trusted Brand)』保險類金獎，已是連續六年榮獲金獎殊榮；並於2004年至2006年連續三年榮獲讀者文摘「非常品牌」壽險類金牌獎。
7. 現代保險金融理財雜誌調查，南山人壽連續十六年榮獲「最佳壽險業務員」。
8. 南山人壽於2004年至2008年連續六次榮獲現代保險金融理財雜誌票選三冠王-「業務員最優」、「理賠服務最優」、「最值得推薦的壽險公司」。同時也獲得2008年「知名度最高」保險公司，因此南山人壽連續兩年蟬連壽險四冠王寶座。
9. 南山人壽於2005年、2007年與2009年榮獲保險事業發展中心所頒發的台灣保險卓越獎—保戶服務卓越獎；2009年同時獲頒台灣保險卓越獎—公益關懷卓越獎。
10. 南山人壽 ISO9001「理賠服務」國際品質管理系統認證，分別於2010年5月、2009年11月、5月、2008年11月、5月、2007年11月、4月、2006年10月、4月、2005年11月、4月，以無缺失通過專業覆檢。
11. 南山人壽「電話客服中心」分別於2010年1月、2009年9月、2009年2月、2008年9月、2008年3月、2007年10月、2007年4月、2006年9月、2006年3月、2005年9月、2004年9月，通過ISO9001國際品質管理系統之定期覆檢。
12. 天下雜誌「2007年1000大企業調查-100大金融業排名」第二名、「2006年1000大企業調查-100大金融業排名」第三名、「2005年1000大企業調查-100大金融業排名」第四名。
13. 2004年天下雜誌1000大企業排名，金融業總績效第四名、最賺錢的十家金融機構第四名、民營營收前十大金融業第四名。
14. 2003年天下雜誌1000大企業排名，於金融業總績效第四名、最賺錢的十家金融機構第四名、人壽保險業總績效第二名、民營營收前十大金融業第四名、股東權益報酬率最高前十名。



15. 天下雜誌 2002 年 1000 大企業排名調查中，南山人壽名列金融業總績效排名、最賺錢的二十家金融機構二項排名前十名；及金融業股東權益報酬率最高前十五名。
16. 2001 年至 2006 年中華徵信所「台灣地區大型企業排名 Top 5000」調查，南山人壽連續六年榮膺外資企業營收淨額排名第一。
17. 2003 年至 2006 年中華徵信所「台灣地區大型企業排名 Top 5000」調查，南山人壽連續四年榮膺民營服務業營收淨額排名第二、人壽保險業營收淨額第二名。
18. 2005 年商業周刊 100 大金融業第十五名(並為其中壽險業第一名)。
19. 2004 年商業周刊 100 大金融業第十四名(並為其中壽險業第一名)。
20. 南山人壽 ISO9001「業務人員壽險事業認證」，分別於 2007 年 4 月、2004 年 4 月、2001 年 4 月，以無缺失通過專業覆檢。
21. 南山人壽榮獲「亞洲財訊」評選為 2003 年亞洲 50 大壽險公司排名第八名。
22. 2009 年十四度榮獲美國人壽保險管理學會頒發 LOMA 教育成就獎，並於 2001 年獲頒「全球教育領袖獎」。

資料來源：南山人壽官方網站

### 3.2.2. 提供的產品及服務

南山人壽主要經營項目以人身保險為主，服務內容包含醫療防癌保險、意外傷害保險、投資型商品和儲蓄型保險。南山人壽在與美國國際集團「美亞保險公司」(AIG) 合作之後，業績與規模成長扶搖直上，迅速擊敗了國內當時眾多的競爭公司。根據南山人壽官方網站提供的資訊指出，南山人壽的資產總值從 1970 年的 0.79 億元，到 2007 年的 13,923 億元，成長 17,623 倍。股東權益由 1970 年的 0.26 億元，到 2007 年的 1,028 億元，成長 3,952 倍。保費收入也由 1970 年的 0.30 億元，到 2007 年的 2,090 億元，成長 6,965 倍。

表 10 南山人壽 1970 年至 2007 年成長統計表

項目/年度	1970 年	2007 年	成長
資產總值	0.79 億元	13,923 億元	17,623 倍
股東權益	0.26 億元	1,028 億元	3,952 倍
保費收入	0.30 億元	3,952 倍	6,965 倍

資料來源：南山人壽官方網站，本研究整理

截至 2010 年 10 月底止，公司資產總值逾新台幣 1.7 兆元，有效保單超過 800 萬件。由此可見，AIG 集團的加入改組，賦與南山人壽新的生命，使其擁有更穩健

的經營模式，目前經營的業務仍不斷成長，未來的前景可期。圖 10 為國內各人壽保險公司 2009 年總保費收入市場占有率。

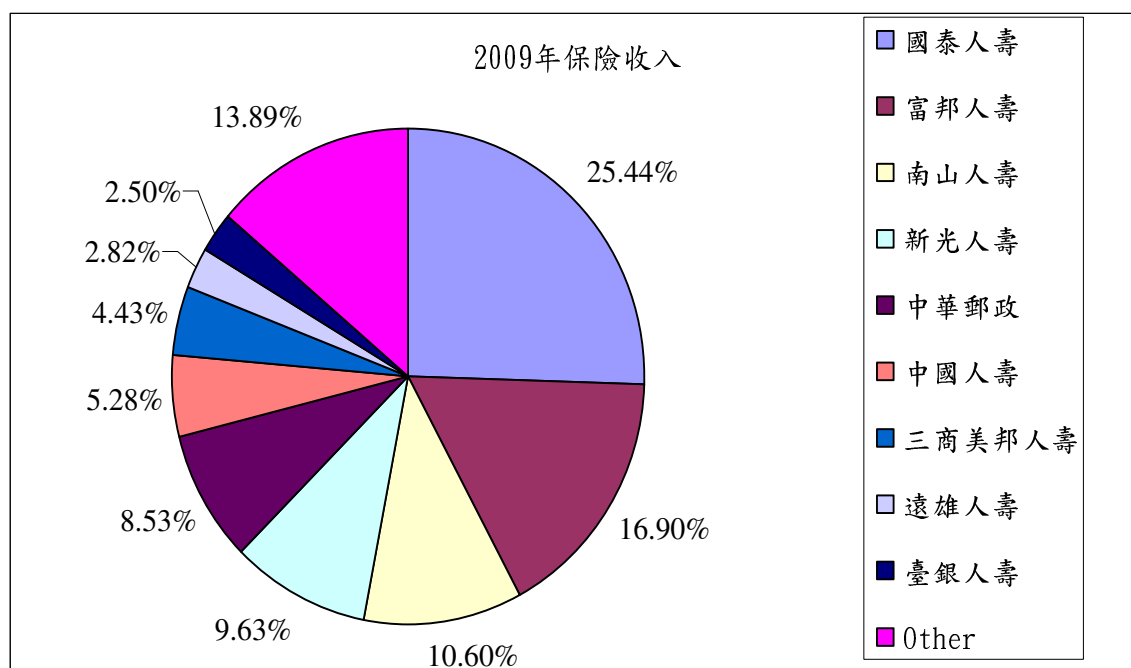


圖 10 國內各人壽總保費收入市場占有率

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心

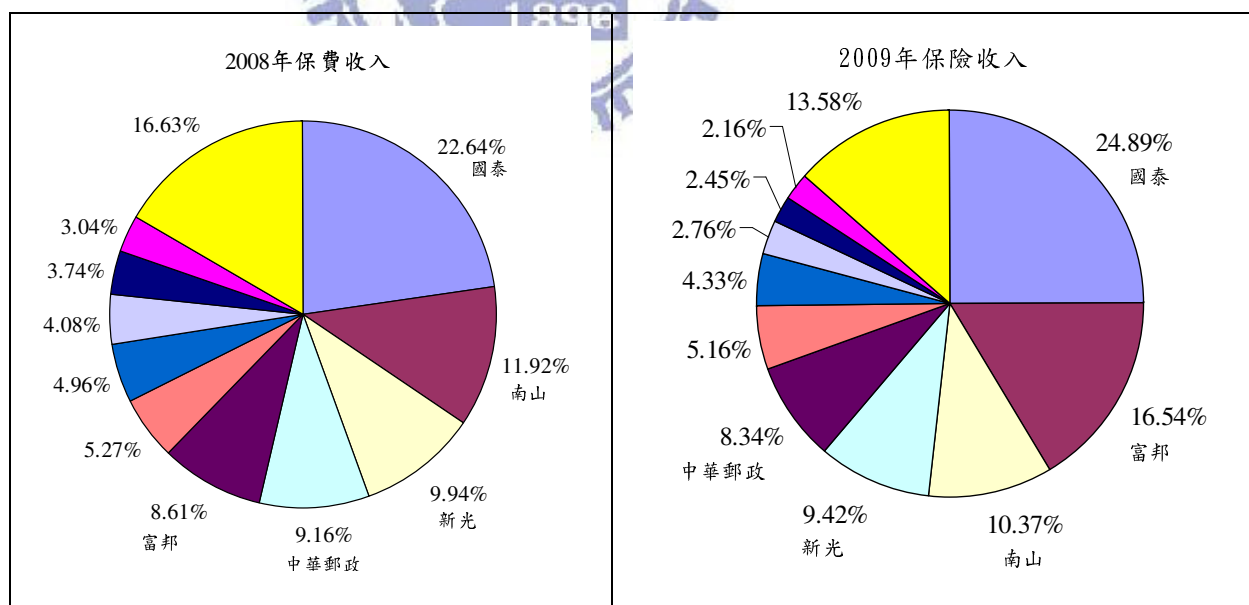


圖 11 2008~2009 年保費收入前五大排名

資料來源：整理自財團法人保險事業發展中心

從圖 10、圖 11 中可見，保險公司競爭激烈，2008 年人壽保險公司總保費收入市場佔有率，以國泰人壽的 22.64% 為市佔率之冠，其次是南山人壽的 11.92%，市

占率第三為新光人壽的 9.94%。2009 年以國泰人壽的 25.44% 為市佔率之冠，其次是富邦人壽的 16.9%，市占率第三為南山人壽的 10.6%。圖中其他的部分為加總 20 家小型的人壽保險公司的市占率，共 13.58%，前十大市占率 86.42%。由圖中總保費收入市占率的表現可見，南山人壽在國內壽險業中已有一定的規模，富邦人壽由於在 2009 年 6 月併購 ING 安泰人壽，故保費收入由 2008 年第五名上升到 2009 年第二名。

### 3.2.3. 組織結構

南山人壽公司組織由股東會、董事會、董事長、副董事長、總經理...等組成，現任董事長謝仕榮先生及高級幹部等，引進專業管理及國際豐富資源與經營。依據 98.05.20 知識惠譽 (Fitch Ratings) 信用評等，南山人壽在國內保險公司財務實力評等為 A+(twn)。

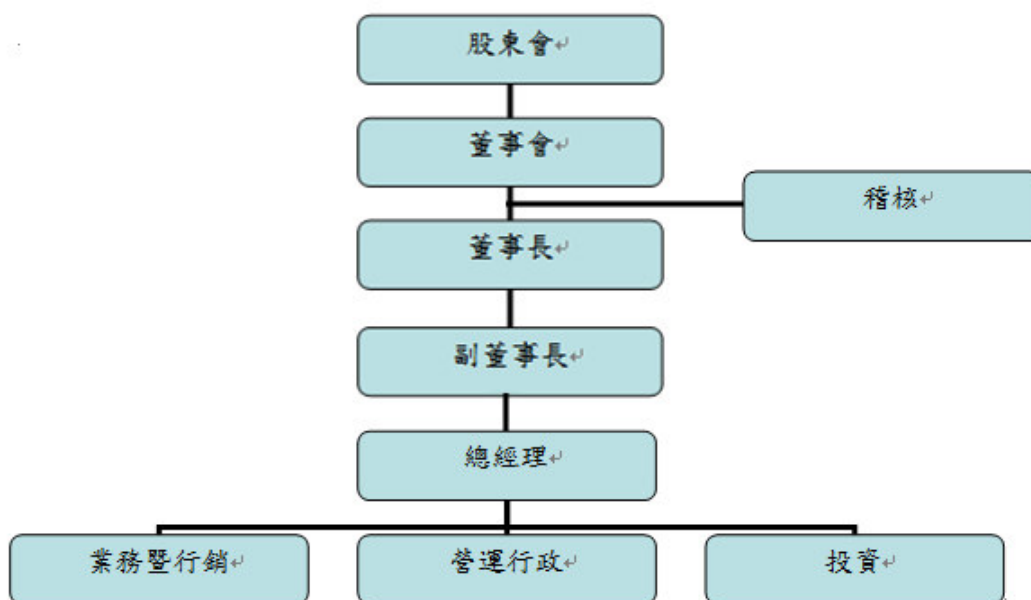


圖 12 南山人壽公司主要組織圖

資料來源：南山人壽官網

### 3.2.4. 財務狀況

保險公司整體的資產總額為 107,824 億元，前十大保險公司即占了 88.13%，其中南山排名第二，資產總額為 16,454 億元，占了 15.26%。保險公司整體的股本總額為 3,407 億元，前十大保險公司即占了 80.53%，其中南山排名第一，股本總額為 787 億元，占了 23.1%。附錄一到五提供南山人壽 2006 年至 2009 年的財務

相關資訊，資料為透過財團法人保險事業發展中心以及南山官網公開資訊取得，可做為衡量南山人壽財務狀況是否穩健的判斷。附錄一及附錄二分別提供南山人壽的損益表及資產負債表；附錄三則為股東權益變動表；附錄四提供南山人壽的資金運用表；附錄五提供南山人壽各項財務業務指標。

### 3.3 AIG 公司概述

#### 3.3.1. 商業型態

美國國際集團(American International Group, AIG)，以下簡稱 AIG 集團，是一家以美國為基地的國際性跨國保險及金融服務機構集團，為商業、機構和個人客戶提供服務，旗下的 AIG American General 更是全美最頂尖人壽保險機構之一，其總部設於紐約市的美國國際大廈。集團在英國的總部位於倫敦的 Fenchurch Street、歐洲大陸的總部則設於巴黎的 La Défense、而亞洲總部則設於香港。其創辦人施德 (Cornelius Vander Starr) 於 1919 年設立於上海，初期只提供火險及水險的服務，公司名稱為美亞保險公司(AAU)。之後因為中國爆發戰爭，施德便把公司總部由上海遷往美國，並且進一步開拓拉丁美洲市場。

AIG 集團旗下擁有許多的資產和附屬公司，營運至今業務據點已經涵蓋超過 130 多個國家及地區，提供企業和個人提供保險、金融、投資產品和服務，集團服務項目多元化，包含普通保險、人壽保險和退休服務、金融服務以及資產管理等。AIG 在 2007 年 9 月宣布旗下一家全資子公司已完成對 21 世紀保險集團的收購。

##### 普通保險業務

AIG 的普通保險業務部門在美國與海外開展幾乎所有的商業財險與意外險以及各類個人險種。DBG 是 AIG 美國國內普通保險業務的主要部門。DGB 在美國和加拿大通過以下機構開展保險業務：American Home Assurance Company (American Home), National Union Fire Insurance Company of Pittsburgh, Pa. (National Union), Lexington Insurance Company (Lexington), The Hartford Steam Boiler Inspection and Insurance Company (HSB) 以及 AIG 開展普通保險業務的其它子公司。在 2007 年，DBG 的保費收入佔 AIG 保險部門淨保費收入的 51%。

##### 人壽保險與退休服務業務

AIG 的人壽保險與退休服務部門向全球提供保險、金融與投資理財產品。保險產品包括個人與團體人壽、年金支付(包括結構性結算)、捐贈、事故與健康保險。退休儲蓄產品通常包括固定收益與浮動收益養老金產品。

AIG 主要通過美國人壽保險公司(ALICO)、AIG Star Life Insurance Co., Ltd.、AIG 愛迪生人壽保險公司(AIG Edison Life)、美國友邦保險有限公司、American

International Assurance Company (Bermuda) Limited、南山人壽保險公司、The Philippine American Life 以及 General Insurance Company (Philamlife)等機構開展境外人壽保險與退休服務業務。ALICO 主要從事美國境外業務，直接或通過其子公司在歐洲、拉美、加勒比、中東、南亞與遠東承銷保險，其中日本是其最大的市場。ALICO 還通過一家合資企業在巴西開展人壽保險業務。友邦保險公司主要涉足中國(包括香港)、新加坡、馬來西亞、泰國、韓國、澳大利亞、新西蘭、越南、印度尼西亞與印度市場。南山壽險公司主要經營台灣業務。Philamlife 是一家設在菲律賓的人壽保險公司。AIG 的 Star Life 與 AIG 愛迪生人壽保險公司主要經營日本業務。在 2007 年，海外業務佔 AIG 人壽保險與退休服務業務的保費與其它相關收入的 79%，佔 AIG 人壽與退休服務業務運營利潤的 76%。

#### 金融服務業務

AIG 的金融服務部門主要涉足飛機與設備租賃、資本市場、消費者融資與保險金融。AIG 金融服務業務收入主要來自飛機租賃、資本市場與消費者融資。

#### 資產管理業務

AIG 通過價差投資、機構資產管理、經紀服務和共同基金業務向全球個人、退休基金和機構提供多種投資服務與投資產品。<sup>5</sup>

### 3.3.2. 組織結構

AIG 集團堪稱是全球保險業和金融服務業的巨擘，根據 2007 年的財富雜誌 (Fortune) 全球五百大企業的排行調查，AIG 集團是全球第十大企業，在全球各地的退休金管理服務、金融服務及資產管理業務皆位居前列。根據 2008 年度富比士雜誌 (Forbes) 公佈全球 2000 大跨國企業名單，AIG 集團排名全世界第十八名。而且自 2004 年 4 月 8 日開始一直都是道瓊工業平均指數的成份股。其股票在美國紐約證券交易所、美國 ArcaEx 電子證券交易市場、倫敦、巴黎、瑞士及東京的股票市場均有上市。

---

<sup>5</sup> 來源：網易財經

圖 13 為 AIG 集團的組織結構圖：

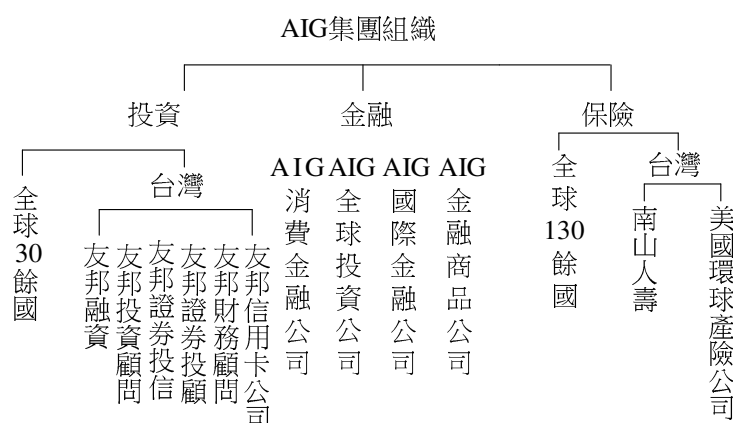


圖 13 AIG 集團的組織結構

資料來源：

楊政學、詹麗蓉，2003，壽險業電子化行銷實務：以南山人壽為例，2003 電子商務與數位生活研討會論文集，頁 2658-2667

### 3.3.3. AIG 集團向美國政府紓困的過程

AIG 集團是目前世界上最大的保險公司，它的股票建立在許多共同基金支持的基礎上，也就是說，許多共同基金都買了 AIG 的股票，包括各種的 S&P 500 指數基金。AIG 集團的規模太過龐大、全球觸角太廣，集團的業務與全球幾乎每一個金融機構相連，承包著總值 880 億美元的資產，包括抵押貸款和企業貸款。AIG 集團因為次級房貸風暴，導致巨額虧損，恐怕面臨倒閉危機，美國政府為避免 AIG 集團破產倒閉危及美國經濟，緊急對 AIG 集團伸出援手，提出四次的紓困方案(如表十一所示)，拯救岌岌可危的 AIG 集團。AIG 集團在 2008 年第四季的單季淨損高達 617 億美元，是美國史上單季虧損最高的金額。面對美國政府紓困的高額貸款金額及高融資利率，對於 AIG 集團而言是另一個更大的難關，導致日後 AIG 集團必須藉由變賣旗下資產來償還美國政府紓困的貸款。

表 11 AIG 集團向美國政府紓困的過程

	時間	紓困原因	紓困內容	貸款條件
第一次	2008-09-16	AIG 走到破產邊緣，次級房貸危機帶來 CDO、CDS 等衍生性金融商品價格大跌，AIG 集團因為承做 CDO、CDS 等衍生性金融商品而產生鉅幅虧損，美國政府為了避免這家“大到不能倒”的保險公司破產，因而同意對 AIG 集團紓困。	美國政府同意金援 AIG 集團 850 億美元，並同時取得 AIG 集團 79.9% 普通股，以及變更公司高級管理層的權利。	兩年內以 Libor 3 個月加計 8.5% 的利率償還 850 億美元的貸款。貸款預計將在通過出售公司的資產的收益償還。
第二次	2008-10	AIG 集團財務問題繼續惡化。	紓困金額加碼到 1228 億美元(10/8 追加 378 億美元)	
第三次	2008-11	因為 AIG 集團批評第二次紓困方案根本無法解決 AIG 集團本身所面臨的問題，反而加深了 AIG 集團的資金壓力，美國政府因而重新修正對 AIG 集團紓困的方案。	原來的 1230 億美元紓困案取消，並以 1500 億美元的方案來取代。其中，1500 億美元包含 600 億美元的貸款、400 億美元買進 AIG 集團的優先股、525 億美元買 AIG 集團的不良資產。	五年內以 Libor 加計 3% 的利率償還 600 億美元的貸款。
第四次	2009-03-02	AIG 集團去年第四季單季虧損達 617 億美元，締造美國企業史上最高的單季虧損，為了避免 AIG 集團倒閉，美國政府同意第四度對 AIG 集團伸出援手。	對 AIG 集團注入 300 億美元的資金。(這筆 300 億美元的資金僅作為緊急支用，以防止 AIG 集團虧損繼續擴大)	AIG 集團同意把旗下最大兩個部門，包括美國人壽 (Alico) 與亞洲壽險集團美國友邦保險的控制權讓給美國政府，以作為交換額外 300 億美元注資的條件。

資料來源：本研究整理

### AIG 集團如何償還龐大之紓困金額

龐大的金援數目，再加上 AIG 集團的現金部位嚴重不足，AIG 集團只能藉由出售旗下資產以償還美國納稅人 900 億美元的貸款，但是目前市場信用緊縮，出售旗下資產變得更加困難，AIG 集團的資產出售計畫進行的相當緩慢而且價格低廉。因此 AIG 集團同意分拆三大業務部門，並且出售其中兩個部門的股權給聯準會，分別是美國人壽與友邦保險公司的優先股給紐約聯邦儲備銀行，以償付 250 億美元債務。出售南山人壽約新台幣 700 億元，這些交易完成後，AIG 積欠政府的金援負債從 900 億美元降低為 628.5 億美元。

表 12 AIG 出售資產相關資料

時間	公司/部門	方式	收購內容
2009-12-01	美國友邦保險公司(AIA)	2009-10-29 香港 IPO，發行 58.6 億股股份。籌資規模可達 205.7 億美元。 2010-10-22 以 19.68 港元的價格定價，並多發售 11.7 億股份，預計籌資 178 億美元。	2010 年 3 月 1 日宣佈將以約 355 億美元價格出售友邦人壽 (AIA Group, Limited) 予英國保誠集團 (Prudential)，交易完成後所取得之現金部位預計約可償還紐約聯邦準備銀行 250 億美元之信用貸款，其餘約 105 億美元之保誠集團票據部位將俟市場狀況陸續出售，所得亦將全數用以償還紐約聯邦準備銀行信用貸款。 2010 年 6 月 2 日宣布，由於股東強烈反對加上美國國際集團 (AIG) 拒絕降價，決定退出收購 AIG 亞洲子公司友邦人壽(AIA)的計畫
2009-12-01	美國人壽保險 (American Life Insurance)	2010 年 3 月 8 日約 155 億美元價格出售	約 155 億美元價格出售美國人壽 (ALICO) 予大都會人壽 (MetLife)，交易完成後預計約可償還 68 億美元現金予紐約聯邦準備銀行
2009-10-14	南山人壽(Nan Shan Life)	2009 年 10 月 14	買主為博智金控，由



	Insurance Co.)	日宣佈約新台幣700億元價格賣出南山人壽97.57%的股份。	香港上市公司「中策集團」出資八成、「博智金融」出資二成所組成的一個團隊。最後2010年8月31日經濟部投資審議委員，未核准通過。
2009-08-12	美國國際信貸(香港)有限公司(AIG Finance(Hong Kong)Limited)	100%出售	2009年8月12日宣佈準備將美國國際信貸(香港)有限公司(AIG Finance (Hong Kong) Limited) 100%的股權售予中國建設銀行(亞洲)(China Construction Bank Asia
2009-08-11	AIG集團的衍生品部門AIG Financial Products Corp.宣佈出售西班牙3座營運中的太陽能電廠的權益	出售(能源及基礎設施投資資產)	私人股權公司HG Capital(總部位於倫敦)
2009-07-17	墨西哥消費金融事業(被出售的子公司包含AIG Universal SA和Markcenter Services)	100%出售	2009年7月17日宣佈完成出售墨西哥消費金融事業由Desarrollo de Negocios Integrados, S.A. de C.V.和Inversiones DNI, S.A. de C.V.買下
2009-07-01	友邦國際信用卡資產(台灣)	出售	遠東商銀買下友邦國際信用卡資產,包含友邦所有信用卡應收帳款債權和不良債權。
2009-06-29	俄羅斯銀行	出售(出售98%的股權,其餘的2%則搭配2011年3月中才執行的選擇權來出售)	買主為Banque PSA Finance SA(法國PSA Peugeot Citroen Group 100%持股的子公司)
2009-06-11	總部大樓(位於紐約曼哈頓)	出售	由韓裔開發商Youngwoo & Associates和南韓錦湖綜合金融公司買下

2009-06	阿根廷消費金融部門	100%出售	2009年6月2日宣佈出售阿根廷消費金融業務買主為 Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. 與 Grupo Pegasus 籌組的投資集團
2009-06	哥倫比亞消費金融事業 (由墨西哥當地企業 Inversora Pichincha SA 和 Interdinco SA 所持股組成)	100%出售	厄瓜多銀行(Banco Pichincha CA)和其他團體。
2009-05-11	總部大樓(位於東京都千代田丸之內)	出售	2009年5月28日宣佈出售東京精華地段不動產予日本生命保險公司日本生命保險(Nippon Life Insurance Co.)，進帳12億美元。
2009-04-16	21世紀保險公司	出售	2009年4月16日宣佈出售子公司 21st Century Insurance Group 予 Zurich Financial Services Group 之資產，以19億美元賣給蘇黎世金融服務集團
2009-04-16	AIG 私人銀行(AIG Private Bank Ltd.)，AIG 旗下的財富管理業務	出售	2008年4月16日宣佈售給總部位於阿布扎比的阿爾巴石油投資公司(Aabar Investments PJSC)。AIG 將因此獲得2.5億美元的資金
2009-01-13	加拿大人壽保險業務 (AIG Life Insurance Company of Canada)	出售	BMO Financial Group(蒙特利爾銀行的母公司)
2008-12-22	Hartford Steam Boiler (HSB)，AIG 旗下從事機械相關保險業務的公司	出售	買主為全球最大再保業者慕尼黑再保公司(Munich Re)

資料來源：本研究整理

## 3.4 私募股權基金背景介紹

### 3.4.1. 何謂私募股權基金

私募股權基金在美國、英國已盛行30餘年，初期設立之目的主要為財務困難企業、中小型私人企業提供資金紓困或利用融資收購公司。「私募股權基金」是私募基金的一種，私募股權基金（Private Equity Fund）顧名思義是以私下募集的方式取得投資的資金，募集主要以股權/權益(Equity)投資為主的基金，該基金之任何一種股權資產皆不能在股票市場自由交易的投資，也就是必須專門投資不在公開市面上販售的、價錢相對便宜的投資標的，整頓後再以高價賣出。其交易策略為選擇價格為市場上所低估的投資標的，於適當的時間點將其賣出獲利，因此許多人批判，私募股權基金運作的方式是”為了賣而買”，因而形容其為禿鷹一般。該基金來源的部分，主要是來自政府或民間退休基金、大型企業、捐贈慈善基金、保險公司、銀行等機構法人，以及超級富豪、皇室、中東油國等皆可能為基金的來源。

私募股權基金大約起源於1960年代晚期，1960年之華平基金（Warburg Pincus），即可謂係第一家對外募資的大型私募股權基金，當時私募股權基金主要是以創投形式存在，向特定投資人（通常是財力雄厚者）由一家公司擔任管理公司主導發起，主要專門投資對象針對未上市公司為主，俟被投資公司股票上市後出脫持股獲利，或直接尋找買家賣以更高價格賣出股票獲利。到了1980年代，私募股權基金發展出融資型併購即高度槓桿併購(Leverage Buyouts, LBO)策略，即在收購過程中，只動用約2~4成的現金及自有資金，其餘不足之6~8成則向金融機構取得大量貸款，購併對象也不再侷限於未上市公司，包括柯科羅（Kohlberg,Kravis,Roberts (KKR)）、黑石(Blackstone Group)、凱雷(Carlyle Group)、德州太平洋集團(Texas Pacific Group (TPG))等私募股權基金等都是動輒數十億，數百億美元的購併案，便是以LBO的方式進行大型購併活動。（如表13）

表13 歷史上前十大LBO併購案件

單位：億美元

時間	併購者	產業	併購案件	金額
2007.02	KKR/TPG	能源類股	TXU Utility	450
2007.02	Blackstone	地產營建	Equity Office Properties Trust	390
2006.07	Bain Capital/ KKR/Merrill Lynch	醫療保健	HCA Inc	321
1989.02	KKR	食品零售	RJR Nabisco	314
2006.05	GS/ AIG/ Carlyle/Riverstone	能源類股	Kinder Morgan	265
2006.09	Blackstone/ Carlyle/Permira/ TPG	半導體	Freescale Semiconductor	176
2006.01	Blackstone	消費民生	Albertson's	174
2005.11	KKR/ Apax/ Blackstone	通訊電信	TDC A/S	156
2006.05	Weather Investment	通訊電信	Wind Telecom	153
2005.09	Carlyle/ Clayton Dubilier & Rice	工業	Hertz Cop	150

資料來源：陸君芬，〈私募股權基金簡介〉，《臺灣工銀證券投顧月刊》，2007年3月，頁10。

私募股權基金於全球佈局上，仍以歐美等私募股權基金業已發展成熟的國家為主，主要包括美國、英國、加拿大、法國、德國、荷蘭、西班牙以及北歐諸國。而歐美國家以外的佈局上，則以亞洲的新興市場，包括中國大陸、日本、韓國、印度以及澳洲的澳大利亞為主（見圖14）。

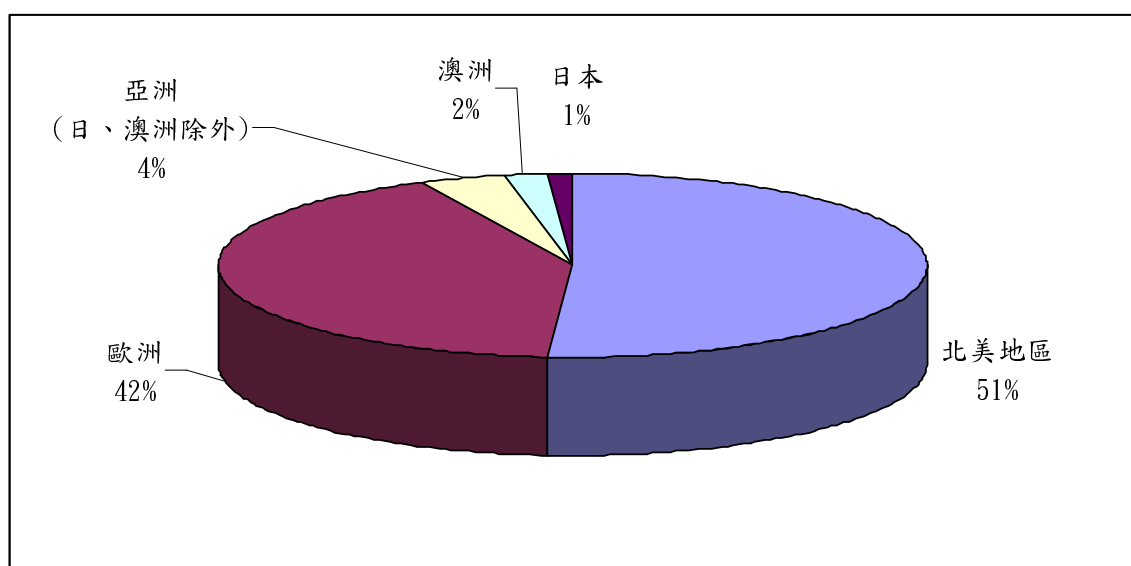


圖14 全球私募股權基金交易案分析(依區域別)

資料來源：Thomson Financial SDC Research

自 1990 年代以來，LBO 併購風潮伴隨著各項高度槓桿工具以及低利率的環境而大行其道，私募基金與避險基金甚至已成為全球資本主義的核心。在 1997 年亞洲金融風暴之後，私募股權基金趁機大舉進軍亞洲，首波鎖定之對象為中國及南韓企業。依據統計數字，2009 年私募股權基金可投資亞洲的資金總額達 2,830 億美元，較 2008 年的 2,600 億美元增加了約 9%。<sup>6</sup>（見圖 15）2009 年投資的區域比重亞洲占 80%。（見圖 16）

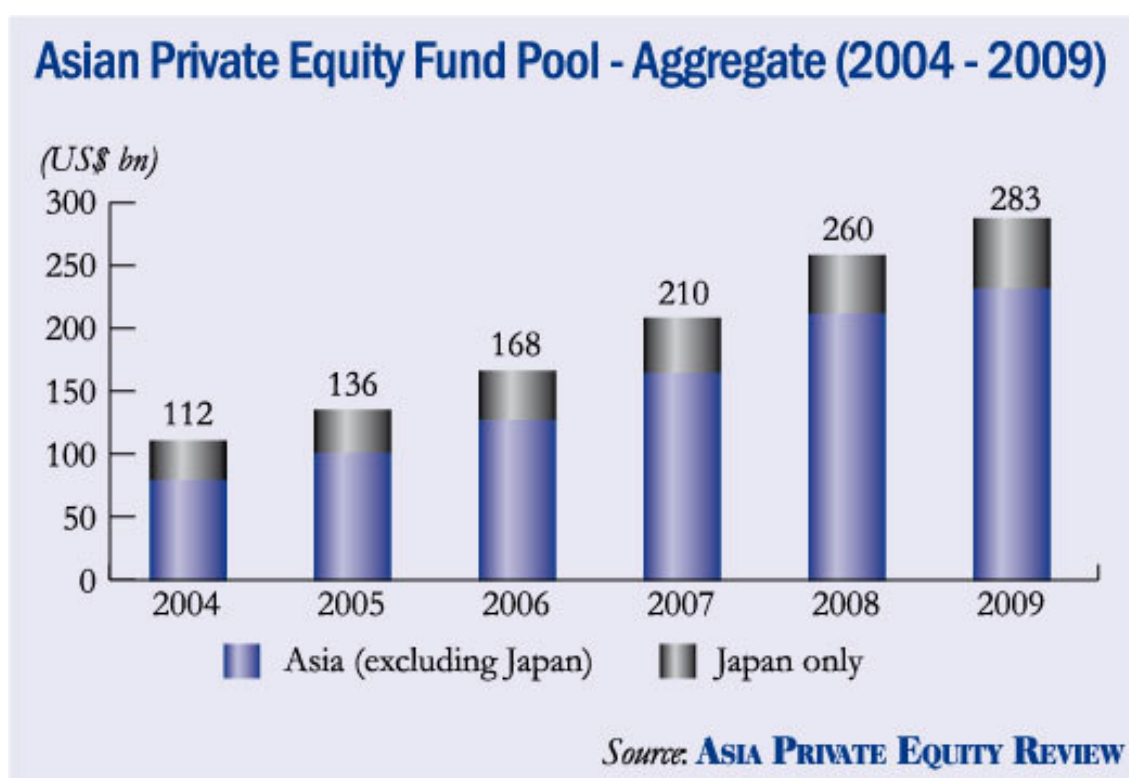
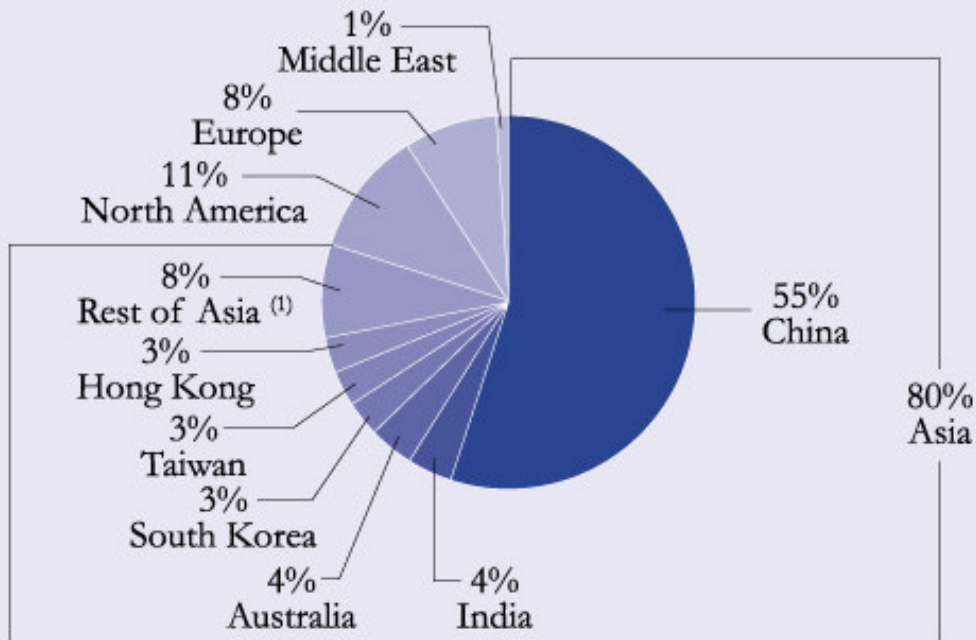


圖 15 亞洲私募股權基金之規模

資料來源：Asia Private Equity Website- Asia: Asian Private Equity Fund Pool - Aggregate (2004 - 2009)

<sup>6</sup> 台灣併購與私募股權協會網站

## Profile of Institutional Investors - by Location (2009)



Number of allocations surveyed: 342

<sup>(1)</sup> includes Japan, Macau, Malaysia, New Zealand, Philippines, Singapore

Source: ASIA PRIVATE EQUITY REVIEW

圖 16 亞洲私募股權基金之投資地

資料來源：Asia Private Equity Website-Asia: Profile of Institutional Investors - by Location (2009)

美國老牌的私募股權基金中，除了幾年前就已佈局亞洲的新橋、凱雷(Carlyle Group)華平(Warburg Pincus)外，其他如黑石(Blackstone Group)、KKR、Brain Capital 等也於2006年積極進軍亞洲。這些聲譽卓越的基金帶來了充沛資金，個別亞洲私募股權基金規模逾10億美元者，如雨後春筍般冒出。隨著基金規模的遞增，投資案件的金額也加大，戰局日益激烈。這些私募股權基金彼此間既競爭又合作，一方面各展神通探尋利基，另一方面也互相聯手分攤風險，身段極為靈活，近年來在全球成功的募資，甚至已開始形成所謂巨型基金(Mega Fund)，即單檔基金規模超過100億美元以上。(如圖17)

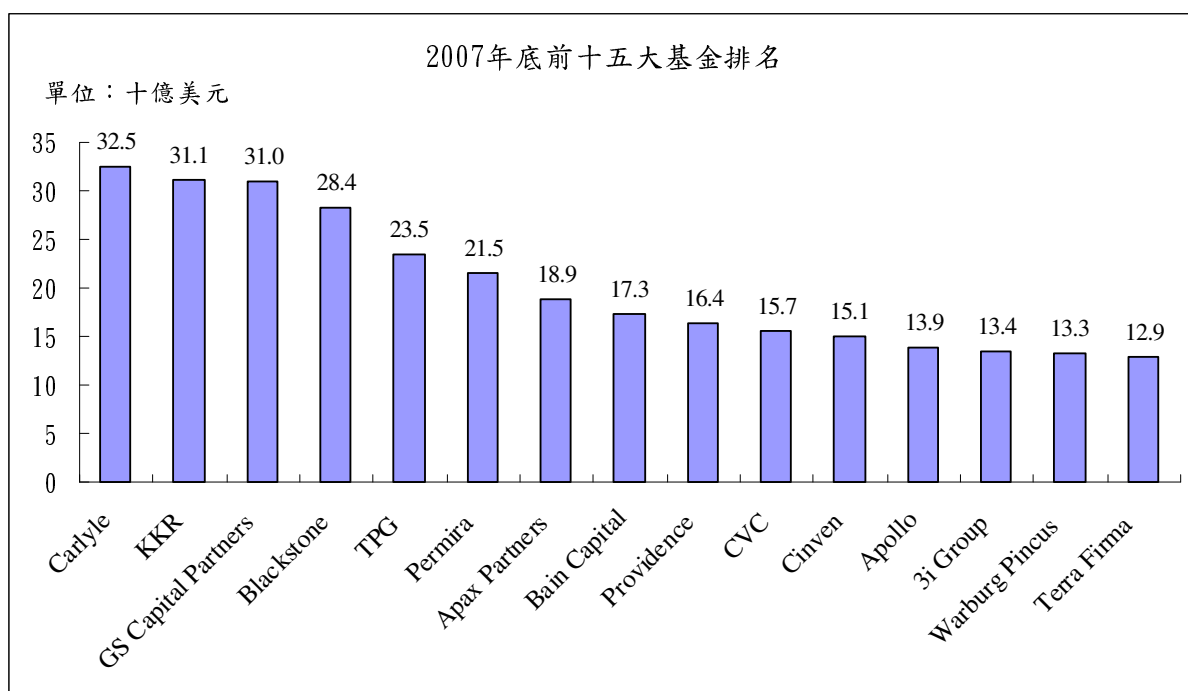


圖17 大型私募股權基金示意圖

資料來源：Wikipedia, the free encyclopedia、自行整理

### 3.4.2. 私募基金運作模式

私募股權基金可伴隨企業發展階段的不同與企業發展之需要，提供不同的資本，私募股權基金的類型包括創投資本(Venture Capital)、管理層併購/槓桿併購型(MBO/LBO)、夾層融資型(Mezzanine Finance)、併購資本(Buyout Capital)及轉機資本(Turnaround Capital)或重建資本(Restructuring Capital)等。其中，創投資本提供營運資金予新興且成長中之企業，據以將創新與產品商品化。此外，夾層式資本則係買入附認股權證的次順位債券予融資併購所需資金，通常為提供資金予正在等待首次公開發行(Initial Public Offerings, IPO)之具獲利性企業；再者，併購資本則是用於獲取控制企業之利益，且可能採取高槓桿的財務操作策略。最後，所謂的轉機資本或重建資本則將挹注資本予營運困難的企業<sup>7</sup>。目前國際上私募股權基金以融資收購為主流，占50%。其次，創業投資約占30%，但比重持續下降中。私募股權基金主要是著眼於股權的投資，基本上屬於長期的投資。投資策略原則上皆是尋找具有成長潛力的公司或是體質好但營運不佳的公司進行併購，在買進後，一方面透過管理上的改善、經營團隊組織調整、成本下降、

<sup>7</sup> 李榮謙、林曉伶，〈私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險〉，《存款保險資訊季刊》，第20卷第1期，2007年3月，頁62。

另一方面則可利用財務槓桿、提高現金流量、跳脫追求短期績效壓力轉向長期改善，最後再以更高的價格轉售或重新上市（IPO）出脫持股，達成獲利。另外亦有在併購買入後，直接將獲利業務直接分拆尋求買家，如黑石(Blackstone Group)在2007年2月初完成併購了EOP後，不到二週便立即轉手賣出了130億美元的建築物。

私募股權基金以槓桿型收購(LBO)及創業投資(V.C)占大宗，收購與創投的差異如下：

1. 回收速度—槓桿型收購，有多元退出管道，可提高回收速度，創投主要以IPO為主。
2. 投資案源—槓桿型收購有廣泛的投資案源，涵蓋上市及未上市公司、科技、服務業及傳統產業；創投主要以未上市科技業為主。
3. 投資風險—創投係投資在公司經營的早期階段，成功機會較低，投資風險較高；收購則是透過資本結構設計與現金流量估計等技術，進行整併、改造，使其從「有」至「更好」，從而降低投資風險。
4. 風險控管—槓桿型收購取得顯著股權或控制權，主動參與經營，控制投資後管理風險；創投相對較被動參與投資，不易控管投資後管理風險。
5. 專業技能—創投首重產業分析與預測，技術創新與發展，具有高科技知識、產業動脈之專業技能；而槓桿型收購主要是透過業務重建或財務重新規劃為股東創造更高價值，具有經營管理的知識能力、財務工程設計與能力、產業知識之專業技能。
6. 回報來源—槓桿型收購主要利用財務槓桿操作，改善經營效率提升價值；創投不易控管投資公司，係高風險承擔者。

收購投資與創業投資之比較表如下：

表 14 收購投資與創業投資之比較

	回收速度	投資案源	投資風險	風險控管	專業技能	回報來源
槓桿型收購 (Buyout)	較快	較廣	較低	較高	較廣	財務槓桿
創業投資 (V.C)	IPO	未上市	較高	較低	高科技知識	高風險

資料來源：楊子江，民國 96 年 6 月，私募股權基金與創業投資，中央銀行季刊第二十九卷第二期

其中槓桿型收購 Leveraged Buyout 又可以分為以下三類：

1. Classic LBO：買在好的時間點，價格低，向金融機構舉債，改善其營運情況，藉以提高目標公司的價值，重新 IPO 上市。特性如下：
  - Buy it right, structure it right, right out the debt。



- 現金流量要很穩定，具可預測性。
  - 管理團隊要營運有效率。
  - 退出的選擇機會很多。
2. Platform roll-up：買一家平台公司，將來可以整併同業，以期能達到規模經濟。特性如下：
- 標的為穩定的產業，擁有分散的廠商，通常是地域性較強的公司。
  - 提升公司經營的有效性，達成營運成本節省的目標。
  - 管理團隊需要具有購併整合的經驗。
  - 出場機會較少，一般而言會以 IPO 型式出場。
3. Growth LBOs：成長型科技性公司，公司的獲利和景氣循環有關，營收獲利來自於成長性。特性如下：
- 交易型態介於 VC 創投及 LBO 之間。
  - 注重營運成長性，而非 restructure the operation.(營運整併改造)
  - 對於市場有深刻的洞察力。
  - 市場是無效率，可利用小部分經營管理制度的改變產生較大營運獲利。
  - 協助公司進入新的市場或取得新的客戶，導入新的管理制度增加未來成長的機會。
  - 管理團隊需要具有相關產業特殊 domain-specific knowledge。

### 3.4.3. 得標之私募基金公司概述

博智金融控股公司 2009 年 4 月 29 日在香港註冊成立，初期資本額十億美元，主要核心人物包括香港企業家宦國蒼、前亞洲花旗集團執行長麥睿彬（Robert Morse）和前富邦策略長吳永輝，三人曾在香港所羅門美邦和花旗集團共事過，三人計畫將博智金控的業務範圍擴及保險、銀行、經紀、顧問和財富管理，目前由董事長兼行政總裁麥睿彬及吳榮輝(博智金融聯合執行長)負責營運，為投標南山人壽博智金融找了十幾位股東，包含港資中策集團、香港恆基兆業地產主席李兆基、華人置業主席劉鑾雄、新世界發展主席鄭裕彤及邢李(火原)等香港四大富豪，整個博智金融團隊是由香港中策集團八成，博智金融出資二成所組成的一個團隊，於 2009 年 10 月 5 日在台設立「博智南山投資控股公司」，資本額 50 萬元，博智金控是先於開曼群島註冊登記「博智南山投資公司」，並於英國設立分公司，再由英國公司到台灣設立分公司。(見圖 18)

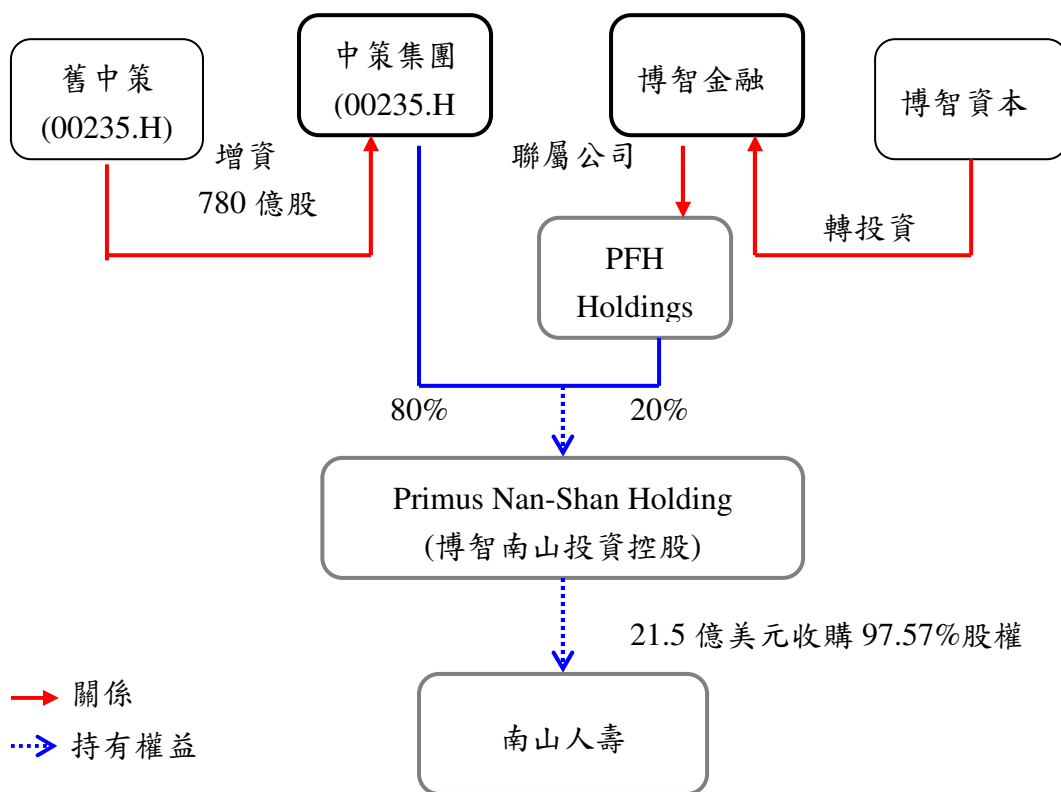


圖 18 博智金融控股公司組成結構

資料來源：林月然，「南山人壽交易黑幕」，今週刊，670 期，頁 109，2009 年 10 月 16 日。

香港中策集團 (China Strategic Holdings) 主要從事製造和銷售電池產品相關配件，資本額為港幣五億元 (六千四百萬美元)，中策為參與南山人壽案，增資 780 億股，發行可轉換公司債 (Convertible Bond)，這 78 億港元的私募基金前幾名大股東資料如下 (表 15)。

表 15 中策增資 78 億港元可轉換公司債的前 9 大股東

前 9 大股東	承配金額(港元)
中渝置地(01224)主席張松橋	8 億
PMA Capital	7 億
結好(00064)	5 億
華人置業(00127)主席劉鑾雄	4.5 億
新世界發展(00017)主席鄭裕彤	4.5 億
前仁愛堂主席任德章	4 億
人和商業(01387)非執董相同的張興梅	3.5 億
中渝置地副主席林孝文	3.5 億
百仕達(01168)主席歐亞平	2.5 億

資料來源：林月然，「南山人壽交易黑幕」，今週刊，670期，頁126，2009年10月16日。

2009年10月19日擔任博智收購南山財務顧問的德意志銀行則表示，博智21.5億美元資金已到位，這21.5億美金(近700億台幣<sup>8</sup>)的財源用以下2種方式運作：

- (1) 未來博智持南山人壽的股票向國內行庫融資新台幣230億元，此金額占總併購價金約3成5。
- (2) 約6成5收購資金來自博智及中策的自有資金。

上述之國內行庫主辦行是合庫與一銀，借款利率5.27%，比當時台灣銀行基本放款利率4.776%高<sup>9</sup>，且主辦銀行的管理費有1.8%（180個基本點）。此借款利率為2009年大型聯貸案加碼幅度最高的，2009年重大聯貸案利率概況請參閱下表整理。

表 16 2009 年重大聯貸案利率概況

公司	金額(億)	利率計算	利率(%)
潤泰創新	26.05	中華郵政1年期定存機動利率加碼1.05個百分點	2.050
統一企業	60	90天期票券次級市場利率(6165)加80個基本點	1.294
日月光	100	6165加碼90個基本點	1.394
台船	84	6165加碼60多個基本點	1.094
國光生技	23.37	90天期票券初級市場利率(51328)加碼75個基本點	2.020
博智金控	230	51328加碼400個基本點	5.270
說明	以上利率均設有一定時間，如半年或一年的利率下限，以上利率僅供參考。		

資料來源：工商時報，2009年10月16日，A4版

合庫董事長劉燈城2009年10月13日證實，原則上同意貸款，並將找其他銀行聯貸，但是需等金管會同意這筆交易後才會進行撥款。他並說，合庫同意貸款的主要考量有三：一、南山是一家好公司，風險沒問題；二、博智自有資金比率達六十五%，融資比率不高；三、這項貸款案利率合理，比一般市場行情還要好一點。

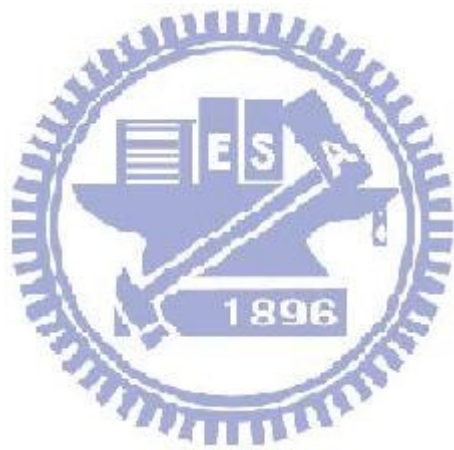
博智入主南山後如果將南山上市，博智如釋出2/3的股權，保留1/3的股權，則當時併購南山2/3的自籌款，可能於上市後就可回收。金管會希望博智入主南

<sup>8</sup>美金匯率，參考附表(3)

<sup>9</sup>基本放款利率，參考附表(4)

山後要長期經營，至少也要7年，然此為道德勸說，並無法律明文規定，且根據哈佛大學商學院的研究，私募基金的經營時期是5至6年，博智是否真會長期經營7年仍有待關切。

對於台灣政府質疑博智的長期經營承諾，博智金控董事長麥睿彬強調，當初提報給台灣多達70多頁的10年營運計畫書，強調博智絕對有意願要長期經營南山人壽且股權鎖住7年，並承諾將最終受益人股票的七成，交付信託七年，受託人為國際知名金融機構花旗集團信託，並於信託條款中清楚約定，最終受益人七年不得轉讓持股，而信託目的即在確保投資人長期經營南山人壽，麥睿彬表示，這些都代表博智、中策要長期經營南山，甚至比AIG經營南山40年還要久，麥睿彬說：「我們沒有任何出售南山經營權的計畫！」



## 四、個案問題討論

### 4.1、南山人壽的三階段出售過程

2009年5月美國國際集團(AIG)在香港向各大外資投資銀行發出招標邀請書(Request for proposal)，此外，美國國際集團(AIG)並聘用摩根士丹利和黑石集團(BlackstoneGroup)負責安排南山人壽出售案。

南山人壽出售之過程，分為三個階段，2009年7月3日進行第一階段買家意向調查，2009年8月進入第二階段的實地查核(Due Diligence)階段，潛在買家可以進入南山，查核南山的財務狀況，獲得南山人壽提供的財務報表、業務資訊，並展開實地查核，並衡量自身營運的狀況及需求。2009年9月中旬進入「個別議價」的第三階段。

#### 第一階段的潛在買家

在市場上有意出資購買南山人壽的潛在買家不少，最後於第一階段2009年7月3日確定遞出買家意向書者共計9家。其分別如下：

第一階段潛在買家	
兩家集團	義美集團、潤泰集團
三家金控	國泰金控、富邦金控、中信金控
四家私募股權基金	凱雷(Carlyle)、安博凱(MBK)、柯科羅(KKR)、博智資本(Primus)

集團、金控以及私募股權基金皆一同加入參與標售的行列，尤其是私募股權基金就有4個潛在買家加入競爭。值得讓人思考的是，為何私募股權基金會對南山人壽這麼的有興趣？

2009年7月13日南山人壽對股權標售案的合格潛在買家發出正式通知，入選者可參加第二階段實地查核。2009年7月14日經濟日報表示，AIG集團大股東美國政府要求，私募股權基金必須先找國內三家金控公司合作，以「財務投資人+策略投資人」的模式參與角逐，二者結合成一個團隊，才能取得實地查核資格。

由於市場角逐者眾，且各個擁有雄厚的資金，惟有建立龐大穩健的團隊，才有機會於眾多競爭者中嶄露頭角，取得南山人壽的經營權。2009年7月21日，根據Bloomberg報導表示，第一階段潛在買家出爐後，各家私募股權基金組成不同陣營，分別規劃與中信金和富邦金搭檔聯手競標。

#### 第二階段的潛在買家

各潛在買家積極的尋找合作對象，原第一階段之潛在買家私募基金 MBK（安博凱）則因尋找配對夥伴找得很辛苦，決定退出競標。2009 年 08 月 04 日，確定進入第二階段的實際查核 DD(Due Diligence)，共 4 組買家如下：

第二階段潛在買家		
金融或壽險	私募基金與其他	代表財務顧問
國泰金		瑞銀
中信金	貝恩資本(Bain Capital)、橡樹資本	Lazard
富邦金	凱雷(Carlyle)	摩根大通、花旗
蘇黎世	博智(Primus)、中策	德銀

第二階段的四組潛在買家，除了可以開始著手了解南山人壽的經營狀況及業務外，AIG 及南山高層也輪流與這些買家的代表進行高層會議，各金控也開始初步勾勒月底的出標金額。評估出資上限多在 30 億美元，合理的區間則是 18 億美元到 22 億美元間，由於 AIG 集團要求拿現金，且不可能低於 20 億美元，最後就看誰出價高，即可進入第三階段的談判。

各潛在買家的競爭狀況激烈，皆釋出勢在必得的決心與準備，各潛在買家表示已將購買所需的資金準備好，接下來的關鍵點為各買家如何運用自身的優勢、補強經營團隊的要素、提出完善的長遠、永續經營規劃，打造未來接收後所能創造最大的營運空間，將是各買家提高成功機率的關鍵點。例如博智資本(Primus)為了強化經營團隊陣營，將展開大動作的徵才行動，網羅兩岸三地的業內重要人士，希望突顯南山人壽在亞洲主要市場投資的壽險公司，並進行資源整合及槓桿運用。

2009 年 08 月 18 日，南山人壽標售案進入倒數計時階段，據 Bloomberg 報導，摩根士丹利旗下的私募基金，將退出南山人壽標售案，連帶使中信金控是否參與競標產生變數。Bloomberg 報導指出，以中信金為首的標購團，因成員摩根士丹利對南山人壽大股東 AIG 集團有顧問業務，形成利益衝突，加上資金成本因素，將退出南山人壽競標案，中信金堅持不放棄，在短短一個多月時間與大陸中信集團合作攜手連袂出擊。

2009 年 8 月 28 日第二階段已截止投標，AIG 集團表示，正收受各方投標書，除比較價格標外，也將比對各方投標內容，將同時比較買家多方條件，預估未來需要一段時間進行詳細評估，才能進行下一步驟，決定最終買家。

### 第三階段個別議價

2009 年 9 月中旬進入「個別議價」的第三階段，AIG 與買家深入洽談入主後的未來經營方向、對南山人壽業務同仁的規劃等，因此可能並非只以價格取勝，AIG 方面已

經表示，會先選出 1 家價格最高者進行議約，買家須同意在一定時間內，保留南山人壽的品牌、保留南山的業務制度、留用員工及持續服務 400 萬名保戶。

最後階段僅剩下中信金與博智金融 (Primus) 私募基金兩家競逐最後的冠軍，AIG 頭痛的問題是員工公積金，中策致勝關鍵是進行員工、AIG 雙方談判，吳榮輝親自與員工自救會進行談判，提出重點：「博智買南山的錢，全部匯到美國給了美國政府，你們要十億美元，美國政府是不可能拿出這個錢的。如果說補償金是零，你們也不可能同意，如果再這樣下去，只是把我們三方卡死，唯一的可能就是坐下來談，一億、一億五千萬美元，我們都可以談。」中策再向 AIG 提議：「補償金問題由博智負責」。雙方進行談判，取得牽制與機會，減低博智可能會負出的龐大公積金風險

博智同意接手南山人壽之後，將維持現有的員工薪資與福利制度，而且在成交兩年之內，現行的組織與佣金發放制度不會改變，原有的管理團隊也將繼續留任。也就是說，短期之內，南山的高階主管不會有任何異動。

2009 年 10 月 13 日確定由香港中策集團及博智金融控股(Primus)以 21.5 億美元，相當於約台幣 700 億元的價格，取得南山人壽 97.57% 以上的股權。

### 投審會駁回博智投資

經濟部投資審議委員會第 1059 次委員會議新聞稿，發佈時間 2010 年 08 月 31 日：

「經濟部投資審議委員會於本 (31) 日召開第 1059 次委員會議，審查南山人壽保險股份有限公司股權轉售讓案，本案因未取得目的事業主管機關之許可或同意，經出席委員討論後，未獲得通過。」

本部就 1. 是否符合現行法令規範、2. 投資人 (含股東及受益人) 背景資訊、3. 投資架構財務面健全度、4. 經營團隊及股東專業經營能力之適格性、5. 企業之永續發展、6. 保戶權益之保障、7. 對金融市場之影響、8. 對公眾利益之影響等事項，依分工原則進行審查。

本案依外國人投資之相關規定辦理。依據「外國人投資條例」第 7 條第 2 項規定：「投資人申請投資於法律或基於法律授權訂定之命令而限制投資之事業，應取得目的事業主管機關之許可或同意。」本案人身保險業係屬「僑外投資負面表列-限制僑外人投資業別項目」，本案因未取得目的事業主管機關之許可或同意，經出席委員討論後，未獲得通過。

南山人壽公司目前約有 400 萬保戶、3 萬 7 千名業務員，總資產約新台幣 1.73 兆元，約占台灣壽險業 15.32%，淨值新台幣 1,403 億元，占台灣壽險業逾三分之一，屬歷史悠久，具相當規模之保險公司，其經營之良窳，對臺灣地區人民及國家經濟金融安全影響甚鉅。本案未獲得通過，政府對於南山人壽保戶及員工的權益，將依法給予保障。」<sup>10</sup>

<sup>10</sup> 摘錄自經濟部投資審議委員會第 1059 次委員會議新聞稿，2010 年 08 月 31 日

## 4.2、AIG 為何要出售南山人壽

南山人壽的母公司美國 AIG，深陷於金融海嘯之中，自 2008 年 9 月起 AIG 接受美國政府援助，前後共獲得 1,800 億美元，目前公司的股權由美國政府持有普通股約八成股權，金融海嘯後，美國 AIG 的最大股東美國政府，一直存在很大的政治壓力，國會要求儘快返還危機期間，為救援 AIG 公司所用的納稅人資金，AIG 因此面臨沉重的還款壓力。

AIG 最大股東美國政府來說，最不樂意看見的是南山人壽因為市況不佳，而必須持續進行增資。換言之，AIG 即使選擇維持南山營運，限縮資金投入南山人壽以維護其償還能力，可能是必然之舉。

日前已多家企業都對南山人壽表現出高度興趣，及美國 AIG 龐大的債務與還款壓力來看，出售南山人壽應該仍會是美國 AIG 優先的選擇。

## 4.3、南山人壽的合理被購併的價格

南山人壽於 2009 年 10 月 14 日宣佈由博智與中策聯手買下，成交價為 21.5 億美元，約新台幣 700 億元，經本研究整理，南山人壽的購併價格選擇用自由現金流量折現模型(Dicount Free cash flow Model, FCF)計算，以下為流量折現法的基本模式及計算結果。

### 一、現金流量折現法的基本模式

$$\text{企業價值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中 r=預計現金流量風險的折現率。

n=資產的年限。

$CF_t$ =第 t 期的現金流量

企業價值的涵義不同使得模型中的折現率和現金流也不同，其中一種是企業估價模型，企業價值是通過對企業的預計現金流以加權資本成本進行折現來計算的。

$$\text{企業價值} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

WACC=加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital)

加權平均資金成本為公司資金兩大來源：借貸及股東權益的平均成本，其計算公式為：



$$WACC = R_d * W_d (1-t) + R_e * W_e$$

$R_d$  = 公司借款利率

$W_d$  = 負債 / (負債 + 特別股權益 + 普通股權益)

$R_e$  = 股東權益報酬率

$W_e = 1 - W_d$

t = 稅率

股東權益報酬率是投資者向一個公司投資所要求的回報率，例如資本資產定價模型，其計算公式為：

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f)$$

$R_e$  = 股東權益報酬率

$R_f$  = 無風險利率

$R_m$  = 市場預期報酬率

$\beta_e$  = 公司風險係數



二、自由現金流量折現模型參數計算如下：

(1) 無風險報酬率 ( $R_f$ )

以 2008 年 12 月之 10 年期公債殖利率 2.25%，作為無風險報酬率之預估值。

長短期公債	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
5 year		2	1.875	2.167	2.188
10 year	2.5	1.938	1.813	2.125	2.250
15 year		2.125			
20 year	3	2.375	2	2.5	2.5625
30 year	3.875				

資料來源：本研究整理自櫃買中心

(2) 市場投資組合之預期報酬率 ( $R_m$ )

依據 Welch CAPM 市場報酬率假設，Welch 認為  $R_m - R_f$  的 Range 為 1%~8% 之間，由於一般日認為新興市場報酬率應較高，保險是一特許行業，故擬以 6% 及 8% 作為市場投資組合預期報酬率之估計值。

### (3) 系統性風險( $\beta$ )

以 2006 年 1 月至 2008 年 12 月之台灣加權股價指數日報酬率與台灣人壽之日報酬率進行迴歸分析，求出保險業之  $\beta_1$  值 1.071。

以 2006 年 1 月至 2008 年 12 月之台灣加權股價指數日報酬率與中國人壽之日報酬率進行迴歸分析，求出保險業之  $\beta_2$  值 1.198。

### (4) 股東權益報酬率(Re)

$$\begin{aligned} \text{Re} &= R_f + \beta_1 (R_m - R_f) \\ &= 2.25\% + 1.071 * (2.4\% - 2.25\%) \\ &= 2.41\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Re} &= R_f + \beta_2 (R_m - R_f) \\ &= 2.25\% + 1.198 * (2.4\% - 2.25\%) \\ &= 2.42\% \end{aligned}$$

### (5) 加權平均資金成本(WACC)

計算一、以台灣人壽之  $\beta_1$  求 WACC

將 2006 年 1 月至 2009 年 12 月計算出之過去 4 年南山人壽加權平均資金成本予以簡單平均得出 9.97%，此亦即為計算自由現金流量之折現率。

WACC 之計算

	95 年	96 年	97 年	98 年
負債總額扣除各項責任準備(仟元)	81,627,755	124,147,709	118,314,080	136,289,974
利息費用(仟元)	121,351	42,276	35,245	30,057
市值 Book Value(仟元)	1,260,535,271	1,405,192,031	1,493,341,198	1,645,431,523
We	0.93524	0.91165	0.92077	0.91717
Wd	0.06476	0.08835	0.07923	0.08283
Rd	0.0014866	0.0003405	0.0002979	0.0002205
Re	10.82%	10.82%	10.82%	10.82%
WACC	10.127%	9.865%	9.963%	9.924%
WACC(四年平均)	9.970%			

### (6) 自由現金流量表

Forecast cash flows increase rate(inflows)	5%
Forecast Cash investment increase rate	2.25%
加權平均資金成本(r)	9.97%
growth rate per yaeaar(after 2012)	5.00%

新台幣:百萬元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
Forecast cash flows				
cash flows from operations(inflows)		105,899	111,194	116,754
Cash investment(outflows)		97,640	99,837	102,083
Free cash flow		8,259	11,357	14,671
Discount rate (1.0022) <sup>t</sup>		1.0997	1.2093	1.3299
PV of cash flows		7,510	9,391	11,032
Total PV to 2012	27,933			
Continuing value				309,960
PV of CV	233,069			
Enterprise value	261,002			
長期投資	1,015,616			
營業及負債準備	1,202,064			
股東權益價值	74,554			

\* Forecast cash flows from operations increase rate is 5%。

\* Forecast Cash investment increase rate is 2.25% (10 年期公債殖利率)。

\* Growth rate per yaeat(after 2012) is 5%。

\*2010 年之 cash flows from operations(inflows)及 Cash investment(outflows)是採用 95-98 年之平均值。

\*2009 年之營業及負債準備是採用 95-98 年之平均值。

\* $R_m - R_f = 8\%$

計算二、以中國人壽之  $\beta_2$  求 WACC

將 2006 年 1 月至 2009 年 12 月計算出之過去 4 年南山人壽加權平均資金成本予以簡單平均得出 10.91%，此亦即為計算自由現金流量之折現率。

WACC 之計算

	95 年	96 年	97 年	98 年
負債總額扣除各項責任準備(仟元)	81,627,755	124,147,709	118,314,080	136,289,974
利息費用(仟元)	121,351	42,276	35,245	30,057
市值 Book Value(仟元)	1,260,535,271	1,405,192,031	1,493,341,198	1,645,431,523
We	0.93524	0.91165	0.92077	0.91717
Wd	0.06476	0.08835	0.07923	0.08283
Rd	0.0014866	0.0003405	0.0002979	0.0002205
Re	11.83%	11.83%	11.83%	11.83%
WACC	11.077%	10.791%	10.899%	10.856%

WACC(四年平均)

10.906%

自由現金流量表

Forecast cash flows increase rate(inflows)	5%			
Forecast Cash investment increase rate	2.25%			
加權平均資金成本(r)	10.91%			
growth rate per yaear(after 2012)	6.00%			
				新台幣:百萬元
Forecast cash flows	<u>2009 年</u>	<u>2010 年</u>	<u>2011 年</u>	<u>2012 年</u>
cash flows from operations(inflows)		105,899	111,194	116,754
Cash investment(outflows)		97,640	99,837	102,083
Free cash flow		8,259	11,357	14,671
Discount rate (1.0022) <sup>t</sup>		1.1091	1.2300	1.3642
PV of cash flows		7,447	9,233	10,755
Total PV to 2012	27,435			
Continuing value				316,998
PV of CV	232,377			
Enterprise value	259,812			
長期投資	1,015,616			
營業及負債準備	1,202,064			
股東權益價值	73,364			

\* Forecast cash flows from operations increase rate is 5%。

\* Forecast Cash investment increase rate is 2.25% (10 年期公債殖利率)。

\* Growth rate per yaear(after 2012) is 6%。

\*2010 年之 cash flows from operations(inflows)及 Cash investment(outflows)是採用 95-98 年之平均值。

\*2009 年之營業及負債準備是採用 95-98 年之平均值。

\* $R_m - R_f = 8\%$

由以上計算之模式，假設  $R_m - R_f = 6\%$ ，再重新計算一次，並依上述資料做敏感性測試，結果如下：

單位：新台幣億元

Rm-Rf=6%	台壽 betak		
	(F) 4%、(G) 4%	(F) 4%、(G) 4.2%	(F) 4%、(G) 3.8%
	97,268	111,364	84,532
	中壽 beta		
	(F) 4%、(G) 4.5%	(F) 4%、(G) 4.7%	(F) 4%、(G) 4.2%
	80,975	93,535	64,229
Rm-Rf=8%	台壽 betak		
	(F) 5%、(G) 5%	(F) 5%、(G) 5.2%	(F) 5%、(G) 4.8%
	74,554	84,789	65,111
	中壽 beta		
	(F) 5%、(G) 6%	(F) 5%、(G) 6.2%	(F) 5%、(G) 5.8%
	73,364	83,697	63,840

(F)：表 Forecast cash flows increase rate

(G)：表 growth rate per yaeear(after 2012)

統計以上計算結果，價格區間落在 638 億~1,113 億元之間，高於市場上評估合理的區間 18 億美元到 22 億美元間，以及出資上限 30 億美元，實際得標之售價為 21.5 億美元(約新台幣 700 億元)，差異可能原因如下：

1. AIG 急於出售，以換取現金償還美國政府，且得標公司博智承諾處理南山員工公積金問題(金額約為新台幣 100 多億元)，在出標價格落差不大情況下，AIG 選擇博智中策進行合約簽訂，故接受較低價格標售。
2. 保險公司舊有之保單利率較高，有的保單利率約 6% 多，然目前市場上之利率約 1%~2.5% 多，所以未來接手南山人壽之公司，面對這樣的利率差，必需設法增加其他收入，或調整資產配置，在加上自然人平均壽命延長，所以未來之或有負債可能增加，因無法取得各種保險精算估計值，所以計算出之價格與實際得標之售價有落差。
3. 由於中國人壽及台灣人壽的規模與南山人壽並不相同，本研究計算之限制為無法取得相同規模公司資料，用中國人壽及台灣人壽計算之  $\beta$  值可能失真。以下為中國人壽、及台灣人壽及南山人壽 2008 年底資料。

單位：仟元

	Sales	Earnings	Book Value
中國人壽	124,283,805	3,174,119	313,186,521
台灣人壽	81,785,364	-4,275,528	249,299,204
南山人壽	374,124,420	-46,048,117	1,493,341,198

## 4.4、私募基金為何有興趣

私募基金全球尋找投資標的，目前大陸有廣大的內需市場，因此對大陸有投資需求，但是國際私募基金對於大陸的投資，受限於大陸政府的諸多限制，再加上金融體系的不健全以及人才道德等等問題的疑慮，以致無法盡情的發展。在亞洲諸多國家中，由於台灣的企業具備企業體質佳、股價相對合理、低利率環境、並且台灣企業多年來在大陸布局，有著同文同種的優勢，在加上有優良素質的專業人才及技術，是國際私募股權基金進入中國市場的最佳管道，因此成為私募股權基金最佳投資標的之一，許多私募股權基金開始對於台灣企業進行積極卡位，以便於進入中國這個全球最具潛力的市場。

大陸在新設壽險公司上對於國外資金的參與很嚴格，大陸有所謂的「五三二條款」（最低總資產 50 億美元、設立時間 30 年以上、大陸代表處設立二年以上），並嚴格限制國外資金僅有大型專業金融機構可以參與，杜絕個人投資者投資角色，放眼台灣有資格的僅五家，國泰人壽、新光人壽、中國人壽、台灣人壽及南山人壽。因此 AIG 出售南山人壽時，私募基金會有興趣。

博智如果入主南山人壽後，持南山人壽的股票向國內行庫融資新台幣 230 億元，意即博智只要拿約 450 億元的投資金，就能操作南山人壽 1.4 兆的資產，如果未來將南山人壽做首次公開發行（IPO），然後在證券市場釋出三分之二的股份，自己留下三分之一股份，一方面掌控經營權，一方面向國內銀行業者融資，初期的投資額可能可回收獲利。如果博智入主南山人壽，是買南山人壽來做平台，藉南山人壽進軍中國市場，要擴大南山營業規模至亞洲市場，取得南山人壽顯然是一筆進可攻退可守之投資機會。

## 4.5、個案分析-私募基金購併保險業的適合性

### 4.5.1 保險業的風險與成功關鍵因素

戴瑞紅(2007)認為一般壽險產業的風險有幾下幾個項目：

- 市場新進業者的潛在威脅性。
- 替代產品或服務的威脅性。
- 產業的競爭狀況及波動性。
- 潛在的負債拖累，產生拒額損失的風險。
- 要保人與保險公司之間的議價能力。
- 保險公司所面對的法令規範及會計制度。

國內人壽保險業成功關鍵因素有幾下幾個項目：

- 來自通路優勢、產品內容、投資能力、服務品質、成本結構、掌握市場區隔，將自己與對手差異化，是長期成功的關鍵要素。
- 在業務面上，地理上的區隔、產品及配銷通路，所衍生的收入來源多樣化。
- 整個公司及主要產品的市場占有率。在重要的區隔市場中有高市佔率，是最佳狀況，但是要能持之以恆。
- 公司採用的行銷通路種類，會決定成本的效率。關鍵是能針對不同產品使用最適合的通路，以極大化銷售效率。

司徒達賢(民90)認為我國人壽保險業的發展過程和政府管制法規的實施與開放有很大的關聯性，故壽險業發展過程與政府政策息息相關；壽險業之價值單元可分為：人員訓練、再保、資產管理、特許執照、資訊系統、產品設計及精算、業務人員、通路、品牌、服務等。

張克昌(2009)認為壽險業在台灣地區是一個具有前瞻領導性的產業，同時市場亦呈現逐步成長趨勢，保險業務員是壽險行銷的成功關鍵，在市場上，客戶對保險公司的認識係透過保險業務員，因此目前保險公司在業務方面所推動的方向，除了注重市場占有率的提升之外，更注重業務員的素質，最終創造組織最大利潤。

莊凱倫(2004)研究發現：1.加入金融控股公司組織，對人壽保險公司經營上之利大於弊。2.金控與非金控之人壽保險公司，將衍生出不同產品策略之訂定。3.儘管多元行銷通路持續發酵，未來業務員仍為我國壽險行銷的主要通路。4.非金控之人壽保險公司對通路之掌握度差，進而影響其業務之穩定度。5.透過商品配置來區隔顧客，可避免多元行銷通路間摩擦的問題。6.人壽保險公司之資訊整合能力與速度，是影響未來發展之重要因素。

蔡博清(2007)認為保險業成功要件有幾下幾個項目：

- 一、壽險公司必須建立「以業務員為主、其他通路為輔」的多元通路發展策略。
- 二、產業疆界模糊化，業務員通路面臨其他產業、其他通路的競爭，必須提升其金融商品專業銷售及服務能力。
- 三、銀行保險通路的商品廣度不足，壽險公司可透過此通路的結合策略協助提升其壽險商品之專業及行銷能力，以因應此通路商品結構的改變。
- 四、以銀行保險通路而言，共同行銷模式對金控母公司的績效貢獻最高，公司可同時結合「外部銀行」的通路合作模式，降低整體營運風險並提升策略彈性；非金控之金融機構間的策略聯盟模式，壽險公司之資源投入與通路選擇的策略空間與彈性相對較小，策略發展陷入兩難。
- 五、業務員通路與銀行保險通路的客戶資源有效運用及通路合作的行銷模式是壽險公司未來發展的重點。

綜合以上觀點，業務人員、產品內容、服務品質等是長期成功的關鍵要素，保險商品年限短則三~五年，長則十~二十年，博智入主南山後，可能會面臨以上的問題，南山人壽總經理陳潤霖為穩定軍心，拉高南山人壽員工留任率，於 2009 年 11 月 9 日針對自救會的五大訴求，提出四大具體回應方案。公司提出的四大獎勵方案，可看出博智新經營團隊「挖角」、「搶人」、「留將」意圖十分明顯，尤其對曾經是南山人壽的業務高手而言，將具有指標性意義，然博智是新成立的私募基金公司，沒有壽險業的經營經驗，面對南山保戶的長期保單，必需考量博智是否能長期經營，這個部份是主管機關最重視的部份，但是私募基金操作以獲利為最大考量，故投資標的一般購併後 5~7 年後會出場，這將是影響主管機關是否同意博智入主南山人壽的關鍵因素之一。

#### 4.5.2 金融業跨足保險業的歷史經驗

由於保險業和金融業之經營風險不同，金融業是否適合跨業經營保險業務，從歷史上有名之花旗銀行與旅行者集團合併案件來探討，以反思私募基金是否適合經營保險業務。

紐約花旗銀行的前身是紐約城市銀行，成立於 1812 年，是華爾街最古老的商業銀行之一，1865 年該行取得國民銀行執照，改為紐約花旗銀行，在 1955 年與紐約第一國民銀行合併，合併後改名為紐約第一花旗銀行，1962 年改為第一花旗銀行，1976 年 3 月 1 日改為花旗銀行。1968 年花旗銀行成立銀行控股公司，以其作為花旗銀行的母公司。花旗銀行把自己的股票換成其控股公司即花旗公司的股票，而花旗公司資產的 99% 是花旗銀行的資產。爾後花旗公司陸續增加子公司，80 年代以後，共轄 13 個子公司，提供銀行、證券、投資信託、保險、融資租賃等多種金融服務，花旗公司走上了多元化金融服務的道路，並在 1984 年成為美國最大的單一銀行控股公司。

旅行者集團前身旅行者人身及事故保險公司（The Travelers Life and Accident Insurance Company）成立於 1864 年，一直以經營保險業為主，在收購了美邦經紀公司（Smith Barney）後，其經營範圍擴大到證券經紀、投資金融服務領域。1997 年底又以 90 億美元的價格兼併了美國著名的投資銀行所羅門兄弟公司，成立了所羅門美邦投資公司，旅行者集團成為一家提供投資服務、資產管理、人壽保險和財產保險，以及向客戶貸款等的金融機構，90 年代以後旅行者集團的發展逐漸失去優勢，金融產品銷售競爭激烈，集團的成長受到愈來愈多的限制，因此希望與一家金融公司合作，希望將其保險與金融產品推向全國。

花旗公司與旅行者集團於 1998 年 4 月 6 日宣佈合併，這起交易規模逾 1400 億美元，是全球最大的一次合併，合併組成的新公司稱為“花旗集團”，合併後的花



旗集團，成為美國第一家集商業銀行、投資銀行、保險業務、共同基金、證券交易等諸多金融服務業務於一身的金融集團。合併後的總資產達 7,000 億美元，淨收入為 500 億美元，在 100 個國家有 1 億客戶，擁有 6,000 萬張信用卡的消費客戶，從而成為世界上市值規模最大的金融集團，排名由 1997 年《財富》雜誌世界 500 強第 58 位躍升至 1998 年的第 16 位。

花旗集團透過銀行與保險業務的合併，為顧客提供混合模式的一站式金融服務，意即在一個營業點可為客戶提供從儲蓄、消費信貸、抵押貸款到證券、保險、信託、基金、財務諮詢、資產管理等全方位一條龍式的金融服務，從而實現交叉銷售所帶來的經營效益。

由於文化整合不成功，2002 年花旗賣掉旅行者旗下價值 50 億美元的財產保險業務。2005 年 1 月 31 日，又將旗下的旅行者人壽保險、養老保險以及幾乎全部國際保險業務，以 115 億美元的價格賣給了美國大都會壽險公司，從而正式退出了保險業務領域。

2003 年 11 月，旅行者保險與聖保羅集團合併，成立美國聖保羅旅行者保險公司。聖保羅集團公司(The St Paul Companies)與旅行者財產事故保險公司(Travelers Property Casualty)達成價值 160 億美元的合併交易，美國第二大財產事故保險公司由此誕生。合併後的公司名為聖保羅旅行者保險公司(The St Paul Travelers)，控制 1070 億美元的總資產，並在美國商業保險市場佔據 7.6% 的份額，僅次於美國國際集團(AIG)。2007 年 2 月 13 日，聖保羅旅行者保險公司(St. Paul Travelers Companies Inc.)宣佈公司改名為旅行者保險公司(Travelers Cos. Inc.)。

新花旗集團中兩家首長管理風格完全反映出企業文化截然不同，使得合併後在重大決策上產生嚴重歧異，加上內部資源整合困難、文化衝突難於統一，通過併購而形成的大型綜合金融集團除了在資產配置多元化以抵抗風險方面取得了成效外，並沒有顯現出太多協同效應。花旗銀行與旅行者集團的合併最後以失敗告終。

#### 4.5.3 私募基金跨足保險業面臨的問題

銀行業、證券業、保險業實行分業經營固然不能適應當今經濟金融發展的快速變化，但這三者的性質確實不一樣，風險度也大不相同。不同的行業要融合，企業文化是重要因素，企業文化是指企業的經營理念、價值體系、歷史傳統和工作作風，表現為企業成員以整體精神，共同的價值，合乎時代的道德規範來追求發展的文化素質。因此，併購後的企業文化絕不是併購各方原有企業文化的簡單加總，在新的文化共同體內，雙方的企業文化要趨於整合和統一，才能成功。

私募基金往往也是資金及幾個基金管理者的綜合體，在實體經營團隊上通常仰仗挖角借將，在專業程度和本土化經營上不見得具有優勢。私募基金現今在台灣的金融業併購仍以銀行業為主，如先前新橋入主台新、隆力入股安泰、凱雷取得大眾SAC與奇異取得萬泰銀等，相形之下，仍較缺乏保險併購經驗，且這些銀行在私募基金入主前後績效也不見得有起色，顯見私募基金在台灣經營的難處，而私募基金背後資金徹查與管理更是監理上的一大盲點。

私募基金投資人在乎的是企業價值，公司的價值是由現有的資產價值與未來成長機會的現值的組合(Myers, 1997)，私募投資關心的是標的公司的競爭力、成長性、商業模式、競爭壁壘等等。

私募基金營運模式及特點<sup>11</sup>：

- (1) 尋找價值低估者本質不錯作為投資併購對象。
- (2) 標的物為既存公司(上市或非上市)有專業人才參與，以改善公司管理之品質，並創造利潤空間。
- (3) 高財務槓桿操作以提高資本報酬率，併購金額高，操作限制少。
- (4) 回收期間3-5年有適當之退場機制。



---

<sup>11</sup> 龔明鑫，2007

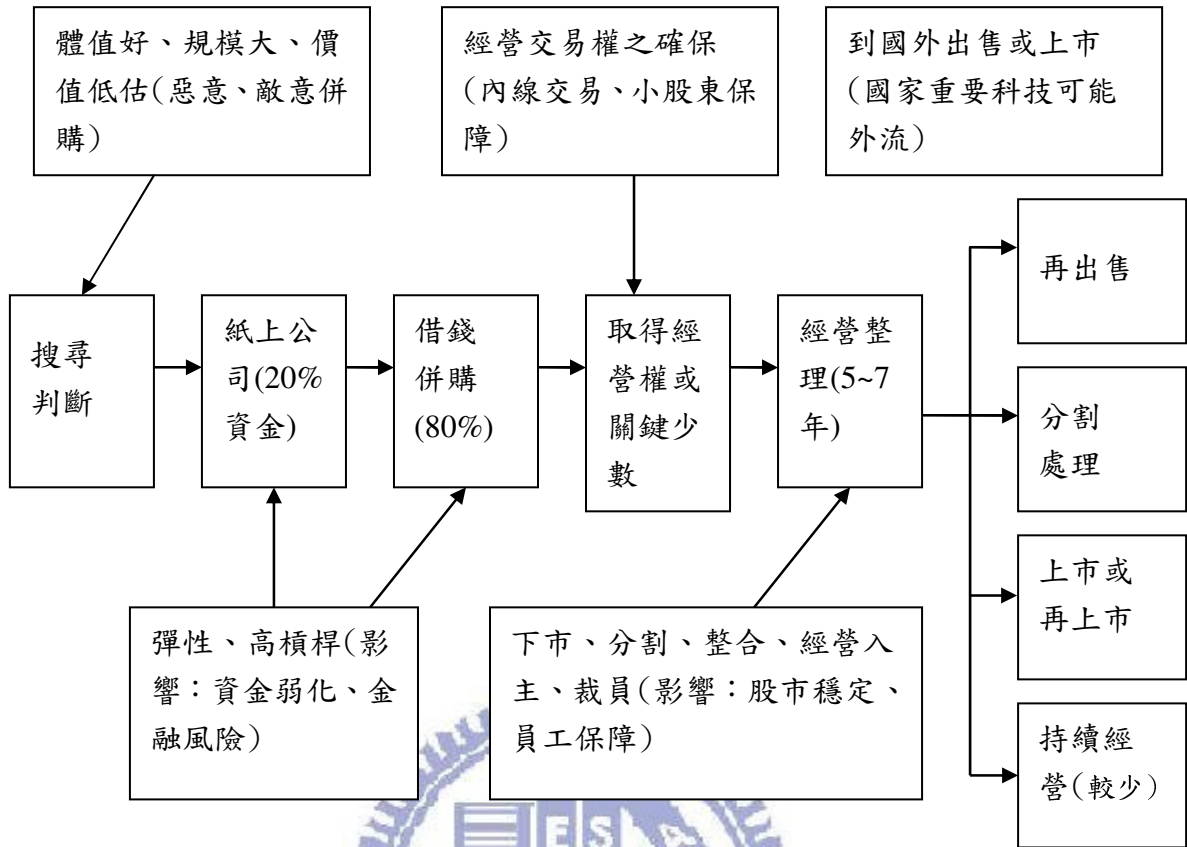


圖 19 私募基金並購操作流程

資料來源：龔明鑫，2007

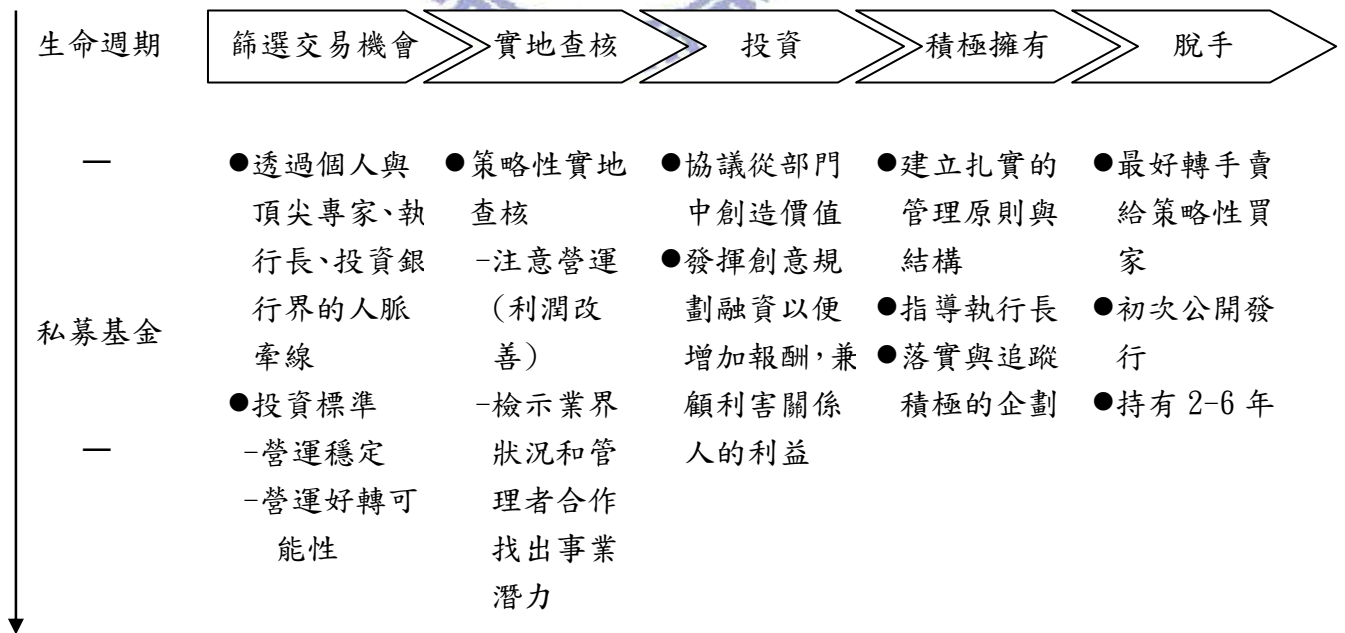


圖 20 私募基金營運模式

資料來源：麥肯錫「全球私人銀行」p. 191

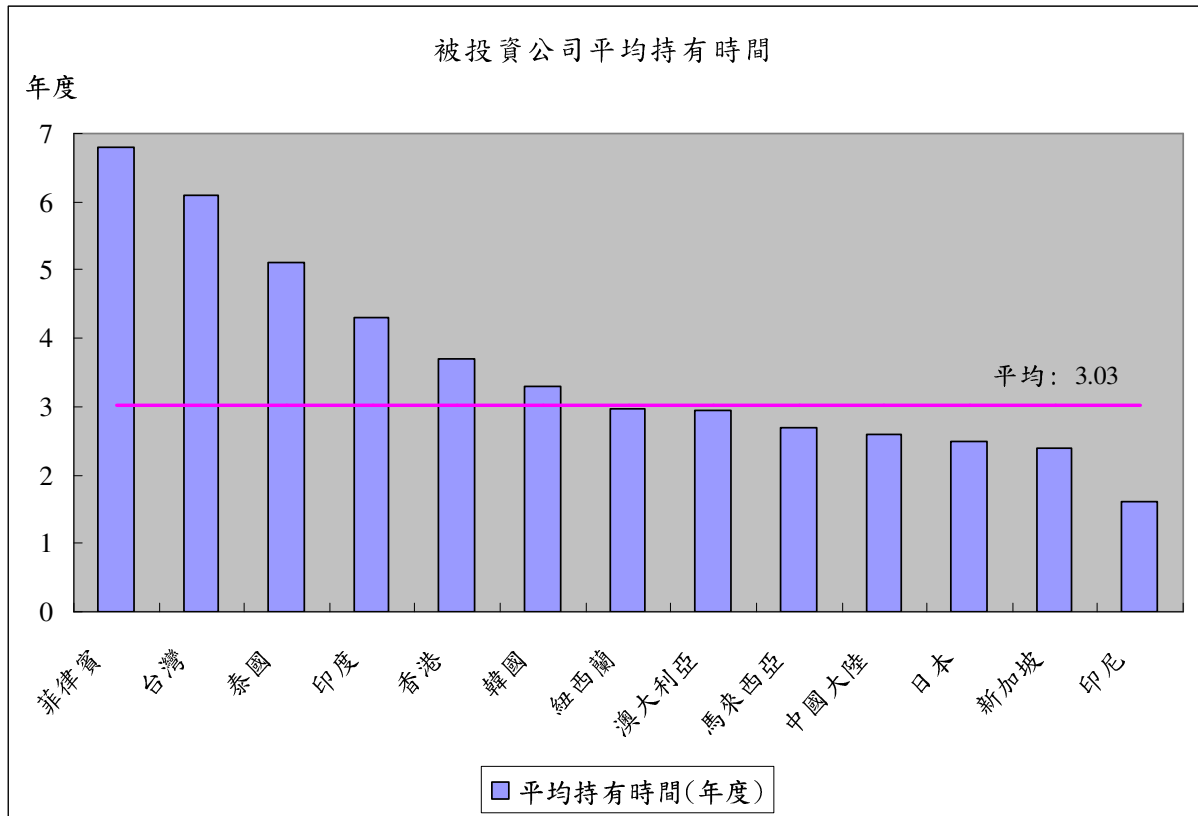


圖 21 私募基金投資目標公司平均持有時間

資料來源：AVCJ 資料庫，2006 年 9 月，KPMG 私募股本在亞洲：成功策略之透視 p.18  
 註：依被投資公司所在地區劃分，時間從 1997 年至 2006 年。

企業永續經營的概念，在保險業更為明顯，因為保險業是需要長期經營的，永續投資人才適合投資保險業，但私募基金投資人所期望的是一段時間後可獲利出場，由以前資料統計，私募基金大多不是長期持有標的公司，經營期間多為 5-7 年，長期持有的較少，私募基金投資人是否願意犧牲短期利益長期持有，是一大不確定性，且私募基金於台灣投資金融業，目前尚未有明顯成效，私募基金本身又無經營保險業之經驗，基於以上因素，私募基金如要跨足保險業似乎較不適合。然私募基金之規模龐大，資金充沛，可以容易募集到新台幣 700 億元，亦有其本身之優勢，如能與產業結合其優勢，亦有其發揮之空間。

## 五、結論與建議

### 5.1、結論

#### 一、南山人壽的價格

本研究以自由現金流量折現模型(Dicount Free cash flow Model, FCF)評估南山人壽的價格，分別以中國人壽、台灣人壽為樣本比較公司，計算所得之結果，以中國人壽為樣本比較公司，評估南山人壽的價格為新台幣642~935億元之間，以台灣人壽為樣本比較公司，評估南山人壽的價格為新台幣651~1,113億元之間，低與市場上評估出資上限30億美元，高於實際得標之售價21.5億美元(約新台幣700億元)，差異可能原因有三：

1. AIG 急於出售，以換取現金償還美國政府，且得標公司博智承諾處理南山員工公積金問題，在出標價格落差不大情況下，AIG 選擇博智中策進行合約簽訂，故接受較低價格標售。
2. 保險公司舊有之保單利率較高，有的保單利率約 6% 多，然目前市場上之利率約 1%~2.5% 多，所以未來接手南山人壽之公司，面對這樣的利率差，必需設法增加其他收入，或調整資產配置，在加上自然人平均壽命延長，所以未來之或有負債可能增加，因無法取得各種保險精算估計值，所以計算出之價格與實際得標之售價有落差。
3. 由於中國人壽及台灣人壽的規模與南山人壽並不相同，本研究計算之限制為無法取得相同規模公司資料，用中國人壽及台灣人壽計算之  $\beta$  值可能失真。

#### 二、私募股權基金對於涉足保險業之適合性

私募股權基金之投資方式，主要是以併購被投資公司進而取得該公司經營權的方式加以運作。而在亞洲諸多國家中，由於台灣的企業具備企業體質佳、股價相對合理、低利率環境、前進大陸的跳板地位與本土企業為求提昇競爭力而有國際化需求等利基，因此也紛紛成為私募股權基金最佳投資標的之一。南山人壽公司目前約有 400 萬保戶、3 萬 7,000 名業務員，總資產約新台幣 1.73 兆元，約占台灣壽險業 15.32%，淨值新台幣 1,403 億元，占台灣壽險業逾三分之一，屬歷史悠久，具相當規模之保險公司，其經營之良窳，對台灣地區人民及國家經濟金融安全影響甚鉅。本案未獲得經濟部投資審議委員會通過，主要原因之一為投資審議委員考量私募基金大多不是長期持有標的公司，然保險業是需要長期經營的，永續投資人才適合投資保險業，但私募基金投資人所期望的是一段時間後可獲利出場，由以前資料統計，私募基金經營期間多為 5-7 年，長期持有的較少，私募基金投資人是否願意犧牲短期利益長期持有，是一大不確定性，且私募基金於台灣投資金融業，目前尚未

有明顯成效，私募基金本身又無經營保險業之經驗，基於以上因素，私募基金如要跨足保險業似乎較不適合。然私募基金之規模龐大，資金充沛，可以容易募集到新台幣700億元，亦有其本身之優勢，如能與產業結合其優勢，亦有其發揮之空間。

## 5.2、建議

- 一、本研究以南山人壽為研究對象，由於無法取得保險業加權資金成本資料，所以無法計算精確，建議後續研究者若取得產業別或個別公司內部訊息時，可用其他評價方法估算研究。
- 二、壽險公司準備金的估算方式不一，此項對於公司提供財務績效的表達容易造成誤判，如何發展評估方式，仍有待後續者研究。
- 三、截至目前為止南山人壽出售案仍懸而未決，從2008年到2009年短短一年內，南山人壽市佔率驟降近4%，新業務因中樞空轉近乎死水，若此交易持續延宕，是否會影響其未來之出售價值，更重要的是四百萬保戶和員工權益是否受損。如何清楚的訂定遊戲規則，將南山交付給合格的買家，進而重整業務旗鼓，保障員工與保戶，主管機關責無旁貸。主管機關應儘速明確規範保險業股東適格性，規劃由專業、本土且受法令完整規範的大型金融機構來接手南山，方為台灣保險業長治久安之策。
- 四、關於南山人壽未來發展，主管機關應該加速審核步伐，避免增加南山人壽的經營及國際間對於台灣國際化的評價損失。若一時間未能找到美國AIG與我國主管機關都認可之買家，或許政府可考量由保險安定基金出資買下，穩定南山人壽營運，再擇適當時機，由主管機關主導招標案，尋得以長期經營目標的買家，完成併購案。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 王淑芬，企業評價，華泰文化事業，台北，民國 95。
2. 王瑞蘭，「中國保險業之企業評價：以中國人壽為例」，國立中山大學，財務管理學系研究所碩士論文，2007 年。
3. 卞振濤，「花旗銀行與旅行者集團合併案例分析」，國立清華大學工商管理研究所碩士論文，2004 年。
4. 司徒達賢，策略管理新論：觀念架構與分析方法，智勝出版社，台北，民國90。
5. 李智仁，「國際私募股權基金之發展與監理」，台北外匯市場發展基金會，2008。
6. 李榮謙、林曉伶，「私募股權基金與對沖基金所衍生的金融風險」，存款保險資訊季刊，第 20 卷第 1 期，頁 62，2007 年 3 月。
7. 李定寧，「台灣新上市公司股票評價」，淡江大學，財務金融學系碩士論文，2001 年。
8. 李明道，於「金融業合併之換股比率研究」，國立臺灣大學，國際企業學研究所碩士論文，2002 年。
9. 李明雄，「在併購的議題下探討公司價值」，大葉大學，事業經營研究所碩士論文，2003 年。
10. 沈志賢，「實質選擇權用於金融購併之評價-以國泰金控、世華銀行為例」，國立台灣大學國際企業研究所碩士論文，2003 年。
11. 周信佑、彭思遠，「保險版金融重建基金成軍的意涵與建議」，財團法人國家政策研究基金會，September 06, 2010。
12. 林建甫，「博智想買南山 先約法三章」，財團法人國家政策研究基金會，November 08, 2009。
13. 林月然，「南山人壽交易黑幕」，今週刊，670 期，頁 109、126，2009 年 10 月 16 日。
14. 林欣儀，「企業價值之評估-以美國摩根大通銀行購併貝爾斯登公司為例」，國立交通大學，企業管理研究所碩士論文，2007 年。
15. 吳當傑，「私募股權基金投資我國資本市場之管理」，證券公會季刊，6，2，7，2007。
16. 邱案懋，「壽險業價值管理之研究-以南山人壽為例」，國立中央大學，財務金融學系碩士論文，2004 年。
17. 洪春榮，「私募基金購併本國銀行案例研究」，國立中山大學，財務管理研究所在職專班碩士論文，2008 年。
18. 柯月絃，「銀行、證券及保險業最適評價之研究」，中華大學，經營管理研究所碩士論文，2002 年。
19. 陸君芬，「私募股權基金簡介」，臺灣工銀證券投顧月刊，頁 10，2007 年 3 月。
20. 陳樹，「私募股權基金之介紹及發展現況」，證券公會季刊，6，2，2007。
21. 陳奉珊，「企業評價模型有效性之實證研究」，國立政治大學，財務管理學系研究所碩士論文，1997 年。

22. 陳昇源，「台灣股市對國泰金控購併世華銀行之評價研究」，銘傳大學，風險管理與保險學系碩士班碩士論文，2005年。
23. 理律法律事務所，「私募股權基金之市場發展現況、國外相關規範及可能引發之問題」，行政院金融監督管理委員會證券期貨局95年度委託研究計劃，GRB計劃(科資)編號：PG9603-0048，2007。
24. 許雅婷，「金融控股公司評價模式選擇之研究」，義守大學，管理科學研究所碩士論文，2003年。
25. 黃田安，「金融控股公司換股比率之研究」，東吳大學，會計學系碩士論文，2003年。
26. 彭思遠，「南山人壽併購案破局後的觀察」，財團法人國家政策研究基金會，September 17, 2010
27. 曾南鈞，「市場不確定與企業評價模式之評估效率—以銀行業為例」，中華大學，科技管理研究所碩士論文，2002年。
28. 莊凱倫，「金控整合對我國壽險公司經營策略之影響分析」，國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文，2004年。
29. 葉銀華，「公司治理與私募股權基金的併購—強化執行揭露規範有助保障股東權益」，會計研究月刊，260，62，2007。
30. 鄒洪勇，於「企業評價關鍵因素之研究」，東海大學，企業管理研究所碩士論文 1994年。
31. 張書瑋，「當私募股權基金來敲門--一種顛覆觀念的新財務工具 一種企業不得不思索的選擇」，會計研究月刊，第260期，2007年7月。
32. 張凱智，「新上市公司股票現金流量法評價模型實證研究」，國立成功大學，會計學系碩士論文，1999年。
33. 張克昌，「人壽保險業內部顧客導向與績效關係之研究」，國立宜蘭大學經營管理研究所碩士論文，2009年。
34. 楊政學、詹麗蓉，「壽險業電子化行銷實務：以南山人壽為例」，2003 電子商務與數位生活研討會論文集，頁 2658-2667，2003。
35. 楊子江(2007)，「私募股權基金與創業投資」，中央銀行季刊，第二十九卷，第二期，民國 96 年 6 月。
36. 楊光文，「台灣私募股權現況研究」，國立台北大學，企業管理學系碩士在職專班碩士論文，2005年。
37. 楊淑后，「由私募基金之發展探討創投應如何轉型」，元智大學，管理研究所碩士論文，2006年。
38. 蔡曉虹，「實質選擇權應用於企業評價之案例研究」，國立台灣科技大學管理研究所碩士論文，2002年。
39. 蔡宜廷，於「商業銀行之財務預測與評價」，國立臺灣大學，會計學研究所碩士論文，2002年。
40. 蔡嘉文，「金融控股公司購併行為之價值分析-以國泰金融控股公司購併世華銀行為例」，國立中正大學，企業管理研究所碩士論文，2003年。



41. 蔡博清，「我國壽險業通路發展策略之研究--以業務員及銀行保險通路為例」，國立中正大學企業管理研究所碩士學位論文，2007年。
42. 蔡宗佑，「人壽保險業評價方法之趨勢研究」，國立台灣大學，會計學研究所碩士論文，2008年。
43. 潘家涓，「私募併購基金之操作模式與對市場之影響」，國立台灣大學，管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文，2007年。
44. 戴瑞紅，「公司治理與信用評等之探討：以 AIG 集團及子公司南山人壽為案例」，元智大學，管理研究所碩士論文，2006年。
45. 蘇秀玲，「私募股權基金與融資收購問題初探」，證券暨期貨月刊，25卷，3期，96年3月16日。
46. 蘇意晴，「私募基金入主國內銀行之認購價格實證研究-以凱雷入主大眾銀行為例」，國立中央大學，財務金融學系碩士在職專班碩士論文，2008年。
47. 饒瑞保，「中國大陸壽險市場與公司評價」，國立中央大學，財務金融學系碩士在職專班碩士論文，2005年。

## 二、英文部分

1. Allen, S. B. et al, Life and Health Insurance Marketing, 2nd edition, LOMA, 1999
2. Citigroup corporate and investment banking, The Private Equity Revolution: Are You Ready?, Financial Strategy, p8, Nov 2006
3. Fagg, G., An Introduction to Credit Life and Disability Insurance, Creditre Corporation, USA, 1990
4. Gompers, P.A. and A. Metrick., "Institutional Investors and Equity Price.", The Quarterly Journal of Economics, 2001.
5. Greg Grzywacz, "Buying Life Insurance through Banks—A Customer Panel Study", LIMRA, USA, 2002
6. Guy Fraser-Sampson, Private Equity as an Asset Class, 2007
7. Insurance Adversory Board, From Deposit To Policy: Lessons from Bancassurance Pioneers, 2000.
8. Jackson, D. R., 151 Secrets of Insurance Direct Marketing Practices Revealed, Nopoly Press, Inc. USA, 1989
9. Klumpes J.M., Paul, "Managerial Use of Discounted Cash-Flow or Accounting Performance Measures: Evidence from the U.K. Life Insurance Industry", The Geneva Papers, 2005
10. Kaplan, S. N. and A. Schoar, "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flow", The Journal of Finance, 60: 4, 1791-1823., 2005.
11. Kut, C. and Pramborg, B. and Smolarski, J., "Managing risk and uncertainty: the case of venture capital and buy-out funds", Global Business and Organizational Excellence., Vol.26 pp:53-64, 2007

12. Ljungqvist, A., and Richardson, M., " The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity", NBER Working Paper 9454.,2003
13. McIlwraith, John C., The Outlook for the Private Equity Market, 51 Case Western Reserve Law Review, 2001.
14. Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), Insurance and Other Financial Services : Structural Trends, 1992.
15. Private Equity : The New Kings of Capitalism, The Economist, 2004/11/25
16. Rankin, J. C. Changing Channels, RESOURCE, Life Office Management Association (LOMA), 2003/01.

### 網站

1. 中華民國人壽保險商業同業公會網站 [www.lia.roc.org.tw](http://www.lia.roc.org.tw)
2. 中華民國保險代理人商業同業公會網站 [www.ciaa.org.tw](http://www.ciaa.org.tw)
3. 台灣銀行官方網站 <http://www.bot.com.tw/default.htm>
4. 台灣併購與私募股權協會網站 <http://www.mapect.com/index.php>
5. 台灣經濟新報社 TEJ 資料庫
6. 南山人壽官方網站 <http://www.nanshanlife.com.tw/>
7. 財政部金融局網站 [www.boma.gov.tw](http://www.boma.gov.tw)
8. 財政部保險司網站 [www.insurance.gov.tw](http://www.insurance.gov.tw)
9. 財團法人保險事業發展中心網站 [www.iiroc.org.tw](http://www.iiroc.org.tw)
10. 網易財經網站 <http://money.163.com/>
11. 臺灣壽險業各公司網站
12. AIG 官方網站 <http://www.aig.com/>
13. Asia Private Equity web site <http://www.asiape.com/>
14. Bank Sales of Annuities, Mutual Funds and Life Insurance,  
<http://www.financialservicesfacts.org>
15. Wall Street Journal web site [http://www.wsjprimerate.us/libor/libor\\_rates\\_history.htm](http://www.wsjprimerate.us/libor/libor_rates_history.htm)
16. Wikipedia web site <http://en.wikipedia.org>

附錄一 南山人壽的損益表

損益表

更新日期:2010/4/30  
單位：新台幣佰萬元

項 目	96年	97年	98年	99年第一季
營業收入	431,424	423,538	437,661	103,572
營業成本	(397,020)	(464,579)	(406,552)	(108,071)
營業毛(損)利	34,404	(41,041)	31,109	(4,499)
營業費用	(19,109)	(17,592)	(15,474)	(4,755)
營業(損失)利益	15,295	(58,633)	15,635	(9,254)
營業外益(損)	61	88	(3)	19
稅前(損失)利益	15,356	(58,545)	15,632	(9,235)
所得稅利益(費用)	(2,597)	11,878	(5,061)	1,924
本期淨(損)利	12,759	(46,667)	10,571	(7,311)

註：1. 本公司會計年度為前一年度12月1日至當年度11月30日。  
2. "99年第一季"係指99年2月28日。

資料來源：南山人壽官網



附錄二 南山人壽的資產負債表

資產負債表

更新日期:2010/4/30

單位：新台幣佰萬元

項 目	96年	97年	98年	99年第一季
資產				
流動資產	172,250	208,140	243,156	257,079
放款	114,476	151,861	130,633	129,685
長期投資	993,328	984,807	1,123,677	1,139,682
固定資產	10,415	10,718	12,116	12,007
無形資產	561	699	737	731
其他資產	101,999	103,903	133,038	134,263
資產合計	1,393,029	1,460,128	1,643,357	1,673,447
負債及股東權益				
流動負債	13,293	31,628	15,295	10,365
長期負債	11,432	11,877	12,372	12,576
營業及負債準備	1,169,164	1,256,080	1,358,963	1,402,066
其他負債	96,295	77,128	111,925	111,303
負債小計	1,290,184	1,376,713	1,498,555	1,536,310
股本	13,500	78,700	78,700	78,700
保留盈餘及其他	89,345	4,715	66,102	58,437
股東權益小計	102,845	83,415	144,802	137,137
負債及股東權益合計	1,393,029	1,460,128	1,643,357	1,673,447

註：1. 本公司會計年度為前一年度12月1日至當年度11月30日。

2. "99年第一季"係指99年2月28日。

資料來源：南山人壽官網

附錄三 南山人壽的股東權益變動

股東權益變動表

更新日期:2010/7/30

單位:新台幣佰萬元

項 目	96年	97年	98年	99年第二季
股本				
期初餘額	12,000	13,500	78,700	78,700
股票股利	1,500	6,480	-	-
現金增資	-	58,720	-	-
期末餘額	13,500	78,700	78,700	78,700
法定盈餘公積				
期初餘額	7,884	9,159	9,159	-
提列法定盈餘公積	1,275	-	-	-
法定盈餘公積彌補虧損	-	-	(9,159)	-
期末餘額	9,159	9,159	-	-
特別盈餘公積				
期初餘額	4,117	7,386	10,896	850
提列特別盈餘公積	3,269	3,510	850	2,888
特別盈餘公積彌補虧損	-	-	(10,896)	(850)
期末餘額	7,386	10,896	850	2,888
累積盈虧				
期初餘額	15,405	21,214	(35,707)	(5,931)
本期淨(損)利	12,759	(46,667)	10,571	(12,742)
提列法定盈餘公積	(1,275)	-	-	-
提列特別盈餘公積	(3,269)	(3,510)	(850)	(2,888)
盈餘分配	(2,406)	(6,744)	-	-
彌補虧損	-	-	20,055	850
期末餘額	21,214	(35,707)	(5,931)	(20,711)
金融商品未實現損益	51,586	20,367	71,183	74,586
期末股東權益合計	102,845	83,415	144,802	135,463

註：1. 本公司會計年度為前一年度12月1日至當年度11月30日。

2. "99年第二季"係指99年5月31日。

3. 98年5月經股東會通過將帳列法定盈餘公積\$9,159百萬元及帳列特別盈餘公積\$10,896百萬元，用以彌補虧損，其中特別盈餘公積彌補虧損案，依法業經行政院金融監督管理委員會核准。

4. 99年5月經股東會通過將帳列特別盈餘公積\$850百萬元，用以彌補虧損，該案依法業經行政院金融監督管理委員會核准。

資料來源：南山人壽官網

附錄四 南山人壽的資金運用

資金運用表

更新日期:2010/7/30

單位：新台幣佰萬元

項 目	96年	97年	98年	99年第二季
銀行存款	1,826	77,156	46,498	64,311
有價證券 <sup>註3</sup>	686,207	686,162	738,262	792,627
不動產	26,073	28,825	41,240	41,083
放款	114,476	151,861	130,633	129,371
專案運用及公共投資				
國外投資	412,127	354,881	501,213	514,361
保險相關事業				
衍生性商品 <sup>註4</sup>				
其他	18,150	19,150	28,800	17,000
資金運用總計	1,258,859	1,318,035	1,486,646	1,558,753

註：1. 本公司會計年度為前一年度12月1日至當年度11月30日。

2. "99年第二季"係指99年5月31日。

3. 有價證券包含抵繳存出保證金之債券。

4. 衍生性商品係包含於國外投資項下。

資料來源：南山人壽官網



附錄五 南山人壽各項財務業務指標

各項財務業務指標

更新日期:2010/7/30

項 目		更新 頻率	96年	97年	98年	99年第二季
財務結構 指標	負債佔資產比率	季	92.62%	94.29%	91.19%	92.12%
	長期負債佔資產比率	年	81.30%	83.73%	80.80%	-
	各種責任準備金對資產比率	季	83.93%	86.03%	82.69%	83.77%
	各種責任準備金變動率	年	14.09%	7.43%	8.19%	-
	各種責任準備金淨增額對保費收入比率	年	69.08%	47.81%	55.48%	-
償債能力 指標	速動比率	季	219.76%	169.39%	234.84%	165.47%
	流動比率	季	1295.73%	658.09%	1589.78%	1334.92%
	關係企業投資額對股東權益比率	年	-	-	-	-
	初年度保費比率	年	117.79%	84.00%	114.50%	-
	續年度保費比率	年	102.50%	87.35%	100.44%	-
經營能力 指標	新契約費用率	季	30.71%	33.31%	45.27%	36.45%
	保費收入變動率	年	4.06%	-13.04%	2.01%	-
	股東權益變動率	季	-27.59%	-18.89%	73.59%	-6.45%
	淨利變動率	年	129.90%	-465.75%	122.65%	-
	資金運用比率	季	98.97%	98.40%	98.86%	98.92%
	繼續率—十三個月	季	92.25%	93.19%	90.41%	91.92%
	繼續率—二十五個月	季	90.86%	84.89%	79.38%	78.46%
獲利能力 指標	資產報酬率	年	0.97%	-3.27%	0.68%	-
	股東權益報酬率	年	10.42%	-50.11%	9.26%	-
	資金運用淨收益率	年	4.91%	2.09%	2.88%	-
	投資報酬率	年	4.45%	1.88%	2.60%	-
	營業利益對營業收入比率	年	3.55%	-13.84%	3.57%	-
	稅前純益對總收入比率	年	3.56%	-13.82%	3.57%	-
	純益率	年	2.96%	-11.02%	2.42%	-
	每股盈餘（每股面額新台幣100元）	年	\$63.86	-\$188.39	\$13.43	-
	不動產投資與不動產抵押放款對資產比率	年	4.50%	4.78%	4.64%	-

註：1. 本公司會計年度為前一年度12月1日至當年度11月30日。

2. "99年第二季"係指99年5月31日。

資料來源：南山人壽官網

附表(1)

## LIBOR Rates History: Historical LIBOR Rate Information

Date : 2007/01~2009/12

	<b>1-Month</b>	<b>3-Month</b>	<b>6-Month</b>	<b>12-Month</b>
January of 2007	5.3201	5.3601	5.4014	5.4414
February of 2007	5.3214	5.3598	5.3723	5.3328
March of 2007	5.3195	5.3479	5.3212	5.2009
April of 2007	5.3201	5.3555	5.3581	5.2967
May of 2007	5.321	5.3595	5.3844	5.3885
June of 2007	5.3195	5.3593	5.3817	5.4048
July of 2007	5.32	5.3597	5.3743	5.3832
August of 2007	5.4975	5.4837	5.3773	5.186
September of 2007	5.4927	5.4939	5.3538	5.0618
October of 2007	4.9814	5.1465	5.0513	4.8771
November of 2007	4.7672	4.9621	4.8324	4.5219
December of 2007	5.0172	4.9794	4.825	4.4227
	<b>1-Month</b>	<b>3-Month</b>	<b>6-Month</b>	<b>12-Month</b>
January of 2008	3.9091	3.9176	3.7795	3.4415
February of 2008	3.1368	3.0876	3.0039	2.8046
March of 2008	2.8066	2.7825	2.6798	2.5133
April of 2008	2.7854	2.7947	2.8386	2.8288
May of 2008	2.5065	2.6924	2.8544	3.0306
June of 2008	2.4704	2.7654	3.1035	3.4176
July of 2008	2.46	2.7921	3.1157	3.2796
August of 2008	2.4682	2.8063	3.1116	3.2364
September of 2008	2.927	3.1217	3.3369	3.3709
October of 2008	3.8096	4.0586	3.8784	3.7893
November of 2008	1.621	2.2791	2.6578	2.8231
December of 2008	1.0826	1.8294	2.1778	2.3845
	<b>1-Month</b>	<b>3-Month</b>	<b>6-Month</b>	<b>12-Month</b>
January of 2009	0.3834	1.2108	1.6211	1.9024
February of 2009	0.4628	1.2426	1.7569	2.0644
March of 2009	0.5325	1.2667	1.8273	2.1173
April of 2009	0.45	1.1062	1.6519	1.9351
May of 2009	0.3423	0.8166	1.357	1.6791
June of 2009	0.3162	0.6207	1.1796	1.6776



July of 2009	0.2907	0.5153	0.9814	1.5
August of 2009	0.2704	0.4245	0.8428	1.4231
September of 2009	0.2473	0.298	0.6774	1.2691
October of 2009	0.2443	0.2831	0.5897	1.2275
November of 2009	0.2378	0.2681	0.5168	1.0844

資料來源：Wall Street Journal web site

附表(2)

U.S. Federal Reserve interest rate History

Date：2007/01~2008/12

2008	level(%)
October 29	1.00
October 8	1.50
April 30	2.00
March 18	2.25
January 30	3.00
January 22	3.50
2007	level(%)
December 11	4.25
October 31	4.50
September 18	4.75

資料來源：本研究整理

縱合以上附表(1)及附表(2)，AIG 集團的借款利息蠻高的，2007/10 Fed 利率為 4.5%，AIG 集團是五年內以 Libor 加計 3% 的利率償還 600 億美元的貸款，如以 2007/11 月一年期的 Libo 4.5219% 加計 3% 總共為 7.5219%，AIG 集團的借款利息為 600 億美元 \* 7.5219% = 45 億/年，這筆還款利息對 AIG 來說是沉重的壓力。

附表(3)

臺灣銀行利率匯率

期間：2009/10/01~2009/10/30

日期	幣別	現金匯率		即期匯率	
		買入	賣出	買入	賣出
2009/10/30	美金 (USD)	32.175	32.717	32.475	32.575
2009/10/29	美金 (USD)	32.225	32.767	32.525	32.625
2009/10/28	美金 (USD)	32.135	32.677	32.435	32.535
2009/10/27	美金 (USD)	32.115	32.657	32.415	32.515
2009/10/26	美金 (USD)	32.04	32.582	32.34	32.44
2009/10/23	美金 (USD)	32.045	32.587	32.345	32.445
2009/10/22	美金 (USD)	32.045	32.587	32.345	32.445
2009/10/21	美金 (USD)	32	32.542	32.3	32.4
2009/10/20	美金 (USD)	31.92	32.462	32.22	32.32
2009/10/19	美金 (USD)	31.97	32.512	32.27	32.37
2009/10/16	美金 (USD)	31.93	32.472	32.23	32.33
2009/10/15	美金 (USD)	31.86	32.402	32.16	32.26
2009/10/14	美金 (USD)	31.885	32.427	32.185	32.285
2009/10/13	美金 (USD)	31.945	32.487	32.245	32.345
2009/10/12	美金 (USD)	31.93	32.472	32.23	32.33
2009/10/9	美金 (USD)	31.885	32.427	32.185	32.285
2009/10/8	美金 (USD)	31.79	32.332	32.09	32.19
2009/10/7	美金 (USD)	31.815	32.357	32.115	32.215
2009/10/6	美金 (USD)	31.82	32.362	32.12	32.22
2009/10/5	美金 (USD)	31.9	32.442	32.2	32.3
2009/10/2	美金 (USD)	31.96	32.502	32.26	32.36
2009/10/1	美金 (USD)	31.92	32.462	32.22	32.32

資料來源：本研究整理

博智併購南山人壽 21.5 億美元，如以 2009/10/14 的現金賣出匯率 32.427 換算，約當新台幣 700 億元。



圖 3-1 台灣銀行美金匯率圖

附表(4)

臺灣銀行利率/新台幣存(放)款牌告利率

掛牌時間：2009/10/01

類別	期別		機動利率 (年息%)	固定利率 (年息%)
	三年	一般		
定期儲蓄存款	三年	一般	1.205	0.89
		五百萬元(含)以上	0.35	0.3
	二年 ~ 未滿三年	一般	1.185	0.87
		五百萬元(含)以上	0.32	0.27
	一年 ~ 未滿二年	一般	1.11	0.795
		五百萬元(含)以上	0.3	0.25
基準利率(按月)	-		2.636	
基準利率(按季)	-		2.636	
定儲利率指數(按月)	-		0.849	
定儲利率指數(按季)	-		0.849	
基本放款利率 = 基準利率 + 2.14。				
基本放款利率 = 2.636 + 2.14=4.776。				

資料來源：本研究整理

依據以上資料，基本放款利率 4.776，博智借款利率為 5.27%，此利率有點過高。

附表(5)

人壽保險平均每件保費收入  
Average Premium Receipts for Policy

中華民國 89 年至 98 年

單位：新台幣千元  
Unit：NT\$ 1,000

2000-2009

年 度 Year	生 存 險 Pure Endowment	生 死 合 險 Endowment	死 亡 險 Insurance Against Death	合 計 Total
89年 2000	17.17	30.68	12.90	21.18
90年 2001	35.21	33.05	12.99	22.14
91年 2002	42.13	39.97	13.42	25.33
92年 2003	34.00	42.62	16.12	28.72
93年 2004	33.22	38.02	19.96	28.88
94年 2005	25.12	43.48	22.27	32.37
95年 2006	20.77	42.44	26.91	33.98
96年 2007	17.17	42.34	35.05	38.09
97年 2008	14.81	48.76	22.72	33.39
98年 2009	15.12	50.19	19.47	32.20

個人壽險平均每件保費收入 = 總保費收入 ÷ 【(年初 + 年底有效契約件) ÷ 2】。

資料來源：保險發展中心



附表(6)

人壽保險歷年新契約平均保額  
Average Per Policy of New Business

中華民國 89 年至 98 年

單位：新台幣萬元  
Unit:NT\$ 10,000

2000-2009

年 度 Year	生 存 險 Pure Endowment	生 死 合 險 Endowment	死 亡 險 Insurance Against Death	合 計 Total	成 長 率 Growth Rate%
89年 2000	14.48	74.13	80.22	77.66	-0.17
90年 2001	158.02	54.23	68.58	63.80	-17.85
91年 2002	30.35	59.64	52.47	55.47	-13.06
92年 2003	39.75	55.52	49.65	52.22	-5.86
93年 2004	35.36	50.23	92.87	78.63	50.57
94年 2005	6.63	40.93	86.30	70.04	-10.93
95年 2006	2.46	44.96	95.76	80.36	14.73
96年 2007	3.21	55.00	111.85	98.97	23.16
97年 2008	2.31	49.27	83.12	67.09	-32.21
98年 2009	1.83	61.08	77.67	67.85	1.13

資料來源：保險發展中心

附表(7)

人壽保險新契約率  
New Business Ratio of Life Insurance

中華民國 89 年至 98 年

單位：%

Unit：%

2000-2009

年 Year	度 Year	生 存 險 Pure Endowment	生 死 合 險 Endowment	死 亡 險 Insurance Against Death	合 計 Total
89年	2000	3.06	16.66	18.72	17.84
90年	2001	185.44	9.56	12.61	11.62
91年	2002	6.15	9.70	7.26	8.22
92年	2003	4.04	9.41	7.12	8.03
93年	2004	3.55	4.72	14.26	9.97
94年	2005	3.13	4.55	13.32	9.58
95年	2006	3.31	3.66	15.12	10.35
96年	2007	3.43	3.95	19.88	13.72
97年	2008	2.68	6.19	7.16	6.81
98年	2009	1.73	8.00	4.66	5.81

個人壽險新契約率 = 當年度新契約保額 ÷ 年初有效契約保額 × 100 %

資料來源：保險發展中心

