

# 遠東航空

黃培琳

遠航(5605)

違約日：2008/2/5

- ◆ 2008/2/5 年終遲發給中油支票退票
- ◆ 2008/2/14 全額交割股
- ◆ 2008/2/15 聲請重整及緊急處分
- ◆ 2008/2/19～陸續發生退票事件
- ◆ 2008/3/25 董事會決議辦理私募引進新經營者
- ◆ 2008/4/10 金酒確定不入主

2008 年 2 月 12 日農曆春節剛結束，遠東航空(以下簡稱：遠航)即在股市觀測站公告支付給中油的一張 1.5 億元的支票，在農曆春節最後一天上班日(2008 年 2 月 5 日)遭退票，接連著爆出積欠員工年終獎金、國際航空運輸協會清算中心費用及民航局落地服務費等資金調度問題，公司在 2 月 14 日被打入全額交割股，旋即在 2 月 15 日向法院聲請重整及緊急處分，爾後陸續發生幾筆退票情事。3 月 25 日遠航董事會通過辦理私募現增，寄望引進新資金及經營團隊拯救遠航財務危機；原本金門酒廠有意以每股一元參與私募現增，投資 22 億取得遠航 40% 股權，不過此議案在 4 月 10 日已遭金門縣議會否決(金門酒廠為金門縣政府百分之百轉投資)。

遠航這家老字號的航空公司看似無預警的發生財務危機，實際上，冰凍三尺，非一日之寒，是有軌跡可循的；TCRI 根據 91 年財報即列入風險等級最高的第 9 等，而且自從列入第 9 等後，受到三通不通及高油價、高鐵通車搶客源的雙重影響，營運一直未有好轉跡象，對研究員而言，反而是容易評等的個案，以至於 2006 年底及 2007 年出現遠航對吳哥航空的應收帳款、對韓國旅行社應收帳款，導致收款天數逐漸增加，輕忽了這個異常警訊。以下就企業信用風險三成因<sup>1</sup>的角度，來介紹此個案。

## 一、產業面：近十年利空不斷

遠航在 1997 年 12 月上櫃，是店頭市場第一家航空股；上櫃前本業獲利表現頗佳，不過，在上櫃後第一年即調降財測六成，本業受到接二連三的挑戰，獲利開始一路下滑。遠航上櫃後在產業前景上面臨的幾項困境接踵而來，導致本業長期績效不彰，分述如下：

### ◆ 第一階段，上櫃前同業削價競爭埋下遠因，1998 年飛安頻傳，業績滑落

瑞聯航空曾在 1996 年推出一元票價，雖然立即遭民航局糾正禁止<sup>2</sup>，不過該航空公司持續以低價競爭，帶動其他國內航空業者的殺價競爭，加上當時國內航線供過於求(北高航線有七家業者在飛)，國內線航空業者均呈虧

產業前景：

- ◆ 第一階段：市場供過於求，同業殺價競爭

<sup>1</sup> 詳細內容介紹請參考本刊第 46 期，p.7。

<sup>2</sup> 瑞聯航空因不堪虧損，在 1998 年 10 月跳票，在 2000 年因財務狀況不佳及飛安紀錄不良，被民用航空局勒令停飛。

◆ 第二階段：三通不通、SARS 風暴

◆ 第三階段：  
高油價 + 高鐵  
→ 雙高衝擊  
減班  
停飛

北高航線全額票價：

◆ 2000 年以前  
1,409 元 (折扣後約 800~900)

◆ 2000 年以後  
1,990 元

◆ 2002 年調為  
2,200 元

v.s.

高鐵北高票價

◆ 全額 1,560

◆ 2008/3 推出平日  
八折、自由座  
再九折

損；雪上加霜的是在 1998 年初華航及國華航空相繼發生空難，讓消費者對航空飛行失去信心，國內航空業者載客率呈現下滑，各家營運均出現赤字。

◆ 第二階段，2000 年開啟兩岸直航議題，但未見進展；2003 年爆發 SARS 疫情，重創航空業

航空業者好不容易熬過上一階段產業的不景氣，在 2000 年遠航出現獲利，新政府推出兩岸三通推動直航的議題，營運似乎露出曙光，但是受到下列三項事件影響，航空業者再度轉虧：

①離島線向來虧損：民航局在分配航權時要求業者需搭配離島線。

②兩岸直航政策遲遲未見進展，看好三通而投資新飛機未能回收。

③2003 年 SARS 疫情蔓延，國內航空業單月載客率最低曾降到四成；業者向經建會申請專案貸款紓困。

◆ 第三階段，2004 年起油價起漲，2007 年高鐵通車，受「雙高」打擊

由於國內航空業長期供過於求，部份業者也有傳出整併的消息，當時有傳出立榮與華信合併、遠航與復興航空合併；其中，遠航與復興航空合併案是遠航的大股東之一——開發在 2002 年拋出此一議題，同樣也是復興董事之一的遠航也有此意願，不過復興航空原股東無此意願，在 2004 年董監改選，遠航僅有的一席次遭拔除，開發在復興航空的席次也縮減，此一合併案即告吹。

無奈的是，國際油價自 2004 年初每桶 29 美元，一路上升到每桶 49 美，2005 年油價漲勢絲毫未見停歇，到了年底收在每桶 59 美元，原本佔營運成本約四分之一的燃油成本，提高到接近三成。為了紓緩業者油價上升的壓力，2005 年民航局鬆手調漲已經有五年未調漲的票價，在 2005 年 6 月平均調漲約 5%。

但此次票價調漲仍未能追上油價上漲的速度，油價在 2006 年一度站上每桶 75 美元；屋漏偏逢連夜雨，由於高鐵無論在票價或時效性均優於航空，隨著高鐵通車日逼近，航空業者更無漲價的空間；2007 年初高鐵正式通車，果然是航空業者惡夢的開始，航空業者採取聯營外加下殺票價至 65 折均未見成效，以往被視為黃金航線的台北—高雄、台北—台南載客率下滑，航空公司只能縮減班次營運，甚至停飛台北—台中、台北—嘉義等航線。

表一：近三年國內航空業受高鐵衝擊最大的航線

|            |      | 遠 航   |       | 復 航   |       | 立 榮   |       | 華 信   |       |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            |      | 班次    | 載客率   | 班次    | 載客率   | 班次    | 載客率   | 班次    | 載客率   |
| 台北--<br>高雄 | 2005 | 9,993 | 66.4% | 4,155 | 53.6% | 7,744 | 68.8% | 8,291 | 73.5% |
|            | 2006 | 9,041 | 66.9% | 3,757 | 51.8% | 6,920 | 69.9% | 7,619 | 68.9% |
|            | 2007 | 5,222 | 57.2% | 3,053 | 53.5% | 3,815 | 57.3% | 4,786 | 58.8% |
| 台北--<br>台南 | 2005 | 4,957 | 64.3% | 5,406 | 67.3% | -     | -     | -     | -     |
|            | 2006 | 4,639 | 65.5% | 5,071 | 67.4% | -     | -     | -     | -     |
|            | 2007 | 2,857 | 48.0% | 4,988 | 57.0% | -     | -     | -     | -     |
| 台北--<br>嘉義 | 2005 | -     | -     | -     | -     | 6,808 | 65.2% | -     | -     |
|            | 2006 | -     | -     | -     | -     | 6,253 | 63.4% | -     | -     |
|            | 2007 | -     | -     | -     | -     | 2,421 | 40.1% | -     | -     |
| 台北--<br>台中 | 2005 | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 2,856 | 47.1% |
|            | 2006 | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 1,903 | 37.4% |
|            | 2007 | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 295   | 19.3% |

註：華信航空自 2007 年 5 月 1 日起停飛台北—中航線。  
立榮航空自 2007 年 8 月 16 日起停飛台北—嘉義航線。  
2008 年 3 月 1 日停飛台北—高雄航線。  
復興航空自 2007 年 9 月 1 日起停飛台北—屏東航線  
資料來源：交通部民航局，TEJ 整理

上述產業面臨的困境，其他國內航空業亦無一倖免，營運獲利狀況也呈赤字，但為何只有遠航會發生財務違約的情事？若從財務體質及經營層風險來分析，即可看出遠航的確暴露較高的風險，是出事的癥結。

## 二、財務體質：高負債比、低速動且 CFO 赤字

由於新型航空器有較低耗油及低維修費用的優點，航空業者為維持競爭力、達規模經濟，持續添購或租用新機汰換舊機是常態；由於航空器所費不貲，故舉債購機結果往往負債比(此處指借款依存度：有息負債 / 股東權益，以下簡稱 DE)均是破百，且連帶有速動偏低的現象。

由表二可以看見國內三家公開發行的業者均有負債比偏高、速動比偏低的狀況，但基本上營運而來的現金流量(CFO)均能保持淨流入以因應還本付息的需求，故仍撐過景氣寒冬；唯獨遠航在 2007 年起，CFO 開始轉為淨流出，是日後跳票的徵兆。

財務體質：

—舉債經營，DE  
破百  
—速度偏低  
→CFO 表現相形  
重要

表二、國內上市櫃航空業者近五年主要財務表現

單位:新台幣, 億元, %

| 遠航    |     |    |          |          |          |         |          |          |          |     |
|-------|-----|----|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|-----|
| 年月    | 總資產 | 營收 | 常續<br>利益 | ROE<br>% | ROA<br>% | OP%     | ADE<br>% | 速動<br>比率 | 收款<br>天數 | CFO |
| 03'12 | 148 | 61 | -0.2     | -0.7     | 0.9      | -6      | 346      | 61       | 10       | 9   |
| 04'12 | 148 | 74 | -0.1     | -0.4     | 1        | 0.5     | 293      | 46       | 11       | 5   |
| 05'09 | 136 | 56 | -1.8     | -6.1     | -0.5     | -1.8    | 331      | 54       | 15       | 1   |
| 05'12 | 138 | 74 | -5.6     | -17.9    | -2.6     | -5.7    | 318      | 36       | 14       | 0   |
| 06'03 | 129 | 20 | -0.2     | -0.6     | 0.2      | 1.1     | 357      | 24       | 17       | 1   |
| 06'06 | 135 | 39 | -0.9     | -3.4     | 0        | -2.3    | 340      | 37       | 19       | 3   |
| 06'09 | 129 | 60 | -1.5     | -6       | -0.2     | -0.9    | 374      | 43       | 23       | 6   |
| 06'12 | 138 | 81 | -3       | -9.8     | -0.8     | -1.5    | 269      | 46       | 30       | 6   |
| 07'03 | 127 | 20 | -0.8     | -2.5     | -0.3     | -3.5    | 283      | 43       | 46       | -3  |
| 07'06 | 133 | 40 | -2.9     | -9.6     | -1.5     | -6.9    | 291      | 35       | 51       | -2  |
| 07'09 | 130 | 60 | -4.6     | -15      | -2.5     | -6.3    | 288      | 37       | 62       | -7  |
| 復興    |     |    |          |          |          |         |          |          |          |     |
| 年月    | 總資產 | 營收 | 常續<br>利益 | ROE<br>% | ROA<br>% | 利益<br>% | ADE<br>% | 速動<br>比率 | 收款<br>天數 | CFO |
| 03'12 | 129 | 60 | -1       | -2       | 0.8      | 1.8     | 122      | 23       | 20       | 7   |
| 04'12 | 127 | 67 | 1.3      | 2.6      | 2.3      | 4.5     | 108      | 32       | 17       | 13  |
| 05'12 | 134 | 67 | -1       | -1.9     | 0.4      | 1.8     | 122      | 26       | 16       | 15  |
| 06'06 | 141 | 33 | -1.7     | -3.2     | -0.7     | -3.1    | 130      | 52       | 16       | 4   |
| 06'12 | 135 | 67 | -1.8     | -3.9     | -0.5     | -0.8    | 121      | 54       | 15       | 12  |
| 07'06 | 131 | 29 | -1.8     | -3.3     | -0.8     | -4.9    | 117      | 47       | 13       | 5   |
| 立榮    |     |    |          |          |          |         |          |          |          |     |
| 年月    | 總資產 | 營收 | 常續<br>利益 | ROE<br>% | ROA<br>% | 利益<br>% | ADE<br>% | 速動<br>比率 | 收款<br>天數 | CFO |
| 03'12 | 169 | 57 | -5.8     | -21.1    | -1.2     | -3      | 462      | 9        | 14       | 5   |
| 04'12 | 169 | 72 | 1.1      | 4.2      | 2.3      | 5.3     | 435      | 5        | 14       | 18  |
| 05'12 | 161 | 71 | 0.6      | 2.2      | 1.9      | 5.1     | 420      | 6        | 12       | 14  |
| 06'06 | 159 | 31 | -2.1     | -8.2     | -0.6     | -2.5    | 438      | 12       | 12       | 5   |
| 06'12 | 147 | 66 | -0.7     | -2.7     | 1        | 2.2     | 375      | 7        | 14       | 16  |
| 07'06 | 142 | 32 | -2.6     | -10.4    | -1.1     | -4.2    | 402      | 9        | 10       | 8   |

航空業的產業特性是收現、零庫存的行業，但還是會有跟旅行社或同業拆帳的情形，故實際上仍會有收款天數，及維修品備料或兼營買賣免稅品造成庫存。以同業水準來看，航空業應收帳款收款天數約在 15 天左右，遠航在 2006 上半前也都維持在此水平，不過第三季起開始走樣，主要就是因為和柬埔寨的吳哥航空合作吳哥航線。

由於近幾年國人興起吳哥窟探訪文明古國的風潮，新增此一航線原本對遠航而言應該是件好事，但是遠航提供濕租<sup>3</sup>卻未先收取租金的不對等的條件，導致公司應收帳款收款天數異常增加，是造成後來資金週轉不靈的主要原因。

### 三、與本業無關轉投資多，經營層風險偏高

真正壓垮遠航的最後一根稻草，應該還是經營層風險偏高的問題。最近一任董事長樂大信上任僅五個月即辭職(公告是改派法人代表)，其箇中之原因云云，媒體多有報導，不再贅述；不過，從歷年來董事會組成成員可以看出經營層風險偏高其來有自，該公司經營權易手/董事會成員異動的過程如下：

- ◆ 1957 年，遠航創辦人胡侗清以一架小運輸機運報創業。1986 年胡猝逝，華航派人來重整，因此進入遠航董事會。
- ◆ 1994 年遠航原大股東皇龍投資公司的責任中，將過半數的遠航股票全數出售後，遠航的股權散到不同的企業集團—AIG、中華開發因此進入董事會→公司無最大股東。
- 崔湧此時進入董事會，於 2000 年當上董事長，2007 年 6 月董監改選，董座遭拔除(樂太信接任)。
- 1996 年起國巨亦進入董事會(由陳泰銘擔任監察人)，持股低(1.33%降到 0.87%)，2007 年 3 月退出。
- ◆ 2001 年 5 月華航退出董事會，2004 年 5 月重返董事會。
- ◆ 2001 年 5 月萬海集團(楓丹白鷺陳致遠)進入董事會(擔任監察人)；2007 年 3 月退出。
- ◆ 2006 年 12 月辦理私募引進遠東集團資金(透過裕鼎、鼎鼎投資及大聚化纖認購，此次認購後持股 7.91%)。同時國華人壽(華隆集團)在此次私募，亦有投資，佔總股數 6.43%。

大股東更換頻仍

經營層風險：

- ◆ 廣設以投資為專業的子公司

從上述演變過程，董事會成員進進出出，控制董事會時間較長的就屬 AIG 及中華開發兩個集團。由於這類型的經營者原本就擅長在財務上的操作，故遠航旗下廣設以投資為專業的轉投資就不足為奇。

遠航在 2004 年以前廣設投資公司(旗下有三家創投：遠邦創投、大鑫創投、德宏創投；另外，持股 100%的投資公司有誠霖投資、誠運投資、誠旭

<sup>3</sup>『濕租』指航空公司跟其他公司租借飛機，連同機組人員一起租(包括飛機、機組人員、維修、保險)；相對於『乾租』只租機體本身

投資風險：

- 1997 年操作股票失利、賣股彌補
- 2007 年遠和投資處分持有遠航股票，大虧

投資、遠和投資、遠寶投資、遠興投資、遠滿投資)，2005 年 1 月董事會決議起將誠霖、誠旭、誠運、遠和、遠滿、遠寶、遠興投資及豐年夾板等八家子公司予以合併，遠和投資為存續公司，旗下投資公司數目才見大幅縮減。

然而，經營本業、追求核心競爭價值的公司，才是投資者及債權人所樂見的；遠航在投資上犯的錯誤，在 1997 年即出現過：當年十月因操作股票失利損失一億多，最後是靠出售長期投資的第一信託股票才得以彌平，帳上維持獲利；另外一次轉投資大虧則是在 2007 年間，因子公司遠和投資出售持有遠航股票，虧損現形。

其實在 2005 年 1 月遠和投資與其他轉投資公司合併之前，上述八家轉投資公司共持有 6,926 萬股遠航的股票，因為持有遠航股票認列未實現投資損失，已造成其中五家轉投資(誠霖、遠和、遠滿、遠寶、遠興投資)淨值為負(也是遠航長期每股淨值不及 10 元的主因)。這些未實現損失在 2005 年以前出現在遠航的“長期投資跌價損失”、2006 年因適用 34 號公報，故列為“備供出售金融資產未實現損失”，上述科目均是股東權益的科目，若只看損益很容易就忽略掉這些轉投資的績效。直到 2007 年 8 月～9 月間，遠和投資將遠航股票 5,384.8 萬股、持有成本約 40 多元，以每股 8.08～9.27 元出售，此時 17.7 億的投資損失即現形，是造成遠航 2007 年前三季稅後大虧 22 億的主要原因。

在 2007 年開始適用 37 號公報—無形資產之會計處理，經營者曾試圖爭取將「航權」及「航線」列入無形資產以提高公司淨值<sup>4</sup>，不過，在台灣依法航權屬國家所有，無法向國外般，可將航權當作是商品交易，故此提案無疾而終。

#### 四、結語

遠航在先天(本業)體質欠佳，又在後天(轉投資上)跌跤，故在國內線航空業景氣寒冬率先出事。遠航在出事之後乏人問津，2008 年總統大選後開放兩岸直航露出曙光，照理應可提高遠航身價，但各家買方似多有顧忌，公司會走上重整或是引進新經營團隊，仍待觀察。

<sup>4</sup> 萬蓓琳，相中直航商機 外資競逐搶遠航，今周刊，2008.02.11