

調 查 報 告

壹、案由：據訴，行政院國家發展基金（下稱國發基金）於108年1月審議通過，參與東貝光電科技股份有限公司現金增資，計投資新臺幣1億450萬元，占該公司已發行股份總數2.83%，並獲選1席董事，該公司計劃將增資款用於Micro LED及Mini LED之研發。詎該公司108年度嚴重虧損、公司淨值轉為負數等事件，遭證券交易所公告停止買賣，於109年11月10日下市，距現金增資日，尚不到2年。國發基金以投資方式，協助該公司研發Micro LED及Mini LED之目標，似已無法達成，且其投資恐將全數認列損失。此外，國發基金於106年，參與如興股份有限公司現金增資，計投資新臺幣14.88億元，協助該公司併購香港玖地公司。詎嗣後傳出併購過程涉有弊端，如興公司負責人遭檢調以違反證券交易法特別背信罪移送法辦，該公司股價直直落，至110年10月25日，僅剩8.71元，國發基金之帳面投資損失已過半。國發基金投資東貝及如興2家公司，均蒙受慘重損失，究其於投資前，對於被投資公司之營運、財務狀況，以及相關投資風險，有無詳實審慎評估及審議？投資後有無落實監督管理？有無審酌被投資公司增資計畫是否可行，並監督其依約運用現金增資款？對於該等公司一連串重大事件，有無即時採取應變作為？該基金派任之董事代表，有無克盡職責？均有待調查釐清之必要案。

貳、調查意見：

據訴，行政院國家發展基金（下稱國發基金）於民國（下同）108年1月審議通過，參與東貝光電科技股份有限公司（下稱東貝公司）現金增資，計投資新臺幣（下同）1億450萬元，占該公司已發行股份總數2.83%，並獲選1席董事，該公司計劃將增資款用於Micro LED及Mini LED之研發。詎該公司108年度嚴重虧損、公司淨值轉為負數等事件，遭證券交易所公告停止買賣，於109年11月10日下市，距現金增資日，尚不到2年。國發基金以投資方式，協助該公司研發Micro LED及Mini LED之目標，似已無法達成，且其投資恐將全數認列損失。此外，國發基金於106年，參與如興股份有限公司（下稱如興公司）現金增資，計投資14.88億元，協助該公司併購香港玖地公司。詎嗣後傳出併購過程涉有弊端，如興公司負責人遭檢調以違反證券交易法特別背信罪移送法辦，該公司股價直直落，至110年10月25日，僅剩8.71元，國發基金之帳面投資損失已過半。國發基金投資東貝公司及如興公司，均蒙受慘重損失，究其於投資前，對於被投資公司之營運、財務狀況，以及相關投資風險，有無詳實審慎評估及審議？投資後有無落實監督管理？有無審酌被投資公司增資計畫是否可行，並監督其依約運用現金增資款？對於該等公司一連串重大事件，有無即時採取應變作為？該基金派任之董事代表，有無克盡職責？均有待調查釐清之必要案，經調閱國發基金管理會、審計部、臺灣臺北地方檢察署、臺灣新北地方檢察署、臺灣新北地方法院、行政院經濟能源農業處（下稱行政院經濟處）、科技部、經濟部工業局、國家發展委員會（下稱國發會）產業發展處（下稱國發會產發處）等機關卷證資料，並於111年7月28日詢問國發基金管理會承辦人

員，復於同年10月24日分場詢問國發會龔主委明鑫、陽明海運公司鄭董事長貞茂、行政院經濟處葉參議世中、國發會產發處陳簡任視察志閣與陳專員裕達、經濟部工業局林科長俊輝（已退休）與鄒科長宗勳，另於同年8月31日諮詢國立中央大學經濟系邱教授俊榮、國立臺灣大學財務金融學系暨研究所何教授耕宇、台灣天使投資協會蘇秘書長拾忠、中華民國創業投資商業同業公會代表等專家學者，再於同年9月27日諮詢台灣舞弊防治與鑑識協會馬理事長秀如、沈會計師柏廷、該協會理事、台灣公益揭弊暨吹哨者保護協會張發起人晉源、社團法人中華民國會計師公會全國聯合會法規法務委員會陳主任委員柏華、評價暨鑑識會計委員會謝主任委員明仁、林研究員秉澤等專家學者，已調查竣事。

依行政院國家發展基金收支保管及運用辦法第3條第1項規定：「本基金之主管機關為行政院，管理機關為國家發展委員會。」、第6條第1項規定：「本基金之收支、保管及運用，應設管理會（以下簡稱本會），置委員十一人至十三人，其中一人為召集人，一人為副召集人，均由本院院長就下列人員派（聘）兼之：……。」及第8條規定：「（第1項）本會置執行秘書一人，由召集人遴聘之，協助召集人綜理本會業務；副執行秘書二人，協助執行秘書處理本會事務，由本會聘用專業人士或借調相關機關人員擔任。（第2項）本會幕僚作業，由本基金人員擔任。（第3項）本會置組長、……各若干人，就國家發展委員會或其他相關機關人員派兼、借調或由本會聘用、約聘、約僱人員擔任之。」是以國發基金管理機關為國發會，該基金設管理會，由該基金人員擔任該會幕僚作業，合先敘明，茲臚列調查意見如下：

一、初次申請國發基金參與投資之案件，依產創基金作業

要點第9點規定均需經過政策評估會議、投資評估審議委員會及管理會會議等三階段審議，各有其功能，政策評估會議係決定國發基金投資與否之第一道門檻，惟以共識決未留存錄音、發言紀錄，且非公開透明方式進行，難以釐清權責；觀諸國發基金投資如興公司案邀請機關出席，行政院經濟處、經濟部工業局、國發會產發處於會前僅簽派出席人員名單，並未簽核意見，缺乏評估依據及過程，由代表出席人員自行評估並於會中發言表示意見，顯見其未審慎重視政策評估會議，核欠周妥：

- (一)依行政院國家發展基金產業創新轉型基金作業要點（下稱產創基金作業要點）第9點規定，初次申請該基金參與投資之案件，均需經過政策評估會議、投資評估審議委員會（下稱評審會）審查及管理會審議等三階段審議，各有其功能，而政策評估會議係決定國發基金投資與否之第一道門檻，係就投資申請案之整體計畫可行性及相關重要議題進行評估是否符合國家產業政策方向，由該基金參酌投資申請案之產業屬性，邀集相關產業主管機關指派代表出席，就整體計畫是否符合國家產業發展政策進行評估，投資案件經政策評估會議與會成員討論並達成共識，認為符合國家政策方向，始建議將案件進入內部審議階段。據國發基金管理會說明，依目前實務做法，政策評估會與會代表係表達該機關對該投資申請案是否符合國家產業發展方向之意見，該會議爰未錄音，亦僅留存會議結論之紀錄。
- (二)查如興公司106年4月20日遞件申請國發基金參與現金增資，國發基金管理會於同年月25日以國發字第1062980695號函發出開會通知單並檢附議程、如興

公司營運計畫書等附件，邀集行政院經濟處、經濟部工業局、國發會產發處於同年5月1日出席該基金第20次政策評估會議，議程包括主席致詞、該基金同仁簡報10分鐘、公司簡報15分鐘、提問與答詢40分鐘、政策評估討論15分鐘及結論。依該會議紀錄內容記載：「壹、會議時間：……下午5時00分……陸、討論事項：案由：審議如興股份有限公司投資申請案，謹提請核議。結論：本案尚符合產業創新轉型基金之投資目的及範圍，建議提請產業創新轉型基金投資評估審議會審議，並請如興股份有限公司補充該公司及被收購公司之財務狀況說明暨未來營運規劃。散會：下午6時20分。」嗣經本院調閱相關卷證，發現行政院經濟處、經濟部工業局、國發會產發處收到開會通知單後，會前僅簽派出席人員，並未簽核評估意見。再詢問當時出席人員國發會龔主委明鑫、行政院經濟處葉參議世中、國發會產發處陳簡任視察志閣及經濟部工業局林科長俊輝，均答稱係由機關授權出席代表於會中表示意見，顯示政策評估會議既採共識決記錄結論，亦未留存錄音、發言紀錄，以非公開透明方式進行，且受邀機關未於會前本於職權專業審視資料留存書面評估意見，由出席人員於80分鐘會議中逕行代表機關表示意見。

- (三) 詢據時任投資如興公司案政策評估會議主席國發會龔主委明鑫：「各部會的專長來看這個案子跟我們政策有無牴觸。是看大方向是否符合政策方向及產創要點規定，看公司要創新轉型是不是符合，當場簡報、QA，然後離席，我們會討論，是共識決。……如果機關指派這個人去，發言就是代表機關，如果

沒辦法判斷就說要回去請示，下次要派可以發言的人，要代表機關意見，不能說沒辦法發表意見。……國發基金管理會照SOP都會會前提供資料。現場申請公司簡報，然後詢答，然後公司離席，代表會表示意見，達成共識決，只要有機關代表不同意就不會過。（問：身為當次會議主席，您如何根據會上各機關代表之發言作出結論及裁示？又國發會的產業發展處作為本案之受邀機關，於政策評估會議前應進行之查證評估作為為何？當時相關意見如何形成？）國發基金幕僚都會查證，海外併購有投審會、增資有金管會通過公開說明書，公司的承諾就是事後監督。……政策評估比較單純，應該沒有不同意見。（問：有無對計畫書內容進行查證？）如果政策審議階段就做DD，可能機關都不來參加了。……這個階段我們只能相信國發基金管理會提供的資料，沒辦法再查證。……本業上併購合不合理，就專業評估。技術上不可行。財務資訊不是第一階段要評估的。政策評估是否符合作業要點和政策方向。（問：主席於會上之角色為何？徵詢意見外，是否也有表示意見？）大部分尊重機關代表意見。依產創要點申請，就是看是否符合要點規定和政策方向。邏輯上來講機關派的代表就是機關的意見。」

（四）據上，初次申請國發基金參與投資之案件，依產創基金作業要點第9點規定均需經過政策評估會議、評審會及管理會會議等三階段審議，各有其功能，政策評估會議係決定國發基金投資與否之第一道門檻，惟以共識決未留存錄音、發言紀錄，且非公開透明方式進行，難以釐清權責；觀諸國發基金投

資如興公司案邀請機關出席，行政院經濟處、經濟部工業局、國發會產發處於會前僅簽派出席人員名單，並未簽核意見，缺乏評估依據及過程，由代表出席人員自行評估並於會中發言表示意見，顯見其未審慎重視政策評估會議，核欠周妥。

二、國發基金評審會會議、管理會會議，僅於會議紀錄登載決議短文，除管理會會議有錄音外，評審會並未留存錄音檔及發言紀錄，不利於事後查閱及釐清權責，決策軌跡及可課責之內控機制付諸闕如；其審議投資東貝公司案，僅再要求補充重要關鍵資料即予放行，是否發揮最終把關功能堪虞，顯有未當：

(一)有關國發基金投資評估審議機制係依該基金現行投資作業規範，初次申請該基金參與投資之案件，均需經過政策評估會議、評審會審查及管理會審議等三階段審議，詢據該基金管理會表示略以，該基金相關會議係依委員共同討論後之決議內容，據以做成會議紀錄，相關會議作業規範並無製作逐字稿及留存錄音檔之規定。對於評審會，該基金係考量審議委員均已具名投票，為利委員進行專業審查並充分表達專業意見，評審會亦無錄音；管理會原則均有錄音。

(二)經本院諮詢曾參與評審會之學者，並不反對錄音及留存發言紀錄，且認為原則上雖不公開，惟應建立事後查閱機制或規範；另未曾參與評審會之專家學者亦認為錄音及發言紀錄有其必要，茲節錄諮詢意見如下：

1、國立臺灣大學財務金融學系暨研究所何教授耕宇（曾擔任國發基金投資評估審議委員）：

(1)關於投資評估審議委員會議未錄音一事，老實

說我在開會現場並沒有去問也沒有注意有無錄音，我個人不覺得錄音會有什麼問題，但每個委員看法或許不一，或多或少也許會影響一些意見表達，而我想假設要錄音或寫逐字稿，以利事後查閱，條件上應該要有更謹慎的規範(比如限於有重大瑕疵案件或僅有某些特定單位才有權去調)。事後檢視條件上應有較嚴格的限縮，避免任意調閱聽取，亦即仍維持原則上不公布，但保留這些資料在必要時可以回去檢視，以協助還原當時狀況。上述做法也許會稍微影響評審會委員參加會議、表達意見的意願，但若有這樣的機制在，或許大家在表達意見時也會比較謹慎，我認為是可以考慮的。

(2) 沒錄音、沒記錄，要還原當初開會時大家意見表達的狀況就變得不可能，即使事後再去訪問，講的可能都不是當時的狀況。我覺得會議上錄音未來可以考慮，或許會影響到評審會委員的意願，但這就是權衡取捨。

2、台灣舞弊防治與鑑識協會沈會計師柏廷：關於投資評估審議會錄音檔案的部分，我認為應該要看調閱的目的，以決定誰可以調取。

3、台灣公益揭弊暨吹哨者保護協會張發起人晉源

(1) 專業投資機構最在乎的一件事就是投資過程當中有一個監督制衡的作用，而最起碼的機制是：審查的資料必須留存備查，同時，開會審查的過程要錄音錄影、要有逐字稿，否則案子究竟如何決議通過的？並不知道。他這邊講說有針對疑義加以釐清，但卻沒有留下任何相關紀錄。以一個國家基金的操作方式，這麼簡化、

草率，我覺得難以理解，因為即使是個金融機構，我國都要求董事會開會時要錄音錄影。

(2) 雖然他們也經過了三層會議，但這三層會議看來都是形同虛設。事後又不願意提供詳細完整的過程供檢視，整個黑箱作業的狀況是非常難令人接受的。錄音錄影會影響到出席委員的應該是說-我要做更好的功課，發言要更謹慎、有所依據，應該是會讓我更謹慎去審查，不能打混。而因為沒有錄音錄影，我甚至不知道委員有無在現場，簽到也不代表人就在現場，我們也不知道他會中有沒有打瞌睡，甚至於不知道委員是否有拿到審查的資料，均將無法從事後去勾稽它。

4、中華民國會計師公會全國聯合會-法規法務委員會陳主任委員柏華：關於錄音的部分，由於我在上市櫃公司當過獨董，證期局方面的要求是，如果是親自出席，錄音即可；而如果是以視訊會議的方式出席，則會要求要錄影（側錄），表示視訊的人真的有在線上。像有些KY股（或F股）的總部可能是在海外，要遠端視訊會議的人到底有沒有如期如時上線參與，金管會證期局在公司治理上會較嚴格要求去保管這些證據，以便在日後有狀況時，利於回去調閱。至於剛才提及，外界之調閱權應否設限一節，由於我自己擔任過很多單位的審查委員（包括智慧局的著作權審議委員、臺北市政府的市政顧問等）這些會議要做的會議紀錄都很精要，接近逐字稿的完整度。以一個主管國家資產投資單位而言，錄音或錄影應屬必要，會議時也不該是用共識決，國發基金雖以

投票方式，但最後只看得出有過/沒過而已，形成共識的過程究竟如何，沒有錄音錄影也無逐字稿真的很麻煩。以現今的科技，錄音後，以AI辨識自動轉成文字紀錄都已不成問題了。至於出席人的心態，我覺得其實就是「怕熱就不要進廚房」，你既然願意出來幫政府做這種審查工作，不管出席費是多少錢都不要緊，重點是必須本於道德良知充分表達你看到的真相以及你的專業意見是什麼。至於會議紀錄上其實可以運用技巧，以匿名的方式處理（不要直接記載陳○○表示什麼），匿名發言式呈現，另用對照表的方式可以對照，紀錄上只剩代號（例如：審查委員1發表……、審查委員2表示……）。如此即可讓事後有權調閱相關紀錄資料的人查悉本案形成決議的過程確實有正反面向不同意見的討論。換言之，有很多作法可以用來保護與會的委員即專家學者，不論是匿名或記名紀錄，如果能夠事先溝通，願意來的他再來；如果是有顧慮的委員，可能就會自己婉拒出席，我想應該還是找得到人願意來當委員，都是一些技巧的運用可以解決。國發會的審查會議感覺上是個閉門會議，結論的形成對於討論內容都沒有明確的記載。

- 5、中華民國會計師公會全國聯合會-評價暨鑑識會計委員會謝主任委員明仁：投資千萬不要事後諸葛，應要去看當初投資的這個時間點，他有沒有蒐集到完整的資料，這是很重要。評審會開會時錄音錄影，我認為可以比照上市上櫃公司標準（平常就是錄了備查，但事後若出事，檢調等單位即可調取查證），但也不能全部公開，因為這

些投資資訊會涉及內線交易、曝露他人營業秘密等，也不適合全部揭露。

6、中華民國會計師公會全國聯合會林研究員秉澤：針對評審會沒有錄音也沒有發言的逐字稿，僅記載會議結論一節，公會認為決議形成的軌跡有助於事後的檢討，問題之重點不在於錄音或逐字稿等技術性問題的選項，而在於會議決策過程的公開透明性。至於要用何方式去達成公開透明的宗旨，都只是技術性的問題。

(三)揆以國發基金投資東貝公司案，經評審會第74次會議以7票同意，4票不同意，通過以每股8元投資東貝公司。嗣經管理會第71次會議決議，請東貝公司補充公司未來發展計畫、財務預測、LED產品營收及獲利情形、Mini LED及Micro LED發展規劃及競爭優勢分析、公司增資後資金調度規劃等資料後再議，嗣於東貝公司補充資料後，於第72次會議決議同意投資，然以上開再請東貝補充之資料顯為決定投資與否之重要關鍵，可見評審會第74次會議在欠缺充分資料之情況下，率予通過投資東貝公司，惟管理會僅再要求補充資料後，即通過該投資案，是否發揮最後把關功能堪虞。

(四)據上，國發基金評審會會議、管理會會議，僅於會議紀錄登載決議短文，除管理會會議有錄音外，評審會並未留存錄音檔及發言紀錄，不利於事後查閱及釐清權責，決策軌跡及可課責之內控機制付諸闕如；其審議投資東貝公司案，僅再要求補充重要關鍵資料即予放行，是否發揮最終把關功能堪虞，顯有未當。

三、國發基金就如興公司申請投資新臺幣14.88億元案，

委外進行之財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑，並未依決議詳予調查及評鑑被收購標的玖地集團，仍逕予驗收付款，又忽視外聘專家學者警示意見，相關評估作業核有嚴重違失：

- (一)依107年9月27日修正前之產創基金作業要點第9點（規範投資評估與審議）規定：「投資申請案經本基金評估符合政策方向，應提請本基金……，評估與審議程序如下：(一)政策評估 …… (二)內部審議 1.政策評估會議審查通過後，本基金將進行實質評估審查，並得委託外部之技術、財務、稅務、法務及鑑價等專家或專業機構協助評估。……」國發基金就如興公司申請投資14.88億元案，委託專業機構安侯國際財務顧問股份有限公司（下稱安侯公司）進行財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑（以下簡稱盡職調查）之費用為421萬640元（核定工作總時數為1,022小時，以勞務採購契約之平均每小時酬金4,120元計算，履約總價為4,210,640元）；另就東貝公司申請投資1.045億元案委託資誠聯合會計師事務所進行財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑部分之費用為440萬8,400元（核定工作總時數為1,070小時，以勞務採購契約之平均每小時酬金4,120元計算，履約總價為4,408,400元）。（詳表1）

表1 國發基金投資如興公司及東貝公司概况表

公司名稱	歷次投資日期及金額	截至110年第2季持股比率	投資目的	盡職調查費用
如興	106年6月 14.88億元	9.76%	協助該公司併購香港玖地公司，成為牛仔褲知名品牌主要供應商。	421萬640元

公司名稱	歷次投資日期及金額	截至110年第2季持股比率	投資目的	盡職調查費用
東貝光電	108年1月 1.045億元	2.83%	協助該公司創新轉型，投入Mini LED及Micro LED發展。	440萬8,400元

註：詳細資料請參閱後附如興公司及東貝公司「政府、國營事業及非營業特種基金投資民營事業概況表」。

(二)根據106年5月5日國發基金管理會產業創新轉型基金專業服務機構提報工作時數會議紀錄決議內容：「一、請安侯國際財務顧問股份有限公司依重要性、必要性、例外性及比例原則，彙整申請廠商須提供之受查資料清單，對評估標的如興股份有限公司及被收購公司玖地集團進行財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑。」惟查安侯公司工作規劃說明，僅於財務盡職調查涵蓋範圍「3.玖地部分，將了解目前進度及檢視如興內部或其聘請顧問所提出之相關評估報告」、「初步資料需求清單M.或有負債及承諾·玖地併購進度及內部/外部專家評估報告」及交易架構議題討論提及玖地。復查盡職調查內容亦僅於「其他應注意事項」則提及下列2點，顯然未依上開決議對被收購公司玖地集團進行財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑，惟該管理會仍予驗收付款：

- 1、標的公司本次現增資金擬投資之玖地，曾於以前年度因違反主要客戶（LEVIS）之代工生產要求（不得雇用童工），致遭受停止接受單處分，雖玖地展現極佳之營業銷售能力，迅速地將流失之LEVIS訂單轉向接受大陸內地其他客戶訂單，惟考量國際知名大廠愈益重視企業治理、環境及社會責任議題之趨勢，復以如興集團主要銷售客戶

集中度高之情況下，建議應請如興集團密切瞭解主要銷售客戶之代工生產要求，並建置相關檢視控管機制，以確保代工生產皆能符合主要客戶（例如：H&M及LEVIS等）之要求，以避免訂單流失，致影響營業收入及獲利表現。

2、有鑒於如興集團近年連續虧損之情形下，主要係因未能達到營業規模所致，故如興集團刻正規劃併購玖地，惟併購後是否確能展現經營能力以轉虧為盈，建議貴基金進一步洽請如興集團提供預計併購玖地後之銷售預估，評估其於合併後是否可超逾損益兩平之經營規模，以評估未來長期之獲利能力。

(三)本院諮詢台灣公益揭弊暨吹哨者保護協會張發起人晉源意見：「如興當時是辦理130億元現金增資，即洽特定人讓國發基金進來投，惟投資前如興公司本身股本雖有15億元，但淨值只有11億元，每股淨值只有7.25元，現金增資130億元，每股是18.6元，於是我們即可拆解，國發基金所投的14.88億元裡面只有約1億元左右是投資在既有的如興公司淨資產中，高達13億元是投資在併購的標的：玖地。換言之，投資的重點在玖地。國發基金委託安侯會計師事務所做財務、稅務、法務盡職調查及企業的價值評估，然而他評估的對象是如興（但是他的投資其實只有1億元在如興，13億元在玖地），就有可能是叉了主題，詳情要再看過安侯的DD報告（即盡職調查）。不過我有翻閱過整份571頁的公開說明書，發現從頭到尾沒有附上玖地的財簽資料。根據公開發行公司取得或處分資產處理準則第10條¹有要

¹ 公開發行公司取得或處分有價證券，應於事實發生日前取具標的公司最近期經會計師查核

求，公開發行公司取得有價證券，應於事實發生日前取具標的公司最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報表作為評估交易價格之參考。惟整個公開說明書、如興公司股東會紀錄都沒有登載他們有取得玖地的會計師財簽資料。公開說明書中有一份德勤的范會計師做的獨立專家意見，該獨立專家意見中提及他取得的資料只有104年1~9月的自結報表，根本沒有財簽，如果此一事實為真，我就無法理解到底國發基金在DD什麼。」另台灣舞弊防治與鑑識協會馬理事長秀如亦提出意見：「會計上有 agreed-upon criteria（按：係指編財報時不使用 IFRS，而用另一套準則）及 agreed-upon procedure。Agreed-upon procedure與一般人所稱的DD相似，就是報告使用者、程序執行者、被查核者三類人同意的查核程序，然而這三種人的發言權完全不一樣，委託方（即報告使用者）的發言權最大。程序執行者的發言權只在於我能不能查、要花多少成本、你要給我多少錢；被查核者是要準備被查核的資料。Agreed-upon procedure與會計師的財報查核最大不同，在於對於證據怎麼收集、程序怎麼執行，在財報查核，會計師負全責，由程序執行者會計師全權決定怎麼查，被查核者或報告接受者沒發言權。本案中擁有最大發言權的人是國發基金管理會，它如果沒有提出要查玖地，那麼受託的程序執行者自然不會去查。本文中，固然可以討論國發會委託方（會計師）有無義務去提醒國發會『應

簽證或核閱之財務報表作為評估交易價格之參考，另交易金額達公司實收資本額百分之二十或新臺幣三億元以上者，應於事實發生日前洽請會計師就交易價格之合理性表示意見。但該有價證券具活絡市場之公開報價或金融監督管理委員會（以下簡稱本會）另有規定者，不在此限。

該要查玖地？」但我覺得，這對會計師的要求有點太多，因為需求者應該要很清楚知道自已的需求，不然沒有資格委外做DD。本案中，管理會在很多處都將自身的責任撇掉。」皆指出如興公司盡職調查應詳予調查被併購標的玖地集團。

- (四)再查國發基金就投資如興公司案之產業與技術面委請三位學者專家協助評估，出具審查意見，其中學者專家二提出意見：「財務及風險分析：包括資本結構、資金成本分配、資金獲利回流規畫及產業風險評估等。如興104、105年呈現的財務表現不佳，是否反映其經營能力是有限的，玖地的財報並沒有被完整的揭露，收購價格並無客觀地評估，收購的價金到底『買到』什麼有形、無形的資產無從得知。」惟國發基金管理會僅於評估報告綜合意見提及：「如興公司採併購玖地集團以擴大經濟規模策略，試圖轉虧為盈，惟仍未脫離代工業務模式，是否能展現經營能力，並轉型為原廠委託設計代工廠，仍有待觀察。」本院詢據國發管理會說明，依據如興公司公開說明書及安侯國際財務顧問股份有限公司就如興公司現金增資案進行財務、稅務、法務等盡職調查及企業價值評鑑，評估該次現金增資每股認購價格18.6元，該管理會並未再自行評估該併購案。
- (五)綜上，投資固本有風險，而難將投資失敗逕行歸責於國發基金管理會，然查如興公司106年度現金增資目的主要是為了併購玖地公司，顯示玖地集團經營、財務狀況等相關資訊乃是決定參與投資如興公司與否之重要關鍵，揆以國發基金就如興公司申請投資14.88億元案，委外進行之財務、稅務、法務

等盡職調查及企業價值評鑑，並未依決議詳予調查及評鑑被收購標的玖地集團，仍逕予驗收付款，又忽視外聘專家學者警示意見，相關評估作業核有嚴重違失。

四、投資案經國發基金政策評估符合政策方向後，該基金就計畫出具綜合投資評估報告，提請評審會審查，惟揆諸如興、東貝公司等綜合評估報告內容，實際僅彙整外部學者專家審查意見、委託專業機構盡職調查及企業價值評鑑相關資料，且多為「待觀察」、「尚有強化空間」等含糊不清之意見，卻未對相關質疑再詳加查明，難謂具實質評估功能及參考價值，洵有未洽：

(一)依107年9月27日修正前之產創基金作業要點第9點（規範投資評估與審議）規定：「投資申請案經本基金評估符合政策方向，應提請本基金……，評估與審議程序如下：（一）政策評估 …… （二）內部審議 1. 政策評估會議審查通過後，本基金將進行實質評估審查，並得委託外部之技術、財務、稅務、法務及鑑價等專家或專業機構協助評估。2. 由本基金就整體計畫之可行性及相關重要議題進行內部審議。若經認定不適合投資之投資計畫，應於簽奉核定後，將審核結果告知申請人；非屬不適合投資之投資計畫，應提報『產業創新轉型基金投資評估審議會』審議。」該作業要點107年9月27日修正後第9點規定：「投資申請案經本基金評估符合政策方向，應提請本基金『投資評估審議委員會』審議，經審議同意後須再提請本基金管理會通過後，本基金始得參與投資。相關評估與審議程序依本基金『投資作業規範』、『投資評估審議委員會設置作業要點』規定辦理。」及行政院國家發展基金

投資作業規範：「肆、投資計畫之審核 一、初次申請投資之案件……2第二階段-評估分析(2)綜合評估：經政策評估適合投資之投資計畫，應就計畫進行相關評估作業程序，就計畫內容進行書面審查及實地訪查，必要時得委請相關領域學者專家提供專業意見，並將申請人投資計畫書送請管理機關提供意見後，撰寫投資綜合評估報告。」是以初次投資申請案，經政策評估會議審查通過後，國發基金應撰寫投資綜合評估報告，提請評審會審查。

(二)經查國發基金投資如興公司案評估報告綜合意見略以：「……4、如興公司104年度、105年度及106年度第一季營運均為虧損，每股虧損分別為3.61元、1.94元及0.7元，排除提列存貨跌價損失及應收帳款呆帳損失等因素，公司仍屬虧損狀況，公司經營團隊經營能力仍待考驗。5、近年來由於平價服飾品牌崛起、終端零售價格下滑、生產地區工資逐年上漲，如興公司毛利率受到壓縮，加上公司營運尚未達經濟規模，整體營運仍呈現虧損現象。該公司採併購玖地集團以擴大經濟規模策略，試圖轉虧為盈，惟仍未脫離代工業務模式，是否能展現經營能力，並轉型為原廠委託設計代工廠，仍有待觀察。9、依臺灣證券交易所第3屆公司治理評鑑結果，如興公司列為51%至65%區間之公司，該公司公司治理仍有強化空間。10、依該基金所委任專業機構對如興公司每股股權價值分析，基於繼續經營假設，如興公司每股價值介於15.9元至20.0元之間，本次現金增資每股認購價格18.6元尚落於前述價格區間。」

(三)另查國發基金投資東貝公司案評估報告綜合意見略

以：「……5、東貝公司受市場削價競爭影響，近年獲利能力呈現衰退狀態，106年因減少低單價球燈泡銷售，轉聚焦於高單價之照明產品，導致106年營收較105年衰退約22億元。東貝公司因應經營環境變化，調整經營策略，生產附加價值較高之產品、擷節成本並積極發展新產品，惟公司轉型策略能否成功，仍待觀察。6、東貝公司受其客戶倒帳影響，105年及106年分別提列呆帳損失約2億7,193萬元及4億9,495萬元，另應收帳款天期偏長，存貨水準偏高，整體營運週轉天數近300天，造成東貝公司現金部位持續下降；另東貝公司因營運不佳導致其財務比率惡化，106年第4季及107年第2季未能符合公司與銀行聯貸合約之財務比率承諾；且108年將有26億元借款到期，東貝公司面臨短期還款壓力。東貝公司因應前揭狀況，擬調整客戶結構以改善應收帳款回收情形，惟公司調整策略能否成功，仍待觀察，且該公司客戶管理及存貨管理能力亦待加強。7、東貝公司本次私募現金增資3億5,720萬元²，擬投入Mini LED和Micro LED之發展，惟該公司目前僅提出先行建置兩條生產線，總金額約2億元之初步生產規劃，餘增資款1億5,720萬元將作為營運資金之用，因東貝公司尚無法提供Mini LED和Micro LED所需技術及專利布局具體規劃，該公司先提出設備採購計畫是否合宜及未來公司能否順利轉型達成其預期效益，尚待觀察。8、依據臺灣

2. 東貝公司於107年度股東常會通過發行不超過1億2,000萬股普通股辦理私募增資，視狀況分次募集，並於107年7月董事會通過第1次私募增資，以每股9.5元發行4,316萬股，共募得4億1,000萬元，募集資金主要用於償還銀行聯合貸款債務。東貝公司本次規劃辦理第2次私募增資，原預計募集實金約3億5,720萬元，後修正為3億5,600萬元，以每股8元發行44,500,000股，並申請該基金參與認購13,062,500股，投資金額1億450萬元，主要用於投資Mini LED及Micro LED之發展。

證券交易所第4屆106年度公司治理評鑑，東貝公司於上市公司評鑑中屬66%至80%區間，依評分高至低為該評鑑七級距中之第六級距，公司治理仍有強化空間。……10、該基金委任之專業機構參酌東貝公司財務資料，綜合考量折現率、不具控制權及流動性等因素，採用收益法及市價法評價東貝公司每股價值介於8.3元至9.58元之間。……」

- (四)按進行投資選股時，須檢視公司獲利、成長性、營運風險及財務風險，亦須留意公司治理風險。依如興公司盡職調查略以，如興公司之負債比率於104、105年度及106年第一季均維持約60%，106年3月底負債總額為16.1億元，包含107年1月將到期之未償還公司債餘額8.6億元，長短期借款合計5.7億元。其中，如興集團因資金需求而持續增加借款金額，104、105年底及106年3月底之借款總額分別約為5億元、5.6億元及5.7億元，而且因為近幾年持續虧損，不易向銀行新增借款，新增之借款對象包含租賃公司及實質關係人，其借款利率亦逐漸上升。如興公司於104、105年度及106年第一季均為營運虧損，排除提列存貨跌價損失及應收帳款呆帳損失等因素外，管理階層認為主要是因為其品牌客戶Levis及H&M等屬快時尚產業，銷售單價持續下降，而如興（柬埔寨）之工資逐年上漲，使得正常毛利率壓縮至約8%。另據東貝公司財務報表顯示，104年至107年第3季間（國發基金審議本案時，其107年度財務報告尚未公告），營運狀況轉差，4年間營業收入年年衰退，小賺大賠，105年及106年共計發生約23億元之虧損，股東權益遽減，負債比逐年攀高，且公司帳上現金餘額逐年減少，至107

年第3季僅有3億餘元，108年卻有26億元銀行借款到期，即將面臨周轉不靈之窘境，東貝公司盡職調查亦指出，該公司營運所產生之淨現金流量尚不足以支應其餘支出，在在顯示該公司獲利及成長性不佳，營運風險及財務風險偏高。且按常理，公司於研發新產品之同時，宜一併改善財務狀況，否則即使產品研發成功，倘資金不足，無力進行量產及銷售，亦無法獲利。而該公司面臨巨額虧損、資金不足、存貨去化天數及帳款收回天數長等營運困境，又有26億元之財務缺口，卻僅辦理現金增資3億5,600萬元，聲稱擬用於新產品之研發，不但無助於改善財務狀況，反造成公司額外之支出，其作為似非合理。國發基金管理會身為政府之專業投資機關，對於投資更應詳予查究，惟其就案內二公司投資案出具之評估報告，對於投資標的之財務狀況及能否順利轉型達成預期效益，僅以「待觀察」帶過，未詳實具體評估如興、東貝公司面臨之財務風險及該基金之投資風險。

(五)在公司治理風險方面，據臺灣證券交易所股份有限公司等辦理之公司治理評鑑，如興公司列為51%至65%區間之公司，依評分高至低為該評鑑七級距中之第五級距，東貝公司列為在66%~80%間，為該評鑑七級距中之第六級距，皆顯示其公司治理欠佳。本院諮詢國立臺灣大學財務金融學系暨研究所何教授耕宇表示：「如興前董事長的背景是美國華爾街出身，很重財務面操作，對於這種公司，我個人覺得應該要特別注意。財務操作固然有其重要性，但很多大企業，像台積電，不會那麼重財務操作，還是比較重本業，經營者過於喜歡用購併等資

本市場操作，投資上相對就要比較謹慎。」查如興前董事長陳仕修所控偉豪投資公司自102年起將所持如興股份全數質押、陳仕修本人持股質押比率亦曾高達100%；以陳仕修所控股份而言，自102年出現股權質押比率51%，爾後103年至106年質押比率高達99%，最大股東質押比率過高並非公司治理的好徵兆³。另東貝公司早已出現控制股東直接持股比率持續下降或直接持股太低、董事會趨於家族化及內部化，控制股東的權力與承諾偏離程度擴大、大股東及機構投資人持續賣股等公司治理警訊。惟國發基金管理會出具之評估報告，未詳究如興、東貝公司公司治理欠佳之原因，僅以「仍有強化空間」帶過，亦未檢視該公司董事長背景、最大股東質押比例過高、控制股東持股比率持續下降、大股東持續賣股等警訊。

(六) 基上，投資案經國發基金政策評估符合政策方向後，該基金就計畫出具綜合投資評估報告，提請評審會審查，惟揆諸如興、東貝公司等綜合評估報告內容，實際僅彙整外部學者專家審查意見、委託專業機構盡職調查及企業價值評鑑相關資料，且多為「待觀察」、「尚有強化空間」等含糊不清之意見，卻未對相關質疑再詳加查明，難謂具實質評估功能及參考價值，洵有未洽。

五、國發基金將原產業創新轉型基金評審會委員組成及運作機制，逕行回歸一般直接投資申請案適用之「投資評估審議委員會」審議機制，導致部分案件原需出席委員三分之二以上同意降低門檻為過半數即可，實

3 引自陽明交通大學資管與財金系教授葉銀華／如興之公司治理警訊2022-08-11 03:24 聯合報。

有可議之處：

- (一)國發基金為應參與投資需要，依行政院國家發展基金收支保管及運用辦法第9條規定，訂頒行政院國家發展基金投資評估審議委員會設置作業要點（下稱評審會設置作業要點），設置投資評估審議委員會（下稱評審會）；復依評審會設置作業要點第3點、第4點及第5點規定，評審會置審議委員62人至80人，任期2年，分為技術審議委員及一般審議委員2類；一般審議委員由具財務、市場、管理及產業政策等專業人士14人至16人組成；技術審議委員由相關技術領域之專業人士組成，分為「資通訊硬體產業」、「生技與醫療（材）產業」、「綠能與環保產業」等8組，各組均置審議委員6人至8人；又因應產業結構變遷，對於無法歸入前項產業分組之申請案件，得由召集人依據申請案件之產業特性聘任相關領域專業人士擔任技術審議委員；評審會議依審議案件之性質邀請相關組別之技術審議委員，併同以抽籤方式產生之一般審議委員共同審議，每次會議應有受邀之一般審議委員及技術審議委員各超過二分之一出席，始得開議。國發基金依前揭規定成立評審會，現任委員包括一般審議委員16人，及8組技術審議委員各8人，共計80人，任期自106年3月7日至108年3月6日止，負責審議該基金直接投資申請案件，每次應出席委員人數為各該案件歸屬產業組別之全員8人及等額之一般審議委員，共計16人。
- (二)至有關產業創新轉型基金之投資案件，其性質雖亦屬直接投資，惟該等案件之審議，係依據產創基金作業要點第9點第1項第3款規定，由另案成立之「產

業創新轉型基金投資評估審議會」(下稱產業創新轉型基金評審會)辦理，該審議會設置委員15人至17人，任期1年，經過半數委員出席，共同審議產業創新轉型基金投資申請案。國發基金依前揭規定，陸續成立第1屆(任期自105年10月14日至106年10月13日)及第2屆(任期自106年10月19日至107年10月18日)產業創新轉型基金評審會，委員人數分別為15人及17人，分為政府機關代表(第1屆及第2屆分別為5人及4人)及非政府機關代表(包括研究機構、學術單位產業專家等代表，第1屆及第2屆分別為10人及13人)等2類，每次應出席委員人數為產業創新轉型基金評審會之全員(第1屆15人、第2屆17人)。

- (三)經審計部查核發現，產業創新轉型基金截至107年4月18日止通過投資4案，合計召開5次評審會，整體委員出席率介於58.82%至64.71%，符合前開規定之開議條件，惟因產創基金作業要點未有類似評審會設置作業要點有關各類型委員各應超過二分之一出席始得開議之規範，爰已召開之5次產業創新轉型基金評審會委員實際出席狀況，呈現政府機關代表出席率較高，介於75%至100%間，至於非政府機關代表部分，有3次之出席率未逾50%情形。又國發基金成立第1屆及第2屆產業創新轉型基金評審會，雖已依審議案件需求，於非政府機關代表部分邀集財務、會計、法律、服務業、企業併購、生技醫材、數位通訊等相關領域專家，惟因各領域代表僅分別計1至2名，且未若一般直接投資案件評審會設有確保具財務、市場、管理等專業之一般審議委員，及個案涉及特定產業之技術審議委員均應

過半出席之運作機制，致產業創新轉型基金審議會2度召開審議三顧公司投資案（按：三顧公司申請國發基金投資，協助該公司引進日本細胞層片再生醫療技術，並推廣至各地醫院與國內大專院校，進行臨床相關研究以及細胞層片新技術開發）時，唯一具生技醫材專業背景之審議委員均請假缺席，仍得以開議；另查，產業創新轉型基金聚焦於協助企業轉型創新，並未限制受理案件之產業別或轉型模式，惟產業創新轉型基金審議會未如一般直接投資案件評審會，具備因應無法歸入預設產業分組之申請案件時，得專案另聘相關領域專家擔任審議委員之彈性，其能否即時因應各式產業創新轉型申請案件，恐有疑慮。該部爰於106年度財務收支及決算所發通知指出，該基金產業創新基金評審會之組織方式及開議條件，未若一般直接投資案件評審會嚴謹，且缺乏因應個案需求另聘適當專業人士擔任審議委員之彈性，請通盤研議評估調整組成結構及運作機制。

- (四) 國發基金參酌前揭審計部106年度審核通知事項，並考量投資申請案件產業多元化，業於107年9月27日第51次管理會審議通過修正產創基金作業要點第9點，將原產業創新轉型基金評審會委員組成及運作機制，回歸一般直接投資申請案適用之「投資評估審議委員會」審議機制，不再另設產業創新轉型基金投資評估審議會；然依評審會設置作業要點（106年10月11日修正）第8點規定：「評審會之審議事項以出席委員過半數之同意行之。但有下列情事之一者，應經出席委員三分之二以上（含）之同意：(一) 申請本會參與投資之金額超過新臺幣十億元者。」

(二) 申請本會參與投資之金額超過該次募資金額之百分之三十者。(三) 申請本會投資者，其股權結構中單一集團之持股比例，合計超過總股權之百分之五十者。所稱單一集團之持股比例悉依公司法或證券相關法規有關關係人及關係企業之認定計算之。(四) 申請本會參與投資之股價，超過每股二十元者。(五) 申請本會參與投資者，其技術股比率超過百分之二十者。」因而案件通過所需同意票規定亦回歸參照評審會設置作業要點，依個別申請案件之申請金額，投資金額占募資比例、每股股價等不同條件，分成經出席委員二分之一或三分之二以上同意始能通過等二種標準。相較於原產創基金作業要點第9點規定，所有投資評估審議會審議投資申請案，應有過半數委員出席。經出席委員三分之二以上同意後提請國發基金管理會決議。顯示該基金一概回歸一般直接投資申請案適用之「投資評估審議委員會」審議機制，導致產業創新轉型基金部分案件審議標準反而因此較原要點寬鬆。

(五) 查國發基金經第32次政策評估會議(107年10月4日)審議東貝公司投資計畫尚符合政府產業發展方向，並於該基金投資評估審議委員會第74次會議(107年12月13日)經出席委員二分之一以上投票同意，11位出席委員投票，其中7票同意，4票不同意，通過以每股8元參與投資該公司1億450萬元。嗣經該基金管理會第72次會議(108年1月28日)同意投資。惟倘適用原產創基金作業要點第9點規定，投資評估審議會審議投資申請案，應有過半數委員出席。經出席委員三分之二以上同意後提請國

發基金管理會決議。是以東貝公司投資案依修正前要點規定應經評審會11位出席委員三分之二以上同意，需有8票同意，方能提請國發基金管理會決議。

- (六)鑑於產業創新轉型基金投資標的多為擴張期或成熟期企業，且多項標的為股票上市櫃公司，除非當次募資規模較為龐大，一般對外募資相對容易，需要政府基金支援程度不如國發基金一般直接投資案件（多為新設及未上市櫃公司）迫切；基於國發基金資源配置，爰原產創基金作業要點規定，應有過半數委員出席，經出席委員三分之二以上同意後提請該基金管理會決議，採較為嚴格之審議標準。況且審計部主要係就產業創新基金評審會之組織方式及開議條件，未若一般直接投資案件評審會嚴謹，且缺乏因應個案需求另聘適當專業人士擔任審議委員之彈性，提出審核意見，惟該基金未能深入探究，即逕行回歸一般直接投資申請案適用之「投資評估審議委員會」審議機制，不再另設產業創新轉型基金投資評估審議會，導致部分案件原需出席委員三分之二以上同意降低門檻為過半數即可，實有可議之處。

六、國發基金依投資作業規範辦理如興公司投資後管理作業，並由股權代表於董事會中就重大議案提出主張，以維護國發基金立場，惟未獲該公司具體回應，且表達反對意見之議案交付表決後仍經決議通過；復對於該公司111年7月爆發董事長異動爭議，後知後覺，束手無策，監督管理權責未能有效發揮，損及基金權益，殊屬不當：

- (一)國發基金於106年6月投資如興公司14.88億元，取得

9.39%股權，該公司於106年9月26日召開股東臨時會，增選2席董事（增選後共計9席董事），國發基金當選1席【餘8席董事中，與陳仕修董事長（110年11月21日卸任）及玖地集團有關之法人或自然人董事計5席、獨立董事3席】，並依該基金收支保管及運用辦法第11點規定（國發基金當選為被投資事業之董事或監察人時，應指派具專門知識或經驗之人員擔任之）指派陳教授厚銘擔任法人董事代表（歷任指派董事代表情形如表2）。

表2 國發基金派任如興公司歷任股權代表情形

職務類型	股權代表姓名	任期起迄	股權代表本職 (擔任股權代表時之本職)
董事	陳○○	106.9.26 - 109.6.30	國立臺灣大學國際企業學系暨研究所教授
董事	陳○○	109.6.30 - 109.11.30	國立政治大學會計系教授
董事	葉○○	109.11.30 - 迄今	國發基金管理會研究員兼組長

資料來源：審計部整理自如興公司107至110年股東會年報。

- (二)按如興公司申請國發基金投資時提出之營運計畫書所載預期經濟效益略以，經發行新股募集資金完成對玖地集團收購後，預計106至110年度合併每股盈餘分別可達2.06元、1.66元、1.45元、1.64及1.86元，惟實際各該年度每股盈餘分別為-0.74元、-1.82元、-1.43元、-0.16元及-2.31元，顯示該公司併購玖地集團效益未達預期。國發基金董事代表亦分別於108年8月7日第15屆第22次及110年12月7日第16屆第12次董事會中，發言要求如興公司對併購玖地集團應有之合併綜效無法展現進行檢討、分析，並彙整研析相關資訊提近期董事會報告，惟該公司始終未出具相關報告。
- (三)次查如興公司自107年起不斷透過轉投資及併購擴

大營運規模，國發基金董事代表曾多次於如興公司董事會議中，針對轉投資事業之成立、合併、增資或資金貸與等議案表示緩議或反對之立場，並提醒該公司首要任務應積極進行轉型升級及綜整集團資源，發展公司經營成果，以儘速轉虧為盈，惟議案交付表決後仍決議通過（詳表3），顯示國發基金監督成效不彰，未能有效督促如興公司檢討其經營策略及研提具體改善措施。

表3 國發基金董事代表對如興公司董事會通過重要決議表達不同意見情形

會議日期	議案事項	國發基金股權代表意見
第15屆 第15次 107.12.17	擬對子公司 J.D. United Trading Co., Ltd. 提供短期融通資金額度案	若無迫切必要性，建議緩議；持反對意見。
	擬對子公司如興製衣(柬埔寨)有限公司、如興(尼加拉瓜)(股)有限公司、如興製衣(薩爾瓦多)(股)公司提供短期融通資金額度案	
第15屆 第16次 108.1.25	擬於開曼群島新設投資控股公司並指派董事案	若無迫切必要性，建議緩議；持反對意見。
第15屆 第17次 108.2.12	擬投資取得美商 Namjing USA, Inc. 及美商 ADNY Group, Inc. 股份案 擬新設投資控股公司並指派董事案	公司首要任務應積極進行轉型升級及統整集團資源、發展公司經營成果，以儘速轉虧為盈，本案若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
第15屆 第18次 108.3.22	擬修訂「資金貸與作業程序」及「背書保證作業程序案」	針對背書保證限額調增比例部分持保留意見。
第15屆 第19次 108.4.18	擬對子公司 J.D. United Trading Co., Ltd. 提供短期融通資金額度案	建議宜緩議；持反對意見。
	擬增資子公司 MF Holding Co., Ltd. 及子公司 Faith in Blue (USA) Corporation案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
第15屆 第20次 108.5.13	擬增資新設子公司並指派子公司董監事案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。

會議日期	議案事項	國發基金股權代表意見
第15屆 第21次 108.8.2	提請同意增資新設子公司並指派子公司董監事案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
第15屆 第22次 108.8.7	擬對子公司如興全球股份有限公司辦理增資1億1,500萬元案	對此案持保留態度；持反對意見。
第15屆 第23次 108.10.21	擬辦理私募普通公司債案	若無急迫性，建議待公司有詳細規劃後再提出，本案宜緩議；持反對意見。
	因作業需求擬重新調整新設投資控股公司價購案	現應專注本業經營，展現營運成果，建議本案宜緩議；持反對意見。
	擬經由子公司JD United (BVI) Limited透過新設子公司取得港商 Delta Global Sourcing Limited股份案	希望和玖地併購的績效先行展現，再進行其他投資案，本案宜緩議；持反對意見。
	擬投資緬甸土地案	希望公司能專注於本業，待經營成果出來後再行擴建，故對此案持保留態度，建議宜緩議；持反對意見。
第15屆 第23次 108.10.21	擬對子公司Nanjing USA, Inc, 提供短期融通資金額度案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
第15屆 第25次 108.12.10	擬對子公司如興（尼加拉瓜）（股）公司重新提供短期融通資金額度案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
	擬處分子公司如興全球股份有限公司股份案	建議本案宜緩議；持反對意見。
	擬委任 Mourné Kingdom Limited簽署財務顧問服務合約	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
	擬處分子公司如興製衣（柬埔寨）有限公司土地案	建議本案宜緩議；持反對意見。
第15屆 第26次 109.1.20	擬對子公司MF Holding Co., Ltd. 辦理增資美金1,100萬元案	公司目前首要任務仍應積極綜整集團資源，展現經營成果，以儘速轉虧為盈，本案宜緩議；持反對意見。
第15屆 第27次 109.3.25	擬對子公司J.D. United Trading Co., Ltd. 提供短期融通資金額度案。	建議本案宜緩議；持反對意見。
	為集團長遠發展需求，擬設立柬埔寨當地土地資產管理公司並做為未來持有當地土地案	考量甫通過處分金邊市廠房土地並以售後租回方式繼續生產供貨，短期內尚無購買土地之必要，建議本案緩議；持反對意見。
第15屆 第28次 109.4.30	財務報表簽證會計師變更案。	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。

會議日期	議案事項	國發基金股權代表意見
第15屆 第29次 109.5.15	本公司擬辦理私募普通股或國內轉換公司債案	若無急迫性，建議宜緩議；持反對意見。
第16屆 第2次 109.8.13	為提升投資效益，擬進行集團組織重組，使新設子公司JD United (Cayman) Limited 直接持有JD United (BVI) Limited、MF Holding Co., Ltd. 與Tooku Holdings Limited全數已發行股份案	考量如興公司自完成併購玖地集團迄今，營運綜效仍未顯現，短期亦無明確擺脫虧損之可能，公司目前首要任務仍應積極綜整集團資源，展現公司經營成果，以儘速轉虧為盈，本案宜緩議；持反對意見。
	擬增加對間接子公司Nanjing USA, Inc. 持股至100%，並整合美國子公司股權結構案	建議宜緩議；持反對意見。
	擬由子公司Nanjing USA, Inc. 提供同為集團子公司ADNY Group, Inc. 短期融通資金額度案	考量ADNY Group日常營運尚不需如此龐大周轉金，Nanjing USA 對ADNY Group短期融通資金用途有部分為支應ADNY Group向其股東買回股份之價款，本案宜緩議；持反對意見。
第16屆 第7次 110.5.4	為提升投資效益，進行集團組織重組案	本基金於第16屆第2次董事會，就為提升投資綜效，公司擬進行集團組織重組一案，已表達緩議之意見，故本次有關進行集團組織重組一案，就組織架構進行微幅調整案，仍建議緩議；持反對意見。
第16屆 第10次 110.9.15	為提升投資效益，進行集團組織重組案	本基金就組織重組案於先前相關董事會討論中表達緩議意見，惟鑑於本案業經相關董事會討論通過，爰就本次組織架構方案步驟進行微幅調整案，本基金就本案不表意見。
第16屆 第13次 111.1.7	處分子公司如興製衣(柬埔寨)有限公司土地案	本基金前於第15屆第25次董事會就本案土地處分已表達緩議之意見，本次本基金仍表示緩議；持反對意見。

資料來源：審計部整理自如興公司107至110年股東會年報。

(四)再查如興公司於111年7月爆發董事長異動爭議，原董事長張水江是如興法人股東偉豪投資公司派任之董事代表，因偉豪投資公司改派其法人董事代表，由翁紹華替代張水江，張水江卸任董事及董事長職務。如興公司同年月15日上午通知國發基金，將於該日下午召開董事會，會議將改選公司董事長

及總經理。國發基金於當時才與其他如興公司的董事一同得知偉豪公司已於同年2月24日改派如興董事代表人。國發基金當時因通知過於匆促，基金1席代表表達希望緩議本案，然如興董事會9席董事中，經三分之二以上董事出席，出席董事過半數同意，互選翁紹華董事為該公司董事長。證交所同年7月19日發布新聞稿表示，如興公司違反規定，延遲輸入重大訊息及內部人新就（解）任資訊，並且對重大訊息諸多事項尚未釐清，涉及股東權益甚鉅，重罰150萬元。

(五)綜上，國發基金依該基金投資作業規範辦理如興公司投資後管理作業，該基金董事代表雖本於職責，就彙整研析併購玖地集團合併綜效及轉投資或資金貸與等重大議案適時於董事會中提出主張，惟未獲該公司具體回應，且表達反對意見之議案交付表決後仍經決議通過。該基金對於董事代表所提意見長期未獲參採，未能展現積極作為或研提相應措施，又部分通過議案涉及轉投資事業之增資或資金貸與等資金運用事宜，該公司於111年7月25日亦爆發財務危機，陷入幾乎無現金可以動支之財務困境，公司股票經臺灣證券交易所於同年月27日宣告為全額交割（111年8月3日收盤價2.64元），復未於同年11月14日前，公告申報111年第3季財務報告，證交所於同年月15日公告如興股票停止在證券集中交易市場買賣，自同年月17日起實施；復對於該公司111年7月爆發董事長異動爭議，後知後覺，束手無策，監督管理權責未能有效發揮，損及基金權益，殊屬不當。

七、國發基金決議辦理釋股時，卻墨守過於僵化缺乏彈性

之釋股作業相關規定，未能積極依公司營運及市場現況等檢討釋股方式與價格，審慎研議可行配套作為及退場方案，致釋股作業延宕，加劇國發基金損失，未盡妥洽：

- (一)依國發基金直接投資事業退場機制作業要點第3點（釋股政策評估會議）規定：「本基金依前述⁴遴選釋股標的原則，每年定期或視必要時進行檢討，將擬提請釋股政策評估會議審議的釋股標的，經簽請召集人核定後，提請釋股政策評估會議進行政策評估及審議釋股優先順序。」，及同要點第4點（釋股作業）規定：「前揭擬釋股標的經釋股政策評估會議審議已不符合國家產業發展政策者，由釋股政策評估會議排定釋股優先順序後，提請投資評估審議委員會審議釋股標的之釋股方式、釋股底價及釋股期間，再依下列方式辦理釋股作業後，提報管理會：……。」國發基金依據上開規定於108年2月25日召開第3次釋股政策評估會議，決議通過將如興公司納入108年度辦理釋股優先標的，並於108年5月16日第81次投資評估審議委員會決議於1年內在不低于每股19.2元價格下，於集中交易市場轉讓全數持股。
- (二)嗣國發基金為因應如興公司董事長於108年7月26日因涉嫌違反證券交易法，接受檢調單位約談造成公司股價下跌（108年7月26日收盤價14.70元，同年8月1日收盤價為11.55元），委請法律事務所及遴選證券商出具相關意見，經建議俟檢調偵查終結後，以每股不低于投資成本18.6元進行釋股，並經

⁴ 第2點（遴選釋股標的原則）規定：「為兼顧政策性及投資收益等構面，遴選釋股標的原則如下：（一）轉投資事業股票已於上市（櫃）市場交易，除需符合已無股利收益財政目的或其他政策意義之條件外，尚需符合下列條件之一：……。」

國發基金108年11月28日投資評估審議委員會決議暫不處分如興公司股票，俟調查終結再重新提請釋股政策評估會議討論。109年2月6日國發基金召開該年度釋股政策評估會議，再次以該基金投資如興公司原始目的業已達成，通過將如興公司納入釋股優先標的，並決議俟檢調偵查終結後全數釋股。

(三)經查如興公司於106年7月31日宣布完成併購玖地集團，成為全球最大牛仔褲廠商後，未能展現購併之效益，106至110年度實際營業收入分別為100.88億元、174.02億元、169.17億元、170.77億元、164.87億元，占各年度預計營業收入之88.69%、79.07%、69.53%、64.07%、56.89%，實際營業收入較預計之比率呈逐年下滑趨勢，且106至110年度呈現虧損狀態（虧損介於1.02億元至19.39億元間），股價表現亦自106年7月31日（宣布完成併購玖地集團之日）之收盤價（下同）18.65元逐漸下跌至106年12月29日之17.70元、107年12月28日之14.40元、108年12月31日之12.00元、109年12月29日之11.15元、110年12月30日之7.20元；本國及第一上市公司合計956家，應於111年11月14日前，公告申報111年第3季財務報告，根據規定，未如期公告財報者，應暫停股票交易，如興公司因無法如期出具財務報告，爰證交所於同年月15日公告如興股票停止在證券集中交易市場買賣，自同年月17日起實施。

(四)國發基金雖於108年間即將如興公司納入釋股優先標的，並決議採1年內於集中交易市場出售方式辦理，嗣後因如興公司經營階層涉嫌違法等重大消息傳出，致國發基金原訂釋股條件之達成存在重大不

確定性，為遂行釋股作業，該基金雖委請法律事務所及證券商提供建議，惟最終僅決議被動俟檢調偵查終結後以不低於投資成本價格辦理釋股，未能妥為依據各種可能之偵查結果、過去公司經營及獲利情況、未來公司營運方向、資本市場價格表現等審慎檢討研議可行退場對策；迄至110年7月經該基金稽核組辦理專案調查，提出依產創基金作業要點（第12點）規定，國發基金投資持有期限以5年為原則，該基金投資如興公司4年餘，應留意相關退場作業辦理期程之建議意見後，國發基金方於110年11月19日函請如興公司研提國發基金投資退場方案。

(五)綜上，如興公司完成併購玖地集團後，營運情形始終未達預期效益目標，連年發生虧損，又國發基金決議釋股退場時，未能正視該公司經營階層誠信及能力受資本市場質疑，股價持續低迷且檢調偵查時間難以估計等問題，積極檢討原訂釋股方式與價格，並研議可行配套作為及退場方案，致決議釋股迄今已逾3年仍未能尋得適當退場時機辦理釋股作業，釋股作業相關規定顯然過於僵化缺乏彈性，且辦理過程有欠積極，致釋股作業延宕，加劇國發基金損失，未盡妥洽。

八、國發基金委託資誠聯合會計師事務所進行之盡職調查已揭露東貝公司財務問題，卻未在投資後列為重點管理項目，採取適當因應措施；且遲未發現該公司私募資金用於償還銀行借款，不符營運計畫書之資金用途，違反該基金管理會決議及公司承諾；復對該公司於董事會以臨時提案更換簽證會計師或臨時召開董事會推舉代理董事長，該基金均未及於會前簽核相關

意見等情，足見該基金投資後管理顯有不力，核有違失：

- (一)國發基金於第32次政策評估會議（107年10月4日）審議東貝公司投資案通過後，委託資誠聯合會計師事務所進行東貝公司盡職調查及企業價值評鑑，依107年12月4日所出具之盡職調查內容顯示，東貝公司105年及106年因菲利浦公司削價競爭、大陸客戶任意倒帳及支付Cree, Inc. 控告侵權產生之律師費等因素致虧損加大營運資金減少；營收減少但存貨無法及時去化，導致存貨週轉天期拉長；且營運產生之淨收入不足以支應其餘活動之支出，又108年度將有26億元借款到期等重大財務事項。惟該基金109年4月查核時，仍發現經辦單位及該基金董事代表未將前述盡職調查所羅列問題作為投資後管理重點項目，採取適當因應措施。
- (二)嗣經國發基金評審會第74次會議（107年12月13日）經出席委員二分之一以上投票同意，11位出席委員投票，其中7票同意，4票不同意，通過以每股8元參與投資該公司1億450萬元。經該基金管理會第72次會議（108年1月28日）同意投資，該公司董事會並須出具下列承諾書：1、本次增資款須用於投入Mini LED和Micro LED研發及生產。2、公司未來將積極改善財務狀況。3、未來2至3年內若有資金需求，將辦理現金增資以取得所需資金。4、協助國發基金於其最近一次股東會董事改選時取得1席董事席位。」惟據公開資訊觀測站，東貝公司於108年1月31日申報資料中，私募資金用途為償還銀行借款，其運用進度與預計達成效益則為該次募得資金將於108年第1季償還銀行借款，將可減輕公司利

息支出、改善財務結構，對公司整體營運發展有正面助益。東貝公司於108年4月9日私募有償證券資金運用情形季報表中亦顯示，「私募資金用途」：償還銀行借款；「未支用資金餘額及用途說明」：資金已全數支用完畢。詢據國發基金說明，媒體於108年9月間報導東貝公司疑似財務吃緊情況後，該基金即洽請公司發布重大訊息提出回應，並於108年10月邀請該基金董事代表至該基金說明公司營運及財務狀況。另為確認東貝公司增資股款專款專用於新產品研發及生產，分別於109年4月17日及109年7月1日兩度發函要求公司說明產品研發進度及現金增資股款運用情形，經該公司函復：「增資款依承諾書所述，用於研發及生產Mini LED及Micro LED，惟因此技術仍處研發階段，過早公開申報恐有商業機密等相關問題產生，故尚不便將研發明細逐一對外公開。考量於簡化填寫申報資料，統一申報借款之償還，實則持續戮力於Mini LED及Micro LED之研發投入」；該基金並要求東貝公司於109年7月22日提出增資股款用途明細表，另於109年9月16日前往東貝公司實地瞭解其營運情形及資金運用進度。東貝公司係股票上市公司，國發基金經辦單位應定期至公開資訊觀測站瀏覽相關即時重大訊息及財務資訊，卻遲未發現該公司108年1月31日於公開資訊觀測站申報資金用途與該基金管理會決議有所不符時，迨同年9月媒體報導方採取相關查證措施。

(三)次依行政院開發基金管理委員會參與投資事業股權代表遴選管理及考核要點第4點（股權代表之管理）第3項規定：「……本基金投資事業之股權代

表，對投資事業於會商或會議時提出之臨時動議，應就維護本基金及政府權益之立場，提出適當主張……」。查東貝公司於109年3月27日召開董事會中，以臨時動議決議通過解任108年12月方才更換之簽證會計師事務所及簽證會計師案，實屬重大異常事項，事前該基金因未經內部意見正式簽核程序，經辦單位及董事代表未於董事會中提出質疑，並保留意見或反對，列入紀錄。該公司於109年4月10日召開第10屆第8次臨時董事會，該公司僅通知該基金董事代表，卻未通知該基金；再於109年4月13日召開第10屆第9次臨時董事會，該公司於董事會召開當日才通知該基金，致該基金未能及於董事會前簽核該基金相關意見。又該公司送達該基金之董事會議事錄中，有議案說明變更等情事，惟該基金經辦單位於會後簽辦會議決議情形時，並無交代議程與議事錄差異，仍註記照案通過，未盡查核之責。該基金參與董事會至109年3月底止，共召開7次董事會，董事會正式紀錄均未附上出席人員簽到紀錄，致無法知悉董事出席相關情形；又經辦單位遲至109年4月10日始將第10屆第4、5、6次董事會正式議事錄簽請核閱等情形。

- (四)基上，國發基金委託資誠聯合會計師事務所進行之盡職調查已揭露東貝公司財務問題，卻未在投資後列為重點管理項目，採取適當因應措施；且遲未發現該公司私募資金用於償還銀行借款，不符營運計畫書之資金用途，違反該基金管理會決議及公司承諾；復對該公司於董事會以臨時提案更換簽證會計師或臨時召開董事會推舉代理董事長，該基金均未及於會前簽核相關意見等情，足見該基金投資後管

理顯有不力，核有違失。

參、處理辦法：

- 一、調查意見三、八，提案糾正國家發展委員會。
- 二、調查意見一、二、四至七，函請國家發展委員會確實檢討改進見復。
- 三、調查意見一，函請行政院、經濟部工業局及國家發展委員會確實檢討改進見復。
- 四、抄調查意見，函復陳訴人。
- 五、本案案由、調查意見(含表)及處理辦法，函送審計部參考。
- 六、本案案由、調查意見(含表)及處理辦法上網公布。

調查委員：張菊芳

賴振昌

王麗珍

中 華 民 國 1 1 2 年 1 月 4 日