

## 糾 正 案 文

壹、被糾正機關：國家發展委員會。

貳、案 由：行政院國家發展基金（下稱國發基金）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；另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，皆確有重大違失，爰依法提案糾正。

參、事實與理由：

本案緣於國發基金分別於民國（下同）106、108年參與如興股份有限公司（下稱如興公司）、東貝光電科技股份有限公司（下稱東貝公司）現金增資，各計新臺幣（下同）14.88億元、1.045億元，惟投資後短期間，該兩家公司負責人皆遭起訴，公司股票遭公告停止買賣、下市等情，國發基金蒙受慘重損失，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，調查發現本案國發基金管理機關國發會確有違失，應予糾正促其注意改善。茲臚列事實與理由如下：

一、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：

(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<br>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   |
| 東貝光電 | 108年1月<br>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况表」。

(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），就有可能是又了主題，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<sup>1</sup>有要求，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到他取得的資料只有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

---

<sup>1</sup> 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。

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。本文中，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，本案相關評估作業核有嚴重違失。

二、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，東貝光電公司於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。東貝光電公司於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。

綜上所述，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；另該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，皆核有重大違失，爰依憲法第97條第1項及監察法第24條之規定提案糾正，移送行政院轉飭所屬確實檢討改善見復。

提案委員：張菊芳

賴振昌

王麗珍

中 華 民 國 1 1 1 年 1 月 4 日