

# 國立交通大學

管理學院碩士在職專班經營管理組

## 碩士論文

公司治理 -- 以雅新實業股份有限公司(股票代號:2418)為例

Corporate Governance – Ya Hsin Industrial Company Limited (stock No. 2418) as reference.

研究生：莊季鈺

指導教授：唐瓊璋 教授

中華民國 九十八年六月

公司治理 -- 以雅新實業股份有限公司(股票代號:2418)為例

Corporate Governance -- Ya Hsin Industrial Company Limited  
(stock No. 2418) as reference.

研究生: 莊季鈺

Student: Jih-Yuh Chuang

指導教授: 唐璦璋

Advisor: Edwin Tang

國立交通大學  
管理學院碩士在職班經營管理組  
碩士論文



A Thesis  
Submitted to the Master Program of Business and  
Management  
College of Management  
National Chiao Tung University  
In Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of  
Master of  
Business Administration  
2009  
Taipei, Taiwan, Republic of China

中華民國 九十八年六月

# 公司治理-- 以雅新實業股份有限公司(股票代號:2418)為例

研究生：莊季鈺

指導教授：唐瓊璋

國立交通大學管理學院碩士在職專班經營管理組

## 中文題要

近十年來，台灣經濟社會屢爆發重大經濟弊案如訊碟、博達、力霸，及本論文探導之雅新案，其每一個經濟弊案的引爆都造成股市劇烈崩盤、數萬名投資大眾的恐慌與財物損失，因此公司治理議題要再次被重視，台灣企業投資大陸之方式所衍生出來的企業做帳方式需要被討論，台灣政府對經濟罪犯定讞速度與刑罰是否得當也需要被重視。

期望此個案之探討，能影響國家當局對此問題之重視，使投資大眾得到透明真實的資訊，對台灣企業永續經營帶來正面的影響，對國家經濟社會有一貢獻。

關鍵字：公司治理、企業倫理、所有權與控制權、人頭公司、家族企業、獨立董事會監察人、第三地紙上公司、掏空

Corporate Governance – Ya Hsin Industrial Company Limited (stock No. 2418) as reference.

Student: Jiy-Yuh Chuang

Advisors: Edwin Tang

The Master Program of Business Management  
College of Management  
National Chiao Tung University

ASBTRACT

For the past 10 years, Taiwan economy society frequently burst out huge economy crimes like Infodisc, Procomp, Chinarebar and the essay's case, Ya Hsin. Each economy crime resulted in a huge tumble in the stock market, ten of thousands shareholders' panic and their huge loss in property, therefore, Taiwan government has to pay much attention to topic of Corporate Governance.

Because of Taiwan government limiting China investment, as a result, the listed corporations including go-public corporations and go-to-counter corporations generate an independent company at the 3<sup>rd</sup> region for "legalizing accounting". The exaggeratedly dishonest financial reports must be discussed and exposed. The time efficiency and its effectiveness for Taiwan government to sentence an economy criminal has to be discussed too.

By this case study, I sincerely hope that Taiwan government will pay attention to the discussed issue; shareholders can have transparent and true information; and my little contribution can enhance Taiwan's competition.

## 誌謝

2007 年，這是我離開校園 18 年後再度回到校園學習，為了能早日畢業，我參加了 2007 年的暑修鄧東濱老師『管理技能發展專題研討』，鄧老師的課很務實，讓我在課堂中回想過去在職場上的態度，也學習到如何拉近與上司的距離與有效溝通。努力、帶勁的衝刺了一學期後，在 2007 年的下學期，真的感到心力疲憊，心想何時能熬過去呢？到了 2008 年的下半年適逢美國次級房貸，季鈺所服務之公司以三分之二的比例裁員，雖然很幸運的季鈺不在裁員名單內，然而，身處一年大量裁員的工作環境與本身之工作壓力，季鈺仍在下班後或周六、日拖著疲倦、憂心的心情到校上課，但是每一天我都問自己：『何時可以畢業呢？』今天為了論文寫誌謝辭的這一刻，心中非常的感動與感恩。

我要特別謝謝唐瓊璋老師，並不是因為他是我的指導教授，而是因為他是一位專業、務實、無私的專業教授與心理導師。唐老師給分數是嚴格了點，我從來不會在他的課程中拿到高分，不過這並不會影響我對老師的尊崇。楊千老師是我在二年級下學期才認識的，楊老師的話啟發了潛意識或解答了曾經的疑問，當然他的神來幽默常常讓笑聲劃破快要凝僵的氛圍。我還要謝謝丁承老師、毛治國老師、曾芳代老師、胡均立老師，因為您們的『慧眼』讓我擁有這麼好的同學；每逢考試前或交報告前，全班同學都很無私的互相提供上課筆記、考試重點，還有不吝嗇的互相教導，我們從來不會因為害怕對方得高分而『藏私』，這種私誼與氣氛很棒，對學習也有很大的幫助。

還要謝謝我親愛的兒子和女兒，尤其女兒總是晚上在家等候媽媽上課回來，還有期間因為上課、交報告與寫論文剝奪了與小孩的相處與交談，因為有你們媽媽才會學習的這麼快樂與滿足。

## 目錄

第一章	緒論 .....	1
1.1	研究背景與動機 .....	1
1.2	研究目的 .....	2
1.3	研究方法 .....	3
第二章	文獻探討 .....	4
2.1	公司治理(Corporate Governance)的意義 .....	4
2.2	強化董事會及監察人之職能 .....	5
2.3	設立人頭公司虛灌營業收入 .....	6
2.4	企業倫理 .....	7
2.5	所有權與控制權分立理論 .....	7
第三章	淺談代工產業 vs. 台灣代工企業財報之真實性 .....	9
3.1	零售商改變銷售通路結構 .....	9
3.2	國際品牌 vs. 零售商自有品牌 .....	10
3.3	OEM/ODM/EMS 製造廠商利潤微薄 .....	10
第四章	雅新實業股份有限公司個案分析 .....	13
4.1	台灣中型 100 指數之一『雅新』OEM/ODM 廠跨足品牌 .....	13
4.2	雅新之經營崛起 .....	14
4.3	第三地境外公司投資設立大陸廠與高利潤 .....	15
4.4	雅新實業經理人加薪 .....	16
4.5	銀行融資 .....	17
4.6	建立自有 VITO 品牌行銷台灣 .....	18
4.7	拓展品牌通路版圖至北美市場 .....	18
4.8	上游廠商收不到貨款 .....	19
4.9	經營團隊被債權銀行逐出 .....	19
4.10	雅新團隊面臨的問題 .....	20
第五章	雅新實業股份有限公司公司治理之探討 .....	29
5.1	資訊不對稱、不透明 .....	29
5.2	家族企業缺乏獨立董監事制衡監督 .....	31
5.3	利用跨國企業移轉計價達到資金外移目的並順勢舞弊帳冊 .....	32
5.4	利用可控制之人頭公司掏空上市公司 .....	34
5.5	未具銷貨之事實認列為營收，虛胖公司營收 .....	35
5.6	品牌需要周全且持續性的產品與服務 .....	36
5.7	會計師簽證之財務報表是否允當 .....	36
第六章	結論與建議 .....	38
6.1	公司治理的前提一定要有嚴峻的法治 .....	38
6.2	獨立董事會、監察人與總稽核 .....	39

6.3. 全面禁止海外第三地紙上公司之成立與居間做帳.....	40
參考文獻 .....	42
附錄一 台灣省士林地方法院地檢署檢察官起訴書（P.1, 5, 26） .....	45
附錄二 財訊月刊第 279 期「電子大亨一頁荒唐加薪史」 .....	48
自傳 .....	52



## 表目錄

表 1：雅新實業股份有限公司歷年營收與 EPS.....	22
表 2：雅新年曆與重要事蹟.....	23
表 3：INVENTIVE 公司進貨予雅新之歷年分析 .....	25
表 4：PCB 同業營收及 EPS 概況 .....	25
表 5：電子產業 EMS 代工廠營收及 EPS 概況 .....	26
表 6：雅新實業 (2418) 2004 年董監事持股與經營團隊.....	27
表 7：景新科技關係人.....	27
表 8：雅新實業 (2418) 2007 年董監事持股與經營團隊.....	28



## 圖目錄

圖 1： 第三地境外公司套利圖.....	32
圖 2： 人頭公司掏空上市公司圖.....	34



## 第一章 緒論

### 1.1 研究背景與動機

台灣幾個享有盛名的上市櫃公司，其中甚至包含名列台灣中型一百指數的績優上市公司，陸續爆發掏空或內線交易的重大弊案，造成經濟社會極大的不安與動盪，據金管會表示，類似的案件還有許多在偵辦中。企業經理人、公司監察制度以及會計師是公司弊案中重要的參與者，財務報表必須經由會計師簽證，公司管理階層應該秉持企業倫理治理公司並誠實揭露公司財報與重大經營決策，公司董事與監察人應善監督管理公司之經營，始能創造股東與利害關係人之最大利益；公司財報之不實可能涉及公司經理人蓄意隱瞞、會計師未善盡執業之職權，公司之董事與監察人未能獨立超然行使其監督的立場。財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心所處理的案件中，博達、力霸的簽證會計師都分別被處以停業或吊照的處分，弊案發生之上市櫃企業中，其公司治理缺乏獨立超然之董監事行使其職權，而公司治理弊案發生後，雖在犯罪事實確鑿後被股東求償巨額賠償金，受害之股東仍因為企業經理人的惡意脫產或蓄意不承擔責任的情形下求償無門。

由於兩岸三地資訊不對稱、不透明，再加上法律對經濟罪犯的刑罰不足以讓有心人士構成威嚇，此環境造就台灣企業型經濟罪犯之犯罪溫床，企業經理人道德危險之事件屢試不爽，這都是台灣經濟社會近十年以來所面臨的危機，而此危機至今仍一直存在醞釀中。國內中大型企業雖漸趨向股票上市、上櫃且資訊開放的型態，惟大部分之企業本質仍保有濃厚的家族企業色彩，現行之法律架構仍不夠周密完善，部份法律之漏洞反成為保護經濟罪犯的庇護港，近幾年陸續爆發上市公司經理人掏空所引發之法律與經濟社會問題，無論在公司法、證券交易法及其他財經法等，其刑事罰則與現今經濟犯罪事實有不平衡之現象，對有意犯罪之預先遏阻與防範仍感不夠完備或缺，以致層出不窮地衍生出重大經濟犯罪問題，法令規範反成為有心犯罪之死角。

本文擬探討因公司經理人、董事會與監察人監理缺失，致公司治理出現重大問題，所引起掏空上市櫃公司資產之經濟犯罪，期能整合制定具有因應現代經濟犯罪之時空環境、犯罪形式與途徑，全面防堵並制裁公司經理人之犯罪，有效杜絕日後台灣上市櫃公司其經理人掏空大眾公司之資產。

## 1.2 研究目的

企業經理人回歸專業倫理(professional ethic)是當今台灣經濟社會與法律界必須假以規範，也是刻不容緩不容忽視的議題，台灣企業經理人之掏空背信造成社會不安，許許多多投資大眾畢生積蓄一夕化為烏有，配合廠商與融資銀行也求償無門，其罪行造成台灣經濟社會之動盪遠比持槍械搶銀行更為巨大，但現在的刑法在企業掏空背信罰則上並不能遏止有心人士犯罪。上市櫃企業經理人之掏空背信其對台灣之國家競爭力、台灣經濟社會、甚或對大眾之價值觀念有誤導之影響，因此修改刑法「背信」條文，加重企業負責人詐欺與背信刑責，最高應重處無期徒刑及死刑，才能事先有效嚇止有心犯罪人士，及在犯罪事實後達到「平衡」制裁企業經理人之不法行徑。

現今各國政府紛紛加強公司高階主管的義務、規範財務報表誠實揭露、會計／審計人員所被賦予的法律專業責任等等法案，其中美國的沙賓·奧克斯利法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)其基本精神「提高揭露的準確性和可靠性」。在美國，為保障股東大眾與利害關係人的權益，經濟罪犯通常會被判處相當重的刑責。恩隆公司創始人、前董事雷伊(Kenneth L. Lay)及前總裁兼執行長史基林(Jeffrey K. Skilling)因謊報公司的營收、指使做假賬等多項罪名成立，面臨上百年的刑期；然回顧台灣，2004 的博達案、2007 年的力霸案與雅新案，造成台灣社會近二十萬戶之投資大眾的損失，也因為這些行徑造成股市連日重挫，然而這些不法之企業經理人卻因法律程序繁瑣連結與漫長之漏洞始終逍遙法外。

本個案擬探討專業經理人不倫掏空公司資產之行徑所衍生的影響效果。在加上台灣政府設限台商對大陸投資所產生之多重弊端，首先是資金外移早已經以「檯面下」之形式行之，其已造成國內金融活動、就業環境與經濟社會產生了快速萎縮的反應，其次還衍生上市櫃公司順水推舟以「第三地紙上公司」美化財報造成投資大眾的誤判與損失，產業與人才的流失外移使國內失業率節節高升並使銀行業的競爭局限於島內，更深遠地影響到股票公開發行公司募集資金的難度，亞太金融中心更只是一個遙遠虛無的口號。此課題值得政府及社會大眾再三檢討，全面杜絕第三地境外公司居間做帳，推進兩岸誠信會計建設步伐，強化各行各業的職業道德教育，才能使台灣經濟不致在未來的某一天陸陸續續潰堤，此未爆彈陸續引爆之威力絕對不輸美國次級房貸對台灣經濟體之影響。

### 1.3 研究方法

本文撰寫除了蒐集個案的最新資料與進度，參閱國內外公司類似個案、國內外公司治理議題博碩士論文、書籍、期刊、文摘、也瀏覽網路資源，同時也對本個案雅新實業之重要員工做個別訪談，再加上本研究服務於電子業界多年，對現行電子產業狀況加以敘述說明，盼此研究能喚起我國政府對現行上市櫃公司利用第三地境外公司美化帳面及上市櫃公司經理人的企業倫理操守議題的重視，以預防再次類似之掏空或造假等不法情事。



## 第二章 文獻探討

### 2.1 公司治理(Corporate Governance)的意義

公司治理的本質係指股東對公司經理人的監督，另包括內部獨立的董監事結構、監督法規與中間人，使其利益確保股東的權益、保障利害關係人，防止違法脫序行為之經營弊端，使公司『價值達極大化』為目標的制度，例如追求股東利潤極大化、保障債權人之權益、保障員工福利。張忠謀（2007）「企業成長與永續經營」演講表示，公司要永續經營，要花很多時間在公司治理方面，如何將股東、員工與社會三個團體的利益平衡，使其關係和諧，才是成功的公司治理。Dennis and McConnell（2003）將公司治理定義為確保股東追求資金最大報酬的管理機制。柯承恩（2002）認為公司治理為保障公司資金提供者應有權益的制度。Shleifer and Vishny（1997）主張公司治理係如何確保公司資金提供者其資金可回收的一種制度。以財務學的理论基礎而言，公司為契約的組織體，成員包括股東、員工、利害關係人，共同為滿足其自身之利益構築成具法律效應之契約行為，即構成公司組織。國際組織OECD（Organization for Economic Corporation and Development）將公司治理定義為是一種對公司經營活動進行控制和管理的體系，其規定涵蓋了公司的所有參與者（例如確保公司董事會的策略性指導及有效性監督，公司經理人應確保公司財務狀況，績效及其他重大資訊之正確揭露及透明性，保護所有大小股東的基本權利與決策權，和保障利害關係人之法定權益與角色）其責任和權利，而且明訂公司決策時所應遵循之規則及程序。公司治理之精神為公司經理人與董事會俱有責任在強化公司績效、誠實揭露財報與透明公司重大訊息。

近十年來世界各地陸續爆發企業經理人掏空造假重挫國家經濟醜聞，1997年亞洲金融風暴、1998年起至今台灣陸續爆發上市櫃公司財務危機、2001年底美國大型公司財務不實案件、2007年美國次級房貸引爆全球體質不健全之企業的倒閉與失業潮，全球各國政府開始重視公司治理的議題，各國政府、各國證券主管機關、投資者均切身至痛體驗到完善的公司治理機制才能落實監督公司的誠實財報、健全資本市場、保障利害關係人、穩定國家經濟與吸引國際資金入場的主要關鍵之一。另外再加上受惠網路科技加速資訊傳遞的即時與透明化，將監督的範疇與問題由企業、利害關係人、主管機關、政府、媒體與社會輿論迅速推展與堆疊，因資訊即時透明的傳遞加上狗仔文化的崛起，公司治理與企業經理人的道德操守更因為對國家未來主人翁價值

觀念之挑戰，更被廣泛地討論與重視。公司治理的功能有二，一為興利：興利害關係人之利益、強化管理效能確保公司經營管理在正常的軌道上，2002年5月至今，台積電聘任Sir Peter Bonfield爵士(前英國電信執行長)與Lester Thurow教授(麻省理工學院教授)，Carleton Sneed Fiorina (前HP CEO)為獨立董事，其公司治理之精神即在藉由延攬這些獨立的國際知名專家與學者，強化公司董監事的結構與功能，增強公司競爭力與全球化經營能力。公司治理另一項功能是除弊，以美國為例，將會計師自律組織公共監督委員會改為隸屬於美國證管會下之獨立、全職的新組織—公開公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)，監督會計師執業品質，督促會計準則的修訂，俾符合企業環境；此外，美國法院對前世界通訊執行長祭出最嚴厲的懲罰，判高齡63歲的埃伯斯(Bernard Ebbers) 25年的有期徒刑，此重判將使他被囚禁在監獄裡到85歲。健全的公司治理制度與法規可在犯罪事實蘊釀前有效抑制公司經理人不當之行為，並可在犯罪確鑿後有效剝奪公司經理人之不當利益。

## 2.2 強化董事會及監察人之職能

獨立董監事之存在可以減少關係人交易(李德冠、柯承恩、葉銀華、蘇裕惠 2003)，為提昇資訊透明度，應強化公司治理資訊之揭露，定期建置、公告公司財務業務相關資訊，將建置之公開資訊透過網路申報作業系統，指定專人依證交法期限內，負責將公司資訊上傳，以利股東與利害關係人…等參考，同時應建立發言人制度及時允當揭露影響股東與利害關係人決策之資訊，並依證券交易所或櫃檯買賣中心之規定，召開法人說明會，會議全程應以錄音或錄影方式放置於公司網站。上市上櫃公司應尊重利害關係人權益，建立內部控制制度並確實有效執行，董事會及管理階層應基於利害關係人之權益及委託，檢查經營結果及稽核單位之稽核報告，同時監察人應妥善行關注及監督之責。

董事會職能之強化：

- 董事會之結構，應就主要股東持股比率及其公司經營發展規模，決定適當董事席次
- 應同時以考慮專業之組合及其獨立行使職權及所賦予之主要忠實義務與責任，設立獨立董事、董事會。
- 明訂董事之薪資報酬。
- 上市上櫃公司應至少二個月召開董事會一次，倘遇有緊急情事時並得隨時召集之。

強化監察人之職能：監察人應監督公司業務之執行及董事、經理人之盡職情況，俾降低公司財務危機及經營風險。加入獨立監察人將能提升監察人監督董事會業務的執行與效能（證券交易所與櫃檯買賣中心 2002 年 10 月共同制定上市櫃公司公司治理實務守則，「發揮監察人功能」）。

- 監察人監督之職權，得隨時調查公司業務及財務狀況
- 各監察人分別行使其監察權時，基於利害關係人權益之整體考量，認為有交換意見之必要，得定期或隨時召開會議。
- 倘監察人發現弊端時，應及時採取適當之措施，倘如弊端有擴大之嫌，應向相關主管機關舉發。
- 應於章程或經股東會決議明訂監察人之薪資報酬。

### 2.3 設立人頭公司虛灌營業收入

以台灣上市櫃公司中爆發重大掏空之企業，多以先設立人頭之空殼公司，再由發生弊案之上市櫃公司與這些人頭公司進行進貨、銷貨或互相擔保借款、投資等交易，如此經由「紙上作業」居間創造經營階層所要對外公告呈現之績優數字，這是目前台灣企業界做帳公司間最廣為採用的方法。近十年，台股爆出一連串地雷股，其受騙之投資大眾，大部分在研讀公司財報及年報時，均是一味地被每股純益（EPS）、股東權益報酬率（ROE）所引誘，然獲利之數字有很多窗飾作帳之空間如會計原則、攤提方式等，都可能造成獲利數字的不同，更有甚者，有些公司利用關係人（人頭公司）交易，如公司的銷貨、進貨、背書保證、資金借貸都在這些關係人之間繞來繞去，製造大量出貨的假象，虛增營收以及「製造」獲利數字。倘投資人僅看 EPS，未加詳看年報中關係人公司之借貸或往來交易，恐怕日後會血本無歸。

力霸集團以虛設公司購買公司債及大宗物資並帳列高額的應收帳款、博達案虛設五家公司在財報上美化出大筆應收帳款、中信金控利用紙上公司併購弊案，以及本案例探討之個案雅新公司，都是利用紙上公司及關係人製造高額獲利與不實營收。

葉銀華（2005）主張『年報的附註欄更能傳達公司的內部訊息。其中要注意的是關係人交易，若關係人交易以及銷貨過度集中，很容易帳上賺錢，應收帳款暴增，但現金流量為負』。

## 2.4 企業倫理

Lewis (1985) 定義企業倫理『在特定的情況下，用來做為正當性引導的規則、標準或原則』。Carroll (1981) 主張企業倫理為企業組織內的成員其行為決策之正當或錯誤的標準。公司治理關鍵首重「領導者自律」。導致偉大企業瞬間被宣告失敗的背後原因是什麼？究竟是精明幹練的企業領導人能力不足？抑或是利用權謀貪心掠奪不法之利益？未來企業領導者應該如何避免並及早發現經營管理上的危機，才可以避免再次發生巨人企業的一蹶不振？公司治理也是在建構健全的決策資訊管道，一個好的領導人要引進獨立董監事廣盡善言、吸取他人成功與失敗的經驗、並具備危機處理能力，然而現在台灣企業界，公司治理面臨的難題是領導者控制股東持股比率，拒絕接收外來資訊，員工沒有建議管道，董監事喪失其公司治理原賦予之權責；中立的外部董事扮演之角色，應該能暢所欲言，強化公司經理人公司治理之能力與監督公司經理人經營之誠信。大股東與公司經理人的誠信是很難被衡量，因此探討公司派股東與外部股東的控制持股比率，以及董事會對公司經營派的掌握程度，這些因素再再深層牽涉公司經理人誠信結構的因素。

## 2.5 所有權與控制權分立理論

股份有限公司之特色在於股東為公司投資人，但股東不直接涉及公司之經營，經營者乃為接受股東之委託執行公司經營管理之角色，其經營管理之風險與結果則由委託人(全體股東)來承受，根據此定義衍生出一種契約與法律的行為構築出公司組織，因而產生代理人(經營者)，代理人受託代理行使公司之經營，代理人問題之產生涵蓋了資訊不對稱以及道德危機(Michael Jensen & William Meckling, 1976)。良好的公司治理與實踐應具備四個原則：

- (1) 機制原則(accountability): 內容包括高階主管階層與公司董事其權利、責任與角色應該嚴格劃分達到分權獨立、共同合作、互相監督約束的管理經營績效。
- (2) 責任性原則(responsibility): 內容包括公司遵守法律制度以及符合社會期待的標準。
- (3) 公平性原則(fairness): 主要指公平對待所有股東。同時其公平性還應該涵蓋其他利害關係人(員工、供應商、債權人、客戶、政府)。
- (4) 透明度原則(transparency): 透明的訊息披露制度，內容包括對公司財報與重大訊息的誠實揭露，以保護投資大眾權益與吸引投資者。

Yeh, Lee & Woidtke (2001) 研究家族控制持股和公司治理的關係，主張有

較高控制權的家族比較低控制權的家族，其公司績效較優。Morck, Shleifer and Vishny (1988)理論述及公司經營管理者之所以與股東產生衝突，主要緣由係因為公司管理者並非獨資公司擁有者，因此很容易利用制度上的管理漏洞來產生公司管理者的過度消費，因此當公司管理者沒有持有公司大比例之股權，可能會產生與股東利益極大化的背道而馳的行為。Jensen & Meckling (1976) 主張公司之價值高低與公司管理者持股高低成正相關，當公司管理者的持股愈高或愈集中，管理者之不當決策造成公司的損失時，其損失大部分俱由公司管理者概括承受，因此管理者的決策行為會相當保守謹慎，主要是因為公司管理者之個人財富之大小與公司的價值有絕對的相關性，基於切身利益，使公司經理者的行為不會與公司價值背道而馳。



### 第三章 代工產業 vs. 台灣代工企業財報之真實性

#### 3.1 零售商改變銷售通路結構

在電子產業面對全球性激烈競爭的環境中，世界各銷售通路如大型連鎖賣場 Walmart, Best Buy, Target, Carrefour, DSG, Saturn, Media Markt, ... 等等都已經跳脫過去銷售通路結構，將昔有製造商→進口商→經銷商→零售商，直接跳過中間商之介入，而將銷售通路結構變成大型賣場之 IPO 直接下單予廠商，亦即演變為製造商→零售商，沒有中間層經銷商的配銷，除了進口商與經銷商全然沒有生存的空間，製造商也沒有獲取更多的利潤。零售商宛如一隻草原的大貓，毫不留情的對著柔弱兔子般的製造商『吃乾抹淨、予取予求』，零售商隨便編個品牌名稱，即是所謂的自有品牌，同時也學起一線品牌的產品管理。也將所有與產品相關之成本控制、產品設計與產品發展、備料製造、物流運輸與售後服務全加諸於製造廠商上。其細節概分述如下

- (1) 零售商在每一次產品選擇中總找遍十到二十家廠商，此外，積極的製造廠商也會主動要求加入零售商之詢價行列，僧多粥少的情形下，使雀屏中選的競爭愈趨激烈。
- (2) 零售商還會要求廠商報價、提供產品規格與樣品、周遊於所有廠商之間，要求廠商對產品發展與科技做詳盡之介紹，除了現有產品之採購，也同步布局並尋找未來產品，也就是說廠商必須投入研發人員在產品之設計與開發。
- (3) 此外，榮獲青睞之廠商在獲取零售商之訂單時，還必須準備一筆龐大的資金準備備料與生產，因為這些零售商都要求放帳 60 天到 90 天之間，然而生產廠商卻總是要抱著現金或信用狀採買主要零件如 CPU, chipset, DRAM, flash memory, LCD Panel, ... 等等，而此現金採購類之零件依不同產品別佔總成本約 30% - 80% 之間。
- (4) 工廠直接配銷：製造商必須依零售商之訂單，製造貨物及包裝，當產品完成製造後，製造商還必須將貨物依指定之海外交貨地點交貨。
- (5) 售後服務：零售商雖然擁有自家之 house brand 之商標，然所有商品銷售之售後服務均必須由製造商一肩扛起，包括美國地區沒有理由之退貨、產品不良之退貨與保證期內產品損壞之維修。

在買方居大的情形下，廠商的價格競爭變得透明化，製造廠商『只考慮獲取訂單』『令人不可置信，瞠目吐舌的價錢』的競標情形時有所聞。在全

球零售商中，操弄此供應鏈最為上手的當屬廉價連鎖商店沃爾瑪 Wal-Mart，沃爾瑪現在是全世界最大的公司，它不僅在美國零售市場上佔據龍頭老大的地位，目前有 2133 家沃爾瑪商店，469 家山姆會員商店和 248 家沃爾瑪購物廣場，遍佈美國、墨西哥、加拿大、波多黎各、巴西、阿根廷、南非、中國、印尼等處。而且未來還有巨大的發展潛力。沃爾瑪提出“幫顧客節省每一分錢”的宗旨，實現了價格最便宜的承諾，但是在造福了消費者的同時卻苦了所有製造廠家，製造廠商需要購置昂貴的製造設備，除了此重資本的投資外，還需要雇用人員設計產品、製造生產與配銷服務，此外應收帳款之回收必須等到出貨後 60 到 90 天才能回收，此現象使製造廠商在龐大的資金需求與低毛利率的壓力下很難生存。

### 3.2 國際品牌 vs. 零售商自有品牌

Wal-Mart、大潤發、家樂福及屈臣氏的賣場中銷售一系列設計、包裝相同並印有其公司商標的商品，此類產品就是所謂的自有品牌，歐美的百貨公司及連鎖超市委託供應商製作自有品牌商品已行之有年，因為自有品牌價廉物美，廣泛受到消費者的肯定及喜愛，目前銷售的業績已占總銷售額的 40%。也因為零售商之自有品牌之崛起，一線品牌不再獨家享有忠誠顧客的鍾愛，加上零售商自有品牌的售價以低於一線品牌 10%—20% 的售價行銷，無異是給一線品牌龐大的銷售壓力。此外在零售商周年慶、“美國 black Friday”或因應特殊節日例如聖誕節、母親節…等等的促銷，此時零售商的自有品牌商品特價總是扮演吸引顧客入門的賣點，一線品牌商品陳列在同一個賣場下久而久之就被迫調降售價，此現象也造成一線品牌利潤被壓縮的結果。

### 3.3 OEM/ODM/EMS 製造廠商利潤微薄

- (1) 供應市場總產能大於市場總需求：承上述之銷售通路充滿廝殺對決之競爭環境，環視亞洲，進十年來台灣以及中國大陸拼命的擴建工廠、買設備，此雨後春筍般的設立工廠，造就了現今製造廠商之總產能大於市場總需求，因為需求有限，生產產能過剩，生產線常常空著沒事做，終日嗷嗷待哺積極爭取如甘霖般的買方訂單。
- (2) 網路時代快速成就買方市場：網路科技時代的來臨，使時空的距離不再是過去買賣雙方難以接觸的藩籬，由於資訊透明化，買方能夠快速地搜尋到任一潛在賣方的資訊，使現有製造廠商必須戰戰兢兢的維護與買方

之生意關係，稍有不慎很容易就因為另一競爭對手的出現而被取代。買方常常拿著另一潛在製造廠商的報價來要脅現有廠商，倘現有廠商不跟進，買方就唇唇欲動準備啟用另一供應鏈；除了價錢永遠具備競爭力外，製造供應商還需要保證技術的領先，買方在合作的過程中也總是會拿著另一潛在製造商的新產品來駕馭現有廠商的技術能力。拜科技之賜網路時代的來臨，使賣方市場的廠商資訊能夠快速地輕易地被買方取得，此現象擴大了買方討價還價的空間；原銷售通路結構的改變，雖然少掉了很多中間商的層層剝削，理應可以讓上游廠商賺取更多了利潤，然網路通訊科技之賜，製造廠商在透明化的環境中反而難以賺取更多的利潤。

- (3)產品新功能、新規格以季節性推出：再加上現今產品研發速度過快，舊一代產品還沒有消耗殆盡，新一代的產品又接續推出，例如以液晶電視而言，消費者家中的電視規格還是 720P，製造廠商又馬上推出 1080i，消費者還來不及認識 1080i 的規格時，1080P 又馬上在後面準備被推出，一台電視機動輒可以使用三年到五年，然新的技術、功能、規格卻以季節性的時間推出，消費者的需求並不會因為新規格的推出把尚未壽終正寢之產品丟棄換新，此現象更造成生產效率與產品性能已經不再是決勝的關鍵，因為產品的研發生命週期過短，新一代產品推出之際使用者手上的產品還沒有被淘汰，此助長另一種供過於求的形式長年存在於供應市場中。

- (4)OEM/ODM/EMS 代工廠利潤微薄：

(4.1)以 LCD Monitor 與 LCD TV 代工概窺電子產業生態：

全球液晶顯示器代工廠之獲利空間主要是透過上游面板的液晶面板採購、其他關鍵零組件的採購、和模具系統組裝製造費用中絲毫計較中掙得的。其中液晶面板占 LCD TV 總成本之 80%，下游客戶近幾年也從中控制此主要成本，以過去之 consign 型式，再演化為由下游客戶介入成本協商控制價錢後再由製造廠商 buy and sell，此型式主要目的除了在下游客戶控制面板成本外，還要由製造廠商居中提供所需之資金採購液晶面板，代工廠除了需要穿梭其間提供資金需求尚需面對下游廠商對面板價格的控制，此外代工廠仍需面對上游面板大廠的價格牽制，例如將液晶監視器面板用的控制 IC 晶片加入製程以 smart panel 的形式出貨，此舉使代工廠無法從主要零件賺取利潤。一線國際液晶顯示大廠更在集團內擁有面板資源如：SAMSUNG, LG, Sony, BenQ, Chi-Mei, Tatung, ... 等，代工業者受到上游面板廠商與下游品牌客戶的擠壓其毛利率成現微利狀態，所以一些中小型廠商為求生存不得不以高度彈性的接單方式與能力來求生存，而在市場端市占率佔前五大者，都擁有集團內面板資源整合或外部策略夥伴的資源整合，此現象使一些二線品牌在考慮毛利率

為薄的情形性逐漸淡出市場。相對的在 OEM/ODM 代工廠中擁有資源垂直整合如佳世達擁有 AUO 資源獲取 LG 的 LCD TV 代工之訂單即是一例。此代工廠是否擁有上游資源之現象，對中小型代工廠帶來不可忽視的挑戰與直接的威脅。

#### (4.2)以筆記型電腦代工概窺電子產業生態：

個人電腦產業的成熟已經是全球經濟社會的共識，未來幾年只能維持穩定的成長，不會有突破性的成長空間，台灣在個人電腦產業創下歷史貢獻的一頁，其代工經驗被國際一線品牌大廠證明是成功的，所以全球前五大 PC 品牌大廠 HP, Dell, Acer, Toshiba, IBM 都相當倚種低成本的台灣代工廠，國際大廠紛紛釋出訂單給代工廠，代工廠屢報出貨量增加、營業額創新高，然由於台灣廠商搶單情形很激烈，削價搶單已經是不可避免的情形，因此台灣廠商的電腦代工的毛利率已經從 10%降至 5%，全球最大的筆記型電腦代工廠廣達為例，其 2003 年營業額較前一年成長 1500 億元台幣，然其毛利率卻下跌 32.7%僅剩 5.9%，台灣廠商在全球筆電出貨量傳捷報的同時僅享有微薄之管理利潤與代工利潤，其行銷利潤都是由下游品牌客戶獲取。

台灣企業是世界認可的電子產品代工基地，然台灣受到電子業步入成熟階段的衝擊是獲利率大幅降低，由於台灣缺乏上游主要零組件的技術，同時台灣也沒有品牌行銷的能力，所以台灣喪失了賺取核心技術利潤的機會，台灣許多產業多由代工製造起家，因此多年來著重於規格與價格，忽視了面對消費者時行銷手法上的情緒與價格，『精品』之品牌行銷就是能激發起消費者拿出錢來採購的情緒，iPod 就是典型的精品行銷的成功案例之一。由產業概況不難判斷台灣上市櫃公司中，以代工為主要營運項目之代工廠，其財報所揭露之利潤與 EPS 是否過度窗飾及誇大失真。

## 第四章 雅新實業股份有限公司個案分析

### 4.1 台灣中型 100 指數之一『雅新』OEM/ODM 廠跨足品牌

2004 年雅新實業(股票代號 2418)，這個台灣中型 100 指數之一的績優公司，營收再傳捷報達 230 億、EPS \$3.42。雅新實業董事長黃恆俊數年來深耕 OEM/ODM 電子產品代工事業，確實替股東賺到了錢，然黃恆俊多年來切身感受產品利潤始終掌握於下游品牌客戶，環視台灣電子業界品牌行銷最為成功者當屬宏碁(acer)，宏碁之創辦人施振榮先生在 1992 年任董事長提出微笑曲線 (Smile Curve)，說明企業核心能力範疇的領域可分為左、中、右三段，最左端為技術、研發與專利，中段為生產、組裝與製造，右端為品牌、通路與服務，曲線的幅度則代表公司的獲利能力，最中間也是最低處是代表獲利最低的位置。當所有大品牌提到 cost down 時，通常首先將 cost down 的著墨處指向製造的區塊。在左右兩端位置的獲利會較高，是因為對手沒有討價還價的籌碼，所以曲線正好成為一個微笑的符號。黃恆俊為了從 OEM/ODM 代工領域中替股東創造更大的獲利，思考到如果想要讓企業增加盈利，絕不能繼續停留在代工、組裝、製造的位置，而應該設法往右端的位置亦即品牌、通路與服務的方向努力。

2004 年雅新實業成立了景新公司，雅新從此時開始正式就近從台灣出發邁向品牌、通路與服務，景新公司主要以 VITO 品牌行銷，銷售雅新實業研發生產的電子產品如 DVD Player, LCD TV, MP3 及 MP4，銷售通路包含燦坤、家樂福、聯晴及東森購物頻道。

2005 年雅新實業正巧因緣際會與美國加州 Protron Digital Corporation 展開品牌銷售合作案，Protron 營業項目為消費性電子產品包含家庭娛樂系統 (Home Entertainment System)、液晶電視 (LCD TV) 的銷售與製造，在北美市場以 Jwin 與 Protron 品牌行銷，主要銷售通路為 SEARS、SHOPNBC 以及 Kmart。因為 Protron 公司對美國 retailers 通路的瞭解與掌握程度剛好可以補足雅新實業在微笑曲線最右端的品牌、通路與服務的經驗，因此雅新實業挾著多年 OEM/ODM 在產品與製造方面的經驗、經營績效優異名列台灣股票中型 100 指數的營運實績，結合了 Protron 公司在品牌通路方面的經驗，更深一層邁向品牌之路進軍北美市場，將品牌事業版圖再次拓展至海外。

## 4.2 雅新之經營崛起

雅新實業股份有限公司創立於 1972 年，實收資本額一百零六億元，總部設址於桃園龜山，初期生產項目包括 PCB 及軟板、電源供應器，並在多年後跨足 OEM/ODM/EMS 業務且設立了中國東莞及蘇州廠。

2004 年在台北市內湖區購置內湖雅新大樓，內湖雅新大樓啟用的這一天，黃恆俊夫婦盛大主持開幕典禮，前來祝賀之賓客包括銀行團、廠商代表、客戶代表…均盛裝參與並表達祝賀之意。多年潛心修佛的董事長黃恆俊也很發心地在台灣桃園龜山廠房、台灣內湖企業大樓、中國廣東東莞工廠及中國蘇州工廠都設有大型佛堂，生活起居與公務繁忙之際總是與禪共處、由禪取得靜與靈感，黃恆俊潛心學佛，每天清晨五時起床即坐禪一小時，之後才會展開他一天忙碌的生活。黑手出身的他早在投入 PCB 之前，是以電鍍為主要的營運項目，後有感電鍍對地球環境的污染，以及每次把電鍍好的產品送往下游客戶 PCB 廠時，黃恆俊嗅到了電子產業起飛時代 PCB 絕對不會缺席的商機，因而一頭栽進 PCB 的營運，一晃眼黃恆俊在台灣 PCB 業界超過三十年，算是有名號的業者。

雅新公司主要營業項目包含硬式印刷電路板、軟式印刷電路板、電源供應器及 OEM/ODM(EMS)代工，於 1998 年股票上市(股票代號: 2418)。2002 年至 2005 年業績每年以 25.85%, 44.85%, 55.66%, 33.96%, 45.10% 往上成長，2005 年配發 2.5 元股票股利及現金股利 1.5 元，2006 年配發 1.5 元股票股利及 1 元現金股利。雅新每年都配發 2.5 元至 4 元之間之股利。雅新實業每年業績及 EPS 表現績優，因而多年來榮獲列名於台灣中型 100 指數之一(參考表 1：雅新實業股份有限公司歷年營收與 EPS)。

主要客戶層包含韓系的三星及 LG、日本 Sony 及 Sharp、荷蘭商 Philips、美國 PC 龍頭 Microsoft …等等；雅新從早期的 PCB 硬軟板、遊戲機、光碟機組裝，甚至到最當紅的 LED 背光產品及 UM PC（微型電腦），生產製造之產品種類廣泛；在 ODM 的部分，與多所國際大廠包括與 Sony（株）木更津 TEC 簽定 DVD Player 技術移轉合作契約；與 Sharp 株式會社簽定電源供應器省能源及軟硬結合板的技術移轉契約等合作，與松下企業簽訂技術合作計畫，取得德國歐司朗白光 LED 技術授權，跨足 LED 模組照明元件市場，啟動雅新邁向 2010 年全球總產值預計可達新台幣 1 兆元的市場…等等，成績斐然。雅新擅長透過與全球國際大廠合作、更新技術，進而轉化企業營運與製程的速度，緊緊跟上日新月異、競爭嚴峻的市場腳步，增加了雅新實業在市

場上的客戶占有率。（參考表 2：雅新年曆與重要事蹟）

#### 4.3 第三地境外公司投資設立大陸廠與高利潤

黃恆俊於 2000 年將製造事業的版圖再度拓展至中國東莞，適逢台灣政府對大陸投資設限 30%之際，就企業生產經營項目，無論是印刷電路板、電源供應器或者是代工生產項目，均屬於勞力密集且重投資於生產設備，為了能將生產重地轉移至工資低廉的中國，並同時能因應全球競爭與台灣之法令，不得不依循合法之途徑，因此第三地境外公司之免稅天堂廣受上市櫃公司運用；所謂第三地境外公司多以百慕達、紐埃島、開曼群島、巴拿馬、維京群島、巴哈馬等為註冊地。最大的利益是離岸公司可以享有課稅極低、甚至是免稅的優惠，企業因而加以利用進行各種財務調度的安排；此外，離岸公司更可擁有較少的外匯管制及高度保密性。由於在該等地區或國家投資多數可享受豁免征收利得稅，達到合理避稅的目的，故一般從事海外基金、控股、金融、保險的公司，多選擇將離岸公司註冊於此類免稅天堂。

而其中之英屬維爾京 BVI 公司的優勢當屬政經、貿易環境穩定，具有良好的金融法律設施，方便建立各種金融機構或基金會的成立與發展，並且政府為保護股東利益，對董事資料保密，且為了鼓勵經濟發展吸引外資，一個人可以完全擁有一家有限公司，低稅率之政策所受的稅務管制非常少，且 BVI 公司只需保留資料反映經濟狀況即可，在外地經營所得利潤無須交利得稅，同時為企業資金操作方便，BVI 公司島上企業在世界各地均可開立銀行帳戶。2001 年雅新因應台灣企業投資大陸設限不得超過 30%，順勢成立 Inventive 英屬維京群島 BVI 第三地紙上公司。

2001 年的七月，一手主導掌控公司財會的董事長特別助理莊寶玉走進了董事長的辦公室，莊寶玉極力向黃恆俊提議運用 Inventive 替股東創造出最大的獲利，黃恆俊此時仔細凝聽莊寶玉的話，腦海中勾勒出未來一片前途大好的景像。黃恆俊是一位業務高手，對市場與客戶喜好的嗅覺十分敏銳，雖然身居董事長要職，仍親力親為重大客戶之業務事項，2000 年日本 Sony DVD Player 代工生意只不過是黃恆俊董事長的成功策略事蹟之一，也因為雅新實業是黃恆俊一手打造的天下，黃恆俊每一個考量都希望能永續企業生命，並希望未來能將企業交到兩個兒子的手上，因此每下一個重大決定前，黃恆俊總是再三思索，此時的他，手撥弄著佛珠，回想起 30 年前 1972 年剛創業之初的筆路藍縷，因為初期經營不善，另一位大股東兼事業夥伴、也是他的親兄長，斷然求去並要求退股的經濟困境，1990 年為了日增的訂單需

求而一磚一瓦興建了桃園龜山廠，造成一時無法按時發放員工薪資的重大財務危機，事業經營的過程中經歷了無數次的危機，他輕輕的吸了一口氣，腦海中過往的困境歷歷在目，耳中彷彿有個聲音在旁邊告訴他：『你都過來了！』，他仔細聽著莊寶玉與財務長葉壬侑協理的話，再三確認「合法性」後，決定相信並採納莊寶玉與葉壬侑的提議。

此後所有台灣雅新公司投資大陸、進出貨皆經由 Inventive 公司到雅新大陸廠(參考表 3：INVENTIVE 公司進貨予雅新之歷年分析)。所有投資與投產至雅新大陸廠的原料與成品進出均經由此 Inventive 公司，此亦為一般業界通用之法則。也在這個時期開始，以代工為主的雅新公司，每年業績以 30% 的速度迅速往上成長。

接下來的每一年，雅新實業果真在生產代工產業中年年報出高 EPS 的獲利，每年 EPS 4-5 元獲利優於同業，莊寶玉也因此黃恆俊的心目中奠定了更舉足輕重的份量，2004 這一年，莊寶玉榮登台灣第八大女富豪的寶座，她笑臉洋溢的穿梭在一樓大廳，招呼著雅新實業內湖總部落成典禮的來訪賓客，這幾年的財務成績奠定了莊寶玉在雅新實業的重要地位，同時她運用營運屢傳捷報多次順利取得銀行融資。比較同業 PCB(參考表 4：PCB 同業營收及 EPS 概況)及 EMS 廠(參考表 5：電子產業 EMS 代工廠營收及 EPS 概況)，黃恆俊與同行相比的確是交出了漂亮的成績單。

#### 4.4 雅新實業經理人加薪

2004 年的電子產業，如同其他產業一樣大者恆大，獲利突出者如台積電、力晶、聯詠等其經理人因為經營績效優異而加薪。同時間獲利衰退的聯發科、中環、鍊德與微星等公司老闆們也為自己加薪。張忠謀所領到的包含薪資、員工配股(以面額計)、車馬費與董監酬勞，總計高達新台幣 9105 萬元，以台積電每股 56 元的市價計算，他去年度的薪資水準約在新台幣 3.38 億元。力晶董事長黃崇仁，他本人為自己加薪 34%，薪資總報酬達新台幣 1947 萬元。在 2004 年的電子同業間的公司經理人加薪風潮中，雅新公司也參與了此盛事，雅新董事會的成員(參照表 6：2004 年雅新實業(2418)董監事持股與經營團隊)有黃恆俊本人，莊寶玉，董事長媳婦劉秀貞，還有副董事長兼總經理—李政寬，李政寬處處需要聽命於黃恆俊之命令，常常跟黃恆俊建言時都需要先觀看『天氣與風向』，另一位董事林賢榮乃為雅新之客戶在台 IPO 總經理，監察人為佔小股之創始股東。於是在董事會沒有雜音的狀態下，雅新黃恆俊董事長很順利地替自己加薪了六三%，年薪資報酬突破

四千萬元，成為對自己最大方的電子業老闆之一。同時，莊寶玉董事長特別助理也加薪了 65%，加薪後年薪資報酬高達 2138 萬。另外，劉秀貞董事酬勞也多了一倍。

#### 4.5 銀行融資

雅新三十多年來財報甚優，甚獲銀行團之認可，外界一路看雅新的發展自印刷電路板、PCBA、EMS 等業務，挾著堅強的業務接單、生產工程、生產製造、研發能力與採購議價能力，跨足 3C 電子產品如 DVD Player，大尺寸 LCD TV，更率先看好並跨足生產中國大陸低價山寨手機，且陸續推出並製造智慧型手機、多媒體手機新產品，憑藉精準的眼光及投注研發的決心，終於從一家傳統的印刷電路板工廠，成功轉型為電子專業製造公司。2005 年雅新榮獲歐司朗白光技術授權及高標科技 LED 白光散熱技術，成功跨足 LED，提前穩健地跨入 2010 年全球總產值預計可達 1 兆元以上的 LED 模組照明元件市場。隔年，2006 年 9 月 5 日的下午，雅新董事長黃恆俊穿梭於遠企飯店的宴會廳裡，這一天，台灣發光二極體(LED)產業上百位的中高階主管齊聚一堂，為的就是要來見證台灣 LED 界的一大盛事，提前穩健地跨入 2010 年全球總產值預計可達 1 兆元以上的 LED 模組照明元件市場。

雅新這幾年全力衝營收，每年為了營收的週轉，多會辦理現金增資或發行公司債因應，2006 年 12 月，銀行團代表一銀副總江金德、台銀副總謝騰隆、日商瑞穗銀行台北副支店長受川修、比利時聯合銀行台灣區總經理陳翔以及三菱東京銀行副總經理與雅新黃恆俊董事長在台北喜來登飯店舉行聯貸簽約典禮，除主辦行外，還有彰化銀行、兆豐國際商業銀行、西班牙對外銀行(BBVA)、台中商業銀行、合作金庫銀行、華僑銀行、千葉銀行以及華南銀行共同參與見證此項盛會。此次聯貸盛會，雅新順利獲得 7650 萬美元。

根據銀行公告，雅新向台灣銀行團借款一百多億，前三大貸款銀行分別是中國信託商銀 10.44 億元、第一銀行 10.43 億元、與華南銀行 9.3 億元，如果加計公告海外可轉債 ECB 之後，兆豐商銀達 13.95 億元最多，國內債權銀行團約有十七家，但僅一銀和華銀有擔保品。另外，雅新也向大陸銀行團借款九十億元，包括工商、建設、農業銀行。2004 年至 2005 年間，大幅的借錢是來發展系統組裝業務？抑或是用以發放給股東的現金股利？或是其他目的？

#### 4.6 建立自有 VITO 品牌行銷台灣

黃恆俊亟思雅新實業為電子產品之代工廠，所能賺取之代工利潤甚微，唯有創造品牌與掌握銷售通路始能使公司之營運邁向康莊大道，然而以雅新名義自創品牌銷售又恐怕與現有客戶做直接之競爭，產生角色上的衝突，黃恆俊遂與莊寶玉商量對策，2004 年 5 月雅新實業成立了景新公司，雅新從這一年正式就近從台灣出發邁向品牌、通路與服務，景新公司主要以 VITO 品牌行銷，銷售雅新實業研發生產的電子產品如 DVD Player, LCD TV, MP3 及 MP4，銷售通路包含燦坤、家樂福、聯晴及東森購物頻道。莊寶玉安排自己之外甥女楊柳風擔任景新科技股份有限公司負責人，外甥婿潘志鵬擔任總經理，並由姪女莊婷媛負責景新公司財務與會計事項，黃恆俊與莊寶玉之次子黃煥淵實際全權負責掌理業務(參考表 7：景新科技關係人)。

只是任何一個事業經營之初，均需要經過許許多多千錘百鍊的札根與付出，景新公司自然不可能例外，為了能在初期景新公司經營不善之際，扶持景新公司的品牌與通路之開發，遂同意景新公司在收到下游客戶之貨款後始付款予雅新實業，VITO 品牌之存續始終依附在金主雅新公司黃恆俊家族下，至 2005 年五月間，因景新公司付款予雅新之時效有違法理，於是再將付款條件延展為出貨後 180 天內付款，並容許僅以雅新成本往上加上 3%之利潤售予景新公司，並容許出貨後再事後開立銷貨折讓予雅新。2005 年度景新公司保有營業毛利 3,600 萬元，但雅新實業對景新公司之交易是呈長期虧損狀態，同時雅新實業對景新公司未收之應收帳款在 2006 年底為三億八千萬元，到 2007 年三月已經增加至六億一千萬元。

#### 4.7 拓展品牌通路版圖至北美市場

2005 年，一位長期旅居海外的原雅新離職高階主管 Mr. Alex Chung 引薦 Protron Digital Corporation 合作案給黃恆俊，Protron 創立 2005 年，位於美國加州聖地牙哥，為一私人公司 (privately held company)，主要老闆之一為 Leo Chen，營業項目為消費性電子產品包含家庭娛樂系統 (Home Entertainment System)、液晶電視 (LCD TV) 的銷售與製造，Protron 在北美市場以 Jwin 與 Protron 品牌行銷，主要銷售通路為 SEARS、SHOPNBC 以及 Kmart。Protron 以近於國際知名品牌 Proton 普騰商標在美國市場上魚目混珠銷售液晶電視，甚至在文宣廣告上使用普騰「Proton」商標，造成消費者的混淆誤認。甚至有消費者自 Protron 購買 LCD TV 產品後將產品退給「Proton」要求售後維修之服務，由此不難觀測 Protron 山寨式行銷或

多或少有搭上「Proton 普騰」品牌之加持。

Alex 很有信心的跟黃恆俊敘述美國 retailers 的銷售特性、promotion、Black Friday、logistic…等等，並再三強調 Protron 公司對這些老美習性的了解與對 retailers 通路的掌握程度。黃恆俊的眼光閃出了希望的光芒，嘴角微微揚起，腦海裡思索著代工利潤的微薄，同時腦海中出現了雅新實業出產的 LCD TV 產品佔據著美國市場版圖的畫面。這個合作案在黃恆俊的首肯拍板後，進行的非常的順利，雅新實業負責產品的開發生產以及資金的提供，Protron 負責的是銷售通路的掌握，而應收帳款的實際支付日為 Protron 收到 retailers 的貨款後。

雅新實業快速的將一櫃又一櫃的大尺寸 LCD TV 運往美國。Protron 公司也拍胸脯保證預估 2006 年的出貨量可達 50 萬~60 萬台。2006 年初，因為 Protron 的應收帳款遲遲未匯入雅新實業的帳戶，黃恆俊在內湖大樓的會議室勃然斥責屬下，於是在過農曆年前，派遣了李政寬、葉壬侑和成品事業部的總經理鍾萬旭出差至美國催收貨款，Protron 的解釋是美國市場的貨款回收速度較慢導致未能付款。然而在貨款未收回之際，雅新實業卻仍沒有停止出貨，2006 年 6 月，Protron 的逾期應收帳款達 23 億元，累積至 2007 年 2 月應收帳款增加了近 1.5 倍為 57 億元。2008 年 6 月 Protron 也向加州法院遞交申請書，申請依美國第 11 條破產法破產。

#### 4.8 上游廠商收不到貨款

三月的陽光應該是溫暖舒服的，照在雅新實業的上游廠商的身上卻是格外的熾熱，兩位廠商數度與雅新實業協商解決積欠上億貨款，但始終未能獲得滿意的答覆，敗興而歸後，這兩位廠商決定放棄與雅新實業的貨款斡旋，轉而選擇向媒體蘋果日報爆料，他們相信上市公司且名列中型 100 指長期積欠廠商貨款的消息一定能吸引蘋果日報的興趣，果然 2007 年 3 月 21 日星期三報紙巨幅揭露此令人不可置信的消息，由於 EMS 廠雅新實業是台灣中型 100 指數之一，過去在市場上給投資大眾的形象仿如是電子業的中鋼概念股，蘋果日報隨即揭漏此訊息後，當天一早起隨即造成雅新股價的連日重挫。

#### 4.9 經營團隊被債權銀行逐出

2007 年 4 月 4 日，雅新因為交不出 2006 年財報及 2007 年首季財報，使股票遭打入全額交割股，並同時從台灣中型 100 指數除名；5 月 14 日的

午夜，家家戶戶都熟睡了，雅新實業股份有限公司董事長兼創辦人，62 歲的黃恆俊先生震驚的坐在家中的辦公室中，反覆的思考一生奮鬥的事業究竟出了甚麼問題？身為雅新實業的創辦人及董事長，30 年如一日將畢生的精力付諸於雅新實業的事業體，專研競爭對手的經營項目與客戶層，並不惜花錢斥資引進歐、美、日先進的製程技術。在他的身邊還有兩位至親的人，董事長夫人兼董事長特別助理—莊寶玉一手管理公司的財務會計，莊寶玉之大哥—莊學順副總一手掌握公司的管理部。黃恆俊坐在他的書桌前，靜靜的用手撥弄著他手中的佛珠，思索著今日的失敗是來自於一時的疏忽？時運不濟？還是用人不當？亦或是短視近利造成今日的重挫？坐在黃恆俊旁的是董事長夫人莊寶玉，這位 2004 年台灣第八大女富豪坐擁台幣 14.3 億的身價，緊閉著雙唇無言以對，在家家戶戶熟睡的環境下，此時的蛙鳴聲顯得格外的刺耳大聲，黃恆俊夫婦在這一夜始終未眠。

隔一天，2007 年 5 月 15 日，全台灣各大新聞媒體斗大的報導因無法如期交出財報、使股票遭暫停交易的雅新(2418)，傳出跳票逾新台幣 5000 萬元，資金缺口高達 40 億以下。這天也意味著市值 3000 億、台灣中型 100 指數之一的雅新再也沒有化危機為轉機的一線生機。

2008 年 1 月 14 日雅新下市。雅新之所以在經濟社會引起廣大震撼，是因為他是台灣中型 100 指數之一，而且連法人也前所未見的被套牢 14 萬張。雅新公司虛列營收 209 億元，雅新利用景新公司及美國公司 Protron 公司虛列營收，把寄售認列為營業收入，其中 Protron 之應收帳款高達 57 億元。

因為雅新虛偽財報，造成兩岸銀行融資呆帳高達 200 億，而在實際的兩岸關係環境下，主要設備廠房等資產都在中國大陸，而且也被大陸的銀行追討中，台灣銀行團因此很難追討到貸款，雅新成為力霸案之後銀行最大的呆帳戶。此外還有數百家的無辜廠商索賠無門的龐大貸款。而另一方面，由於雅新實業過去年年配發高股利，在證券市場中吸引許許多多小股東的青睞，因此被坑害失去財富的股東高達 8 萬人，雅新實業股權結構中散戶占 72.5%，這 8 萬名投資大眾的辛苦積蓄也全部求助無門。而這段期間，雅新經理人的股權也悄悄的起了變化（參考表 8：雅新實業（2418）2007 年董監事持股與經營團隊）。

#### 4.10 雅新團隊面臨的問題

一向冷靜沉著的黃恆俊，從來不曾因為經歷商場上的競爭而有所畏怯或

驚惶失措，他總是冷靜沉著面對，常常讓身邊的人摸不著頭緒，在債權銀行團進駐雅新的這一天，黃恆俊仍然沉著不發一語，然而身體卻不聽使喚，他的雙手無法制止地不停顫抖，這一天黃恆俊家族與經營團隊全部被狼狽逐出，再也不能以雅新員工自居。夜深人靜幾杯黃湯下肚黃恆俊忍不住獨自掉下眼淚，他之所以這樣老淚縱橫黯然神傷是因為這是他一手創立的公司，一專一瓦、一草一木都是他規劃奮鬥出來的，三十年後卻在顏面盡失的情境下被逐出大門，自然悲從中來，黃恆俊家族與經營團隊即將要面對的是限制出境與多個官司纏身，還有投保中心結合小股東的求償訴訟，漫漫長日都要被這惱人官司纏繞，他望著天空，不發一語，不知是懊惱過往事業版圖衝過頭的決策？是畏懼晚年牢獄之災？甚至是如何再重執雅新實業之經營權？一串串的問題…他不再像過去一樣對未來充滿信心，太多的問號、太多的茫然、太多對未來的未知……始終反覆覆蓋著他心中的問題…；然而同時間，同樣的天空下，還有八萬名小股東揪著心、抬頭仰望天空問著：『為甚麼我的積蓄一夕化為烏有？』



表 1：雅新實業股份有限公司歷年營收與 EPS

年	營收 (億元)	EPS (元)	股利分配		負債	股東權益 (億元)
			股票股利	現金股利		
2000	60.5	3.18	5	0	43.71	43.34
2001	76.1	3.26	4	0	48.88	60.25
2002	110	3.06	3.5	0	50.47	89.27
2003	171	4.30	2.9491	0.51119	56.02	121.99
2004	230	3.42	3.0313	1.01045	108.74	137.05
2005	333	3.95	0.09927	1.489	170.54	174.84
2006	379	3.37	0.04998	0.999	318.77	NA

(備註：以上為爆發假帳前歷年公告之數字，2006 年稅後淨利 35.83 億元每股稅後盈餘 3.37 元(年營收 379 億元)為弊案爆發前對外公告但會計師尚未完成查核之數據。) 資料來源：雅新年報



表 2：雅新年曆與重要事蹟

年	事蹟
1972	創辦人兼 CEO 黃恆俊先生創立雅新實業股份有限公司，資本額新台幣 1,200 萬，初期業務以電鍍加工為主。
1979	投入單、雙面印刷電路加工、製造，奠下日後事業之基礎。
1981	因應事業日增之版圖，遷廠至台北縣樹林鎮。
1983	現金增資 400 萬元，公司資本額達新台幣 1,600 萬元
1984	現金增資 1,200 萬元以擴增機器設備及專業人員，公司資本額達新台幣 2,800 萬元。同年十一月多層印刷電路板研發成功，並成功量產。
1986	為強化硬、軟印刷電路板之研發、生產製造，現金增資 800 萬元，公司資本額達新台幣 3,600 萬元。同年十二月軟式印刷電路板研發成功，並成功量產。
1988	桃園縣龜山鄉新廠開始動工興建，為配合新廠動工興建，現金增資 4,400 萬元，公司資本額達新台幣 8,000 萬元。
1989	為配合新廠興建與擴增機器設備，現金增資 4,000 萬元，公司資本額達新台幣 12,000 萬元。
1990	桃園龜山鄉新廠興建完成，公司並遷移至新廠。
1991	為新廠生產及防治污染機器設備投資，現金增資 3,000 萬元，公司資本額達新台幣 15,000 萬元。
1992	正式投入電源供應器之研發，製造與生產，現金增資 4,500 萬元，公司資本額達新台幣 19,500 萬元。
1993	印刷電路板事業部榮獲 ISO-9002 認證
1994	資訊事業部榮獲電源供應器 ISO-9001 認證
1995	榮獲天下雜誌評等 1994 年 1000 大製造業排行為 668 名。投資大陸東莞石碣廠從事電源供應器來料加工生產。辦理公開發行，現金增資 7,490 萬元，資本公積轉增資 3,510 萬元，公司資本額達新台幣 30,500 萬元。
1996	榮獲天下雜誌評等 1995 年 1000 大製造業排行，排名第 568 名，較前一年 1994 進步 100 名。為符合世界環保標準及永續經營，於十一月取得 ISO-14001 認證。盈餘轉增資 3,965 萬元，資本公積轉增資 3,050 萬元，公司資本額達 37,515 萬元。
1997	現金增資 49,000,000 元，盈餘轉增資 78,781,500 元，資本公積轉增資 7,503,000 元，公司資本額達 510,434,500 元。榮

	獲天下雜誌評等 1996 年 1000 大製造業排行名榜，排名第 417 名，較前一年進步 151 名，營收成長率高達 48.03%；全國 1000 大營收成長排名第 73 名，已登全國 500 大製造業之名。
1998	股票獲准上櫃交易，以 (87) 證櫃上字第 09223 號於民國八十七年五月十三日掛牌交易，正式進入資本市場。公司現金增資 300,000,000 元，盈餘轉增資 154,522,050 元，資本公積轉增資 51,043,450 元：公司資本額達 1,016,000,000 元。榮獲天下雜誌評等 1997 年 1000 大製造業排行名榜，排名第 359 名，較八十六年進步 58 名，營收成長率達 28.87%；全國 1000 大營收成長排名的 192 名。
1999	盈餘轉增資 189,120,000 元，資本公積轉增資 223,520,000 元，公司資本額 1,428,640,000 元。榮獲天下雜誌評等 1998 年 1000 大製造業排行榜，榮登 293 名，較八十七年進步 66 名，營收成長率達 31.18%；全國 1000 大營收成長排名第 196 名。與"松下電子部品株式會社回路基板事業部\" 簽定印刷電路板多層板技術移轉合約
2000	於中國大陸成立雅新電子(東莞)有限公司。雅新電子(東莞)有限公司邁入 DVD 播放機、醫療用錄放影機等高階產品製造領域。
2001	與 Sony 根上株式會社簽定技術合作契約。與 Sony(株)木更津 TEC 簽定 DVD 播放機技術移轉合作契約。與 Sharp 株式會社電子部品事業本部簽定電源供應器省能源及軟硬結合板之技術移轉契約。
2002	於中國大陸成立雅新電子(蘇州)有限公司。成立光電事業部，研發生產高亮度發光二極體及背投電視。邁入資訊家電 ODM 領域，提供 DVD 播放機，家庭劇院等多元化相關產品。
2003	成立顯示設備事業部；研發生產液晶電視。成立研發中心；研發通訊，電腦資訊相關產品。
2004	於台北市內湖區新湖三路 268 號成立企業總部。中國蘇州雅新電子廠正式啟用。

資料來源：雅新網頁

表 3：INVENTIVE 公司進貨予雅新之歷年分析

Year	金額（單位：NT\$億）
2001	11.63
2002	48.30
2003	129.00
2004	164.40
2005	212.50
2006	unknown

資料來源：雅新年報

表 4：PCB 同業營收及 EPS 概況

公司	華通		欣興		敬鵬		耀華	
年	營收 (億元)	EPS (元)	營收 (億元)	EPS (元)	營收 (億元)	EPS (元)	營收 (億元)	EPS (元)
2000	207	4.74	88	2.98	62	1.68	65	0.11
2001	158	1.18	119	1.75	50	2.43	46	-0.37
2002	147	-1.38	122	1.44	50	2.04	56	-0.68
2003	120	-3.4	133	1.41	68	1.91	58	0.22
2004	127	-3.22	165	2.60	76	1.99	87	0.65
2005	154	0.28	208	3.09	86	2.13	68	0.29
2006	194	1.1	285	4.46	104	2.44	100	2.57

資料來源：華通、欣興、敬鵬、耀華年報

表 5：電子產業 EMS 代工廠營收及 EPS 概況

公司	鴻海		偉創力/新加坡商		廣達		緯創	
年	營收 (NT 億元)	EPS (NT 元)	營收 (US\$ 億元)	EPS (US 元)	營收 (億元)	EPS (元)	營收 (NT 億元)	EPS (NT 元)
2000	920	5			827	3.51		
2001	1441	6.34			1123	4.89		
2002	2450	8.18			1424	3.34	766	2.46
2003	3572	4.35	133	-0.16	2922	4.06	777	1.75
2004	4216	5.15	145	-0.67	3244	3.63	1165	-0.84
2005	7070	6.92	159	0.58	4031	3.26	1549	3.11
2006	9073	9.52	152	0.24	4615	3.86	2183	4.32

公司	加拿大商天弘 Celestica	
年	營收 (US\$ 十億)	EPS (US\$)
2000	9.8	1.44
2001	10	(0.26)
2002	8.2	(1.98)
2003	6.7	(1.23)
2004	8.8	(3.85)
2005	8.5	(0.21)
2006	8.8	(0.66)

資料來源：鴻海、偉創力、廣達、緯創、天弘年報

表 6：雅新實業（2418）2004 年董監事持股與經營團隊

職 稱	姓 名	選任 2004 年時持有股份		2005 年持有股數	
		股數	持股比率	股數	持股比率
董事長	黃恒俊	73,779,557	11.28	70,084,223	8.02
董事(總稽核)	莊寶玉	33,120,550	5.06	21,559,956	2.47
董事(總經理)	李政寬	1,439,354	0.22	2,032,040	0.23
董事	劉秀貞	2,610,451	0.40	3,401,757	0.39
董事	林賢榮	48,947	0.01	63,784	0.01
監察人	陳振基	1,643,287	0.25	1,986,260	0.23
監察人	劉成山	1,988,322	0.30	2,591,042	0.30
監察人	吳雪惠	6,852	0.00	8,929	0.00

資料來源：雅新年報

表 7：景新科技關係人

公司名稱	職位	姓名	關係人
景新科技股份有限公司	董事長	楊柳風	莊寶玉之姐莊清珠之女
景新科技股份有限公司	總經理	潘志鵬	楊柳風之夫
景新科技股份有限公司	財務與會計人員	莊婷媛	莊寶玉之兄莊學順之女

資料來源：台灣士林地方法院檢察署檢察官起訴書

表 8：雅新實業（2418）2007 年董監事持股與經營團隊

職稱	姓名	持股數(千股)	持股率(%)	關係人
董事長	黃恆俊	59,144	5.56%	與莊寶玉為夫妻關係。
董事	莊寶玉	20,637	1.94%	與黃恆俊為夫妻關係，握有財務會計實權，並擔任總稽核。
董事	李政寬	957	0.09%	任副董事長一職並掛名總經理。
董事	林賢榮	74	0.01%	
監察人	劉成山	2,854	0.27%	
監察人	陳振基	2,021	0.19%	
監察人	吳雪惠	454	0.04%	
董事長特別助理	黃煥彰	黃恆俊及莊寶玉之長子，雅新實業接班人，負責公司新創事業，以光電事業部為主包括 LED（發光二極體）、液晶電視等新產品。		
董事長特別助理	黃煥淵	黃恆俊及莊寶玉之次子，雅新實業接班人，PCB 事業部&成品事業部接班人，景新科技實際負責人		
副總經理	莊學順	莊寶玉之兄，掌管管理部包含員工管理、總務、工務、勞資關係與公關		

資料來源：雅新年報

## 第五章 雅新實業股份有限公司公司治理之探討

### 5.1 資訊不對稱、不透明

「資訊的透明度」攸關公司股東、利害關係人的利益，也是公司治理中最重要的一個原則。所謂資訊不對稱，係指『交易中的其中一方，擁有另一方所沒有的資訊』。資訊的不透明，不僅是無法及時反映公司的經營資訊，更且造成公司股東與利害關係人權益的受損，而資訊透明的目的可充分及時反映公司的經營績效與重大事項，使公司股東、利害關係人與管理當局能同步掌握公司的經營狀況，所謂資訊包括企業內部的經營月報、季報、年報、董事會異動、股東會通知與紀錄等等的營運績效報告。透過透明資訊的有效與及時的傳遞，公司股東與利害關係人得以獲得內部營運資訊、風險資訊、得以判斷公司永續經營的資訊。此資訊對稱意義亦內涵公司經理人的誠信與道德倫理，資訊不對稱之誘因追其根本就是有人要從資訊不對稱中牟取不當利益。

資訊透明度是公司治理健康與否的重要因素。如何有效提升企業將經營資訊誠實透明化，是當今台灣企業經營的重要課題。就台灣與美國經濟社會近代史中所發生的重大經濟犯罪整理如下：

2000 年台灣訊碟案，台幣 26 億資金不知去向，受害股東近五萬人

2001 年美國安隆案，市值 600 億美金化為泡沫與五千六百名員工失業。

2002 年美國全錄案，虛增營收 60 億美元

2004 年台灣博達案，台幣 63 億現金不翼而飛，受害股東三萬八千人

2007 年台灣力霸案，掏空 600 億台幣，詐貸 131 億台幣。

2007 年雅新案，市值 3000 億台幣化為烏有，股東八萬人。

2008 年馬多夫(Bernard L. Madoff)案，詐騙金額達 500 億美金。

由上案例顯示，公司治理嚴重缺失的事件動搖國家經濟，造成社會不安，公司治理之資訊對稱透明儼然成為公司治理的重要課題，國家也應該就企業經理人之誠信危機提出重刑以達殺雞取卵除根之功效。

公司治理的原始概念是來自甚麼精神？公司所有權與經營權分離，同時在公司經營規模逐漸增大的過程中，管理者在錢堆裏管理別人的錢，很難避免自利誘因，因而如果經營管理者心術不正，往往容易引發道德危機，使企業內負責經營的管理人監守自盜，將企業資金利用職權上的方便性，行不利

股東的利益分歧，資金提供者的權益因而受損。為了防杜企業經理人把股東大眾之公共財納入私人口袋，公司治理概念遂因應而生，各界均冀望能夠透過一套制度，來協調與防範公司經理人與各利益關係者間的利害衝突。公司治理之主要目的是為了要消弭因為代理關係所衍生的經理人自肥等等各項的問題。

資訊公開是公司治理的概念中最為重要的課題。以台灣近十年來所面臨的地雷股風暴為例，中小企業是我國經營體系的主要面向，且大半是屬於家族式管理的企業，此家族掌控的公司治理也存在於台灣上市（櫃）公司中，從上述重大經濟案例中其手法都透過交叉持股、或關係人等握有控制權。此不透明之公司治理結構很容易在一夕之間爆發小股東血本無歸，然一企業王國之隕歿並不是因為一夕之間任何單一意外造成的，歷史重大經濟案件中在在顯示是導因於長期處於經營者與所有權不分的，代理權關係的利益衝突，公司治理缺乏獨立董監事的監督，導致監守自盜、球員兼裁判的心態下，公司之經營掌握在特定的少數人手中，同時一旦小股東權益蒙受損害時早已木已成舟石沉大海了，同時一般股東的能力未能觸及專業的產業經營領域，因此在過程中很難查覺真相。企業經理人誠實揭露財報與重大訊息是公司治理防弊的根本，也才能確保公司管理者為股東謀取最大利益，並達到健全公司運作、防止違法脫序行為、有效及時監督制衡公司管理人。

如何做到資訊透明公開是公司治理中最重要的課題，唯有透過法律的約束力，來促使公司管理人能夠透明正確地揭露公司重大訊息，定時公開財務狀況。2002年7月簽署沙賓法案是導因於美國安隆、全錄等財務弊案，該法案的精神在恢復投資大眾的信心、保護舉發不法情事者、強化公司主管公司治理之責任、會計師獨立性，同時也加重了主管機關的職能等。其中沙賓法案404條款係為了外部審計、內部控制、監管責任和強化資訊披露的制度。該法案要求公開發行上市公司需定期公佈詳細的財務報告，並須經由會計師審查，其目的即是為了落實公司治理，改革企業財務制度朝向「資訊透明」與「資訊公開」為原則。

透過法律的手段可以有效約束公司管理人及時將資訊公開，資訊公開與資訊透明可以防止公司管理人舞弊。資訊之不公開，很容易培養公司管理人不當自肥的溫床，更可能導致股東蒙受重大損害。透明公開提供公司經營資訊，將可提升投資者的信心，並且有效避免公司經理人之舞弊，對公司治理才能有正面之導向，也才能保護投資者的利益。

## 5.2 家族企業缺乏獨立董監事制衡監督

台灣的家族企業往往是創始人或長輩擔任董事長、第二代擔任總經理或董事長特別助理、其他親戚或可控制的人擔任董事與監事的情形，當董事長特別助理之第二代能夠獨當一面時，再升任為總經理，當第二代總經理足以獨當一面或董事長年事已高無法行事時就接下董事長的位置，而各部門重要一級主管也幾乎由家族承擔，或有所謂的專業經理人，然其專業經理人並沒有經營決策權，因此在家族企業中，董事會與經營者的資訊與決策全然掌握在家族手中，這種情形下，董事會與監察人以及公司管理者雖然沒有存在著資訊不對稱的疑慮，但倘若在一言堂的家族性管理中，經理人將公開發行上市櫃公司之財物搬運至私人庫房時，眾多小股東是在掏空既成事實後的最後一秒鐘才能獲得情報。研究其源頭，還是在於台灣對於董事會的資格及限制沒有因歷年各弊案(如博達案、力霸案、雅新案)重新調整防弊，才使得台灣經濟弊案之產生幾乎都是家族型公司一手操弄出來的。

雅新個案的董監事在總持股中僅佔 8.1% (86141 張)，其中散戶佔 72.5%。監察人暨總稽核莊寶玉為黃恆俊董事長之夫人，董事李政寬身居副董事長兼總經理要職，實際上並沒有被授予財務會計之實權，人事方面也僅有建議與推薦權。董事林賢榮為李政寬多年之業界好友，從股權僅佔 0.01%，可看到在經營監督上的份量是人輕言微。監察人也是一樣無可執行監督制衡之權。換言之，董事會成員都為家族成員或是掛名且可掌控之企業員工或自己人，而且集團內交叉持股比率高，因此集團內公司的董事看來看去都是熟面孔，沒有引進獨立董事與監察人，董事會中的議案多半是大家一致鼓掌通過，鮮少有董事監察人膽敢提出異議之聲，顯示雅新實業沒有外部的、超然公正的監督與制衡機制。

Jenson and Meckling (1976)以及 Hughes(1988) 皆支持管理當局持股比率提高可使公司價值提高，也有助於降低股權的代理問題。持股比率決定家族企業內的高階管理者是否會將自我利益放在企業的利益之上？是否會以自我利益為出發點來下決策？其重要因素有二，其一為家族所佔之股份僅占全公司不到 10%，此種情形下，家族企業之公司管理者很容易起竊盜心。其二是本身公司管理者之道德誠信問題，亦即學者所謂之企業倫理，當公司管理者本身具有企業倫理，不論所持股分大小，都能謹守投資者與代理權的分界。另一個面向是，當公司大股東的持股比率低，除了很容易產生自利誘因之情事，而且當其持股之質押比率高，大股東也很容易發生財務上的危機。

由董監事持股比率，可以當作觀察經營階層對公司未來的發展與經營者的心態，董監事之持股比率高，那麼公司的利益也等同是經營階層的利益，相反地，倘若經營者並不看好公司的未來，持股比率就會趨低，這樣公司的利益並不相等於經營者的利益，在這種董監事持股比率低的情形下，公司未來的經營是否能在公司管理人無自利誘因的心態下以股東利潤極大化來經營就是一個疑問，同時公司的展望與未來也有了疑慮。

學者 Litz (1995) 定義家族企業為『所有權與經營權集中於同一個家族單位，並且家族成員刻意努力的達成與維持組織內以家族為基礎的關係』。Handler(1989) 則在其研究中將家族企業的定義為所有權、經營權、子系統之間的相互依賴或家族在企業中的涉入程度、一代一代間的權力移轉與多重條件等方面。至於國內學者對家族企業的定義認為當一家族擁有公司的所有權與經營權時即為家族企業，（陳光中及許士軍 1989）。

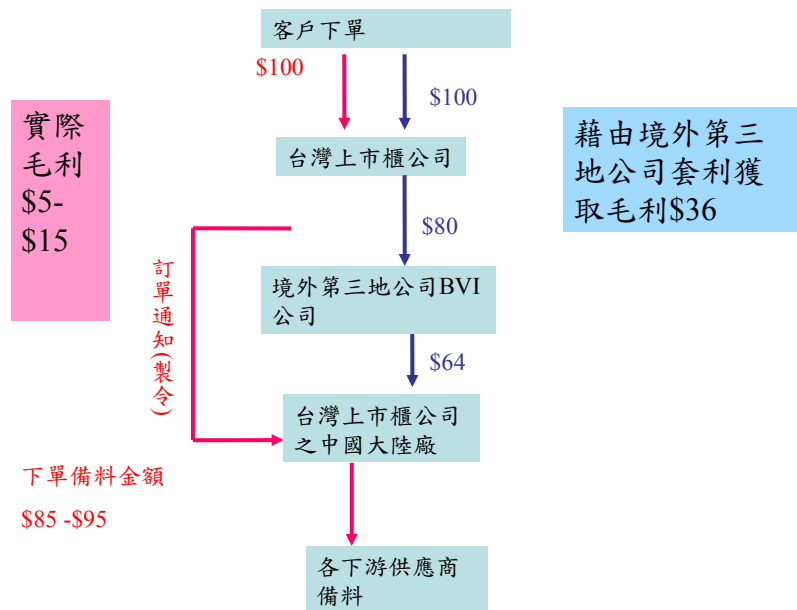
台灣上市公司屢爆發重大經濟弊案，如博達、訊諜、力霸集團到雅新案等，地雷股風暴最令人同情且受傷最為慘重的當屬散戶型投資人，從上述案例不難發現這類公司多半董事會成員、監察人、總稽核及公司管理人，都是家族成員或是可控制的自己人，沒有獨立董事與監察人的引進，董事會中的議案多半是大家一致鼓掌通過，這顯示其公司治理事實上是沒有外部監督與制衡機制。

### 5.3 利用跨國企業移轉計價達到資金外移目的並順勢舞弊帳冊

台灣上市櫃企業兩套帳以上的形成原因，究其因是為了要影響股價、操控股票價格以賺取超額之利益所得，方便募集資金與取得融資，因而產生了蓄意的虛假帳冊，美其名叫做窗飾法，然過度失真之帳冊會損害投資者之權益，且其失真舞弊之報表很容易使投資者產生錯誤判斷致使權益受損。其操作途徑如下：

圖 1 第三地境外公司套利圖

資料來源：本研究整理



圖一說明 Transfer pricing 的操作方式，先說明生意實際交易流程：：例如某客戶 A 下單 US\$100 予上市公司 B 委託連工代料代工產品 DVD Player，雙方言明 B 可獲得代工之加工費(即 Labor Cost or Production Cost) US\$5，亦即 B 必須拿出 US\$95 採購所需材料，再製造成 DVD Player 後，才得以出貨給客戶 A，並隨貨附上 US\$100 之 Invoice，認列為營業收入。

圖一再繼續說明 Transfer pricing 的操作方式，透過 BVI 第三地紙上公司居間串利依訂單逐筆操作某取高額毛利，上市公司 B 在收到客戶 A 委託代工 US\$100 後，先打八折即 US\$80 下單予 BVI 之紙上公司(paper company)，該第三地紙上公司再用 US\$64 下單予雅新之中國大陸廠，此操作模式即創造單筆訂單毛利 US\$36。

圖一再說明 Transfer Pricing 的操作，為製造高毛利之假象，兩套帳以上之操作是必需的，亦即公司除了有一套可反映真實營運的財報外，尚必須至少再多做一套帳亦即是經由第三地紙上公司創造 B 公司高 EPS 的假帳。

依雅新年報，2001 年至 2006 年間，資本額僅美金五萬元之 Inventive 公司銷貨給雅新之金額分別為 11.63 億、48.3 億、129 億、164.4 億及 212.5 億。跨國企業利用交易將商品以低價下單，製造高額毛利，規避稅負；利用在租稅天堂國家之免稅或低稅優惠，設立國際採購境外第三地 BVI 公司，透

過人為操作之移轉訂價，增加淨利，利用境外公司，製造不實之銷貨，虛增應收帳款及銷貨收入，或虛增淨利及 EPS，影響股價達到美化帳面，進而得以操控股價及輕易募得資金或融資。

#### 5.4 利用可控制之人頭公司掏空上市公司

當公司經理人持有少比例之股權，同時又完全掌控公司的董監事席次，公司治理在這種情形下，如果公司管理人欲掏空公司或侵占轉移公司資產是輕而易舉的，因為老闆要掏空，表面上仍必得建置內部稽核管理的環境，但實質上這些內部稽核管理環境例如董事會、監察人及總稽核，沒有一個人會發出不同的聲音，在此種環境下，另一種掏空形式又很容易成型，其操作途徑如下：

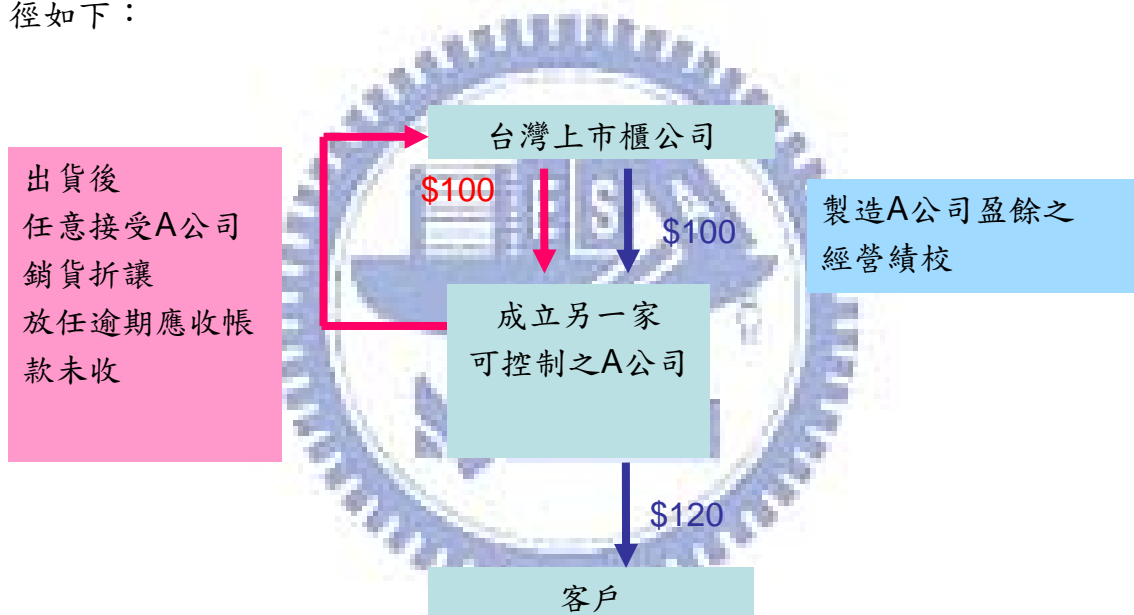


圖 2：人頭公司掏空上市公司圖

資料來源：本研究整理

運作方式：利用人頭成立另一家 A 公司，雖有實際往來之生意與交易行為，惟 A 公司除了可以低於市場買價購入商品外，並可以在貨物售出後任意開立銷貨折讓單給台灣上市櫃 B 公司，且台灣上市櫃 B 公司任意放任應收帳款之逾期，使台灣上市櫃 B 公司承作 A 公司之生意為虧損之狀況，而 A 公司則保有盈餘之經營實績，此嚴重侵害了股東權益。

就圖 2 舉例說明 Transfer pricing：上市公司 B 銷售貨物予 A 公司，原言明 US\$100，亦即營業收入認列為 US\$100，A 公司依法應該必須在貨款

到期日後支付 US\$100 予 B；另一邊我們再來看 A 公司的銷售路徑，A 公司將貨物以 US\$120 銷售予客戶 C，倘客戶 C 在零售市場要求因應周年慶折扣 US\$20，A 公司在與 B 交易事實完成後可隨時開銷貨退回或銷貨折讓單予 B，由 B 上市公司概括承受，在帳面上將 A 公司經營為賺錢盈餘之公司，但對 B 上市公司承做 A 公司之生意而言是賠錢的。甚至 A 公司對 B 上市公司之應付帳款 US\$100，也可逾期未付，此為典型之利用人頭公司掏空上市公司。

人頭公司是老闆最愛用來舞弊的工具之一，這些公司如果設在國內，則公司常常與上述 B 上市公司同一地址，所登記的負責人則是老闆的「自己人」，這些公司具法人身分，可以和銀行簽約，簽約內容包括融資、連帶保證…等，結果都導致銀行的資金流進了上述人頭公司的帳戶裡，同時，這些人頭公司並不是關係人，上述之掏空訊息在財務報告上不需要揭露表達。

### 5.5 未具銷貨之事實認列為營收，虛胖公司營收

當貨物售予海外子公司，或者是寄售予客戶，其產品並沒有真正再銷售給第三者，其運輸貨物流之事實並不能同時在出貨時產生應收帳款之事實，不得認列為營業收入，依據收入認列的條件，收入通常於「已實現或可實現而且已賺得」時認列。商品銷售必須符合下列所有情況時始可認列為營業收入：1. 商品的顯著風險與報酬移轉給買方。2. 賣方對於已經出售之商品不參與管理與任何有效控制的活動。3. 收入金額能可靠衡量。4. 與此交易有關的經濟效益(例如出售商品所產生之應收款項)很有可能流向賣方之企業。5. 與交易有關的已發生(例如運費、保險等)及將發生的成本均能可靠衡量。未具銷貨事實之出貨除了認列營收會造成虛增公司營收外，還同時隱藏著另一個影響公司財報與經營危機之隱憂，那就是沒有銷售出去的產品，特別是電子產品價格下跌迅速，這些沒有銷售出去的產品會造成日後提列巨額的存貨跌價損失的事實，最後造成投資人甚至利害關係人的重大損失。以本個案之研究為例，雅新公司 2006 年 6 月出貨 LCD TV 予 Prottron 公司其帳上逾期應收帳款達 23 億元，累積至 2007 年 2 月應收帳款增加了近 1.5 倍為 57 億元，就是未成銷貨事實即認列為營業收入。

檢視母子公司間是否有虛增營收塞貨的假交易，母子公司之間的進貨與銷貨，在未移轉貨物並產生買賣交易行為予第三公司之前，屬於此種交易行為均必須加以沖銷不能認列為營業收入；另一種情形是當甲客戶提供 HDD 給乙公司並委託乙公司代購其他電子零件並加以生產製造，當乙公司完成生產後出貨予甲客戶後，其 HDD 之金額亦必須加以沖銷不得認列為營收，以避免

虛增財務報表營業收入之數字。

集團之合併報表之合併損益表可得以了解集團間營運的真貌，並得以觀察集團間的交易真相，其中合併資產負債表則可以了解整個集團的資產負債品質，如果合併報表的負債比率較原先母公司個別報表為高，則可能是子公司的財務結構不佳或營收事實之真假，公司應收帳款快速增加，成長幅度也超越營業收入的成長幅度，或者是在短時間內或持續幾年內暴增了大筆的應收帳款金額，這隱藏了公司可能有大筆呆帳被虛列在應收帳款帳上。

## 5.6 品牌需要周全且持續性的產品與服務

個案討論之雅新實業董事長黃恆俊數年來深耕 OEM/ODM 電子產品代工事業，多年經營成績斐然，黃恆俊因為切身感受產品利潤始終掌握於下游品牌客戶，為增加公司之獲利，決定將企業王國從技術、研發、專利、代工、組裝、製造的位置延伸至微笑曲線之右端的位置亦即品牌、通路與服務。決策之初衷不容置疑，然品牌之耕耘並非一朝一夕一觸可及，OEM/ODM 廠要從工廠端跨入品牌、通路與服務並不是想像中的容易，且雅新實業之合作對象 Protron Digital Corporation 適當與否令人質疑。品牌經營除了需要對市場需求具備敏銳的嗅覺外，涉及層面涵蓋商譽、產品的持續發展、企業文化、整體營運管理。「品牌」指的是產品或服務的象徵，品牌之建立必須付出長年且龐大的工作與成本，Philip Kotler 行銷管理大師說：『品牌的意義在於企業的驕傲與優勢，當公司成立後，品牌力就因為服務或品質，形成無形的商業定位』。品牌首先是獨佔性的商業符號，也就是商標，當這個符號被人所認知，才是做到了「品牌」的意義。

## 5.7 會計師簽證之財務報表是否允當

良好的會計資訊會產生良好的公司治理，相反地，不良失真的會計資訊意味著公司治理存在了問題，也就是說會計師所扮演的角色攸關公司治理的品質。會計師執業時必須遵守其職業道德與國家法規，其審計之品質攸關數萬股東投資人之利益甚至影響散戶型股東之生計，其職業責任之重大足以因為審計失敗撼動國家經濟、重創國家股市。相對的，公司治理機制也會影響會計資訊的品質與資訊是否透明，會計師審計工作應重視企業內部控制及內部稽核功能以及公司治理的機制，因為企業舞弊會計資訊失真究其源都在於

公司的治理機制及企業內部控制功能未能有效發揮，以及公司負責人、經理人是否遵守法律與企業倫理規範，會計師必須謹守職業道德規範與國家相關法規，善盡職責，會計師審計報告為財務報表提供者與使用者之信賴的橋樑，會計師應履行法律賦予社會責任、秉持獨立超然立場，產生正確審計報告，審計失敗不僅影響大眾權益，會計師更會遭致停止執業之處分與訴訟賠償。以本案例，證交所對雅新實地查核即發現有 95 年度自結盈餘錯誤、期末應收帳款大增、應付帳款差異懸殊、主要銷貨客戶 Protron 的銷貨真實性、存貨備抵呆帳提列等業務疑點，其事實之形成非一年半載，歷年會計師執業是否有善盡職守？



## 第六章 結論與建議

公司治理現今深被世界各國政府重視，尤其是 2007-2008 年際，爆發之美國次級房貸後，一些體質不健全的公司也因而陸續傳出破產，尤其是 2008 年馬多夫(Bernard L. Madoff)案、美國第四大投資銀行雷曼兄弟倒閉、冰島國家宣布破產…等等，這些企業王國以骨牌效應一個一個的倒下去的引爆點，雖然從表面上究其因，是導因於大環境經濟蕭條，實際上就每一個個案的瞭解，都是因為其公司治理在根本上本來就不健全。由雅新個案的研究探討，公司治理是提升企業競爭力的必要條件，在台灣現行經濟體裡，大多數公司其所有權與經營權均是掌握在大股東的手裏，然而台灣上市櫃公司的股東結構中，其中以散戶投資者占絕大部分的比率，以台灣企業的現況，公司治理重要性不容忽視。

台大會計系教授柯承恩：『企業的失敗，往往是因為原有組織結構造成經營者的領導行為缺乏協助反省的機制，所以領導階層需要顧問，需要獨立專業的意見，需要能夠講，也要講得出來的董監事。公司治理對於企業領導的意義，是在於提供提供組織內部與外部提醒經營者面對潛在失敗因素，並不斷自我檢討與調整機制，讓企業可以跳脫內部難以避免的行為缺陷。』

### 6.1 公司治理的前提一定要有嚴峻的法治

公司治理制度，需要參考國際與國內案例，更應該要真實對應台灣的現行經濟體制與企業經濟行為、現行兩岸與 BVI 第三地公司之結構。現行經濟罪犯罰則太輕，政府雖然於 95 年 1 月 11 日公佈新修正之證券交易法，主要目的係為推動公開發行公司之獨立董事的設置，但上有政策下有對策，台灣企業界之董事會成員，大多數仍為同一個家族或可控制的人頭，對於心有不正之企業管理人，不能有效防堵有心人士之掏空，在經濟罪犯罪證據確鑿之際，也不能及時給予重罰達到殺雞儆猴嚇阻之作用。

- (1) 九十年九月台北市警局萬華分局在昆明街逮到一名小偷，這名竊賊黃啟鐘偷得了現金五百四十五元、手錶、手飾，還有信用卡、存摺。此案中，他還來不及花掉一毛錢，最後被判刑一年兩個月。
- (2) 民國九十二年十二月二十三日，台灣高等法院判決羅莎食品前董事長林純精構成犯罪，依業務侵占罪名判刑一年兩個月，全案定讞。合議庭認定，林純精從八十六年七月二十八日起連續侵吞三億四千

八百四十萬元。

- (3) 2004 年台灣博達案，台幣 63 億現金不翼而飛，受害股東三萬八千人，2008 年 8 月 15 日台北地方法院判葉素菲因掏空子公司尚達六億，判刑四年，另案掏空博達七十億元雖二審被判刑十四年，全案仍在上訴、高院審理中，因此目前因為葉素菲仍逍遙法外。
- (4) 2007 年台灣雅新案，市值三千億公司憑空消失，造成兩岸銀行呆帳 200 億、上游廠商呆帳 100 億、投資散戶八萬人求助無門。全案尚未到一審的階段。

從上述案例，同樣判刑一年兩個月，一個是經濟罪犯獲取不當利益三億四千八百四十萬元在逍遙六年又六個月後才入獄，另一個是小竊賊獲取不當現金五百四十五元、手錶及手飾。而博達案爆發迄今已經五年多，葉素菲仍逍遙過日子。雅新案爆發迄今已經兩年，黃恆俊夫婦也一樣逍遙法外。

現行公司法規定，犯詐欺、侵占、背信罪，被判刑 1 年以上定讞的公司經理人，才必須解職。現今要定讞一經濟罪犯必須歷經調查局、檢察官、一二三審法官數年完成所有法定程序，每一個案件之審理都花上五年以上的時間，此定讞前之空窗期讓經濟罪犯有從容時間準備逃亡，所以像曾正仁在最高法院做出十一年徒刑的確定判決前夕逃亡。從過去種種案例，凸顯政府行政部門(司法院、法務部及財政部)監管能力不足，不能查覺經濟犯罪於先；再加上現行司法體系偵審進度過於緩慢，無法立即在第一時間發揮打擊力量將經濟罪犯繩之以法，都是促成鼓勵經濟犯罪案件激增的因素。

建議為杜絕台灣再爆發重大經濟犯罪，必須限時完成法定程序，並加重罪行，現今對經濟罪犯之判刑太輕凸顯經濟罪犯的「高投資報酬率」，然其犯罪所造成台灣經濟社會之不安、一夕掏空數以萬計散戶投資人之生平積蓄，其罪行遠比持槍搶劫還惡劣，惟有加重經濟罪犯之判刑最高得以處以死刑，這樣的制度才能有效嚇阻有心犯罪之後進人士。

## 6.2 獨立董事會、監察人與總稽核

本個案係公司大股東之家族一手操控董事會、監察人與總稽核，家族色彩十分濃厚，此亦為台灣上市櫃公司中大部分的現象，惟現行台灣上市櫃公司中有一些公司管理者持股比率過低，此大大提高股權代理之問題衍生，建議雙軌制…即政府應該管理公司經理人三等親之持股比率與其董監事席次，當持股比率低於 10%，主管機關可代表散戶投資人派遣優秀專業人員擔

任獨立董事或監察人，其由政府遴選之散戶代表董事應慎選人選，且待遇需要比照公司績效調整、避免淪為酬庸，以追求獲利為主要考量，有效落實公司治理與經營事業。應多加宣導獨立董監事制度所帶來之正面效益，提高經營團隊的接受度。此外，主管機關應該加強對獨立董事制度之宣導如舉辦講座、演習會，讓上市櫃公司與公開發行公司董事參加，使其發揮董事的功能，瞭解獨立董事之職責、權限及社會與股東期待，扮演好應有的角色。

### 6.3. 全面禁止海外第三地紙上公司之成立與居間做帳

近十年來，台灣上市公司因應政府對大陸投資設限，設立 BVI 第三地紙上公司，利用此 BVI 第三地紙上公司安排投資、進貨與銷貨。然而事實上，這些子公司是不存在的，實際上只是一個文件上的往來安排，起始點或許是為了節稅或規避台灣之管制，然而事實上是造成股東對財務報表的嚴重誤判，進而傷害了股東權益，造成財務報表透明度的一大致命傷。

現行台灣業界，有些不誠實之企業透過 BVI 公司第三地境外紙上公司操作，以謀取不存在之利潤，目的在美化帳面、誤導投資大眾與銀行，輕易獲得投資大眾入場爭相搶購股票，藉以操控公司股價，並輕易獲得銀行融資。甚至以此不存在之子公司互相擔保融資、掏空資產進行有損股東之交易。

台灣企業界早已經在大陸蓋起生產基地，尤其是以重設備(重資產)的產業，資金早已全面外移，台灣當局現今仍執迷於所謂的 40%投資設限，無疑是鴛鴦心理，為了即時導正台灣上市櫃公司與公開發行公司之公司治理，台灣政府應該全面禁止海外第三地紙上公司之成立與居間做帳。

台灣上市公司海外子公司財報數據的真實性，對母公司與台灣愈來愈重要。因為台灣上市櫃公司早已將全部的資金外移至大陸投資、生產，然而海外子公司通常不是由母公司會計師查帳，而是準用子公司的財報編入母公司(合併財報)，著實降低財報的透明度與真實性。從國內重大經濟弊案發現，很多假帳都藏在海外紙上公司(例如博達、訊碟、雅新案)，因此現在已經是台灣政府管理機關必須解決的時刻。

本文建議政府必須強行規定會計師與證交所必須實地查核海外子公司實際存在與否，對於第三地紙上公司之進出貨均必須明文禁止；同時，應注意上市櫃公司與海外子公司之往來例如存款、借款擔保或圈存，同時應該判斷帳上現金數據及應收帳款的真實性，並且這些查核事項均必須在財報列為

重大事項上揭露。



## 參考文獻

### 中文書籍：

1. 丁金輝，跨越企業危機，第一版，台北，視訊出版社，民國九十五年。
2. 小約翰·科利、陳正芬，戴至中譯，公司治理簡單講，第一版，台北，美商麥格羅·希爾，2005。
3. 伍中賢，公司治理的第一本書，第一版，台北，商周出版公司，2003 年。
4. 宋明哲，風險管理，第三版，台北，五南書局，民國八十八年。
5. 易秋明，公司治理，第一版，台北，弘志文化，2003 年。
6. 吳樂群、周行一、施敏雄、陳茵琦、簡淑芬，公司治理—董事及監察人如何執行職務，第二版，台北，證券暨期貨市場發展基金會，民國九十二年。
7. 柯承恩、李存修、葉銀華，公司治理與評等系統，第一版，台北，商智文化，2002。
8. 查爾斯·科恩 Charles Cohen，企業十大惡習，第一版，台北，商智文化，2003。
9. 席尼·芬克斯坦 Sydney Finkelstein，從輝煌到煙滅-聰明執行長為何瞬間垮台，第一版，台北，商智文化，第一版，台北，商智文化，2004。
10. 陳繼堯，危險管理論，第一版，台北，三民書局，民國八十八年。
11. 楊政學，企業倫理—倫理教育與社會責任，第二版，台北，全華科技，2008。
12. 楊政學，企業倫理，第一版，台北，揚智文化，2006。
13. 葉銀華，透視上市公司，第一版，台北，先覺出版社，民國九十二年。
14. 葉銀華，蒸發的股王-領先發現地雷危機，第一版，台北，商智文化，2005。

### 期刊報章論文：

15. 朱應舞，「設立董監事對公司治理的影響」，法令月刊，第 56 卷第 1 期，民國九十四年。
16. 何思湘，「美國安隆公司倒閉事件對我國相關立法之啟示」，會計研究月刊，第 199 期，民國 91 年。
17. 李春安，吳欽杉，葉麗玉，「所有權結構與公司非法行為關係之研究—以台灣股票上市公司為例」，證券市場發展季刊，14(4),75-38,2003
18. 李德冠、柯承恩、葉銀華、蘇裕惠，「公司治理機制對於關係人交易的影響」，證券市場發展季刊，第十五卷第四期，69-106 頁，2003。
19. 周雯菁，「企業舞弊分析與因應對策之研究」，今日會計，民國九十二年。
20. 高德儀，「從公司治理角度探討我國經濟犯罪之防治對策—以博達科技事

- 件為例」 海洋法律研究所，碩士論文，民國 95 年。
21. 許士軍、陳光中，「台灣家族企業發展與家族結構關係」，行政院國家科學委員會專題研究計劃成果報告，民國 78 年。
  22. 曾素花，「我國現階段公司治理之問題探討」，中原大學，碩士論文，民國 94 年。
  23. 黃柏凱，「往來公司企業倫理與銀行企業金融人員決策關係之研究」，中原大學，碩士論文，民國 93 年。
  24. 張忠謀，「企業成長與永續經營」，交大 EMBA 同學會演講，2007 年。
  25. 馮震宇，「從博達案看我國公司治理的未來與問題」，月旦法學雜誌，民國九十三年。
  26. 楊士奇，「台灣上市公司影響代理問題因素之探討」，國立中山大學，碩士論文，民國 93 年。
  27. 廖秀梅，「董事會結構特性與公司績效關係之研究—探討台灣家族控制企業因素的影響」，國立台北大學，博士論文，民國 93 年。
  28. 劉政淮，「公司治理價值攸關性研究」，國立台北大學，博士論文，民國 95 年。
  29. 劉綠萍，「董監視股權質押的代理問題與公司價值關聯性之研究」，國立台北大學，博士論文，民國 93 年。
  30. 韋伯韜，周信佑，「誠信會計制度的國際趨勢與台灣經驗」，國政研究報告，財金(研)096-020 號，2007 年 9 月
  31. 葉銀華，「台灣公司的治理問題與改革之道」，證券暨期貨管理，第 20 卷第 11 期，2002 年。
  32. 羅贊，陳逸珊，黃舒芸，黃馨儀，「美國企業改革法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002) 對我國上市公司管理制度適用性之探討」，證交資料月刊，第 505 及 506 期，2004 年 5 月及 6 月。
  33. 薩門等，林宜賢，蔡慧晶譯，「公司治理 Corporate Governance」，哈佛商業評論，2003 年 3 月。

英文部分：

31. Agrawal, A., & Knoeber, C.R., Firm Performance and Mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, Journal and Financial and Quantitative Analysis, 31(3), 377-397.
32. Baek, J., Kang, J., & Park, K.S., Corporate governance and firm value: Evidence form the Korean crisis, Journal of Financial Economics, 71(2), 265-313, 2004.
33. Barontini, R., Caprio, L., The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe, European Financial

- Management, 12(5), 689-723, 2006.
34. Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R., Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock return, firm value and performance, Journal of Asset Management, 5(2),91-104, 2004.
  35. Bellalah, M., On investment performance, value creation, management and corporate governance: The French case, Corporate Ownership and Control, 1(4),72-80, 2004
  36. Carroll, Business and Society, Boston: Little, Brown and Company. Archie B., 1981.
  37. Dennis, D.K. and J.J. McConnel 2003, International Corporate Governance, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 No.1, pp. 1-36
  38. Hughes, P.J. 1988, Risk sharing and valuation under moral hazard In: Feltham, G.A. and A.M. Amershi and W. T. Ziemba, eds. ", Economic Analysis of Information and Contracts, Kluwer Academic Press, Boston, MA: pp.247-267
  39. Hunton, J., Libby, R. Marzza, C., Financial Reporting Transparency and Earnings Management, The Accounting Review, 81(1),135-157, 2006
  40. Jensen Michael & William H. 1976, Meckling, Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3(1976)305-360
  41. Kyereboah-Coleman, A., Corporate Governance and Shareholder Maximizaiton: An african perspective, African Development Review, 19(2),350-367, 2007
  42. La Porta, R. Lopez-DeSilanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., Investor Protection & Corporate Valuation, Journal of Finance, 57(3),1147-1170, 2002
  43. Lewis, P.V. 1985, Defining Business ethics: Like nailing jell to a wall in Journal of Business Ethics 4:377-383
  44. Litz, R. A. 1995. The family business: Toward definitional clarity. Briarcliff Manor, NY: Academy of Management.“
  45. Ralph, C., & Connel, F., Trust as a means of improving Corporate Governance and Efficiency, Working Paper. IMF. WP, 02/33, 2002
  46. Shleifer, R., A. Morck, and R.W. Vishny (1988), Management ownership and market valuation : An empirical analysis, Journal of Financial Economics
  47. Shleifer, R., A. Morck, and R.W. Vishny 1997, A Survey of Corporate Covernance, Journal of Finance, 737-83
  48. Yeh, Y.H., Lee, T.S., & Woidtke, T., Family Control and Corporate Governance: Evidence for Taiwan, International Review of Finance, 2(1),21-48, 2001.

附錄一 台灣省士林地方法院地檢署檢察官起訴書 (P. 1, 5, 26)



1 7 9 7 1 0 3 9 0 5 定 股

臺灣士林地方法院檢察署檢察官起訴書

96年度偵字第13518號  
96年度偵字第14623號  
96年度偵字第14624號  
96年度偵字第14625號  
96年度偵字第14626號  
96年度偵字第14627號  
96年度偵字第14628號  
96年度偵字第14629號  
96年度偵字第14630號  
96年度偵字第14631號  
96年度偵字第14632號  
96年度偵字第14633號  
96年度偵字第15075號  
97年度偵字第2173號  
97年度偵字第2939號  
97年度偵字第3689號  
97年度偵字第3690號  
97年度偵字第3691號  
97年度偵字第3692號  
97年度偵字第3693號

被 告 黃恆俊

選任辯護人 蔡欽源律師  
葉建廷律師  
陳妙秋律師

被 告 莊寶玉

黃煥淵為黃恆俊與莊寶玉之次子，擔任雅新公司董事長特助，負責雅新公司成品事業業務。楊柳風為莊寶玉之姐莊清珠之女，潘志鵬為楊柳風之夫。陳豐珠（原名陳姿汎）為莊寶玉之兄莊學順之前妻，莊婷媛則為莊學順與陳豐珠之女。

二、黃恆俊、莊寶玉、李政寬、蘇嘉斌、葉壬侑、林翠娥、鄭佩玉、黃姿綾等8人均明知雅新公司依法製作帳冊、傳票、會計憑證與財務報告及相關文件之內容不得有虛偽或隱匿之情事，黃恆俊與莊寶玉為維持雅新公司股價及便於銀行貸款、向主管機關申請發行公司債以取得融資，即指示財務部門務必使財務報表顯示雅新公司均已達成預定營收目標。財務協理蘇嘉斌與葉壬侑仰承上意，2人即將次月訂單數額提早認列為當月營收之方式而美化雅新公司財務報表，自94年12月間起至95年6月30日止，渠等8人共同基於虛偽填製不實會計憑證、財務報告與意圖為雅新公司不法利益之概括犯意聯絡，另自95年7月1日起，逐月分別基於虛偽填製不實會計憑證、財務報告之犯意聯絡，由林翠娥將雅新公司每月實際營業收入金額告訴蘇嘉斌或葉壬侑（視彼時何人在臺灣雅新公司而定），由蘇嘉斌或葉壬侑口頭向莊寶玉或黃恆俊報告當月實際營收後，即由黃恆俊召集莊寶玉、蘇嘉斌或葉壬侑商議，並由黃恆俊指定當月預定營收成長比率數額以決定當月營收金額，黃恆俊與莊寶玉均同意以次月未出貨訂單提早認列為當月份出貨以美化營收，蘇嘉斌或葉壬侑即據上開由黃恆俊決定之營收成長比率計算得出當月虛增之營收金額，並指示會計部門人員執行。林翠娥按葉壬侑與蘇嘉斌之指示，將當月預定虛增營收金額部分，由電腦系統中尚未出貨的訂單金額列為當月營收，在會計系統轉帳傳票之會計憑證上登載「借記：應收帳款，貸記：銷貨收入」，次月再將虛增之營業收入對沖，亦即在會計系統轉帳傳票之會計憑證上登載「借記：銷貨收入，貸記：應收帳款」之方式虛增每月營收金額。葉壬侑因未出貨之訂單金額虛列為當月營收金額尚無法

(續上頁)

		2、伊有幫伊母陳豐珠轉交英文開戶文件給楊柳風簽名填寫云云。
1 1	被告潘志鵬之供述	<p>坦承以下事項：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、伊都是和黃煥淵商量籌設景新公司事宜，沒有和莊婷媛或莊寶玉談過。伊也不清楚登記在伊名下之景新公司資本何來。伊從未出資。黃煥淵口頭允諾景新公司獲利時，伊可分得百分之5股權，伊要求要有書面以憑據，所以伊打了協議書內容。至於列名乙方之人係黃煥淵要求。</li> <li>2、景新公司從產品開發到出貨階段，黃煥淵都會參與。伊有在雅新公司內部聯絡單之「跨部門、單位」欄簽名，係因雅新公司業務要求。</li> <li>3、景新公司將雅新公司生產成品出貨給景新公司客戶後，產生損失再回頭向雅新公司要求降價。這是因為雅新公司報價沒有競爭力。伊向雅新公司提降價之事，都會和黃煥淵談過。</li> <li>4、景新公司向雅新公司採購商品之價格係黃煥淵決定，黃煥淵決定後才去開採購單，變更採購單的價格也是黃煥淵決定。</li> <li>5、雅新公司是景新公司唯一供應商，到後來，增加倍特公司供應DVD播放器，該公司是黃煥淵找來的。</li> </ol>
1 2	被告戴美慈之自白與證述	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、坦承其於本署96年1月21日具結證述內容虛偽不實，係受被告莊寶玉與陳豐珠教唆。</li> <li>2、坦承其自95年間起，受被告莊寶玉之指示，以NEWVALLEY公司名義，在</li> </ol>

## 附錄二 財訊月刊第 279 期「電子大亨一頁荒唐加薪史」

財訊月刊掃描



### 中環獲利節節惡化，翁明顯家族瘋狂大加薪！

財訊月刊 第 279 期 文／謝富旭

2005/7/6

【字體】[放大](#) | [正常](#) | [縮小](#)

#### 電子大亨一頁荒唐加薪史

電子產業二〇〇四年出現強弱分明態勢，獲利優者更優，弱者更弱。獲利突出者如台積電、力晶、聯詠等經營階層為自己加薪毫不手軟。然而，獲利衰退的聯發科、中環、錙德與微星等公司老闆們，在不思議檢討之餘竟還為自己加薪，令股東為之氣結。

去年台灣電子業的「薪資王」仍舊是台積電董事長張忠謀蟬聯榜首。張忠謀〇四年所領到的包含薪資、員工配股（以面額計）、車馬費與董監酬勞，總計高達新台幣九一〇五萬元，是阿扁總統一年薪水的十五倍之多。

曾繁城每小時

賺五萬八千元

如果把張忠謀〇四年所領到的五三八八張員工分紅配股，以目前台積電每股五十六元的市價計算，他去年度的薪資水準約在新台幣三・三八億元，堪稱是台灣薪水最高的「打工皇帝」。



張忠謀坐領高薪，而且其薪資總報酬甚至比〇三年度增加四二％，儘管如此，台積電廣大的股東們仍然「認了」。道理很簡單，台積電去年稅後純益劇增九五

%，創下歷史最高紀錄，而且準備發放二元的現金股利及○・五元的股票股利，對股東還算有交代。

不僅張忠謀坐領高薪，台積電副董事長曾繁城與剛升官的總執行長蔡力行，在電子業薪資排行榜上分別列為第三與第四名，狠狠地把競爭對手聯電給比了下去。

曾繁城去年領到二五九五張的員工分紅配股，如以台積電目前市價計算，曾○四年薪資總報酬應高達新台幣一・七一億元，事實上比排行榜亞軍的友達光電總經理陳炫彬更勝一籌。陳炫彬去年約領到一千二百張員工分紅配股，如以市價計，陳炫彬去年度的總報酬約在一・○九億元。

高薪者總是深刻體認到時間的「寶貴」，就有這麼一個故事發生在曾繁城身上：曾經有日本媒體到台積電採訪曾繁城，可能是日本記者對晶圓代工產業不熟悉，問題總是無法切中要領而且言不及義。在採訪尚未結束前，很不耐煩的曾繁城即下起逐客令，令日本媒體相當難堪，但曾繁城卻理直氣壯的向對方說：「你知道你這樣問一個小時浪費我公司多少錢嗎？」如果假設曾繁城每天工作八小時，而且從不休假的話，以他去年的薪資總報酬計算，平均每小時「時薪」高達五萬八千元。日本記者搞不清楚狀況，難怪吃了一頓排頭。

許多電子業○四年獲利創下歷史新猷，大老闆們當然不會放過這個千載難逢的加薪大好機會。

老闆加薪，

### 老闆娘薪水三級跳

去年大賺二一三・三億元，把過去十年虧損給一次賺回來的力晶半導體，全公司從董事長到總機小姐進行大加薪。去年度力晶除了四個月年終獎金外，包括中秋、端午各加發一個月獎金，平均每名員工還可獲得約二個月績效獎金。換言之，○四年，力晶每個員工平均領到二十個月的薪水。

對員工乃至朋友都算大方的力晶董事長黃崇仁，對自己也不吝嗇，他本人去年度加薪三四%，薪資總報酬高達新台幣一九四七萬元，更為總經理謝再居加薪一○八%，達八九○萬元。

屬於加薪一族的電子公司還有聯詠，董事長何泰舜與總經理王守仁分別加薪一八%與四○%，而且這還不把員工分紅配股算在內。印刷電路板廠雅新董事長黃

恆俊加薪六三%，年薪資報酬突破四千萬元，是對自己最大方的電子業老闆之一。除此之外，力特、昆盈、華寶通訊、憶聲等公司因去年獲利大好，董事長與總經理們均獲得大幅加薪。

然而，在電子業大幅加薪背後，有一個有趣現象值得探討。即在許多電子公司夫妻檔，在老公董事長加薪之餘，老婆薪水也跟著三級跳，增幅甚至比老公還可觀，印證了「成功的男人，背後有一位偉大的女人」。

這種情況以家族色彩濃厚的企業為主。例如雅新董事長黃恆俊去年度加薪六三%之餘，擔任總稽核的妻子莊寶玉也跟著加薪六五%，去年薪資報酬高達二一三八萬元，不輸一流的台灣半導體公司總經理級主管。而黃恆俊的媳婦、在雅新擔任財務專員兼董事的劉秀貞，去年度董事酬勞則翻一倍。

儘管雅新近幾年來獲利表現優異，業績可圈可點，但是本益比始終比同業硬是要低一個頭，或許就是因為這種全家大加薪及濃厚家族色彩令投資人不敢恭維。

鍊德科技執行長葉垂景之妻楊慰芬，升任鍊德集團副總裁後，不但逐漸掌握鍊德集團經營大權，薪資水準跟著水漲船高。儘管鍊德去年創下六十六億元虧損的歷史紀錄，楊慰芬去年度薪資加計董監酬勞從前年的一一四・二萬元暴增至九四五・九萬元，增加七倍以上。

### 蔡明介、翁明顯

#### 大膽為自己加薪

值得注意的是，楊慰芬去年還由公司出錢四二〇萬元購進配車，豪華程度比老公葉垂景及公公葉進泰有過之而無不及，在鍊德痛賠、股價重挫破底令股東哀嚎不已之際，楊慰芬依然加薪七倍，出入以名車代步，讓股東們情何以堪。

要講起「疼老婆」，中環董事長翁明顯絕對不會輸給葉垂景，這兩個在商場上的「宿敵」彷彿在比賽一般，無視公司巨額虧損，為自己、為老婆、為所有在董事會的親戚朋友大加薪。

以翁明顯而言，光董事長的薪資與董監酬勞就為自己加了十一・四倍，高達六二四・五萬元，而且總經理酬勞還另計。還為妻子楊麗容（常董）、妹妹翁雅貞（常董）、姊姊翁雅麗（監察人）以及外甥蔡文峰（董事，翁雅麗之子）來個全面加薪大放送，加薪幅度從十倍到二十倍之間不等。翁家可說是去年台灣加薪加到最樂的家族，無奈的是，中環獲利節節惡化，股價萎靡下跌，股東個

個腸斷心碎。

不僅是家族色彩濃厚的電子公司譜出一段荒唐加薪史，連企業形象良好的聯發科技、微星等公司大老闆，在獲利衰退、股價低迷之餘，仍大膽地為自己加薪，可能嚴重損傷公司形象。

I C 設計股王聯發科○四年由盛轉衰，稅後純益衰退一三％，○四年全年股價還原權值後仍告下跌一六％。聯發科包括總經理卓志哲在內，去年度的薪資報酬加計董監酬勞均告消瘦不少，唯獨董事長蔡明介逆勢加薪四○％，達新台幣二一九四萬元。看來，今年蔡明介必須好好在股東會向股東費一番口舌，解釋公司獲利衰退，大家薪資縮水之餘，為何他一個人大大加薪。

主機板市場過去兩年來被鴻海與華碩壓得喘不過氣。技嘉、精英與微星均落得咬牙苦撐慘澹經營局面。表現相對沉穩的技嘉董事長葉培城與總經理馬孟明去年均減領一至二百萬元不等的董監酬勞。精英董事長蔣東濬甚至把原本自己的千萬年薪砍到剩數百萬元。

相較下，去年獲利衰退八五％的微星董事長徐祥，在主機板同業勒緊褲帶之際，還為自己加薪近二十萬元，金額雖不大，但讓股東感覺不對。

本文章由「[財訊月刊](#)」授權刊登，更多內容請見本期[財訊月刊](#)

## 自傳

季鈺現在服務於鴻友科技股份有限公司，擔任 OEM & ODM 業務協理一職。1995 年至 2002 年間曾服務於雅新實業股份有限公司，擔任成品事業部業務部協理之職位。

季鈺自省立新竹高商，德明商專(已升格為德明技術學院)，到現今之交通大學管理學院碩士在職專班經營管理組，一直受教於商科之領域；在職場上多年來服務於上市電子公司業務協理方面之職務，身為業務主管必須代表公司面對國際大廠洽談每一個生意，所觸及之客戶有 HP, Sony, Philips, Fujitus, iomega, Kodak Westinghouse,... 等等，因此能瞭解 OEM, ODM, EMS 電子產業之獲利能力。

季鈺同意企業做帳之窗飾法，這如同季鈺在面對國際大廠時總要一次又一次的包裝公司、工作團隊、工廠、產品... 等等。然窗飾之精神不得誇張扭曲財報之真實性，其失真足以嚴重誤導投資大眾之判斷，進而造成數萬名不知情的投資大眾誤入地雷股，更會在日後的某一天造成企業王國的滅絕，迫使數千或上萬名無辜的員工失去工作。

季鈺雖僅為一名上班族，仍總是期許所服務之公司能高瞻遠矚永續經營，國家之強盛需要繁榮之企業，此如同商場上之雙贏策略。期望能以一己之微小力量對國家經濟社會有所貢獻。