

國立政治大學商學院經營管理碩士學程會計組

商學碩士論文

公司治理與企業發展決策之研究

-以 A 個案公司為例

指導教授：林柏生 博士

研究生：黃家馨 撰

中華民國 壹百 年 壹 月

致謝辭

工作多年，常覺得遇到瓶頸，也需要改變生活型態，讓人生的下一個階段有新的色彩與內容。感謝政大不但讓我在學術殿堂上再拓展視野外，也讓我重新享受學生生活之單純與美好。在修課中，曾因工作上之困境，休學2年，感謝曉真助教之勸勉，讓我有勇氣再繼續，也因為如此，有幸能與99級台商班同學認識與學習。

本論文之完成，衷心感謝恩師林柏生教授之勸勉及指導，讓我在茫鈍之中，得以確立論文之主題、建立研究方法及觀念架構、文獻搜集及探討、研究結論及建議之提出，且常是假日及下班後趕到木柵後跟教授之臨時之約。但是，教授從未有一絲煩躁與不耐！師恩難忘，銘感五內！同時也感謝口試委員江永裕教授及林宛瑩教授提出許多寶貴意見及建議，謹此致上最深之謝意！

非常感謝家人對我重拾課業之支持，接受我這經常晚上及假日請假去上課的太太及3個小孩的媽缺席，希望，我的3個寶貝早日享受到讀書的樂趣與幸福！也感謝上天給我的豐盛福祉，讓我能擁有今天的所有一切！

黃家馨 謹誌

於國立政治大學商學院

中華民國100年1月

中文摘要

企業在彼此競爭以爭食市場大餅時，除了須要持續監控外部商機，積極掌握市場脈動，並推出符合其需求的商品以滿足顧客需求之外，也須要有效率地運用有限資源，妥善處理如採購、資金規畫、廠房設置乃迄於人員調派等各類非屬核心的支援性創價活動，綜言之，即透過高效率的公司治理，才有可能達成永續經營的終極目標。本研究透過個案研究，利用個案公司 - A 公司各類資料，以公司治理之理論架構為基礎，據此深度觀察 A 公司所採取之各類關鍵策略、行動和結果，乃迄於最終的財務面經營績效，據此釐清決定個案公司經營績效的關鍵失敗因素，以及公司治理在其中發揮的功能，作為實務界的參考。

本研究針對 A 公司 2003 年至 2008 年發展及決策進行深入探討，據此瞭解 A 公司為何 2006 甫上櫃，2008 年就因資金周轉不靈而跳票下櫃。經研析後，可得知 A 公司在 2003 年至 2008 年之間，遭遇以下各類關鍵經營問題：

1. 本業經營績效逐年下滑
2. 投資規劃過於樂觀，未考量當不如預期時對公司之可能影響。
3. 對新產品營收過於樂觀，未考量由於新產品送樣期過長，產線建置過早，致使相關設備閒置。

由於 A 公司管理階層與外部股東之間存在「帝國建立」的代理矛盾，再加上 A 公司的董事長兼任總經理，因此具有「所有權與經營權重疊」現象。此時則 A 公司便極有可能因為負責人「帝國建立」的傾向，導致決策失誤，進而危害到公司所有利害關係人之利益。本研究利用中華公司治理協會所提出之公司治理實地評量表進行研析，亦得知造成 A 公司跳票下櫃之主要原因在於其未積極「強化董事會職能」，並未強化「管理階層的紀律與溝通」。

由於 A 公司管理階層具有「帝國建立」傾向，再加上 A 公司由於未能保持「經營權與所有權分離」，並「強化董事會職能」、「強化管理階層的紀律與溝通」，終而使得「本業經營績效逐年下滑」，但仍於短時間內進行大量投資，終而使得「投資過速且投資標的所產生之現金流量過少、速度過慢，投資效益未能顯現」等兩類原因，最終因跳票而黯然下櫃。

關鍵字：公司治理、董事會職能、被動元件產業

英文摘要

Firms shall efficiently allocate limited internal resources, dealing with all kinds of activities including procurement, capital planning, etc. so as to raise up chances of effective competition against other competitors. In others words, firms must rely on effective company governance to assure sustainable development & profitability.

Based on company governance related theory & structure, the paper pays attention to conducting cases study method on Company A. Via in-depth digging how Company A performed during the period of 2003 to 2008, why Company A over-invested during 2003 - 2008, why Board of Directors didn' t function well so as to correct the causing-disaster decision by kinds of analyses, this paper finds out below reasons to cause Company A to be delisted in 2008:

1. Performance of core business (manufacturing and sales of ferrite core) getting worse gradually.
2. Over-investment due to overconfidence regarding internal resources allocation.
3. Overconfidence regarding sales of new product.

The root causes why Company made above mistakes could be generalized as below list:

1. “Empire Building” agency conflict existed between managers and stockholders.
2. The un-separation of Ownership and control.
3. Independent directors of Board of Directors don' t function well to provide insightful, effective-monitoring opinions. Managers are under loose monitoring of Board of Directors.
4. There is little discipline regarding how managers behave in daily operation and critical decision making.

Keyword: Company governance, Board of Directors, Passive Component Industry

目 錄

封面頁.....	
致謝辭.....	
中文摘要（含關鍵詞）.....	I
英文摘要（含 key words）.....	II
目錄.....	III
圖目錄.....	V
表目錄.....	VI
第一章 研究動機與目的.....	1
壹、研究背景與動機.....	1
貳、研究目的.....	2
第二章 文獻回顧與研究方法.....	3
壹、公司治理.....	3
貳、研究方法.....	19
第三章 被動元件產業.....	21
壹、產業概述.....	21
貳、近年來市場供需狀況.....	22
參、產業結構.....	23
肆、電感器磁芯產品發展現況及趨勢.....	26
伍、電感磁芯廠商競爭態勢.....	28
第四章 以公司治理觀點分析企業發展決策歷程.....	29
壹、個案背景及發展歷程.....	29
貳、個案財務績效比較分析.....	38
參、以公司治理觀點分析個案發展歷程決策.....	51
第五章 研究結論與建議.....	61

壹、研究結論..... 61

貳、研究建議..... 63

參考文獻..... 64



圖目錄

圖 2.2.1 被動元件的種類與功能	21
圖 2.2.2 我國 2004~2013 年被動元件產業銷售額發展趨勢	23
圖 2.2.3 我國被動元件產品別分析	24
圖 2.2.4 全球與我國電感器市場占比及產值成長率比較	25
圖 2.2.5 電感器產品分類介紹	26
圖 2.2.6 電感器價值鏈示意圖	27
圖 3.1.1 A 公司鋰鎳鈷正極材料每月銷售額	34
圖 3.2.1 A 公司 2003 年至 2008 年營業收入及營業成本概況	39
圖 3.2.2 A 公司營業費用各細科目 2003 年至 2008 年概況	41
圖 3.2.3 A 公司營業外費用及損失 2003 年至 2007 年概況	42
圖 3.2.4 A 公司主要產品營運概況	44
圖 3.2.5 A 公司 2003 年至 2008 年固定資產概況	45
圖 3.2.6 A 公司固定資產各細科目 2003 年至 2008 年概況	46
圖 3.2.7 A 公司現金流量表歷年概況	47
圖 3.2.8 A 公司現金流量表歷年概況	48
圖 3.2.9 A 公司 2003 年至 2008 年獲利能力相關財務比率分析	49
圖 3.2.10 A 公司 2003 年至 2008 年經營能力相關財務比率分析	50
圖 3.2.11 A 公司 2003 年至 2008 年經營能力相關財務比率分析(cont.)	51

表目錄

表 2.1.1 中華公司治理協會公司治理制度評量六大構面.....	13
表 2.1.2 中華公司治理協會公司治理制度評量「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」之詳細題項.....	14
表 2.2.1 我國被動元件產業結構.....	24
表 3.1.1 A 公司設立迄今之重要記事列表.....	34
表 3.1.2 A 公司近年主要產品營運概況.....	36
表 3.3.1 A 公司 2003 年至 2007 年間涉及本業經營之重要記事.....	52
表 3.3.2 A 公司與新產品有關之重要記事.....	53
表 3.3.3 受訪高階主管針對 A 公司針對「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」之作為所作回應.....	54

第一章 研究動機與目的

壹、研究背景與動機

觀諸全球各類產業的發展歷程，可得知產業發展自有其興衰起承，而其所屬企業之發展，必定也會因為產業生命週期階段的不同而有所差異，舉我國 IC 產業及紡織產業為例，就 IC 產業而言，過去數十年來因為全球個人電腦產業、消費性電子產業乃迄於資通訊產業的快速發展，帶動了我國 IC 產業的發展，我國如被動元件產業、晶圓產業、PCB 產業、IC 設計產業等各類隸屬於 IC 產業的各類次業別遂順勢而起，也因此造就了許多快速成長的廠商，如晶圓雙雄台積電及聯電，以及 IC 設計業的聯發科等，都是該次業別下頗富盛名的業者；就紡織產業而言，由於近年來因我國勞工、土地等生產要素價格日趨上漲，再加上紡織產業中成衣製造等各類次業別多屬勞力密集的產業，因此 2000 年過後除了從事中上游纖維、布料之研發製造在台灣仍有所發展之外，我國紡織產業產生急劇的外移現象。由上述可得知，產業生命週期對於其所屬企業之發展，實佔有舉足輕重的地位。

然而撇除因為整體產業發展，對於其轄下企業所帶來的雨露均霑，筆者總是可以發現部分企業，因為能夠在關鍵的時間點妥善處理其所面對的關鍵議題，舉凡新型態產品及服務的規劃、產品及服務的研發方向、行銷策略的擬定、高階幹部的招用、乃至於遷廠和辦公室的選擇和搬遷頻率等，作出正確的決定、採取恰當的行動，從而享有隨之而來的發展榮景；然而，也有些企業因為沒有辦法恰當的處理這類問題，因而引發一連串的連鎖反應，如營收衰退、人員流失、競爭力逐漸下滑、市場份額逐漸衰退等，最終不得不退出原先的市場。

由此可得知，企業在彼此競爭以爭食市場大餅時，除了須要持續監控外部商機，積極掌握市場脈動，並推出符合其需求的商品以滿足顧客需求之外，也須要有效率地需要運用有限資源，妥善處理如採購、資金規畫、廠房設置乃迄於人員調派等各類非屬核心的支援性創價活動，綜言之，即透過高效率的公司治理，才有可能達成永續經營的終極目標。

貳、研究目的

本研究希望能夠透過個案研究，利用個案公司各類資料，以公司治理之理論架構為基礎，據此深度觀察個案公司所採取之各類關鍵策略、行動和結果，乃迄於最終的財務面經營績效，據此釐清決定個案公司經營績效的關鍵失敗因素，以及公司治理在其中發揮的功能，作為實務界的參考。

綜括上述，本研究係希望透過個案分析，達成下列目的：

- 一、 探討個案公司之關鍵失敗因素。
- 二、 利用公司治理之架構探討上述各類關鍵失敗因素。



第二章 文獻回顧與研究方法

由於本研究擬以公司治理為理論架構，探討個案公司之關鍵失敗因素，因此針對公司治理相關理論及可供依循之架構，以及個案公司所處之產業，進行相關文獻之蒐整分析，俾利後續研究分析。

壹、公司治理

美國學界自上世紀 30 年代就開始探討公司治理 (corporate governance) 相關議題，而公司治理關注的焦點，一言以蔽之，就在於當提供高階管理者自主權及誘因時，如何確保其對股東負起創造財富的責任 (Epps and Cereola, 2008)，亦即如何透過制度的設計與執行，期能提升策略管理效能 (葉銀華, 2002)，並確保資金提供者能夠獲得應有的報酬 (Shleifer and Vishny, 1997)。我國證基會則指出，公司治理係指為落實公司經營者責任之指導與管理機制，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，保障股東權益。世界銀行亦於 1999 年時，以公共政策的觀點來探討公司治理機制，並將公司治理定義為：「企業在遵守契約以及法律的前提下建立一套監督稽查的機制，以達成價值極大化的目標」。

觀諸上述學者及組織對於公司治理之看法及定義，可得知公司治理的核心，在於企業的最高決策機構「董事會」，須擔負起維護所有利害關係人與股東之權益的責任，以達到永續經營的目標，因此若以涵蓋範疇進行區分，則可將公司治理區分為狹義的「公司監理」及廣義的「公司治理」等兩類，前者特指公開發行公司的監理，重點則涵括經營者責任、股東之權利義務、董監事的結構與權責，以及各類營運防弊措施等；後者除「公司監理」外，亦包含相關市場機制、企業併購，特定組織治理、機構投資人機能、資本市場專業機構的建立、破產與重整機制等各類議題。由此，本研究採用經濟合作與發展組織 (OECD) 之定義，將公司治理定義為：「一種對公司進行管理和控制的體系，不僅規範了公司的各個參與者的責任和權力分配，也明確決定公司事務所應循之各類規則及程序」，其係以確保企業存續的經營本質為核心，除了防弊的消極作用之外，亦包含了興利等積極性目的。

一、公司治理之理論及應用原則

前述公司治理之所以成為當代顯學，與企業「所有權與經營權分離」之特色有相當密切的關係。近年來由於愈來愈多企業透過公開市場籌集資金，使得一般投資人成為企業股東並分享經營利潤分配的現象愈來愈普遍。再加上企業經營管理涉及高度專業，非為一般投資人所能負擔，因此一般投資者遂透過股東會等方式選出董事會，再由董事會委託專業經理人進行企業之經營管理，也因此愈來愈多企業具有「所有權與經營權分離」的特色。

在「所有權與經營權分離」的前提下，當企業管理階層非以股東利益最大化為目標時，而以自身利益為主要考量時，就有可能會做出損害股東、債權人，或是其他利害關係人的權益，也因此帶來所謂的代理問題，其所產生的代理成本將損害企業價值和股東權益。此處所提的代理係指一位或多位的主理人

(Principal) 聘用並授權給代理人 (Agents)，由其代為執行特定任務。其中主理人和代理人之間存在契約關係 (Jensen and Meckling, 1976)，而代理成本則包含監督成本 (Monitoring Cost)、契約成本 (Bonding Cost)、殘差損失 (Residual Loss) 以及報酬機制成本 (Structuring Cost)，請參考以下整理：

1. 監督成本：係指當主理人為了監理代理人的目標決策，而對代理人進行監督控制時，所產生的各類成本，如獎酬制度監督成本、稽核制度，以及會計師查核等各類費用。
2. 契約成本：係指代理人為使主理人信任其會以股東財富極大化為主要考量所產生之各類成本，如企業為避免管理階層採取不忠實行動、損害企業價值，而購買忠誠契約，其所滋生之保險費用。
3. 殘差損失：係指代理人決策偏離主理人的預期目標，進而導致主理人遭受之各類損失。簡言之，管理者採取的策略所帶來的成果，與股東財富極大化之間的差距，即稱為殘差損失。
4. 報酬機制成本：係指為使代理人能為創造公司價值而努力，企業設計各類激勵措施，所產生之各類成本，如員工選擇權、現金，以及股票分紅等。

Stein (2003) 則認為，管理階層與外部股東之間存在的代理矛盾有帝國建立 (Empire-building)、聲譽及職涯考量 (Reputational and career concerns)、沉默生活 (The quiet life) 及過度自信 (Overconfidence) 等四類利益。以下分別說明之：

1. 帝國建立 (Empire-building)：

帝國建立係指管理階層可能會因為想要經營大型企業而背離股東利益。Jensen (1986, 1993) 認為管理階層的「帝國建立」偏好將會使得其將所有可用的資金用於投資項目上，進而使得內部資源中投資的增加。這會使得企業須支付高額的債款，使得現金流出企業，減少管理階層可運用的預算，進而減少投資。Stein (2003) 則認為如果管理階層因為帝國建立的傾向而追求個人私人利益，則某些特定的投資類型對於這類管理階層將會更具吸引力，如多角化策略 (Amihud and Lev, 1981)，以及需要應用其特有人力資本之各類投資專案，以確保他們可以保有其職位 (Shleifer and Vishny, 1989)。

2. 聲譽及職涯考量 (Reputational and career concerns):

管理階層考量其行動會影響其聲譽，而這些影響最終會決定其在勞力市場被察知的價值，因此管理階層可能會因此而背離股東利益。有這類傾向的管理階層可能會犧牲長期股東價值來追求短期績效 (Narayanan, 1985)，例如管理階層可能會減少投資在那些難以衡量的資產上 (如維修、顧客關係、員工訓練)。

3. 沉默生活 (The quite life):

具有沉默生活傾向的管理階層，在面臨須作出困難決定的情境時，會傾向由慣性來作決定 (prone to excessive inertia)。這會使得這類管理階層所採取的某些決定看起來像是由具有「帝國建立」傾向的管理階層所作的，如關閉既有且績效低弱的廠房；這也會使得某些決定看起來像是傾向採取「投資不足」決定的管理階層所作的決定，如不進入新事業等。

4. 過度自信 (Overconfidence):

具有過度自信傾向的管理階層，對於在其控制之下的資產，可能會抱持著過度樂觀的態度。Roll (1986) 認為管理階層的傲慢可以用來解釋透過收購取得公司而產生的過度支付。Heaton (2002) 則認為當管理階層對於其所屬企業作出過度客觀的評估時，其會認為當時的股價過低，因此將不願意發行新股。這會導致該企業具有非常少的外部權益融資，而利用內部資源的投資則會增加。

董事會為了達到有效監督企業之組織活動、防止脫法及損及股東權益等經營弊端等各類目的，以確保良好之公司治理，多會利用「激勵機制」及「監控機制」等概念來設計公司治理架構，其中「激勵機制」係指將經營者與股東的利益趨於一致，促使經營者去追求股東利益之極大化，實務上多以經營者結構報酬 (如股票選擇權、股票增值權等) 等方式來達成上述目的。至於「監督機制」，則可分為「外部監督機制」與「內部監督機制」，其中「外部監督機制」涵括主管機關行使公權力之「行政監督」、司法機制受理訴訟、裁定假處分之「司法監督」，以及由資本市場及其他參與者透過公開收購等機制取得公司經營權，或由會計師等

專業人士審視評估經營者行為之「市場監督」等三類監督方式；「內部監督機制」則係指藉由公司內部單位（股東會、董事會及監察人）的權利分立來確保制度設計具有相互制衡的特性，進而防止經營者濫用經營權、傷害利害關係人權益。

為了讓各國公司治理能夠遵循特定原則，藉以避免上述所提各類代理成本，各類組織紛紛提出公司治理相關原則及架構。請參考以下整理各類組織針對公司治理所提出之各類治理架構、原則及方向：

（一） 世界銀行提出之公司治理架構

世界銀行以公共政策的觀點探討公司治理機制（Corporate Governance: A Framework for Implementation, 2000），以促進整體社會投資人之福祉。根據該架構，公司治理架構分為內部機制及外部機制，其中內部機制係指在符合法律與契約等規範的前提下，促成公司價值極大化的各類機制，其係以公司角度出發；外部機制則係指各類外部市場規範機制，用以要求企業在運用其權力、接受社會支持其發展的情況下，善盡其應有責任，其係以公共政策角度出發。

若要內部機制發揮功能，作為公司決策機構的董事會必須要平衡股東以及各種利害關係人的利益，以創造公司的長期利益，若要外部機制發揮功能，除了政府部門必須在立法、行政與司法方面建立資本與金融市場相關之基礎建設，積極推動實施之外，民間亦須成立自律組織以形成公司治理推行網絡，由政府與民間共同合作以發揮市場之「誘因」與「紀律」等兩類功能：

1. 輔導功能：協助企業建立良好的內部機制。
2. 監督功能：監督企業執行公司治理之狀況。
3. 評估功能：評估或評量企業執行公司治理之水準。
4. 獎懲功能：針對公司治理良好或不佳之企業予以獎懲。

（二） 經濟合作與發展組織（2004）提出之公司治理原則

經濟合作與發展組織（OECD）於2004年提出新「公司治理原則」等共計六項，請參考以下整理：

1. 公司治理架構應與法令規章一致，並明確規範不同監督單位、立法單位及執行單位之權責，以促使市場更透明、更有效率。
2. 公司治理架構應保障股東權益並有利於股東權益之行使。
3. 公司治理架構應確保能公平對待所有股東，包括小股東及外國股東。所有股東於其權益受侵害時應能獲得有效救濟方式。
4. 公司治理架構應藉由法律或透過共同協議以確立利害關係人的權利，並鼓勵公司和利害關係人之間在創造財富、工作及健全財務等各個方面積

極合作。

5. 公司治理架構應確保公司能夠即時且正確地揭露任何重大資訊，包含財務狀況、經營績效、股權概況及公司治理等。
6. 公司治理架構應確保公司董事會的策略性指導、董事會對管理階層進行的有效監督，以及董事會對公司及股東的應負責任。

(三) ACCA 提出有關公司治理的十項基本原則

特許公認會計師公會(Association of Chartered Certified Accounts)於2008年11月由其公司治理與風險管理委員會提出「公司治理與風險管理議程」報告，呼籲全球各企業集團及相關群組織機構能夠正確施行公司治理，內容則包含風險管理、管理階層薪酬揭露等各類內容。特許公認會計師公會認為組織進行公司治理的目的主要有下列三類：

1. 確保董事會能夠代表公司全體股東的利益，保障公司資源安全，並根據公司要求和計劃合理安排使用資源。
2. 確保公司管理者能夠履行應盡職責，維護所有利益相關者的合法權益。
3. 確保股東及其它利益相關者能夠督使公司董事認真履行職責，維護公司利益。

除上述目的之外，特許公認會計師公會亦針對全球所有企業和組織機構提出公司治理的十項基本原則，請參考以下整理：

1. 公司所有董事、股東及利益相關者，都應明確公司治理的目的與範圍。這項原則應成為所有群組織機構的行為準則，同時也有助於消除目前大家對公司治理的誤解。
2. 董事應以身作則，制定公司規範，並積極遵守。注重對員工道德品質的培養。公司董事應將培育企業道德與責任視為自己的一項職責。
3. 董事會應對管理層及委員會合理授權，包括制定明確目標，進行職責敘述，確定管理結構和委員會群組成，指定負責人，制定公司政策等。董事需了解自身優缺點，並經常審視自己行事是否正確。董事還應對公司管理層進行監督，確保其能夠實現既定目標。
4. 董事在制定公司策略時，應充分考慮長期風險和回報因素。所有公司都無法避免風險，要保證策略的成功，就需要了解、接受、管理和應對風險。董事不能將風險管理的責任推給公司管理層去承擔。董事需要時刻清楚公司所面臨的各種風險，明確風險的可承受程度，適當時可向管理層查問情況。
5. 董事會應平衡各類關係。董事會作為一個團隊，需要有非執行董事與執行董事的共同合作。專業的財務知識使董事們能夠正確認識公司經營及

相關風險的複雜情況。

6. 管理層薪酬應有助於提高公司經營業績，並且需要透明化。這對公司是基本的挑戰。管理層薪酬設計需要與個人表現連結，並進而能夠促進公司業績的提昇。薪酬設計不當，將不能激勵管理層，進而使管理層不能維護股東及其它利益相關者的權益。因此，管理層薪酬應與員工表現及崗位職責連結。
7. 公司風險管理和控制應客觀地審視，並且獨立於各級部門管理。公司內部與外部審計是實行目標評估與控制的重要依據，應該獨立進行，不受管理層影響。
8. 董事會應對股東及其它利益相關者負責。董事需認真工作，盡力實現公司成功經營，並確保股東利益的合理分配。在股份公司，股東利益是第一位的，但如果能夠綜合考慮社會、環保、員工及其它利益相關者的權益，將更加有利於實現股東的長期利益。
9. 股東及其它重大利益相關者有權追究董事責任。股東及其它重大利益相關者應時刻關注公司經營，並要求董事會對公司的經營業績、發展動態及財務狀況負責。
10. 公司治理隨時間推移而不斷完善與發展。不同行業與地區的企業所處的環境也不同，其所面臨的文化習俗、法律法規及執法力度都有差異。適合某類公司的治理規則不一定適用於其它企業。因此，公司治理規則並不完備，需要不斷地進一步地研究與發展。

(四) 臺灣證券交易所「公司治理制度」主要方向

針對我國上市上櫃公司實施公司治理制度之主要方向，臺灣證券交易所亦整理出下六項原則俾利各界人士參考：

1. 強化董事會職能，而董事會之職能又可分為以下兩點：
 - (1) 董事會成員應本著忠誠、謹慎及高度注意的態度，以公司利益為前提，對於評估公司經營策略、風險管理、年度預算、業務績效及監督主要資本支出、併購與投資處分等重大事項須善盡職責，同時應確保公司會計系統和財務報告之適正性，並避免有董事會成員損及公司之行為或與股東間發生利益衝突之情事。
 - (2) 董事會應審慎選任、監督經營階層，對公司事務進行客觀判斷，以及遴選適任之內部稽核主管，確保內部控制之有效性，俾防範弊端。公開發行公司得依章程規定或依主管機關之要求設置獨立董事，而獨立董事對於董事會決議事項如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明。
2. 發揮監察人（審計委員會）功能

- (1) 公開發行公司應於「設置審計委員會」或「設置監察人」兩者間擇一執行，但主管機關得視情形命令公司設置審計委員會替代監察人。
- (2) 監察人（審計委員會）應適時行使監察權，並本於公平、透明、權責分明之理念，促使監察人（審計委員會）制度之運作更為順暢
- (3) 監察人（審計委員會）除確實監督公司之財務業務事項外，必要時得委託專業會計師、律師代表審核相關事務。
- (4) 監察人（審計委員會）宜督促公司確實補正改善其於申請上市或上櫃時對於證交所或櫃檯買賣中心所出具之相關承諾事項，以免日後損及股東權益。
- (5) 監察人（審計委員會）應確實查閱內部稽核報告，追蹤公司內部控制與內部稽核之執行情形，公開發行公司設有獨立董事者，應一併交付內部稽核報告予獨立董事。
- (6) 遇有危害公司之狀況，監察人（審計委員會）應能適時主動告知主管機關及證交所或櫃檯買賣中心。

3. 重視股東及利害關係人之權利

- (1) 公司應公平對待大小股東，鼓勵其踴躍出席股東會，積極參與董監事之選舉或公司章程等之增修事宜
- (2) 公司應給予股東適當、充分發問或提案之機會，俾達制衡之效，同時股東應有即時、經常取得公司資訊及分享利潤的權利。
- (3) 公司治理尤須重視利害關係人的權益，在創造財富、工作及維持財務健全上與之積極合作，如有利害關係人為公司挹注資金之情形，公司務必依法相對履行債務人之責任，以避免公司產生財務危機。

4. 資訊揭露透明化

公司應建立發言人制度並妥善利用公開資訊系統，使股東及利害關係人能充分瞭解公司之財務業務狀況以及實施公司治理之情形。

5. 內部控制暨內部稽核制度之建立與落實

- (1) 公司應建立完備之內部控制制度，並確實有效執行。以健全公司經營、協助董事會及管理階層確實履行其責任，
- (2) 監察人（審計委員會）除應依相關規定查閱、追蹤內控與內稽之執行情形外，上市上櫃公司尚應確實辦理自行評估作業。
- (3) 董事會及管理階層應每年檢討各單位自行查核結果及稽核單位之稽核報告，作成內部控制聲明書按期陳報主管機關。

6. 慎選優良之會計師及律師

專業且負責之會計師於定期對公司財務及內部控制之查核過程中，較能適時發現、揭露異常或缺失事項，並能提出具體改善或防弊意見，或將因此突破公司治理之盲點，藉以增進公司治理之興利與防弊功能。良好的律師則可以提供適當的法律諮詢服務，協助董事會及管理階層提昇其基本的法律素養，避免公司或相關人員觸犯法令，使公司治理在法律架構及法定程序下從容運作；一旦董事會、監察人與股東會有違法衝突情事，適當的法律措施亦能使公司治理得以靈活發揮效益。

二、我國公司治理之特性、實施現況與趨勢

以下針對我國公司治理各類特色進行介紹：

(一) 所有權與經營權漸趨分離：

由於我國家族企業色彩濃厚，由家族成員擔任公司負責人或管理階層之情形相當普遍，因此我國企業普遍具有「所有權與經營權重疊」之特性，此項特性雖然帶來「管理階層在公司內更具權威性，有助於命令之徹底執行」之效益，但也可能造成負責人獨裁專斷，進而危害公司所有利害關係人之利益。

近年來由於我國主管機關透過政策引導，再加上我國產業結構已逐漸朝「資本密集」、「結合技術與資本」之各類產業發展，因此我國企業已逐漸走出家族企業之色彩，上市公司之股權結構已逐漸朝向「經營權與所有權分離」發展。

(二) 以轉投資方式形成「企業集團」

我國公開發行公司偏好以轉投資方式，利用原事業之資金或由資本市場上所募集之資金轉投資其他公司或創設新公司，擴大經營範圍並追求成長，也因此形成企業集團。對企業來說，形成集團雖然有助於快速跨足各類產業，加速成長，卻也使其面臨更多風險。

(三) 企業交叉持股嚴重

過去我國公司法並未禁止母子公司交叉持股，因此許多公司遂透過成立具「投資公司」性質之子公司，從市場買回大量母公司股票，利用交叉持股的方式鞏固經營權。此外，公司法第 27 條亦未限制同一法人不得指派不同代表分別當選為董事及監察人，造成董事和監察人職權由同一法人行使，使得監察人未能有效發揮應有功能。

為避免因母子公司交叉持股致使股東權益受到顯著影響，我國於 2001 年修訂公司法時，已明訂企業不得再有交叉持股行為，於 2004 年 5 月 27 日修訂公司法時，更規定持有控制公司股份之從屬公司無表決權；此外，證券交易法亦於 2006 年 1 月 11 日修訂時，亦規定政府或法人為股東時，不得由其代表人同時當選或擔任公司之董事或監察人，以強化董事、監察人之獨立性。

(四) 海外投資的增加

肇因於我國政府愈趨開放的政策，以及全球運籌分工產銷模式方興未艾等各類因素，國內企業海外投資情形日益普遍，公開發行公司近年來紛紛赴大陸或海外投資設廠，特別是對大陸之直接投資金額在過去十年持續增加。由於海外子公司營運對國內母公司營運影響性與日俱增，為加強海外投資的管理，主管機關並制訂規範，要求國內企業應揭露海外轉投資資訊。此外，考量我國與大陸地區特殊的政治關係，法令上並另行規範國內企業赴大陸地區的資訊揭露。

綜括上述，我國中小型公司組織型態多以家族企業為主，股權較為集中，故公司治理之重點在於如何防止主要股東為謀求個人利益，利用職務之便進行利益輸送而侵害一般小股東之權益。此外，隨著我國產業結構之調整，公司發展朝向大型化與資金密集，企業對外募集資金之情形普遍，公司經營權與所有權漸趨分離，故如何促使公司之經營管理階層能確實且有效率經營公司業務，並對股東負責，實為公司治理之重要課題。

此外，根據臺灣證券交易所之說明，用以規範我國企業（上市上櫃公司）執行公司治理之基本法律架構，主要係由公司法、證券交易法，以及上市（櫃）相關規章等三類規章所構成，其中公司法為公司治理相關規範之核心，其所提出之股東會、董事會及監察人之治理結構，如同政治上三權分立體制，適用於所有公司組織。

就證券交易法而言，當股份有限公司有對外募集資金之需求，且符合相關資格條件時，就可以向證券發行主管機關申請有價證券之公開發行。當成為公開發行公司後，其有價證券之募集、發行，以及買賣之管理與監督，均須依循證券交易法之規定，唯有當證券交易法未規定時，才可適用公司法及其他有關法律之規定。

上述證券交易法所涵括各類法規，包含公開發行公司資訊揭露、獨立董事及審計委員會制度之建立，以及強化董事、監察人獨立性方面之規範。至於臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心所訂定之相關規章，則須併同公司法、證交法以及公開發行公司之相關規範，由其協助並引導公開發行公司建立、執行與落實公司治理制度。

我國公司治理近年發展趨勢，根據臺灣證券交易所網站之整理，可分為法規規範、有效執法、政治及法制環境、國際會計準則以及公司治理文化等五個構面，請參考以下整理：

1. 法規規範

- (1) 董監經理人酬金資訊揭露規範：
- (2) 內部人持股轉讓申報：

2. 有效執法

- (1) 證交所建立資訊揭露、定期及例外等有效管理機制，以健全證券市場：
- (2) 投保中心就歸入權行使之成效：

3. 政治及法制環境

- (1) 2006年1月11日通過證券交易法修正案，明文賦予公司治理制度之法源。
- (2) 主管機關於2006年3月28日公告相關配套子法，明文規定獨立董事之選舉應採候選人提名制。
- (3) 證交所配合修正上市上櫃公司治理實務守則等公司治理相關參考範例。

4. 國際會計準則

- (1) 投保中心本於股東行動主義精神，積極參與公司治理。
- (2) 證交所舉辦各項公司治理宣導活動，與公司治理協會積極推動公司治理評量。

5. 公司治理文化

三、公司治理評等系統

公司治理評等系統係參酌前述各類公司治理原則所設計出來，其目的就在於衡量各個公司之公司治理品質 (Ertugrul and Hegde, 2009)，據此提供客觀性參考指標予以各類關係人。就目前所發展的各類公司治理評等系統而言，可區分為國家層級及公司層級等兩類，前者主要集中於法律對股東和債權人的保護程度、法規的執行能力，以及會計準則與其他替代機制；後者則以股東權利、管理紀律、資訊透明度與揭露，乃迄於董事會結構等各類重點為評分對象。本研究係利用公司治理理論來探討 A 個案公司之關鍵失敗因素，因此係以公司治理層級之

公司治理機制為探討架構。

國內外已有許多執行公司治理評鑑的相關機構，其中國外最廣為人知的為里昂證券 (CLSA)、標準普爾 (S&P)、TCL、GMI 及 ISS；國內則以中華公司治理協會為主。由於本研究之研究對象 A 個案公司為國內上櫃公司，而中華公司治理協會所發展用來評量公司治理品質之實地評量指標與其配分，係其廣邀國內政府機關及專家學者，歷經多次內部會議與公聽會，廣納各界意見而完成的，應能達到切合我國企業實際需要並符合亞洲公司治理潮流的目的。因此本研究將以中華公司治理協會所發展之「公司治理制度評量通用版實地評量表」為主要探討工具。以下針對中華公司治理協會評量制度進行簡單介紹。

中華公司治理協會評量制度以經濟發展與合作組織所公布之「公司治理原則」為宗旨，主要參考我國上市上櫃公司治理實務守則，另外參酌里昂證券與標準普爾公司治理評分系統、韓國之相關公司治理制度評量體系，發展適合台灣上市上櫃公司治理實地評量的構面、項目與評量表。其評量制度共分為六大構面，依序為股東權益的保障、資訊透明度的強化、董事會職能的強化、監察人功能的發揮、管理階層的紀律與溝通、利害關係人權益的尊重與社會責任，並各自具有對應的項目及評量表。中華公司治理協會利用上述構面評量表，配合實地訪察、開放式問卷評鑑，並結合證基會資訊揭露評鑑系統之評分、中介機構之面談與各類相關資料，針對受評公司進行綜合評量，當受評公司達到認證標準則予以核發證書。請參考以下為中華公司治理協會評等項目之整理：

表 2.1.1 中華公司治理協會公司治理制度評量六大構面

評等構面		評等項目
保障股東權益		<ul style="list-style-type: none"> ● 鼓勵股東參與公司治理 ● 公司與關係企業間之公司治理關係
強化資訊透明度	資訊揭露相關法規遵循情形	● 包括公司是否依上市櫃資訊申報作業辦法辦理而未受違約金或其他處分等紀錄？公司是否及時申報公告對股東權益發生重大影響之事項資料而未受主管機關處分？公司之財務報告是否未受主管機關、證交所或櫃買中心要求調整或重編？
	資訊揭露時效性	● 包括公司是否及時公布月營收報告、每月背書保證及資金貸放資訊、每月取得或處分資產資訊？是否及時申報季報、半年度財務報告、年度財務報告？
	預測性財務資訊之揭露	● 包括財務預測是否全年度不曾更正（新）？財務預測是否未因延遲更新而受糾正或記缺失？
	年報之資訊揭露	● 包括年報是否揭露重要會計政策、所使用的會計原則是否與國內一般公認會計原則一致、年報是否揭露固定資產折舊方法及

評等構面		評等項目
		年限、部門別的分析、關係人（關係企業）交易資訊、研發投資計畫、大股東持股情形、董監事成員的組成、公司治理狀況的討論。
	企業網站之資訊揭露	● 包括月營收報告及之前兩年月營收報告、董事會決議事項、股利及股價資訊、股東問題回答功能、法人說明會簡報，以及公司重大訊息。
強化董事會職能		<ul style="list-style-type: none"> ● 董事會結構 ● 獨立董事制度 ● 審計委員會及其他專門委員會 ● 董事對議事規則及決策程序 ● 董事之忠實注意義務與責任
審計委會監督功能的發揮		<ul style="list-style-type: none"> ● 審計委員會之職能 ● 審計委員會之功能與運作
管理階層的紀律與溝通		<ul style="list-style-type: none"> ● 高階管理者的績效評估與薪酬制度 ● 公司的核心事業與資金成本 ● 重大轉投資案的評估程序 ● 完備的內部控制制度 ● 與董事會的垂直溝通及跨部門的水平溝通管道
尊重利害關係人權益與社會責任		<ul style="list-style-type: none"> ● 員工權益的保障 ● 債權人的權益保障 ● 公司的社會責任 ● 投資人關係

資料來源：中華公司治理協會（2010），《CG6006 公司治理制度評量作業說明書》，頁 11。

以下則針對中華公司治理協會所發展實地評量表之「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」等兩構面進行題項整理，俾利後續探討 A 公司 2004 年至 2008 年發展決策歷程：

表 2.1.2 中華公司治理協會公司治理制度評量「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」之詳細題項

評鑑指標	說明
● 公司董事、監察人之選任是否於章程或董事及監察人選舉辦法中有明定的程序？如採提名制度者，董事及監察人的評選與提名程序是否依法明確規定並載明於公司章程？	● 依公司法第 192-1 條第一項之規定：「公開發行股票之公司董事選舉，採候選人提名制度者，應載明於章程，股東應就董事候選人名單中選任之。」
● 董事、獨立董事與監察人之組成是否考慮多元性且符合公司發展需求？	● 董事會成員應普遍具備執行職務所必須之知識、技能及素養，才得以發揮董事會經營決策及領導督導之功

評鑑指標	說明
	能。持續進修亦可補強董事會成員之專業性。
● 董事選任方式是否採用累積投票制，以提高小股東被選為董事之機會？	● 依公司法第 198 條：「股東會選任董事時，除公司章程另有規定外，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人，或分配選舉數人，由所得選票代表選舉權較多者，當選為董事。第一百七十八條之規定，對於前項選舉權，不適用之。」
● 公司董事長及總經理(或執行長及相等之職務)是否由同一人或互為配偶或一等親擔任？若「是」，是否增加獨立董事席次？	● 請提供董事長、總經理之親屬表及獨立董事席次等相關文件。
● 公司是否設置常務董事？若「是」，則常董事中是否至少包含一位獨立董事且其席次大於常務董事席次之 1/5？	● 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 8 條：「依本法設置獨立董事之公司，董事會設有常務董事者，常務董事中獨立董事人數不得少於一人，且不得少於常務董事席次五分之一。」
● 董事長和內部董事，以及他們三親等內親屬和所控制法人機構擔任董事席位比率是否超過 1/3？	● 指標內所列人員比例不得超過 1/3。若有法人董事，請再提供其大股東且成名單，最好到自然人層次。
● 董事會成員之持股比例是否符合法律規定？各董監股份讓之限制、質權之設定或解除與變更之情形，是否依法辦理並充份揭露	●
● 公司是否在相關規章制度中訂定有關獨立董事資格與席次	● 有關獨立董事之席次及資格需符合行政院金融監督管理委員會 95 年 3 月 28 日金管證一字第 0950001615 號令發布之「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第 2、3 條之規定，證交法及行政院金融監督管理委員會 95 年 3 月 28 日金管證一字第 0950001616 號之規定。
● 董事會中獨立董事的席次是否至少 2 席，且佔董事會席位比率是否至少 1/5？	●
● 公司是否依據證交法第 14-3 條規定於章程或公司其他規章中明定充分授權獨立董事參與決策並表示意見？獨立董事若有反對意見或保留意見，是否皆於董事會議事錄載明？	● 請提供明定獨立董事職責的證明文件。
● 公司是否充分提供獨立董事與監察人行使職權之相關資源？	● 請提供相關資料與協助人員；例如：公司提供秘書、辦公室等資源予獨立董事與監察人，或必要時獨立董事與監察人可直接詢問財務主管、稽核主管及調閱相關文件。
● 公司之獨立董事與監察人中是否至少有一名具有會計、財務專業背景？	● 請提供獨立董事、監察人之基本資料，應至少有一名有會計、財務專長。
● 董事會於討論訂定或修正取得或處分資產等重大財務業務行為之處理程序時，是否依證券交易法第 36-1 條之規定，充分尊重獨立董事之意見？	● 請說明並提供相關資料
● 公司是否建立有關併購交易及募資、發行或私募具股權性質之有價證券之適	● 請說明並提供相關資料

評鑑指標	說明
當程序？	
● 當公司董事會議題涉及董事或監察人自身利害關係之事項時，獨立董事是否善盡決策責任並在董事會中確實督導相關董事之迴避事宜？	● 請說明並提供相關資料
● 獨立董事是否確實督導公司各項營運計劃之執行及財務報表之表達？且管理階層是否主動提供充分之相關資訊以利獨立董事進行判斷？	● 請說明並提供相關資料
● 董事會是否定期（至少每年一次）評估聘任會計師之獨立性及適任性，且是否尊重獨立董事之意見？	● 請說明提供相關資料
● 若公司連續四年未更換簽證會計師，是否曾提報董事會討論更換會計師事宜？董事會是否尊重獨立董事之意見？	● 依公司法第 20 條、第 29 條以及證券交易法第 14-3 條，簽證會計師之委任、解任或報酬需提報至董事會。
● 董事會計對公司財務、會計或內部稽核主管之任免議題，是否尊重獨立董事之意見？	● 依證券交易法第 14-3 條，財務、會計或內部稽核主管之任免需提報至董事會。
● 公司內部控制制度之訂定與修正，是否尊重獨立董事之意見？	● 請說明並提供相關資料
● 獨立董事是否依據充分且適切的證據來判定公司內控聲明書所揭露之內容的適當性？	● 請說明並提供相關資料
● 公司是否在股東大會、年報中，報告或記載公司之獨立董事與監察人監督公司各項營運計畫之執行及財務報表之表達的運作情況？	● 請說明並提供相關資料
● 公司是否依據「公開發行公司董事會議事辦法」之規定，在加開董事會七日前通知所有董事及監察人，並將會議資料送交所有董監？	● 請提供最近一年董事會開會通知及其附件之送交證明。 ● 若為臨時動議之資料，可於會場當天檢附。
● 公司最近一年是否召開六次以上董事會？	● 請提供最近一年之會議紀錄。
● 最近一年董事會的平均出席率是否達到 2/3 以上？（不含委託出席）	● 平均出席率以 2/3 為衡量標準
● 最近一年獨立董事的平均出席率是否達到 3/4 以上？（不含委託出席）	● 平均出席率以 3/4 為衡量標準
● 公司是否依據「公開發行公司董事會議事辦法」之規定，在董事會議事規範（則）中訂定董事自行迴避事項，以及該等事項亦不得代理其他董事行使其表決權？	● 請說明並提供相關資料。 ● 董事自行迴避事項：當董事會所列議案，涉及某董事本身利害關係而可能損及公司利益時，該董事應當自行迴避，不得加入表決，亦不得代理其他董事行使其表決權。
● 公司除「公開發行公司董事會議事辦法」第七條第一項應提董事會討論事項外，若有其他董事會授權執行之事項，不執行層級、內容等，是否具體明確？	● 請說明董事會授權之事項，是否具體規範於公司章程或其他規章。

評鑑指標	說明
● 公司是否訂定經過董事會核准之風險管理政策及相關風險管理辦法？	● 請提供風險管理政策、標準、執行程序與紀錄等相關資料。
● 獨立董事與監察人是否確實督導管理階層對重大內控缺失進行改善及追蹤，並作成紀錄？	● 請提供風險管理政策、標準、執行程序與紀錄等相關資料。
● 公司是否建立向董事會、獨立董事、監察人報告偶發性重大訊息之程序，包括報告期限、應報告之資訊種類、報告方式等？	● 請說明並提供相關資料。
● 全體董事是否均參加涵蓋公司治理主題相關之財務、業務、商務、會計或法律等進修課程，並符合相關法規之規定？	● 請提供全體董事的進修情況。需符合「上市上櫃公司董事、監察人進修推行要點」所規定之進修時數、進修範圍、進修體系。如有參與研討或演講等專業活動之講授經驗證明亦可。
● 全體監察人是否參加涵蓋公司治理主題相關之財務、業務、商務、會計或法律等進修課程，並符合相關法規之規定？	● 請提供全體監察人的進修情況。需符合「上市上櫃公司董事、監察人進修推行要點」所規定之進修時數、進修範圍、進修體系。如有參與研討或演講等專業活動之講授經驗證明亦可。
● 公司董事會（或功能性委員會）及個別董事是否依自我評量、同儕評鑑、委任外部專業機構或其他適當方式進行董事會整體績效評估？	● 請提供相關制度及評估文件等佐證資料並說明。
● 公司章程或股東會決議是否明訂董事、監察人的酬勞給予辦法？	● 請提供公司一般董事、獨立董事及監察人薪資報酬訂定方式及書面資料。
● 董事、監察人之報酬是否與公司績效相關？並於年報或公司網站適當揭露相關訊息。	● 請提供去年（相較前一年）之股東權益報酬率與董事、監察人報酬的變化。據經濟部93年對公司法196條的解釋，報酬包括董事、監察人為公司服務應得之酬金與盈餘分配項目；不包含車馬費。（計算基準日為兩年度之12月31日）
● 公司是否為董事、監察人購買責任保險？	● 請提供相關資料證明。
● 董事會是否設有評估高階經理人績效之制度，並確實執行？	● 高階經理人係指非部門主管之總經理及副總級以上人員。 ● 請提供相關制度、所採用的指標，以及評估之紀錄。
● 公司高階經理人的平均薪資酬勞組成中是否有一定成數與績效相關聯（可因行業特性而調整成數）？	● 紅利、績效獎金、配股、執行認股權憑證皆視為與績效相關聯的報酬。 ● 請說明並提供公司高階經理人薪資酬勞之結構比例。
● 管理階層是否明確定義公司之核心事業？	● 請說明公司所定義之核心事業並提供相關資料。
● 公司於進行投資相關決策時，是否有適當之評估過程及參與？	● 請詳述權益成本及資金成本之估算方式並提供相關資料。
● 公司內控是否有效設計與執行，而可合理確保達成營運之效率與效果、以及法令遵循之目標？	● 請說明並提供相關資料。
● 公司內部稽核人員之規模與人力是否足以負擔例行性查核並提出營運改善建議，以降低企業風險？	● 請說明並提供相關資料。
● 內部稽核主管是否訂定內部稽核業務	● 請說明並提供相關資料。

評鑑指標	說明
之品質保證與改善計畫，包括由機構外適任、獨立之評核者對該計畫執行驗證？	
● 公司是否訂有職業道德規範與行為守則並公佈週知？管理階層是否身體力行？	● 請提供公司相關職業道德規範以及相關資料證明已確實公佈。

資料來源：中華公司治理協會(2010)，《CG6006 公司治理制度評量作業說明書》，頁 37-41，頁 42-43。



貳、研究方法

本研究採行探索性的個案式研究為主要的研究方法。以下為本研究之依據與相關觀念說明：

一、個案研究法

(一) 個案研究法的定義：

可視為研究策略的一種，主要係針對一個複雜的議題，界定出相關的個人、團體或機構，以作為個別案例，再進一步廣泛地進行資料蒐集與各種調查，並透過資料整理及分析，徹底瞭解個案的現況及其發展歷程，最終找出問題核心所在，並提出相關建議。

(二) 判斷研究問題是否適合採用個案研究法

社會科學較常使用的研究策略可分為以下五種：實驗法、個案研究法、歷史研究法，調查法及內容分析法（又稱檔案資料分析）。一般而言，可使用三個條件來判別適用的研究策略，這三個條件包括：(1)研究問題的類型：舉凡「who」、「what」、「where」、「why」及「how」各自為不同的研究問題類型；(2)研究者對於研究事件的控制程度：簡單來說，研究者是否能操控或架構研究環境；(3)著重於當時現象或歷史現象：當探討的議題無法以直接觀察及有系統訪談來取得資訊，而只能從次級資料來取得訊息時，稱之著重於歷史現象。

由於本研究之研究主題係以公司治理觀點，探討 A 個案公司甫於 2006 年上櫃後，2008 年就因為跳票而黯然下櫃之關鍵失敗因素，故研究者無法以實驗設計作變數操控；再者，本研究的研究目的主要係探討 A 個案公司的營運績效「為什麼」在過去數年中，與該產業中其他業者呈現出顯著不同的經營績效？A 個案公司在關鍵時間點「如何」作出決策，這些決策又「如何」影響到其未來的績效？其所屬產業之環境「如何」影響其決策？「為什麼」A 個案公司的營運選擇進行跨產業的發展，最終反因資金運轉失靈而黯然下櫃？故探討問題的類型屬於「如何」及「為什麼」；此外，資料的取得除了次級資料外，亦可藉由曾參與個案公司發展主要成員之訪談來獲得相關資訊，故本研究適合採行個案研究法作為研究方法的主軸。本研究採行「探索性研究」(Exploratory Study) 與「個案式研究」

(Case Study) 作為主要的研究方式。

二、資料蒐集方式

本研究對於各種資料的蒐集，可分為二種方式：

(一) 相關資料的整理及分析

為能詳實地了解個案公司發展架構及相關議題的狀況，本研究第一種資料的蒐集方式，乃針對如下三種資料：一為個案公司公布給投資人的相關文獻，如公開說明書、年報等；二則是選自券商及投資銀行對個案公司所做的研究報告；三為由市場上獨立的研究機構對個案公司所屬產業所做的有關的評論與研究報告等的資料進行蒐集，再系統化地分析與彙整。

(二) 訪談有關主管

其次，為能更清楚明白個案公司當初在關鍵時間點作出決策的具體情況，除了參酌相關次級文獻之外，亦透過訪談個案公司的高階主管來取得第一手的初級資料。

第三章、被動元件產業

壹、產業概述

被動元件 (Passive Components) 係指藉由補充、聯結主動元件而運作的零組件，其本身並無法自行運作。被動元件產業主要係指由製造及銷售涵括電阻器、電容器、電感器、濾波器、震盪器等各式被動元件的廠商所組成的產業，其中又以電阻器、電容器及電感器等三大基本被動元件為該產業的主要產品。其中電阻器係用來抵制電荷流動及消耗電功率，調整電路中之電壓與電流大小；電容器係用來儲存電容，且具備濾波、整流、耦合等功能；電感器主要係透過磁場方式儲存能量，防止電磁波干擾及過濾電流中的雜訊。具有穩定電流、去除雜訊及抑制電磁輻射等功效，舉凡具有電子電路之產品均必須使用該產品，為電子電路中不可或缺的重要元件。請參考以下為被動元件產業主要產品概述：

電阻器	限制電路中的電流，具有降低及分散電壓、保護電路(避免電流過大導致電路過熱或燒掉)的作用。
電容器	可以暫時儲存電路中的電能，藉由快速充電、放電，達到調整電壓、電流的作用。
電感器	電感(由金屬線圈組成)是以磁場的形式來儲存，主要用途是防止電磁波干擾，以及過濾電磁波。
濾波器	原理為依頻率的不同產生不同的增益，使特定頻率的訊號被突顯出來，其他頻率的訊號則衰減，達到消除雜訊的目的。
震盪器	利用頻率控制是控制震盪器的輸出頻率，靠幅度控制是控制正反饋幅度，達到震盪目的。

圖 2.2.1 被動元件的種類與功能

資料來源：工研院 (2010)，《2010 年台灣電子零組件市場》。

在電阻器方面，由於不同材質有不同的電阻值，因此透過使用不同的材質製成電阻器，將之應用在電路中的某個點位，便可限制通過該點位的電流。電阻器通常可分為三大類：固定電阻，可變電阻，特種電阻；若按照材料區分，則可分為碳膜電阻、水泥電阻、金屬膜電阻和線繞電阻等不同類型。電容器以電場（電

荷)的形式,可分為電解電容、陶瓷電容及鉭電容等三類。

貳、近年來市場供需狀況

若由市場供需狀況來看,全球被動元件產業自 2000 年達到高峰後,由於各個廠商產能過剩,再加上手機、個人電腦,以及其他通訊產品之最終需求成長遲滯等各類因素,使得整體被動元件市場需求疲弱,整體被動元件產業也歷經重整、消化庫存等階段。2003 年後由換機熱潮趨勢所驅動的市場需求成長,帶動被動產業成長,再加上 2005 年後國際經濟情勢好轉、金磚四國等新興國家的崛起等各類正面因素,帶動全球電子產業於 2006 年、2008 年穩定發展,進而帶動涵括被動元件產業的各類上游零組件產業,我國相關產業亦得以進一步成長。唯 2008 年、2009 年兩年由於全球遭逢金融風暴肆虐,各類電子產品產業需求急劇萎縮,連帶使得上游各類電子零組件產業呈現衰退。展望 2010 年,市場殺價競爭的態勢逐漸減緩,需求加溫,供需開始呈現緊張現象,產品平均價格也日益提高。

觀察過去發展的歷程,被動元件產業的產值年均成長率約為 5%至 10%之間,屬於較為穩定的產業,其中又以電容器的產值最大,其次則依序為電感器及電阻器。電感器相關產品主要可分為晶片電感、鐵芯及線圈,並以日商為主要供應者,前四大供應廠的全球市占率就高達 77%,為集中度相當高的產業。就各別次產業進入障礙而言,主要產品中以電感器的進入障礙最高,此係因為其標準化規格品的比重較低,客製化的程度高,導致認證時間長;再加上在導入新產品、或是開發新客戶時,須要與其協同開發,從而增加經營的成本。上述兩類因素亦使得電感器的價格相較於其他兩類主要產品來得穩定。綜括而來,由於被動元件之技術於實務界已應用多年,產品一經研發出來後可以銷售多年,因此整體被動元件產業的進入障礙並不高。

觀諸我國被動元件產業發展,根據 MIC 資料,我國被動元件產業市場銷售額由 2004 年的新台幣 87,740 百萬元,穩定成長至 2005 年的 91,968 百萬元、2006 年的 94,707 百萬元、2007 年的 97,281 百萬元,之後則大幅萎縮至 2008 年的 97,951 百萬元及 2009 年的 89,883 百萬元。唯 2010 年全球經濟已走出金融風暴影響,各類最終需求暢旺,預估我國被動元件產業 2010 年將大幅成長至 92,930 百萬元。請參考下圖為我國近年來電子零組件市場發展趨勢:

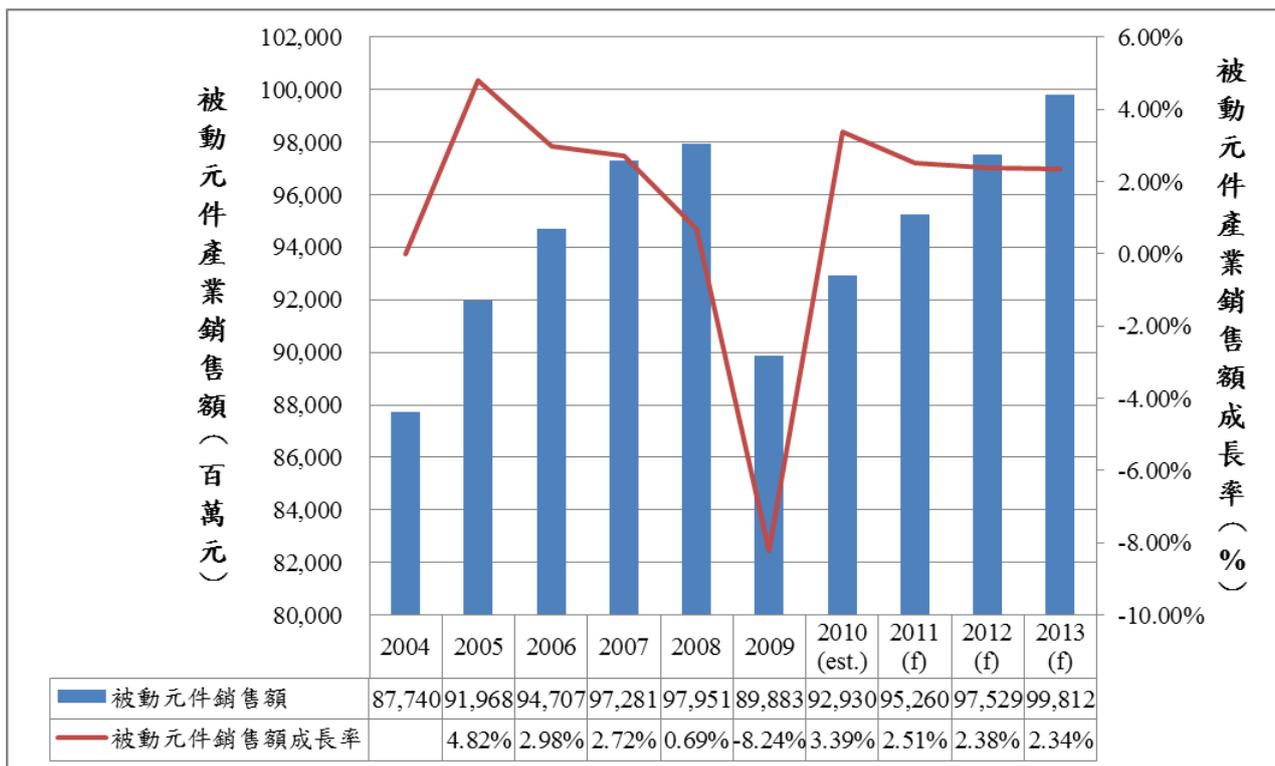


圖 2.2.2 我國 2004~2013 年被動元件產業銷售額發展趨勢
資料來源：MIC (2010)，「2010 年台灣電子零組件市場」，本研究整理。

參、產業結構

我國被動元件產業主要可分為上游原物料業、中游被動元件製造業、以及下游終端應用產業，是眾多電力驅動產品必要的元件。被動元件在 3C 領域應用得最多，約占七成以上，此外也應用在如汽車、工業及電源等各類產業中。

在上、中、下游產業中，國內雖然有業者可以提供上游關鍵材料，但由於所需原料多為化學材料及金屬，占全部成本比重很高，台灣業者在多種關鍵原材料上無法自給自足，必須透過日本進口，因此獲利相較於其他電子產業並不高。目前台灣在晶片電阻領域已經取得全球第一的地位，占有全球七成市占率，而國內業者國巨之全球市占率也達到 28%。在積層陶瓷電容領域 (MLCC) 方面，國內業者國巨和華新科也已成爲全球前五大；其他領域我國業者則著墨較少，占全球比重較低。請參考以下爲我國被動元件產業結構：

表 2.2.1 我國被動元件產業結構

	電阻器	電容器	電感器
上游	<ul style="list-style-type: none"> ● 氧化鋁陶瓷基板 (九豪) ● 導電漿墨 (致嘉) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 電蝕鋁箔 (展成、東展、立敦) ● 化成鋁箔 (立敦、展成) ● 介電瓷粉 (信昌) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 鐵氧體 (國巨、鐵研、越峰)
中游	<ul style="list-style-type: none"> ● 晶片電阻 (國巨、大毅、旺詮、乾坤) ● 熱敏電阻 (興勤、聚鼎、佳邦) ● 固定式非晶片電阻 (幸亞) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 鋁電解電容器 (立隆、智寶、金山) ● MLCC (國巨、華新科) ● 塑膠薄膜電容器 (華容、智寶) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 晶片電感 (奇力新、鈞寶、乾坤) ● 線圈 (千如、華容)
下游	主機板 (華碩、微星、技嘉) 電源供應器 (台達電、光寶) 通路商 (禾伸堂、日電貿)	筆記型電腦 (廣達、仁寶、英業達) 手機 (華寶、華冠、佳世達) WLAN (正文、友訊、智邦)	

資料來源：工研院 IEK (2010/04)

觀察 2009 年我國被動元件產業各類產品所佔比重，電容所佔比重最高，主要以鋁質電解電容和 MLCC 產品為主，達 47.7%，之後則依序為電阻 24.1%、震盪器 10.7%、電感器 9.5%，以及濾波器 7.99%。在 RCL 被動元件（即電阻、電容和電感等三大主要產品）中，則以電感生產比重最低，這是因為電感標準化規格較低，大部分屬於客製化產品，認證時間較長，著重於產品研發技術，因此國內投入該領域之業者並不多，未來短期內仍將維持是類發展態勢，請參考以下圖示：

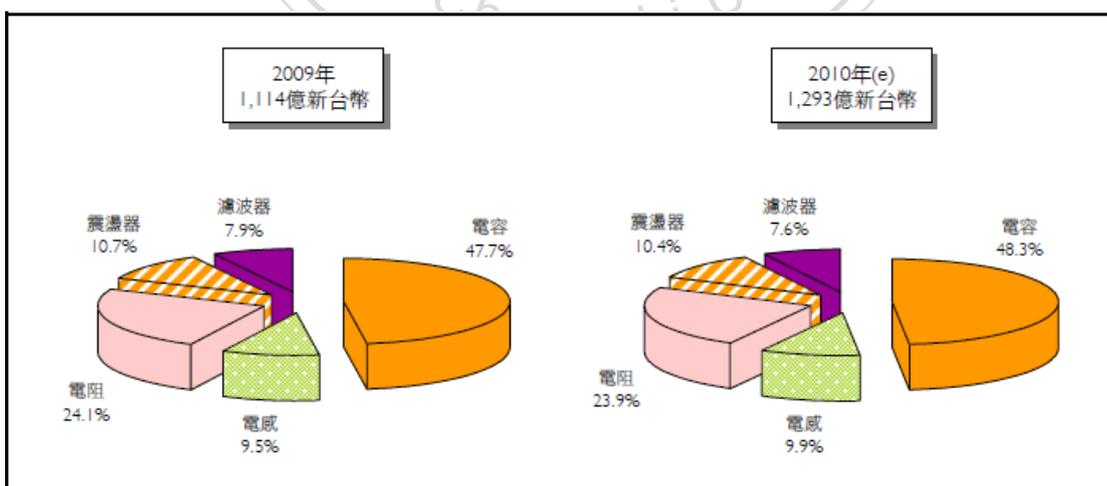


圖 2.2.3 我國被動元件產品別分析

資料來源：工研院 IEK (2010/04)

電感器市場規模現況

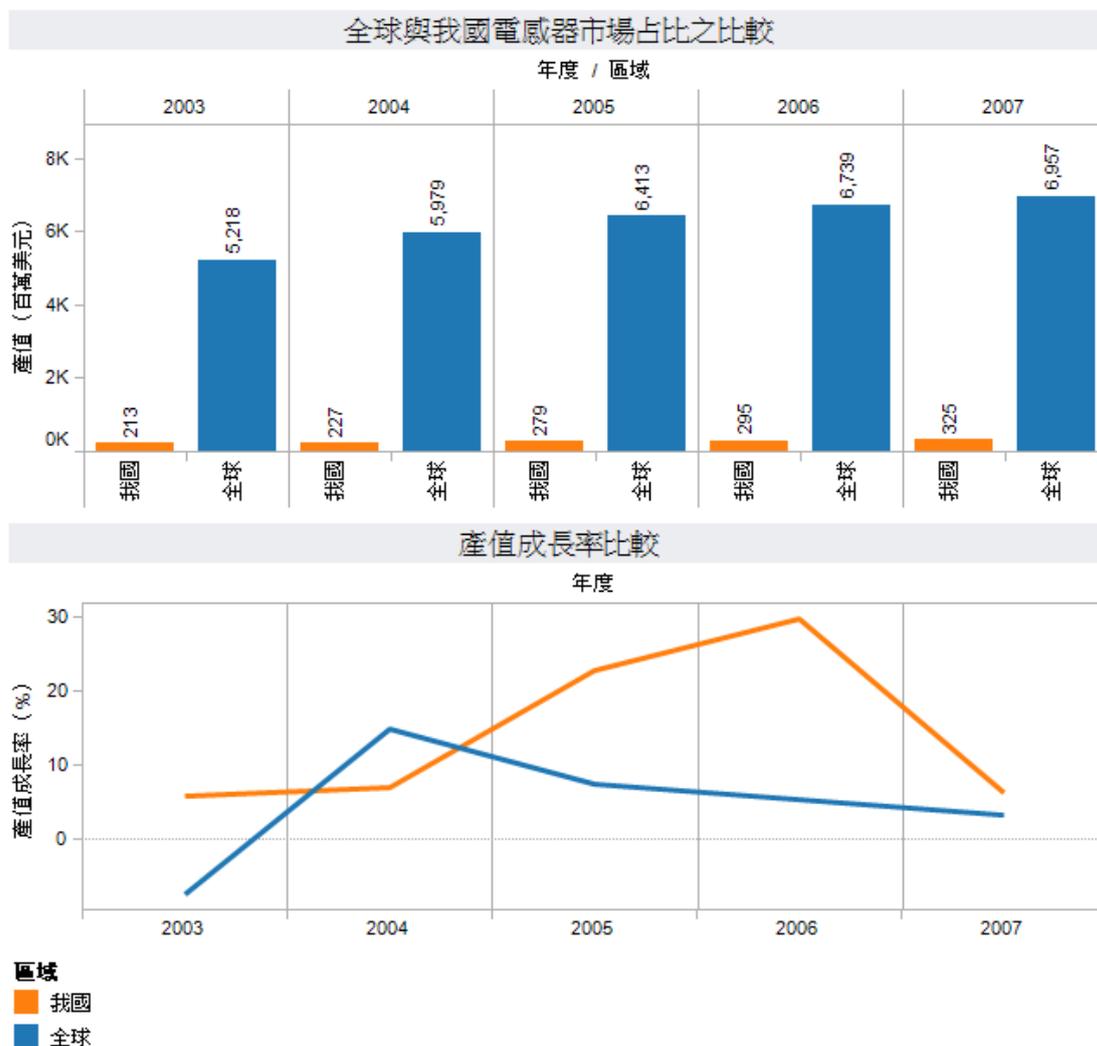


圖 2.2.4 全球與我國電感器市場占比及產值成長率比較

資料來源：王志方（2007），《電感器之產業概況》，本研究整理。

2004年起由於景氣逐漸回升，全球電感器產值年成長率攀升至15%，惟2005年成長率卻又降至7%。綜括而言，全球電感器市場已經成為一個發展成熟的市場，成長率隨著全球景氣興衰而有所波動。此外，由於電感器具有客製化程度高及認證時間長的特性，使得我國電感器廠商之全球市佔率目前仍不到5%。雖然近來年國內廠商之產值成長率大多優於全球市場之表現，但整體市佔率仍然呈現緩慢成長的趨勢。

肆、電感器磁芯產品發展現況及趨勢

電感器若依功能及對應採用之鐵芯材料分類，可分為訊號用途及抑制雜訊等兩類。若為訊號用途，則使用之鐵芯為陶瓷鐵芯，如陶瓷繞線電感及積層陶瓷電感；若用作抑制雜訊，則使用之鐵芯為鐵氧體鐵芯，如 Power Choke、Ferrite Bead，以及 Ferrite Core。請參考以下說明之：

訊號用途	EMI抑制用途	
陶瓷繞線電感  ▪感值大,客製化	鐵氧扼流線圈  ▪Power Choke ▪除雜波,穩壓,穩流	鐵氧磁珠  ▪Ferrite Bead ▪線路抑制EMI
陶瓷繞線電感  ▪加外罩,防磁漏	共模扼流線圈/濾波器  ▪CM Choke/Filter ▪匯流排雜訊抑制	鐵氧磁芯  ▪Ferrite Core ▪傳輸線抑制EMI
積層陶瓷電感  ▪MLC,體積小,磁漏小		

圖 2.2.5 電感器產品分類介紹

資料來源：王志方（2007），《電感器之產業概況》。

電感器亦可依構造區分為繞線型及積層型等兩類，繞線型電感器係以線圈捲繞鐵芯而製成，積層型電感器則係將導體油墨印刷在基板材料上形成線路，經多片堆疊壓合後燒結而成。其中繞線型電感除可利用線圈粗細來控制耐電流之外，亦可控制繞圈數來調整電感值，產品設計較具彈性，然而體積較大為其缺點。

本研究主要研究對象 A 公司之主要產品 - 鎳鋅氧鐵磁芯及錳鋅氧鐵磁芯 - 即應用於繞線型電感器。除應用於繞線型電感器之外，亦可作為濾波器、抗流圈、電子安定器、電源供應器、各式變壓器等各類產品之上游原料，進一步作為充電器、桌上型電腦、筆記型電、液晶顯示器、液晶電視、數位相機及通訊網路設備等常見電子產品之元件。請參考以下電感器價值鏈示意圖：

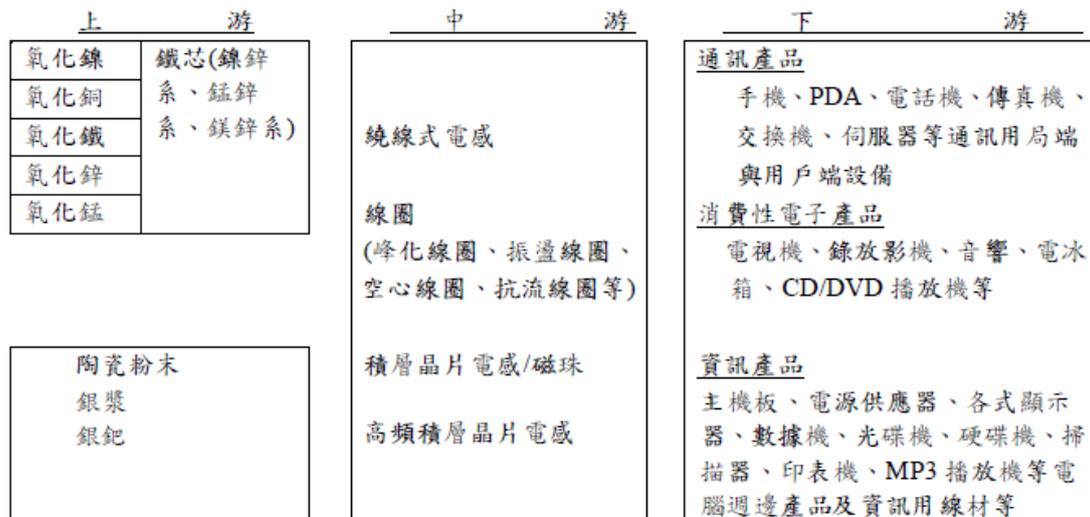


圖 2.2.6 電感器價值鏈示意圖

資料來源：千如電機工業股份有限公司 2009 年年報。

由此上述資訊可得知，各式資訊、通訊、消費性與工業用電子產品皆需要電感器始可產生作用，電感器及其相關零組件亦被廣泛應用於各類資通訊、消費性電子產品及其他工業設備、醫療器材。因此資通訊產業、消費性電子產品產業、乃迄於醫療器材產業等各類下游電子產品產業之發展情勢，對於被動元件產業有著密切的影響。

由於近代電子科技快速發展，帶動各類電子產品大量應用於日常生活，然而也因如此，電子儀器之間彼此相互引發的電磁幅射干擾現象遂愈常發生，進而促使美、日及歐洲等各個先進國家愈發重視是類現象，並訂定日趨嚴格之電磁檢測標準。由此可得知，未來各項電子產品若欲銷售至上述各國，就必須通過電磁幅射相關標準，故被動元件中電感器之技術要求將日益提高。

此外，由於可攜式電子產品同時強調輕薄化及高效能等訴求，因此電感必須降低體積，減少元件數量，舉手機用電感為例，其厚度已由過去的 2mm 下降為目前的 1mm，未來將朝向更輕薄及高效能發展。綜而言之，未來小體積電感發展將朝降低電流阻抗，提高電源效率，並且能維持較高的額定電流及低直流電阻(RDC)為主。

綜括而言，電感磁芯產品除具有原物料成本占總成本比重高之特色外，由於其大部分屬於客製化產品，認證時間較長，著重於產品研發技術，也因此電感磁芯之研發產銷需著重於針對客戶之需求，製造客製化產品，這也是和其他被動元件產銷不同的地方。

伍、電感磁芯廠商競爭態勢

由於競爭激烈，不易大幅獲利，主要產業參與者為日、韓及中國大陸業者。目前電感器鎳鋅系鐵芯全球主要生產廠商為日商 TDK、Maurata 及我國業者鈞寶。目前我國從事鐵芯產銷之業者主要有奇力新、鈞寶、越峰等廠商。其中中國大陸業者以單價較低之大尺寸鐵芯為主。

分析我國上市櫃被動元件業者，可得知僅有前兩大資本額的廠商月營收可超過五億新台幣，其他廠商均在一至二億新台幣左右；2006 年前十大電阻廠的營收超過 80%，前十大電容器和電感器廠也分別佔整體營收的 60%。這些數據顯示，台灣的被動元件產業具有高度集中化、大者恆大的特性，可推論被動元件產業的產業生命週期已經進入成熟階段。

此外，由於近年來由於台商、美商及日商等紛紛將生產工廠外移至中國大陸，再加上中國大陸因內需市場大且集結全球各主要供應商擴產投資，已成為全球最矚目的市場，且在台商、美商及日商等投資加碼下市場不斷成長，已經超越日本成為全球最大零組件生產據點。

綜括而言，我國被動元件產業自從 2006 年銷售額成長率達至高峰後，除 2008 年、2009 年因為金融風暴而大幅衰退之外，以及 2010 年因為基期過低，再加上景氣回溫而驅動成長之外，多呈現穩定微幅成長之發展態勢，顯見我國被動元件產業已逐漸步入成熟期。因此隸屬於該產業之企業應關注該市場之即時資訊、價格與通路變化、關鍵資源發展動向、其他競爭者之經營動向，以追求進一步之成長。

第四章 以公司治理觀點分析企業發展

決策歷程

壹、個案背景及發展歷程

由於本研究之研究主題係以公司治理觀點，探討 A 個案公司甫於 2006 年上櫃後，2008 年就因為跳票而黯然下櫃之關鍵失敗因素，因此本研究擬針對該特定期間，廣泛蒐集 A 個案公司的相關資料，據此探討造成是類現象之關鍵因素。以下分別針對 A 個案公司所屬產業及主要產品類型、創辦背景、競爭優勢、創辦後之營運狀況以及後期為何招致虧損之可能因素，並針對其歷年大事提供摘要說明，據此進行背景資料之整理，據此作為後續研究之材料。

一、所屬產業及主要產品類型

A 公司的主要業務為軟性氧鐵磁芯、純鐵芯等電磁材料之製造與銷售。主要產品為電感磁芯，應用於變壓器及線圈等。電感磁芯為使用於消費性電子（如 TFT-LCD、TV、DVD 等）、資訊（如監視器、主機板、電腦、電源供應器、工作站等）、通訊（如行動電話、固網設備等）等各式電子產品上之基本電子元件，與電子上下游各類產業具有高度的關聯性。

A 公司的產品主要可分為鎳鋅系電感磁芯及錳鋅系電感磁芯等兩類產品。大致來說鎳鋅產品毛利率較低，錳鋅產品則筆因於客製化程度高，毛利率相對較高。

二、創辦背景

A 公司的兩位創辦人原服務於從事鎳鋅系氧鐵磁芯產銷的 Z 公司，離開前主要職務分別為廠長及業務副總，職務內容則分別為電感磁芯之生產管理及業務拓展及管理。由於當時電感器產業獲利極高且 Z 公司為家族企業，兩位創辦人乃萌生創業念頭，並於 1996 年成立 A 公司。

另外，A 公司的兩位創辦人亦考量以下構面，俟確認創業無虞後才正式進入創業階段：

(1) 生產製造：

- a. 兩位創辦人之一在創業前擔任廠長一職，具有十數年工廠管理經驗，對於工廠管理、製程改善、生產設備設計及委託製造等各類生產製造相關創價活動相當熟悉，各類產品研發及製造創價活動應可因此而順利運行。
- b. 被動元件相關技術已於實務界運行多年，被動元件產業生命週期處於成熟階段。

(2) 行銷業務：

- a. 兩位創辦人之一在創業前擔任業務副總一職，熟悉被動元件產業之業務開發、客戶維繫，以及售後服務，有助於確保創業後業務來源。
- b. 兩位創辦人認為被動元件產業仍將維持『產品具高毛利率』、『產品供給無法滿足市場需求』等趨勢。

(3) 財務規劃：

- a. 創業資金主要由兩位創辦人之儲蓄，以及其身邊親朋好友所提供資金所構成。
- b. 俟利用期初資金初步賺取營業收入時，再向銀行辦理借款。

(4) 人力資源：

- a. 該企業共約廿多位員工，自願追隨兩位創辦人共同創業。

三、競爭優勢

綜括而言，A 公司在以下各類創價活動上具有競爭優勢：

(1) 採購 - 掌握關鍵原物料來源：

電感磁芯之產製原料多須仰賴進口，由於國內相關原料來源（如氧化鐵、氧化鎳、氧化錳等）較為缺乏，在原料普遍缺貨且供不應求之情形下，故須仰賴進口。該公司與國內外上游產製原物料供應廠商間均有多年深厚之合作基礎，彼此間已成為良好之合作夥伴關係，故在原物料供應方面尚無匱乏之虞。

(2) 生產製造：

a. 具有自行開發生產設備之能力：

A 公司具有自行開發生產設備的能力，可以藉此壓低固定資產設備購置成本，使其在成本控制以及量產進度掌控上較同業更具優勢。且領導團隊在該領域的長久經驗使得該公司可以快速建置生產線、擴充產能。

b. 產品品質優良，且具有量產經濟規模及高生產效率：

A 公司於公司設立後一年即已通過 ISO-9001 及 QS9000 國際品保認證，成為國內第一家通過認證之電感磁芯製造廠商，產品品質一直深受下游客戶之認可，且多年來該公司亦致力於生產製程之提昇及改良，以順暢生產線管理，同時為因應產業發展趨勢，將附加價值及毛利相對較低之產品移往海外生產，以有效運用當地資源，並加強海外廠之生管品保效能，另採大量生產方式，以發揮經濟規模效益及有效降低成本。

c. 少量多樣之生產能量：

近年來由於市場產品生命週期逐漸縮短，因此，新產品推出所需之前置時間亦大幅縮短，少量多樣之生產彈性遂成為許多客戶之共同需求。A 公司可以藉由先完成產品之基本製程，再依客戶需求進行客製化，具有「生產線縮短」及「換線時間快」等特色，既可快速滿足客戶小量之需要，又可同時多線生產以應付客戶多機種之訂單需求，故具有高度彈性之生產能力、豐富之生產經驗。

(3) 行銷業務：

a. 主要產品應用領域廣：

A 公司所產銷之電感磁芯類產品涵蓋電腦、通訊、消費性電子等所有 3C 產品，不易受到單一產業景氣循環影響，致使該公司過去年度業績與獲利方面能持續成長。

b. 與研究發展創價活動無縫接軌：

近年來電子產業蓬勃發展，電子產品之世代交替速度亦倍於以往，因此唯有快速獲得市場資訊，掌握產品與市場之發展方向，並同時預測客戶之需求，以研發出配合市場行銷脈動之產品，且縮短產品之開發時程，才能迅速將產品推入需求市場，以提高市場佔有率及排除潛在之競爭者。因此積極研發提高產品附加價值、縮短產品前置作業期以掌握市場商機，達成研發與行銷合一。

(4) 研究發展 - 具有產品材料配方開發之能力：

A 公司具有開發產品材料配方之能力，可自行開發完成具獨特性之配方，以生產出高品質且適合客戶需求的產品，例如錳鋅系 BS 值(飽和磁通密度)一般均在 4,800 高斯以上，鎳鋅系在 3,200 高斯以下；由於 A 公司掌握配方及製程之特殊技術，可將鎳鋅系產品 BS 值提高至 4,300~4,500 高斯之間，因此打破線圈用電感磁芯多半採取鎳鋅系產品的慣例，開發出用於線圈之錳鋅系電感磁芯。由於錳鋅 BS 值較高，耐電流量較大，可用於大電流需求之線圈，由於電子產品走向輕薄短小的設計趨勢，因此對於線圈的耐電流量亦較以往為高，A 公司所開發的非規格化錳鋅系電感磁芯極具市場潛力。

(5) 人力資源管理 - 重視技術傳承、拔擢優秀人才：

A 公司重視技術傳承，累積智慧財產，並積極進行人才培訓之規劃，從員工中拔擢優秀幹部，訓練第二代領導階層。同時長期與工研院材料所、經濟部工業局、清華大學材料研究所、吳鳳技術學院等機構進行技術合作，開發新產品與新技術。

四、創辦後之營運狀況

由於 A 公司經營團隊主要來自於從事鎳鋅氧鐵磁芯產銷之 Z 公司，因此成立初期仍專注於鎳鋅氧鐵磁芯之產銷，營業規模在 200,000 仟元以內。A 公司於 2002 年底開始積極開發中國大陸市場，並於 2003 年底擴充產能，因而驅動營收大幅成長，2003 年度營收為 453,270 仟元，相較於 2002 年度成長約 167.5%。2004 年 A 公司購入同業之錳鋅氧鐵磁芯生產設備及技術，並藉由錳鋅系氧鐵磁芯銷售的挹注，帶動 2004 年度營收成長至 630,159 仟元，稅前淨利 95,942 仟元，均創下 A 公司成立以來新高。

A 公司 2005 年度之營收接續前年度趨勢，成長至 7.01 億元，但由於鎳鋅氧鐵磁芯之主要原料鎳價格逐年上揚，使得 A 公司面臨愈趨增加之營業成本，進而促使 A 公司營運毛利不升反降，略為下滑至 0.94 億元。

2006 年度時除了鎳等主要金屬原料價格大漲持續提高 A 公司營業成本外，由於 A 公司於 2006 年中決定將所有電感磁芯生產線移往大陸，使得產線無法於當年度完全開出。上述兩個原因使得毛利率持續下滑。再加上營業費用增加、提列成品、半成品存貨跌價損失增加等各類現象，使得 A 公司 2006 年度營業收入雖然成長為 7.61 億元，惟稅前淨利下滑為 0.27 億元，相較於前三年度獲利能力呈現大幅度的衰退。

2007 年度由於鎳等主要金屬原料價格仍然維持上漲趨勢，A 公司雖然進行調價，但調價幅度有限，無法完全將原物料上升之成本反應至售價上。除了電感磁芯產品之外，A 公司亦於 2007 年 9 月開始小量出貨鋰鎳鈷電二次鋰電池，但產銷狀況未如預期，2007 年度鋰鎳鈷二次鋰電池的銷售額為 34,115 仟元，僅佔營收比重的 4.1%，對於整體獲利而言並無帶來顯著挹注。綜括而言，A 公司 2007 年度雖然呈現持續成長的趨勢，營業收入達 8.83 億元，但是毛利率大幅下滑為 6.65%，使得本業由盈轉虧，營業淨損為(77,176)仟元，稅前淨損 0.62 億元，為 2002 年以來的首次年度虧損。

2008 年度雖然鎳價趨於平穩，但由於 A 公司為了建構鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料生產基地，先於 2006 年購入桃園縣廠房、購置機器設備並安裝試車，使得該年度固定資產投資支出達 2.03 億元；於 2007 年度增購機器設備等固定資產 1.71 億元，然而由於鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料的產品送樣期相當長，使得鋰鎳鈷電池銷售並不如預期，2008 年度銷售額為 61,962 仟元，平均每月銷售 5,164 仟元，低於 2007 年 9 月至 12 月的月平均銷售額 8,529 仟元。請參考下表為 A 公司鋰鎳鈷正極材料由 2007 年 9 月乃迄於 2008 年 12 月的月銷售明細表：

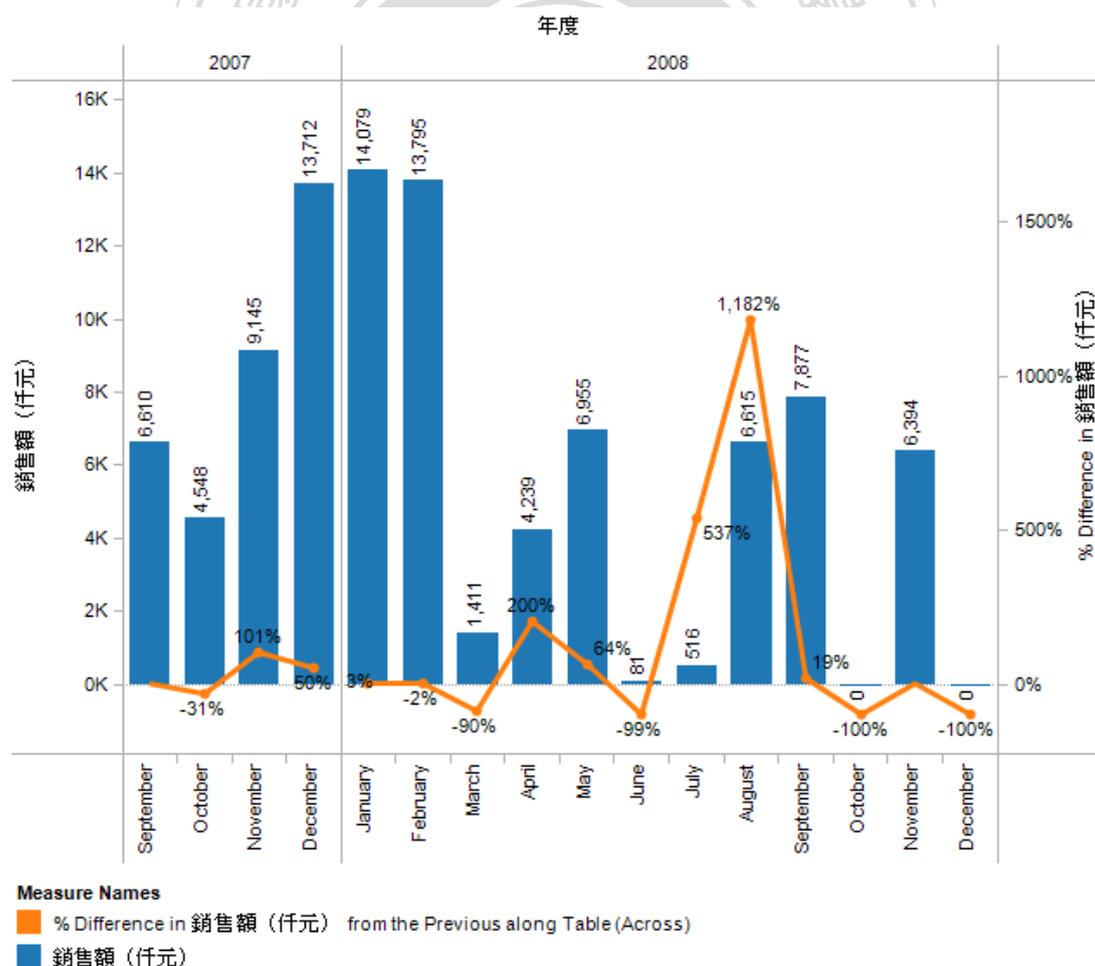


圖 3.1.1 A 公司鋰鎳鈷正極材料每月銷售額

資料來源：廖豐業(2009)，《銀行企業授信風險評估與風險管理機制之研究 - 以個案銀行之 A 授信案為例》，頁 34，本研究整理。

根據上圖所示，A 公司銷售鋰鎳鈷正極材料的期間中，以 2007 年 12 月至 2008 年 2 月為銷售高峰期，但是最高銷售額亦未超過 15,000 仟元，此後每月銷售額均未達 8,000 仟元（最高僅達 7,877 仟元），2008 年 10 月、12 月銷售額甚至掛零。由上述銷售狀況，可推論 A 公司所產銷之鋰鎳鈷正極材料可能在市場擴展、生產技術、或是產品品質遭遇困難，致使銷售狀況未如原先預期。

由於鋰鎳鈷正極材料銷售狀況未如預期，投資效益未能顯現，再加上大陸新廠銷售未如預期，造成實際營運狀況與營業計畫目標相差甚遠，以致 2007 年上半年出現虧損。

五、大事紀要

以下為 A 公司自設立迄今之歷年大事紀表：

表 3.1.1 A 公司設立迄今之重要記事列表

時間	重要記事說明
1996 年 11 月	正式設立，初期以鎳鋅電感磁芯為主要產品。
1997 年 5 月	通過日本東電化（TDK）認證，並成為其合格供應商，供應線性磁芯及 SMD 磁芯。
1997 年 11 月	成為國內第一家通過德國 RWTUV ISO 9001 認證之磁芯製造廠商。
1997 年 12 月	成為國內第一家整合硬磁、軟磁組件，應用於電腦顯示器內，且將寬度、行線性電感器二合為一之磁芯。
1998 年 11 月	開始開發錳鋅系電感磁芯。
2002 年 11 月	投資 3,155.6 仟美元（折合新台幣 109,816 仟元）設立 A 科技（薩摩亞）股份有限公司，再由 A 科技（薩摩亞）向股東購入先前於東莞成立來料加工廠 - 東莞石碣 A 電子廠（以下簡稱為「東莞廠」），從事於電感磁芯加工生產。
2002 年 12 月	增資發行新股 82,700,000 元。
2003 年 1 月	增資發行新股 65,293,080 元。 取得經濟部工業局補助研發鋰鈷鎳正極材料。
2003 年 8 月	與工研院材料所合作，並申請經濟部工業局高容量鋰鈷鎳正極材料（鋰離子二次電池正極材料）之主導性新產品開發計畫，預計 2005 年起開始生產。
2003 年 11 月	現金增資發行新股 42,350,000 元，資本公積轉增資 41,398,620 元；取得經濟部工業局開放計畫案，為國內第一家研發鋰離子二次電池之高容量鋰鎳正極材料。
2003 年 12 月	經證期會核准為股票公開發行公司。

時間	重要記事說明
2004年1月	以 26,000 仟元購入同業錳鋅氧鐵磁芯生產相關設備。
2004年4月	將設備搬移至 A 科技股份有限公司（中國東莞）。 透過自有資金及廠房抵押貸款等融通方式，以 136,800 仟元取得美商同業湖口工業區土地 2,500 餘坪、建物 1,600 餘坪及其錳鋅氧鐵磁芯生產設備（其中 118,000 仟元為廠房抵押貸款）。
2004年5月	購置桃園之辦公室。
2005年1月	由子公司甲（薩摩亞）100%投資甲（毛里求斯）股份有限公司。
2005年3月	增資發行新股 32,000 仟元。 由甲（毛里求斯）於廣東投資設立廣東甲電子科技有限公司。 將取自美商同業之錳鋅氧鐵磁芯生產設備陸續運至廣東甲廠裝機生產。
2005年7月	遷廠至自有廠房湖口廠，並註銷租用之桃園廠房。
2005年12月	申請上櫃。
2006年1月	透過自有資金及廠房抵押貸款等融通方式，以 80,210 仟元法拍購入廠房，以建構鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料生產基地（其中 59,000 仟元為廠房抵押貸款）。
2006年3月	掛牌上櫃；現金增資發行新股 53,000,000 元，實收資本額增加為 450,493,470 元。
2006年6月	決定將所有電感磁芯生產線移往大陸。
2006年8月	盈餘轉增資 38,424,450 元，實收資本額增加為 488,917,920 元。
2006年10月	員工認股權憑證執行 12,660,000 元，實收資本額增加為 501,577,920 元。
2006年11月	增資發行新股 125,000 仟元。 辦理現金增資，發行新股 12,500 仟股，募得股款 225,000 仟元。
2007年1月	金管會核准發行員工認股權憑證 2,000,000 股。 以 165,000 仟元出售湖口廠之廠房及土地，原湖口廠機器設備全數移至廣東；將湖口廠剩餘機器設備以設備作價美金 380 仟元間接投資大陸廣東甲公司。
2007年4月	投審會核准經由 甲(薩摩亞)股份有限公司投資甲（毛里求斯）股份有公司，再投資廣東甲電子科技有限公司，投資金額為設備美金 380,000 元；投審會再核准美金 300,000 元投資設立廣東乙電子有限公司。
2007年5月	實際發行員工認股權憑證 2,000,000 股。
2007年6月	公司及工廠遷移至桃園。
2007年7月	辦理 2007 年第 1 次私募 55,230,000 元，實收資本額增加為 693,049,460 元。
2007年9月	設立廣東乙電子有限公司（工廠：中國廣東省）。
2007年10月	員工認股權憑證執行 2,717,500 元，實收資本額增加為 695,766,960 元。 辦理 2007 年第 2 次私募 61,230,000 元，實收資本額增加為 756,996,960 元。
2008年4月	員工認股權憑證執行 1,550,000 元，實收資本額增加為 758,546,960 元。 辦理 2008 年第 1 次私募 83,540,000 元，實收資本額增加為 842,086,960 元。
2008年7月	辦理 2008 年第 2 次私募 70,000,000 元，實收資本額增加為 912,086,960 元。
2008年8月	辦理 2008 年第 3 次私募 80,000,000 元，實收資本額增加為 992,086,960 元。

時間	重要記事說明
2008年9月	向桃園地方法院申請重整。

資料來源：本研究整理。

由上述重要記事列表中，本研究發現A公司以下值得注意的決策：

(1) 產品開發及量產

A公司於1998年底開始開發錳鋅系氧鐵磁芯，2004年以前僅少量生產。2004年初A公司購入同業錳鋅氧鐵磁芯相關設備、當年4月再取得美商同業錳鋅氧鐵磁芯生產設備後，大幅度提升錳鋅氧鐵磁芯產能。

除了錳鐵氧鐵磁芯之外，A公司在2003年1月取得經濟部工業局補助，於2003年8月份與工研院合作，開始進行鋰鈷鎳正極材料（鋰離子二次電池正極材料）的研發，當時預計將在2005年時正式量產。A公司在2006年初購入桃園廠房，並於2007年9月開始量產出貨。請參考下表為A公司各類產品銷售額及比重之整理：

表 3.1.2 A公司近年主要產品營運概況

單位：新台幣仟元，%

	2004年		2005年		2006年		2007年		2008年	
	銷售額	佔比								
鋰鈷鎳正極材料	nil	nil	nil	nil	nil	nil	34,115	0.04	61,962	0.12
鎳鋅氧鐵磁芯	490,499	0.83	530,077	0.76	505,045	0.63	445,065	0.53	247,345	0.49
錳鋅氧鐵磁芯	77,255	0.13	157,397	0.22	250,168	0.31	153,719	0.18	46,699	0.09
其他	21,493	0.04	13,913	0.02	50,425	0.06	205,380	0.25	153,749	0.30
總計	589,247	1.00	701,387	1.00	805,638	1.00	838,279	1.00	509,755	1.00

資料來源：A公司歷年年報及公開說明書，本研究整理。

(2) 大陸投資

A公司於2002年11月投資3,155.6仟美元（折合新台幣109,816仟元）成立A科技（薩摩亞）股份有限公司，再由A科技（薩摩亞）向股東購入東莞廠，作為電感磁芯加工生產之基地。

此外，A公司於2005年1月由子公司甲（薩摩亞）100%投資甲科技（毛里求斯）股份有限公司，再由甲（毛里求斯）於廣東投資設立廣東甲電子科技有限公司。

A公司於2007年初將將出售新竹湖口廠後剩餘之機器設備以設備作價380

仟美元之方式，間接投資於廣東甲電子科技有限公司。

(3) 廠房投資與處份

A 公司於 2004 年 4 月取得湖口工業區土地 2,500 餘坪、建物 1,600 餘坪，除部分價金以自有資金支付外，另由銀行取得廠房抵押貸款 118,000 仟元支應。並於 2005 年 12 月申請上櫃前，遷廠至自有廠房湖口廠。

A 公司於 2006 年初以 80,210 仟元購入桃園廠，在 2006 年 3 月掛牌上櫃後，於 2007 年 1 月以 1.65 億元出售湖口廠土地、建物，並於 2007 年 6 月由湖口廠遷往桃園廠。

(4) 籌資與融資活動

A 公司於 2002 年辦理現金增資，募得股款 196,526 仟元並用以支應大陸投資所需資金及營業規模擴大後所產生的各類現金流出，2003 年復辦理現金增資，募得股款 63,525 仟元並用以支應增購機器設備支出及營業規模擴大所產生的各類現金流出。

A 公司於 2004 年取得美商同業湖口廠時，除部份價金以自有資金支付外，另以銀行廠房抵押貸款 118,000 仟元支應。此外，A 公司另從金融機構取得融資 174,417 仟元，支應增購機器設備支出、大陸投資增資款及對大陸投資的各類資金融通支出。

2005 年時，A 公司的長、短期借款及應付短期票券總計增 83,329 仟元，並辦理現金增資，募得股款總計 64,000 仟元，用以增購機器設備支出、大陸投資增資款及對大陸投資等各類資金融通支出。

A 公司股票於 2006 年上櫃掛牌交易，現金增資發行新股 5,300 仟股，每股並以新台幣 13 元溢價發行，募得股款共 68,900 仟元。此外，A 公司為了建構鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料之生產基地，在年初時以 80,210 仟元取得桃園廠之廠房、土地等，除部份價金以自有資金(現金增資)支付外，另由合作金庫取得廠房抵押貸款 59,000 仟元支應；此外，尚於 2006 年 11 月辦理現金增資發行新股 12,500 仟股，每股並 18 元溢價發行，募得股款共計 225,000 仟元。

2006 年時，A 公司的長、短期借款及應付短期票券增加為 362,419 仟元，當年度由資本市場、貨幣市場及銀行體系取得資金合計 6.56 億元，用以支應營業活動之淨現金流出、增購機器設備支出、大陸投資增資款及對大陸投資等各類資金融通支出，所剩資金亦於 2007 年初用於償還銀行湖口廠抵押貸款 1.18 億元。

之後 A 公司分別於 2007 年 7 月、2007 年 10 月、2008 年 4 月、2008 年 8 月及 2008 年 9 月分別辦理私募現金增資 55,230 仟元、61,230 仟元、83,540 仟元、70,000 仟元及 80,000 仟元，每股認購價格則分別為 27.16 元、24.50 元、14.25 元、6.50 元及 5.60 元。其中 2007 年兩次私募時間恰於 2007 年半年報告期間前後，也適逢新產品鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料正式出貨。在市場樂觀期待下，A 公司股價仍能維持在 25 元以上，也因此能以 27.16 元及 24.50 元的認購價格完成私募。A 公司透過這兩次的私募籌得資金 3 億元，並將之用於償還金融機構借款及支應營業活動之淨現金流出、增購機器設備支出、大陸投資增資款、對大陸投資等各類資金融通支出。

由於新產品鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料的銷售狀況未如預期，再加上大陸遷廠營收不如預期，使得 2007 年第 3 季、第 4 季，以及 2008 年度均呈現虧損。在銀行緊縮授信額度的壓力下，A 公司僅能被動地於 2008 年度以『充實營運資金，取代向銀行借款』等目的辦理私募現金增資。由於 2008 年 5 月 23 日之前 A 公司的股價仍能維持在 20 元上下，因此 2008 年 4 月的私募尚能以每股認購價格 14.25 元募集。惟鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料的銷售狀況每況愈下，使得股價在 2008 年 7 月中旬過後跌破面額，故 A 公司於 2008 年 7 月及 2008 年 8 月所舉行的兩次私募均僅能以每股認購價格 6.5 元及 5.6 元募集。A 公司於 2008 年度辦理之三次私募，僅募得股款 2.09 億元，尚不足以支應償還長短期借款及短期票券之現金流出 2.87 億元，因此發生財務危機，並於 2008 年 9 月被票據交換所列為拒絕往來。

貳、個案財務績效比較分析

以下分別針對 A 個案公司之財務績效進行分析，釐清歷年財務績效之重要轉折點，據此歸結造成其重要轉折之可能原因。

一、損益狀況

A 公司 2006 年的營業收入為 761,584 仟元、營業成本為 569,303 仟元，相較於 2005 年的 701,387 仟元、509,273 仟元，各增加 8.58%及 11.79%；2007 年則為 883,954 仟元、825,209 仟元，兩者相較於前年度，則各增加 16.07%及 44.95%，若比較營業收入及營業成本之增加幅度，可得知營業收入增加之幅度，均顯著低於營業成本增加之幅度，顯見 A 公司在 2005 年、2006 年及 2007 年這段期間內，營業收入雖呈現穩定成長之趨勢，然而營業成本卻則呈現大幅成長之

趨勢，2007 年更大幅躍升至 44.95%，可得知 A 公司主要產品之利潤呈現逐年下滑的趨勢，而本業之營運亦呈現衰退現象，請參考以下圖示：

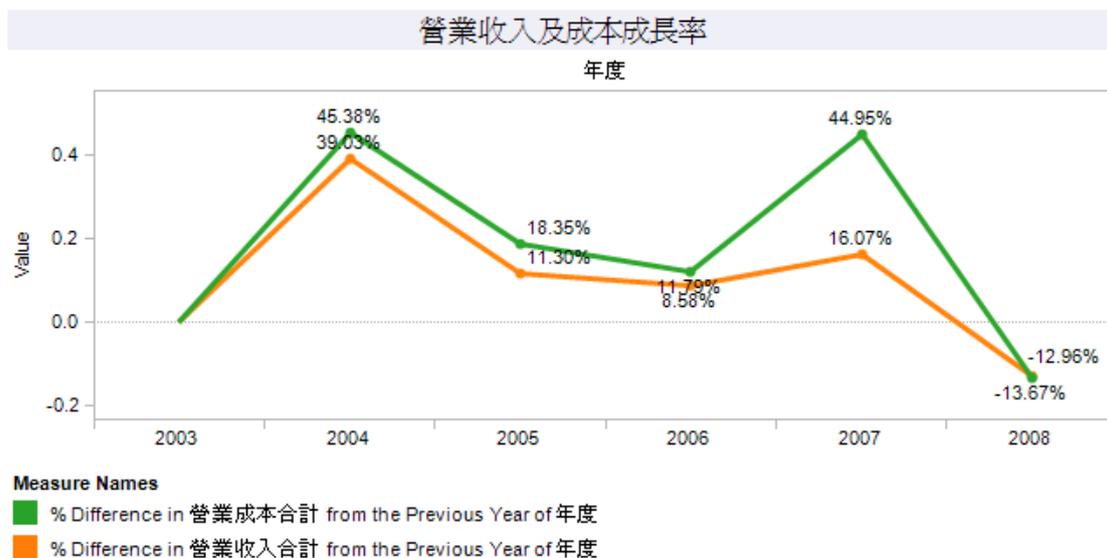
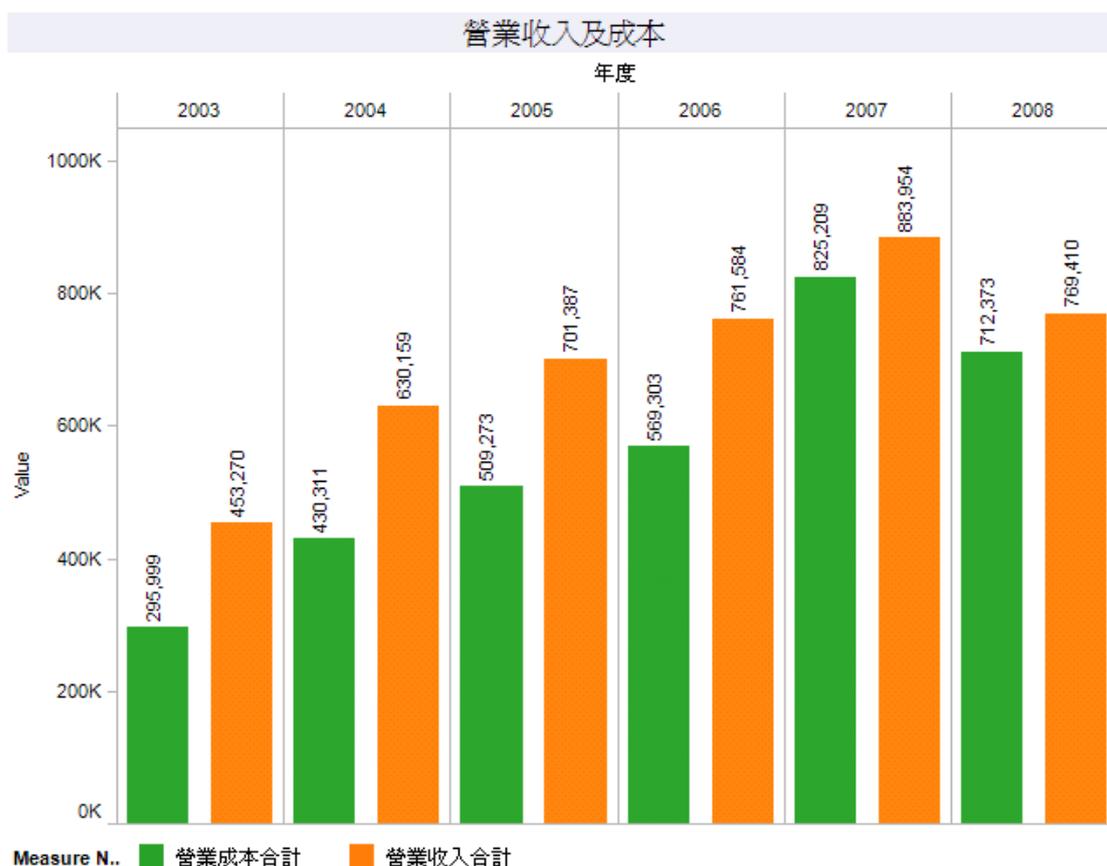


圖 3.2.1 A 公司 2003 年至 2008 年營業收入及營業成本概況
 資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

雖惟 2007 年肇因於原物料成本持續攀高，使得營業成本逐步攀升，進而致

使營業毛利呈現顯著衰退現象，但若 A 公司能夠有效控管營業費用、營業外費用及損失等支出項，將財務資源花在刀口上，則或許能穩健渡過前述原物料上漲時期。然而觀察營業費用，管理及總務費用於 2006 年大幅成長至 84,660 仟元，相較於 2005 年的 55,773 仟元成長了 51.79%，而 2007 年時亦維持在 85,050 仟元；顯見 A 公司並未積極管控管理及總務費用。若以研究發展費用來看，2004 年的研究發展費用為 20,558 仟元，相較於 2003 年的 14,487 仟元大幅成長 41.91%，惟之後成長幅度逐漸下滑，2007 年甚至呈現萎縮現象，當年度成長率為 -33.38%；就推銷費用方面，A 公司 2004 年大幅提高至 20,558 仟元，成長率為 127%，2007 年以前成長率皆為正，顯見 A 公司花費相當資源在擴展各類產品。綜言之，A 公司並未積極管控其管理及總務費用，並將推銷和研究發展的費用控制在特定的門檻。



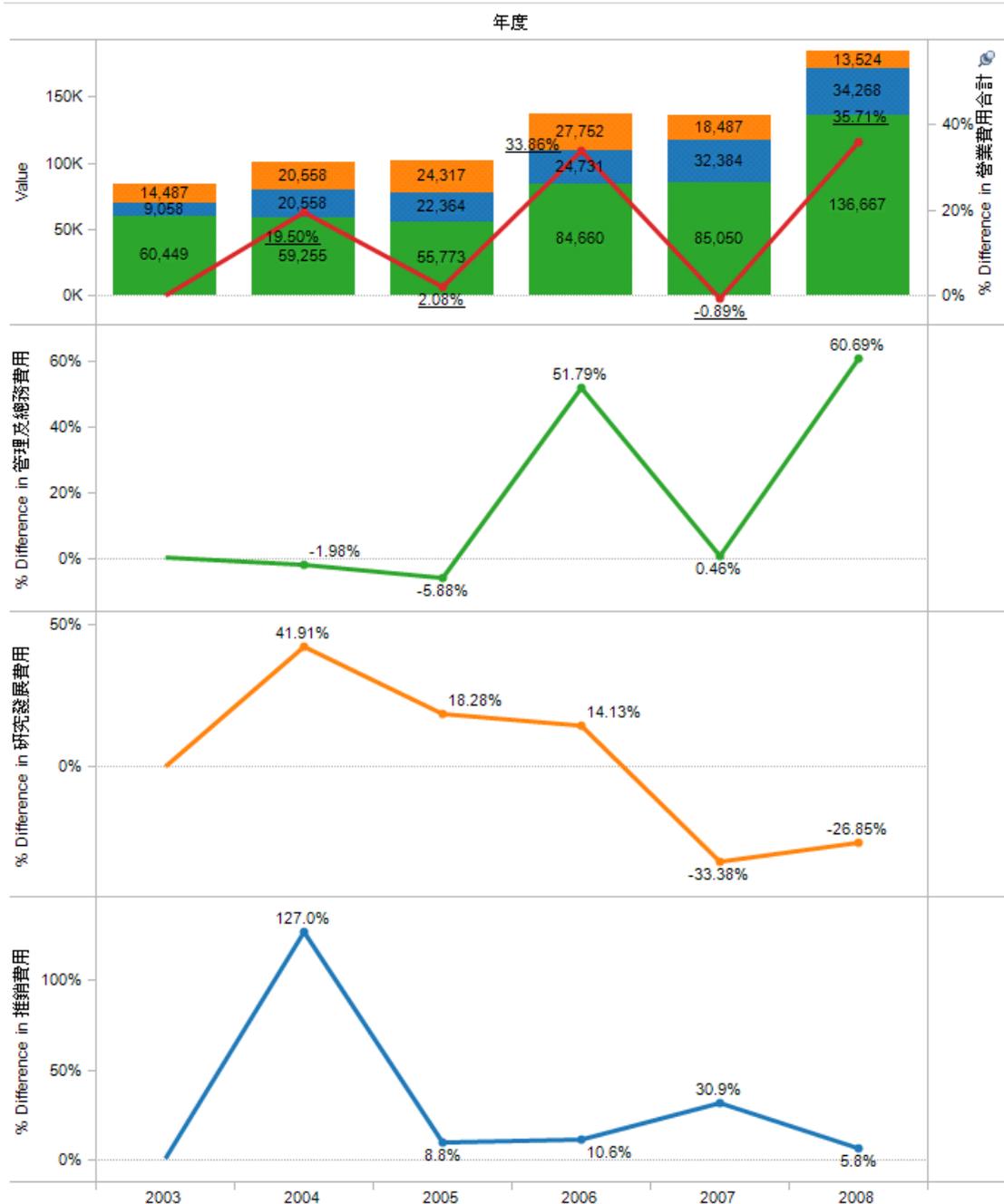


圖 3.2.2 A 公司營業費用各細科目 2003 年至 2008 年概況

資料來源：A 公司歷年財報，本研究整理。

至於營業外費用及損失方面，2005 年為 9,949 仟元，2006 年則大幅提高至 35,788 仟元，成長率為 259.7%，2007 年亦維持在 34,207 仟元，僅微幅下滑 4.4%。A 公司營業外費用及損失在 2006 年大幅提高的主要因為(1)存貨跌價及呆滯損失的提列，以及(2)利息費用的大幅增加。A 公司在 2006 年之前並無任何存貨跌價和呆滯損失，然而在 2006 年卻出現 12,979 仟元的損失，此外在 2006 年時利息支出為 16,543 仟元，相較於 2005 年的 9,429 仟元大幅成長 75.45%。2007 年時存貨跌價和呆滯損失雖然下滑至 5,655 仟元，但利息支出卻大幅提升至 28,251

仟元，成長率為 70.71%。由此可得知 A 公司的營業外費用及損失在 2006 年及 2007 年時因為認列存貨損失和利息費用，呈現顯著的上升趨勢。

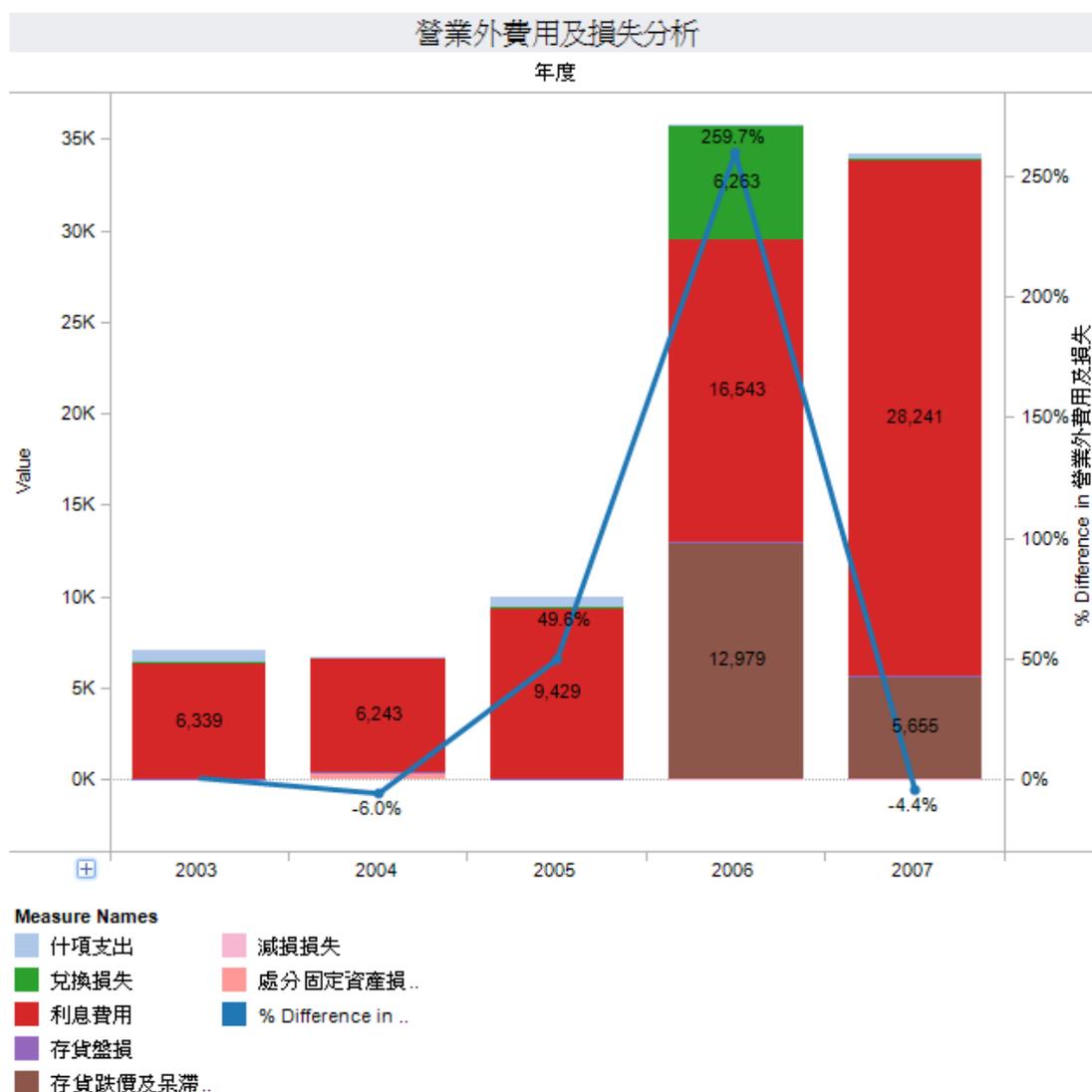


圖 3.2.3 A 公司營業外費用及損失 2003 年至 2007 年概況
資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

二、銷售狀況

觀察 A 個案公司 2004 年至 2008 年各類主要產品之銷售狀況，可得知 A 個案公司之主要產品共計有三類，分別為鎳鋅氧鐵磁芯、錳鋅氧鐵磁芯，以及鋰鈷鎳正極材料。若以營收占比來看，2004 年時鎳鋅氧鐵磁芯為總銷售的主要貢獻品項，達 83.24%，之後則逐年遞減，至 2008 年僅占 48.52%；錳鋅氧鐵磁芯在 2004

年時排名第二，雖僅占總銷售額 13.11%，然而在 2005 年、2006 年則分別為 22.44%、31.05%，呈現顯著的成長，唯在 2007 年時大幅度衰退，僅占總營收 18.34%，2008 年更下滑至 9.16%。鋰鈷鎳正極材料在 2004 年至 2006 年之間並未量產銷售，2007 年時才正式上市銷售，當年度占營收約為 4.06%；2008 年時占比則大幅上升至 12.16%。

若以銷售總額及其成長率來看，鎳鋅氧鐵磁芯先是小幅成長，2005 年銷售額為 490,499 仟元，接下來小幅衰退，2008 年後則呈現大幅度的衰退，成長率為-44.4%，總額為 247,345 仟元；錳鋅氧鐵磁芯 2005 年時大幅成長達 103.7%，總額達 157,397 仟元，原本有機會接替鎳鋅氧鐵磁芯成為營收主力，然而在 2006 年時成長力道卻呈現趨緩現象，僅達 58.9%，總額 250,168 仟元；之後更呈現負成長，2007 年成長率為-38.6%，2008 年則為-69.6%，總額亦衰退至 46,699 仟元。就鋰鈷鎳正極材料而言，2007 年正式量產後，當年度銷售額為 34,115，2008 年雖然大幅度成長 82.2%，帶來 61,962 仟元的銷售額，但由於其他兩類產品的銷售額占比較大且衰退嚴重，因此對於舒緩 A 個案公司營銷窘境，助益仍有限：



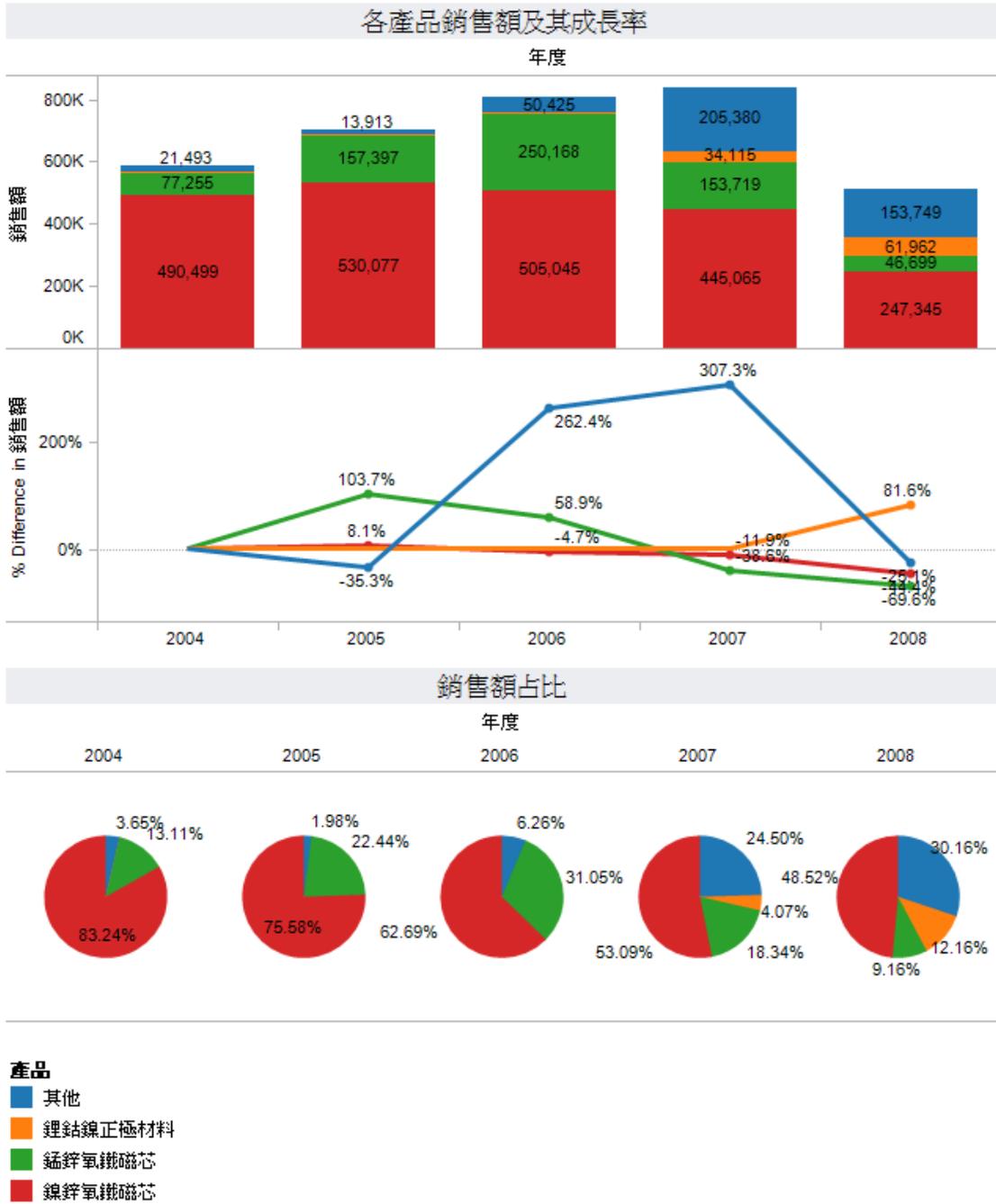


圖 3.2.4 A 公司主要產品營運概況
資料來源：A 公司歷年年報及公開說明書，本研究整理。

三、資產負債分析

觀察 A 公司 2003 年至 2008 年資產負債之固定資產，可得知 A 公司的固定資產成本合計由 2003 年的 274,431 仟元逐年上升至 2008 年的 1,300,177 仟元，年複合成長率為 36.49%。若扣除折舊等費用，A 公司的固定資產淨額亦由 2003 年的 191,139 仟元逐年上升至 2008 年的 931,763 仟元，年複合成長率更高達 37.3%，顯見 A 公司在 2003 年至 2008 年這段期間積極進行固定資產的投資，請參考以下示意圖：

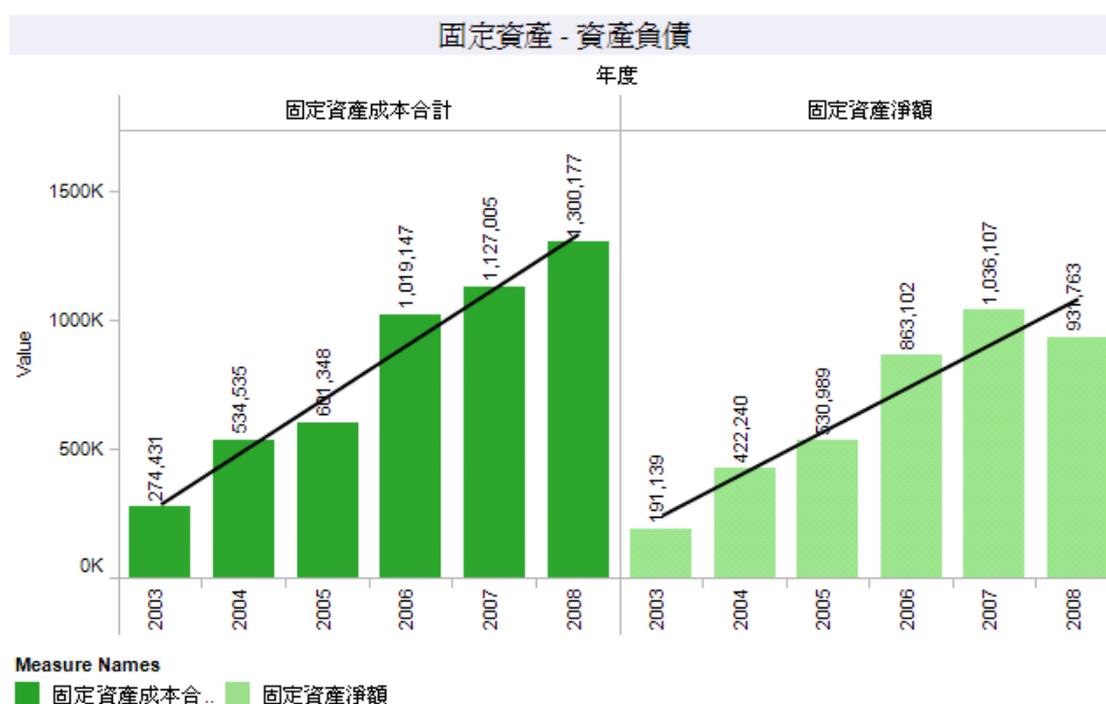


圖 3.2.5 A 公司 2003 年至 2008 年固定資產概況

資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

A 公司在 2003 年到 2008 年這段期間內，主要係以機器設備為主要的固定資產投資標的，2003 年佔固定投資¹比重為 57.90%，雖然在 2008 年時下滑至 51.83%，但金額由 2003 年的 158,887 仟元大幅增加至 2008 年的 723,624 仟元，年複合成長率為 35.42%，顯見 A 公司在這段期間投入大量資源在增購各類機器設備；其他設備佔比由 2003 年的 42.10% 下滑至 2008 年的 21.42%，金額則由 2003

¹ 此處所指之固定投資為尚未計入累積折舊、累計減損-固定資產等兩類科目，由土地、房屋及建築、機器設備、其他設備及未完工程，以及預付設備款等所構成。

年的 115,544 仟元增加至 2007 年的 344,497 仟元，2008 年則下降至 299,087 仟元，年複合成長率為 20.95%。A 公司在 2003 年時在「房屋及建築」、「土地」、「未完工程及預付設備款」等三類科目並無任何資產，然而在 2008 年時房屋及建築已累積至 233,916 仟元、土地累積至 43,550 仟元、而未完工程及預付設備款亦提升至 95,917 仟元。值得注意的是房屋及建築與其他固定資產相同，大抵呈現逐年增長的趨勢；未完工程及預付設備款呈現週期興衰的規律趨勢，並於 2007 年達到高峰 205,266 仟元；土地自 2006 年達到高峰 190,636 仟元後，旋於 2007 年和 2008 年大幅衰退，2008 年時僅約 43,550 仟元。

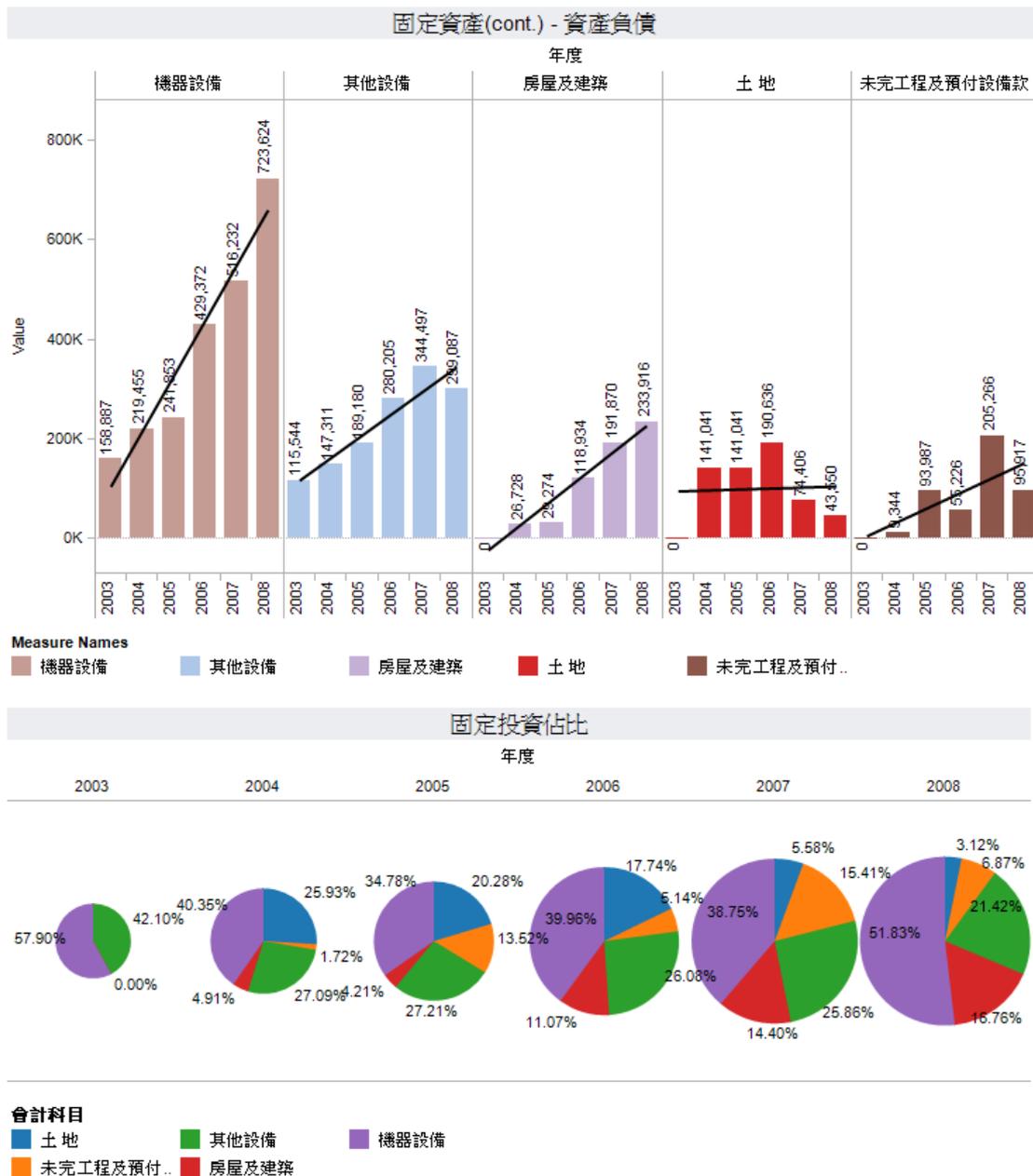


圖 3.2.6 A 公司固定資產各細科目 2003 年至 2008 年概況
資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

四、現金流量分析

觀察下圖為 A 公司 2003 年至 2008 年之各類活動所帶來之現金流量，營業活動所產生之現金流量在 2003 年至 2005 年之間均呈現正數，然而卻呈現逐年遞減的趨勢，2006 年與 2007 年現金流出更高達 96,842 仟元及 126,352 仟元；投資活動之現金活動（現金流出）則呈現週期性增加趨勢，2004 年、2006 年分別為 279,912 仟元及 494,869 仟元；融資活動之現金活動（現金流入）亦呈現週期性增加趨勢，2004 年、2006 年分別為 271,670 仟元及 726,559 仟元：

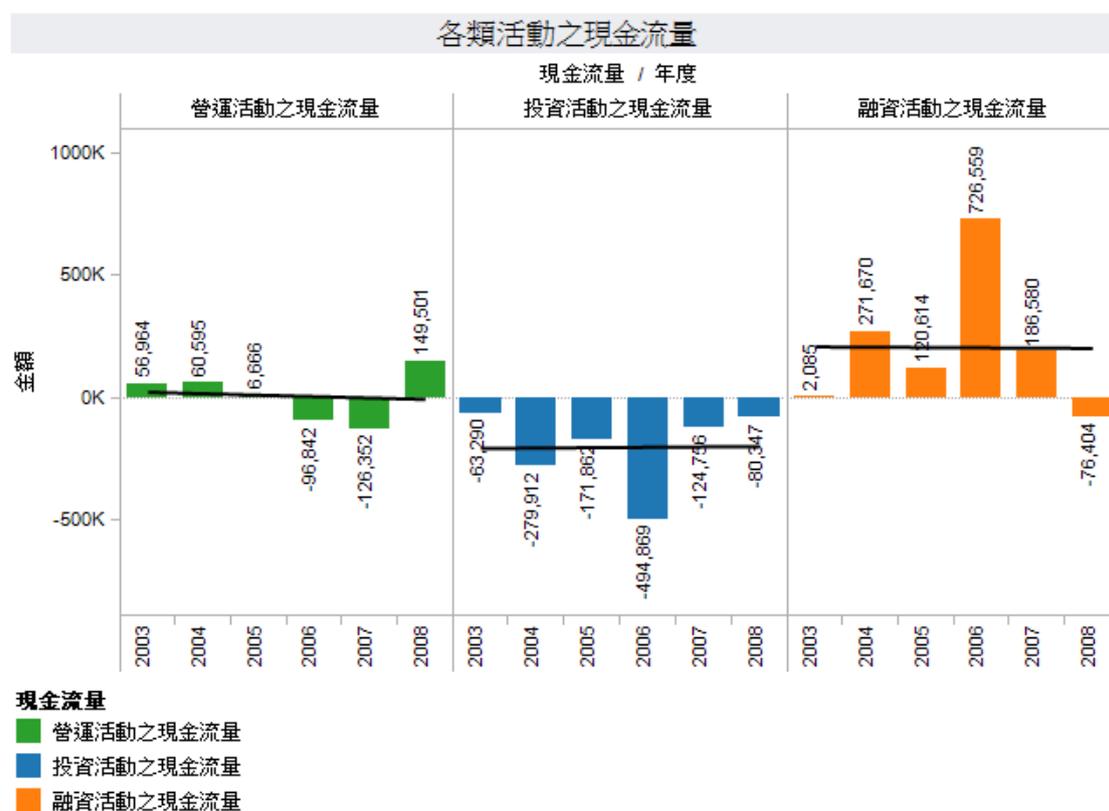


圖 3.2.7 A 公司現金流量表歷年概況

資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

由上述圖示可得知 A 公司 2007 年以前投資活動現金流出都遠大於營業活動之流入，而營業活動帶來之現金流量甚至除 2004 年外均為負數，因此 A 公司多依賴融資活動所產生之現金流入來彌補其他兩類活動所產生之現金流出。請參考下圖為 A 公司現金及約當現金增加數，以及其歷年成長率：

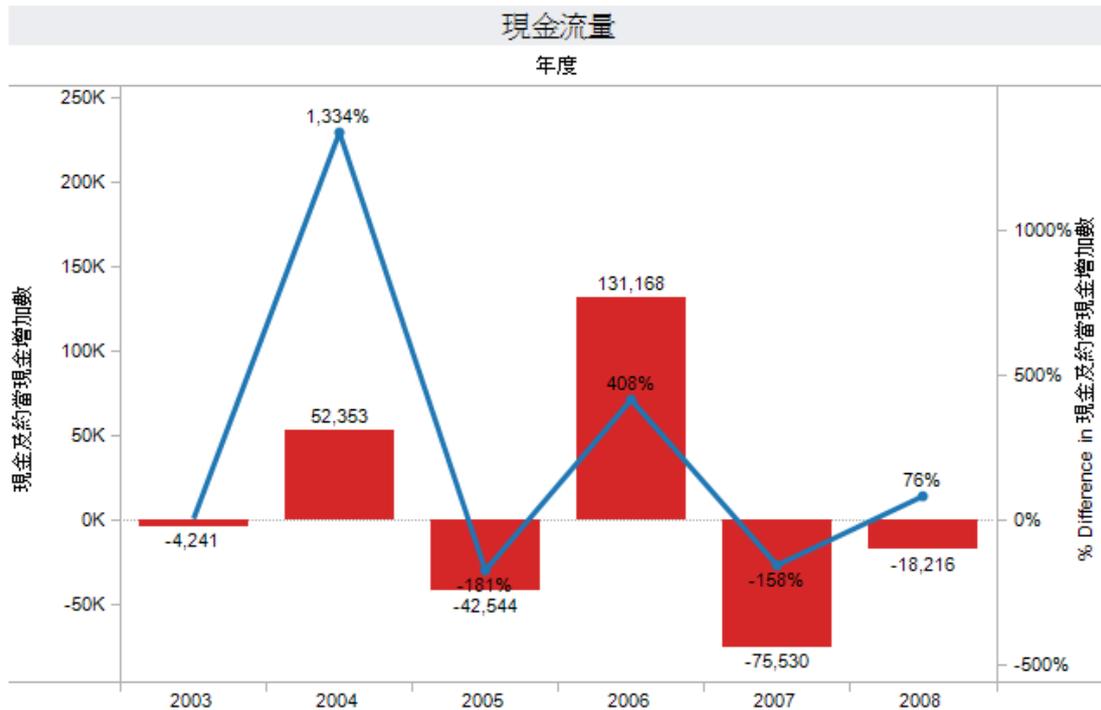


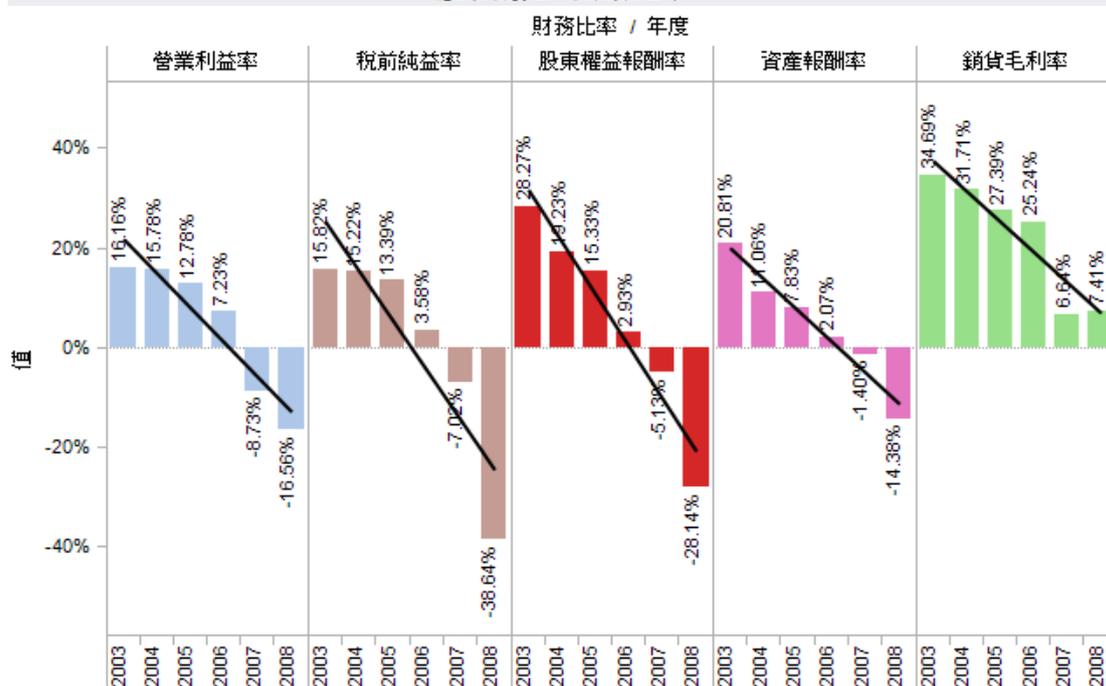
圖 3.2.8 A 公司現金流量表歷年概況

資料來源：A 公司歷年年報，本研究整理。

五、財務比率分析

若以營業利益率、股東權益報酬率、銷貨毛利率、稅前純益率及資產報酬率等 5 類財務比率衡量 A 公司 2004 年至 2008 年之獲利能力趨勢，可得知 A 公司在 2004 年到 2007 年之間上述各類財務比率皆呈現顯著下滑之趨勢，顯見 A 公司在 2004 年到 2008 年之間的獲利能力呈現大幅度的衰退，請參考下圖：

獲利能力 - 財務比率



財務比率

- 營業利益率
- 稅前純益率
- 股東權益報酬率
- 資產報酬率
- 銷貨毛利率

圖 3.2.9 A 公司 2003 年至 2008 年獲利能力相關財務比率分析

資料來源：A 公司歷年年報，本研究計算整理。

若觀察固定資產週轉率、存貨週轉率、應付款項週轉率、應收款項週轉率、總資產週轉率、平均付款日數、平均售貨日數，以及平均收現日數等各類財務指標衡量 A 公司 2004 年至 2008 年之經營能力趨勢，A 公司之固定資產週轉率（該比率越高，表明固定資產利用效率高，利用固定資產效果好）、存貨週轉率（該比率越高，表明企業存貨資產變現能力越強，存貨及佔用在存貨上的資金周轉速度越快）、應收款項週轉率（該比率越高，表明收賬迅速，賬齡較短；資產流動性強，短期償債能力強）及總資產週轉率（該比率越大，說明總資產周轉越快，反映出銷售能力越強）均呈現逐年下降之發展趨勢。

經營能力 - 財務比率

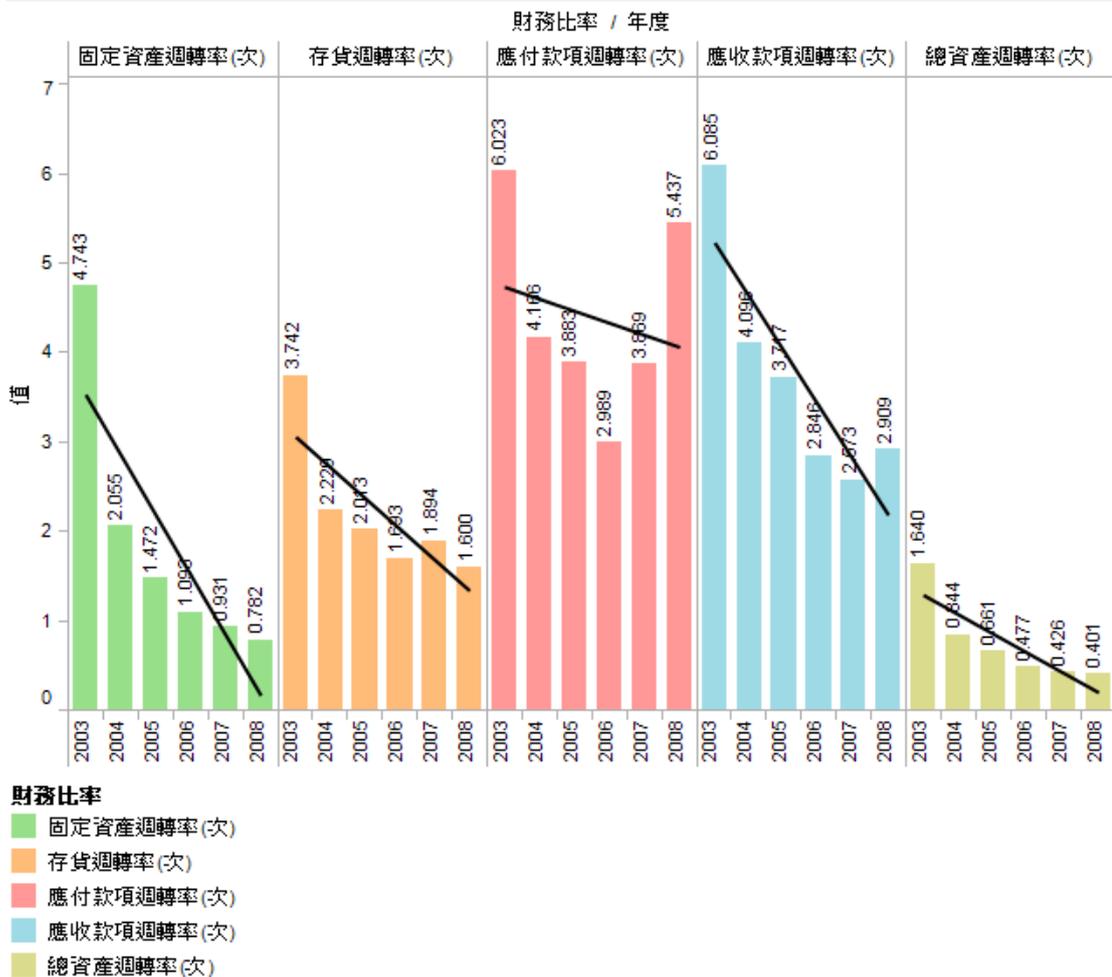


圖 3.2.10 A 公司 2003 年至 2008 年經營能力相關財務比率分析
資料來源：A 公司歷年年報，本研究計算整理。

觀察下圖為 A 公司平均付款日數（該指標越高，代表該公司主導能力越強、競爭力越強，能夠獲得供應商無息的資金融通，通常是產業中的領導廠商）、平均售貨日數（該指標越高代表週轉越慢，存貨去化較不順暢，就易發生過期滯銷、或跌價損失品）、平均收現日數（該指標越高代表公司經營能力越好，競爭力越強）等各類財務指標，可發現平均售貨日數與平均收現日數呈現逐年遞增的趨勢，而平均付款日數雖在 2004 年至 2006 年間呈現提高趨勢，然而在 2007 年、2008 年卻大幅降低，顯見 A 公司的供應商在 2007 年、2008 年間較不願意提供 A 公司較長期的資金融通，值得注意的是 A 公司所生產之各類氧鐵磁芯主要終端應用為電子高科技產品，而這類產品的更新、降價速度極快，握有太多存貨，易遭受跌價損失，因此。綜言之，A 公司之經營能力在 2004 年至 2008 年大幅衰退。

經營能力 (cont) - 財務比率

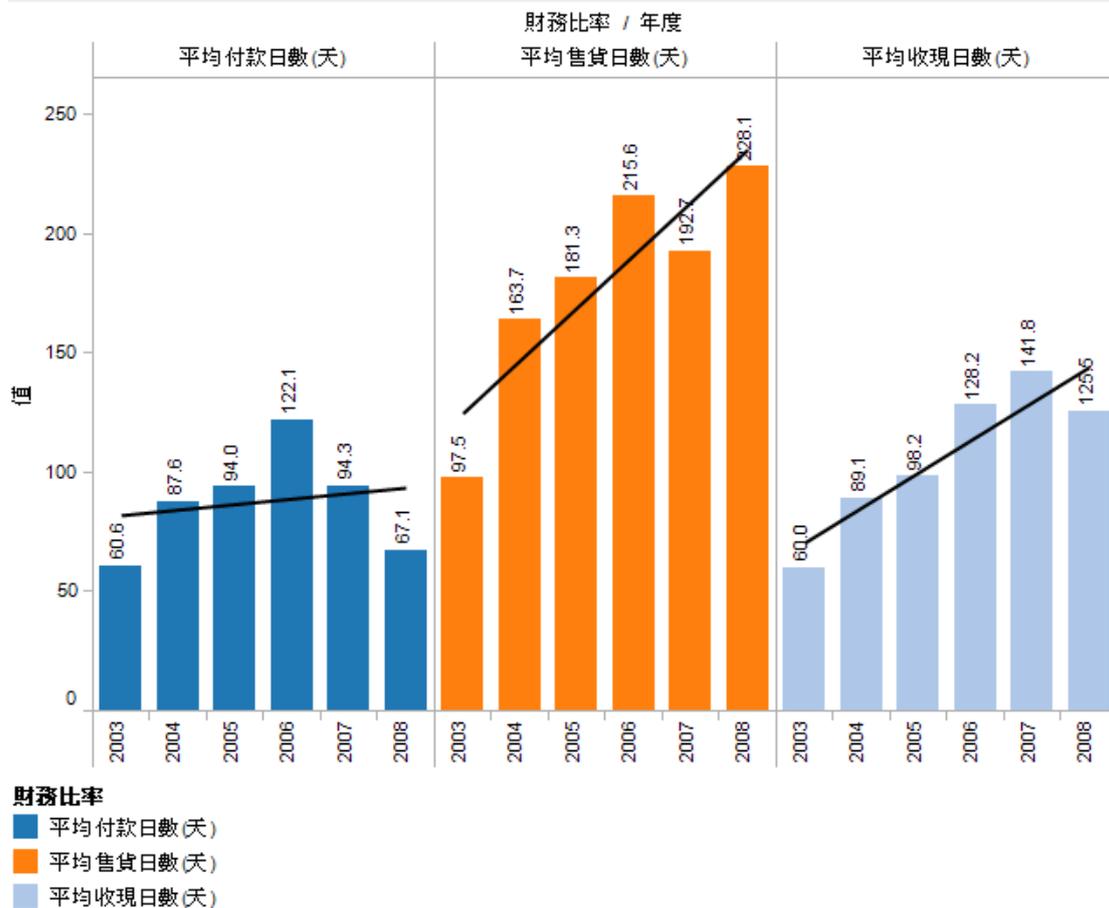


圖 3.2.11 A 公司 2003 年至 2008 年經營能力相關財務比率分析(cont.)
資料來源：A 公司歷年年報，本研究計算整理。

參、以公司治理觀點分析個案發展歷程決策

歸整上述各類財務績效比較分析，配合大事紀要及創辦後之營運情形，可得知 A 公司在 2003 年至 2008 年間面臨主要產品之利潤因主要原料價格逐年上揚而逐年下滑，再加上移往大陸的磁芯產線營運未如當初預期，使得本業之營運呈現衰退現象之窘境，然而在這樣的情形下，A 公司非但未積極管控管理及總務費、將用於推銷和研究發展的費用控制在特定範圍內，且其營業外費用及損失在 2006 年後因「存貨跌價及呆滯損失的提列」，以及「利息費用的大幅增加」等因而顯著成長，致使 A 公司在這段期間內損益表現不佳。

若以銷售狀況來看，A 公司的主要產品分別為鎳鋅氧鐵磁芯、錳鋅氧鐵磁芯和鋰鈷鎳正極材料等三類，其中鎳鋅氧鐵磁芯和錳鋅氧鐵磁芯於 2003 年至 2007 年之間成長已經呈現衰退現象，而鋰鈷鎳正極材料又未能成為帶動成長之主要動

力來源。可得知 A 公司持續投入資源針對鋰鈷鎳正極材料進行推銷和研發，賴以帶動另一波成長的策略未能奏效。

觀察資產負債情形，A 公司於 2003 年至 2007 年期間投入大量資源增購機器設備、其他設備、房屋及建築、土地等各類固定資產（如 2006 年購入桃園廠房、購置機器設備並安裝試車，使得該年度固定資產淨額增加 3.32 億；於 2007 年度增購機器設備等固定資產 1.73 億元），致使固定資產金額大幅提高。就現金流量分析方面，A 公司之營運活動除 2004 年外並未帶來現金流入，而投資活動又創造出大量的現金流出，因此僅能依賴融資活動創造現金流入，藉此補貼上述兩類活動之現金流出。此外，觀察 A 公司各類財務比率，亦可得知 A 公司不論在獲利能力、經營能力等，均呈現逐年下降的趨勢。

觀察上述財務分析，配合前述營運狀況說明，可得知 A 公司最終於 2008 年下櫃最主要原因，可分為以下三點：

1. 本業經營績效逐年下滑

由於鎳鋅氧鐵磁芯在 2003 年至 2007 年之間成本呈現逐年上揚的趨勢，使得 A 公司面臨愈趨增加之營業成本，致使其營運毛利逐年下滑。2006 年時 A 公司將電感磁芯生產線移往大陸時遭遇產線調整問題，使得營業費用增加。再加上 2003 年後面對營業費用增加、提列成品、半成品存貨跌價損失增加等各類窘境，使得本業經營績效呈現逐年下滑的現象。以下為 A 公司於 2003 年至 2007 之間涉及本業經營之重要記事說明：

表 3.3.1 A 公司 2003 年至 2007 年間涉及本業經營之重要記事

時間	重要記事說明
2002 年 10 月	投資 3,155.6 仟美元（折合新台幣 109,816 仟元）設立 A 科技（薩摩亞）股份有限公司，再由 A 科技（薩摩亞）向股東購入先前於東莞成立來料加工廠 - 東莞石碣 A 電子廠（以下簡稱為「東莞廠」），從事於電感磁芯加工生產。
2004 年 1 月	以 26,000 仟元購入同業公司鎳鋅氧鐵磁芯生產相關設備
2004 年 4 月	將購入自同業之相關設備搬移至 A 科技股份有限公司（中國東莞）
	透過自有資金及廠房抵押貸款等融通方式，以 136,800 仟元取得美商美商湖口工業區土地 2,500 餘坪、建物 1,600 餘坪及其鎳鋅氧鐵磁芯生產設備（其中 118,000 仟元為廠房抵押貸款）。
2005 年 3 月	將取自美商銅業之鎳鋅氧鐵磁芯生產設備陸續運至廣東廠裝機生產
2005 年 7 月	遷廠至自有廠房湖口廠，並註銷租用之桃園廠房。
2006 年 6 月	決定將所有電感磁芯生產線移往大陸。
2007 年 1 月	以 165,000 仟元出售湖口廠之廠房及土地，原湖口廠機器設備全數移至廣東甲廠；將湖口廠剩餘機器設備以設備作價美金 380 仟元間接投資廣東甲電子科技有限公司

時間	重要記事說明
2007年6月	公司及工廠遷移至桃園廠。

資料來源：A公司歷年年報，本研究整理。

2. 投資規劃過於樂觀，未考量當不如預期時對公司之可能影響。

考量本業經營績效逐年下滑，A公司卻仍然選擇於2005年至2007年執行多項投資活動，包含在2005年3月設立廣東甲電子科技有限公司，增建中國大陸廠、於2006年1月購買桃園廠、於2007年再投資廣東甲電子科技有限公司，並因應電池正極材料產線購買機器設備等各類固定資產，提高各類資本支出，並持續進行各類投資。唯新產品後續之接單情形均不如預期，後續仍須持續支出兩廠固定支出，以及不達損益兩平點，虧損狀況連帶影響公司整體獲利。

3. 對新產品營收過於樂觀，未考量由於新產品送樣期過長，產線建置過早，致使相關設備閒置。

該公司利基產品為鋰鎳鈷正極材料，並為此而建置生產線，然需由於該產品送樣期相當長，使得A公司的銷售狀況2007年並未因為新產品的挹注而顯著改善，可得知其對新產品進入市場時間過於樂觀。請參考下表為A公司與新產品有關之各類行動整理：

表 3.3.2 A公司與新產品有關之重要記事

時間	重要記事說明
1998年11月	開始開發錳鋅系電感磁芯。
2003年8月	與工研院材料所合作，並申請經濟部工業局高容量鋰鈷鎳正極材料（鋰離子二次電池正極材料）之主導性新產品開發計畫，預計2005年起開始生產。
2003年11月	取得經濟部工業局開放計畫案，為國內第一家研發鋰離子二次電池之高容量鋰鎳正極材料。
2006年1月	透過自有資金及廠房抵押貸款等融通方式，以80,210仟元法拍購入廠房，以建構鋰鎳鈷二次鋰電池正極材料生產基地（其中59,000仟元為廠房抵押貸款）。
2007年4月	投審會核准美金300,000元投資設立廣東乙電子有限公司。

資料來源：A公司歷年年報，本研究整理。

由上述歸整可得知，A公司在2003年乃迄於2007年間，由於「本業經營績效逐年下滑」，再加上這段期間內「投資過速且投資標的所產生之現金流量過少、速度過慢，使得投資效益未能顯現」等兩類原因，致使其於2008年因資本週轉不靈而下櫃。

本研究利用前述管理階層與外部股東之間存在的代理矛盾（帝國建立、聲譽

及職涯考量、沉默生活、過度自信)理論，透過以下分析觀察 A 公司管理階層，可得知 A 公司管理階層具有「帝國建立」傾向：

1. 帝國建立

A 公司管理階層於 2003 年至 2007 年之間利用內部資源進行多次投資，進而使得 A 公司須支付高額的債款，使得現金流出企業，減少管理階層可運用的預算，最終減少投資，符合前述學者對於「帝國建立」的定義。

2. 聲譽及職涯考量

由於當時在任之董事長(兼任總經理)即為 A 公司之創設者，除本身投入資金之外，亦肩負當時籌資對象(多為親朋好友)之期許，因此鮮少可能另謀他就，因此可判定其並不具「聲譽及職涯考量」傾向。

3. 沉默生活

根據受訪高階主管表示，董事長(兼任總經理)屬於強勢領導人，且其不斷持續廠房、建物、大陸及新產品之投資，亦可判定其非為仰賴慣性進行決策、具有「沉默生活」傾向的高階管理者。

4. 過度自信

根據前述歸整 A 公司之關鍵經營問題，「投資規畫過於樂觀」及「新產品營收過於樂觀」均為 A 公司管理階層當時對情勢判斷過於輕率所作之決定；此外，A 公司管理階層亦於 2005 年至 2007 年之間作出高頻率遷移廠房、機器設備等決定，由此可得知 A 公司管理階層對於內部資源使用效率具高度信心。然而 A 公司管理階層亦於 2006 年至 2008 年之間透過現金增資發行新股、私募等方式募集外部資金，並不符合前述學者對於「過度自信」的定義。由此可得知 A 公司僅具有部分「過度自信」傾向。

本研究利用前述文獻回顧中所提及之中華公司治理協會公司治理實地評量表中「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」等兩類構面之題項，針對 A 公司於 2003 年乃迄於 2008 年之間與「本業經營績效逐年下滑」和「投資過速且投資效益未彰顯」有關之策略及行動，由公司治理觀點探討造成上述結果之可能原因。請參考下表為本研究利用上述題項，訪談 A 公司當時高階主管所歸整之回答：

表 3.3.3 受訪高階主管針對 A 公司針對「強化董事會職能」及「管理階層的紀律與溝通」之作為所作回應

構面	評鑑指標	A 公司作為	
		符合指標要求之說明	不符合指標要求之說明
強化董事會職能	公司董事、監察人之選任是否於章程或董事及監察人選舉辦法中有明定的程序？如採提名制度者，董事及監察人的評選與提名程序是否依法明確規定並載明於公司章程？	A 公司係依據要求辦理。	
	董事、獨立董事與監察人之組成是否考慮多元性且符合公司發展需求？		A 公司於跳票前之董事 7 位席次中，董事彼此間或與其他監察人有親等關係者有 3 席，總經理夫妻及營運長夫妻均於公司任職，2 席獨立董事中，一席由監察人轉任。
	董事選任方式是否採用累積投票制，以提高小股東被選為董事之機會？	公司章程有明定累積投票制	
	公司董事長及總經理（或執行長及相等之職務）是否由同一人或互為配偶或一等親擔任？若「是」，是否增加獨立董事席次？		A 公司董事長兼任總經理，總經理夫妻及營運長夫妻均於公司任職，亦未增加獨立董事席次。
	公司是否設置常務董事？若「是」，則常董事中是否至少包含一位獨立董事且其席次大於常務董事席次之 1/5？		A 公司並未依據要求設立常務董事（未有明文規定常務董事之設立）。
	董事長和內部董事，以及他們三親等內親屬和所控制法人機構擔任董事席位比率是否超過 1/3？		A 公司於跳票前之董事 7 位席次中，董事彼此間或與其他監察人有親等關係者有 3 席，已超過 1/3。
	董事會成員之持股比例是否符合法律規定？各董監股份讓之限制、質權之設定或解除與變更之情形，是否依法辦理並充份揭露		以 2008 年 4 月 20 日董事持股比率為例，A 公司董事持股實際比率為 7.61%，而規定比率為 9.42%，並未依據要求辦理。
	公司是否在相關規章制度中訂定有關獨立董事資格與席次	A 公司係依據要求辦理。	
	董事會中獨立董事的席次是否至少 2 席，且佔董事會席位比率是否至少 1/5？	獨立董事的席次為 2 席，且佔董事會席位比率 $2/7 > 1/5$ ，顯示 A 公司係依據要求辦理。	
	公司是否依據證交法第 14-3 條規定於章程或公司其他規章中明定充分授權獨立董事參與決策並表示意見？獨立董事若有反對意見或保留意見，是否皆於董事會議事錄載明？	A 公司係依據要求辦理。	A 公司於 2007 年、2008 年董事會中，獨立董事未有表示反對意見或保留意見。
	公司是否充分提供獨立董事與監察人行使職權之相關資源？		A 公司提供秘書，但未為其設置辦公室。
	公司之獨立董事與監察人中是否至少有一名具有會計、財務專業背景？	A 公司係依據要求辦理。	
董事會於討論訂定或修正取得或處分資產等重大財務業務行為之處理程序		獨立董事未有表示反對意見或保留意見	

時，是否依證券交易法第 36-1 條之規定，充分尊重獨立董事之意見？		
公司是否建立有關併購交易及募資、發行或私募具股權性質之有價證券之適當程序？	A 公司係依據要求辦理。	
當公司董事會議題涉及董事或監察人自身利害關係之事項時，獨立董事是否善盡決策責任並在董事會中確實督導相關董事之迴避事宜？		於 2007 年、2008 年董事會中，獨立董事未有表示反對意見或保留意見。
獨立董事是否確實督導公司各項營運計劃之執行及財務報表之表達？且管理階層是否主動提供充分之相關資訊以利獨立董事進行判斷？		因非執行業務之董監事非為產業人士，對營運及業務判斷有時力有未逮
董事會是否定期（至少每年一次）評估聘任會計師之獨立性及適任性，且是否尊重獨立董事之意見？		A 公司並未每年進行評估。
若公司連續四年未更換簽證會計師，是否曾提報董事會討論更換會計師事宜？董事會是否尊重獨立董事之意見？		A 公司於跳票前未曾提報董事會討論更換會計師事宜。
董事會計對公司財務、會計或內部稽核主管之任免議題，是否尊重獨立董事之意見？		A 公司之獨立董事未有反對或保留意見。
公司內部控制制度之訂定與修正，是否尊重獨立董事之意見？		A 公司之獨立董事未有反對或保留意見。
獨立董事是否依據充分且適切的證據來判定公司內控聲明書所揭露內容的適當性？		A 公司之獨立董事未有反對或保留意見。
公司是否在股東大會、年報中，報告或記載公司之獨立董事與監察人監督公司各項營運計畫之執行及財務報表之表達的運作情況？		A 公司之獨立董事未有反對或保留意見。
公司是否依據「公開發行公司董事會議事辦法」之規定，在加開董事會七日前通知所有董事及監察人，並將會議資料送交所有董監？	A 公司係依據要求辦理。	
公司最近一年是否召開六次以上董事會？	A 公司係依據要求辦理。	
最近一年董事會的平均出席率是否達到 2/3 以上？（不含委託出席）		A 公司 2008 年獨立董事共計 2 位，總共召開 9 場董事會，獨立董事中 1 位並未出席任何一場董事會，另 1 位則出席 3 場；其他 5 位董事中有 1 位出席 4 場，其他 4 位則出席均達 6 場以上，A 公司平均出席率並未達標準。
最近一年獨立董事的平均出席率是否達到 3/4 以上？（不含委託出席）		A 公司 2008 年獨立董事共計 2 位，總共召開 9 場董事會，獨立董事中 1 位並未出席任何一場董

			事會，另1位則出席3場，未達標準。
	公司是否依據「公開發行公司董事會議事辦法」之規定，在董事會議事規範（則）中訂定董事自行迴避事項，以及該等事項亦不得代理其他董事行使其表決權？	A公司係依據要求辦理。	
	公司除「公開發行公司董事會議事辦法」第七條第一項應提董事會討論事項外，若有其他董事會授權執行之事項，其執行層級、內容等，是否具體明確？		A公司並未明確規範。
	公司是否訂定經過董事會核准之風險管理政策及相關風險管理辦法？		A公司並未訂定風險管理政策及相關風險管理辦法。
	獨立董事與監察人是否確實督導管理階層對重大內控缺失進行改善及追蹤，並作成紀錄？	A公司稽核報告、內控聲明書或會計師相關資訊未顯示公司有重大內控缺失。	
	公司是否建立向董事會、獨立董事、監察人報告偶發性重大訊息之程序，包括報告期限、應報告之資訊種類、報告方式等？		A公司未依據要求辦理。
	全體董事是否均參加涵蓋公司治理主題相關之財務、業務、商務、會計或法律等進修課程，並符合相關法規之規定？	A公司係依據要求辦理。	
	全體監察人是否參加涵蓋公司治理主題相關之財務、業務、商務、會計或法律等進修課程，並符合相關法規之規定？	A公司係依據要求辦理。	
	公司董事會（或功能性委員會）及個別董事是否依自我評量、同儕評鑑、委任外部專業機構或其他適當方式進行董事會整體績效評估？		無
	公司章程或股東會決議是否明訂董事、監察人的酬勞給予辦法？		A公司於章程中已訂盈餘分配之董監事酬勞(5%)。
	董事、監察人之報酬是否與公司績效相關？並於年報或公司網站適當揭露相關訊息。	A公司於2007年、2008年均未分配報酬於董事。	
	公司是否為董事、監察人購買責任保險？	A公司係依據要求辦理（已購買責任保險）。	
管理階層的紀律與	董事會是否設有評估高階經理人績效之制度，並確實執行？		A公司未依據要求辦理（未設有評估高階經理人績效之制度）。
	公司高階經理人的平均薪資酬勞組成中是否有一定成數與績效相關聯（可因行業特性而調整成數）？		A公司未依據要求辦理（高階經理人之報酬未與績效連動）。
	管理階層是否明確定義公司之核心事業？		A公司未依據要求辦理（管理階層並未明確定義核心事業）。
	公司於進行投資相關決策時，是否有		A公司未依據要求辦理（有時為

溝通	適當之評估過程及參與？		口頭通知或單向式討論，)。
	公司內控是否有效設計與執行，而可合理確保達成營運之效率與效果、以及法令遵循之目標？	A 公司係依據要求辦理。	
	公司內部稽核人員之規模與人力是否足以負擔例行性查核並提出營運改善建議，以降低企業風險？		A 公司內部稽核人員之規模與人力應足以負擔例行性查核，但受限於授權範圍不足而無法確切落實。
	內部稽核主管是否訂定內部稽核業務之品質保證與改善計畫，包括由機構外適任、獨立之評核者對該計畫執行驗證？		未有機構外適任、獨立之評核者對該計畫執行驗證
	公司是否訂有職業道德規範與行為守則並公佈週知？管理階層是否身體力行？		A 公司未依據要求辦理。

資料來源：A 公司高階主管訪談資料，本訪談整理。

在「強化董事會職能」方面，根據上述訪談資料，受訪高階主管認為 A 公司符合中華公司治理協會實地評量表要求之各個題項，多為針對以下各類構面所提供之書面規章制度：

1. 獨立董事資格與席次。
2. 獨立董事反對意見或保留意見須載明於董事會議事錄等之紀錄要求。
3. 獨立董事被充分授權參與決策並表示意見之要求。
4. 董事之教育訓練、責任保險。
5. 有關併購交易及募資、發行或私募具股權性質之有價證券之適當程序。
6. 每年董事會召開次數。

受訪高階主管認為 A 公司未能符合中華公司治理協會實地評量表之題項，則多涉及公司治理實際運行狀況，如以下各類構面：

1. 董事、獨立董事與監察人之實際組成狀況（如考量親等關係、兼任情形而酌量增加獨立董事席次等）、出席狀況等。
2. 常務董事之設置。
3. 董事會成員持股比例。
4. 獨立董事針對各類經營事務表達反對意見或保留意見之紀錄。
5. 聘任會計師獨立性及適任性之定期評估。
6. 風險管理相關之管理政策、辦法及獨立董事督導之紀錄。

由上述歸整可得知，A 公司並未研擬適切公司治理相關措施，僅提供書面規

章制度設計，消極配合各類規定並提供召開董事會之必要資料，對於落實良好公司治理並助益不大；針對風險管理方面，則不論是管理政策、辦法，受訪高階主管均認為 A 公司董事會並未能有效督導。

值得注意的是受訪高階主管均提及 A 公司當時之獨立董事並未提出任何反對或保留意見。A 公司於 2007 年、2008 年顯然已面對前述「本業經營績效逐年下滑」以及「投資過速及投資效益未能彰顯」等境況，然而獨立董事卻未出席或未提出任何意見。根據受訪高階主管表示，獨立董事未提出反對或保留意見之原因可能有以下數點：

1. 未及時提供適切完整資訊俾利獨立董事、監察人參考。

A 公司雖然在召開董事會七日前會通知所有董事及監察人，並將會議資料送交所有董監，但是常僅提供經理部門認同之方向資訊，而未能完整提供負面之產業或環境資訊，致董事之判斷不免受資訊有限、資訊取得過於倉促所影響。

2. 獨立董事及監察人對 A 公司所處產業不熟悉，無法發揮預期功能。

A 公司雖然設置 2 位獨立董事及 1 位獨立性監察人，惟 3 位獨立人士非 A 公司所屬產業人士，當獨立董事針對特定議題提出意見時，董事長（兼任總經理）常以其熟悉公司經營事務為由，影響獨立董事意見，因此當獨立董事對議案不熟悉或不如經營者了解產業狀況，往往在尊重公司決策下，通過議案。

在「管理階層的紀律與溝通」方面，受訪高階主管均認為 A 公司除建置內控之必要人力及規章制度之外，多個項目未符合中華公司治理協會實地評量表之要求，因此可得知 A 公司於強化管理階層的紀律與溝通之構面不足。

由上述討論可得知，A 公司針對「強化董事會職能」方面，僅擬定必要、符合法規要求之規章制度，對於獨立董事之席次、資格、對所屬產業之知識、提供獨立董事必要資源乃迄於平均出席率等公司治理實質運行狀況，均未積極落實前述中華公司治理協會所提出之要求、遵循前述各類組織所提出之公司治理原則，致董事會並無法充分發揮預期之功能；針對「管理階層的紀律與溝通」方面，則缺乏相關監督機制，更遑論遵循是類機制針對管理階層進行督查。

利用上述分析探究 A 公司因跳票而下櫃的根本原因，可得知在前述經營權與所有權分離的前提下，擁有「所有權」之董事會負有督導擁有「經營權」之經營團隊，然而 A 公司的董事長兼任總經理，因此具有前述「所有權與經營權重疊」現象。在這樣的情況下，再加上獨立董事、監察人未能充分發揮功能，則 A 公司便極有可能因為負責人「帝國建立」的傾向，導致決策失誤，進而危害到公司所有利害關係人之利益。

綜括而言，以公司治理角度分析 A 公司 2008 年因資金週轉不靈而下櫃之原因，可得知 A 公司由於未能保持「經營權與所有權分離」，並「強化董事會職能」、「強化管理階層的紀律與溝通」，終而使得「本業經營績效逐年下滑」，但仍於短時間內進行大量投資，終而使得「投資過速且投資標的所產生之現金流量過少、速度過慢，投資效益未能顯現」等兩類原因，最終因跳票而黯然下櫃。



第五章 研究結論與建議

壹、研究結論

本研究以個案分析、財務績效分析、中華公司治理協會所提出之公司治理實地評量表等研究方法及工具，針對 A 公司 2003 年至 2008 年發展及決策進行深入探討，據此瞭解 A 公司為何 2006 甫上櫃，2008 年就因資金周轉不靈而跳票下櫃。經研析後，可得知 A 公司在 2003 年至 2008 年之間，遭遇以下各類關鍵經營問題：

1. 本業經營績效逐年下滑

由於鎳鋅氧鐵磁芯在 2003 年至 2007 年之間呈現逐年上揚的趨勢，使得 A 公司面臨愈趨增加之營業成本，致使其營運毛利逐年下滑。2006 年時 A 公司將電感磁芯生產線移往大陸時遭遇產線調整問題，使得營業費用增加。再加上 2003 年後面對營業費用增加、提列成品、半成品存貨跌價損失增加等各類窘境，使得本業經營績效呈現逐年下滑的現象。

2. 投資規劃過於樂觀，未考量當不如預期時對公司之可能影響

考量本業經營績效逐年下滑，A 公司卻仍然選擇於 2005 年至 2007 年執行多項投資活動，包含在 2005 年 3 月設立廣東甲電子科技有限公司，增建廣東甲廠、於 2006 年 1 月購買桃園廠、於 2007 年再投資廣東乙電子科技有限公司，並因應電池正極材料產線購買機器設備等各類固定資產，提高各類資本支出，並持續進行各類投資。唯新產品後續之接單情形均不如預期，但仍須持續支出兩廠固定支出，以及不達損益兩平點，虧損狀況連帶影響公司整體獲利。

3. 對新產品營收過於樂觀，未考量由於新產品送樣期過長，產線建置過早，致使相關設備閒置

該公司利基產品為鋰鎳鈷正極材料，並為此而建置生產線，然因該產品送樣期相當長，使得 A 公司的銷售狀況 2007 年並未因為新產品的挹注而顯著改善，可得知其對新產品進入市場時間過於樂觀。

A 公司之所以遭遇上述各類關鍵經營問題，可由 A 公司管理階層之特色及公司治理操作兩方面進行研析，在 A 公司管理階層特色方面，由於管理階層與外部股東之間存在「帝國建立」的代理矛盾，再加上 A 公司的董事長兼任總經理，因

此具有前述「所有權與經營權重疊」現象，此時則 A 公司便極有可能因為負責人「帝國建立」的傾向，導致決策失誤，進而危害到公司所有利害關係人之利益。

本研究利用中華公司治理協會所提出之公司治理實地評量表進行研析，配合公司治理理論，可得知造成 A 公司跳票下櫃之主要原因在於其未積極「強化董事會職能」及未強化「管理階層的紀律與溝通」：

1. 未強化董事會職能：

A 公司並未研擬適切公司治理相關措施，僅提供書面規章制度的設計，消極配合各類規定並提供召開董事會之必要資料，對於落實良好公司治理並助益不大；針對風險管理方面，則不論是管理政策、辦法，A 公司董事會均未提出對應之規章制度，亦未進行相關有效督導。

A 公司雖然在召開董事會七日前會通知所有董事及監察人，並將會議資料送交所有董監，但是常僅提供經理部門認同之方向資訊，而未能完整提供負面之產業或環境資訊，致董事之判斷不免受資訊有限、資訊取得過於倉促所影響，致無法充分發揮董事會預期功能。

2. 未強化管理階層的紀律與溝通：

A 公司除建置內控之必要人力及規章制度之外，並未符合中華公司治理協會實地評量表之要求，並未著墨於強化管理階層的紀律與溝通。

綜括而言，以公司治理角度分析 A 公司 2008 年因資金週轉不靈而下櫃之原因，可得知由於 A 公司管理階層具有「帝國建立」傾向，再加上 A 公司由於未能保持「經營權與所有權分離」，並「強化董事會職能」、「強化管理階層的紀律與溝通」，終而使得「本業經營績效逐年下滑」，但仍於短時間內進行大量投資，終而使得「投資過速且投資標的所產生之現金流量過少、速度過慢，投資效益未能顯現」等兩類原因，最終因跳票而黯然下櫃。

貳、研究建議

本研究之研究限制及建議有下列幾點：

一、採用單一個案研究法，未參酌其他業者進行一般性的辯證。

本研究屬探索性的定性研究，透過探索性的訪談、資料收集等工具，聚焦於討論被動元件產業中個案公司所遭遇的情境。本研究僅針對個案公司作為探討的對象，較少比較個案公司與其他業者營運模式之差異，可能減低研究推論之一般性。建議後續研究者可以可再選擇較多個案加以研究，以得到較普遍化的公司治理與企業經營績效、企業發展決策之關聯性。

二、較少探討外部環境對企業發展決策及公司治理的影響

本研究專注於從個案公司內部的觀點來研究該公司何以在 2008 年因資金週轉不靈而下櫃。實際上，企業營運成功與否深受外部環境的影響，例如科技、法律、政策、政體、國際經濟、稅制、商事法規、景氣循環及股市起伏等皆足以影響企業之營運績效，因此外部環境對企業營運的影響，亦為值得研究的主題。

參考文獻

一、 中文參考文獻

A 公司，2007，A 公司九十五年度年報，2010 年 11 月 15 日，取自公開市場觀測站，股票代碼：3369。

A 公司，2008，A 公司九十六年度年報，2010 年 11 月 15 日，取自公開市場觀測站，股票代碼：3369。

A 公司，2009，A 公司九十七年度年報，2010 年 12 月 2 日，取自公開市場觀測站，股票代碼：3369。

A 公司網站。

于德辰，2009，公司治理對大股東辭世事件之影響，輔仁大學金融研究所碩士論文。

千如電機工業股份有限公司，2009，千如電機工業股份有限公司九十八年度年報，2010 年 12 月 2 日，取自：
<http://www.abctwn.com.tw/invested/20107910542081688.pdf>。

工研院，2010，2010 年電子零組件產業年鑑，2010 年 12 月 15 日，取自：
<http://www.itis.org.tw/pubinfo-detail.screen?pubid=55901298>

中華公司治理協會，2010，「CG6006 公司治理制度評量」作業說明書，台北：社團法人中華公司治理協會。

王志方，2007，電感器之產業概況，2010 年 11 月 10 日，取自：
<http://www.ibt.com.tw/UserFiles/File/961025-Indus.pdf>。

李芳菁，2010，2010 年台灣電子零組件市場，2010 年 11 月 30 日，取自：
<http://mic.iii.org.tw/aisp/reports/reportdetail.asp?docid=CDOC20101102005&doctype=RC&cate=ICT>。

李重慶，2010，公司治理行政監督機制之實證研究-以公司法為例，國立臺北大學會計學系碩士論文。

林佳蓉，2009，公司治理與盈餘品質，國立高雄第一科技大學財務管理系碩士

論文。

邱怡茹，2009，公司治理與信用風險，國立高雄第一科技大學財務管理系碩士論文。

黃馨燁，2009，公司治理品質、經營績效對經營績效之影響-以通過中華公司治理協會公司治理評鑑之上市櫃公司為例，國立台北大學企業管理學系碩士論文。

葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，台北市：商智文化。

廖豐業，2009，銀行企業授信風險評估與風險管理機制之研究 - 以個案銀行之鐵研科技授信案為例，國立中央大學財務金融學系碩士論文。

臺灣證券交易所，2010，上市上櫃公司實施公司治理制度之主要方向，2010年12月12日，取自：
http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/cg_01.php。

臺灣證券交易所，2010，臺灣公司治理發展情形，2010年12月13日，取自：
http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/ecg_a03.php。

證券基金會，2010，臺灣公司治理簡介，2010年12月10日，取自：
http://www.sfi.org.tw/Corporate_Governance/top03.asp。

賴威廷，2004，企業多角化與代理成本、公司治理關係之研究，東海大學企業管理學系碩士論文。

二、 英文參考文獻

Amihud, Y., and Lev, B. (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers",

Bell Journal of Economics 12:605-617. Association of Chartered Certified Accounts (2008), *Corporate Governance and Risk Management Agenda*, London, United Kingdom: ACCA.

Epps, R. W. and Cereola, S. J. (2008), "Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?" *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.

- Constantinides, G., Haris, M., and Stulz, R. (2003), *Handbook of the Economics Finance*, Amsterdam: North Holland.
- Heaton, J.B. (2002), “Managerial optimism and corporate finance,” *Financial Management* 31:33-45.
- Iskander, M.R. and Chamlou, N. (1999), “Corporate Governance: A Framework for Implementation,” World Bank, 1999.
- Jensen, M.C. (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems,” *Journal of Finance* 48:831-880.
- Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review* 76:323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure,” *Journal of Financial Economics* 3:305-360.
- Narayanan, M.P. (1985), “Managerial incentives for short-term results,” *Journal of Finance* 40:1469-1484.
- OECD (2004), *Principles of Corporate Governance*, France: OECD.
- Paumanok Publications (2009), “Passive Electronic Components World Market Outlook 2009-2014,”
- Roll, R. (1986), “The hubris hypothesis of corporate takeovers,” *Journal of Business* 59:197-21
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997), “A survey of Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, 52:737-783.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1989), “Management entrenchment: the case of manager-specific investments,” *Journal of Financial Economics* 25:123-139