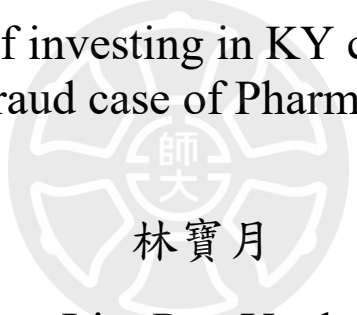


國立臺灣師範大學管理學院
高階經理人企業管理碩士在職專班
碩士論文

Executive Master of Business Administration
College of Management
National Taiwan Normal University
Master's Thesis

投資外國企業來臺初次上市公司股票之風險
---以康友-KY 掏空舞弊案為例

The risk of investing in KY companies
---The fraud case of Pharmally-KY



林寶月

Lin, Pao-Yueh

指導教授：周德瑋 博士

Advisor: Chou, De-Wai, Ph.D.

中華民國 110 年 6 月

June 2021

中文摘要

隨著各國企業全球化布局的開展，資本市場日漸國際化與自由化，資金移動益加頻繁，我國政府為順應資本市場全球化的趨勢，積極鼓勵外國企業來臺籌募資金。金管會自 97 年起開放外國企業得來臺第一上市（櫃）政策，外國企業來臺上市股票代碼中的 KY 兩字代表的是註冊地為「避稅天堂」英屬開曼群島（The Cayman Islands）的簡稱，截至 109 年 12 月底來臺初次上市櫃的 KY 公司共計 110 家，每年平均約有 9 家 KY 公司掛牌，掛牌家數呈現穩定成長。然而 109 年 8 月卻驚爆曾經股價高達 500 元的生技類股康友-KY，疑有被掏空且財報不實之嫌，造成上萬名投資人及借款銀行的莫大損失，110 年 3 月底又傳有英瑞-KY 資金吃緊、淘帝-KY 財報難產的消息，因而引起主管機關及投資大眾對於投資 KY 公司風險之高度重視。海外企業回臺第一上市公司其註冊地及主要營運地均在海外，資訊透明度相較本國企業為低，造成主管機關監管的不易及財報簽證會計師查核困難度提高，因而讓缺乏誠信經營的企業主有掏空公司資產的可乘之隙，因此本文經由分析康友-KY 掏空舞弊案來龍去脈，藉以重新檢視投資 KY 公司的風險，並思考主管機關如何強化監管、落實簽證會計師的稽查及提高投資人對投資 KY 股之風險意識，以遏止類似之案件再發生，重拾投資人對投資 KY 公司的信心，同時提升資本市場之公信力。

關鍵詞：外國企業來臺第一上市、康友-KY、掏空、舞弊、財報不實

Abstract

Capital market has been evolving increasingly globalized and free, and movement of capital has been becoming much more dynamic and vibrant in tandem with the expansion of international businesses. Facing the trends of globalization of capital market, our government is briskly inviting foreign enterprises to come in-country to solicit funds. By this token, the Financial Supervisory Commission (FSC) stipulated the policy in 2008 to allow and regulate foreign enterprises to be primarily listed in Taiwan. Interestingly, by December 2020, there had been 110 foreign enterprises registered their stocks with KY, the country code for the Cayman Islands, which is considered to be a tax heaven, among those first listed here. With a steady growth of listed foreign enterprises, 9 of them are registered averagely with KY annually. However, in August 2020, Pharmally International Holding Company Limited (hereinafter refer to as ‘Pharmally’), a KY bio-tech company, whose stock price once reached NT\$ 500 per share, was suspected of tunnelling and manipulating financial statements, and had caused huge losses for more than 10,000 investors and its borrowing banks. Till the end of March, 2021, Enterex International Limited, a KY company, was reported as being short of funds, and TOPBI International Holdings Limited, another KY company, couldn’t submit its financial statement. A series of similar incidents have triggered alerts for investors and governmental supervisory organs. Because the registration origins and major business circles for these aforementioned foreign enterprises are located on foreign lands, their transparency of information are inferior to that of our domestic companies. Consequently, it raised the difficulty of auditing for supervisory organs and accountants in charge of certifying financial statements, and rendered possibilities for fraudulent-leaning enterprise owners to commit tunneling. Therefore, this study has analyzed the fraud case of Pharmally (KY), and reviewed the risks for investing KY companies. Furthermore, it touches on possible ways for supervisory organs to improve their supervision, for aforementioned accountants to optimize their auditing activities, for investors to increase their awareness to buy KY shares, and ultimately for preventing recurrences of similar cases. It is hoped that by putting these possible ways into practice, investors can be reassured to invest KY companies, and the public confidence to capital market can be restored.

Keywords: foreign enterprises primarily listed in Taiwan, Pharmally (KY), tunnelling, fraud, manipulated financial statement

目次

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究流程.....	3
第二章 文獻探討.....	4
第一節 外國企業來臺掛牌上市櫃.....	4
第二節 公司治理.....	11
第三節 企業舞弊.....	14
第三章 研究的方法.....	16
第一節 研究架構.....	16
第二節 研究設計.....	16
第三節 研究限制.....	16
第四章 康友製藥控股有限公司個案分析.....	17
第一節 康友製藥控股有限公司簡介.....	17
第二節 康友掏空事件及資金挪用手法.....	23
第三節 康友事件疑點.....	28
第五章 探討投資外國企業初次來臺上市股票風險.....	34
第一節 主管機關監理.....	34
第二節 會計師查核報表.....	37
第三節 投資 KY 股風險認知.....	39
第六章 結論與建議.....	41
第一節 研究結論.....	41
第二節 研究建議.....	42
參考文獻.....	44

表次

表 2-1 外國企業來臺上市審查規定	4
表 4-1 公司及集團沿革之重要記事.....	17
表 4-2 康友子公司基本資料	21
表 4-3 董事會成員名單	22
表 4-4 康友(6452)董事長持股變化.....	26
表 4-5 康友及六安華源之高階主管及其國籍.....	29
表 4-6 康友 KY 歷年現金占資產總額比率	32
表 4-7 康友 KY 歷年股東配發股息	33



圖次

圖 1-1 研究流程.....	3
圖 2-1 上市審查及申請程序	10
圖 2-2 公司治理原則架構圖	12
圖 2-3 公司治理相關重要規範之法規架構.....	13
圖 2-4 舞弊的類型	14
圖 2-5 舞弊三角理論	15
圖 4-1 康友-KY 集團組織圖	20
圖 4-2 康友掏空事件時序圖	23
圖 4-3 康友-KY 上市後歷年股價趨勢圖.....	25
圖 4-4 康友-KY 上市後原始股東持股變化.....	30



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

在資本市場發展及環境日漸全球化的趨勢下，企業融資渠道更加多元化，上市募資地點不再僅是侷限於原來的營業地點。因此在理想市場成功上市顯然已成為企業未來發展策略與行動方案。臺灣位居西太平洋島弧中心位置，緊鄰日本、中國大陸及東協市場，挾有地理及經濟位置之優勢，更享有獨特的人文特色，具有豐富多元的產業類別及完整的供應鏈，搭配臺灣高科技人才及優秀的創新能量，成就了許多位居全球產業龍頭地位的企業，加上眾多海外佈局、全球擴展的臺商，使臺灣在亞太區域經濟發展占有樞紐地位。在資本市場方面，臺灣上市家數的多元化與豐富性高，重要的科技產業、金融與傳產等類別產業也蓬勃發展。同時國際投資人投資於臺灣股市比重逐年提升，全球化程度高，具有交易活絡、流動性佳，享有產業群聚及股市多元結構效果，可協助外國企業快速募集資金及永續經營，對於發展中且有意跨足亞洲版圖的中小型企業而言，來臺灣上市是相當具有發展潛力的選擇。

我國政府為順應全球化和自由化的趨勢，積極鼓勵外國公司來臺籌募資金，於民國 97 年推出外國企業來臺上市政策，政策也逐步開放邁進。股票代碼中的 KY 兩字代表的是註冊地為「避稅天堂」英屬開曼群島（The Cayman Islands）的簡稱，這些設籍在國外的企業如果未曾其他國家上市，而是來臺灣初次上市櫃，也就是以前的「F 股」（代表外國發行人 Foreign Issuers），因當地免收所得稅，而成為避稅天堂，吸引不少企業前去註冊；近年本國政府鼓勵海外企業來臺上市櫃，截至 109 年 12 月底來臺初次上市櫃的 KY 股共計 110 家，每年平均約有 9 家 KY 股掛牌。然於 109 年 8 月卻驚爆曾經股價高達 500 元的生技類股康友-KY，疑有被掏空且財報不實之嫌，除公司董事長失聯外，總經理、財務長、發言人等公司高層主管及簽證財報會計師也相繼辭任；110 年 3 月底又傳有英瑞-KY 資金吃緊、淘帝-KY 財報難產的消息，不僅顯露出投資 KY 股風險增加，更讓投資人對於投資 KY 股產生疑慮甚至喪失信心。我國負責金融事務最高主管機關的金管會已要求證券交易所應加強其監督與管理機制，甚至對 KY 股進行徹底的調查，將來體質較差的 KY 股票可能會逐一現形，可能成為臺灣股票的地雷區。不過，難道只有 KY 股會出現問題嗎？非 KY 股有沒有做假帳或股票下市的例子呢？答案是，有過之而無不及。但投資 KY 股的潛在風險是否高於投資本國公司股票則值得探究。希冀經由康友-KY 此個案的分析探討，能影響主關機關對外國企業來臺第一上市可能產生的問題予以重視並強化監理制度，而投資人也能得到透明真實的資訊，並清楚的了解投資風險，進而安心投資，方可強大臺灣的資本市場規模，深植臺灣成為區域金融中心之利基。

第二節 研究目的

本文試著從公司治理的角度並以外國企業來臺上市之公司康友-KY 為案例，來剖析此類外國企業來臺初次上市是否於主管機關監理、會計師查核財報、資訊揭露透明等制度上可能有未盡之事宜，進而探討對初次來臺上市的外國企業該如何加強監理制度與健全相關法令規章，以降低我國投資人的投資風險和預防不當情事發生。撰寫方式是以蒐集、整理、分析及歸納該個案之新聞媒體報導、主管機關公告事項、個案公司網頁等內容，並參考國內外涉及企業舞弊或掏空公司資產的個案、國內外公司治理議題之論文、書籍、期刊、文摘等，以尋求並釐清該個案情事發生之問題點，並提供解決問題的研究建議。

本文透過個案分析法進行，以康友-KY 公司為研究對象，研究目的包含：

- 一、對個案康友-KY 公司涉嫌掏空、財報不實等舞弊行為之瞭解。
- 二、探討投資外國企業回台掛牌上市股票的潛在風險。
- 三、分析投資人對於投資外國企業回台掛牌上市股票風險之應注意事項。
- 四、建議本國主管機關對外國企業回台掛牌上市可加強監理之事項。

第三節 研究流程

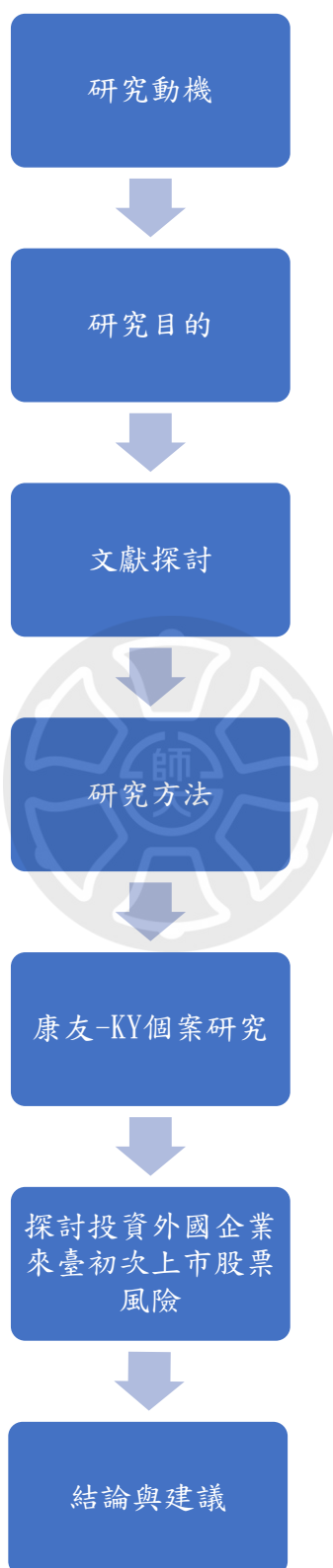


圖 1-1 研究流程

第二章 文獻探討

第一節外國企業來臺掛牌上市櫃

一、發展背景

自 2008 年 3 月 5 日行政院院會通過推動海外優良企業及臺商來臺掛牌上市之「海外企業來臺掛牌一二三計畫」，只要符合相關條件均可回臺上市。同年 5 月 15 日行政院金管會即對臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心所訂定之相關外國企業來臺上市櫃的配套法案核備在案，隨即於 7 月底宣布全面放寬外國發行人申報募集資金不得用於直接或間接赴大陸地區投資，以及累計投資大陸地區金額比例之限制等相關開放大陸臺商回台上市櫃掛牌政策。國外企業來台掛牌政策公布後，立即收到許多國外企業的積極回響，並表達來台掛牌之意願。回顧當初政策背景主係考量國際資本市場競爭日益激烈，許多臺商企業赴海外資本市場如香港、新加坡及中國大陸等地上市，而影響 2005 年及 2006 年臺灣股市呈現連續 2 年上市公司家數負成長之情形。而自政策開放外國公司回臺第一上市以來，依據金管會統計，截至 2021 年 2 月底為止，上市櫃 KY 公司共計 109 家，其中有 76 家上市公司、33 家上櫃公司，若是營業總部來區分，109 家 KY 公司當中，總部位於中國共有 78 家，而來自非中國地區僅有 31 家，因此可知，有超過 7 成的 KY 公司營運總部皆位於中國。

二、外國企業來臺上市審查規定

表 2-1 外國企業來臺上市審查規定

項目	第一上市
上市方式	股票未在外國證券交易所或證券市場上市之外國發行人，於本公司申請股票上市。
交易市場	臺灣證券交易所
資格限制	依「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」相關規範，對於外國發行人申請來臺上市規定如下：(1)大陸地區設立登記者，不得來臺第一上市。惟得以海外控股公司為上市主體申請來臺上市。(2)大陸地區人民、法人、團體或其他機構投資第三地之公司，且直接或間接持有該第三地公司股份或出資總額逾 30%，或對該第三地公司具有控制能力者，應取得主管機關專案許可。

項目	第一上市	
募資用途	「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」對於外國公司所募資金得用於直接、間接赴大陸地區投資。	
設立年限	<u>一般事業</u> 申請公司或其任一從屬公司(註1)應有3年以上業務紀錄。	<u>科技事業</u> 申請公司或係屬科技事業之從屬公司(註1)應有1個完整會計年度以上業務紀錄。
公司規模	<u>一般事業</u> 實收資本額6億元以上或市值16億元以上。	<u>科技事業</u> 實收資本額3億元以上或市值8億元以上。
獲利能力	<u>一般事業</u> 最近3個會計年度之稅前淨利累計達新臺幣2.5億元以上且最近1個會計年度之稅前淨利達新臺幣1.2億元及無累積虧損。	<u>科技事業</u> 申請上市時，經會計師查核簽證之最近期財務報告之淨值不低於股本2/3，且需證明有足供上市掛牌後12個月的營運之營運資金。無面額或每股面額非屬新臺幣10元之外國發行人，其淨值應不低於股本加計資本公積-發行溢價之合計數2/3。
股權分散(註2)	<u>一般事業</u> 記名股東人數在1,000人以上，公司內部人及該等內部人持股逾50%之法人以外之記名股東人數不少於500人，且其所持股份	<u>科技事業</u> 記名股東人數在500人以上，且扣除外國發行人內部人及該等內部人持股逾50%之法人以外之記名股東，其所持股份合計占發行股份總

項目	第一上市	
	合計占發行股份總 額 20% 以上或逾 1,000 萬 股。	額 20%以上或滿 500 萬股。
其他規定	(1) 公司治理 A. 董事會成員不得少於 5 人，且應設置獨立董事人數不得少於 3 人，其中獨立董事至少 1 人應在中華民國設有戶籍。 B. 外國發行人應擇一設置審計委員會或監察人。其審計委員會 應由全體獨立董事組成，其人數不得少於 3 人，其中 1 人為召集人；監察人人數不得少於 3 人。獨立董事之專業資格、 持股與兼職限制、獨立性之認定，準用中華民國證券法令之 規定。 C. 應設置薪資報酬委員會。人數不得少於 3 人，其成員之專業 資格、職權之行使及相關事項，準用中華民國證券法令之 規定。 D. 應就公司治理出具自評報告，且需由承銷商評估並出具意見。 (2) 集團企業 應符合下列規定： A. 集團企業主要業務或商品無相互競爭，但申請公司具獨立經 營決策能力者，不在此限。 B. 申請公司銷售於集團之產品應具有獨立行銷之開發潛力。 C. 有業務往來者，應就相互間財務業務相關作業規章訂定具體 書面制度，並經董事會通過外，應分別以書面聲明或承諾 無非常規交易情事；無業務往來者，應由申請公司以書面 承諾日後有往來時必無非常規交易之情事。 D. 上述制度及財務業務狀況與同業比較應無重大異常。 E. 申請上市會計年度及最近 2 個會計年度之進貨或營	

項目	第一上市
	收來自集團企業未超過 50%。但對於來自母、子公司進貨或營業金額，或基於行業特性、市場供需狀況或其他合理原因所造成者，得不適用之。 (3) 母子公司 母子公司關係之子公司申請上市，應符合下列規定： A. 檢具母公司及其所有子公司依我國證券主管機關訂頒之各業別財務報告編制準則、美國或國際會計準則編製之合併財報，未依我國證券主管機關訂頒之各業別財務報告編制準則編製者，應揭露重大差異項目及金額，並由中華民國會計師表示意見。 B. 合併財報最近 1 個會計年度淨值總額達新臺幣 10 億元以上；最近 2 個會計年度稅前淨利占淨值總額均達 3%。但於申請上市會計年度及其最近 1 個會計年度內與其母公司間之進銷貨往來金額未達其進銷貨總金額 10%者，於上開獲利能力之比率得不適用之。 C. 母公司及所有子公司以及前開公司之董事、監察人、代表人及持股超過 10%大股東與其關係人總計持有申請公司之股份不得超過 70%。超過者，應於辦理上市前股票公開銷售時，使其降至 70%以下。但申請公司符合下列情事者，不在此限： I. 設有審計委員會或獨立董事逾全體董事人數 1/2 者。 II. 本款所訂持有股份總額限制對象以外之人持有股數達 3 億股以上者；無面額或每股面額非屬新臺幣 10 元之外國發行人，本款所訂持有股份總額限制對象以外之人所換算之淨值達 60 億元以上者。 D. 獨立董事至少 3 人。 E. 申請上市會計年度及最近 1 個會計年度來自母公司之營業收入不超過 50%，主要原料、商品或總進貨金額不超過 70%。但基於行業特性、市場供需狀況或其

項目	第一上市
	他合理原因者，不在此限。 F. 母公司股票已在我國證券市場上市（櫃）買賣者，申請上市時最近四季末包括申請公司財務數據且經會計師核閱之擬制性合併財務報表所示之擬制性營業收入或營業利益，未較其同期合併財務報表衰退達50%以上，且母公司最近2個會計年度未有重大客戶業務移轉之情事。 (4) 控股公司 以投資為專業並以直接或間接控制營運為目的者，合併營業利益70%以上應來自從屬公司。 (5) 無不宜上市情事 A. 有嚴重影響公司財務、業務狀況，或足致公司解散或變動其組織、資本之情事，或其行為有虛偽不實或違法情事，足以影響其上市後之證券價格，而及於市場秩序或損害公益之虞者。 B. 財務業務未能與他人獨立劃分者。 C. 有重大非常規交易，尚未改善者。 D. 申請公司或從屬公司或各該公司之現任董、監、總經理或實質負責人於最近3年有違反誠信原則之行為。 E. 申請公司之所營事業嚴重衰退者。 F. 申請公司之董事會、監察人有無法獨立執行其職務者。 G. 其他不宜上市情形。

註1：從屬公司係指下列情事之一者：

1. 外國發行人直接持有逾50%已發行有表決權股份或出資逾50%之各從屬公司。
2. 外國發行人經由子公司間接持有逾50%已發行有表決權股份或出資逾50%之各從屬公司。
3. 外國發行人直接及經由子公司間接持有逾50%已發行有表決權股份或出資逾50%之

各從屬公司。

4. 外國發行人直接或間接選任或指派董事會超過半數董事之公司。

註 2: 送件時毋需符合，於上市掛牌前達成即可。另，不論股權分散與否，申請公司應將其擬上市股份總額至少 10%，全數以現金增資發行新股之方式，於扣除依章程規定保留供員工承購之股數後，依證券交易法第 71 條第 1 項包銷有價證券規定，委託證券承銷商辦理上市前公開銷售。但應提出承銷之股數達 2,000 萬股以上者，得以不低於 2,000 萬股之股數辦理公開銷售。

資料來源：臺灣證券交易所網站



三、上市審查及申請程序



圖 2-1 上市審查及申請程序

資料來源：臺灣證券交易所網站

第二節 公司治理

自從 1997 年爆發亞洲金融危機後，公司治理（Corporate Governance）為學者及國際機構所重視，在經歷此次的金融危機過程中，亞洲地區的許多企業發生金融危機的原因就是缺乏公司治理的概念和健全的管理體制。Prowse (1998)指出公司治理機制是否健全，對於企業營運發展與整個國家或地區的影響都是相同的重要。而造成當時亞洲金融動盪的主要原因之一即是公司治理機制的不完善。因此強化公司治理機制，被認為是公司應對危機的最好方法。2001 年美國於爆發安隆案之財務醜聞後，促使美國採取積極行動應對企業管理控制問題，美國國會即制定沙賓/歐克斯法案（Sarbanes-Oxley Act），並針對公司治理重要議題進行多項改革。（李宗黎、林蕙真 2018）美國成立公開發行公司會計監督委員會，該委員會由五名非會計師但享有盛譽的會計專家所組成；對於涉及財務報告的詐欺及不實行為加重其刑罰；加強內部控制制度的重要性，並規定管理高層應負起建立和維護內部控制制度之責任，以確保財務報告的可靠性，每年企業必須提交內部控制評估報告，並聘請簽核會計師再出具評估意見。

1998 年我國接二連三的發生企業掏空舞弊事件，後來由於金融機構不良債務問題惡化，導致金融危機處於爆發的邊緣。因此主管機關亦開始正視公司治理對國內公開發行公司的重要性。在臺灣證券交易所，櫃檯買賣中心，證券暨期貨市場發展基金會及中華公司治理協會的同心協力下，先後推行獨立董事和審計委員會制度，並考量我國的政治、經濟、文化等國情制定「上市上櫃公司治理實務守則」，引導國內企業加強公司治理，建立資訊透明公開制度，並依規公平且及時的提供企業財務、營運等相關資訊。

2006 年公司治理原則更進一步被法制化，使得法律更具有管束力。為此對於公司法，證券交易法及相關法規亦再行修訂，以期公司治理制度更趨完備。2013 年金融監督管理委員會發布行政院審議通過「強化我國公司治理藍圖」，除對於上市櫃公司的公司治理相關實務守則中修訂建議措施外，還成立了臺灣證券交易所公司治理中心，藉以結合主管機構、民營單位，證券監理單位及媒體，積極與上市櫃公司、中小企業等對話，以塑造公司治理文化。2017 年已完成相關推動措施。金管會又在 2018 年宣布了新版的公司治理藍圖（2018~2020），希望以此加深公司治理文化，發揮董事會職能，提升資訊公開透明化的品質，及加強對法律規章的遵循等面向，企業能自主性的落實公司治理，深根公司治理文化，營造友好的投資環境，強化臺灣資本市場的國際競爭力。

一、公司治理的定義

經濟合作與發展組織（OECD）對公司治理的定義：公司的各種參與者和其他利益相關者的權利和責任，以及企業經營管理所建立的一套系統和程序。此外，我國中華公司治理協會於 2002 年參考世界各國規範而對公司治理定義為一種指導管理和執行公司經營者職責的機制與過程，透過強化公司績效且兼顧其他利益相關者的利益，以確保股東的合法權益。

（Shleifer and Vishny 1997）認為公司治理的機制是「如何確保資金提供者得以獲取其該有的投資報酬」。（劉紹梁、葉秋英、蘇鴻霞 2002）「公司治理是指如何運用市場的機制和法律相關規範的制度因素來改善公司的經營績效和提升股東的價值」。由此可知公司治理是一項結構複雜且多面向的主題。

二、公司治理原則

經濟合作及發展組織(OECD)公司治理原則架構圖(李華驊、鄭佳綾 2014)

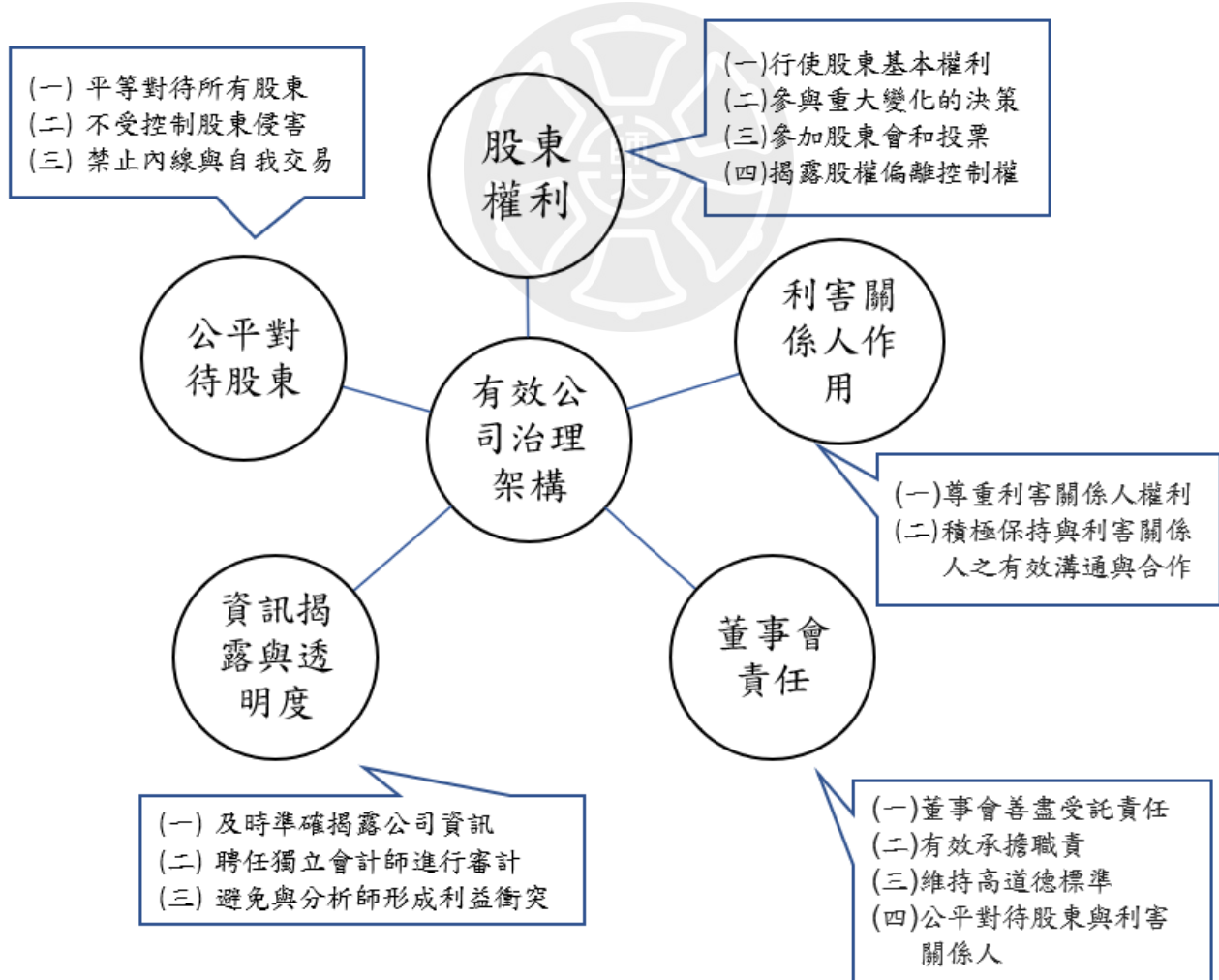


圖 2-2 公司治理原則架構圖

三、國外企業來臺上市之公司治理相關規範

(一) 外國發行人應準用證券交易法及相關行政命令所訂公司治理相關之規範，並應明訂於公司章程中。

(二) 本國公司治理相關重要規範之法規架構

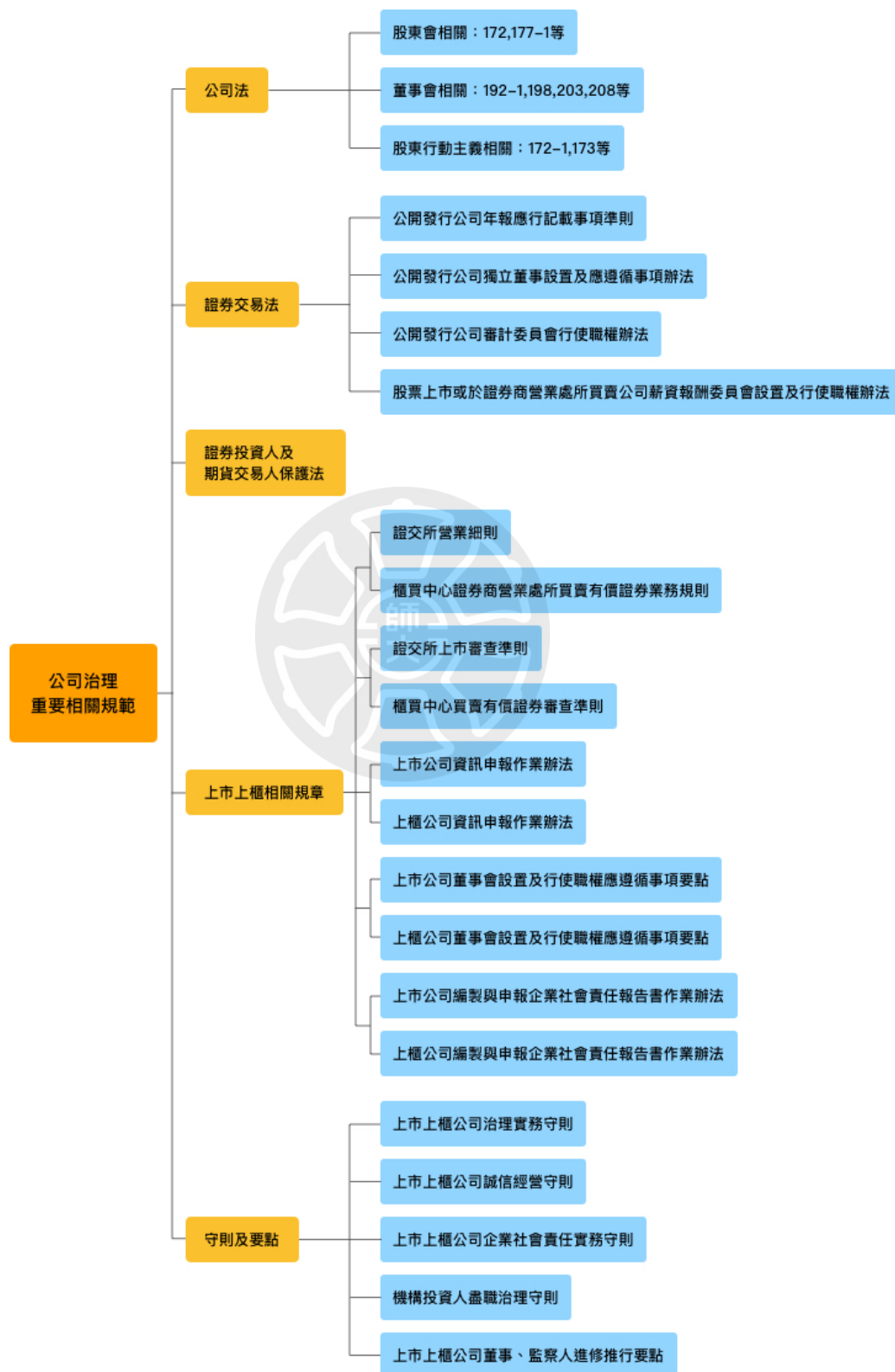


圖 2-3 公司治理相關重要規範之法規架構

資料來源：臺灣證券交易所公司治理中心

第三節 企業舞弊

近年來企業掏空舞弊事件頻傳且層出不窮，臺灣自 2000 年以來，累計發生 8 起被指控為重大「掏空」弊案，涉入公司包括太平洋電線電纜（太電）、中信金控、幸福人壽、遠雄人壽、訊碟科技、皇統科技、博達科技、萬泰銀行，總計掏空金額達 614 億多元。連續性的企業掏空舞弊案件對於公司治理體制、財務報表的資訊及相關法令規範有著重大的影響，進而引發主管機關的高度重視，亦提高投資人對於投資企業的風險意識。因此，隨著臺灣投資環境已日益成熟及全球化，金融工具不斷的創新發展，使得企業舞弊手法也隨著時代和法令規章的進展而變得越來越複雜而更難以防範於未然。

一、企業發生舞弊的類型

（陳清祥 2019）全球舞弊稽核師協會於 2018 年 4 月初公布的全球舞弊調查研究報告，從回收問卷中，共採用 2,690 件案例進行分析發現，舞弊類型中以資產侵占最常見占 89%，其次是貪污占 38%，再則財務報表舞弊 10%，但以財務報表舞弊損失是最為嚴重。

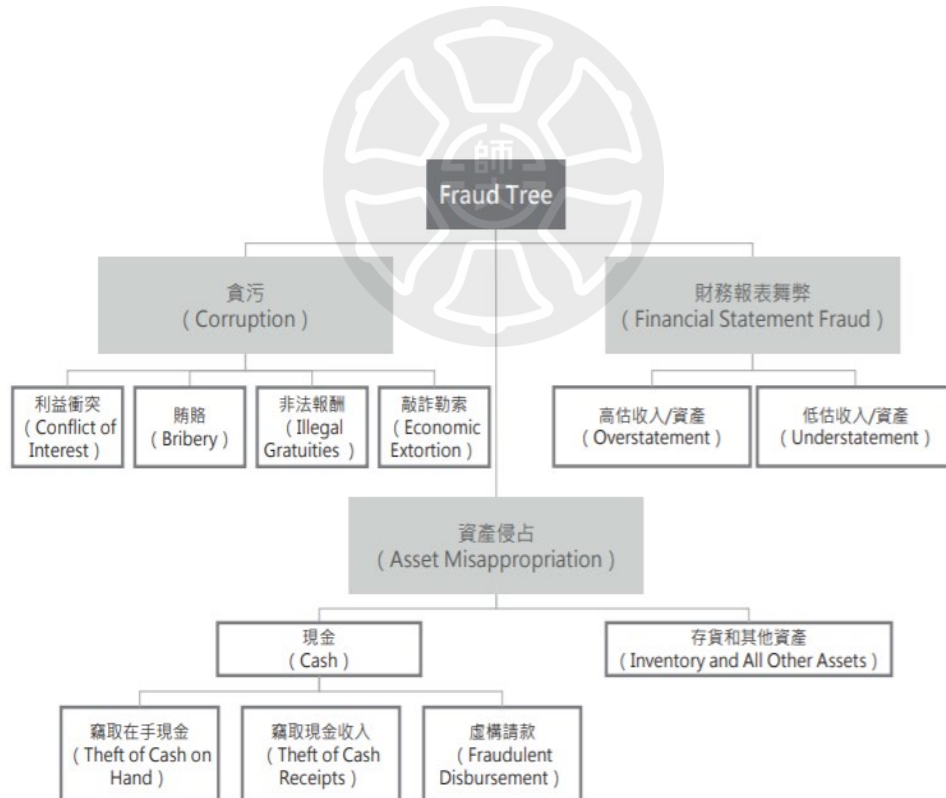


圖 2-4 舞弊的類型

資料來源：美國舞弊稽核師協會（ACFE），劉婉蓉、高智敏 勤業眾信通訊電子月刊

2016 年

二、舞弊三角理論（陳清祥 2019）

- （一）機會要素指可以進行企業舞弊又能不被發現或能逃避懲罰的時機。
- （二）壓力要素指企業舞弊者的行為動機，刺激個人因為自身利益而進行企業舞弊。
- （三）藉口(自我合理化)指舞弊者自圓其說的藉口。

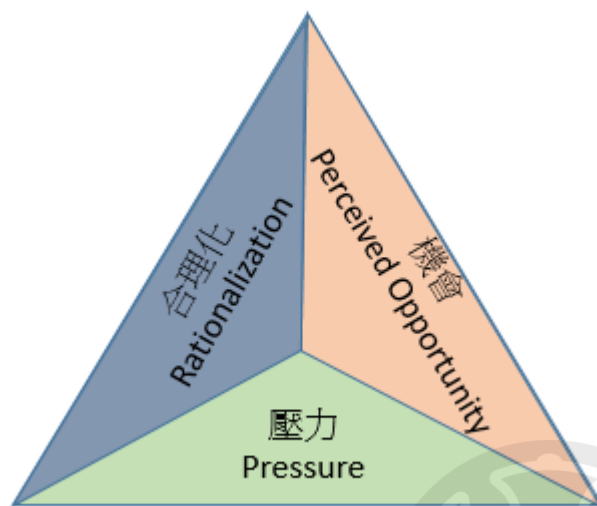


圖 2-5 舞弊三角理論

三、掏空的定義

經濟學上的掏空是指少數人或集團利用不合法的轉移資金、財產來謀取獲利的行為，而股市上的掏空是指持有股權或控股地位的股東，採取一些不合法的手段來轉移上市公司的資源，進而損害中小股東利益的行為。（高雷等 2006）「由於掏空的發生需要符合相關的法律以規避法律監管，因此掏空決策通常是由對公司有控制權的管理者或控股股東做出的，因為它們具有安排和執行一般公司決策的權力，並且這一現象在全球多個國家均有發生。」而掏空的直接受害者，除了公司自身外，還有公司的中小股東和債權人，因此掏空的研究通常與公司治理的研究相關。

四、掏空的方式

（林仁光 2005）「認為所謂掏空公司資產之行為，通常係由受害公司之負責人、控制者或職員，以直接或間接之方式，要求公司為特定不利益之行為或交易，除了受害公司之財產受到減損，或應得利益被剝奪外，通常係藉由關係人交易以及不合營業常規之交易方式，將該財產交易或其他利益移轉給行為人本身、其關係人、受害公司之其他關係企業、關係企業之負責人、控制者、職員或人頭之行為。」

第三章 研究的方法

第一節 研究架構

本研究分析議題將依據前章之文獻探討制定相關議題並將分析方式分為三大部分。第一部分對相關文獻進行收集歸納與了解外國企業回臺第一上市之發展過程及設立條件，並探討公司治理的興起及發展自理的監督職能、企業舞弊與掏空的定義等。第二部分針對個案分析，探討康友掏空事件發生的來龍去脈及資金挪用手法，進而得出投資外國企業初次來臺上市股票風險之所在。第三部分對於投資外國企業初次來臺上市股票較易產生之風險，提出如何再強化主管機監理、落實財報簽證會計師查核、投資人投資心態等建議事項。

第二節 研究設計

本研究方法主要分別以文獻理論、次級資料、相關法規探討及個案分析等部分進行歸納分析，以了解外國企業回臺第一上市之公司治理、主管機關監管及會計師事務所查核財務報表等問題點。

第三節 研究限制

本文個案資料取自相關期刊論文、研究報告、公開資訊觀測站及網站新聞等，研究者雖已力求資訊蒐集完整及確實，但卻可能難以完全避免所引用之網站新聞會有不明或失真，且本文所引用的相關證券市場法規及準則有可能正面臨研議增修，而該個案案情亦持續發展中，因此部分資料將無法避免可能已過期或有更新不及之問題。另本文採取「個案研究法」，係以康友-KY 掏空舞弊案為例，藉以探討投資外國企業來臺初次上市公司股票之風險，既為個案就難免有其特殊性，而本研究在時間的限制下，並無法同時探討不同個案樣本，因此可能會有失其概括性，亦可能受到研究者主觀直覺判斷之影響。但本個案既然已經是現實環境所發生之事實，就必然有其因果關係而值得探究，希冀藉由本研究尚有不足之處，日後可做為未來相關領域研究方向之建議。

第四章 康友製藥控股有限公司個案分析

第一節 康友製藥控股有限公司簡介

一、集團沿革及背景

康友製藥控股有限公司於 102 年 11 月 7 日設立於英屬開曼群島，主要專營投資控股業務，該公司係為向臺灣證券交易所股份有限公司申請股票上市買賣所進行之組織架構重組而設立。該公司股票自 104 年 3 月起在臺灣證券交易所上市買賣。營運主體為 1965 年成立的六安華源製藥有限公司，並以「大別山」為品牌於大陸從事大容量注射液和原料藥之產銷；於 2015 年公司與哈爾濱維科生物開發科技公司合資於印尼設廠跨入禽流感疫苗領域，並於 2018 年取得藥證。截至 2019 年，公司營收比重為大輸液占 85%、原料藥占 15%。

表 4-1 公司及集團沿革之重要記事

年度	公司及集團沿革之重要記事
1965 年	六安華源公司前身朝陽化工廠成立。
1981 年	取得“大別山”商標註冊證。
1997 年	安徽朝陽製藥廠改制為安徽朝陽藥業有限責任公司(安徽朝陽公司)。
2000 年	“大別山”商標首獲安徽省著名商標稱號。
2001 年	上海華源製藥股份有限公司收購安徽朝陽公司，並更名為安徽華源朝陽藥業有限公司(安徽華源朝陽公司)。
2002 年	安徽華源朝陽公司更名為六安華源製藥有限公司。
2003 年	上海華源長富藥業集團有限公司收購上海華源製藥股份有限公司的股權，控股六安華源公司。
2007 年	廈門奔馬實業有限公司向上海華源長富藥業集團有限公司收購六安華源公司的股權。
2011 年 11 月	六安華源公司新廠區尼可剎米、乳酸左氧氟沙星原料藥，獲得中國國家新版 GMP 證書。
2012 年 11 月	六安華源公司的聚丙烯輸液瓶(塑瓶)生產線，獲得中國國家新版 GMP 證書。
2013 年 6 月	六安華源公司玻璃瓶輸液生產線 A、B 線、軟袋輸液生產線，獲得中國國家新版 GMP 證書。

年度	公司及集團沿革之重要記事
2013 年 11 月	康友製藥公司註冊成立。
2013 年 12 月	康友製藥公司通過換股方式，取得 Longterm Lista 100%股權。
2013 年 11 月 ~2014 年 6 月	康友製藥公司股權重組。
2014 年 10 月	康友製藥公司申請第一上市。
2015 年 3 月	康友- KY 於臺灣證券交易所掛牌上市。
2015 年 11 月	六安華源公司獲得“一種帶有安全鎖死功能的高壓滅菌鍋”等九項中國國家實用新型專利。
2015 年 12 月	六安華源公司通過中國大陸安徽省高新技術企業認定。
2016 年 2 月	康友製藥公司與維科生物簽署正式的「合資經營合同」，將於印尼合資設廠，生產與銷售以禽流感疫苗、雞新城疫疫苗為主的動物疫苗產品。
2016 年 3 月	Pharmally Investment Limited(康友投資)於開曼群島註冊成立。
2016 年 4 月	Pharmvac Biological Holding Limited(方威生物)於開曼群島註冊成立。
2016 年 5 月	Pharmbac Biological Holding(S) Pte. Ltd.(方柏公司)及 Pharmtech Biological Holding(S) Pte. Ltd. (方泰公司)於新加坡註冊成立。
2016 年 7 月	方柏公司和方泰公司以總對價印尼盾 5.5 億元共同平價收購印尼 PT. BIOTIS PRIMA AGRISINDO(帝斯生技)100%股權。
2017 年 2 月	方威生技以 10%股權(美金 450 萬元)為對價取得哈爾濱維科生物技術開發公司之商標使用權。
2017 年 6 月	Pharmally Investment - PHL Limited 於開曼群島註冊成立(康友投資菲律賓)。
2017 年 7 月	Pharmsea Biological Holding Limited 於開曼群島註冊成立(方信生物)。
2017 年 8 月	六安華源公司塑瓶輸液生產線 B 線，獲得中國國家新版 GMP 證書。
2017 年 8 月	Pharmally Philippines Holding (S) Pte. Ltd. 於新加坡註冊成立(方菲公司)。
2017 年 11 月	六安華源公司軟袋輸液生產線 B 線，獲得中國國家新版 GMP 證書。

年度	公司及集團沿革之重要記事
2017 年 11 月	Pharmally Biological Company (PH), Inc. 於菲律賓註冊成立(康友醫藥(菲律賓)公司)。
2018 年 5 月	Pharmally Asia Company (SIN) Pte. Ltd. 於新加坡註冊成立(康友亞洲公司)。
2018 年 5 月	帝斯生技雞新城疫滅活疫苗(ND LaSota)取得印尼畜牧業和動物衛生總局核發之藥品產品註冊許可證。
2018 年 10 月	帝斯生技動物疫苗產線(含禽類活疫苗產線、禽類滅活疫苗產線、大動物活疫苗產線及大動物滅活疫苗產線)正式取得印尼農業部核發之藥品 GMP 證書。
2018 年 11 月	六安華源公司再次通過中國大陸安徽省高新技術企業認定。
2019 年 5 月	六安華源公司取得菲律賓 FDA 核發之藥品 GMP 證書。
2019 年 7 月	帝斯生技禽流威滅活疫苗(AI H5N1)取得印尼畜牧業和動物衛生總局核發之藥品產品註冊許可證。
2019 年 8 月	帝斯生技禽流威滅活疫苗(AI H9N2)取得印尼畜牧業和動物衛生總局核發之藥品產品註冊許可證。
2019 年 12 月	六安華源公司三款大輸液取得菲律賓FDA 核發之藥品產品註冊許可證。
2020 年 1 月	帝斯生技與卜蜂集團旗下 PT. SHS International 簽署 HARBINDO 品牌疫苗銷售總代理協議。
2020 年 4 月	帝斯生技雞新城疫禽流威滅活二聯疫苗(ND+AI H5N1)取得印尼畜牧業和動物衛生總局核發之藥品產品註冊許可證。

資料來源:康友製藥控股有限公司 109 年度年報

二、集團組織

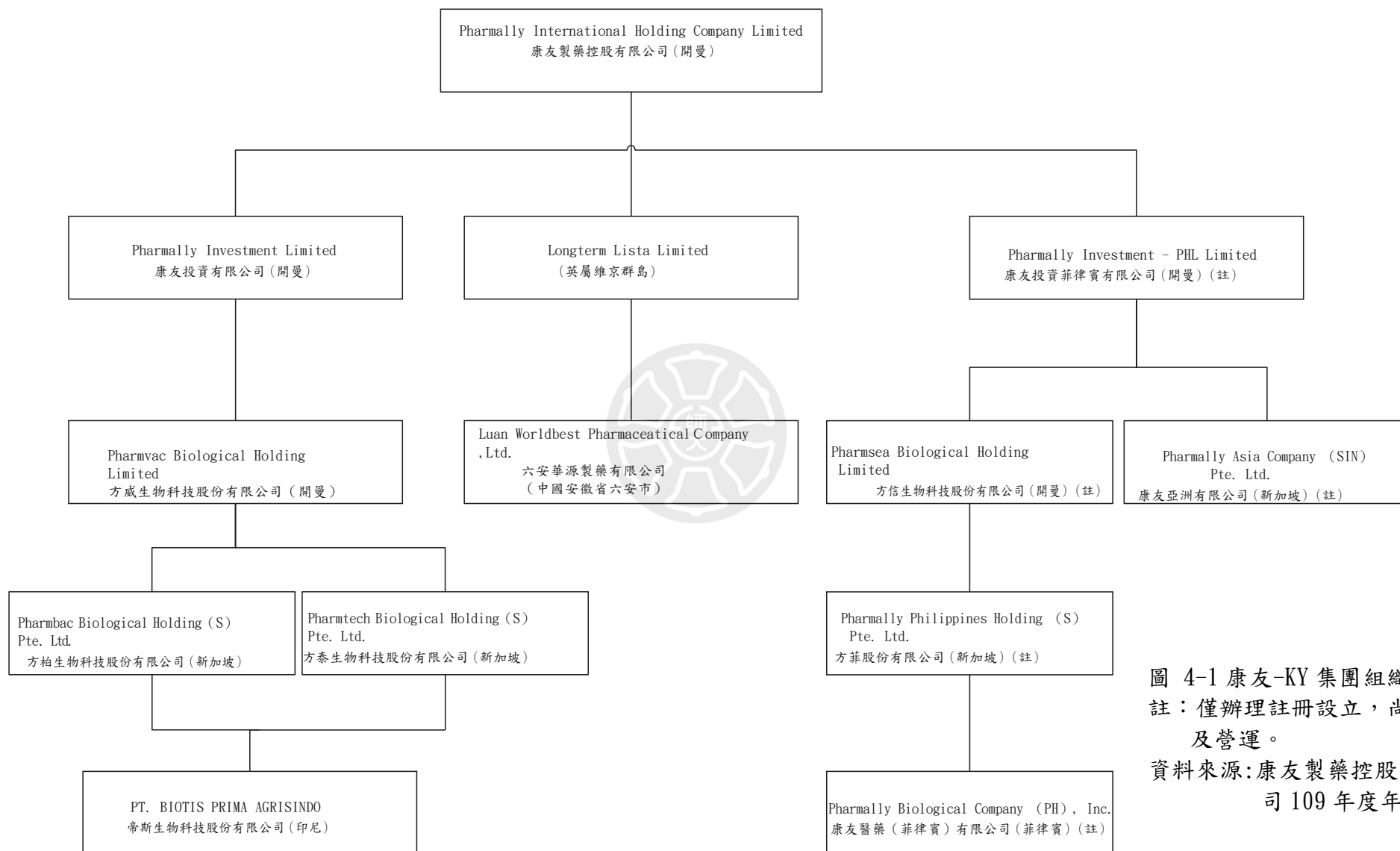


圖 4-1 康友-KY 集團組織圖
註：僅辦理註冊設立，尚未注資及營運。
資料來源：康友製藥控股有限公司 109 年度年報

三、重要子公司基本資料

表 4-2 康友子公司基本資料

本資料由 康友製藥控股有限公司 提供

事實發生日	重要子公司名稱	主要經營業務	地區	符合重要子公司認定之標準(註)
103/06/23	Longterm Lista Limited	轉投資業務	British Virgin IS./英屬維京群島	1
103/06/23	六安華源製藥有限公司	大容量注射液(大輸液)及原料藥之生產與銷售	China/大陸	1
106/03/22	康友投資有限公司	轉投資業務	CAYMAN IS./開曼群島	3
106/03/22	Pharmvac Biological Holding Limited (方威公司)	轉投資業務	CAYMAN IS./開曼群島	3
106/03/22	Pharmbac Biological Holding(s) PTE. LTD (方柏公司)	轉投資業務	SINGAPORE/新加坡	3
106/03/22	Pharmtech Biological Holding(s) PTE. LTD (方泰公司)	轉投資業務	SINGAPORE/新加坡	3
106/03/22	PT.BIOTIS PRIMA AGRISINDO	疫苗生產及銷售	INDONESIA/印尼	3

註：(本標準自公司申報 101 年度財務報告後適用)

- 最近兩年度財務報表皆有會計師查核簽證財務報告規則第 2-1 條第 2 項第 1 至 6 款認定標準之一：
 - (1)公司之合併營業收入來自該重要子公司達百分之十五以上。
 - (2)公司之合併總進貨金額來自該重要子公司達百分之二十五以上。
 - (3)公司之合併總產值(含自製、委外及外購等)來自該重要子公司達百分之二十五以上。
 - (4)公司屬上市公司者，對該重要子公司之原始投資金額累計達上市公司實收資本額百分之四十且三億元以上。公司屬上(興)櫃公司者，對該重要子公司之原始投資金額累計達公司實收資本額百分之四十且一億元以上。無面額或每股面額非新臺幣十元之公司，前開有關實收資本額百分之四十之計算應以歸屬於母公司業主之權益百分之二十替代之。
 - (5)公司屬上市公司者，對該重要子公司資金貸與及背書保證金額合計達歸屬於母公司業主之權益百分之四十且三億元以上。公司屬上(興)櫃公司者，對該重要子公司資金貸與及背書保證金額合計達歸屬於母公司業主之權益百分之四十且一億元以上。
 - (6)公司屬上市公司者，該重要子公司綜合損益占上市公司合併綜合損益總額達百分之五十且三億元以上。公司屬上(興)櫃公司者，該重要子公司綜合損益占上(興)櫃公司合併綜合損益總額達百分之五十且一億元以上。
- 最近兩年度財務報表皆有會計師查核簽證金融業財務報告規則第 6 條第 2 項第 1 至 4 款認定標準之一：
 - (1)公司之合併淨收益來自該重要子公司達百分之二十以上。
 - (2)公司屬上市公司者，對該重要子公司之原始投資金額累計達上市公司實收資本額百分之十且三億元以上者。公司屬上(興)櫃公司者，對該重要子公司之原始投資金額累計達上市公司實收資本額百分之十且一億元以上者。
 - (3)公司屬上市公司者，對該重要子公司資金貸與及背書保證金額合計達歸屬於母公司業主之權益百分之八且三億元以上者。公司屬上(興)櫃公司者，對該重要子公司資金貸與及背書保證金額合計達歸屬於母公司業主之權益百分之八且一億元以上者。
 - (4)公司屬上市公司者，該重要子公司綜合損益占上市公司合併綜合損益總額達百分之五十且三億元以上。公司屬上(興)櫃公司者，該重要子公司綜合損益占上(興)櫃公司合併綜合損益總額達百分之五十且一億元以上。
- 會計師認為其對公司財務報表影響重大之子公司。

資料來源：臺灣證券交易所公開資訊觀測站

四、董事會成員名單

表 4-3 董事會成員名單

一、職稱	姓名	國籍	主要經（學）歷
董事長	黃文烈	中華民國	明新技術學完電子科系 新加坡 M Development Ltd. (SGX-N14) 董事廈門協力集團有限公司董事長 技嘉科技有限公司獨立董事
董事	衣學福	中國大陸	上海交通大學EMBA中國藤科大學學士 六安華源製藤有限公司總經理兼 開發總監江蘇華源藤業有限公司常務副總經理 中化江蘇公司企業發展部副總經理
董事	黃子晏	新加坡	美國南加州大學(USC)國際商貿學士 新加坡 M Development Ltd. (SGX-N14) 董事長特助
董事	呂祥泰	中華民國	台灣工業技術學完電子工程技術學系學士 巨達國際股份有限公司董事兼 中華區執行長聚興科技股份有限公司董事長 廈門新陽奔馬科技有限公司總經理
獨立董事	趙永泰	中華民國	國立中興大學企業管理學系學士 廈門德星綠色環保科技有限公司執行董事 桑緹亞(中國)生物技術有限公司副總經理 雅高礦業控股有限公司副主席 廈門華僑電子股份有限公司財務總監
獨立董事	黃翎芳	中華民國	國立政治大學法律學研究 所碩士正誠法律事務所 欣暢法律事務所 德耀法律事務所
獨立董事	TEE TIONG HONG	馬來西亞	馬來西亞理科學大會計專業學士 金光置業有限公司中國區代表 nTan Corporate Advisory Pte Ltd, Singapore 安達信會計師事務所

資料來源:康友製藥控股有限公司 2019 年度年報

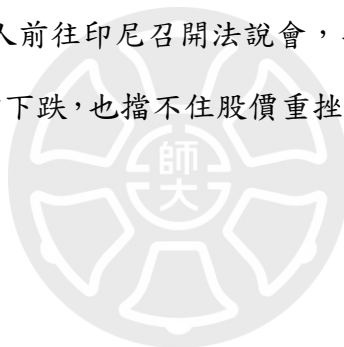
第二節 康友掏空事件及資金挪用手法



圖 4-2 康友掏空事件時序圖

2013 年 11 月 7 日於英屬開曼群島完成註冊，1965 年成立六安華源製藥有限公司係為該公司之營運主體，並以「大別山」為品牌於大陸從事大容量注射液和原料藥之產銷；2015 年 2 月 17 日經證交所審查核准，3 月 25 日正式在臺以 188 元掛牌上市。

2018 年 10 月 19 日康友-KY 股價創下該公司上市後歷史新高 538 元，不到 1 個月內，波段漲幅近 5 成相當驚人，市值更一度高達 419 億元，超越當時隱形眼鏡製造商精華(1565)股價，而榮登股后寶座，但隨後連跌 14 天，市值蒸發超過 300 億元。2018 年 11 月 9 日信傳媒鄭國強報導指出「康友董事長兼總經理黃文烈於 2018 年 9 月減少 133 張持股，估計套現 5 千萬元，未見其申報轉讓持股」，由於當時擔任董事長的黃文烈持續以個人名義拋售持股，市場和投資者認為公司管理團隊似乎對公司前景沒有信心，導致股價連日下跌，最低來到 125 元。2018 年 10 月 24 日董事長黃文烈親自於該公司臺北辦事處召開重大訊息說明記者會，強調公司營運一切正常，以及邀請投資人前往印尼召開法說會，甚至宣布解除質押公司股票，出售償還借款等措施，來避免股價繼續下跌，也擋不住股價重挫，最終連跌 14 根跌停板後才止跌。



康友-KY 上市後歷年股價趨勢圖



圖 4-3 康友-KY 上市後歷年股價趨勢圖

資料來源: Goodinfo 臺灣股市資訊網

表 4-4 康友(6452)董事長持股變化

康友-KY 董事長黃文烈持股變化

民國年月	持股股數	設質股數	設質股數占持 股比率	買賣張數
106 年 6 月	3,709,000	2,195,000	59.18%	-
106 年 11 月	3,768,000	1,475,000	39.15%	59
106 年 12 月	4,252,764	1,475,000	34.68%	485
107 年 1 月	4,227,764	1,547,000	36.59%	-25
107 年 2 月	4,188,764	1,667,000	39.80%	-39
107 年 3 月	4,070,764	1,667,000	40.95%	-118
107 年 4 月	3,990,764	1,667,000	41.77%	-80
107 年 5 月	3,939,764	1,667,000	42.31%	-51
107 年 6 月	3,899,764	1,667,000	42.75%	-40
107 年 7 月	3,872,764	1,667,000	43.04%	-27
107 年 8 月	3,823,764	1,672,000	43.73%	-49
107 年 9 月	3,690,764	1,672,000	45.30%	-133

資料來源：公開資訊觀測站、本文整理

2020 年 7 月 29 日康友於公開資訊觀測站重大訊息公告說明，關於董事長黃文烈涉及訴訟相關事宜，係為「中國中信銀行廈門分行對廈門協力五金礦產進出口公司、廈門協力工藝品進出口公司、廈門協力土產畜產進出口公司、廈門協力糧油食品進出口公司、廈門瑞道進出口貿易公司、福清華亮電器公司等 6 家公司，就金融借款合同糾紛提起訴訟，而董事長黃文烈是為上述公司借款之保證人，爰被同列為訴訟被告。」康友並於公告中說明，所涉訴訟的 6 家中國公司並非康友直接或轉投資之公司，也無業務往來及資金貸與、背書保證等相關情事，此訴訟案僅是黃文烈以自己名義所簽署的保證契約，必須負擔保證之責，其責任係以其個人財產為限，對康友的業務及財務並不會造成影響。

2020 年 8 月 6 日康友接連發布重大訊息說明，先有總經理、財務主管等人離職以及簽證會計師辭任，而所屬子公司六安華源製藥有限公司機器設備設定抵押之事，當日最終因無法具體說明事由並提供相關事證，影響股東權益甚鉅，遂被證交所公告處置於 8 月 10 將其交易

方式變更為全額交割股票。

2020 年 8 月 10 日，康友-KY 發布重大訊息說明，由於董事長黃文烈已於 109 年 8 月初失聯，公司特委派人員前往調查，發現子公司六安華源工廠早已沒有運作，對公司原負責人及相關人員將提起法律追訴。

由於公司經營高層及財務長等人陸續離職並無交接工作，亦尋無有意願接手查核簽證之會計師事務所，因此 2020 年 8 月 18 日康友-KY (6452) 在 109 年第 2 季財報無法如期公告之情形下，證交所宣布股票處以暫停交易。

2020 年 9 月 29 日金管會對出具康友-KY 財報之兩位勤業眾信會計師處以停業二年，主係經證交所調閱查核會計師工作底稿後，發現康友公司 2018 年度及 2019 年度財務報告係有缺失，而此懲處也是繼力霸事件後，14 年來最重之處分。

2020 年 11 月 26 日中央通訊社等多家媒體報導，檢調偵辦康友-KY 炒股案時查出前立委吳光訓，涉嫌以兒女名義大量買賣康友權證，影響成交價，疑有炒作之嫌，隨即展開搜索、約談後，依違反證交法，諭令 300 萬元交保並限制出境。

2020 年 12 月 3 日康友-KY 舉行臨時股東會，順利改選出 4 名董事、3 名獨董共 7 位董事，新團隊表示擬向失聯的董事長黃文烈等前經營管理高層、勤業眾信求取賠償。

依證交所公告資料顯示 2019 年 8 月 14 日康友-KY 的半年報財報未完成公告，同年 8 月 18 日停止股票買賣交易，不僅 109 年半年報未完成，就連第 3 季財報同樣未完成公告。2021 年 2 月 18 日康友財報申報公告 6 個月期限已屆滿，財報仍無法如期提出，證交所已於 4 月 1 日公告康友-KY 強制下市。

第三節 康友事件疑點

一、公司治理面向

(一)康友-KY 僅董事長具有台籍身份

檢視康友歷年年報發現，不論是康友製藥或是六安華源，其主要高階主管除董事長黃文烈具有台籍身份外，其餘皆為中國大陸人士，在康友資產掏空事件爆發後，董事長黃文烈已逃亡不知去向並遭通緝的情形下，該公司的總經理、稽核主管、發言人及財務長等高層也相繼閃辭，由於這些公司關係人也都不在臺灣，眾多投資人面臨無法得知真相及損失無處索賠的困境。

康友-KY 爆發資產掏空以來，KY 公司因而倍受爭議引起關注，眾人再次重新檢視 KY 公司的問題點，主要係很多來臺掛牌的 KY 公司主要營運地都不是在臺灣本地，因此處於資訊的不對稱及透明度不足的情形下，對於要實際查證 KY 公司實際的營運及財務狀況，確實相較本國上市櫃公司的查核難度更高。

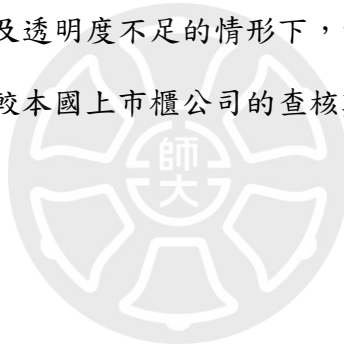


表 4-5 康友及六安華源之高階主管及其國籍

康友製藥						
年度	103 年	104 年	105 年	106 年	107 年	108 年
董事長	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)
稽核主管	蔡曉梅 (中國)	蔡曉梅 (中國)	蔡曉梅 (中國)	蔡曉梅 (中國)	蔡曉梅 (中國)	王浩 (中國)
總經理	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	黃文烈 (臺灣)	章永鑒 (中國)
財務長	章永鑒 (中國)	章永鑒 (中國)	章永鑒 (中國)	章永鑒 (中國)	章永鑒 (中國)	蔡曉梅 (中國)
六安華源						
年度	103 年	104 年	105 年	106 年	107 年	108 年
總經理	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	王仁禮 (中國)
研發總監	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	衣學福 (中國)	王仁禮 (中國)
財務長	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	葉建平 (中國)
營銷副總	鍾國為 (中國)	鍾國為 (中國)	鍾國為 (中國)	鍾國為 (中國)	鍾國為 (中國)	沈國軍 (中國)
質量副總	張巨國 (中國)	張巨國 (中國)	張巨國 (中國)	張巨國 (中國)	張巨國 (中國)	張巨國 (中國)
生產副總	陸星 (中國)	陸星 (中國)	陸星 (中國)	陸星 (中國)	陸星 (中國)	陸星 (中國)
常務副總	虞燕華 (中國)	虞燕華 (中國)	虞燕華 (中國)	虞燕華 (中國)	虞燕華(中國) 葉建平(中國)	葉建平 (中國)

資料來源：康友歷年年報、本文整理

(二)原始股東持股比率逐年降低

董監事或大股東往往是公司內部人，對於公司的營運、財務及合理股價通常相較於外部投資人往往是更為熟悉，同時也具有較多資料，可更精準地判斷公司未來的營運狀況及發展；從人性的出發點看，當持股增加時，很可能代表公司前景樂觀，即使持股不增加，至少不會有大幅度出脫持股或是申報轉讓的情事發生。因此其持

股比重增減變化，將可視為公司短期近況好壞的判斷及建議。

2020 年 10 月 22 日 smart 自學網劉萍撰文指出「從康友-KY 的公開說明書及歷年財報彙總來看，包括董事長黃文烈等 6 大原始股東的總持股，從 2014 年的 55,000 張共占 99%，在 2015 年上市後的 2 年間迅速出清持股至 44.54%，甚至至 2019 年原始股東僅餘董事長黃文烈，持股比例更剩不到 20%」，倘若當時康友-KY 的財報是真實無造假的，而正當公司處於營收維持穩定成長且財務健全的情況下，每年又可領取豐厚的股利，掛牌上市後股價漲幅亦大，甚至一度高達 500 元，但原始股東反而有逐年出脫股票並減少持股的做法，似是不太合理。

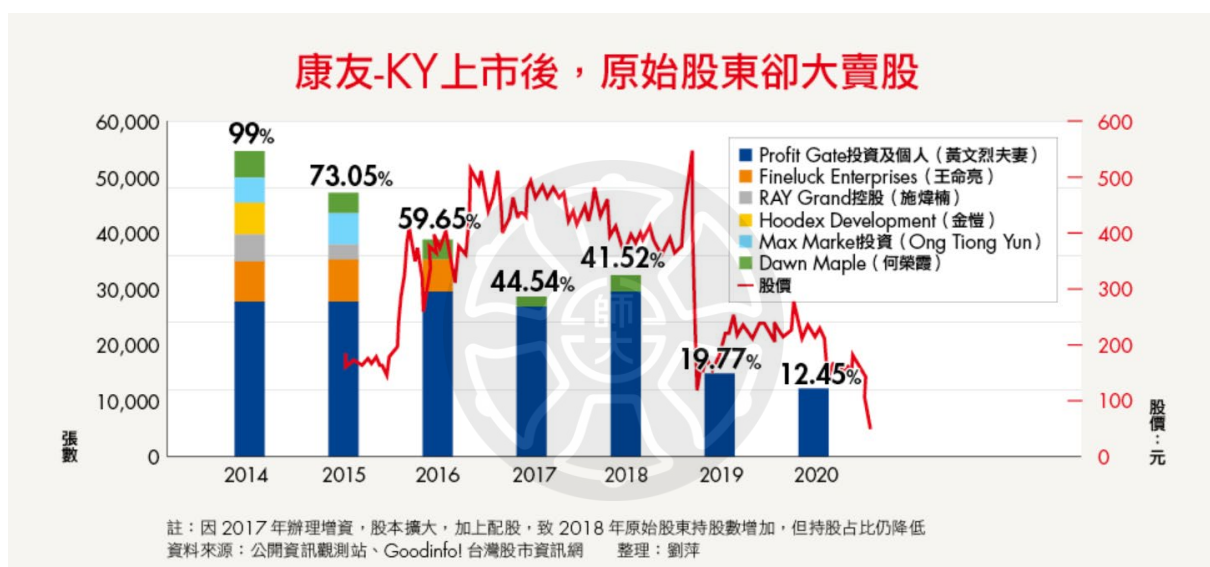


圖 4-4 康友-KY 上市後原始股東持股變化

資料來源：劉萍，如何避開買到下一個康友？3 招教你識破隱藏的地雷股，2020 年 10 月 22 日

(三)董座規避法規賣股，股票高質押

2018 年 11 月 9 日信傳媒鄭國強報導指出 2018 年 9 月時康友-KY 就曾發生連續 14 根跌停板，而導火線就來自於董事長黃文烈為了規避公司內部人售股超過 10 張股票，需事先申報的規定，每天只出售 9 張持股，總計賣股 158 張，投資人事後才發現此事，導致投資人信心崩潰，隨後連吞 14 根跌停板，一路跌到每股只剩 125 元。黃文烈還在同年 10 月將康友股票設定質押共 500 多張，也利用他人名義持有的

投資公司 PROFIT GATE，兩天分別質押了 1560 張、540 張，在短短 3 天，大股東質押張數大增 2,650 張、市值超過 6 億元。

(四)康友子公司大陸六安華源藥廠的設備被抵押全不知情，內控是否出現問題？

2020 年 7 月底就傳出中國廈門的中信銀行向廈門法院控告 6 家公司及連帶保證人黃文烈，需強制履行人民幣 8,000 萬元的賠償，剛開始康友尚未查清，就緊急出面澄清並無此事，然而董事長黃文烈自 8 月初開始失聯後，在證交所的要求下，公司直至 8 月 6 日才召開說明記者會、發布重大訊息，當時仍是聲明完全沒有將六安華源藥廠的設備抵押、擔保。但就在同日該公司的總經理、財務主管、稽核主管及簽證會計師全面請辭，但卻在 8 月 8 日查出真有六安機器設備已遭抵押此情事，抵押金額約新台幣 7 億元。但是為何一間正常運作的上市公司會查無此筆抵押，而公司所有機器設備已被董事長黃文烈抵押借出鉅款，管理階層卻遲至一年後才知曉，重要的子公司出現狀況，卻必須於事發後委派人員實地調查後才能得知六安華源工廠早在 2020 年 1 月就停止運作，顯示康友 KY 公司對於子公司的管理與掌握程度應過於鬆散。

二、財報面向

(一)康友-KY 易變現資產占總資產額比重過高

財報所定義的現金是指資產中變現性、流動性最高的項目，包含銀行存款和可隨時變現、高流動性的短期投資、票據等項目。觀察康友-KY 歷年財報的現金部位及短期投資是呈現逐年提高的情形，導致原尚未上市前的現金資產占資產總額比重約為 26%，可是截至 2019 年 3 月底已提高至 59%。雖然現金部分已呈現逐年大幅增加之勢，但康友-KY 卻又分別於上市後的 2015 年現金增資 18.8 億元、2017 年現金增資 11.7 億元，也分別於 2016 年向銀行借款 15.53 億元及 2017 年銀行借款 9.49 億元，因此到底為什麼在擁有高現金部位的情形下，還需持續現金增資及向銀行借款，而大量現金之用途及去處、帳上現金是否有被挪用或質押，顯然是查核簽證會計師應查核的重點，必須謹慎查核帳列現金數是否真實存在於銀行帳戶並金額正確相符，而相關機器設備是否已有被質押借款。

表 4-6 康友 KY 歷年現金占資產總額比率

年度	103/12/31	104/12/31	105/12/31	106/12/31	107/12/31	108/12/31	109/3/31
銀行存款	9.79 億	26.31 億	39.10 億	42.45 億	52.19 億	57.52 億	60.57 億
現金增資		18.8 億		11.7 億			
銀行借款			15.53 億		9.49 億		
占資產總額 %	26%	45%	51%	48%	51%	56%	59%

資料來源:康友-KY 歷年財務報告書、本文整理

(二)股票配息率逐年下滑

依 103 年至 108 年間之配息情形分析，在籌碼高度集中在大股東手上時，康友-KY 現金配發率約在 6 成，即 EPS 賺 10 元，就平均配 6 元給股東。然而，過去兩年來，籌碼大量流到散戶手中之後，配息就逐漸減少，現金配息率下降至 2 成左右。以 108 年度而言，EPS 高達 9.46 元，卻僅配 2 元現金股息；且配發現金股利比重降低，股票股利比重提高。

表 4-7 康友-KY 歷年股東配發股息

股利所屬 年(季)度	本期 淨利 (淨損) (元)	股東配發內容	
		盈餘分配 之現金股利 (元/股)	盈餘轉 增資配股 (元/股)
108年 年度	945,807,110	2	2
107年 年度	1,114,329,091	3.2	2.82
106年 年度	952,004,504	8	0
105年 年度	903,231,102	8	1.54
104年 年度	1,030,282,808	9.2	0
103年 年度	424,329,403	5.5	0

資料來源：臺灣證券交易所公開資訊觀測站、本文整理。

第五章 探討投資外國企業初次來臺上市股票風險

第一節 主管機關監理

海外企業股票來臺初次上市公司的康友-KY 於 109 年 8 月遭投資人檢舉子公司設備遭他人質押，而涉及財報不實，從公司董事長下落不明並遭通緝，而總經理、獨董、財務主管、發言人及簽證會計師等竟然也接連閃辭，這是臺灣資本市場史上的頭一遭。109 年 11 月臺灣證券交易所查核後，已將康友涉有不法事件相關資料報請金管會並移送司法檢調偵辦。因公司財報遲遲未能完成申報，證交所已於 2021 年 4 月 1 日強制康友-KY 下市。

一、金管會及證交所針對康友-KY 發生疑似財報不實後之相關處置措施

- (一)109 年 8 月 6 日證交所針對康友-KY 公司於重大訊息說明記者會上對於子公司六安華源製藥器設備質押相關事宜，未能具體說明並提供相關事證，109 年 8 月 10 日起，將其上市有價證券列為全額交割股。109 年 8 月 18 日再因未如期出具 109 年第 2 季財報，而遭證交所宣布暫停交易買賣。
- (二)康友有部分資產位於中國大陸，採取跨境查核機制，以確認其資產情況。
- (三)請投保中心蒐集相關資料，研究啟動保護投資人的行動；目前投保中心已受理 4,800 多件康友-KY 案投資人的求償申請，投保中心將發函證交所索取相關交易資料，以推估損害賠償金額，可望儘早提起訴訟進行求償。
- (四)金管會調閱康友 2018 年及 2019 年財務報告工作底稿後，發現康友財報簽證之勤業眾信的兩位會計師查核財報有疏失，處以從 2020 年 10 月 1 日到 2022 年 9 月 30 日止停止簽證業務二年。
- (五)主管機關不希望因個案的發生衝擊第一上市公司 KY 股的形象，也請其他 KY 股公司負責人主動對外說明或辦理業績說明會等，讓投資人能更清楚目前第一上市公司的情況。

二、109 年 9 月 8 日臺灣證券交易所新聞稿說明研議強化第一上市公司監理措施

(一)以證交所面向

1. 自 110 年起為提升財務報告的品質，建議請主管機關明訂第一上市公司所申報之第 2 季財務報告應由現行會計師核閱改為會計師查核簽證。
2. 研訂銀行函證查核指引，提供各會計師事務所遵循，以降低會計師函證風險。
3. 與專家合作建立溝通平台，藉重會計師等相關專家之專業知識及實務經驗，針對上市公司管理財務報告審查和內部控制審查等部分提供專業意見，以加強雙向即時溝通交流，提升監理實效。
4. 加強上市後之監理，第一上市公司雖已取得會計師對公司內控專案審核報告，但證交所仍將進行內控制度查核，另增加企業信用對外訊息蒐集渠道，充份運用網路即時資訊掌握財務訊息。
5. 為強化預警功能，將提升及改善跨部門訊息通報機制。
6. 研議調整目前公開資訊觀測站「財務重點專區」之九大警示指標中之二個項目，一是目前董監及持股 10% 以上的大股東設質比超逾警示將由逾 9 成者調降為逾 7 成者則警示，二是董監事處份股票若是超過選任時持股 2 成亦將被警示，藉以再提升警示指標之敏銳度。

(二)以發行公司面向

1. 請第一上市公司增加召開法人說明會的次數，並請董事長或獨立董事親自出席說明，以強化資訊公開透明度。
2. 證交所表示，由於不少 KY 公司股東為外國籍，不屬國內法院管轄範圍，為深化 KY 股公司治理，將明訂 KY 公司董事會台籍董事須超過半數，以及台籍獨立董事不得少於 2 席。
3. 藉助公司治理功能，加強審計委員會職能，請獨立董事確實注意公司內部控制制度有效性之考核，審計委員會對於公司重大之資金貸與、背書或提供保證等事項，提報董事會決議前應先有明確詳實之討論。

(三)以會計師面向

1. 依證交所研訂之「銀行函證查核實務指引」辦理相關作業，應注意客戶存款於某些金融機構過度集中的風險及其信用評級。妥適運用客戶網路銀行訊息、相互核實，以降低函證核實審核風險。
2. 審查財務報告關鍵審計項目之審計程序，並加強獲得充分、適當審計證據之作業。
3. 加強對客戶信用狀況的盡職調查，會計師應使用外部企業信用訊息渠道從多方蒐集驗證，以了解客戶身份背景和信用狀況，減少業務風險。

(四)以承銷商面向

承銷商輔導應協助加強第一上市公司法令遵循作業及法律法規之合規性，每年應辦理法人說明會，以強化公司內部資訊之透明度，並擬延長主辦承銷商保薦期至3年。



第二節 會計師查核報表

金管會針對康友-KY 涉及掏空公司且財報不實情事，主動展開調查後，並於 9 月 29 日依據「證券交易法」第 37 條第 3 項對會計師進行停止簽證二年的處分，而非依「會計師法」第 63 條規定，由主管機關列舉事實，並提出證據，報請會計師懲戒委員會懲戒。對於金管會此舉更能顯示其對康友案的重視度。另外檢調查康友財報不實，約談兩位簽證會計師，也各以 30 萬台幣交保。

109 年 9 月 29 日金管會發布新聞稿說明「會計師於 107 年度及 108 年度查核簽證康友公司財務報告時，將現金及銀行存款之存在性列為關鍵查核事項，對存放在大陸銀行金額重大之存款(占康友公司合併總資產分別為 47%及 52%)執行函證程序時，未依風險執行有效之查核程序，且於 108 年第 3 季獲悉康友公司重要子公司六安華源製藥有限公司之機器設備遭抵押登記擔保他人借款最高限額達人民幣 2.37 億元之情事(占康友公司 108 年第 3 季淨值 12.9%，及機器設備淨額之 76.41%)，會計師查核 108 年度財務報告未執行必要查核程序，以查明機器設備是否提供擔保及相關期間財報揭露之妥適性；另會計師於 109 年中獲知康友公司銀行存款之存在性可能存有重大疑慮，並未對康友公司已對外公開之相關期間財務報告採取適當行動，以避免財務報表使用者信賴原查核報告，核有違失。」。

對於如何降低投資外國企業來臺上市櫃公司(KY)的風險，金管會擬強化會計師審計及抽查作業，業界會計師指出，隨監管強度提高，未來會計師將面臨的壓力來自於必須在有限的查核時間內完成跨境查核、人力部署的二代主要工作。

2020 年 12 月 5 日經濟日報程士華採訪報導資誠審計服務營運長梁華玲表示「因應主管機關強化會計師審查機制，110 年起 KY 公司第二季財報必須經會計師查核簽證，且查核簽證對於目標公司的銀行函證、交易存在性、交易內控有效性都會有更高強度查核，相較過往多數上市櫃公司的前三季審計多以核閱為主，會計師透過詢問及比較分析，瞭解公司財報趨勢變動情形，最後才是一年一度的查核簽證來說，對於會計師無疑是為責任及壓力都更大」。主管機關受限於時效性與地域性因素難以對境外的 KY 公司進行即時性實地審查，因此財報簽證會計師是責無旁貸的必須做好財報把關的角色，雖然工作量及壓力加重，也會面臨疫情遠端查核的挑戰，但必須強化 KY 公司財務的透明度，已經是全世界監管的趨勢。安永審計服務營運

長涂嘉玲則表示「主管機關為提升 KY 公司監管強度，會計師事務所首要面臨的挑戰，將會是在於未來如何分配人力。由於 KY 公司營運在海外，每半年的財報查核，往來取得銀行函證需要一定時間成本，會計師事務所必須要提早部署並調整人力配比，才能因應跨海查核壓力。」。



第三節投資 KY 股風險認知

現今投資標的選擇多元，不少投資人基於節稅考量選擇投資海外來臺第一上市股票，且部份個股又具有低本益比、高殖利率的特色，因此深受許多投資人的喜愛，但近年來 KY 公司連二連三的爆發財務困難、負責人掏空等重大問題而爭議不斷，顯示投資 KY 股仍有不可不知的潛在風險。歷經康友-KY（6452）掏空舞弊案後，一般投資人如何從康友-KY 學習到哪些投資的風險意識？以免再有類似案例傷及臺灣資本市場和股市投資人。

- 一、投資人一定要充分瞭解公司組織及經營團隊的背景，詳細閱讀首次上市公開說明書及公司年報等相關資料，才能充份了解董監事及高階管理者的國籍及相關經歷背景。以康友-KY 為例，公司重要的董監事、大股東們及高階管理者都是中國籍，只因為董事長黃文烈為臺灣人，他透過百分之百的持有 Profit Gate Investments Limited，及黃文烈自己持有康友超過 5 成持股，較為容易讓外界誤以為，康友是一家台商返台掛牌的公司，反而忽略了下面兩家子公司的重要性，然而掏空案事發後這些關係人也都不在臺灣，導致眾多投資人的損失面臨無處索賠的困境。
- 二、雖然近年財報選股逐漸被大眾理解並應用，但許多人仍偏好只用幾個重要財務比率或指標等的簡易選股法，但透過財報三表可以幫助投資人了解一家公司的體質，如同企業體檢表能看出企業在經營、獲利、成長等各方面的優劣狀況，兩者是可以相輔相成的；從過往的假財報案例，多在損益表的營收造假，但康友-KY 卻是在資產負債表動手腳，竟連最容易查核的現金項目都能造假，所以充份檢視財報上的資產負債表、損益表、現金流量表之間的連動關係對於投資是相當重要的一環。
- 三、對新上市的公司除了至少要連續觀察 5~6 個年度的財報表現外，從股息分配的差異也看出公司對未來的成長預估，同時也必須檢視其辦理現金增資、發行公司債及銀行借款的次數、資金的用途及必要性，尤其是獲利良好、不缺營運所用現金的公司，更應將公司的盈餘分享股東，以維護股東權益。
- 四、觀察財報也要留意原始股東的動向，投資人一定要詳細閱讀首次上市公開說明書、企業經營概況、營運風險、財務狀況及未來營運策略等，才可理性的投注資金。除此，KY 類股來台上市時，都是以外資持股身分為主，所以一定要找出原始前 10 大股東的名單、

持股張數、比率與質押情況，並定期追蹤其動向變動。另外由於董事、監察人、經理人、持股超過 10% 的大股東的內部人，因身分特殊，對公司財務業務資訊之取得掌握絕對優勢，若大筆交易變動，也應特別注意觀察公司之動態。

五、投資 KY 股就必須體認到是為海外來台上市的企業，因此必須考慮公司可能會有所謂的匯損風險。



第六章 結論與建議

第一節 研究結論

我國政府為順應全球化和自由化的趨勢，積極鼓勵外國公司來臺籌募資金，以利我國資本市場得與國際接軌，然於 109 年 8 月卻驚爆曾經股價高達 500 元的生技類股康友-KY，疑有被掏空且財報不實之嫌；110 年 3 月底又傳有英瑞-KY 資金吃緊、淘帝-KY 財報難產的消息，不僅顯露出投資 KY 股風險增加，更讓投資人對於投資 KY 股產生疑慮。本文藉由分析康友-KY 涉嫌掏空舞弊發生之始末及如何挪用資金而掏空資產之手法，可得知因海外企業回臺第一上市通常因為股權架構及交易安排較為複雜，再加上營運地大多不在臺灣，導致主管機關監理較易出現漏洞、財報簽證會計師查核難度提高、投資人因資訊的不對稱，難以瞭解公司全貌，因而造成莫大的投資損失。因此必須從主管機關的監管、會計師的稽查，到散戶的投資方式，都必須謹慎重新檢視並記取教訓，以免再有類似案例傷及臺灣資本市場及股市投資人的信心。

由於本個案康友-KY 擴及層面相當廣，也造成約 1 萬多名投資人的金錢損失，因而引起主管機關對外國企業來臺第一上市可能產生的問題，有高度的重視進而強化監理制度，金管會於案發後積極研議針對證交所、發行公司、會計師、承銷商四大面向的相關補強監理措施，包括研議自 110 年起申報第 2 季財務報告由會計師核閱改為會計師查核簽證、請發行公司加強公司治理、研訂銀行函證查核指引、擬延長主辦承銷商保薦期至 3 年等相關措施。

最後任何資本市場一定都有好股也有壞股，KY 股也有好公司，對於為謀己私利而不誠信的經營者，應以律法給予最大的譴責，但是對於用心努力經營的國內上市櫃公司、KY 公司也都仍應給予正面肯定，KY 公司並非全是經營不善的高風險公司，因為國內上市櫃公司也存有地雷股，所以投資人在投資前應仔細檢視其財報、原始股東等相關資料，謹慎評估投資風險，以避免踩雷而造成心靈傷害及金錢損失。

第二節 研究建議

一、對主管機關的建議

- (一) 對於海外企業回臺初次上市櫃之審查機制建議可再重新檢視，依媒體報導發現康友-KY 股權真實結構相當複雜，另康友-KY 只有董事長是臺灣國籍，其他高層主管都是中國籍，而 KY 公司又是以臺灣人設置於境外之公司為多數，故對制度設定之原初構想是否有衝突，則值得深思，另我國針對海外企業來臺投資採行雙軌制，對「中資」、「外資」給予不同規範。雖然制度上對中資的規範強度高於外資，但是否仍有較不易受監管之處，則值得再觀察。建議對於上市審議制度及程序應再檢視有無需修正或補強之處，若能於上市前謹慎審核，亦可避免有心人士來臺募資卻債留臺灣的情形發生。
- (二) 加強要求在臺上市的 KY 公司募資後的資金流向必須明確說明並查證用途，在適用於國際規範的情形下，或許可考慮規範對於在臺上市的 KY 公司在臺灣所募集之資金匯出時必須有一定比率需存放於本國銀行設立於境外之分行，以利監管。
- (三) 積極與各國取得金融機構監理合作，以利本國會計師查核境外企業時，更為容易取得海外金融機構提供真實無偽的函證，亦可提高查核品質。

二、對會計師的建議

- (一) 財報造假並不分本土或海外企業，差別只在距離越遠、交易過程越複雜的公司，其查帳難度更高也較繁複，也越有可能出現弊端。因此通常是海外有分支據點的跨國大型事務所比較有能力接案，但也因此必須承擔更高風險，所以只能觀察企業主是否符合誠信原則，並加強查核。
- (二) 針對 KY 公司應加強風險控管，並提高對 KY 公司的抽核頻率及數量，並於接新客戶或每年評估是否接受繼續委任及出具查核報告前，若能先經過會計師事務所內部的風險控管會議，讓會計師合夥人一同把關客戶品質，以降低會計師事務所審計風險。

三、對投資人建議

- (一) 投資股票時可參考臺灣證券交易所於公開資訊觀測站設立「財務重點專區」，該專區係依指標彙列出較能突顯公司營運風險之 9 項指標，以協助投資人快速重點檢視長期虧損、淨值偏低或董監持股成數不足等公司之財務、營運概況，藉以提醒投資人提高投資風險意識。
- (二) 投資人如果要避開這類財報虛偽不實的地雷股，只能分散風險，不能把所有資金單押在一檔個股，同時對於長期本益比低於同業平均的股票，必須以懷疑的精神進行多方查證，是否有業內流傳不為人知的內幕，而不該只是直覺認定其股票遭到低估而購買。



參考文獻

中文部份

李宗黎、林蕙真(2018)，審計新論，台北，証業出版股份有限公司。

李華驊、鄭佳綾(2014)，公司的品格—22 個案例，了解公司治理和上市櫃公司的財務陷阱，台北，先覺出版社。

林仁光(2005)，論公開發行公司取得處分資產之規範—由防範掏空資產與利益輸送出發，收錄於賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集「現代公司法制之新課題」一書，元照出版公司，第 611 頁。

高雷、何少華、黃志忠(2006)，公司治理与掏空，經濟學（季刊），5（4）：1157－1178。

陳清祥（2019），公司治理的十堂必修課，台北，經濟日報。

劉紹梁、葉秋英、蘇鴻霞（2002），企業併購與金融改組，台北：財團法人臺灣金融研訓院。

英文部份

Prowse, S., 1998. Corporate Governance: Emerging Issues and Lessons from East Asia, Responding to the Global Financial Crisis, World Bank.

Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." Journal of Finance 52 (2): 737-783.

網頁部份

臺灣證券交易所公司治理中心

<https://cgc.twse.com.tw/front/lawArch>

臺灣證券交易所網站

https://www.twse.com.tw/zh/listed/alien-business/download/manual_first.pdf

康友製藥控股有限公司年報

<https://www.pharmally.com/tzren.asp?s=3030>