

財報舞弊(五)

再探虛偽交易手法——軟體業

江哲旻、陳惠玲

軟體業三敗

- ❶ 因 DE 低，錯估
→ DE 因資產不實，錯估
- ❷ 成見

皇統、協和(過晚調降)狀況類似，都因 DE 不高、且利多頻傳，而誤判。之所以 DE 不高會出事，關鍵在於資產品質(帳款、存貨及無形資產)欠佳、評價不實——虛列資產、虛列權益，以致於 DE 嚴重低估。衛道的失誤則略為不同：當其失掉主要產品代理後、業績急速翻轉，但我們卻侷於先前的「績優」成見，未及時調降 *TCRI*，以致失誤。以下就簡述這三個公司的背景、出事過程、及原應注意卻未注意的警訊。

皇統：

- ◆ 利多頻傳
- ◆ DE 不高

若能對資產存疑



可提早 2 季調降

一、皇統——無效營收&不當支出(投資、著作權、製作成本)

TCRI 在皇統失誤(過慢調降)，源自疏忽：90 年已明顯轉差(綜合評分落入 7 級區間)，但 DE 不高、利多頻傳，故未及時調降；續後於 91 年以鉅資購入著作權、且庫存暴增、並因賠售長投而大虧，我們還是因 DE 不高、大虧損被遞延所得稅利益掩蓋部分，而忽略其惡化之嚴重性。*TCRI* 一直到 92/11/27 才依 92/9 財報調降 1 級歸入第 7 等。未及 1 年，皇統就在 93/9 自首財報造假，並開始跳票。

其實，依財報之呈現，即便無法偵察出其作假營收，只要對其資產起疑、至遲應在 92/6/9 取得其 91 年度財報時調降——提早 2 季。

皇統案背景及案發過程略述

88/11 上櫃後

獲利反轉向下：

- ◆ 88 年獲利達高點
- ◆ 89 年 RI 轉為小虧
- ◆ 90 年 RI 小賺，靠所得稅利益掩飾
- ◆ 91 年淨損-4 億
- ◆ 92 年淨損-13 億

皇統於 77/12 以教育光碟起家，於 88/11 上櫃、且於 90/1 順利轉上市。上櫃後利多不斷，業績則在 88 年度創下 1.6 億之獲利高點後，反轉向下，89 年常續性利益(RI)轉盈為虧-0.1 億、90 及 92 年若不計所得稅利益仍各虧-0.2 億、-7 億；而且 91 及 92 年分別認列 4 億及 6 億的一次式損失。另外，自上市後，其營運均無法創造現金流入(CFO 持續赤字)。

不過，其 DE 反倒是在上櫃後由 100%左右大幅下降，持穩在 50%左右——這也是讓我們掉以輕心之處。主因是上櫃後年年募資所致：

- ◆ 89/3 趁新上櫃辦理現增，一舉募到 18 億，淨值拉高約一倍；
- ◆ 91/1，發行 2,000 萬美元的 ECB1(約合 6.5 億)，由建華證券香港子公司主辦承銷；於 91/3 轉換 95%，其餘 5%則於 92/3 全數由公司贖回

但 DE 走低

年年募資

◆89/3 現增 18 億

◆91/1, ECB1

◆92/1, ECB2

◆92/1, 再發行 2,000 萬美元的 ECB2(約合 6.5 億), 由華南永昌證券香港子公司主辦承銷; 於 92/2 就轉換 90%, 92/3 再轉換 6.5%, 至出事為止尚有 3.5%未轉

就此二 ECB 轉換之整齊, 且為國內承銷商主辦(建華香港、華南永昌), 再加上套利跡象明顯, 且皇統違約後並未就 ECB2 召開債權人會議, 較可能是內定投資人之發行。

皇統事發, 全賴投資人檢舉, 交易所於 93/3 開始盯上皇統, 並於 93/4 發現其隱匿關係人交易——二香港公司 High Symbol、World Known 為關係人, 占 92 上半年營收之 3 成, 但均未揭露; 經通報會計師後於 93/6 財報更正。接著, 董事長李皇葵隨即於 93/9/15 下午赴交易所自首財報作假——自 90 年起以虛設行號允冠資訊、雙語資訊及幾個海外公司, 將 23 億的營收灌水 37 億, 而達 60 億。交易所立刻暫停交易、並要求重編 90 年之後的財報; 但李皇葵開始跳票、無法如期重編財報、也無法提供 93 年度前三季財報, 遂於 93/12/16 下市。

皇統危機之警訊——上櫃審查意見、快速大投資無效益、換 CPA

皇統擅長發利多, 在 89/3 取得 18 億現增款後, DE 一直在 60%以下, 我們因此失去戒心, 也同時忽略了下列警訊:

被忽略的警訊——
非財務

◆現增收購之股權
之前曾否認為
實質關係人
(作假前科)

◆上櫃審查疑點多
—虛灌營收
—短期內鉅額土地買賣
—匯款帳載不合
(刻意安排)

◆88/12, 申請現金增資 18 億, 目的有三: ①購買發行版權, ②取得唯丞科技、宇碟科技及皇德科技三家公司合併後的存續公司緯承科技股權, ③投資馬來西亞子公司。

其中第②項引起證管會注意, 並因此暫停生效, 要求進一步說明。主因是: 在申請上櫃時, 櫃買中心曾對皇統與唯丞科技、宇碟科技、皇德科技這三家公司的關係起疑, 並要求說明; 當時皇統光碟聲明該三公司為其代理商, 僅少量持有皇統, 非皇統轉投, 也非實質關係人; 但上櫃後立刻現增以購入這三家公司合併後的存續公司股權——很顯然自相矛盾, 結果還是投入 2.13 億溢價取得緯承科技 49%之股權。

對緯承科技之持股於 91 年提高到 58%, 納入合併個體。投資額略提高到 2.5 億, 於 93/6 帳面值剩 1.1 億, 虧損過半

◆由緯承科技之購股事件, 回頭重看櫃買中心於上櫃審查之意見, 皇統的刻意安排交易, 不只起自 90 年

——於 85 年向進口商 Mildfull 進口光碟產品, 直接轉手出給港商 Milwin, 有虛增營收之嫌; 公司解釋該交易為代購貨性質, 並未否認虛增營收之實。

值得注意的是，該交易之毛利率僅 5.41%，與公司其他產品之毛利率 23% 相差甚遠，但卻很接近銷項稅額。

——85/5/18 購入林口土地有疑點：①帳列 4.37 億，但僅實支 2 億多；公司解釋是，部分由皇統的客戶直接將貨款轉付地主，部分直接匯至銀行代其清償借款。②有 300 萬的匯款差(即帳載土地款 1,700 萬，但實際匯出 2,000 萬到地主指定戶頭張玉銘)，公司解釋是還給董事長個人之借支款，而董事長打算將該筆資金借給張玉銘，故合併匯出。

雖是上市前，但其帳載交易與實際資金進出，一定是雞同鴨講。

——87/12/28 又將該地以 4.3 億出售給網細胞，櫃買質疑其收款可能性，經查已於 88/7 全數回收。

但，於短短 2 年半內進出同一筆土地，金額如此大，且毫無效益，依理不是神智不清，就是另有安排。

- ◆庫存及帳款週轉速度明顯變慢：收帳期由 88 年之前都在 4 個月以內、89 年之後則在 5 個月以上；售貨期更差，由 88 年之前的 2 個多月，拉長到 4 個多月——二者在母公司的積壓資金由 88 年底的 6 億飆至 91 年底的 15 億；在合併財報多半高約 2~3 億，通常與合併財報的增額營收相當。此之所以皇統上櫃後，CFO 一直是赤字。

這警訊很清楚，但我們卻忽略——光碟或軟體系統是流行品，屯久必廢，依理應提高跌損之比率，就算會計師不提，我們也該自行調整。

在 92 年底，皇統也真的提列 3.5 億之庫存跌損，約占庫存帳面值的 4 成。至於呆帳，事後提列並不多。不過，如前所述，消除假帳款的方法可以是換取虛資產——假存款、假投資、假無形資產(權利金、版權、製作成本..)都可行。

- ◆投資大手筆、虧損也大手筆——89 年適逢網路熱，皇統一募到 18 億現金時，隨即開始當散財童子，一口氣掏出近 8.2 億投資 17 家公司，手上轉投達 27 家。除緯承科技資本為 2.1 億外、餘均在 1 億以下。90 年、91 年分別再投資 2.6 億、4.5 億，而於 91 年就認列投資跌價損失共 3.7 億——主要是泰國華容(0.9 億)、大中國際多媒體(0.7 億)、金獅影視(0.6 億)、寬頻多媒體(0.4 億)、外加大眾銀行及昱泉國際轉列短投所致的 0.5 億跌損。
- ◆大手筆購入無形資產：著作權(版權)。

初上市時，帳列著作權尚不及 2 億，但於 89~91 年約花費 8.5 億購入(各年分別是 4 億、3.1 億及 1.4 億)，但於 92 年幾乎全數認列損失(5.7 億)於轉銷鉅額著作權後，92 年再耗資 9.8 億投入教育軟體開發(4.4 億)及娛

被忽略的警訊——財務

- ◆帳款庫存快速增高
- ◆大手筆散彈式投資大筆認損失
- ◆大手筆支付著作權、製作成本
- ◆財測調幅大，且先升後降
- ◆與會計師交惡

樂肖像產品開發(5.4 億，其中含 Hello kitty 的肖像權約 3 億)。

——對於版權之價值，我們無從評估；但若其膨脹與營收不成比例、且一次數億之支出，其真實性較可疑(後見之明)。

由於皇統自承累積造假營收 37 億，但帳款餘額僅約 6 億，且不曾有重大的呆帳沖轉、存款也未被凍結，故推測其消化假營收的方式應該是：①假供貨商②透過不當高價購入著作權及製作成本，沖轉假帳款——沒有重編財報、也無起訴判決書，無從求證。

◆財測調降幅度過大，且最特殊的是，曾於 88、89 年中調高財測，再於年底調降，如表三所示。

這反應的可能是經營層的誇大及蓄意操弄之特性，但更重要的是該公司產品起落超大，風險超高。

表一、皇統財測發布一覽表 88 91 年

單位：百萬元、%

先升後降的財測

年度	發佈日	營收	調%	淨利	調%	說明
87	實績	960		70		
88	88/3/27	1,027	7%	92	31%	
	88/6/21	1,435	40%	213	132%	
	實績	1,378	-4%	169	-21%	
89	88/11/19	1,844	34%	268	59%	
	89/3/15*	1,844	0%	450	68%	公司先對媒體放利多：亞洲小子網站將於 89/7 前釋股，釋股利益約 2 億元
	89/6/20	1,813	-2%	346	-23%	釋股利多過盛，主管機關要求更正財測：亞洲小子網釋股利益約 1.6 億
	89/10/31	1,866	3%	184	-47%	景氣欠佳，獲利不如預期，故調降財測
	實績	1,632	-13%	154	-16%	
90	90/3/16	1,912	17%	208	35%	可於今年底推出 PC、PS2、PDA 和線上遊戲等全系列遊戲，獲利可成長
	90/9/3	1,688	-12%	116	-44%	市場競爭激烈、客戶預算縮減、轉投資失利，故調降預測
	實績	1,794	6%	92	-21%	
91	91/1/4*	1,900	6%	145	58%	景氣好轉、轉投資亞洲全通轉虧為盈，營收獲利應可成長
	91/4/25	1,962	3%	91	-37%	
	實績	2,113	8%	-314	-445%	

*公司未作正式財測，僅於媒體上宣告

先隨會計師轉檯
又拆夥

◆會計師更換，也是個跡象，不過重點不在次數，而在於與會計師之關係交惡。

——86年起會計師事務所由信業換成立本，應該是準備上櫃，換成中型事務所，多加點分，屬常態。

——88年起改由眾信簽證，純粹是跟著會計師轉檯(李嘉惠、周志賢)

——90/12起改由資誠簽證，這就怪了。照理會跟著會計師轉檯，其間關係非比尋常(如致遠的阮呂一系)，很難轉換，除非出狀況。這正是我們忽略的一點。

——至於92/9之後改由安侯簽證，已屬事後資訊。不過，我們再度忽略此訊息，故未隨綜合評分繼續調降。

二、協和——造假營收&濫付(呆帳、預付版稅/製作成本、庫存跌損)

協和 85/5 成立，與得利為國內二大影片 VHS 錄影帶、VCD、DVD 之發行商，擁有環球、派拉蒙、夢工廠¹及教育性的 Discovery、國家地理雜誌等之代理權。並於 87 年起兼產銷光碟機(比重約 2 成)；於 91/1 順利上市、91/7 就募到 5 億資金、且利多不斷，但 93/3 突然跳票，93/7 檢方疑其涉嫌掏空，士林地檢處進行調查，已於 94/12/19 偵結，確認協和造假交易 7 億多、並掏空近 4 億資金。被起訴者 12 人，包括負責人兼總裁呂木村、董事長王演芳、總經理李明澤及中階財會主管、人頭公司之相關人員。

檢方所查出的造假手法遠比博達案粗糙，但卻極有效(博達造假上百億，確定的掏空僅約 4 億多)，自 89 年起：

- ①由呂木村之兄的公司柯達、英倫唱片，以近億高價購買過期的錄影帶、雜誌、VCD 等存貨。
- ②將 PLAYBOY、男人幫雜誌，及影片之著作財產權，五度簽約授權給人頭公司，收取虛偽的高額授權金。

藉「假銷貨」及「假授權」二法，創造出協和國際 2.6 億營收，得於 91/1 上市，並於 91/7 募集 5 億之現增(@25 元，2 萬張)。

這手法並未照顧假帳款的回收問題，故造假曝光後，隨即大清帳，92 年度淨損達-12 億(營收僅 8.6 億，可能含虛增營收)：

- ◆大提呆帳 4.87 億，
- ◆同時沖轉預付款 3.4 億，這反應的是其掏錢名目，就是不當預付——協和手法實在粗糙，直接採「預付款——版權及製作成本」搬錢。

協和

◆造假營收上市
◆現增後，不當預付
撈錢



事發後，認損 12 億
◆呆帳，5 億
◆預付轉銷，3 億
◆庫存清倉出售及跌
損 4 億

¹ 為八大片廠中的三個，得利則握有福斯、哥倫比亞、米高梅

忽略之警訊

- ◆收帳天數超長
- ◆短期內大手筆購入無形資產
耗盡現增額
- ◆與中央租賃往來

◆庫存跌損 0.9 億、及毛利率由原來的 47% 降到 16%，反應的是虛灌的存貨價值，一次沖轉

清帳後，帳列之其他資產仍高達 5 億多(權利金 3.4 億、遞延費用 1.5 億)，約占資產之半，價值仍可疑，而當時總借款 7.2 億，現金僅 0.3 億，此之所以 93/3/5 即行跳票。

不過，92/12 之財報遲至 93/5/16 才公告，前述均為事後情報。我們得依清帳前之財報掌握其危機。由於其手法粗糙，我們很容易看出財報的異常，只可惜有點輕忽，故遲至 92/9/25 才依 92/6 財報將其降到第 7 等、於 92/12/5 依 92/9 財報再降 1 級至第 8 等；其實若我們警覺點，正視其隱藏的呆帳、並以無效營收來處理，至少可提早 1 季調降：

◆收帳天數過長——協和幾乎不理會假帳款之下場，放任其膨脹：91 年營收衰退，但其應收帳款卻節節走高，由 90/12 的 4.2 億增至 91/12 的 6.4 億，收款天期拖長 3 個月，已近 7 個月。

若將可疑的帳款，視為無效營收處理，重算其綜合評分，則將落入 9 級區間。不過，因其 91 年剛以現增取得 5 億資金，其 DE 仍在 6 成左右。

◆不當預付款——91 年雖募到 5 億資金，但淨借款不減反增(提高 1 億，達 5 億)，主因是該資金幾乎全數投入無形資產①預付款 2.2 億、②權利金 1.8 億、③另花 0.7 億於軟體開發。

另外，我們還忽略了一個極其重要的警訊：協和也是中央租賃的客戶。由於中央租賃一向「以票養票」，且其財務極弱也差不多是眾所周知，這對借款者來說，風險極高；願意承受超高風險找週轉金，應該是不得已——於 93 年受到中央租賃案牽連的公司，已有 12 家公開發行公司陣亡。

衛道危機

- ◆未涉掏空
- ◆營收有假，不確定是否重大
- ◆業績反轉、但因應不當→故出事

TCRI 之失

- ◆成見——績優形象
- ◆產業分析差
無法判斷 Compaq 之負面影響
受利多噪音干擾

三、衛道——無效營收&濫付(進貨折扣、投損、庫存跌損)

衛道之出事，所涉的假營收，並未浮上檯面，而是依其與富士通之訴訟(與同業多方對開發票，所致糾紛)所作推測，且未涉及掏空(至少無明顯證據)，純因業績翻轉過速，公司未及時應變所致——清庫存、節制投資、善用屯糧。在 92/3 的財報早已開始表現(綜合評分大幅滑落至 7 級區間)，之所以 TCRI 會遲至 92/12/5 才依 92/9 之財報一次調降 2 級至第 8 等，主因受制於過往的印象、及產業分析力太差，無法正確評估其失掉 Compaq 的負面影響、杜絕頻頻發布的利多噪音(包括將再發新的 ECB 以支應 93/7 之 ECB 賣回)，因此高估償債力。若無此失，TCRI 應該可以提前 2 季調降。

以下說明衛道之背景、及我們所忽略的警訊。

業績關鍵
◆強勢產品經銷權
Compaq
◆網路熱潮

82/5 成立，為系統經銷商，先於 86 年開始代理 Compaq 工作站、接著也代理 Compaq 儲存設備及週邊產品、並成為惠普(HP)經銷商，於 88 年代理 IBM 多媒體整合數位系統及昇陽電腦(SUN)的大型 Unix 伺服器主機產品。88、89 二年，業績隨電腦儲存設備及伺服器飆升，平均年成長率達 95%，挾此超優績效，於 89/9 上櫃，股價飆至 305 元(還原權值約 133 元)，榮登股王寶座。

好景不常，Compaq 與 HP 在 90 年底合併，開始整理產品線及代理商，衛道因此大受影響，91 年營收開始小衰退，營業利益減半；92 年再加上網路熱消退，營收遂大降 2 成、並轉盈為虧，快速惡化；93/7 隨即因公司債到期，無法清償而違約。

假營收事件——與富士通、太電數位之三方交易²

假營收：
三方紙上交易

據台灣富士通指出，在 91 年衛道與台灣富士通、太電數位科技三方約定以紙上作業，虛灌彼此業績：91/3/27 先由太電公司將一批 1 億的貨賣給衛道，衛道將同一貨品轉賣給台灣富士通，最後台灣富士通再將該批貨品售回太電公司；至於付款，則反向流動。

不過，台灣富士通要求收到太電數位的貨款、才付給衛道。但台灣富士通僅於 92/3 收到太電數位所付 0.3 億貨款，隨後即未再收款，自然不再支付餘款給衛道。名義上台灣富士通還欠衛道貨款，衛道因此提起訴訟，於 94/7/26 法院判決敗訴，理由是「因給付期限尚未到期」——須等台灣富士通收到太電數位之款，衛道才得請求支付。

依常理，三方作紙上交易幾乎是造假業績最便捷的方式：假銷貨被假進貨抵掉，只有少許磨擦成本(手續費、佣金等)，且是多方參與，不易立刻被察覺。但這類交易多半會互開支票、或互相匯款，以求逼真。怕的就是三方不同時履行付款義務——這就是衛道的狀況。

有意思的是，衛道竟然公事公辦，上法庭要欠款。可能是經營層不知道這是紙上交易，也可能是衛道已付款給太電數位，希望台灣富士通能比照付款，以降低損失。就判決書來看，應該是後者——該起訴發生於 93 年，衛道正缺錢時。若屬後者，那類似的交易就不太可能只有這一筆了——一夜路要走多，才會撞鬼。

91 年來自太電數位之進貨 5 億，占 17%；但對台灣富士通之銷售僅前

² 吳文龍，「要求富士通給付貨款 衛道索債 敗訴」，經濟日報，93/7/27

述的 1 億。另太電數位於 90 也是衛道的銷貨客戶，2.5 億(進貨 1.2 億)。

不過，本案於 93/7/25 才判決並見報，已是衛道出事後，不能當警訊。

衛道危機之警訊——於業績下滑時，大舉借錢投資

忽略之警訊

- ◆失落主要供應商
Compaq 原占 5 成
供貨(89 年)
91 年剩 2 成
91/11 只取得影像
代理權
- ◆未找到替代產品：
多角投資，找出路
募 ECB 海外購料
→無成效
→無現金流入
→CB、ECB 到期
違約

衛道的業績轉折點是在 91 年，Compaq 於 90/7 被 HP 購併(91 年初整合)，HP 持續調整產品線及經銷網，衛道也意識到危機，故多方涉獵，但無焦點，名為利多，實為安慰劑——91 年營收雖勉強持平，但本業獲利僅剩 2.4 億，僅及 90 年之半：

- ◆91/2 以換股收購資憲科技、寶研科技、喬蓬³股權，以跨入政府、金融、醫療、製造業等 e 化系統整合市場。
- ◆91/10 與訊連合作，取得訊連 e-Training 工具軟體台灣區總代理。
- ◆91/11 宣佈代理韓國連線遊戲。
- ◆92/4 與北電合作跨入企業通訊市場

前述與台灣富士通、太電數位之交易也發生在 91 年中——以紙上交易充當營收，多半不會有利潤(若要作出利潤，就得再費力去張羅收帳)，因此拉低毛利率。

不過，在此前景不定之際，衛道仍大舉債、且快速消耗：

- ◆於 91/8 發行 3000 萬美元的 ECB，取得約 10 億資金，設定之目的是①購置自有辦公大樓——90 年已投入 1 億，91 年繼續投入 3 億；②海外購料。雖募要 10 億，但有 6 億歸於「受限制資產」——替子公司保證、指定用途於購料。

當時應該注意的是，HP 於 91/11 宣布新經銷代理之分配，衛道僅取得影像列印產品線之代理，而 Compaq 在 89、90、91 年的供貨分占衛道的 48%、29%、21%，隨著 HP 及 Compaq 合併而逐年遞減，壞日子就要開始——92 年母公司本身營收衰退 2 成，且不再提供主要供應商之資訊。另外在此變局中，衛道仍採 ECB 募資，而非現金增資，顯然是經營層過於低估壓力，認為拉高財務槓桿無妨——91/12 時 DE 過百，92/3 開始虧損，綜合評分落入 7 級區間。

值得注意的是，衛道對於資金缺口的處理，一直是以融資補資金缺口⁴，

忽略之警訊

- ◆以 ECB 籌資找出路，提高財務風險
- ◆耗資快
 - 買大樓，未及時停住
 - 庫存
 - 帳款
- ◆91 年屢調降財測

³ 喬蓬科技，電子公文、work flow 專業軟體公司、寶研科技為信用卡、I C 卡及金融業專案整合業務等相關軟體研發商、資憲科技則主攻地理資訊系統(GIS)，當時已開始服務電力、自來水、有線電視業者。資憲於 93 年危機時以 0.7 億出售套現。

⁴ 衛道 89~92 年財報中，對次一年度之資金缺口規劃是：90 年發債 10 億、91 年債 5 億、92 年發債 5 億、

而非縮減資金流出。且衛道從不辦理現金增資，全採可轉債方式籌資——是董事持股仍高，不願自行掏錢增資？或 CB 有利可套？或經營者不想擴大股本，以維持高 EPS(至少在 90 年之前)？

- ◆少掉 HP(Compaq)之強勢產品，得另尋貨源，這可能是發 ECB 的理由。92 年「受限制資產」解凍約半數，應是動支外購存貨，但新產品顯然不好銷——92 年營收衰退 2 成、存貨則增 2 億，達 7 億。93 年底清帳時，提列存貨跌損約 3 億、且以低價出清庫存，存貨一舉縮至 1 億，但毛利率也只剩 2%。
- ◆較怪的是帳款，自 91 年開始與營收反向而行：91 年營收持平，但帳款增 2.6 億；92 年營收衰退 2 成，帳款卻再增 2.6 億，達 15.8 億。可能是放寬收款期、或硬塞貨。93 年底清帳時，呆帳提列約 1.7 億。並不多，但帳款額縮減至 6 億，回收 7 億多，部分是以特殊方式轉銷：
 - ①對子公司敏傑(持股 65%之孫公司)及喬篷(持股 53%子公司)之債權轉為股權，金額各 1.24 億及 0.5 億。
 - ②對軍備局 0.18 億、及義大醫院 0.31 億之帳款，則因提起訴訟(調解)而放棄，即轉列銷貨折讓。
- ◆91 年的營運壓力，也反應在財測的更正上。如表二所示，自 89~91 年間均數次更正財測，特別是 91 年，更正 3 次——該產品的市場變動確實不易掌握，風險較大。

另外，衛道危機案，與前述各案有點不同——非財務之警訊少：直到 92 年底董事持股仍有 2 成多，加計家族約近 3 成；董監也無設質；也無董監辭任；出事前未換過會計師、或財務主管、或董事長總經理。

非財務之警訊，缺
◆董監持股 2/3 成
未設質
◆無董監辭任
◆未換過 CPA
◆未換過財務主管、
總經理、董事長

93 年發債 6 億(即 2000 萬的 ECB)。而實際的募資則是：90/7 發 CB，取得 6 億；91/8 發 ECB，取得 10 億(3000 萬美元)；92/12 再發 ECB，取得 3 億(1000 萬美元)

表二、衛道財測發布一覽表 88 92 年

單位：百萬元、%

年度	發佈日	營收	調%	淨利	調%	說明
89	89/4/14	2,276	50%	212	91%	
	89/7/20	2,675	18%	283	33%	
	89/9/15*	--	0%	325	15%	
	實績	3,145	18%	327	1%	
90	89/12/14*	4,200	34%	328	0%	提高加值型服務比重達 60%(毛利較高)；且於 90/2 起採 BU 政策，三大事業群組(解決方案、系統整合、網域資源管理服務)分由李德誠、李述忠、黃嘉懋主管。營收可成長 4~5 成
	90/2/26*	4,200	0%	375	14%	後 PC 時代，增加多媒體及網路服務相關業務
	90/4/27	4,200	0%	457	22%	
	實績	4,195	0%	383	-16%	
91	91/2/5*	5,000	19%	456	19%	
	91/4/25	5,000	0%	492	8%	
	91/8/10	4,422	-12%	294	-40%	電腦相關硬體產品庫存過剩、價格競爭激烈，銷售毛利大幅下滑，因此調降獲利預測。另 HP 與 Compaq 合併，對業務造成衝擊，因此調降營收預測
	91/10/31	4,273	-3%	87	-70%	全球景氣復甦未如預期，電腦相關硬體產品庫存量過剩，造成市場價格競爭激烈，銷售毛利大幅下滑，且轉投資獲利如預期，再調降財測。
	實績	4,168	-2%	67	-23%	
92	92/4/24	3,586	-14%	-156	-333%	
	92/10/24	3,138	-12%	-276	-77%	因國內外景氣欠、企業投資意願弱，資訊產品競價壓低毛利，另公司業務轉型(積極爭取大型標案與開發醫療電子化系統)效益不彰，加上原預估伺服主機銷售業務未如理想，故調降財測
	實績	3,346	7%	-492	-78%	

*公司未作正式財測，僅於媒體上宣告

財測屢調
營運難掌握，風險大
◆89 年往上調 2 次
◆90 年先上後下
◆91 年下調 3 次