

# 【公司治理】大家琅琅上口的 DD，究竟是什麼？

作者：劉聖元/台灣經濟研究院 研究六所 助理研究員

---

關鍵字：盡職調查、DD

日期：2019.4.15

上篇文章提到盡職調查（due diligence，以下簡稱 DD）的重要性，那麼 DD 到底是什麼？以下將談論 DD 的分類、流程、方法等，供新創企業、投資人作一參考。對於新創草創初期而言去討論 DD 或許太早，但是對於 DD 有一雛形的瞭解，知道投資人在乎的是什麼，以及從什麼角度去 DD 一家新創企業，即早因應做商業準備也是有好無壞的。

## 一、DD 的定義

盡職調查又稱謹慎性調查，是指在簽署合約或是其他交易之前，依特定注意標準，對合約或交易相關人或是公司的調查。常見的盡職調查是潛在買家要併購其他公司時會先評估目標公司及其資產。盡職調查使得決策者消弭資訊不對稱情況，對於其成本、利益及風險有更多的資訊，以便進行知情的決策。

## 二、誰需要做 DD

DD 通常發生於併購或投資時，併購雙方與投資雙方之間的盡職調查互動。但弔詭的是，新創企業與成熟企業不同，收入較少或尚無收入，大多仍在虧損、投入研發階段，且對未來的財務預測，存有很大的不確定性。所以能夠針對新創企業的 Reference Check 資料其實真的很少。要進行 DD 也是客製化，不同產業、階段類型甚至是投資方類型 DD 內容都有所差異，但仍可歸納出部分重點內容。也就是說雖然新創企業初期可能在 DD 環節無法滿足投資人需求，但是藉由瞭解 DD 整個完整架構，去知道未來需要提供什麼形式的資料給投資人，而提早作準備也不失一種作法。

對於新創企業而言，對於投資方的 DD 也是很重要的。共可以分為三個部分，首先應確認對方是否還有資金可以投資，例如：資金水位、基金期程（還剩多少時間）、基金資金來源（LP、GP）、此檔目前還剩多少？最近有沒有想投的對象（資源有限，投了 A 可能錢不夠投 B）、誰是有決策權的人？再來是策略與定位和適性，以往有沒有投過類似案例／領域，我對投資人的意義？例如：以前投過雲端，A 輪，若我是做穿戴式裝置，位於種子輪，有機會合作嗎？投資方屬於資本投資還是策略投資？會不會拉其他投資人或企業夥伴進來？和這些夥伴在一起工作好嗎？基金投資策略？以及過往的投資表現（成功案例、IPO、M&A）。最後是作為創業夥伴是否合適，過去投過的項目（案子），近半年投過的項目、階段，相處狀況，過去協助新創的經驗，提供過的資源、解決的問題，能不能給到位的建議，協助做艱難的決定。

### 三、DD 的種類

盡職調查又可依各分類依據，例如部門、交易對象、形式、募資階段而細分為下表種類，如表一所示。以下將以財務盡職調查、營運盡職調查、商業盡職調查、法務盡職調查作介紹。

表一、DD 種類

分類依據	種類
依據涉及部門	財務盡職調查 營運盡職調查 商業盡職調查 法務盡職調查
依據交易對象	Vendor 尽職調查 Buy side 尽職調查
依據形式	Soft 尽職調查 Hard 尽職調查
依據募資階段	天使種子輪盡職調查 A+輪盡職調查 IPO 前階段盡職調查

資料來源：Corporate Finance in Europe、KPMG

#### 1. 財務盡職調查

財務盡職調查指由財務專業人員，針對目標企業中與投資有關財務狀況的審閱、分析等調查內容。

通常財務盡職調查在於達到以下幾點目的：深入了解公司的歷史、財務狀況和報告的正確性、檢查是否有隱藏的財務、充分了解目標公司的資產負債表、充分了解目標公司的盈利和虧損、預測目標的未來財務狀況（以確保實際估值和購買價格的合理性）、確定是否可以實現預期的合作/收購效益、獲取購買價格的意見，DD 也可以作為進一步價格談判的基礎、查看是否有任何重大交易失敗出現、了解買方要求哪些擔保、使用外部公司進行銀行融資、調整業務計劃並準備收購/投資後整合計劃。

報告內容不外乎由財務狀況分析著手，詳細執行細項包括：調查結果的執行摘要、財務變化因素，包括可能的風險、併購價格調整、分析類似行業的銷售利潤率、檢查財務預測並對這些財務的可實現性發表意見、對上一會計年度的目標公司財務報表進行審計、去年的預測與實際表現的比較、上一個年度的資本支出詳情、對預期資本變化查核、現金流量分析、評估未來的管理狀態。

#### 2. 營運盡職調查

運營盡職調查是任何盡職調查過程中不可分割的一部分，主要是希望能理解目標公司的運作狀況，確定該公司的業務計劃可行性。

通常營運盡職調查在於達到以下幾點目的：全面了解目標公司的運營和風險，包括成本基礎和資本支出條件、找出績效差距和潛在的改善機會、了解如何評估運營以改進營運模式，以帶來效益，並據此形成投資案例並進行購買價格談判、清楚了解如何制定和執行計劃，以及如何創造價值、知道如何評估進度，完成和備用計劃、確定預期的效應是否可以實現，並了解未來可持續性、檢查是否存在可能威脅交易的隱藏問題、創建可實現的業務計劃，並準備收購/投資後整合計劃。

而報告內容涵蓋計畫目標操作風險評估、業務和營運策略審查、運營和財務規劃、營運資本評估、製造和運營評估、供應鏈運營評估、採購和供應審查、技術能力、風險和流程能力計劃、銷售和營銷有效性評估、併購計劃、人力資源評估。

### 3. 商業盡職調查

從個體面與總體環境面，對公司業務發展的內外部環境和情況進行調查，對企業達到其發展計劃的關鍵因素進行評估和分析。

目的不外乎確認目標公司的商業前景，透過對其總體環境、市場規模和競爭環境的分析，瞭解目標公司所處的行業地位和未來發展趨勢。

涉及內容廣泛，涵蓋公司內部結構流程至總體經濟環境面，可劃分為以下數項分析方法：

- 總體環境分析：政治因素、經濟因素、社會因素、技術因素
- 市場規模分析：市場界定、市場規模、市場特徵、發展趨勢
- 競爭格局分析：市場參與者、市場份額、潛在進入者、替代品
- 業務流程分析：研發、採購、生產、物流、管道、銷售、售後
- 基礎設施分析：訊息系統、組織文化人事、經營管理、對外合作
- 企業價值評估：合作效益、價值評估

### 4. 法務盡職調查

指委託具有相關專業之律師對於將來欲進行的商業計畫或交易(併購、股權轉移、專業融資等)，以法律角度進行適當的分析與調查及審核，使得以作出合理的商業判斷依據。

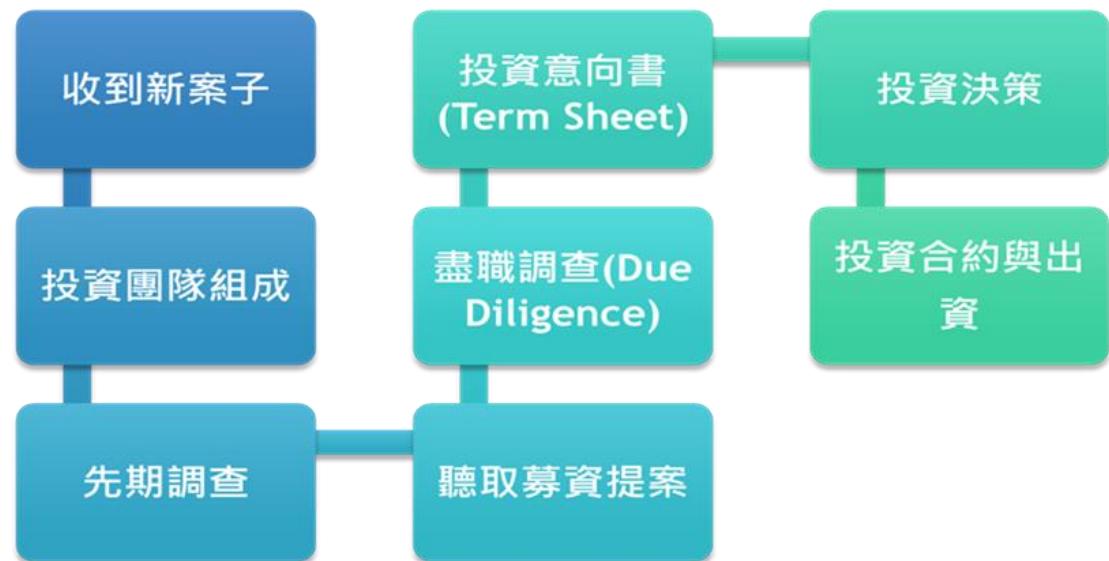
目的又可分為以下幾點：評估和量化法律風險、提供替代方案或解決方案以減少識別出的法律風險、充分瞭解契約、就業條件和對員工的義務、檢查任何潛在的法律風險、看看是否有任何重大的法律交易違規事件，以及如何處理、作為交易結構的基礎(意向書和購股協議)、了解買方要求哪些擔保、在法律後交易階段提供建議(強制執行賠償)。

法律盡職調查之內容範圍取決於委託人的需求而言，針對特定目標項目的法律事項進行調查，一般而言常見的內容有：公司文件、公司的法律結構(包括所有子公司的名單)、所有類型的股票(授權、發行和未完成)及其所有者，已經發生股份轉讓歷史、公司章程和章程、股東會議記錄、董事或高管的協議、期權和購買股票的其他權利、所擁有的所有土地、建築物等資產清單、擁有/租賃的其他主要資產相關契約、客戶問題和法律案件。

#### 四、DD 的方法

DD 不外乎可從兩個面向出發，技術層面是檢驗其技術概念是否具可行性？能不能順利的技術商業化？所以多是透過向該產業領域中的專家進行諮詢，或者請教相關學術業界研究。技術的專利權、公司的財務結構則需請教專利、會計事務所。而另一個重要層面是側重人的 DD，如團隊成員的家庭背景、學經歷、公司文化等，除了傳統 Google 搜索可得到的資訊以外，社群媒體與網站所留下的數位足跡也是十分重要的，或者藉由共通親友打聽相關消息，除了可以一窺對方對於公司是否全心投入外，更是檢視其價值觀的一大方法。另一個重要探出資訊不對稱情形的方法就是吃飯喝酒，畢竟處在酒酣耳熟之際才能找出平常 DD 中隱藏的資訊，也比較容易透過飯局拉近彼此距離。

#### 五、DD 的流程

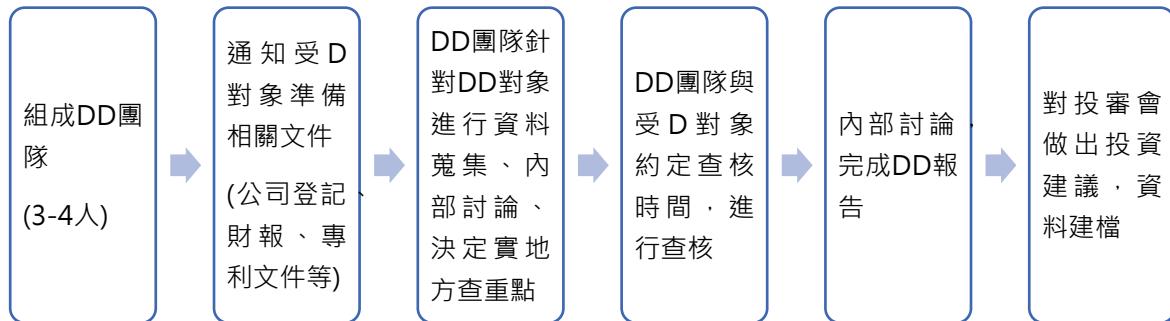


圖一、投資流程

資料來源：Findit 研究團隊

投資人的任務是投放資金在於新創企業並獲得鉅額報酬率，假使你認為你的公司具有潛力，那麼你的募款階段就是在幫助 VC 找到好標的。VC 流程是檢驗你的潛在投資人是否有興趣、決策的權力、預算、是否願意花時間、心力在你的公司上，流程不是絕對，依據組織型態、偏好或基金組成，可能會有所不同。

盡職調查在投資流程是不可或缺的步驟，決定了最後資金是否挹注的關鍵因素，投資雙方在此階段務必謹慎看待每一步驟。



圖二、DD 流程

資料來源：Findit 研究團隊

## 六、DD 的 Check list

DD 過程中務必牢記一句話：「嫌貨才是買貨人」，也許投資人會對於錙銖小事斤斤計較，但是這也釋出了一個他對你公司有興趣的訊號，畢竟投資人大可選擇直接走人，投資人選擇繼續打交道的原因，不外乎希望能繼續發展下去，因此雙方在此階段需保有一定程度的耐心。以下盤點出 DD 清單，新創企業在提交相關文件前，可以先自行彙整相關內容。

### 1.公司基本情況

公司註冊時間、註冊資金、經營範圍、股權結構和出資情況，並取得營業執照、公司章程、評估報告、審計報告、驗資報告、工商登記檔等資料，核查公司工商註冊登記的合法性、真實性

### 2.股東基本情況

股東清冊、股東所持有的公司股份是否設置質押，是否被凍結，是否簽訂了轉讓協議，調查瞭解主要股東的背景或未來潛在變動情況

### 3.管理團隊

管理人員任職資格和任職情況(教育經歷、專業資格、從業經歷及主要業績，以及在公司擔任的職務與職責)

調查瞭解管理人員的職責分工、兼職狀況；分別與董事長、CEO、CFO、CTO、銷售負責人等(不限於上述人員)就公司現狀、發展前景等方面問題進行了解，分析管理人員能力、向心力、公司文化等。

### 4.重大資產

## **(1)土地、房屋等固定資產**

固定資產清單，包括土地清單、權利證書（證明）、批准檔，是否有抵押、擔保、租賃房屋清單、權利證書

## **(2)無形資產**

創始人是否將智慧財產權轉給了公司(有時會作為交割條件)；智慧財產權的專利權證書；抵押、質押、擔保；有關上述智慧財產權的資產評估報告

## **5.核心技術與競爭力**

行業情況及競爭情況、生產流程資料、採購情況、專利分析、產品的核心技術(技術水準、技術成熟程度、同業技術發展水準及技術進步情況)

## **6.發展戰略**

戰略目標、實現戰略目標的依據、步驟、方式、手段及各方面的計畫，瞭解發展方向與實踐可能性

## **7.財務**

公司各年度毛利率、資產收益率、淨資產收益率、每股收益等，判斷公司盈利能力(營利預測)；公司負債率、流動比率、速動比率、利息保障倍數等，結合公司的現金流量狀況、在銀行的資信狀況、可利用的融資管道及授信額度及或有負債等情況，判斷公司的償債能力；計算公司產品周轉率、存貨周轉率和應收賬款周轉率等，結合市場發展、行業競爭狀況、生產模式及物流管理、銷售模式及賒銷等情況，判斷公司經營風險和持續經營能力

## **8.重大債權債務**

公司目前正在履行的全部借款

## **9.重大合約**

原材料供應合約、產品生產、運輸、產品銷售合同、採購合同、產品分銷和/或經銷合約；戰略合作（投資協定、收購協定、合作協定）

## **10.勞動人事**

現行有效的勞動合約(薪資、勞健保等)

## **11.稅務**

公司是否享有稅收優惠；是否存在逾期未繳的稅款

## **12.許可證**

環境監測報告、特殊證照等

### **13.訴訟、仲裁和行政處罰**

正在進行的、已經結案的或潛在的訴訟、仲裁、行政糾紛或調查提供的法律意見和備忘錄

## **七、結論**

總而言之，DD 所做的就是降低雙方資訊不對稱的情形。DD 的內容除了有形的如商業、財務模型，以及產品、技術專利。另一個重要的屬於人內在層面的，如誠信、價值觀、名聲等，這些雖然難以量化，但往往是 DD 過程的一張標籤，甚至與企業價值有連動性。DD 的最終目的在於找出合適的對象，因此除了重視投資環節之外，增強企業商業競爭力而吸引適合的對象也同樣重要的。

---

### **參考來源**

若要人不知，除非已莫為—D 到你不要不要

<https://pse.is/GSZBW>