



「公司治理與企業發展」研討會紀要

文／李存修（財務金融系教授、管理學院亞太公司治理研究中心主任）

或許有人認為公司治理只是時尚，只是口號；或許也會有人認為公司治理只是表面功夫，做做樣子；更有些人覺得公司治理的要求如同在干預公司的營運自主，但許多的研究指出，好的公司治理能為公司帶來意想不到的好處，從聲譽的提昇，業務的拓展，籌資成本的降低，到公司價值的增加，均有可能與好的公司治理相伴而生。

好的公司治理是什麼呢？簡單透明的股權結構，能獨立運作的董事會與監察人，即時公開的詳實資訊，公平對待所有利益相關人等等，都是不可或缺的要害，這些事情做起來要比口頭說說困難得多。為能協助企業落實公司治理，台大管理學院「亞太公司治理研究中心」，與台大 EMBA 教育基金會、《經濟日報》、《會計研究月刊》聯合籌辦了「公司治理與企業發展」研討會，在 ING 安泰集團的贊助下，邀集了相關經驗豐富的實務界知名人士現身說法，讓大家一起分享國內外公司治理的最新發展，及與企業永續經營的密切關係。另外在我國邁向公司治理法制化的過程中，許多值得深入探討的法規議題，也將透過法學素養深厚的重量級人士，把精彩的聚焦論點，完整地呈現出來。

學術性的研究永遠是最嚴謹最深入的知識寶庫，「亞太公司治理研究中心」一群對公司治理研究有興趣的學者，也在本次研討會中展現研究的成果，與大家共同分享，一起討論。

第一場座談會以「公司治理之落實與企業發展」為主軸，邀請台大前管院院長柯承恩教授，證券暨期貨市場發展基金會董事長許永邦，中山大學葉匡時教授，輔仁大學葉銀華教授，富邦金控執行副總裁龔天行以及 ING 大中華區負責人潘桑昌參與座

談。

「公司治理之法規架構」為第二場座談會之主題，與談人包括司法院大法官賴英照先生，台大法律系王文字教授，證期會吳當傑副主委，台灣證交所陳冲董事長，公平會劉連煜委員以及理律法律事務所劉紹樑律師等。由於篇幅有限，座談會的發言內容不予以報導，以下將著重在學術論文的介紹。

大股東股權控制與現金流量

葉銀華教授的論文“Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition”指出如果公司現金流量權高，大股東出資高，但大股東能控制的董事席位相對較低，就是投資人的首選投資標的。如果投票權與現金流量權產生嚴重背離，就會有傾向獨厚大股東，讓小股東承擔成本的問題。因此，從此次研究發現，投資人可以從大股東股權控制和現金流量來判斷大股東是好人還是壞人。

葉銀華教授說，外界可以從一家公司在選董事的過程中，反映出大股東在想什麼，做為判斷大股東是好人還是壞人的依據。他說，目前全事業有六成地區或國家的公司都存在大股東，即家族企業，因此台灣的股權結構為全球的典範。

家族經理人

胡星陽教授的論文“大股東對總經理之選擇與經營績效”發現大股東任用家族成員擔任總經理的機率與研發費用率存在顯著的負向關係。亦即公司對研發的需求越高，大股東任用家族成員擔任總經理的機率就越低。資訊電子公司為家族經理人公司的比例最低，不到 23%。研發費用率對聘用決策的影響顯示大股東在決定總經理人選時，公司價值確

實是影響決策的重要考量因素。公司現金流量和短期投資若發生較大幅度變動，可視為公司有可能發生弊端的徵兆。

在公司現金持有比例方面，胡星陽等人發現，任用家族經理人的公司現金持有比例比非家族經理人公司的比例低，且此現象在公司成長機會高的時候特別顯著。在公司成長機會高、對資金需求大的情況下，家族經理人和非家族經理人對內部資金的依賴程度不同。家族經理人持有較少的現金比例可能反映家族經理人與大股東間代理問題低。而非家族經理人公司現金持有比例較高，主要是與經理傾向以內部資金融通資金需求，藉此維持個人在公司的自主性；維持較高現金應與日後投資有關，與代理成本無關，目前沒有任何證據顯示家族經理人對公司價值有不利的影響。

三類變數之預警模式

李存修教授的論文“Can Corporate Governance Variable Enhance the Prediction Power of Accounting-Based Financial Distress Prediction Models?”則發現將公司治理變數納入財務危機預警系統可以補強傳統的會計與總經模型。二元 Logistic 迴歸模型顯示負債比率與 ROA 為最重要的會計變數，公司股價對 M2 及製造業生產指數之成長率的敏感性為最有解釋能力的總經變數，家族成員所能掌控的董監事成員百分比，家族成員參與經營，以及董監持股質押比率則為最重要的公司治理變數。結合三類變數之預警模式的確有助於提昇財務危機預測之正確率。

獨立董事

陳業寧教授與邱顯比教授以“獨立董事與公司治理：政府應強制要求上市上櫃公司聘任獨立董事嗎？”為題，透過賽局理論模型分析，發現若政府強制企業聘任獨立董事，並且嚴格規範獨立董事的專業資格，將會產生下列的社會成本：第一，不同特質公司的獨立董事所具備的專業聲譽不同，政府統一規範，可能對某些公司過於寬鬆，但對某些公司又過於嚴苛。第二，政府強制聘任獨立董事，將會加重企業成本，尤其是道德危險問題不嚴重、無

須聘任獨立董事的企業。第三，政府強制規定獨立董事專業資格，將因符合規定的獨立董事人數稀少，造成獨立董事報酬水漲船高；進而使某些公司因無力再聘任適當的獨立董事，協助公司解決道德危險問題。政府應該要求上市上櫃公司公佈獨立董事相關訊息，包括獨立董事的經歷、公司與獨立董事間的報酬契約、獨立董事與公司經營者間是否有利益關係等。

員工紅利

陳俊合、林嬋娟與蔡彥卿三位教授就「員工紅利與後續公司績效之關聯性」也提出了有趣的結論。員工分紅入股之價值若以市價來衡量，其佔可分配盈餘之比率與後續經營績效存在顯著的正向關係，但若以面額（即每股 10 元）來衡量，就看不出與績效有任何關係。另外員工紅利之股票部份佔員工紅利總額之比率，無論以市價或面額來衡量，均看不出對績效有任何影響，甚至有部份後續股票報酬率反而較低，可能是分紅入股之稀釋效果所致。附帶的發現是研發密度與董監持股比率與後續經營績效有顯著的正相關。

盈餘管理

由於里昂證券（CLSA）對新興市場 495 家公司的公司治理評分被證實與公司營運績效及股價報酬有顯著的解釋能力，也與公司的資金成本高低密切相關，因此沈中華教授進一步利用 CLSA 的資料來驗證是否與盈餘管理也有相關。結果發現公司的財務比率與公司治理之良窳並無顯著的關係，但法規環境卻明顯與公司治理評分有關。內線交易則是傷害公司治理品質的最顯著因素。

以上是本次研討會的內容摘要。誠如賴英照大法官於研討會中所言：公司治理的必要性與法規之治定方向需要更多的實證研究來佐證，因此管院「亞太公司治理研究中心」將繼續整合對此一領域有興趣的國內外學者，進行更多更廣泛、更深入的研究，以協助改善國內的公司治理品質。■

（本欄策劃：會計學系林世銘教授）