



淺談公司治理

文／李存修（財務金融系教授，現為日本一橋大學經濟制度研究中心訪問學者）

對於史無前例的亞洲金融風暴（1997年），經濟學家通常以外債過多，經常帳逆差過大，僵化的匯率制度，無法升級的產業結構，炒股炒樓的外資熱錢等理由來解釋其原因，然而許多研究報告亦指出，除了上述總體經濟面的因素外，東南亞國家之公司治理不佳，也是導致金融風暴的主因之一，也因此國際貨幣基金會（IMF）的金援方案中，均附帶改善公司治理的要求。台灣1998年間數十起掏空公司的地雷股風暴，乃至於最近的太平洋崇光百貨的事件，與公司治理品質不佳也脫離不了關係。

改善公司治理蔚為全球風潮

執是之故，近年來各國莫不卯足全力，極思改善公司治理品質。例如美國在2002年7月通過企業責任法案，強化執行長（CEO）與財務長（CFO）對公司財報所負之責任；OECD自1999年起，連續三年年會均以探討亞洲企業之公司治理為主題；APEC銀行家組織（APEC Financiers Group）在2002年9月的墨西哥會議中，更要求建立齊一的國際會計標準，各銀行須設立審計委員會，提高財務透明度，加強對承辦金融業簽證會計師的管理，並訂定更高的道德規範。台灣證券交易所及櫃檯買賣中心亦自2002年起修訂相關規章，要求公司在申請上市上櫃時應先設置獨立董監事，並發佈「上市上櫃公司治理實務守則」。

學術界的研究以及研討會的舉辦也不落人後，2000年起連續三年的亞太財務學會（上海、曼谷、東京），2002年1月台大舉辦的國際財務金融研討會，5月北京大學所舉辦的全球財務研討會，乃至於12月中山大學的金融市場理論與實務研討會，均

以公司治理為研討主軸，其受重視程度可見一斑。

公司治理旨在保障資金提供者之權益

到底什麼是公司治理呢？根據哈佛大學的Shleifer教授與芝加哥大學的Vishny教授之定義，公司治理是確保公司資金提供者權益的機制，更具體地說，公司治理乃是透過制度的設計與執行，藉以提昇策略管理效能，並監督管理者行為，確保外在投資者（包括小股東與債權人）應得之報酬，以及其他利害關係人之利益。OECD於1999年所發佈之公司治理原則，包含了五個部分，即(1)保障股東權利，(2)公平對待股東，(3)尊重利益關係人之權利，(4)提高資訊透明度，(5)加強董事會責任。

公司在體制的設計上，乃希望透過股東所推選的董事會，來擬定公司的經營方向，並在交予經營階層後，持續監督其經營成效，確保公司所有利害關係人之權利。文獻指出經營階層並非全部是股東，因而有代理問題，而董事會成員與各利害關係人之間又可能產生利益衝突，導致公司治理出現弊端，而當董事會成員身兼經營者時，代理問題與公司治理問題更合而為一。

在前述的公司體制設計上，董事會負有代替股東監督經營階層之責任，如董事會成員身兼經營者，此一監督機制便會失靈。換言之，在公司組織圖上，董事會之地位乃介於股東大會與經營團隊之間，理想的公司治理機制應是讓董事會向股東大會靠攏，而遠離經營團隊，不與經營團隊串通成掛勾，然而在實務上卻常發現，董事會與經營團隊非常接近，使其忘卻了股東大會（尤其是小股東）所賦予的職責，這便是當今所有公司治理問題產生的源頭，也是各國要求設立獨立董事來代表小股東的

原因。在筆者的研究中發現控制股東的持股高低與公司經營績效有顯著的正向關係，與美國多位學者（如 La Porta, Claessens, Shleifer, Vishny, Morck 等）發現現金流量權（cashflow rights）具有正向誘因效果不謀而合。此一結論不啻為多年來各國信守不渝的「所有權與經營權分離原則」形成挑戰。

所有權與經營權分離之必要條件為股權徹底分散

當股權分散極為徹底，致無人能掌控公司之所有決策，即控制股東不存在時，所有權與經營權分離確能讓專業經理人發揮其經營長才，然而當公司存在控制股東（通常是家族）時，若其持股太低，便容易產生剝削小股東之行爲，反而在持股高時，較不會有剝削行爲。根據筆者之研究，台灣的控制股東常藉由金字塔股權結構與交叉持股來增加其控制力，以致有 60% 以上的公司，背後均存在著控制股東，亦即股權徹底分散的條件並不存在，此一現象使得公司治理更形重要。

董事會的職責包括經營策略的擬定，經營團隊的選任與聘任。薪酬制度的訂定，財務報表的編制等等。恩龍（Enron）、世界通訊（Worldcom）事件的發生，出在財報的不實，即所謂盈餘管理問題；員工選擇權或員工分紅入股所衍生的問題，屬薪酬制度的議題；而會計師的尷尬角色一拿老闆的錢又要挑老闆財報的毛病，也是造成財務資訊不夠透明化的原因之一。這些問題若影響到投資大眾對資本市場的信心，其自衛本能便是將資金撤離資本市場，造成股市下跌，企業在股市籌資的成本將因此提高，導致投資意願下降，影響經濟發展與成長。

台灣的公司治理品質不佳

根據 McKinsey 公司 2001 年之研究，投資人願意為好的公司治理付出二至三成的溢價，而根據筆者（與葉銀華教授、柯承恩教授）的研究，好的公司治理（由五個構面，十七個變數來衡量）確能為公司帶來較好的經營績效（包括資產報酬率、淨值

報酬率、成長率、Tobin's Q 等），因此投資人在投資組合的佈局上，應先選擇看好的產業，再進一步挑選該產業中公司治理較好的公司。台灣由於法規上並未強調公司治理之機制，致使國際評等機構對台灣公司治理之評分不高，例如里昂證券 2001 年的評等中，台灣僅列中等，於東亞九國中名列第五，排名甚且在馬來西亞與泰國之後。標準普爾（Standard and Poor's）2001 年對亞洲十個新興市場 253 家公司之公司治理評分結果，台灣更是敬陪末座，在滿分為十分的指標上，台灣最好的公司（台機電）也只能得到四分！這些結果顯示台灣的公司治理的確還有很大的改進空間。因此行政院在今年推行的「金融改革專案小組」中，便將改善公司治理列為重點項目之一。

獨立董事是花瓶嗎？

很多人會問，在董事會中擺幾個獨立董事會有用嗎？老闆在找獨立董事時，還不是都找好朋友？會不會這些獨立董事又淪為花瓶？恩龍公司有那麼多名望的獨立董事還不是出事？我們希望獨立董事有專業性、獨立性且又能真正花時間在公司事務上，他的聲譽促使他扮演好獨立董事的角色，否則一次出事便會砸了自己的招牌；獨立董事若被更換，也會如會計師無緣無故被更換一樣，代表不好的訊號效果，會導致股票下跌；同時獨立董事的表現也一樣要受到市場監督，其在董事會中的發言紀錄應有適度的揭露。但最重要的。我們也須經由教育宣導，促使股東重視自己的權益，進而透過市場機制來監督公司之經營，機構投資者更須扮演主要的市場監督力量，這也就是近年來各國所提倡股東行動主義（shareholder activism）的精髓了。 [圖]

（專欄企畫：林世銘教授／會計學系）

XXXXXXXXXXXXXXXX 歡迎贊助廣告 XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

單頁全彩每期兩萬元

一年六期再享八折優惠

洽詢電話：(02) 23623727