

## 貳、公司治理

公司治理對於公司經營績效有顯著之影響，因此世界各國對於公司治理都有相關之規範，本節先說明全球公司治理之現況，並探討中國大陸公司治理現況，更進一步針對學理方面，對於公司治理之相關文獻作回顧。

### 一、全球公司治理現況

2001 年 12 月 2 日美國第七大公司「安隆(Enron)」因為被控製作假帳，藉由設立合資公司與利用會計原則漏洞，長期的虛增營收來掩飾虧損之事實，被揭露後導致股價重挫，終至倒閉一途。其後 2002 年 6 月 25 日美國第二大公司「世界通訊」亦爆發 38 億美元假帳案。這些重大事件與其他十餘件公司治理醜聞接二連三的打擊美國市場，這些一連串的企業風暴告訴我們上市公司經營階層為執行股票選擇權時，能獲得巨額的利益，進而操縱公開揭露的會計資訊，包括虛增營業額、浮報公司獲利、隱瞞公司債務等，以促使公司股價上漲或防止股價下跌。這些行為不只使該公司破產倒閉，更對整個美國市場造成以下重大影響：(1)一向被視為亞洲上市公司治理遵循指標的美國上市公司，因安隆案等醜聞而使得國際間不再視為圭臬；(2)負擔外部監督義務的會計事務所竟配合公司製造假帳，使得全球投資人對於美國上市公司的財務報表，產生高度的不信任；(3)美國三大指數聯袂走低，2002 年 7 月 10 日收盤 DJIA 為 8,813、Nasdaq 為 1,346(5 年新低)、S&P500

為 920(5 年新低)；(4)美元匯率也創下近期的低點，兌日圓為 117(1 年新低)、兌歐圓為 1.01(5 年新低)。由此可知，不當的公司治理對國家經濟、上市的證券市場、投資該公司的投資人、投資業務相關上市公司的投資人，都會造成重大衝擊以及財務上的損失，甚至未投資股票的一般民眾也遭魚池之殃，顯示出上市公司之公司治理的重要性與必要性。

而台灣自 1998 年亞洲金融風暴後，許多國內企業亦接連驚傳掏空資產、舞弊等醜聞事件，著名的案例包括東隆五金、國揚實業、順大裕、美式家具等，這些問題公司的一個共通點為公司內、外部治理機制執行不佳，如董事會未適時介入監督運作，致使公司高層有機可趁。因此為確實落實公司治理制度，相關機構紛紛制訂相關法規，如台灣證交所對新上市公司訂有設置外部董事的強制規定，證交所及櫃臺買賣中心更於 2002 年 10 月 4 日共同制定「上市上櫃公司治理實務守則」；另也於 2001 年修正公司法時增加董事義務，以及於 2002 年通過投資人保護法等，這在在都著眼於使台灣對公司治理議題能與國際同步。除此，2003 年 1 月 7 日行政院更特別核定「改革公司治理專案小組」的組成，小組任務係以現有公司治理體制為基礎，並參考國際上公司治理改革方向及國內需要，期推動建立完善的公司治理制度。但不幸的，在 2004 年 6 月爆發博達案，致使政府機關尋求更為積極且有效的公司治理規範與原則，因此金融監督管理委員會更正視公司治理及強化內部控制的議題，並於 2005 年 12 月立法院三讀通過證券交易法，其中規定所有上市(櫃)公司皆須設立獨立董監事之最低標準。

## 二、中國大陸公司治理現況

中國大陸早期企業皆是國有企業，為改善國有企業的經營狀況，於是便設計股票市場，在發行和上市審批中，集中讓國有企業上市，因此，在 1993 年 11 月中共十四屆三中全會宣佈改革國有企業的方向，確定國有企業改革應當朝向創新企業制度，亦即實施國有企業公司化。1995 年起，中國開始將國有企業改組成公司，初期絕大部分的國有企業都改組成國有獨資公司。90 年代後期，大部份的國有企業幾乎都已經改組成爲有限責任公司或股份有限公司，根據工商時報<sup>12</sup>指出截至 2006 年 8 月底，上海與深圳已完成或進入股權分制改革的公司家數已達 1,145 家，佔其應股權分制改革家數之 85.2%。但大部分改組的公司，因從國有企業轉型，無論股東、董事、監事或經營團隊對公司治理的觀念微乎其微，更遑論能建立有效的公司治理。因此，1999 年中共十五屆四中全會再度明確指出，建立所有者和經營者之間制衡關係的公司治理(Corporate Governance)，是現代企業制度的核心，要求在國有企業改組的公司中建立規範的公司治理制度。其後，中國政府紛紛頒布關於公司治理的法規，但中國上市公司的國有股(包括各類法人股)占上市公司總股本的比例高達 62.99%，由於中國政府握有上市公司絕對的控制權，因此使得公司治理規範無法正常施行，而公司治理因連動到股權結構問題，因此對於公司價值的影響也是一個極爲關鍵的因素。

中國與公司治理相關法令主要包括：公司法、證券法、上市公司治理準則、

---

<sup>12</sup> 資料來源：工商時報，葉銀華，2006 年 9 月 15 日

關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見、上市公司股東大會規範意見、上市公司章程指引等。其中證監會於 2002 年 1 月所頒佈之「上市公司治理準則」更是公司治理之圭臬，其根據相關法律並參照國外公司治理實踐中普遍認同之標準而制訂，主要規範上市公司治理之基本原則、投資者權力保護的實現方式，以及上市公司董事、監事、經理等高級管理人員所應當遵循的基本行為準則和職業道德內容。其適用於中國境內之上市公司，且為評判上市公司是否具有良好公司治理結構的主要衡量標準，對於公司治理存在重大問題的上市公司，證券監管機構將責令其按照準則之要求進行改善。

而在保險公司方面，中國大陸對開放外資保險公司進入的法令要求十分嚴格，依據「外資保險公司管理條例」第 8 條規定，需為世界貿易組織成員，於大陸設立 2 年以上代表處，並超過 30 年以上之連續經營歷史，提出申請之前一年末資產總額更需超過 50 億美元，因此台灣目前只有國泰人壽在 2004 年 4 月獲大陸保監會核發營業許可證，與東方航空集團公司以合資方式在大陸成立「國泰人壽保險有限責任公司」。其它像台灣、新光、富邦等壽險公司，以及明台、中央、友聯、富邦等產險公司也都在大陸地區設有辦事處，因此，台灣很多壽險公司積極尋找各種合作方式，企圖打入大陸市場，創造商機。但如前面所述，中國大陸的上市公司股權結構與台灣、甚至與世界各國都有很大的差異，亦即國有股(包括各類法人股)的比例過高，如此一來對公司股權結構、公司治理都有很大的影響，進而影響公司價值。

根據「南方週末」2006年1月13日報導，近幾年成立合資公司之中方股東，因無法承擔連年虧損，因此有意退出。本文依據中國保險年鑑 2005 資料於下圖 1 繪出 2004 年大陸中資與合資壽險公司之股東權益報酬率(Return on equity ; ROE) 圖，前面 8 個點為中資壽險公司，後面 18 個點為合資壽險公司，可發現合資壽險公司之 ROE 幾乎皆為負值，連設立最久(約 8 年)的中宏人壽之 ROE 仍為-0.68%，也無非合資壽險公司之中方股東無法承擔連年虧損，而有想退出之念頭。根據研究，一般新設保險公司需 5 至 8 年<sup>13</sup>，甚至更長的時間，營收才會反虧為正，在這樣的情況下，合資壽險公司之雙方股東是否有能力承受此成本回收緩慢之風險，是值得有意進入大陸市場的企業多加考量。而反觀中資壽險公司，其 ROE 卻多為正值，因此，大陸壽險公司之股權結構之特殊性(中資壽險公司股權集中於國家股或法人股，合資壽險公司則為中方股東與外資股東各持股 50%)是否對經營績效造成顯著之影響，為本文之研究重點。

---

<sup>13</sup> 資料來源：「中資保險準備好了嗎？」，上海證券報，朱莉，2004 年 11 月 22 日

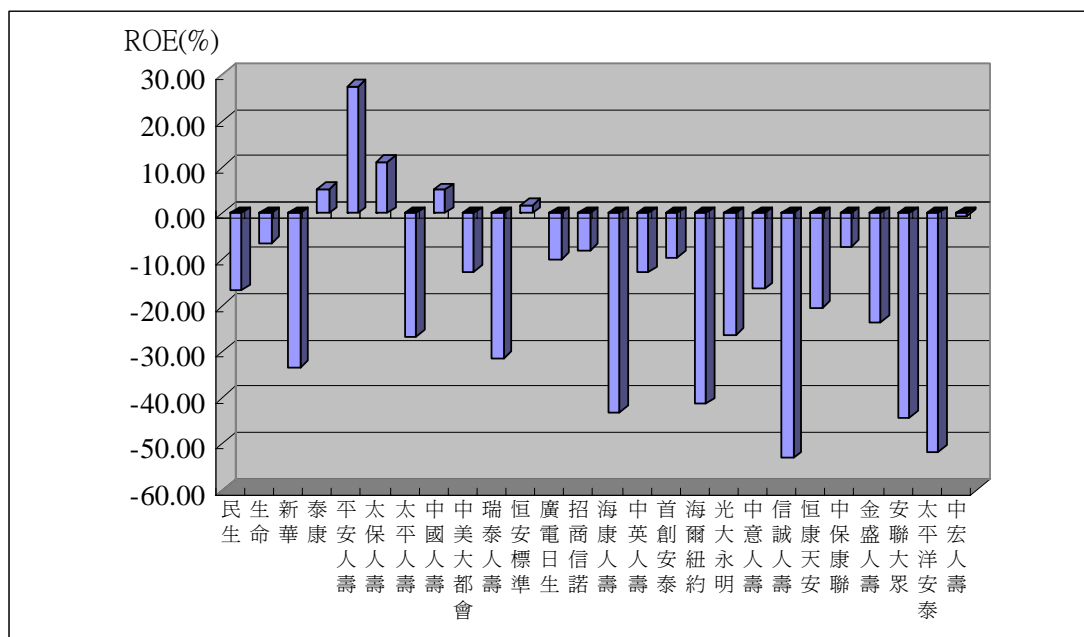


圖 1 2004 年大陸壽險公司之 ROE(本研究自行整理)

### 三、公司治理相關文獻回顧

#### (一) 公司治理的涵義

美國學術界自 1930 年代便開始探討有關公司治理之課題，而亞洲國家雖在 1970 年代就已有公司治理的概念，但直至 1997 年金融風暴以後才逐漸重視企業體的公司治理制度，理由是金融危機發生之後，各界所提出未來防制金融危機的方法中，強化公司治理機制已被公認為企業對抗危機的良方。

「Corporate Governance」在我國尚未有統一的翻譯與定義，視不同學術領域的學者有不同的定義。側重法律觀點的學者，主要著眼點在於所有權與經營權分離的現代公司組織體系下，如何透過法律的制衡管控設計，有效的監管公司組織

的活動，健全公司組織的運作，防止違法、脫法行為之經營弊端，以實現公司組織的社會責任。因此基於監督與防弊的觀點，將其翻譯為「公司管控」或「公司監理」。

而側重經濟觀點的學者，主要著眼於在所有權與經營權分離的現代公司組織中，如何透過法律的激勵及制衡設計，健全公司組織營運，追求公司組織達到經濟價值極大化的目標，也就是確保團隊能以最佳的方式，運用股東、債權人提供的資金，為其賺取最大的報酬，同時能使經營團隊及員工報酬亦達成極大化。因此，基於強調興利的觀點，將其翻譯為「公司管理」或「公司統理」。而著重財務管理之觀點者，則認為 Corporate Governance 係指資金的提供者如何確保公司經理人能以最佳方式運用其資金，並為其賺取應得之報酬。因此，將其翻譯為「公司治理」。

而經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development；以下簡稱 OECD)將 Corporate Governance 定義為一種對公司進行管理和控制的體系，它不僅規定了公司的各個參與者（例如董事會、經理層、股東和其他利害關係人）的責任和權利分配，而且明確了決策公司事務時所應遵循的規則和程序。綜合以上所述，公司治理的定義很多，但一般而言，公司治理是一種指導與管理的機制，以落實公司經營者之責任為目的，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，保障股東權益。

而本研究主要目的在討論大陸壽險公司之股權結構(Capital Structure)與公司治理對於公司經營與價值的影響，目的希望能藉由資料蒐集與實證研究結果讓準備前往大陸設立壽險公司的台灣企業了解中國上市壽險公司的現狀、法規、現有問題與解決之道。因此本研究將 Corporate Governance 翻譯為公司治理。

## (二)公司治理的範圍

公司治理的範圍有狹義及廣義的區別。

### 1.狹義的範圍

主張公司治理涵蓋的範圍僅限於股東與經營管理階層間之代理關係，也就是將重點放在董事會、監事會之機制設計與功能上，包括公司董事會及監事會的結構和功能；董事長與經營團隊的權利和義務以及相應的聘選、激勵與監督等方面的制度安排。

### 2.廣義的範圍

主張公司治理涵蓋的範圍除前項範圍之外，應納入利害關係人 (Stockholder)在公司治理中扮演的角色，此處之利害關係人指的是不包括股東在內之其他與公司利益相關之人，如員工、客戶、供應商、債權人、社區等。公司治理關注公司的人力資源管理、收益分配與激勵機制、財



務制度、發展策略以及一切與經營團隊管理控制有關的一系列制度設計。

### (三)公司治理的重要性

OECD 於 1998 年 4 月 27 日到 28 日，召開部長級會議，會議中明白宣示公司治理運作不上軌道，是亞洲企業無法建立國際競爭力的關鍵因素之一，同時呼籲 OECD 國家、相關的國際組織及私人部門，共同發展一套公司治理之標準及指導原則，由此可見公司治理的重要性。

而中國大陸更因國有企業的持續改革，以及加入 WTO 之後吸引國外投資者紛紛至大陸投資開設公司，面臨企業改革與新設公司的需求，更需要一套完善的公司治理原則來規範境內的公司。

公司治理不但是國際間的重要議題，公司治理的健全與否更關係著企業表現的良莠。公司治理的主要目標在健全公司營運及追求公司最大利益，良好的公司治理能妥善規劃經營策略、有效監督策略的執行、維護股東權益、適時揭露相關訊息，此對公司爭取投資者的信任，增強投資人之信心，吸引長期資金及國際投資人之青睞尤其重要。而企業採行優良的公司治理機制，將有助強化自身能力，面對國際市場之競爭與挑戰。再者，具有優良的公司治理機制的企業，能為股東製造更高的獲利機會，在面對金融危機時，亦較具競爭力及應變能力。根據麥肯

錫顧問公司 (Mckinsey & Co.) 2000 年 6 月發表的研究報告顯示，公司治理績效較佳的公司，相對於其他公司，在相同之發行條件下，投資人願意支付 18%-28% 之公司治理溢價，以擁有其股票。相對地，缺乏妥適的公司治理機制，公司容易被少數人把持而產生流弊，很可能會為企業帶來營運失敗等負面影響。

#### (四)國際間公司治理的發展

1930 年代美國企業日趨大型化，企業經營的型態也由所以權與經營權合一的方式，逐漸轉變為所有權與經營權分離，股東不再直接掌握企業的經營權，而經營團隊掌握企業經營權之際就產生了利益衝突的代理問題(Berle and Means 1932；Jensen and Meckling 1976)。如何能使經營管理層能切實且有效的經營企業，對公司負責，引發了公司治理的討論。

1991 年 5 月起，英國財務報告委員會與倫敦證券交易所先後成立了由安德仁·卡德伯瑞(Adrian Cadbury)、理查德·格林伯瑞(Richard Greenbury)和羅納德·哈姆派爾(Ronald Hampel)為首的三屆公司治理委員會，並分別在 1992 年、1995 年和 1998 年發表了「卡德伯瑞報告」、「格林伯瑞報告」和「哈姆派爾報告」。其中，「卡德伯瑞報告」中定義一個國家經濟的發展依賴於公司的效率和發展，因此，公司董事會履行其職責的效率決定了那個國家經濟競爭的優勢，董事會應當擁有運作公司的自由，但是必須在合法的範圍內使這個權利。此為公司治理的方向奠

定了基礎。這一系列的報告，揭開了全球公司治理運動的序幕。已開發國家紛紛開始推行公司治理的改革，致使公司治理成爲一場國際性的運動。而 1992 年 5 月美國法學研究所(The American Law Institute)頒布「公司治理結構的原則：分析與提案」，規定公司董事和高級管理人員的職務與權限，該文件促進退休基金、投資信託等機構投資者參加公司的經營管理，也影響到世界各國對公司治理結構的研究和討論。

而 OECD 更於 1998 年 4 月召開部長級會議，呼籲 OECD 與各國政府、其他相關的組織及私人部門，共同發展一套公司治理標準及指導原則，並成立一公司治理特別專案小組(Ad-Hoc Task Force on Corporate Governance)，俾發展一套能夠協助會員國及非會員國評估及改善其國內有關公司治理的法律、制度及管理架構，並對交易所、投資人、公司及其他在公司治理程序中有利害關係之團體提供有關公司治理的指導原則與建議。

OECD 發表的「OECD 公司治理的原則」及「公司治理：提高競爭能力和聯結全球資本市場」兩份報告，爲全球化時代的公司治理運動訂定了一個更加嚴肅的基調。這兩份報告認爲公司治理是提高經濟效率的一個關鍵因素，它包括公司的股東、董事會、經營團隊和利害關係人之間的系列關係。公司治理爲公司發展目標的決策、實現目標的執行計畫及手段、監督公司績效等公司運作，提供一套可茲遵循的規範。完善的公司治理爲董事會和經營團隊提供適當的激勵機制，去追求符合公司和股東利益的目標，並能夠發揮有效的監督、促進公司資源更有效

利用的作用。

就 1998 年以來各國政府所發布的文件和指導方針觀察，表面上看來公司治理似乎是對董事會進行的責任和義務之規範，但是它所涉及的參與機構主要是上市公司、證券交易所、各種機構投資者、銀行以及各種利害關係人。特別強調的是對外部投資者權利的保護，避免董事會及經營團隊的道德風險。也可以說公司治理運動是針對國際投資資金所面臨的投資風險、上市公司可能發生的道德風險的合理反應。80 年代以來，全球上市公司的所有權和控制權有集中的趨勢，所有權集中主要是指機構投資者，如退休基金和共同基金等而控制權集中主要指的是董事會成員和經營團隊對上市公司的實際控制力增加。上市公司所有權與控制權衝突的升高，使得上市公司經營的風險也隨之升高，外部投資者的風險也因此大幅增加。所以上市公司治理運動，既要求保護股東的利益，也要求保護各種利害關係人的利益，以便降低投資及融資的風險，提高上市公司的競爭能力。

而公司治理與股權分散程度密切相關，在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，因此公司的管理決策基本上由經營團對所掌握。而在股權集中於握有控制權的主要股東手中，則公司的管理階層可能會由主要股東或其所聘用的經理人所主導。而在中國大陸壽險公司的體制下，多為合資壽險公司與中資壽險公司，兩種公司之股權集中都相當高，中資壽險公司股權多集中於國家股手中，而合資壽險公司則為中資股東與外資股東各持股 50% 之高度集中，雖然都屬股權高度集中，但是因為股東性質的不同，因此會造成經營上的不同，因此，本

文特別針對此兩種不同型態壽險公司與經營績效之影響來作分析。