第二章 公司治理

改善公司治理機制的主要障礙來自於企業本身，而非法律規範的不足。而治理機制運作是否順利成功，端視高階經理所擇定之企業文化優劣、股東及投資人是否願意犧牲公司獲利以換取較高的道德標準、董事會及經營者對財務資訊的了解程度。

1997 年亞洲金融風暴的發生，突顯出亞洲企業多以家族及集團為中心之經營模式，背後隱含著財務資訊不透明的嚴重性。故自 1999 年起，OECD 連續三年年會均以亞洲企業的公司治理為探討主題。而世界銀行針對東亞各國公司組織所提之復甦計畫，即是基於東亞各國必須重建公司治理機制為考量。

而自 2001 年起，一向被公認為公司法運作最具規模的美國，陸續爆發恩龍（Enron）、默克（Merck & Co.）、全錄（Xerox）、世界通訊（Worldcom）等多起大型公司財務報表不實之醜聞，嚴重衝擊資本市場。使得學術界、投資者與證券市場主管機關開始重新思考公司治理之機制應持續進行研究與改革，因為公司治理之良善與否成為資本市場之健全及吸引國際資金的主要關鍵之一。

而國際間各知名投資機構，業將公司治理列為選擇投資標的之重要評估指標。是以，亞洲各國為爭取國際投資以彌補本身在產業發展之不足或證明其經濟發展之階段成果，紛紛參考 OECD、世界銀行及歐盟等國際組織所發表之公司治理原則以推動公司治理改革。

故本章先藉由代理問題、資訊不對稱性及坐享其成等理論導入公司治理之定義，並參酌英美、德日模式之公司治理機制以及 OECD 與世界銀行所發布之公司治理原則，以闡述其內容及概念，期能進一步了解公司治理之內涵。

第一節 委託-代理問題及代理成本

現代公司大多為所有權與控制權分離之情形。公司將控制權交予資金提供者以換取外部資金之匯入；而由於資金提供者無法自己經營公司，故須將控制權委派予公司管理者。當資金提供者將資金交予專業經營者以經營公司業務時，由於資訊不對稱性（information asymmetry）以及誘因不一致性（incentive incompatibility），致產生委託-代理問題（principal-agent problem）。因為資金提供者無法確定此專業經營者或企業不會捲款潛逃或者未將所得資金善加利用，故當資金投入（sunk）後，資金提供者如何能控制經營者？以及當企業獲利時，如何確保經營者會將利潤分享予資金提供者？故 Shleifer 等人（1997）開宗明義將公司治理機制解釋為「如何確保資金提供者之投資能獲得其應有之報酬」[1]。

一、委託-代理問題

所謂代理，依 Ross（1973）定義，係兩方或多方當事人間，一方為另一方所指定代理，代理人於委託權限內，以委託者本人之名義所為之行為。

[1] 原文為「*Corporate Governance* deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.」

標準代理問題，乃假設代理者及委託者之效用函數相互獨立（independent utility functions），當代理者與委託者處於資訊不對稱的地位，且代理者及委託者皆極大化各自相互獨立之效用函數時，如何使這種關係運作之結果達到效率的要求，則須透過契約方式，經由給付制度（systems of rewards）之設計以作安排。而最適之給付制度應取決於代理者之表現（results）。故公司治理之目的係制定一機制，以使契約順利運行，並使結果更有效率。

公司治理之代理問題由 Coase（1937）、Jensen 等人（1976）及 Fama 等人（1983）所提出，係將公司以契約之觀點為出發點，而衍生出之理論。其本質起因於資金（finance）與管理（management）之分離，亦即所有權及控制權之分離。資金提供者擁有資金但缺乏專業之經營管理技術，故須藉由管理者以經營公司。但資金提供者所面臨之最大問題在於如何確保其所投入之資金最後換回的並非僅是一張毫無價值的壁紙。

依據 Jensen 等人（1976）之定義，代理關係係因一位或多位委託者，將政策擬定權，委託予代理者，並授權代理者以委託者之利益為考量而提供某特定之勞務關係。依委託者與代理者之主體不同，可將公司治理之代理關係區分為三類：

（一）所有權、經營權分離所導致公司股東與經理人間之利益衝突。

（二）因權利義務負擔不同所導致之公司債權人與經理人間之利益衝突。

（三）因控制股東[2]掌握之控制權顯著大於其現金流量請求權[3]所導致其與少數股東之利益衝突。

二、代理成本

代理成本依據 Jensen 等人（1976）之定義，係因代理問題而產生之損失。其為下列三項成本之總和：

（一）委託者之監督成本（monitoring costs）

委託者為評估、監督及控制代理者行為所產生之成本。

（二）代理者之自我約束成本（bonding costs）

代理者為證明代理者本身會以委託者之利益為優先考量，表明其代理行為之適當性所產生之成本。

（三）剩餘損失（residual loss）

縱使委託者業已監督代理者之行為，而代理者也善盡管理者之責並自我約束，但代理者決策結果與委託者之預期，二者間仍會存有差異，此差異所導致委託者利益之損失稱為剩餘損失。

Monks（1995）認為不論何種公司組織架構，只要公司之股權非由管理者所持有，皆會產生代理成本。

公司所有權不論為國有亦或是民營，如以委任-代理問題之本質而論，兩者之差異甚小。而以財產權理論（property rights theory）而

[2] 控制股東係指大股東身兼管理者而言。
[3] 現金流量請求權，代表股東實際出資比率，為股東對公司盈餘和現金流量之請求權，也是公司價值下跌時股東所遭受損失之比率。

言，一般認為所有權屬於國家的公司，其經營較為無效率。

Jensen（1976）認為，公司治理之目的，就是為了降低因協調管理者、股東之誘因與動機問題以及管理者自利管理行為所產生之總成本。

第二節 公司治理定義

公司治理，其對應之英文為 Corporate Governance。依葉銀華（2002）定義，公司治理機制為透過制度之設計與執行，期能提昇策略管理效能與監督管理者之行為，藉以確保外在投資者（小股東與債權人）應得之報酬，並兼顧其他利害關係人之利益。更具體而言，係在於防範管理者傷害公司價值，並且強化公司競爭力與管理效能，以保障資金提供者與其他利害關係人之權益。

而依中華公司治理協會定義，公司治理係指一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，以保障股東權益。

在大陸，公司治理之通行名稱為法人治理結構、公司治理結構或公司督導體制。其涵義較偏向於強調公司組織單位間權力分配與制衡之規範。

吳敬璉（1994）認為，公司治理結構，係指股東、董事會及高級執行人員（即高階管理人員）三者形成之組織結構。在此結構中，三者形成一定之制衡作用。透過此結構，股東將資產交付與公司董事會保管；公司董事會為公司最高決策機構，對高階管理人員具有聘用、獎懲及解聘之權；

高階管理人員受雇於董事會，組成一個以董事會為領導之執行機構，在董事會之授權範圍內經營企業。故完善之公司治理結構，須明確劃分股東、董事會及管理人員各自之權責與利益，進而形成三者間之制衡關係。

公司治理功能可分為興利與除弊二個構面。就興利而言，公司治理可增強策略管理效能，以確保公司策略在正確的方向執行；在除弊方面而言，透過透明之即時資訊，以監督管理者，確保外部股東與債權人獲得應有之報酬。

公司治理良窳之衡量變數，依葉銀華（2002）認為可分為國家層級與公司層級。分述如下：

一、國家層級

國家層級之公司治理，主要涉及公司法與證券相關法規對於投資人（亦即小股東與債權人）之保護程度，以及法規之執行成效。

La Porta 等人（1998）指出，公司治理指標較好之國家，如採用英美法系之國家，通常其股權結構較為分散，資本市場規模較大，初次公開發行之活動較多。

二、公司層級

公司層級之公司治理，主要針對最大股東所擁有現金流量權、董事會之獨立性與資訊之透明度。認為最大股東現金流量權愈高，公司價值愈大，反之，最大股東投票權偏離現金流量權愈大，其傷害公司價值之可能性愈高。

第三節 公司治理之英美模型及德日模型

公司治理，一般定義為組織之配置及機制，亦即藉由公司外部投資者來控制公司內部人以確保其投資之報酬。眾所周知在工業國家中兩大不同公司治理模型為英美模型（the Anglo-American model）及德日模型（the German-Japanese model），係由於各自法律、行政規章架構以及市場發展之層級不同，而分別發展出不同之公司治理機制。而二模型之優劣業已引起學者們之討論。分述如下：

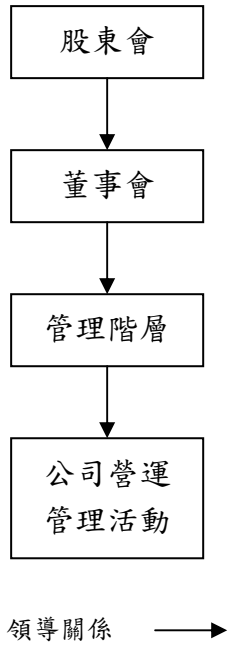
一、英美模型

（一）組織配置及其演進

英美公司法中，公司組織配置是以股東全體組成股東會，由股東會選任公司董事，而全體董事組成董事會並依據公司章程及股東會決議事項，負責公司業務之推行。其基本特徵為公司並未設立監事會，而僅由股東會及董事會組成。公司法學者通常稱此公司結構為單一委員會制(single-level board)。其架構圖詳圖 2-1。

英美傳統公司法之理念認為公司成員即為股東。股東是公司之最終所有者，亦是公司利益之最終享有者，因此股東會為公司之最高權利機關；董事會僅為公司代理人，當董事會執行公司業務時，須完全依據公司章程之授權以及股東會之決議。這種以股東會為中心，董事會僅依附於股東會之權力分配，稱之為股東會中心主義。

圖 2-1 英美模式公司治理之組織架構



但二十世紀起，這種權利配置則大幅度改變。依美國 1999 年頒布之「典範商業公司法」(Model Business Corporation Act) 第 8.01 條(b)就公司權力在股東會與董事會間之劃分予以規定，認為所有公司權力應當由董事會行使或在其許可下執行，公司之業務和事務亦應當在董事會指導下經營管理，而一切均應受公司章程之約束。而德拉瓦（Delaware）州普通公司法第 141 條（a）規定，公司之業務及事務應由董事會管理或在董事會指導下進行管理。故此種現代公司法原理，即認為董事會擁有法定經營管理公司事務之權力，稱之為董事會中心主義。

（二）模型特色

1. 股權持有較為分散，機構投資者持股比例高。

英美模型中之公司股權結構較為分散，所有權和控制權分離程度較高，而管理者持股比率甚低。以美國為例，目前最大的法人股東為機構投資者，其中以退休基金之規模最大，而信託機構次之。在 1995 年時，機構投資者持有的普通股佔全部上市普通股之比例已超過 50% 。因此，機構投資者對英美模型國家具有重大影響力。

2. 外部董事佔董事會之比例較高。

英美模型中董事會之職責係負責重大決策與監督經理；而經理則負責公司例行性之經營決策工作。為防止董事會與經理相互勾結，通常規定董事會必須聘請來自於各領域之專家學者為外部董事，以獨立、公正監督經理，進而確保投資者之權益。故英美模型之國家大多規定在董事會中必須擁有半數以上之外部董事。

由於外部董事與公司之經營決策較無直接利害關係，故比較適合組成審計委員會（Audit Committee）、提名委員會（Nominating Committee）及薪酬委員會（Compensation Committee）；而內部董事因其在公司內部擔任管理要職，為公司經營管理之核心，故較適合擔任執行委員會之成員。

3. 強調公平對待所有股東。

英美模型之國家在發展商事法相關法律規範時，係基於以下立論：公司為眾多投資者所擁有，而投資者之行為彼此獨立，須

有賴透明公開資訊以做出投資決策。資訊揭露可影響公司管理者之行為以及保護投資人之重要工具。而健全之資訊揭露制度，乃為以市場為基礎的公司治理之主要特色。因此，英美模型之股東，由於資訊揭露之透明度高，故可藉由對管理階層與董事會採取法律訴訟或管理程序以保障自身權利。

（三）模型運作方式

在英美模型中，管理者負責公司之策略擬定與執行。若公司之經營績效不能為股東所支持時，股東會藉由轉讓持股或敵意接管（hostile takeovers）等「以腳投票」（voting by feet）機制以制衡。當公司經營不善時，股東將會大量拋售持股，導致股價大跌。此舉一方面會影響經理之收入，另一方面將引起市場併購者之興趣。倘若併購成功，則公司將改組，而經理人員則會喪失工作機會。因而產生制衡機制，迫使經理人員以股東最大利益為考量。

在此模型中，同時存在著內部與外部之公司治理機制，亦即「以手投票」及「以腳投票」之機制。例如獨立董事之設立、機構投資人監督功能、敵意收購及市場併購之威脅。是以，英美模型可視為市場機制方法（the market discipline approach）。

（四）學者看法

Fama（1980）認為，可將公司視為一契約。就公司經營績效而言，公司所有權為一個完全不相關之概念，公司之治理僅須藉由一個功能完善、健全之經營管理勞動者市場（managerial

labor market)，則自能解決所有權及控制權分離所生之誘因問題。

Hart（1983）則認為，產品市場之競爭將會減少管理者之懈怠，因此也提供另一約束之機制。

Jensen 等人（1983）則強調公司控制權市場（market for corporate control）所扮演之角色。

Martin 等人（1991）發現，接管市場（takeover market）能限制不以追求公司價值最大化為目標之高階管理人員行為。

（五）本研究小結

以上學者大多不強調公司所有權結構問題而強調公司控制權市場、接管市場及管理者勞動市場等外部市場之制衡機制。期藉由市場之競爭，以使管理者之資源配置達到最適狀態，一併解決委託-代理理論之誘因問題。

本研究以為，市場機制方法要能發揮制衡機制必須建構在市場為完全競爭之假設。當商品（即經營管理能力）市場為完全競爭：也就是在生產者（即管理者）與消費者（即公司或公司股東）人數很多；雙方沒有能力影響市場價格，僅為市場價格之接受者（price taker）；消費者能獲得充分之商品資訊；生產者生產之商品具有同質性（homogeneous）;雙方皆可自由進出市場；而無外部性等條件下，當生產者與消費者各自追求其利潤與效用最大時，必會得到一均衡解，以使消費者所獲得之邊際利益（marginal benefit）等於付出之邊際成本（marginal cost）；生產者生產商品

所得之報酬等於生產商品之邊際成本，進而使商品之資源配置達到最適狀態。此時，始可使公司治理機制功能發揮完善。

然在現實生活中，往往商品（經營管理能力）之品質並非具有同質性；且消費者未必一定知道所有生產者的資訊，因而使商品市場成為一個寡占或壟斷性競爭市場，而非完全競爭市場。如此一來，將導致採用市場機制方式以達到公司治理外部機制效果大打折扣。

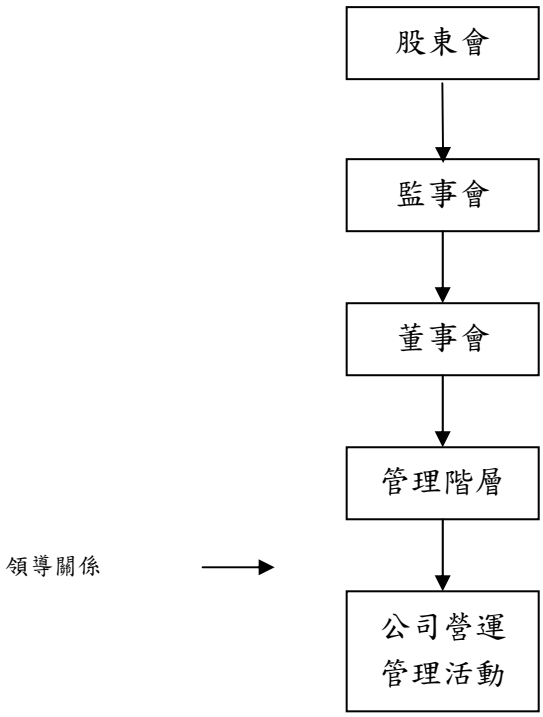
二、德日模型

（一）組織配置

在德日模型中，公司之股權結構並不似英美模型分散，而係由核心投資人（如商業銀行、保險公司等）擁有大比例股權。由於股權集中度高，以致於核心投資者擁有誘因及能力去監督及控制經營管理者，故具備監督與懲罰績效不佳管理者之功能。而此模型可視為所有權控制方法（the ownership control approach）。

其中德國實施指揮權與監督權分離之雙元制度，即同時設立董事會與監事會。董事會作為公司法人代表機構，專門從事公司之經營決策工作；監事會為公司股東、職工利益代表機構與監督機構，主要職責為監督董事會之經營業務、任免董事會成員與向董事會提供諮詢。董事會與監事會職責分明，成員互不交叉；而監事會之位階高於董事會。其組織架構圖詳圖 2-2。

圖 2-2 德國公司治理之組織架構



（二）模型運作方式

在德國體系中，銀行顧客將其持股寄存於銀行，並委託銀行代為投票。故銀行藉由具有影響力之投票權與持股，可以控制大型公司，並且能選派代表擔任董事或監事，以對管理者產生監督及懲罰之功效。

在日本證券市場體系中，銀行大多持有公司相當高比率之股權，故能增加銀行代表在董事會之人數，以利監督控制經營決策；而當公司經營不善時銀行能積極介入，以更換高階管理者並。因此，形成一個以資金供給者-銀行為中心之產業集團（keiretsu）。在集團內，公司相互持股且依賴同一資金供給者，

故藉由主要銀行體系、大股東的監督與產業集團關係等管道，使得資訊不對稱之程度下降，進而減緩代理問題。

（三）模型特色

日本與德國皆以銀行體系為主之公司治理模型，其外部機制雖不似英美模型之齊備，但二者皆賦予銀行蒐集資訊及監督公司之相對優勢，以減少銀行因逆選擇與道德危險所造成之傷害；此外，銀行派有代表擔任董事或監事，能及時獲取資訊，並影響公司管理階層，以避免風險性較高之投資案，進而保障銀行利益[4]。

（四）學者看法

有一些經濟學者則著眼於公司所有權結構對公司治理之影響：

Grossman 等人（1980）指出，當一公司之所有權結構為廣泛地分散，則沒有任何單一股東擁有適當之誘因願意就近監督管理者，因為就單一股東而言，持股比例過低，故接管公司所得之利益太小，並不足以支應其監督之成本。

Shleifer 等人（1986）發展一模型，證明所有權集中達一定程度時，將有助於接管市場之運作更為有效率。因大股東能自監督管理者獲得不少之利益，且擁有監督管理者之能力。

（五）本研究小結

[4] 參照葉銀華（2002）。

綜合上述學者之看法，本研究以為，股東常僅藉由財務報表及市場資訊以監督公司管理者，然此監督行為須耗費巨額成本，其原因有四：

1.資訊複雜性

由於隨著時代之進步，商業交易及會計事項、報表日益複雜，增加管理者蓄意隱匿錯誤之可能；且市場及報章雜誌充斥著許多似是而非之錯誤訊息，增加股東誤解之風險。

2.資訊疏遠性

很少股東能直接單獨接觸商業交易之真實合約及編製報表所用之會計憑證，另也受限於時間及金錢成本，致無法作有意義之監督查核。

3.鉅額資訊

隨著企業規模及業務量之擴增，商業交易往往伴隨著大量之資訊，此時，管理者不當之作為很容易為其他大量資訊所掩飾而不被發現。

4.須親自參與股東會

股東欲參與監督公司管理者之經營績效，則須親自或委託能代表己身利益者親自參與股東會，以議決討論事項。然親自參與或委託參與通常須耗費時間及精力，始能達到監督之功效。

當股東為機構法人時，由於其持股比例較高，監督公司能使

公司經營績效提昇、盈餘增加，按持股比例所獲配之利益較高；且機構法人本身之專業智識較為充足，因而機構法人監督公司所得到之邊際利益常常遠高於付出之邊際成本，故擁有強烈動機參與。反之，當股東為一般公眾投資者，受限於本身專業智識之不足，且持股比例甚低，監督所得之利益較少，因此公眾股東監督公司所得到之邊際成本往往遠高於付出之邊際利益，故不願意親自參與監督。再加上監督公司所產生之利益具有外部性，在坐享其成（free-rider）效果之催化下，公眾股東更不願參與公司監督。

因此，本研究以為股權適度集中於專業機構法人將有助於對公司管理者之監督以及公司經營績效之提昇。

第四節 公司治理之參與者

公司治理，依 Monks 等人（1995）之定義，為能決定公司績效及經營方向之不同參與者間之關係。最主要的參與者為（1）股東；（2）由總經理領導之管理階層；以及（3）董事會，三者形成相互制衡之狀態，而另一參與者，則包含員工、顧客、供給者、債權人以及一般社會公眾。故本節著眼於股東、管理者與董事會三者各自問題之論述。

一、董事會

（一）董事會之功能及責任

Monks 等人（1995）認為，董事會有五項主要功能：

1.選任、解聘經理並評估其營業績效。

2.批准認可公司重大之經營計畫或財務政策。

3.對高階管理人員給予建議。

4.向股東提名合適之董事人選以利股東投票選取。

5.檢視公司制度是否符合現今法令規範。

董事對公司負有注意義務（duty of care）和忠實義務（duty of loyalty）。所謂注意義務係指，董事之行為必須建立於誠信之基礎，為了公司最佳利益，盡應有之合理注意。所謂忠實義務，係指董事不得將自己之私利置於公司之利益上，包含董事與公司間之直接或間接利益衝突。

Salmon[5]指出美國至 1980 年代時，公司董事會之功能僅剩控制損失而已。故其認為董事會最重要之兩個責任為：監督公司之長期經營策略以及對公司高層管理人員之選拔、評估與獎酬。

Lorsch[6]則認為董事會之功能並非僅是一顆橡皮圖章，公司應讓董事會發揮積極功能，評估公司高階主管之營運績效，尤其是執行長。

（二）董事會之成員選任方式

Monks 等人（1995）認為，股東通常被認為公司之所有權人，但公司係依據法律設立時，即由法律賦予其法人資格。而所謂財產之所有權，係指所有權人對此財產擁有使用、轉讓、處分之權

[5] 「哈佛商業評論精選 公司治理」，天下遠見出版社，2001 年。引自 Salmon, W. “危機預防 如何讓董事會做好準備”。

[6] 同註六。引自 Lorsch, J. W. “授權董事會”。

利。而股東僅擁有公司資本之一部，股份所有權之表彰僅為股票而非公司之某一特定資產。故股東僅能就其持股行使使用、轉讓、處分之權利。因此，公司所有權實質上是否能被有效之擁有則產生問題。

葉匡時[7]認為公司治理最基本之議題為公司所有權之歸屬。董事會代表公司的所有權，其成員組成結構反映出社會對此問題的基本哲學。學術上就董事會成員之組成有兩派理論：

1. 股東所有理論（stockholder theory）

傳統的股東所有理論認為股東因須承擔公司最後之財務風險，所以公司所有權應屬於股東，而董事會之組成自應以主要股東為主。

2. 利害關係人理論（stakeholder theory）

另有論者認為當一公司經營不善時，受影響者不僅限於股東而已，往往波及員工，甚至社會投資大眾，故公司不應只屬於股東，更應屬於其他利害關係人，因而發展出利害關係人理論。依此觀點，公司之利害關係人可擴及員工以外，認為社區、供應商等皆應納入利害關係人之範圍，並且亦須承受公司成敗之風險。是以，即便是利害關係人並沒持有公司股權，公司董事會亦應有利害關係人之代表。

Salmon[8]建議公司之內部人員僅有三種職位始能成為董事會

[7] 引自「哈佛商業評論精選 公司治理」，天下遠見出版社，2001 年。
[8] 同註 6。

成員：執行長（CEO）、營運長（COO）及財務長（CFO）；另認為應限制董事會之規模，最適規模為八到十五人左右，並增加公司外部人士之加入，以提昇董事會之獨立性，且外部人士應佔絕對多數。

（三）獨立董事（independent outside director）之引進

所謂獨立董事，係指除了擔任公司董事職位外，與公司間無任何關聯。因此排除公司全職員工、其家屬、律師、銀行及顧問等。

Cotter（1997）認為一成功之公開收購（tender offer）將會使股東獲利甚大，但卻使管理階層遭受薪酬與控制利益之損失，故管理階層常嘗試阻止公司被接管，因而股東與管理階層間產生利益衝突。同樣，公開收購亦會影響獨立董事之任期。因此，Cotter以公司藉由公開收購方式被接管之期間，驗證公司獨立董事是否能扮演控制此利益衝突之重要角色，以使股東財富增加。發現獨立董事會使股東經由公開收購增加獲利；而當董事會之成員大多為獨立董事，為避免被人收購或接管而採取的各種反抗之財政手段（poison pill）將會增加股東之財富。

Weisbach（1998）指出，由外部人支配之董事會，較有可能迫使經營績效較差之 CEO 辭職。

Rosenstein 等人（1990）發現，當公司董事會宣佈任用內部董事時，市場反映之評價為負面而否定；而股價與內部董事任用

間之關係則受內部人持股比例所影響：當內部人持有之股權小於5%時，平均股價反映呈負面評價；當持股在 5%與 25%之間，則股價反映呈正面評價。

Rosenstein 等人（1997）另發現，當公司董事會宣佈任用外部董事時，市場反映之評價為正面而肯定。

Brickley 等人（1994）認為，在公司宣佈採取避免被人收購或接管的各種反抗財政手段時，董事會之獨立董事比例與不正常（abnormal）之報酬，二者間成正向關係。

二、股東

（一）機構法人投資者所扮演之角色

依據 Fama 等人（1983）之研究，認為接管市場之競爭效率性將能提供機制以防堵績效較差經營者之生存空間。然而 Jensen（1993）實證則發現資本市場能藉由公司併購及破產等機制以對公司之控制影響力漸有趨緩之趨勢，而逐漸轉變為依賴公司內部控制機制。而大股東因其持股較多，故擁有較強之誘因去監督並參與公司策略性決策之擬定；也因為坐享其成之問題，導致僅有大股東才擁有誘因承擔所費不貲之監督活動。

Gillan（2000）指出，雖理論上機構法人投資者能藉由於市場出脫經營績效較差公司之持股，以形成對該公司之公司治理功能不彰的懲罰，然而實際上由於機構法人投資者其持股較大，以至於當其出脫持股時將導致市場價格產生巨幅波動而產生額外

之損失。由於此出脫持股之限制亦促使機構法人股東更有積極參與之誘因。

Gillan（2000）進一步指出，由於美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC）於 1992 年發布允許股東能彼此直接互相溝通之規定，使得機構法人不再需要依賴收購委託書等昂貴方式以與其他股東溝通意見，因而增加其參與與公司決策之能力。而這些股東自發性之行為，亦將有利於促進資本市場建立股東行動主義。

股東行動主義（shareholder activism）之主要精神係自 SEC 頒布之 Shareholder Proposal Rule 14a-8 所衍生，其中包含委託書以及出席股東大會之相關規定，主係提供行動主義之股東能夠擁有一便利管道及機制，以利參與議程並促進公司經營績效之提昇。

依 Gillan（2000）以投票結果及股票市場短期反應-價格變化作為衡量股東行動主義成功與否之研究。發現投票結果會因倡議者之身分、倡議之形式以及時間有關。如提案者為機構法人股東，相較於個人提案者，能獲得較多之支持；而市場之反應對於提案者之身分及提案內容會有小幅之變動。

（二）小股東之權利保護

以一般公司之股權結構而言，存在為數眾多之小股東，然而董事會中普遍為最大股東與其他大股東之成員所掌控，故大股東

可藉由與公司管理階層之勾結而進行利益輸送，以侵占公司資產並損及小股東之權益。因而，誰能代表小股東之利益以監督大股東與高階管理者備受關注。

Shleifer（1997）就指出，就公司治理而言，保護投資人權益之方法就是授予投資人力量。最通常之方法有二，一為藉由法律賦予投資人權利以保護公司資產免於受管理階層之侵占；另一則為大股東之現金流量權與控制權（即投票權）之相當性。

而法律保護投資人之最基本亦最重要方式為賦予投資人投票權以對公司重大營運事項，如購併或破產、董事之選舉等，表示意見。但 Shleifer 也指出，一般來說，投票權之行使事實上是非常耗費投資人之時間、精力及成本，尤其在很多國家中，仍要求股東不能藉由郵寄委託書方式而必須親自出席股東大會。故如何保護法律所賦予投資人之權利為一重要之議題

三、管理階層

（一）資源配置無效率

Shleifer 等人（1997）指出，一般來說，公司之外部資金提供者與管理者間，就資金如何使用以及利潤應如何分配等問題會以契約方式訂明。然而，未來是無法預測，因此合約在技術上是無法，亦不可能，涵蓋未來可能發生之全部事情。因此，管理者與資金提供者在訂定契約時，必須就剩餘控制權（residual control rights，係指當契約條文無法完全規範未來不可預見之情況下，

其決策權之歸屬）決定如何有效率地分配。

原則上，資金提供者為確保其投資，會希望剩餘控制權能掌握在自己手中，以利在未來不可預期之狀況發生時，能擁有決策權。但往往資金提供者受限於本身之能力及資訊致不可行，因此，管理者掌握多數之剩餘控制權，而能以其自由意志使用資金。

Shleifer 等人（1997）進一步指出，雖合約及相關公司治理法規對於管理者握有過多剩餘控制權之問題會加以規範，然由於企業大多係向一般社會大眾募集資金，而大眾投資者本身投資金額太小且所能獲得之資訊過少而無法行使剩餘控制權，因而產生坐享其成（free-rider）問題，致投資者無太大誘因去了解其所投資之公司。是以，實際上管理者最終仍掌握多數剩餘控制權。

Shleifer 等人（1997）認為，在金字塔結構（pyramid schemes）中，管理階層通常侵占（expropriate）股東資產之方式為：藉由移轉計價方式（transfer pricing），將公司之產出或資產以低於市場價格售予其個人所另設立之公司，以稀釋公司利潤；或藉由給予管理階層額外津貼（perquisites），如購置公司專屬之飛機供管理者使用；更有甚者，管理階層將公司資金非理性轉投資以擴張公司版圖，以成就管理者之個人抱負而非公司之利益。再者，代理問題最為嚴重者應屬管理者本身實際已無能力勝任經營管理之職，卻仍運用種種方式維繫職位以留任。

當管理者完全沒有公司之持股且無法完全侵占股東資產，此時管理者將會採行一些資源配置無效率之政策以圖私利，即便是

公司所遭受之損失可能大於管理者所獲之私利。例如：某計畫之執行將使公司支出 20 元之成本，對公司無任何利益但卻能帶給管理者 10 元私利，此時管理者將會採行此政策。

（二）解決方法-誘因契約

依 Coase（1960）理論，此時投資人可用現金 11 元來賄賂管理者以使管理者不執行此無效率之政策。

但 Shleifer（1997）則認為 Coase 理論實際上是不可行。其因有二：一為能影響管理者之決策者僅屬董事會之權責，而非為眾多股東所能賄賂；其次為管理者依法本就應對股東負忠實義務。

由於管理者通常持有公司股權比例不多以致於無法促使管理者追求利潤極大化。而研究顯示，管理者之薪酬與績效二者間具正向關係。

因此，Shleifer（1997）認為，最好之解決方式訂定一誘因契約，以使管理者與投資人具有相同之利益偏好。而誘因契約擁有許多形式，如股票認購權等。然而最適的誘因契約係當管理者之風險偏好為趨避（risk aversion）之情況下才可行。

第五節 OECD 公司治理原則

由於公司治理涉及世界各國企業經營的健全以及金融體系之穩定，故國際性組織多對此議題相當重視。OECD 於 1998 年邀請其會員國及國際

組織之專家學者開始草擬 OECD 公司治理原則，並於 1999 年邀集東南亞多國代表，於韓國漢城舉辦亞洲公司治理會議。會後參酌多方意見，相繼於 1999 年底及 2004 年 4 月正式公佈公司治理原則（OECD Principles of Corporate Governance）供會員國及非會員國參考，並提供全球之投資者、政策擬定者、公司及其他利害關係人，作為一國際性標竿。

葉銀華（2002）指出，OECD 公司治理原則並不針對各國法律規定作細部描述，因其目的僅係為提供政策擬定者及市場參與者一個可檢測之參考指標，使其參酌該國法律、經濟、社會及文化環境，依此參考架構能做為各國公司治理之法律、規章之發展基礎。

OECD 公司治理原則（2004）說明，公司治理架構之建構應以影響經濟之經營績效、創造市場參與者之誘因、提昇市場之透明度及效率性為發展；在實務上規範公司治理之法規命令，皆須與法律規定一樣，具有一致性、公開性以及強制性之特質；不同的司法當局之間應有明確的法律規範以釐清其各自責任，以確保公眾利益之維護；應由法律以規範負責監督、管理、強制執行之政府單位，具有充分之授權及資源以完成其任務，而所訂定之規範應充分解釋並具有及時性，公開性。而公司治理架構之內容可分為五大部分，分述如下：

一、股東權利（The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions）

公司治理架構應該保障股東權利。股東基本權利包含：確保股權登記與過戶之安全性、轉讓之自由，及時與定期獲得公司相關重要資訊，出席股東會與投票，選舉及更換董事與分享公司的利潤。

公司應及時充分備妥股東會召集之相關資訊供股東參閱；而股東應有權參與和被充分告知有關公司重大決策之改變（如受讓他人全部營業財產，對公司營運產生重大影響者）；且股東應有積極參與股東會及投票的機會，並應被告知議事規則（如投票程序）。

在股東會中，應賦予股東向董事會發問與建議之機會，並將其列入議程，惟應有合理之限制。並應促進股東參與公司治理主要決策（如選任董事）之有效性。股東須明瞭董事及高階經營者之薪酬計畫，而董事及員工薪酬計畫，如以股票方式給予應得到股東之認可。股東之投票權可以親自行使或委託他人代為行使，並不因行使方式之不同而影響所代表之權數。

另外應揭露特定股東取得投票權超過（disproportionate）其股權比率之資本結構與工具[9]。

而公司控制權市場（market for corporate control）應被准許以有效率、透明的方式運作。自資本市場取得之控制權以及併購或讓與公司大部分營業資產等特殊交易，應清楚揭露其交易價格等資訊，以使投資人明瞭其權利及追索權。公司管理者不能使用反接管（anti-take-over）的措施使其免受市場之監督。

機構投資者以受託者之姿行使權利時，應揭露其投票政策以及如何行使投票權利。

二、公平對待股東（The Equitable Treatment of Shareholders）

[9] La Porta 等人（2002）指出，最大股東所獲得之投票權與其出資（股權）比例偏離愈大，則其傷害公司價值之可能性愈高。

公司治理架構應該確保公司能公平地對待所有股東，包括少數股東及國外股東。當任何股東的權利被侵犯時，應有機會得到有效的賠償與救濟。其方式包括：相同等級的股東均應被同等對待並具有相同的投票權利，在購買任一等級的股票前，所有股東均應能取得有關該公司所有等級股東的投票權資訊；當控制股東直接或間接地濫用權利致少數股東遭受損失，應訂定有效方式以彌補其損失；管理者或選舉提名之候選人應具有造福股東利益之態度；股東會之投票方式應選擇簡單或便利的方式以利股東之參與。

內線交易應被禁止，並且應要求董事會與管理者揭露任何直接影響公司重大利益的交易或事件。

三、公司治理與利害關係人之角色（The Role of Stakeholders in Corporate Governance）

公司治理架構應該體認與尊重法律賦予利害關係人（stakeholder）之權利。當利害關係人受法律保障的權益遭受侵犯時，其應有權利尋求有效的救濟。並應強化利害關係人參與的機制，鼓勵公司與利害關係人在創造財富、工作機會與維持企業財務之健全等方面積極合作，同時賦予利害關係人取得相關資訊的管道。

四、資訊揭露與透明度（Disclosure and Transparency）

公司治理架構應該確保公司的資訊能及時且正確地揭露，包括公司的財務狀況、經營績效、公司目標、股權結構、公司治理、關係人交易與風險管理政策，而這些資訊應以高標準的財務會計原則、審計

原則與財務報表編制準則來編製、查核及揭露。至少年報查核應由獨立會計師執行，且資訊傳播管道應能使投資者公平、及時，並符合成本效益原則取得。

五、董事會責任（The Responsibilities of the Board）

公司治理架構應該確保董事會善盡指引公司策略、有效監督管理者之責，以及對公司和股東應負的責任。董事會應有注意與忠實之義務，其應履行的主要功能包括：

檢查與指引公司策略、重大行動計畫、風險管理政策、年度預算與業務計畫。並且設定績效目標、監視執行情形與公司績效，以及監督重大資本支出、收購、合併與撤資。

（一） 對高階經理之遴選、獎酬、監督，必要時與以更換並監督繼任者之規劃。

（二） 審查高階經理與董事之薪酬，以及確保正式及透明的董事會提名程序。

（三） 監督管理者、董事會成員與股東之間可能發生的利益衝突，包括在關係人交易中，公司的資產被誤用、濫用及挪用侵占。

（四） 確保公司會計與財務報告系統之真實性，包括獨立的審計、適當控制系統之執行，尤其是風險控管、財務控制以及法律遵循系統。

（五） 監督公司治理實務運作的有效性，必要時加以修改。

（六） 監督資訊揭露及溝通的程序。

（七） 董事會應獨立於管理階層，對公司事務進行客觀的判斷；董事會應有足夠的獨立非執行董事,有能力對可能的利益衝突(如財務報告、董事會提名、董事與高階經理之薪酬等重大議題）進行獨立判斷。董事會成員應投入足夠之時間履行責任，並確保能及時取得正確與相關資訊。

第六節 世界銀行之公司治理體系參考架構

世界銀行為協助其會員國建立健全之公司治理制度，邀請專家學者進行研究，於 1999 年提出一份有關推動公司治理制度的報告，並提出公司治理體系之參考架構。本節先依此架構以闡述其所提出之公司治理體系之意涵。

依據世界銀行（1999）所公佈之公司治理架構，認為公司治理體系可從公司的內部機制角度及外部公共政策角度兩個層面以探討。

一、公司角度（即內部機制）觀之

公司治理狹義來說，係公司內部界訂股東與負責經營之管理階層間彼此關係的契約安排，此契約安排規範於公司法、證券交易法等法規及公司章程內。公司在符合法律與契約的規範中，建立最適的機制以達成公司價值之極大化。此角度係指公司之決策機構-董事會，其責任在於確保公司永續經營，並監督負責公司經營的管理階層，其主要責任係對公司負責而非僅對股東負責，且必須衡平股東以及各利害關

係人之利益，以創造公司之長期利益。

葉銀華（2002）指出在公司股權分散的情況下，公司治理之重點在於如何設計一套制度，使得外部股東能夠監督公司管理階層，亦即設計一套董事選任制度，選任具有獨立性之董事以監督管理階層之經營表現與成果；反之，在股權集中之情形下，公司治理之重點在於如何防範主要股東僅顧及私人利益，或甚至利用職權進行利益輸送而侵害一般小股東之權益，因而在董事會中應有代表小股東之外界人士擔任董事或建立有效的公司併購規範。

二、以公共政策（即外部機制）角度觀之

公司治理係指藉由外部之各種法律規章之公共規範及市場體系之競爭機制以及民間團體之參與為基礎，使公司在公平競爭之環境中，接受市場考驗，以強化公司治理，縮小管理階層私人利益與股東公眾利益之衝突，並減少管理階層與股東兩者間之代理問題。

而其中公共規範包含了行政管理法規、財務會計原則及審計準則；市場體系則包含金融市場體系、資本市場體系及市場競爭機制；民間團體之參與則包括各類專業人士及團體，如會計師、律師、信用評等機構、投資銀行、研究機構及公司治理分析人員之積極投入。

社會在支持企業發展的方向下，同時要求企業運用其權力之際，善盡其應有之責任，亦即經濟體系中應建立市場規範機制，以提供公司負責經營之管理人員有合理報酬之誘因，並可保障利害關係人的權益。

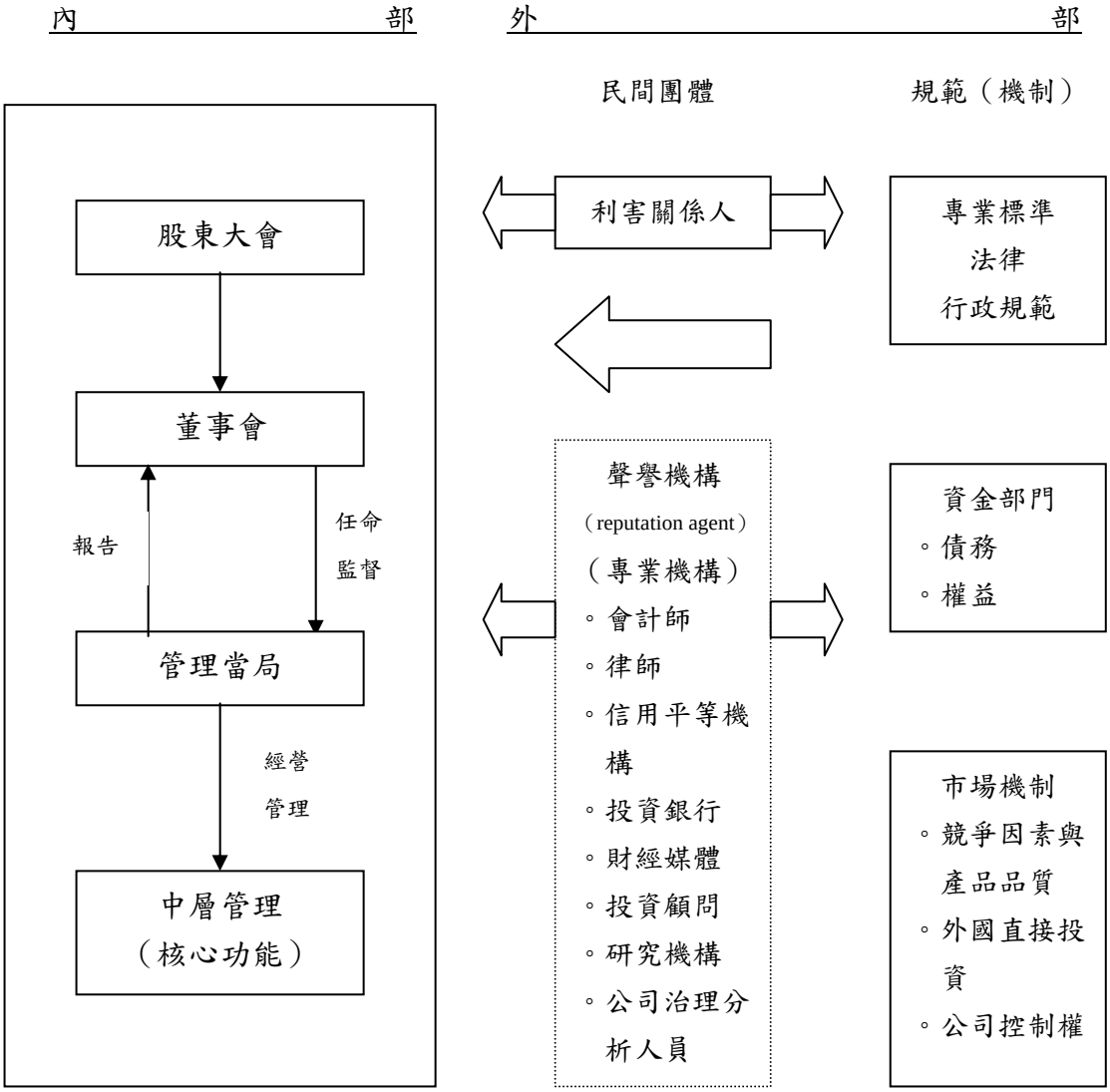
此角度著重於應如何建立市場規範機制，以提供公司誘因與紀律。一方面應提供公司負責經營管理人員合理之報償，另一方面應保障利害關係人之權利。

依世界銀行所公佈之公司治理體系架構（詳圖 2-3）可知，公司治理必須藉由公司內部界定高層結構之權責，並佐以外部公共規範及有效率之市場體系等途徑，再利用民間專業人士與機構之積極參與，才能達成有效之公司治理。

公司治理表面上看似以監督公司負責人或高階管理人員來保障股東及債權人等利害關係人之權益為重點，惟其最終之目標仍在於增加公司價值。故公司治理實際上有促進公司持續發展、經濟能力之積極意義。

柯承恩教授（2000）依據世界銀行提出之公司治理架構，闡述公司治理之重要觀念。其認為架構中，由股東大會選出董、監事成員以代表股東領導並監督經營團隊，能利於公司價值之極大化。而此一理想機制常無法圓滿達成，尤其是當董事會成員與經營團隊高度重疊時，將使監督機制之功能被削減，導致少數股東之利益被忽略，甚至被剝削，這即是引進獨立董事進入董事會之主要目的，亦即代表少數股東在董事會中扮演制衡之角色。

圖 2-3 世界銀行提出之公司治理架構



資料來源：World Bank, 1999, Corporate Governance：A Framework for Implementation – Overview.