

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：開會)

參加美國芝加哥聯邦準備銀行第 39 屆  
年會出國報告—金融服務業的公司治理

服務機關：行政院第四組

出國人員職稱：編審

姓名：王淑端

出國地區：美國

出國期間：92 年 5 月 5 日至 11 日

報告日期：92 年 7 月

03/CO9202631

## 摘 要

一、美國芝加哥聯邦準備銀行第 39 屆年會於本 (92) 年 5 月 7 日至 9 日舉行，議題重點為金融服務業的公司治理。本次會議邀請眾多產、官、學界代表參與，發表演講或學術論文近 40 餘篇，因此僅選「金融業與非金融業的公司治理改革」、「公司治理—公共政策的理性過程」、「自由化對銀行董事薪酬的影響」、「董事會結構與銀行績效之研究」、「銀行業市場制約、資訊揭露與道德風險之研究」等，作為本出國報告之主軸。

二、有關美國總統經濟顧問 Kroszner 先生講題：「金融業與非金融業的公司治理改革」，摘要與結論如次：

(一) 美國發生安隆、世界通訊等大企業的財務醜聞之後，於 2002 年通過企業改革法案(Sarbanes-Oxley Act，以下簡稱沙氏法案)，布希總統並提出「改善企業責任與保護股東的 10 項計畫」，其涵蓋有效公司治理的 3 項核心原則：(1)資訊的正確性與容易取得；(2)管理階層的責任；(3)會計師的獨立性。這些原則引導經理人的行為與股東利益更緊密的連結，降低公司的代理成本。

1. 在資訊的正確性與容易取得方面，沙氏法案提出新的資訊揭露要求，包括揭露更多內部治理情形的資訊，亦大幅提高違反證券揭露法規的處罰以改善法規的有效性。

2. 在管理階層的責任方面，證管會投入更多的經費執行對管理階層與會計師非法行為的處分。布希總統並成立了反公司詐欺專案小組以協調證管會、法務部等相關機關的工作。此外，公司執行長與財務長需保證財務報表的正確性與完整性，出具不實保證者予以重罰並沒收其所得利益。公司稽核委員會則需負責監督會計師事務所的選任與薪酬。
3. 在會計師的獨立性方面，沙氏法案規定，會計師事務所需為客戶定期指派新的合夥人，且禁止事務所為同一受查客戶提供非審計的服務。此外，設立會計監督委員會，會計師事務所需向委員會登記註冊並定期報告。委員會被授予調查權與處罰權，包括科以罰金，禁止會計師提供上市公司簽證服務。

(二) 未來改革的機會：

1. 機構投資人已累積大量的公司股權，其角色也愈形重要，但現行法規對機構股權的角色仍存有部分限制，這些可視為未來改革的機會。
2. 金融機構不只應與一般公司一樣遵循新的法規，身為資金提供者，金融機構也必須重新評估與公司間的關係，並應對公司的治理有所貢獻。另自律性組織應在改革方面扮演重要角色。

三、有關芝加哥聯邦準備銀行總裁 Moskow 先生講題「公司治理—公共政策的理性過程」，摘要與結論如次：

(一) 公司治理的成功有賴於兩大經濟原則，即經理人的薪酬應與股東的目標結合，公司的財務狀況應充分透明公開使股東可據以評估經理人的績效。

(二) 下列問題有待解決：

1. 股票選擇權：理論上股票選擇權可將經理人與股東權益連結。但實務上因稅法之規定促使公司設計固定執行價格的股票選擇權。1990 年代股票市場大幅成長，但因這些選擇權未加計於股票市場指數，造成公司股價表現較同業差時高階主管仍可獲得高額收益，並導致公司經理人過度強調短期股價而非為股東追求長期價值。
2. 會計師的薪酬：會計師的角色是驗證公司財務資訊是否允當表達。但會計師的薪酬不當時，將減損會計師的可靠性。例如，許多公司將管理諮詢業務委託於執行財務報表簽證的同一會計師事務所，造成會計師的利益衝突。
3. 證券分析師的薪酬：證券分析師的角色是對公司公平市價的估計。但證券分析師通常為金融機構工作，該機構與他所負責評估的公司之間又有投資銀行業務契約。這會使證券分析師對公司提出過度樂觀的評價。

(三) 未來改革的計畫：

- 1.銷除干擾董事會選擇主管薪酬的會計準則與稅法規定。董事會應設計主管薪酬計畫使其經理人展現的績效獲得應有的報酬。各種型態的主管薪酬均應讓公司申報為費用並抵減稅額。
- 2.公司各種所得應以相同稅率課徵，並免除股利所得的重複課稅。免除股利稅可增加投資人對股利的需求，促使公司經理人較不注意短期盈餘，而重視公司基本價值。
- 3.建議股票選擇權可設計將執行價格與公司股票相對於股票市場或產業指數的績效相連結，以提供經理人更好的薪酬誘因，即確保公司績效不好的經理人在股市整體上漲時不會獲得額外利益，績效較同業為佳的經理人不會因整體股市的下跌而受到額外懲罰。相對指數亦可減少公司在股價下跌時重新設定執行價格的誘因。

四、有關北伊利諾大學 Becher 教授等發表「自由化對銀行董事薪酬的影響」，摘要與結論如次：

雖然自由化導致董事會責任的範圍與程度的改變，但少有人知道董事薪酬的改變。1990 年代銀行業的自由化促使銀行面對更多的機會，競爭增加並加速擴張市場。本文以 1992-1999 年近 14,000 家公司為樣本，發現相對於其他行業，銀行業的董事薪酬制度有大幅改變。

銀行董事在樣本期間所收的股票基礎薪酬較其他行業少，但 1990 年代末期銀行大幅增加支付董事股票基礎薪酬。而提供董事較高股票基礎薪酬的銀行，其績效表現較佳，風險也較低。此外，在薪酬制度改變之同時，銀行董事會的結構，包括董事會的獨立性與規模，並未明顯改變，亦即相對於其他行業而言，銀行董事會的規模原本就較大，外部董事所佔比例原本就較高。但其他行業的董事會結構在 1990 年代末期大幅調整為趨向更具獨立性，即外部董事所佔比例增加。總結來說，研究發現似乎銀行業與其他行業彼此效法，故董事會結構與薪酬的差異正逐漸在消失中。

#### 五、有關紐約聯邦準備銀行 Adams 及 Mehran 先生發表「董事會結構與銀行績效之研究」，摘要與結論如次：

在安隆案之後的公司治理改革中，董事會結構已受到法律與經濟學研究的注意。本論文以 1959-1999 年銀行業為樣本，檢視董事會規模、組成與公司績效間之關係。結果與非金融業的公司相反，銀行董事會規模較大者以 Tobin's Q 衡量的績效較佳，且此一結果似乎並非是因銀行業合併所造成的。作者先假定銀行控股公司(BHC)之組織結構是一外生因素，使其董事會規模較製造業大，且其董事會規模與 BHC 結構的特性有關。但在考量 BHC 之組織結構後，並未發現董事會規模與 Tobin's Q 之間為負相關。整體結論建議是限制銀行業董事會規模可

能有反效果，此一結論可能也適用在非金融業。

#### 六、有關英格蘭銀行 Nier 及 Baumann 先生發表「銀行業市場制約、資訊揭露與道德風險之研究」，摘要結論如次：

本文調查市場制約限制銀行承擔過度風險的有效性。樣本包括自 1993-2000 年 32 個國家 729 家上市銀行。理論上，市場制約的有效性與政府安全網的範圍（保險）、銀行非存款債務的多寡（資金）以及銀行風險可被觀察的程度（揭露）有關。本文所作之基本假說以「資本迴歸法」（著重在解釋銀行資本）與「風險迴歸法」（著重在解釋銀行風險）兩種方法來驗證。兩種方法之研究結果一致顯示市場制約影響銀行限制倒帳風險的誘因，存款保險與政府對倒閉銀行的支援使銀行在既定風險下選擇持有較少的資本，而非存款債務與揭露則使銀行在既定風險下選擇持有較多的資本。此外，研究結果也發現若有政府對倒閉銀行的支援，則以非存款債務與揭露衡量的市場制約效果將受到限制。

#### 七、心得與建議

良好的公司治理可提高公司價值，投資人願意支付公司治理溢價，因此我國公司治理規範必須與國際接軌，以吸引外資來台與本國企業赴外籌資。而金融服務業的主要資金來自存款戶、基金投資者、保險者，其倒閉或財務危機可能對金融體系的穩定造成系統性影響，因此我國亦應加強對金融服務業的監理與該等事業的公司治理。公司治理的成功關鍵

有賴公司自律、市場制約，以及主管機關監督三大支柱。我國目前推動公司治理的方向大致上已參考國際做法，宜考量公司規模與特性循序漸進推動並多加宣導，方能獲得支持、順利執行。本報告對我國公司治理（包括金融業）有以下建議：

- （一）立法規範獨立董監事權責。
- （二）金融服務業宜特訂其公司治理規範。
- （三）公司應訂定適當的董監事薪酬。
- （四）確保董監事的適格性。
- （五）加強股東參與並落實保護投資人的功能。
- （六）強化資訊公開。
- （七）加強會計師的獨立性。
- （八）規定公司負責人提出財務報表的保證。
- （九）強化內部控制與內部稽核。
- （十）強化主管機關的治理與有效監督。
- （十一）司法體系應有效運作。
- （十二）健全併購機制。
- （十三）推動公司治理評鑑。
- （十四）提高自律組織的功能。
- （十五）機構投資人發揮監督功能。



## 目 錄

壹、前言	9
貳、公司治理之海內外發展	11
一、OECD 之公司治理原則	11
二、BASEL 之強化銀行治理原則	13
三、美國企業改革法案	15
四、亞洲國家之公司治理改革	17
五、我國推動公司治理改革之情形	19
參、芝加哥聯邦準備銀行年會研討內容	24
一、金融業與非金融業的公司治理改革	24
二、公司治理—公共政策的理性過程	34
三、自由化對銀行董事薪酬的影響	40
四、董事會結構與銀行績效之研究	42
五、銀行業市場制約、資訊揭露與 道德風險之研究	56
肆、心得與建議	63

## 壹、前言

公司治理 (corporate governance) 係指公司管理與監控的制度。早在 1970 年代公司治理的概念即已出現，直到 1997 年亞洲金融危機發生後，這個議題才又被廣泛討論。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。1998 年經濟合作暨開發組織 (OECD) 召開的部長級會議中，明白揭示公司治理運作不上軌道，是亞洲企業無法提昇國際競爭力的關鍵因素之一，因此 OECD 於次 (1999) 年提出「公司治理基本原則」，以供各國推行公司治理遵循的參考。同年，巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision) 亦參考 OECD 的規範，提出「強化銀行治理原則」。

2001 年底，美國發生有史以來最大的會計弊案安隆案，之後又在 2002 年發生世界通訊、默克藥廠、全錄等會計弊案，使投資人信心降至谷底，不再信賴會計師簽證的企業財務報表，導致美國各大證券市場股票指數大幅重挫。因此，布希政府推動一連串企業改革，其中以「企業改革法案」(Sarbanes-Oxley Act，以下簡稱沙氏法案) 最受矚目，希望能透過強化證券主管機關監督責任、加強公司治理、提昇會計師獨立性等，以提昇企業財務報表的可信度及恢復投資大眾的信心。綜上，近年來強化公司治理已為各國重視並積極推動相關的改革。

我國在 87 年下半年及 88 年有多家知名企業爆發財務危

機，如國產汽車、東隆五金、新巨群、安鋒、尖美、台鳳、國揚等，其主要原因即為不當財務操作導致財務發生困難，尤其是母子公司之間交叉持股，運用資金護盤或炒作股價，甚至有企業負責人掏空公司資產或挪用資金，不僅造成股市下挫，投資人權益受損，並進而導致金融機構逾期放款高漲，公司治理的缺失也因而浮出檯面。而金融機構的弊案在近幾年來不斷發生，如 74 年的台北十信、84 年的彰化四信、87 年的台中商銀、88 年的東港信合社，以及 89 年的中興銀行等，還有許多違法超貸的個案不勝枚舉，皆突顯出我國金融機構的公司治理亦有待加強。有鑑於此，自 90 年起主管機關大幅修訂公司法、證券交易法等法規，行政院並於 91 年 7 月成立「金融改革專案小組」，92 年 2 月成立「改革公司治理專案小組」，以積極推動我國公司與金融業的治理。

本次美國芝加哥聯邦準備銀行第 39 屆年會的議題重點為金融服務業的公司治理，有眾多產、官、學界代表參與，發表多篇演講或學術論文。本出國報告將先簡要介紹公司治理的海內外發展，並摘選本次美國芝加哥聯邦準備銀行年會之部分研討內容，最後再提出心得與建議。

## 貳、公司治理之海內外發展

### 一、OECD 之公司治理原則

自 1997 年爆發亞洲金融風暴以來，普遍認為東南亞國家缺乏健全的公司治理是造成風暴的原因之一，因此，國際機構開始研究此一問題，希望提出一套準則供所有國家及企業參考。其中，最被廣為人知且最常被引用的準則，即為 OECD 於 1999 年提出的「公司治理基本原則」。該原則分為保障股東權利、公平對待股東、強化董事會功能、資訊揭露與透明化、利害關係人在公司治理中之角色等，重點分述如下：

#### （一）保障股東權利

1. 股東的基本權利包括：確保股權登記與過戶的安全性、股權得以自由移轉、及時與定期取得公司相關資訊、出席股東大會與投票、選舉董事、分享公司利潤等。
2. 股東應有權參與並被充分告知有關公司重大決策的訊息，如公司管理規範之修正、授權發行增資、會導致公司被出售的異常交易等。
3. 股東有積極參與股東大會與投票的權利，且應被告知投票程序等議事規則，於股東大會中有發言的權利。而特定股東取得超過股權比例的投票權應充分揭露。
4. 公司控制權市場應以有效率與透明化的方式運作，亦即在資本市場取得公司控制權，如併購或大幅出售公司資產等相關法規與程序應清楚揭示，交易價格應透明化，並在公

平原則下保障股東權利。公司經營者不得使用反併購的措施使其免受市場監督。

## (二) 公平對待股東

1. 確保公平對待所有股東，包括少數股東及國外股東，任何股東的權利被侵犯時，均能得到賠償或救濟。
2. 所有股東應有相同的投票權，股票保管人代表股東投票時應獲得股東同意，公司召開股東大會時不得增加投票行使的困難。
3. 禁止內線交易，並應要求董事會揭露任何影響公司重大利益的交易或事件。

## (三) 強化董事會功能

1. 董事會應依法行事，以股東利益為最大的原則運作。董事會應有注意和忠實的義務，善盡指引公司策略、有效監督經營者之責。
2. 檢查和指引公司策略、重大計畫、風險管理政策、年度預算和業務計畫，並設定績效目標、監督執行情形，以及監督重大投資支出、收購、合併與撤資。
3. 審查並監督董事與主要經理人的遴選與獎酬，必要時予以更換並監督繼任者的規劃，並確保正式和透明的董事會提名制度。
4. 監督董事與主要經理人可能的利益衝突，包括在關係人交易中，公司資產被誤用、濫用和掏空。
5. 確保會計與財務報告系統的真實性，包括獨立的稽核查

帳、適當控制系統的執行，尤其是風險控管、財務控制和法律遵循系統。

6. 監督資訊揭露與溝通的程序。
7. 監督公司治理運作的有效性，必要時可加以修改。
8. 董事會應獨立於經營階層，對公司事務進行客觀判斷，董事會應有足夠的獨立非執行董事，以確保對可能的利益衝突進行獨立的判斷。

#### (四) 資訊揭露與透明化

1. 應確保公司資訊及時且正確地揭露，應揭露的重大資訊至少包括：公司財務與業務狀況、公司目標、主要股東與股權結構、公司治理結構與政策、董事與主要經理人及其薪酬、公司關係人資訊、營運可能面臨的重大風險等。
2. 揭露的資訊應以符合高標準的財務會計準則來編製，會計師對財務報表應提供客觀查核，且資訊傳播管道應符合公平、時效性及成本效益原則。

#### (五) 利害關係人在公司治理中之角色

1. 尊重相關法律賦予利害關係人的權利，當其受法律保障的權益遭侵犯時，關係人得尋求賠償或救濟。
2. 強化利害關係人參與的機制，如員工入股、董事會中有勞工代表、利潤分配等。並賦予利害關係人獲得充分資訊的管道。

## 二、BASEL 之銀行治理原則

銀行提供企業融資、社會大眾金融服務，以及清算支付

系統，對國家經濟十分重要，如果銀行沒有健全的公司治理，銀行的監理將無法良好地運作。因此，BASEL 在 OECD 發布「公司治理的基本原則」之後，也於 1999 年發布「強化銀行治理的原則」，其內容略述如下：

#### （一）健全銀行治理基本策略

1. 公司價值、行為規則及用以確保遵循這些的制度。
2. 可用以明確衡量企業成功與個人貢獻的公司策略。
3. 建立從個人到董事會分層負責體制。
4. 建立董事會、經理人及稽核人員間互動與合作的機制。
5. 健全的內控制度，包括內部與外部稽核功能，獨立於業務單位的風險管理功能，以及其他制衡。
6. 監控存款人、借戶、股東、經理人等關係人間可能發生的利益衝突。
7. 提供經理人及員工報酬、升遷等誘因，使其行為適當。
8. 適當的資訊內部流通與公開揭露。

#### （二）健全銀行治理實務

1. 建立策略性目標及公司價值：銀行應嚴禁經理人執行會減弱公司治理品質的行為，如利益衝突、不當借貸給經理人或員工、對特定利益團體提供優惠借貸。
2. 設立並執行清楚的權責系統。
3. 確保董事會成員適任，清楚其在公司治理中的角色，且不受管理階層或外界不當的影響：董事會的職責在於代表股東監督管理階層、建議健全的營運準則、定期與經理人及

內部稽核人員碰面以建立良好的溝通管道、避免與其他組織產生利益衝突或有所承諾。

4. 確保高階管理人員對其下屬有適當監督。
5. 有效運用內部與外部稽核人員所執行的工作，瞭解稽核人員提供內部控制功能的重要性：應提高稽核人員的獨立性（如直接向董事會或稽核委員會報告）、有效運用稽核人員的發現、請外部稽核評估內部控制的有效性、要求管理階層對稽核人員所提缺失及時改正。
6. 確保薪酬制度與銀行的價值、目標、策略及控制環境一致。
7. 以透明化方式從事公司治理：應揭露董事會結構（規模、成員及其資格、專業委員會）、高階管理階層結構（責任、報告管道、資格與經驗）、基本組織結構（以業務或法律上的個體為架構）、銀行薪酬結構（薪酬政策、主管薪酬、紅利、股票選擇權）、與關係企業交易的性質及範圍。

### （三）健全公司治理的配套

1. 政府：制定法律。
2. 證券主管機關與證交所：要求公開揭露與制定上市標準。
3. 稽核人員：依審計準則對銀行進行稽核。
4. 銀行公會：自發性訂定銀行業健全實務。

### 三、美國企業改革法案

美國一連串的企業會計醜聞案，如安隆、世界通訊、默克藥廠、全錄等，使投資人對於企業之經營與其揭露之財務資訊抱持高度質疑的態度。為恢復投資大眾的信心，美國於



2002 年通過企業改革法案（即沙氏法案），對於防制及懲罰企業與會計詐欺之不法行為採取嚴格規範以及重罰，藉以保護企業員工及股東之權益。其內容包括下列主題：

1. 公開發行公司會計監督委員會。
2. 會計師之獨立性。
3. 公司之責任。
4. 提昇財務資訊之揭露。
5. 證券分析師之利益衝突。
6. 證期會之資源與權限。
7. 研究與報告。
8. 公司與詐欺應負之責任。
9. 白領階級犯罪處罰之加重。
10. 公司稅務報告。

在沙氏法案中，有關強化公司治理的規定略述如下：

1. 經理人員之薪酬：公司若未遵循規定以致重編財務報表，公司執行長應歸還重編財務資訊前自公司所獲之薪酬及股票之獲利。
2. 執行長與財務長之責任：公司執行長與財務長應為公司財務報表及資訊揭露負保證責任，財報不實者最高刑責 20 年，蓄意詐欺者最高刑責 25 年。
3. 稽核委員會：公司均應設立稽核委員會，負責監督內部稽核人員及會計師工作之執行。公司並應揭露其稽核委員會是否聘任至少 1 名財務專家。

4. 公司道德規範：公司應在定期報告中揭露是否已為高階主管建立道德規範，若未建立或有修改規範者亦應揭露。
5. 不當影響查核工作：禁止公司內部人以不當方式影響或誤導會計師查核財務報表工作之執行。
6. 財務資訊即時揭露：公司應即時揭露公司財務及營運狀況之重大變動情形。
7. 加強公司內部人之揭露：公司內部人（主管及持股 10% 以上大股東）於股票上市時、成為內部人後 10 天內，或股權變動後 2 日內應向證期會申報並公開揭露。
8. 內部人於退休基金管制期間禁為股票交易。
9. 禁止內部人資金借貸，法案通過前合約尚有效部分除外。
10. 律師之專業責任：公司委任之律師如發現公司有違法時，應告知公司法務主管及執行長，若執行長未處理時，則應通知稽核委員會或董事會。

#### 四、亞洲國家之公司治理改革

##### （一）中國大陸

中國大陸於 2002 年發布「股份制商業銀行公司治理指引」及「股份制商業銀行獨立董事和外部監事制度指引」，其中主要規範包括：

1. 同一股東不得向股東大會同時提名董事和監事的人選，商業銀行董事長不得由控股股東的法定代表人或主要負責人兼任。

2. 董事會應設立關聯交易控制、風險管理、薪酬以及提名委員會，關聯交易控制委員會及提名委員會應由獨立董事擔任負責人，其成員不應包括控股股東提名的董事。
3. 董事對董事會擬決議事項有重大利害關係者，不得行使表決權。
4. 商業銀行至少應有 2 名獨立董事及 2 名外部監事，獨立董事及外部監事每年為商業銀行工作時間不得少於 15 個工作日，並應至少親自出席董事會議總數的 2/3。

## (二) 香港

香港金融管理局於 2000 年發布「本地註冊認可機構的公司治理指引」，2001 年修正「監督管理政策手冊」之「公司治理」，其中主要規範包括：

1. 董事會的職責與法律責任。
2. 設立專業的委員會：執行、信用、資產管理、薪酬、提名，以及稽核委員會等。
3. 任用稽核人員（外部查帳會計師與內部稽核人員）
4. 特別要求：確保風險管理政策、程序及控制程度（信用、利率、市場、流動、營運、信譽、法律等風險），監督關係人放款，審閱會計師對管理階層之查核情形，獨立董事數目，以及董事會次數。

## (三) 韓國

1. 修改相關法令強化小股東的權利，還原機構投資者的投票權，保護外國投資者權利與保證其財產權。

2. 於公司法導入獨立董事的觀念，在證交法中強制上市公司設置獨立董事。銀行董事會需有一半且 3 席以上的獨立董事，且必須設置稽核委員會，強化財務報表透明度。

#### (四) 日本

日本商法於 2001 年及 2002 年大幅修正，其公司治理法制改革主要規範包括：

1. 股東會法制之改造：股東會手續之簡化、降低特別決議出席門檻、股東提案權行使期限之提前、以書面或電磁方法為全體股東同意之決議等。
2. 專門委員會之設置：稽核、提名、薪酬委員會，由董事 3 人以上組成，需有半數以上為外部董事，另並設重要財產委員會。
3. 執行董事之設置。
4. 董事報酬之規範：股東會決議在章程明定董事報酬之計算與分配方法（如業績連動型或股價連動型報酬）。
5. 監察人功能之強化：監察人出席董事會及陳述意見，外部監察人需有半數以上以提高獨立性。
6. 股東代表訴訟制度之合理化：延長監察人對董事訴訟的考慮期間，監察人得在一定條件下為訴訟上和解。

### 五、我國推動公司治理改革之情形

#### (一) 90 年底「公司法」大幅修訂

1. 公司負責人應踐行「忠實及注意義務」，如有違反致公司受有

損害，應負損害賠償責任。

2. 董監事不以具有股東身分為必要，俾利引進外部董監事。
3. 禁止母子公司交叉持股。
4. 監察人得列席董事會陳述意見，以利事先察覺可能之弊端。
5. 放寬股東提起代位訴訟之門檻，發揮代表訴訟監督之功能。
6. 放寬公開發行公司公告管道，得以網路公開資訊。

## (二) 證券交易相關規範

1. 導入獨立董事及獨立監察人制度：證交所及櫃買中心於 91 年修正上市（櫃）審查準則，要求初次申請上市（櫃）公司設置 2 名獨立董事及 1 名獨立監察人，並將逐步修正「證券交易法」及「公司法」，增訂獨立董事及獨立監察人之設置及其選任方式等規定。
2. 發布「上市櫃公司治理實務守則」：證交所及櫃買中心於 91 年發布「上市櫃公司治理實務守則」，提供建置公司治理制度之參考，明定建立公司治理制度應依五大原則為之，即保障股東權益、強化董事會職能、發揮監察人功能、尊重利害關係人權益、提昇資訊透明度。
3. 健全公開收購制度：公開收購係運用市場力量，促使公司健全公司治理制度，證券交易法已於 91 年修訂，將公開收購改為申報制，並導入強制公開收購之規定，有關公開收購之有價證券範圍、條件、期間、關係人及強制公開收購之一定比例與條件，則授權主管機關定之。
4. 強化企業會計制度：依據經發會的共識，證期會已於 90 年成

立「健全企業會計制度推動改革小組」，就健全各業會計制度、提昇會計原則與國際調和、強化資訊透明化、加強會計師管理等 4 項目標，研議改革措施，預計於近期內完成。

5. 制定「證券投資人及期貨交易人保護法」：為保障投資人及交易人之權益，「證券投資人及期貨交易人保護法」於 91 年立法通過，引進團體訴訟制度，以強化公司外部監督機制，並於 92 年 2 月成立投資人保護中心。
6. 健全內部控制制度：訂定建立內部控制制度處理準則、取得或處分資產處理準則、資金貸與及背書保證處理準則等。
7. 強化資訊揭露透明度，修正年報應行記載事項準則、公開說明書應行記載事項準則、財務報告編製準則、關係企業合併編製財務報表等，其中年報需記載公司治理運作情形，如是否設置獨立董監事、董監事酬勞以及股權結構等資訊。另建置單軌制上市櫃公司財務資訊申報網路系統及資訊觀測站，未來並擬建立「資訊揭露評鑑系統」。

(三) 行政院成立「金融改革專案小組」及「改革公司治理專案小組」

為提昇我國金融業競爭力，行政院於 91 年 7 月成立「金融改革專案小組」，下設「銀行」、「保險」、「資本市場」、「基層金融」及「金融犯罪查緝」等 5 個工作小組，於 1 年的設置期間內已提出 23 項金融改革議題及 63 項具體改革建議，35 項短程措施已依時程完成，包括有關上市櫃公司治理部分的改革措施已如前述，以及修法提高金融犯罪刑罰送請立法院審議，研

擬規範重大金融弊案爆發前在一定條件下之財產移轉行為得撤銷或無效，加強金融犯罪查緝，建請法院速審速決等，其餘中、長程措施亦繼續辦理。

另為進一步改善我國公司治理，強化有關法制，促進資本市場與金融體系之健全，進而提昇國家整體競爭力，行政院已於92年2月成立「改革公司治理專案小組」，暫定的重大議題包括：

1. 健全內部控制制度：關係企業財務與業務往來作業規範、子公司監理機制、內稽人員適任門檻、監察人責任、違規罰責、遠距股東會與電子投票等。
2. 建立獨立董監制度：獨立董監提名與選任程序、獨立董監權利義務與報酬之衡平機制、董監事責任保險、董事會（獨立董事）與監察人權責之適當劃分、獨立董監事人才引進。
3. 強化資訊公開制度：財務資訊公開內涵及管道、預測性財務資訊、業務資訊（轉投資與海外投資）、控制權變化資訊、獨立董監事資訊、股東持股結構資訊、董事會運作及決策過程資訊等。
4. 落實公司治理機制：董事會運作手冊、強化「上市櫃公司治理實務守則」之落實。
5. 推動特定組織之治理：金融服務業、國營事業、管制機關、財團法人、行政公法人。

在配套措施方面，該專案小組暫定有：

1. 健全企業會計制度：員工分紅入股制度、經營與財務最高主

管之具結義務與權力制衡、會計原則與國際規範接軌、會計師之監理與自律等。

2. 改革重整與破產機制：接管、重整及破產相關規範。
3. 保障投資人權益：強化證交法民事責任制度、少數股東及債權人異議制度、投資人集體訴訟機制或代位訴訟機制、強化投資人保護中心功能。
4. 健全企業併購機制：破除企業併購障礙、落實公開要約與收購等機制、簡要式併購、公司控制權市場與敵意併購機制、管理階層融資收購。



## 參、芝加哥聯邦準備銀行年會研討內容

### 一、美國總統經濟顧問 Kroszner 先生：「金融業與非金融業的公司治理改革」

最近美國公司治理準則的改變雖未直接針對金融機構，然而如同其他公司一樣，金融機構在最近的改革中也面臨許多挑戰，金融機構在聯邦監理機關與自律性組織的監督下必需遵循新的公司治理規定。此外有人主張投資銀行同時扮演承銷商與財務分析的角色並不恰當，為解決可能的爭論，某些華爾街公司可能改變做法以處理利益衝突的問題。本文的目的主要是檢視改革的經濟效果，即改革將有助於重建投資人的信心並促進經濟的效率。本文亦包括分析金融機構的前景，以及未來公司治理改革的發展。

現今美國公司治理的改革在 2002 年予以強化，主要是因美國大企業的財務醜聞引發了透過立法從事更廣泛改革的要求。表 1 彙整了由民間自律性組織提出的措施，其中一些已藉由 2002 年沙氏法案的通過而被執行。

沙氏法案引導出相關的改革，布希總統於 2002 年 3 月 7 日演說提出「改善企業責任與保護股東的 10 項計畫」，一些大公司未真實報導盈餘以致傷害投資人，也傷害將其退休金投資在公司的員工。這項計畫涵蓋有效公司治理的 3 項核心原則：(1) 資訊的正確性與容易取得；(2) 管理階層的責任；(3) 會計師的獨立性。這些原則可引導經理人的行為與股東的利益更為緊密的連結，也就是降低公司的代理成本。

## 市場力量迫使提昇健全的公司治理

為了從金融市場取得資金，公司必需贏得投資人的信心。這意味著經理人必須提供投資人足夠的資訊，以免因反向選擇與代理成本使得公司無法以好的條件取得外部資金。經理人，亦可稱為內部人，總是較外部投資人更為了解公司。由於資訊不對稱，投資人需要有對公司與其管理的可靠資訊，他們尋求對於公司管理與投資品質的保證使其代理成本降低。

一個解決方式為經理人建立一個可由外部人觀察的制衡系統。此一制衡系統會影響經理人的決定，透過薪酬規定，聘用較有能力的經理人追求更有前景的投資計畫。將薪酬制度與對經理行為的保全程序透明化可降低代理成本。建立健全的公司治理系統，使經理人可改善公司效率並取得較佳的融資條件。而經理人宣示已建立並維持上述系統與程序是不夠的，投資人必須能驗證這些系統與程序實際有效地在運作。

健全的公司治理標準是很高的，美國公司經理人具有堅強的基礎，包括全國性的資本市場與管理能力，有健全的法律架構與健全的內部公司治理。過去 10 年的研究著重於如何提供少數投資人較好的法律保護以及降低公司取得外部資金的成本，進而改善公司績效與成長。改革的價值起源於法規的有效性有漸趨荒廢的情形，故主管機關與立法者在知道法規有效性出了問題後必需修正法規。2001 與 2002 年間

發生的財務醜聞暴露了美國公司治理法規體系的限制或未能預知的缺點。以下所述聯邦政府在 2002 年所採取的措施便是為了解決這些限制。

### *2002 年公司治理改革*

2002 年的公司治理改革可謂自證管會成立以來影響公司治理法規最深遠的改革，尚待時間方能知道其效果，但可以從其如何執行布希總統所揭示的 3 大原則了解公司治理改革可能的效益。公司治理改革是依據沙氏法案由證管會發布的相關法規來顯現其效果。

#### *資訊的正確性與容易取得*

美國證券法規的主要目標是確保投資人及時取得正確資訊。沙氏法案從許多方面來提昇公司財務報表的正確性與及時性。首先，沙氏法案提出新的揭露要求。董事、主管與主要投資人必需較以往更快揭露其公司股票交易，即需在交易後第 2 天就揭露，原本的規定是在次月 10 日以前揭露。這使投資人可對此一資訊作更快的回應，更快的揭露加強了外部人對內部人交易的反應能力。沙氏法案並進一步要求揭露更多有關內部治理情形的資訊，包括是否有特別的道德規範指導財務長的行為，董事會下的稽核委員會是否包括財務專家在內（如果沒有，原因為何）。財務分析師與會計師也必需依據沙氏法案揭露是否存在任何的利益衝突影響其獨立性以致其並非為股東利益提供服務。

其次，沙氏法案大幅提高違反證券揭露法規的處罰以期

改善法規的有效性。對於管理階層的不法行為也增加罰責。沙氏法案對於刑事詐欺的最高刑期增加 4 倍（從 5 年提高為 20 年），證券詐欺的最高刑期更可高達 25 年。除刑期外並科罰金與其他處罰。由於處罰必需依據違法事證，沙氏法案也對於銷毀文件者可處罰金及最高刑期 20 年。最重的刑罰是用於明知與故意嚴重違反法規者。

最後，沙氏法案促使公司遵循資訊揭露的規定，也加強經理人與會計師為投資人的利益行事的誘因。證券法規補強了法律與市場力量的不足，使公司經理人願意提供及時且正確的資訊給投資人。公司經理人願意提供有利的資訊，因為如此可與其他公司區隔。

#### **管理階層的責任**

公司治理改革強調經理人的責任，經濟學者提出兩種方式使經理人無法做出違反股東利益的行為，一者為加強偵查，如此可使經理人錯誤行為被發現的機率提高。另一方式為一但經理人被發現到違法時就需處以重罰。

在最近的公司治理改革下，經理人因財務報表詐欺而被發現的機率提高，這是經由 3 種改革所達成的。首先，投入更多的經費用於執行對管理階層與會計師非法行為的處分，尤其是違反財務報表規定，如表 2。此外也更有效率地使用執行的資源。在 2002 年 7 月，布希總統成立了反公司詐欺專案小組以協調相關機關的工作，包括證管會、法務部與其他參與偵查非法行為並予以處罰的機構。

其次，經理人的錯誤行為有較高的機率被發現，一個例子是證管會要求執行長與財務長需保證公司財務報表的正確性與完整性。若無此項要求，錯誤資訊或遺漏資訊的責任就沒有人負責。沙氏法案也釐清公司主管間的責任與角色，包括執行長與財務長。沙氏法案要求公司稽核委員會負責監督會計師事務所的選任與薪酬，稽核委員會必需揭示其成員是否包括財務專家，如沒有，原因為何。公司的委任律師如發現公司違反沙氏法案的證據或其他違法情形應通報公司法務主管、執行長或稽核委員會或其他獨立董事。

沙氏法案並對於經理人廢弛責任提出新的處罰。例如，對財務報表做不實保證，最高罰金達 100 萬元。在最極端的例子是執行長與財務長明知並故意提供不實保證，最高處罰可達 500 萬元。這還不足以減少不實保證，提供不實財務報表保證的執行長與財務長，必需沒收其於發布不實財務報表後所得紅利、薪酬或其他從公司獲得的利益。

### **會計師的獨立性**

會計師獨立性的目的是限制會計師對財務報表錯誤的容忍度。這可藉由改變會計師提供服務的市場結構或交易來達成。結構上的改革可以使公司經理人提供錯誤財務報表的成本提高，供給面亦可使會計師事務所之合夥人與員工在容忍錯誤財務報表時面對較高的處罰。沙氏法案採取需求面與供給面的改革使經理人與會計師對財務報表錯誤的容忍度受到限制。加強會計師的獨立性，可進而強化管理階層減少

發生錯誤財務報表。

沙氏法案規定，公司選擇的會計師必需是由獨立董事的委員會決定。由於部份經理人會想辦法影響會計師的薪酬，沙氏法案要求會計師事務所需為每一客戶定期指派新的合夥人，並禁止事務所為同一受查客戶提供非審計的服務獲得薪酬。

在供給面，沙氏法案設立會計監督委員會以提高會計師容忍錯誤財務報表的預期成本。為提高偵測出會計師不法行為的機率，每一個會計師事務所需向該委員會登記註冊，並定期提報績效的覆核報告。監督委員會被授權可以調查會計師不法行為的證據，會計師事務所需配合該委員會的調查，包括保留工作底稿及其他文件 7 年，並應委員會的要求提供相關紀錄。

當監督委員會發現非法行為的證據時，依據沙氏法案該委員會有處罰權。監督委員會可以對個別會計師與其所屬的事務所科以罰金，暫時或永久禁止會計師提供上市公司簽證服務。這些監督與處罰可增加會計師非法行為的預期成本。

### **未來改革的機會**

在 1970 與 1980 年代，機構投資人累積大量的公司股權，因此其角色也愈形重要。在 1980 年代，機構投資人通常只被動消極地參與公司治理，在 1990 年代雖有改變，但仍對機構股權的角色存有部分限制。

例如 1940 年的投資公司法，實質限制機構代表投資人

制約公司經理人的能力，此係為使機構持股分散並限制機構對公司管理的影響力。然而經濟學家研究顯示，投資公司法所作之限制超出股權分散所需，因而增加了投資人的成本且對市場功能並無幫助。

許多近期研究有注意到股東對管理階層的制約方面所扮演的角色。有效的制約不需實質的干涉，而是讓經理人認知到有併購者或其他外部投資人介入的威脅存在。相關法規對機構投資人角色的限制如表 3。這些構成機構投資人參與公開發行公司的無效率限制，可視為未來改革的機會。

#### **未來金融服務業的改革**

金融機構不只要與一般公司一樣遵循新的法規，身為資金提供者，金融機構也必須重新評估與公司間的關係。過去 20 年的研究著重在發現公司治理的本質，接下來的研究已開始強調金融機構對公司治理的貢獻。Kroszner 與 Strahan(2001)調查銀行與非金融業公司間透過董事會連結的關係，以及此連結是否影響借貸行為。結果顯示銀行業在美國公司治理系統中扮演的行為是避免可能的利益衝突。

金融業面臨另一重要議題是找出民間與公部門間適當的關係以強化公司治理，自律性組織已在改革方面扮演重要角色。而隨著時間的經過，其餘的議題也將隨著最近改革的成效而會浮現。

表 1 紐約證交所與納斯達克所採取之公司治理措施

原則	措施
資訊正確性 與容易取得	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. NYSE 與 Nasdaq 要求上市公司制定企業行為與道德規範以作為公司治理指導原則。</li> <li>2. Nasdaq 要求揭露會計師對於企業能否繼續經營之審計意見。</li> <li>3. NYSE 與 Nasdaq 要求外國公司揭露其被允許免於符合公司治理規定之部分。</li> </ol>
管理階層的責任	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. NYSE 與 Nasdaq 要求由獨立董事核准董事提名與執行長薪酬之事宜。</li> <li>2. NYSE 與 Nasdaq 要求股票基礎的薪酬計畫應經股東同意。NYSE 不允許在沒有客戶指示下由代理人對薪酬計畫投票。</li> <li>3. NYSE 與 Nasdaq 要求大多數的董事需符合獨立性，並對獨立性嚴格定義，即需與公司無財務上或個人之關係。</li> <li>4. NYSE 要求所有公司執行長需每年提出公司並無違反 NYSE 治理準則的保證。</li> <li>5. NYSE 有權對違反治理規定的公司公開申誡或譴責。</li> <li>6. Nasdaq 要求由獨立董事核准所有的利害關係人交易。</li> <li>7. NYSE 與 Nasdaq 要求非執行業務之董事應定期開會。</li> </ol>
會計師的獨立性	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. NYSE 與 Nasdaq 要求稽核委員會應負責會計師的聘任與解聘事宜。</li> <li>2. NYSE 與 Nasdaq 要求會計師辦理之非審計業務應由稽核委員會核准。</li> <li>3. NYSE 與 Nasdaq 要求稽核委員會之委員應符合高標準的獨立性。</li> <li>4. NYSE 與 Nasdaq 要求稽核委員會之委員必需至少有一名會計或財務管理專家。</li> </ol>



表 2 證管會處分情形

證管會處分情形	2000 年	2001 年	2002 年
財務詐欺案	103	112	163
禁止擔任主管與董事	38	51	126
暫時限制業務	33	31	48
凍結資產	56	43	63
暫停交易	11	2	11
傳喚行動	8	15	19
沒收贓物 (百萬美金)	463	530	1,328
罰金 (百萬美金)	44	56	116

表 3 影響機構投資人角色的相關法規

機構	限制	來源
保險業 壽險業 產險業	<ul style="list-style-type: none"> <li>對單一公司投資普通股不得超過其資產 20%；總股權投資不得超過資產 20%</li> <li>對單一公司投資特別股不得超過其資產 20%；總股權投資於普通股不得超過資產 10%</li> </ul>	州法，如以紐約州為例，即紐約保險法
共同基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資組合的半數：投資任一公司股票不得超過基金資產 5%，基金不得購買任一公司具投票權股票 10%，否則依稅法處罰</li> <li>基金與其關係人持股超過 5% 聯合控制一公司前，需經證管會核准</li> </ul>	內地稅法 1940 投資公司法
退休基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>必需審慎管理資產並要求資產分散。所謂「審慎原則」係解釋為要求僱用專家並較一般企業要求更高標準</li> <li>必需為參與者與受益人的利益行事</li> <li>傳統退休計畫不可取得資助公司所發行的股票或公司債，當該持股會超過其資產 10% 時</li> </ul>	ERISA
銀行控股公司 (BHC)	<p>銀行控股公司通常無法取得非銀行的公司直接或間接股權。但有下列例外：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>如持股不構成「控制」，可持有該公司股權不超過 5%</li> <li>如與銀行業務十分相關，則可持有股份</li> </ul>	1956 年銀行控股公司法
銀行信託資金	<ul style="list-style-type: none"> <li>退休金帳戶持有雇主股票不得超過其資產 10%</li> <li>銀行控制可能造成對受控制公司的負擔</li> </ul>	ERISA

## 二、芝加哥聯邦準備銀行 Moskow 總裁：「公司治理—公共政策的理性過程」

公司治理在過去一年當中已成為重要議題，尤其是因為一些備受尊崇的公司，如安達信會計師事務所、安隆公司以及世界通訊，因公司治理失敗而嚴重受損。數以千計的工作機會以及數十億元的股東權益因而喪失。一些公司執行長因詐欺與妨礙司法而被判罪，也有一些個案庭外和解，部分金融服務業涉及其中。

當公司治理是有效的，它可以在承擔適當的風險下保護公司股東、顧客及員工。但當公司治理是無效的或做的不好，它可能對企業的長期生存與主要股東的權益有極不利的影響。其次，若公司治理問題擴散，一些投資人可能會認為資本市場是「不公平」的市場。這可能造成嚴重的總體經濟後果，特別是投資人減少參與資本市場的意願，導致企業的資金成本提高，進而降低企業投資的水準。

公司治理的議題相當複雜，若無法對於公司股東的動機有一基本架構的了解，就無法充分掌握公司治理的重要議題。而此一基本架構建立在兩個基本的經濟原則：

1. 經理人的薪酬應與股東的目標結合；
2. 公司的財務狀況應充分透明公開，使股東可根據公開資訊評估經理人的績效。

### 美國的公司治理系統

除了建立保護私人財產權的法制之外，公司組織可能是現代資本主義最重要的法律架構。公司組織彙集了大量的資本，而公司資本可由有財務能力的個人予以投資，使公司資本具流動性。公司治理強調檢視該系統以確保公司的資金被經理人有效地投資。

公司是由數以千計的個人股東所擁有，由於股東過於眾多及分散致使股東無法自己來經營公司，因此股東選出董事會，然後董事會聘僱專業經理人負責每日營運的決策。但不可避免地，利益衝突存在於經理人、董事以及股東之間，經濟學家稱之為「代理問題」。例如，經理人可能會決定採取保全自己工作的決策，而非採取追求股東報酬極大化的投資決策。這些事例的確曾發生在過去的銀行業。

為防範類此問題，董事會有義務監督經理階層以確保經理人為公司股東的權益而工作。若機構投資人或個別投資人相信股票價值並未極大化時，他們可能會出售其股份。股票價格的滑落是對經理人與董事會的警訊。

股東決定買賣股票的決策係依據外部取得的資訊，包括：

1. 會計師簽證或核閱所有公開發行公司的財務報表；
2. 證券分析師持續評估上市櫃公司；
3. 金融市場不斷地評估公司的價值。

股東、經理人、董事會、會計師、分析師、法規與監理機關，這些團體的交互影響構成了美國的公司治理系統。該系統的成功有賴於前述的兩大經濟原則，也就是經理人與股

東關係的結合，以及資訊透明度。

最近一些公司治理失敗的個案並不代表美國的公司治理系統正在衰退，但這些事件提醒我們應仔細檢視有哪些地方未能提供合理的薪酬制度與資訊的透明度，以下提出一些例子說明。

### **股票選擇權的設計**

第一個例子是有關主管的薪酬，至今仍是頗受爭議的議題。這是非常主觀的議題，任兩個人都可能有不同的答案。所以主管薪酬最好留給市場去決定。

過去 20 年來，市場選擇了以股票選擇權替代大部分的主管薪酬。公司股價的小幅增加可使股票選擇權的價值大幅增加。理論上，股票選擇權是可以將經理人與股東權益連結。然而實務上，主管的股票選擇權並不必然達成此一目標。問題在於稅法規定，主管薪酬超過 100 萬元者須是「以績效為基礎」方能抵減稅額。因此，稅法的規定促使公司以股票選擇權支付高階主管的薪酬，而非以股票或現金來支付。稅法也不允許設計為變動執行價格的股票選擇權抵減稅額，因此促使公司設計固定執行價格的股票選擇權。

當這些選擇權的契約完成時，並未料想到 1990 年代股票市場會有 3 倍成長。由於這些選擇權並未加計於股票市場指數，導致一些高階主管的財富大量增加，甚至當公司股價的表現較同業差時高階主管仍可獲得這些意外的收穫。因此，令人質疑的稅法規定促使公司設計不良的股票選擇權機

制，故公司股價只有小幅增加時主管薪酬卻可大幅增加。這使得某些經理人過度強調公司短期股價而非為股東追求公司長期價值。

### **會計師薪酬**

股票選擇權的例子說明了若未能適當將經理人的薪酬與股東權益連結所產生的問題。同樣地，最近的一些有關會計師與證券分析師的問題也說明了當我們未能做到資訊充分公開透明時，將導致投資人無法正確評估公司管理績效。

會計師的角色是驗證公司的財務資訊是否允當表達公司財務狀況。然而我們發現當會計師的薪酬不當時，將減損會計師的可靠性。例如，許多公司將管理諮詢業務委託於執行財務報表簽證的同一會計師事務所，造成會計師的利益衝突，因為會計師向同一客戶賺取大額的簽證及管理諮詢費用。在某些著名個案中，這侵蝕了會計師簽證的獨立性。

### **證券分析師的薪酬**

許多證券分析師亦面對類似的利益衝突。證券分析師的角色是將公司複雜的公開資訊轉換成對公司公平市價的估計。但證券分析師通常為金融機構工作，該機構與他所負責評估的公司之間又有投資銀行業務契約。這使證券分析師對公司提出過度樂觀的評價。最近的研究發現，形同被公司僱用的分析師同時也是主導公司初次上市的承銷商時，通常超過 50%會發布建議購買的建議。這些做法對股票價格產生不確定性並使資本市場較無效率。

## 從事改革的過程

上述問題在股票市場開始下跌後浮現，投資大眾蒙受重大財富損失，因而投資人要求政府與公司改善公司治理。一些改革已在進行，如沙氏法案加強會計與稽核實務，紐約證交所及其他民間組織亦已採取行動加強董事的監督角色與提供投資大眾更多的資訊。

改革已有了好的開始，並將繼續推動。但公司治理系統仍需仔細檢查，且必需信賴市場可作為公司績效的裁決者。市場雖然偶而會犯錯，但以政府管制取代市場功能的危險在於管制通常會犯更多的錯誤。例如葛氏法案（按：Glass-Steagal Act，主要係限制經營跨業金融業務的法案）對金融體系產生的不利影響經過 60 年才予以撤銷。

## 未來改革的計畫

以下提出 3 個計畫來加強我們的公司治理。首先我們可以銷除干擾董事會選擇主管薪酬的會計準則與稅法規定。董事會應設計主管薪酬計畫使其經理人展現的公司績效獲得應有的報酬。各種型態的主管薪酬均應讓公司申報為費用並抵減稅額。

其次，公司各種所得應以相同稅率課徵。其中較為積極的改革是免除股利所得的重複課稅。對股東所得課徵兩次稅使公司取得資金成本較高，變相鼓勵公司採取舉債較多的高財務槓桿。此外，免除股利的稅負可增加投資人對股利的需求，可促使公司經理人較不注意短期盈餘，而重新重視公司

基本價值，亦即維持現金流量以長期支付穩定的股利。

最後，公司應重新設計主管的股票選擇權以提供經理人更好的薪酬誘因。一種方式是將執行價格與公司股票相對於股票市場或產業指數的績效相連結。這可確保公司績效不好的經理人在股市整體上漲時不會獲得額外利益，也可確保績效較同業為佳的經理人不會因整體股市的下跌而受到額外懲罰。相對指數亦可減少公司在股價下跌時重新設定執行價格的誘因。經理人不只是績效好應有薪酬，績效差時也應使其選擇權喪失價值以作為懲罰。執行價格的重新設定會產生道德風險，因為經理人不需承擔股價下跌的風險。指數化的股票選擇權較能連結經理人薪酬與股東權益，以加強公司治理。而銷除執行長不當的意外薪酬，同時也維持對績效良好者應有的薪酬，將有助於資本市場回歸公平。

### 結論

以上的改革計畫可以使經理人的薪酬與股東的目標更為緊密連結，並可增加提供股東更多正確的資訊使公司更具透明度。

上述改革計畫亦可改善資本市場的公平性以有助於降低不確定性。這可以減少風險溢價，降低資金成本，提高企業投資並加速經濟成長。

最後，上述改革計畫不會損及驅動美國經濟的企業文化與市場基礎的原則。改革計畫將對股東與公司經理人提供較好的治理，並改善市場衡量績效的能力。



### 三、北伊利諾大學 Becher 教授等：「自由化對銀行董事薪酬的影響」

#### 研究動機

#### 1. 三項主要問題：

- (1) 自由化是否改變了公司治理結構？
- (2) 競爭的環境是否改變董事薪酬？如銀行董事薪酬改以股票基礎。
- (3) 銀行改變薪酬制度後有何影響？檢視銀行的績效、風險、成長率、公司控制權活動，以及董事會結構。

#### 2. 1990 年代美國銀行業的快速變遷：

- (1) 自由化、科技改變以及快速合併主導。
- (2) 銀行面對競爭增加及更多不確定性。
- (3) 過去的研究建議銀行因應上述變遷應改變公司治理。

#### 3. 董事薪酬制度可促進董事與股東利益的調和：

- (1) 美國公司治理協會建議採取股票基礎的薪酬制度。
- (2) 學術界檢視股票薪酬的價值：將撤換績效差的執行長與外部董事的持股連結，並增加董事監督的誘因。

#### 4. 銀行董事會對於金融穩定很重要：

- (1) 銀行董事會更需要可調和董事與股東利益的薪酬制度，但股票基礎的薪酬可能使董事增加承擔風險的誘因。
- (2) 實證結果建議銀行採行更多的股票基礎薪酬。

## 樣本與研究結果

1. 樣本包括 1992-1999 年共 13,847 個公司，其中 700 銀行。
2. 研究結果如次：
  - (1) 自由化確實影響不同產業改變其公司治理結構：
    - a. 股票基礎薪酬：銀行董事的股票基礎薪酬原較其他行業董事少，但在 1990 年代末期銀行增加董事的股票基礎薪酬後兩者已十分接近（1992 年銀行董事的股票基礎薪酬約占總薪酬 8%，1999 年則增為 40%）。
    - b. 績效表現：1990 年代銀行董事薪酬改以股票基礎為主後，有較大幅度的資產成長、較好的績效，未明顯增加承擔的風險，並更積極投入公司控制權活動。
    - c. 董事會結構：1990 年代，銀行董事會結構（包括組成與規模）未有明顯改變，但其他行業的董事會向銀行董事會看齊，大幅增加外部董事所佔比率以提高獨立性（1992 及 1999 年銀行的外部董事均約占 72%，同期間其他行業的外部董事則從 54% 增加至 66%），惟銀行董事會之規模仍相對較大。
  - (2) 銀行藉由改變董事薪酬制度以回應競爭的環境。
  - (3) 1990 年代末期，銀行與其他行業公司治理結構的差異正在逐漸消失中。

#### 四、紐約聯邦準備銀行 Adams 及 Mehran 先生：「董事會結構與銀行績效之研究」

##### 研究動機

董事能否有效控制經理人與股東之間的代理問題？以往的研究並未提供滿意的答案，且大多數研究著重在製造業董事會的有效性，所以我們對銀行董事會的有效性所知不多。因此本論文之目的是檢視銀行業的董事會結構與績效的關係。

前幾年亞洲金融危機凸顯出穩定的金融體系對經濟的重要性以及銀行需要良好的治理。此外，在 1999 年通過 Gramm-Leach Bliley 法案（按：係允許經營跨業金融業務的法案）後銀行業已進入更加自由化的時代。因此，我們希望市場制約與內部控制機制能在銀行治理上扮演更重要的角色。為評估銀行治理的改變，了解銀行治理與一般公司治理的不同是很重要的，因為在安隆案之後董事會結構的改革通常是用同一種標準。了解金融機構的治理有助於決策者與主管機關建立更穩定的經濟環境。

##### 樣本與研究設計

我們以 Tobin's Q（公司市值對資產面值的比率）衡量銀行董事會結構與績效間之關係。雖然我們也檢視其他有關公司治理的變數與績效間之關係，但還是鎖定最常用的兩項董事會結構變數，即董事會的規模與組成。一般文獻對董事會

有效性的預期是，當外部董事所佔比例越高，公司績效越好，因為外部董事被認為能更有效監督經理人。Hermalin 與 Weisbach (2003) 提出董事會規模擴大將對公司績效有不利影響。Jensen (1993) 以及 Lipton 與 Lorsch (1992) 說明當董事會規模擴大時，會因為董事間有搭便車(free-riding)問題以及決策時間增加，導致董事會監督管理階層較無效率。

我們首先以 1986-1999 年 35 家銀行控股公司 (BHC) 共 480 個樣本，檢視內部治理對 BHC 績效影響 (如表 4)。為進一步調查其他可能的結果，我們並將樣本延伸收集 1959-1985 年這些銀行董事會規模與組成，以及銀行績效之資料。

既然少有研究針對單一產業，本文亦將重點擴及銀行業以外。一般研究公司治理與績效間關係之文獻中，一項難題是缺乏董事會獨立性的證據。Gertner 與 Kaplan (1996) 主張最適的公司治理可能因產業而異，因此難以找出公司治理對績效的影響。但我們仍希望藉由研究單一產業了解是否公司治理會影響績效。

單一產業的研究可使研究結果較不會錯誤衡量 Tobin's Q，而不同產業間的 Tobin's Q 很可能產生衡量錯誤。例如，電腦業與製藥業在 1998 年的 Tobin's Q 值很高，因其資產的面值並未包括人力資本。因此在不同產業的橫斷面迴歸可能造成誤差而導致 Tobin's Q 值高的公司治理結構最適。

有幾項原因是銀行業特別適合做產業內研究。首先是因為大多數銀行被要求以統一格式向監理機關揭露財務資訊，這使樣本具代表性。此外，銀行業的資產與技術同質性高且相當集中。

銀行業的 Tobin's Q 較不會有錯誤衡量的情形。Tobin's Q 是公司市值與資產重置成本的比率，因為銀行發行較少的長期負債，所以銀行業衡量的 Tobin's Q 較製造業準確。

### 研究結果

BHC 董事會相較於製造業，BHC 董事會由外部董事主導且董事會的規模較大。此一差異使我們預期董事會結構對績效有較大之影響。然而與我們預期相反，我們發現外部董事所佔比例對績效無顯著影響，董事會規模之自然對數對於績效（以 Tobin's Q 衡量）有正面且顯著的影響（如表 5）。

為與以前的研究文獻一致，我們也檢視公司治理如何影響另一績效變數，即資產報酬率（ROA）。董事會的組成與規模對 ROA 並無顯著影響。因此我們導出結論，董事會組成的小幅改變對於績效並無顯著影響，而董事會規模的對數與績效間並無負相關。

我們進一步檢視董事會規模對 Tobin's Q 有正面影響的可能原因。其中一個可能是樣本期間銀行業有大量的併購活動導致上述結果。如果 Q 值高的公司較有可能是涉及併購活動，則研究結果可解釋為是由併購活動所內生。

我們收集 1959-1985 年董事會規模與組成的資料，檢視

上述假設（如表 6）。首先，雖然 1986-1999 年銀行業有許多併購活動，但該期間樣本的董事會規模卻較 1986 年以前的小。其次，我們發現 1959-1985 年的樣本，其 Tobin's Q 與董事會規模正相關，但董事會組成的係數在統計上並不顯著（如表 7）。此外，我們發現 ROA 與董事會規模間的關係並不顯著。這意味著併購活動並未直接影響研究結果，公司治理結構可能有產業差異。

為確保研究結果不受樣本選取的影響，我們另外檢視了 1966 年 210 家大型銀行董事會規模、組成與績效間的橫斷面關係。與前述結果一致，董事會規模的自然對數之係數為正。

為何董事會規模與績效的關係，在銀行業與製造業間有所不同？我們假定該結果可能是由我們遺漏的某些 BHC 組織結構變數所內生。Klein 與 Saidenberg（1999）指出有較多銀行子公司的 BHC 其 Tobin's Q 較低。若 BHC 之組織架構也影響董事會結構，則績效的迴歸方程式中所遺漏的 BHC 組織結構變數可能導致董事會結構與績效間有正相關的錯覺。

我們認為 BHC 組織結構與 BHC 董事會結構相關似乎是合理的假設。例如，銀行業務跨區域擴張可能導致 BHC 董事會規模的擴大，因為需要協調位於不同州的子公司董事會。因此我們以 BHC 組織結構中最高階層以下的第一層子公司為樣本（如表 8），發現董事會的規模與 BHC 組織結構的特性有顯著相關（如表 9 及 10）。例如，BHC 董事會規模隨著其子公司增加而擴大。另一方面，BHC 組織結構第一層中最大的銀

行越重要，BHC 董事會規模越小，因為該主要銀行越大，該主要銀行董事會扮演的角色越重要，這解釋了當 BHC 第一層子公司增加時，卻發現 BHC 董事會規模反而縮小。

雖然 BHC 組織結構可解釋部分董事會規模與 Tobin's Q 間的關係，但我們仍未發現在考慮該項因素後董事會規模與 Tobin's Q 間存在負相關（如表 11）。

整體結論是產業的情況會影響董事會結構，因此有關最適公司治理需考慮產業因素。此外，我們的研究結果並未指出 BHC 董事會是無效率的或是銀行董事會規模應被限制。我們的研究結果指出，對非金控公司或子公司擁有自己董事會的公司而言，組織形式可能是董事會結構的重要決定要素。

表 4 1986-1999 年 BHC 樣本統計值

	觀測值	平均數	標準差	最小值	最大值
<b><u>Panel A:Financial Variables</u></b>					
Market to book	480	1.05	0.08	0.95	1.55
Return on assets	480	0.01	0.01	-0.03	0.02
Total assets (million)	480	40900	59200	3007	63300
Capital ratio	480	0.08	0.02	0.03	0.15
Volatility	484	0.08	0.03	0.01	0.22
<b><u>Panel B:Board Size &amp; Composition</u></b>					
Board size	472	17.97	5.33	8	36
Outside directors/ Board size	472	0.69	0.15	0.10	0.95
<b><u>Panel C:Control Variables</u></b>					
No. of Committees	472	4.42	1.64	1	9
Committee members/no. committees	446	1.87	0.92	0.14	5
% committees chaired by outsiders	472	62.43	30.23	0	100
Average no. of committee per chair	446	2.03	0.83	1	5.33
Meeting per year	472	8.48	3.30	2	24
Meeting fee	471	994	617	0	9000
Avg. other directorship for outsider	472	1.76	0.88	0	5.29
Avg. other directorship for insider	471	1.49	1.31	0	7
Dummy if board interlock exists	482	0.39	0.49	0	1
% CEO ownership	463	2.27	6.83	0	49.44
Dummy if pay directors deferred comp.	482	0.95	0.23	0	1
Dummy if pay directors deferred stock	482	0.31	0.46	0	1



註：

1. Tobin's  $Q = \text{公司市值} \div \text{資產面值}$ 。公司市值 = 資產之面值 - 股東權益之面值 + 股東權益之市值。
2. 銀行之資本定義包括普通股面值、永續特別股、未分配盈餘、本期損益、資本準備、強制性可轉換公司債、放款備抵損失以及少數股權等之合計數減去無形資產。
3. 股價波動性 (volatility) 為每月股價報酬率的標準差。
4. 在公司內工作或與公司有業務關係或與主管有親戚關係的董事為內部董事，其他則為外部董事。
5. 若內部董事參與關係企業的董事會則稱董事會是連動的 (interlock)。

表 5 1986-1999 年 Tobin's Q 與董事會結構的迴歸結果

自變數	因變數：Tobin's Q			
	I	II	III	IV
Ln(board size)	0.018* (1.825)	0.021** (2.140)	0.020* (1.946)	0.012 (1.146)
Fraction of outside directors	0.018 (0.757)	-0.008 (-0.349)	0.004 (0.157)	-0.006 (-0.239)
Ln(no. committees)		-0.039*** (-2.927)	-0.042*** (-3.217)	-0.033*** (-2.728)
Committee members/no. committees Adjustment factor:10		0.098 (1.228)	0.011 (1.341)	-0.001 (-0.015)
% outside chairs Adjustment factor:100		0.006 (0.465)	0.002 (0.140)	0.004 (0.292)
Avg. no. committees per chair		-0.001 (-0.064)	-0.001 (-0.092)	0.008 (1.175)
Ln(no. board meetings )			-0.011 (-1.264)	-0.010 (-1.207)
Meeting fee Adjustment factor:100			0.001** (2.519)	0.001** (2.285)
Avg. other directorships for outsider			-0.007* (-1.832)	-0.007* (-1.662)
Avg. other directorships for insider			-0.007*** (-3.483)	-0.006*** (-3.092)
Dummy if board interlock exits				-0.009** (-2.103)
% CEO ownership				-0.007*** (-3.437)
Dummy if pay director deferred comp.				0.001 (0.113)
Dummy if pay director deferred stock				-0.013** (-2.228)
Ln(assets) Adjustment factor:1000	0.001 (0.000)	-8.842 (-1.217)	-8.069 (-1.178)	-10.667 (-1.542)
Capital ratio	0.517** (1.983)	0.728** (2.309)	0.754** (2.402)	0.936*** (2.879)
Volatility	-0.148 (-1.561)	-0.165** (-2.039)	-0.157** (-1.964)	-0.214*** (-2.633)
Constant	0.931*** (5.800)	1.101*** (8.520)	1.128*** (9.227)	1.192*** (9.496)
Observations	472	446	444	436
R <sup>2</sup>	0.767	0.780	0.791	0.803
F-Statistic	43.80	41.21	46.00	37.48

註：括弧內代表統計值 t。顯著水準：1%信賴區間為\*\*\*，5%信賴區間為\*\*，10%信賴區間為\*。

表 6 1959-1985 年銀行業統計值

	觀測值	平均數	標準差	最小值	最大值
<b><u>Panel A: Financial Variables</u></b>					
Market to book	473	1.00	0.03	0.94	1.14
Return on assets	913	0.01	0.00	0.00	0.09
Total assets (million)	931	5239	10700	54	87700
Capital/assets	865	0.07	0.02	0.03	0.14
Volatility	486	0.07	0.03	0.02	0.18
<b><u>Panel B: Board Size &amp; Composition</u></b>					
Board size	937	21.10	5.97	5	45
Non-inside directors/ Board size	937	0.85	0.07	0.40	0.98

註：ROA = 淨利 / 資產面值，Capital/assets = 股權面值 / 資產面值

表 7 比較 1986 年前後 Tobin's Q 與董事會結構的迴歸結果

自變數	因變數：Tobin's Q			
	I	II	III	IV
Ln(board size)	0.010** (2.036)	0.010* (1.800)	0.016** (2.521)	0.016** (2.280)
Fraction of non-insides		0.007 (0.343)		-0.005 (-0.270)
Ln(assets)	20.499 (0.485)	21.250 (0.501)	1.517 (0.028)	-0.002 (0.000)
Adjustment factor:10000				
Volatility	-0.043 (-0.691)	-0.004 (-0.684)	0.040 (1.090)	0.041 (1.108)
Capital/assets	0.067 (0.471)	0.066 (0.465)	-0.265* (-1.713)	-0.258 (-1.617)
Constant	0.969*** (14.950)	0.965*** (14.343)	0.994*** (12.730)	0.998*** (12.310)
	全部樣本	全部樣本	1986 年前	1986 年後
Observations	931	930	459	459
R <sup>2</sup>	0.729	0.729	0.585	0.589
F-Statistic	44.36	43.40	14.71	14.75

表 8 1959-1999 年 BHC 第一層(Tier 1)組織架構統計

	觀測值	平均數	標準差	最小值	最大值
<b>1959-1999</b>					
# Tier 1 subsidiaries	1015	15.275	11.625	1	75
# Tier 1 banking subsidiaries	1015	5.761	5.886	0	37
# Tier 1 foreign subsidiaries	1015	0.523	1.840	0	18
# Tier 1 domestic subsidiaries	1015	4.936	5.663	0	35
# Tier 1 foreign bank subsidiaries	1015	0.035	0.190	0	2
# Tier 1 BHC subsidiaries	1015	0.789	1.744	0	14
# Tier 1 dom. non-banking subsidiaries	1015	9.027	9.022	0	57
# Tier 1 for. non-banking subsidiaries	1015	0.488	1.784	0	18
# U.S. states of Tier 1 subsidiaries	1015	3.373	2.666	1	18
Avg. # U.S. subsidiaries/ States	1015	5.620	5.408	1	41
Relative size of Lead bank	974	0.845	0.210	0.181	1
<b>1959-1985</b>					
# Tier 1 subsidiaries	537	12.644	9.198	1	57
# Tier 1 banking subsidiaries	537	5.700	6.479	0	37
# Tier 1 foreign subsidiaries	537	0.117	0.472	0	5
# Tier 1 domestic subsidiaries	537	5.533	6.367	0	35
# Tier 1 foreign bank subsidiaries	537	0.028	0.176	0	2
# Tier 1 BHC subsidiaries	537	0.140	0.470	0	4
# Tier 1 dom. non-banking subsidiaries	537	6.855	7.319	0	56
# Tier 1 for. non-banking subsidiaries	537	0.089	0.355	0	3
# U.S. states of Tier 1 subsidiaries	537	2.311	1.591	1	11
Avg. # U.S. subsidiaries/ States	537	6.803	6.392	1	41
Relative size of Lead bank	519	0.844	0.207	0.201	1
<b>1986-1999</b>					
# Tier 1 subsidiaries					
# Tier 1 banking subsidiaries	478	18.230	13.253	1	75
# Tier 1 foreign subsidiaries	478	5.828	5.144	0	35
# Tier 1 domestic subsidiaries	478	0.979	2.559	0	18
# Tier 1 foreign bank subsidiaries	478	4.266	4.666	0	33
# Tier 1 BHC subsidiaries	478	0.044	0.205	0	1
# Tier 1 dom. non-banking subsidiaries	478	1.519	2.282	0	14
# Tier 1 for. non-banking subsidiaries	478	11.467	10.079	0	57
# U.S. states of Tier 1 subsidiaries	478	0.935	2.499	0	18
Avg. # U.S. subsidiaries/ States	478	4.567	3.094	1	18
Relative size of Lead bank	478	4.291	3.594	1	34
	455	0.846	0.213	0.181	1

註：

1. Banking subsidiaries 包括所有的銀行與 BHC 子公司。
2. 主要銀行之相對規模 = 最大的銀行子公司資產 ÷ 組織第一層所有銀行之資產總額。

表 9 1959-1999 年 BHC 董事會規模、資產與 ROA 之 OLS 迴歸結果

自變數	因變數：Ln(board size)		
	I	II	III
BHC dummy	-0.144*** (-3.659)	-0.183*** (-4.730)	-0.148*** (-4.646)
Ln(assets)	0.111*** (14.91)	0.107*** (13.64)	0.166*** (9.476)
ROAt		1.054 (0.348)	0.958 (0.527)
ROAt-1		0.219 (0.077)	-0.783 (-0.555)
ROAt-2		-0.332 (-0.124)	-1.193 (-0.877)
Constant	1.610*** (14.97)	1.692*** (14.05)	0.034 (0.110)
Observations	1402	1304	1304
R <sup>2</sup>	0.215	0.217	0.582
F-Statistic	11.12	10.25	9.29

表 10 1959-1999 年 BHC 第一層子公司董事會規模的 OLS 迴歸結果

自變數	因變數：Ln(board size)					
	I	II	III	IV	V	VI
#Tier 1 subsidi.	-0.023	-0.003	0.003	-0.043*	-0.021	-0.035
Adj. Factor:10	(-1.561)	(-0.237)	(0.146)	(-2.120)	(-0.922)	(-1.414)
#Tier 1 foreign banking subsidi.		-0.043 (-1.126)	-0.058 (-1.542)		-0.055* (-1.897)	-0.056* (-1.954)
#Tier 1 foreign nonbank subsidi.		-0.016*** (-3.631)	-0.018*** (-4.136)		-0.018*** (-3.950)	-0.016*** (-3.386)
#U. S. states of Tier 1 subsidr.	-0.001 (-0.206)	-0.004 (-0.639)	-0.006 (-0.945)	0.026*** (3.421)	0.020** (2.492)	0.023*** (2.700)
Avg. #U. S. Subsidiary/State	0.004 (0.017)	-0.090 (-0.346)	-0.128 (-0.474)	-0.453 (-1.285)	-0.677* (-1.823)	-0.528 (-1.357)
Adj. Factor:100						
Relative size o the Lead bank	-0.060 (-1.069)	-0.036 (-0.641)	0.008 (0.148)	-0.198*** (-3.530)	-0.170*** (-2.997)	-0.179*** (-3.057)
Ln(assets)	0.235*** (9.544)	0.226*** (9.029)	0.233** (8.989)	0.121*** (9.383)	0.126*** (9.984)	0.129*** (9.790)
Capital/assets	1.850** (2.222)	1.766** (2.106)	2.233** (2.519)	2.592*** (3.514)	2.301*** (3.068)	2.595*** (3.295)
Volatility			0.537 (1.292)			0.385 (0.800)
Constant	-0.220 (-0.587)	-0.170 (-0.450)	-1.483*** (-3.074)	1.296*** (5.875)	1.125*** (5.540)	1.073*** (4.631)
Observations	916	916	866	916	916	866
R <sup>2</sup>	0.641	0.645	0.645	0.239	0.248	0.241
F-Statistic	12.480	16.520	12.490	23.920	24.080	23.730

表 11 1959-1999 年 BHC 之 Tobin's Q、ROA 與董事會結構、組織結構之迴歸結果

自變數	因變數：Tobin's Q			因變數：ROA		
	I	II	III	IV	V	VI
Ln(board size)	1.059*	0.821	0.888	0.006	0.008	0.021
Adj. Factor:100	(1.893)	(1.416)	(1.501)	(0.086)	(0.120)	(0.327)
Fraction of non-insides	0.003	-0.002	0.010	-0.006***	-0.006**	-0.005**
	(0.179)	(-0.082)	(0.499)	(-2.656)	(-2.502)	(-2.102)
#Tier 1 subsidiaries		-0.085**	-0.107***	-0.003	-0.004**	-0.005**
Adj. Factor:100		(-2.239)	(-3.118)	(-1.321)	(-1.850)	(-2.239)
#Tier 1 foreign banking subsidiaries			0.151**		0.003	0.006
Adj. Factor:10			(2.034)		(0.672)	(1.029)
#Tier 1 foreign nonbank subsidiaries			0.016		0.001	0.001
Adj. Factor:10			(0.920)		(0.612)	(0.984)
#U.S. states of Tier 1 subsidiaries		2.542**	2.829**	-0.003	0.009	0.071
Adj. Factor:1000		(1.739)	(2.025)	(-0.030)	(0.086)	(0.662)
Avg. #U.S. Subsidiaries/State		0.716*	0.844**	-0.009	-0.005	0.007
Adj. Factor:1000		(1.719)	(2.027)	(-0.307)	(-0.147)	(0.206)
Relative size of of Lead bank		-0.024*	-0.028**	0.001	0.001	0.001
Ln(assets)	0.014	0.013	0.011	0.006	0.006	0.005
Adj. Factor:10	(0.308)	(0.223)	(0.186)	(1.212)	(1.295)	(1.032)
Capital/assets	0.033	0.010	-0.012	0.170***	0.170***	0.170***
	(0.211)	(0.059)	(-0.069)	(6.154)	(6.118)	(5.649)
Volatility	-0.030	-0.009	-0.019			-0.041***
	(-0.456)	(-0.134)	(-0.283)			(-5.015)
Constant	0.972***	1.002***	1.003***	-0.007	-0.008	-0.004
	(13.603)	(12.298)	(12.196)	(-0.958)	(-1.074)	(-0.491)
Observations	890	864	864	915	915	865
R <sup>2</sup>	0.732	0.730	0.733	0.506	0.507	0.539
F-Statistic	41.53	38.900	37.180	14.100	13.780	13.790



## 伍、英格蘭銀行 Nier 及 Baumann 先生：「銀行業市場制約、 資訊揭露與道德風險之研究」

### 研究動機

1. 調查市場制約提供銀行限制倒帳風險的誘因。
2. 新巴塞爾資本協定說明第三支柱市場制約可輔助金融監理。
3. 少有實證研究是針對市場制約對於限制銀行道德風險的有效性。

### 背景

1. 市場制約：市場基礎的薪酬機制，投資人要求較高收益，故「懲罰」銀行承擔較大風險。
2. 理論之預測：若存款未被保障且銀行的風險可被觀察，則市場制約可有效限制道德風險。
3. 市場制約的有效性與下列有關：
  - (1) 政府安全網的範圍（保險）；
  - (2) 銀行非存款債務的多寡（資金）；
  - (3) 銀行風險可被觀察的程度（揭露）

### 研究設計

1. 基本假說：市場制約使銀行選擇較低倒帳機率。以「資本迴歸」與「風險迴歸」兩種方法來驗證。
2. 「資本迴歸」法係測試市場制約是否會使銀行在既定資產風險下保留較高的資本。

$$CAP_{it} = f(RISK_{it}, MKD_{it}, Z_{it}) + \upsilon_{it}$$

3. 「風險迴歸」係測試市場制約是否會使銀行在既定資本下選擇較低的資產風險。

$$RISK_{it} = f(CAP_{it}, MKD_{it-s}, Z_{it-s}) + \omega_{it}$$

### 樣本與變數

1. 收集跨國銀行資料，並考慮可能的時間領先或落後。
2. 樣本包括自 1993-2000 年 32 個國家的上市銀行，其資料來源中的會計資訊來自 BankScope，市場資訊則來自 Bloomberg。

### 3. 衡量市場制約 (MKD)

#### (1) 保險

- a. 存款保險：運用世界銀行的資料衡量各國存款保險機制的存在與否以及其程度 (depins)。
- b. 政府的支援：運用惠譽信用評等衡量政府保證的可能性。若可能有政府保證時  $supp=1$ ，反之則  $supp=0$

#### (2) 資金

- a. 以同業拆放 ÷ 總存款的比率衡量非存款債務比率 (即 bankdepr)。
- b. 銀行持有的批發性定存單 (CDs)，其並不包括在存款保險機制內。

#### (3) 揭露

- a. 若銀行有被主要信用評等公司評等則代表投資人有較多的資訊。若銀行為標準普爾、穆迪或惠譽所評等則

Rated=1，反之則 Rated=0。

- b. 美國證管會對於上市銀行有較多的資訊揭露規定，可改善投資人取得資訊的品質與數量。若銀行在美國上市則 list=1，反之則 list=0。
- c. 建立「資訊揭露指數」衡量有關銀行風險之資訊數量。disc 涵蓋 18 項主要揭露項目，經過常態化以後，disc 值介於 0 到 1 之間。

#### 4. 衡量銀行資產風險 (RISK)

(1)會計基礎指標 (與會計政策有關之事後已實現的風險):

- a. 不良放款(NPL)占總放款比率
- b. 提列備抵呆帳占總放款比率

(2)市場基礎指標 (較具風險性的資產對新聞較為敏感):

- a. 每週股票報酬的標準差
- b. 再細分為貝他 (Beta, 系統風險) 與個別特定風險。

#### 5. 衡量銀行資本 (CAP)

$$CAP = \text{淨值} \div \text{負債}$$

#### 資本迴歸

##### 1. 經濟關係方程式

$$CAP_{it} = f(\underset{(+)}{RISK_{it}}, \underset{(+)}{MKD_{it}}, Z_{it}) + \nu_{it}$$

(1)RISK 變數：F(提列備抵呆帳)(+)，Beta(+)，個別特定風險(+)

(2) MKD 變數：保險(-)，資金(+)，揭露(+)

(3)控制變數 (Z):

- a. 規模 (log 總資產) (-), 股東權益報酬率 (ROE) (+)。
- b. 市場佔有率, GDP 成長率, 時間趨勢

2. 估計程序

(1) MKD 變數的內生性

- a. 揭露的內生性: 需要資本的銀行會揭露較多資訊。
- b. 非存款債務比率的內生性: 持有資本較少的銀行需增加較多的非存款債務。

(2) 兩階段最小平方法用於揭露指數及非存款債務比率。

3. 市場制約對資本之影響 (資本迴歸主要結果)

(1) 假說 1: 市場制約使銀行在既定風險下持有較多資本。

測試結果為 (如表 12):

- a. 有存款人的保障機制使銀行持有較少資本 (depins)(-)
- b. 有政府的支援使銀行持有較少資本 (supp)(-)
- c. 非存款債務使銀行持有較多資本 (bankdepr)(+)
- d. 有被信用評等的銀行持有較多資本 (rat)(+)
- e. 在美國上市的銀行持有較多資本 (list)(+)
- f. 資訊揭露較多的銀行持有較多資本 (disc)(+)

(2) 假說 2: 在銀行倒閉時政府可能支援的情況下, 市場制約的效果較弱 (比較次樣本中 bankdeprfit 與 discfit 係數的符號及大小, 如表 13)。

表 12 FGLS 迴歸結果

	TS FGLS (保險)	TS FGLS (資金)	TS FGLS (揭露)	TS FGLS (多種類)
因變數	Cap	Cap	Cap	Cap
cons	-3.197***	-3.454***	-3.649***	(dropped)
frllprov	0.106**	0.059***	0.071***	0.0515**
beta	0.004***	0.007***	0.004***	0.008***
idios	-0.0211	0.207***	0.129***	0.264***
logsize	-0.006***	-0.169***	-0.014***	-0.162***
roe	0.421***	0.025***	0.037***	0.026***
gdp_g	-0.578***	-0.105***	-0.103***	-0.085***
rnperfloans	-0.277***	0.011**	-0.098***	0.165***
ms	0.021**	0.054***		0.044***
year	0.002***	0.002***	0.019***	0.0002***
depins	-0.006***	-0.009***	-0.185***	-0.008***
supp	-0.028***			
bankdeprfit		0.059***		0.062***
rat			0.008***	
list			0.022***	
discfit			0.231**	0.025***
No. of obs.	772	829	1814	829
No. of groups	168	223	405	223
Log likelihood	2642	2894	6026	2837

表 13 將 FGLS 迴歸樣本分成有無政府支援之迴歸結果

	(1)TS FGLS supp=1	(1')TS FGLS supp=0	(2)TS FGLS supp=1	(2')TS FGLS supp=0
因變數	Cap	Cap	Cap	Cap
cons	-2.087***	-5.660***	-1.760***	-3.449***
frllprov	-0.015	-0.143	-0.061	0.294***
beta	0.0007	-0.0002	0.0007	0.003***
idios	-0.016	0.151***	-0.021	0.042
logsize	-0.004***	-0.022***	-0.003***	-0.008***
roe	0.028***	0.047***	0.023***	0.047***
gdp_g	-0.009	-0.099***	-0.014	-0.078***
rnperfloans	0.078***	0.019	0.070***	-0.102***
ms	0.006	0.328***	-0.011	0.032
year	0.001***	0.003***	0.001***	0.002***
depins	-0.010***	-0.0009	-0.010***	-0.005***
bankdeprfit	-0.018***	-0.015		
discfit			-0.027**	0.069*
No. of obs.	269	205	273	499
No. of groups	65	51	66	102
Log likelihood	1030	647	1039	1622

## 風險迴歸

### 1. 經濟關係方程式

$$\text{RISK}_{it} = f(\text{CAP}_{it}, \text{MKD}_{it-s}, \text{Z}_{it-s}) + \omega_{it}$$

(+) (-)

其與資本迴歸主要差異如次：

- (1) 使用單一 RISK 變數為不良放款比率(NPL)
- (2) MKD 與 Z 均有時間遞延
- (3) 控制變數的集合稍有不同

### 2. 風險迴歸主要結果

- (1) 以不良放款比率(NPL)衡量，市場制約降低了銀行風險。
- (2) 某些變數的效果較在資本迴歸下弱，如保險與資金。
- (3) 但揭露變數對不良放款比率(NPL)有強的負效果。
- (4) 如可能有政府的支援，則市場制約 (bankdepr 與 disc) 對降低風險的效果較弱。

## 總結

1. 資本迴歸與風險迴歸法均顯示市場制約影響銀行限制其倒帳風險。但若政府可能支援倒閉銀行，則市場制約較弱。
2. 研究結果支持新巴塞爾資本協定第三支柱的政策。
3. 政府嚴格的監理仍是極為重要的。

#### 肆、心得與建議

良好的公司治理具有促使董事會與管理階層以符合公司與全體股東最大利益的方式達成營運目標的正當誘因，並提供有效的監控機制，可提高公司價值，投資人因此願意支付公司治理溢價。而政府倡導以世界為工廠的「根留台灣、葉及全球」發展策略，「根留台灣」必須以良好的資本市場與健全的金融體制為前提，公司治理則為健全資本市場與金融體制的核心機制。近年來我國上市櫃企業赴海外籌資的金額日益增加，亦大幅開放華僑與外國機構投資人於我國從事財務投資，因此我國公司治理規範必須與國際接軌。

在一般企業的公司治理之外，金融服務業的主要資金來自存款戶、基金投資者、保險者，且其倒閉或財務危機不僅影響其本身與其利害關係人，亦可能對金融體系的穩定造成系統性影響。尤其近幾年來國內面臨逾期放款增加、金融機構家數過多導致獲利不足，以及金融集團興起，更凸顯金融機構治理的重要性。且從巴塞爾銀行監理委員會對於銀行治理的重視，以及亞洲金融風暴後，各國力行改革金融業的公司治理來看，我國更應加強對金融服務業的監理與該等事業的公司治理。

公司治理的成功關鍵有賴公司自律、市場制約，以及主管機關監督三大支柱，我國目前推動公司治理的方向大致上已參考國際做法，宜考量公司規模與特性循序漸進推動並多加宣導，方能獲得支持、順利執行。本人對我國公司治理（包括金融業）有以下建議：



- 一、立法規範獨立董監事權責：公司治理的關鍵首在董事會發揮效能。我國家族企業盛行，企業多由大股東掌控，且董監事分開選舉的制度導致監察人必須依賴董事（大股東）的支持才能當選，而法人亦可同時指派董監事，造成董監事獨立性不足。因此參考國外做法，引進獨立董監事確有必要，並應儘速以公司法或證交法規範，明訂獨立董監事的提名與選任程序、權利義務、報酬與懲罰、董監事責任保險、與監察人權責之適當劃分等。
- 二、金融服務業宜特訂其公司治理規範：金融服務業為特許行業具有公益性，其專業性與風險均與一般企業不同，故金融服務業實有必要制定其公司治理指引，且其規定宜較一般企業嚴格（如獨立董監事宜達三分之一或半數以上），並宜設立專業委員會，包括稽核委員會、提名委員會、薪酬委員會以及風險管理委員會，由獨立董事參與主導，以增強資訊透明度、評估董事及高階主管適任性與績效、有效掌控金融風險，尤其是大額放款或關係人放款宜經由多數獨立董事同意。此外，辦理授信或投資業務亦應將借款企業或被投資企業的公司治理列為重要考量，以降低其風險。
- 三、公司應訂定適當的董監事薪酬：我國公司法規定的董事報酬尚無包括以盈餘配股方式為之，似可參考日本商法，明訂揭露董事報酬之分配方法及理由等，賦予董事得享有股份或股票選擇權報酬的彈性，以激勵董監事發揮功能。而公司在設計董監事及經理人薪酬時宜注意薪

酬須與股東利益、經營策略結合，不能過度偏重短期績效而忽視長期價值，以免有操縱盈餘的情形發生，可考慮納入長期因素或以離職後一段期間方能執行的遞延股方式。

- 四、**確保董監事的適格性**：除了建立公司治理制度外，「人」的因素亦是重要關鍵。為確保董監事的適格性，除公司本身宜訂有評估機制外，特許行業（如金融業）主管機關尤應特別加強事前的審核與平常的考評，發現有不適任情形即應予撤換。
- 五、**加強股東參與並落實保護投資人的功能**：我國資本市場之結構以散戶為主，且多以炒短線方式持有股票，以致小股東漠視其權利與義務，不易凝聚力量，因此必須教育投資人積極參與公司治理，包括委託書或通訊投票等應有妥適規定，並應降低股東行使訴訟的門檻，以強化集體訴訟機制，嚇阻公司負責人違反忠實義務。
- 六、**強化資訊公開**：我國公司資訊公開的項目應加強非財務資訊的揭露，包括公司治理、企業價值與風險暴露、產業發展、無形資產等資訊，而財務報表並應考量改以市價法呈現而非歷史成本，較能提供有用的資訊。資訊的即時性亦應改善，現行年報要到翌年4月底才發布，而第3季季報是10月底發布，空窗期長達6個月，宜加以縮短。再者，資訊的品質比數量更重要，發布不實的資訊反而會誤導大眾，因此應儘速建置公正客觀的資訊評鑑，以發揮監督功能。

- 七、加強會計師的獨立性：宜參考國外做法，規定會計師的聘任應經稽核委員會（獨立董事主導）或監察人（如未設立稽核委員會）同意，並宜禁止會計師同時擔任財務報表簽證與管理諮詢服務，會計師並宜定期輪調。另宜透過會計師公會設定合理的公費標準，避免會計師削價競爭及受制於公司動輒更換會計師，導致影響會計師獨立性，而會計師懲戒委員會的效能以及對會計師之罰責亦應予強化，必要時，亦應對會計師事務所進行查核。
- 八、規定公司負責人提出財務報表的保證：企業經營的成敗是經理人的責任，未來應可參考美國企業改革，以法律規定公司負責人需保證財務報表的正確性與完整性，出具不實保證者予以重罰並沒收其所得利益。
- 九、強化內部控制與內部稽核：內部稽核宜隸屬於稽核委員會（獨立董事主導）或監察人（如未設立稽核委員會），以增加其獨立性。對於公司內部人士舉發不法情事者應提供工作權的保障，以避免被報復。
- 十、強化主管機關的治理與有效監督：主管機關本身亦應做好治理，如政策應公開透明、資源管理有效率、制定並有效執行良好法規、尊重受監理者的意見等。而「行政院金融監督管理委員會組織法」已於本年7月經立法院三讀通過，未來一元化的金融監理機關將較具有獨立性及充分的資源，對於金融服務業合併監理事權統一，應更能發揮功能性管理之效。
- 十一、司法體系應有效運作：行政院已修法提高金融犯罪刑

罰送請立法院審議，並研擬規範重大金融弊案爆發前在一定條件下之財產移轉行為得撤銷或無效，司法制度對重大金融弊案應速審速決並保障股東與債權人權益，方能對不法犯罪者產生嚇阻作用。

十二、健全併購機制：市場制約的功能，除了強化資訊公開之外，亦需讓公司控制權市場有效運作。有效的併購機制可使公司經營者知所警惕，形同一種退出市場機制，引進新的資源對原有經營團隊進行整頓，達成企業再造，避免經營不善之公司最後要由政府處理善後。而允許外資併購本國公司，更可引進先進的經營技術與公司治理觀念，促進市場良性的競爭。因此應儘量鬆綁相關法規之限制，排除併購障礙。

十三、推動公司治理評鑑：為避免制度流於形式，可藉助公正客觀的民間團體或評等公司，定期對公司治理提出評鑑結果，讓市場力量督促公司確實執行。

十四、提高自律組織的功能：歐美國家的自律組織往往能補主管機關之不足，我國自律組織（如各業公會）應可發揮積極功能，協助政府制定公司治理最佳實務及宣導工作。

十五、機構投資人發揮監督功能：為健全資本市場的發展宜提高機構投資人的比重，我國資本市場機構投資人雖仍占少數，但也可發揮監督公司治理的功能，如政府基金可帶頭規範其投資標的需以具有良好公司治理為條件，以間接促進企業做好公司治理。