

【專題一】

從地雷股到公司治理

葉信成 (證期局
專 員)

壹、前言

公司治理學術研究最早可追溯到寇斯 (Ronald H. Coase) 1937 年對公司本質的研究，並經德賽斯 (Harold Demsetz)、亞欽 (Armen A. Alchain) 的闡揚與詮釋使代理成本理論更為清楚，到了 1970 年代，二位財務學者詹森 (Michael C. Jensen) 與麥克林 (William H. Meckling) 對公司經營者與股東間關係以代理成本 (Agency Cost) 的觀念來解釋，股東與經營者雙方在本質上是屬於代理契約，股東是本人，經營者是代理人，當事情可以由本人而為，卻委由代理人去做則必然產生成本，特別是在公司經營權與所有權分離後，經理人不再擁有資產的剩餘請求權，亦不需要承擔決策成敗的風險，理性的經理人不再是經濟學中傳統的「最大利潤追求者」，而是追求自身效用最大化，公司決策者將選擇使「代理與監督成本總和最小」的方式來決定法定代理人的權力大小及範圍，代理成本的理論開啟後續公司治理的研究方向。

La porta 和 Claessens 等人於 1999 年觀察東亞各國上市公司股權結構進一步指出，當控制權偏離現金流量權的程度越大，則控制股東愈有動機侵佔與傷害小股東的財富，而導致公司價值下降，換言之，當控制股東擁有愈多的控制權，其愈有能力侵佔與移轉公司的資源，而較少的現金流量權降低控制股東在財富侵佔時對自己的損失，實證發現許多上市公司的大股東透過金字塔結構、交叉持股與互為董事來

增強他們的控制權力。學術上的研究為公司掏空問題提供合理解釋原因，但公司治理絕非僅在學界象牙塔中探討自娛，公司治理與法結構有絕對緊密關係，而法結構發展又與社會變遷息息相關，理論基礎與地雷股的實例均有助於啟發政府對上市上櫃公司監理政策之擬訂方向。

在 1997、1998 年亞洲金融風暴之後，正當台灣慶幸能在東南亞金融風暴中脫身，一些熱衷向銀行舉債囤積土地炒房地產或是熱衷借殼上市炒股票的公司卻在此時爆發一連串的財務危機事件，從瑞聯集團開始，陸續又有東隆五金、新巨群集團、廣三集團、國產汽車、皇普、尖美…等四十多家上市上櫃公司發生財務危機。在 2001 年美國恩龍（Enron）案及世界通訊等陸續引發金融危機事件後，公司治理成為全球性關注的議題，政府同時也展開結構性的改革，從組成專案小組訂定具體行動方案，公司法與證券交易法（以下簡稱證交法）配合大幅修正，系統化的落實公司治理改革政策，然而就在研議改革之際，2004 年國內又爆發博達重大假帳掏空案件，2006 年力霸集團掏空弊案接者引爆，在金融市場產生一連串的連鎖效應，每次弊案的操作手法更新，影響範圍牽連程度更廣，這些弊案都是對公司治理制度考驗，也是代理問題最佳寫照。

企業缺乏健全的公司監理體系來規範大股東、董事會及高階經理人的行為，這種公司監理機制的缺失，不僅企業本身受損，連帶地牽連員工、經理人、債權人、往來之金融機構以及廣大的投資人都因此受到傷害，亡羊補牢，猶未晚已，在許多改革措施陸續付諸實行後，地雷股在近幾年發生的個案逐漸減少，但公司治理改革腳步卻未曾停歇，國際機構定期邀集亞洲國家召開圓桌會議討論各國公司治理的發展，並持續檢討 OECD 公司治理原則，此外，國際獨立評鑑機構也定期對亞洲國家公司治理法制規範進行評鑑並提出建言，促使主管機關持續不斷檢視制度參考外國做法並斟酌國內情況進行結構性的改革。

本文首先介紹近十年我國地雷股事件發生的背景與問題，並以政府之觀點分析因應地雷股所採行之政策措施，最後以 OECD 公司治理原則架構分析公司治理政策最近發展作法及具體成果。

貳、地雷股事件對公司治理的啟示

我國在 1998 年爆發一連串企業掏空舞弊案件，2004 年間又陸續發生博達、訊碟及皇統事件，2006 年發生力霸掏空弊案，全世界同期間也陸續爆發企業弊案，引發公司經營危機，損害無辜投資人之權益，公司內外部監控機制的失靈的問題該如

何防堵，已成為產官學界討論的重點，本節簡要介紹幾家發生財務危機的上市公司或集團背景及成因及相對應之改革措施。

一、地雷股事件

（一）東隆五金案

在 1998 下半年到 2000 年間，就有超過 40 餘家上市上櫃公司發生本土型財務危機，這些案件的共同點為上市公司的大股東（兼管理者）信用高度擴張，利用上市公司的資金與自身的股票拿到銀行質押以借取大量的資金，再將此資金成立新公司或利用借殼上市的方法，在二家公司之間從事資產交易或是交叉持股的手法以炒高股票價格，在股市大幅下跌時，大股東為了質押的股票不遭銀行斷頭，自然須動用大筆資金以維持股價，當大股東的自有資金不足時即產生違法背信之掏空行為。

以東隆五金案為例，東隆五金當時是國內最大製鎖廠，因研發及製造水準達國際標準，政府輔導其跨足航太零組件產業，前景原是一片光明，1994 年 11 月東隆五金上市，上市後不久發生經營權之爭，和市場派較密切的范芳源兄弟順利取得經營權，大舉進行擴張信用的投資行為，地點從大陸、菲律賓到新加坡，領域從製鎖本業到 LCD、房地產及股票，至 1998 年 9 月底，東隆五金列為長期投資的對象就有 26 家，帳金額約 44.3 億元，其中，利用東泰、東華等投資公司替母公司股價護盤，買進的股票又向金融機構質押借錢，由東隆五金背書保證；另外，東隆五金透過海外子公司發行債券，募集的資金用來操作衍生性金融商品或再投入國內股市，取得其他上市上櫃公司大量股權或經營權。1997 年亞洲金融風暴，國內股市失去昔日榮景，東隆五金房地產、股票都遭嚴重套牢，在大股東、母子公司資金連環套下，終爆發 4,900 萬元違約交割。經過近 9 個月的偵辦，法院於 1999 年 6 月宣判范芳魁因業務侵占、違約不履行交割等罪判有期徒刑 8 年，范芳源則判 3 年。

（二）博達案

博達公司上市後於資本市場多次籌募資金，惟該公司在帳上資金充裕情形下，2004 年 6 月無預警聲請重整，除造成投資人財務重大損失外，也引發外界對公司治理及財務報告資訊品質等諸多疑慮。

博達公司於 1999 年 12 月 18 日上市掛牌後，股價一度達 363 元，嗣後股價下跌，公司經營階層疑為維護公司股價，一方面涉嫌透過虛增業績，美化財務報表；另一方面則進行財務操作，涉嫌透過國外交易安排套取公司資金，於交易市場從事不當交易，惟疑因操作不順利，而引發財務危機。

細部分析博達公司掏空操作手法，在虛增業績美化帳面方面，博達公司自 2000 年起陸續新增五大銷貨代理商，且銷貨比重逐年提高，從 2001 年、2002 年的 66.5%、63.3%，增加到 2003 年的 75.3%，同時各年度應收帳款占銷貨收入比例也都在持續上升，尤其到了 2003 年度應收帳款占該年的銷貨收入達 93.9%，該公司藉假銷貨虛增業績，並以不實之應收帳款向國外銀行融資獲取資金，虛飾財務狀況；在隱匿財務操作，博達公司提供銀行存款對第三人保證，及透過國外交易安排套取公司資金，且各期公告之財務報告均未有相關交易之記載或揭露，並蓄意將限制動支之銀行存款列為現金，致外界誤信其財務狀況健全，該公司財務報告及募集發行有價證券之申請書件涉有虛偽隱匿之情事，另博達公司於 2003 年 10 月發行海外轉換公司債 5 千萬美元，同時在英屬維京設立二家人頭公司，由這二家海外人頭公司經過博達公司的背書保證，向羅伯銀行及菲律賓首都銀行借款 5 千萬美元，並利用該筆資金認購博達公司發行之海外轉換公司債，將募得資金回存羅伯銀行及菲律賓首都銀行，虛假列為博達公司帳上的現金，嗣博達公司宣布實施庫藏股，股價上漲後，海外人頭公司將全數海外可轉債轉換為普通股套利。

2009 年 11 月該案經最高法院宣判葉素菲等人因違反證券交易法及業務侵占、洗錢等罪有罪，葉素菲被判有期徒刑 14 年，併科 1.8 億罰金，嗣於同年 12 月入獄服刑。

（三）力霸案

2006 年 12 月 29 日力霸公司與嘉食化公司財務陷入困境，無預警地向法院聲請重整，且延遲揭露重大訊息，並於 2007 年 1 月 4 日公布此一消息，結果引發旗下中華商業銀行發生擠兌，力霸集團掏空案創下台灣金融史上單一案件犯罪所得最高紀錄，法院二審判決 132 人有罪、認定不法金額達新臺幣 427 億多元，均顯示此一案件的複雜性及其對於我國金融市場所引發之重大衝擊。

相較 2004 年之博達、訊碟、皇統等地雷股突發事件，力霸集團早就處於彌留狀態，從 2000 年起，力霸與嘉食化就持續虧損，近 7 年來累積虧損達 270 億元，而股價一直落在低於 5 元窘境，甚至 2006 年以來這二家公司的負債比率飆到 80% 以上，流動比率跌到 50% 以下，速動比率更低於 15%，中華銀行在 2005 年 7 月被金融重建基金接管時，估算其淨值應為負數。

力霸集團的掏空手法主要是藉由 68 家由力霸集團自家人虛偽設立、無實際交易之人頭公司（小公司），以長期投資該小公司；將資金貸與小公司；為小公司作背書保證；為小公司發行商業本票；向小公司購買房地產等不利益集團公司之交

易；預付小公司之虛偽穀物、黃豆交易貨款；購買小公司發行之公司債；與小公司為假買賣、假交易；小公司以鑑價不實之房地產超額貸款等名義或方式，將集團公司資金不斷掏出。小公司間以其彼此間及與其力霸集團間之假交易資料，向金融機構詐貸鉅額款項。

集團內部金融事業，以要求授信戶以搭配購買一定額度之力霸、嘉食化公司債為條件，始允貸放予未合授信要件惟需款孔急之授信戶，或為其保證發行商業本票，造成金融事業及授信戶損失。力霸集團也利用集團內部金融事業以違背授信相關規定對無實際營業之關係人虛設公司進行放款。

二、政府因應地雷股發生所採行之政策措施

政府於 1998 年就開始宣導公司治理的重要性，並於 2000 年積極推動公司治理，2002 年起推動「上市（櫃）公司獨立董事、獨立監察人制度」，證交所亦於 2002 年制定初次申請上市公司強制設置獨立董事之規定，並與櫃買中心在 2002 年 10 月共同制定「上市上櫃公司治理實務守則」，亦研擬「規劃落實推動我國公司治理制度計畫方案」，於 2003 年 7 月結合產官學者代表共同組成「公司治理推動小組」。

2003 年 11 月行政院通過「公司治理政策綱領暨行動方案」，採取一連串推動公司治理措施，但博達弊案依然發生，為防止類似弊案再發生，政府 2004 年 7 月迅速提出「證券交易法修正案」，主要包括強化公司治理制度、加強國際合作以進行跨國監理、增進證券商業務、防制證券市場操縱及內線交易不法行為等 4 大項，同期間亦提出「會計師法修正草案」，除建立良好的執業環境、提升會計師的執業品質、簡化行政程序，以發揮會計師專業查核，提升攸關財務會計資訊公信力外，也加強會計師獨立性的要求，並針對法人會計師事務所處以警告、三千萬以下罰鍰、停止部分或全部業務六個月以下，或撤銷執照等處罰規定。會計師如有過失時，應依過失比例負賠償責任，法人會計師事務所應與執行業務股東負連帶賠償責任。另外，金管會成立專案小組完成承銷制度、上市（櫃）制度及上市（櫃）後管理制度改進措施，相關法規業修正發布並自 2005 年實施。

在力霸集團事件發生後，行政院馬上組成財經專案小組，金管會也成立力霸集團專案處理小組，並提出三項革新方案，首先將企業集團監理列為常態性監理機制，其次加強公司申請重整之法院的通報機制，以及於公開資訊觀測站建立財務重點警示專區。

除了前述針對地雷股採取之特別措施之外，政府在過去幾年採取許多公司治理規範之結構性改革，因涉及層面廣泛，本文透過 OECD 公司治理六大原則，有系統介紹近期我國重要的公司治理改革措施。

參、OECD 公司治理準則與我國實踐情形

OECD 係各國政府就經濟、社會及環境上因應全球化及相互依存所來挑戰而成立之國際組織，其結合了 30 個國家建立分享民主政府及市場經濟之溝通管道，並與其他 70 個非 OECD 國家積極進行互動。公司治理是一門公司管理與監控的方法，被認為是企業或政府對抗危機的良方，自 90 年代以來受到國際組織及各國政府的重視，OECD 公司治理之研究重點包括各國間不同公司治理政策，以及公司治理如何影響資本市場之效率以及經濟成長。推動公司治理益處，從公司層面來看，一個具有良善公司治理之公司，可提昇其競爭力，進而提高其取得資本之能力，從國家層面來看，透過健全公司治理，我們可以建立一個穩定且有效率的資本市場，並與經濟成長帶動有相當密切的關係。

OECD 於 1999 年所提出的「公司治理原則」(Principles of Corporate Governance)¹，被認可為良好公司治理標準後，世界各國相繼依照其原則內容仿效制定適合的公司治理規範。在恩隆及世界通訊事件暴露出大型企業經營的重大弊端後，充分突顯出推動公司治理制度的重要性，促使 OECD 在 2002 年召開部長級會議時，提出重新評估修正 1999 年版「公司治理原則」的決議，並於 2004 年出版「公司治理原則」的修正版本，新版本除賦予公司治理更明確的定義外，亦提出公司治理制度的六項基本要素，包括：確保有效公司治理框架的基礎、股東權利與重要所有權功能、公平對待股東、利害關係人的角色、資訊揭露與透明度、以及董事會的責任。

OECD 為推動公司治理，乃於 1999 年成立亞洲公司治理圓桌論壇，作為亞洲區域分享經驗及促進公司治理之平台，另 OECD 公司治理程序小組 (Steering Group on Corporate Governance) 於 2006 年 12 月 1 日公布「評估執行 OECD 公司治理原則方法論」(以下簡稱「OECD 評估方法論」)供各國政府作為檢視其內國公司治理制度之程度。我國公司治理制度改革除了依照 OECD 公司治理原則與評估方法論形成一般政策目標與改進公司治理實際改革方案外，並參考國內地雷股發生案

¹ 依國際經濟合作發展組織 (簡稱 OECD) 於 1999 年 5 月公布之「公司治理原則」，主要含蓋下列五個層面：①保障股東權益；②確保對股東之公平待遇；③利益關係人在公司治理中扮演之角色；④公司資訊揭露與透明化；⑤董事會之責任。

例，發掘我國所面臨公司治理問題，尋求解決之道。以下將依據 OECD 公司治理原則及評估方法論臚列與闡釋各項細部要素作為分析基礎，檢視我國公司治理近年來重要改革措施。

一、確保有效公司治理架構的基礎

在「確保有效公司治理架構的基礎」的原則上，所要求的是公司治理架構應促進透明化與市場效率，並符合法治原則與明確劃分監督、管制與執行機關之間的權責。我國近期推動改革措施關於確保有效公司治理架構的基礎部分，包括強化公司治理政策綱領暨行動方案、強化政府的執法能力、公司法與證券交易法的大幅修正。

（一）公司治理改革全面性之策略方案－強化公司治理政策綱領暨行動方案

為強化我國公司治理之績效，並促進資本市場與金融體系的健全發展，提升國家整體競爭力，行政院於 2003 年 1 月 7 日成立「改革公司治理專案小組」，成員包括：經濟部、財政部、法務部之副首長，以及專家、學者、業界代表，並由經建會擔任幕僚工作。專案小組任務係就公司治理之各項議題進行研討，並據以提出「強化公司治理政策綱領暨行動方案」²，各部會根據該行動方案具體落實各項改革措施。

（二）強化政府的執法能力

我國參酌國際金融監理發展趨勢，考量金融監理效率，於 1997 年開始進行金檢一元化之改制，且不限於金融檢查事權的統一。我國於 2004 年起將銀行、證券、期貨及保險業監理業務合併由金管會負責。金管會扮起健全金融機構業務經營，維持金融穩定及促進金融市場發展的角色。其掌管金融市場及金融服務業之發展、監督、管理及檢查業務，並協調法務部實施駐會檢察官機制，透過駐會檢察官協助，加強蒐證，強化移送品質。

公權力行使除了行政機關的管理措施外，還包括司法途徑，然而為解決司法程序曠日廢時及經濟犯罪模式日新月異的問題，開設專業法庭較能提升辦案效率，發揮確實打擊犯罪的功能，爰司法院於 2008 年 8 月在台北地方法院成立三個重大金融專業法庭，有助於提升經濟犯罪辦案品質。

² 行政院改革公司治理專案小組，強化公司治理政策綱領暨行動方案，2003 年 11 月 12 日，資料來源：http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/download/cg_02_c03.doc。

（三）公司法與證券交易法之修正

我國公司治理相關法令及規章，主要包括公司法、證券交易法及證交所上市審查準則及櫃買中心上櫃審查準則，公司法於 2001 年及 2005 年大幅修訂，加強對公司治理規範，與公司治理相關之重要變革包括：增訂公司負責人忠實義務、董事監察人不得具有股東身分為必要、禁止母子公司交叉持股、放寬股東提起代為訴訟門檻、增訂股東提案權、引進董事監察人候選人提名制度。時至 2006 年證券交易法亦跟著大幅修訂，引進獨立董事與審計委員會制度、強化監察人獨立性及明訂董事會議事規範、強化公司財務報告編製責任，為確保有效公司治理架構奠下基礎。

二、股東權利與重要所有權功能

此一原則的要求在於「公司治理架構應保護並提升股東權的實施」，其所關切的，在於任何投資者在其投資額度內的有限責任的前提下，是否能夠享有分配公司利潤的權利？此外，是否所有股東都有權利參與股東大會，包括獲取公司資訊，以及參與公司作成決議的機會？由於公司具體實務的操作上係由管理階層代理執行，為有效降低代理風險，股東是否享有實質的控制權限？我國近期推動改革措施關於實踐保護並提升股東權的實施部分，包括從制度面落實股東行動主義、鼓勵機構投資人參與公司治理、強化私募有價證券規範。

（一）從制度面落實股東行動主義

我國為落實股東行動主義（shareholder activism），於 2005 年 6 月 22 日修正公司法規定，新增前述之「股東提案權」、「董監事提名」及「通訊投票」等制度，並授權主管機關訂定「公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法」，修正「公開發行公司股票公司股務處理準則」、「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」，就通訊投票作業、議事手冊應記載內容及加強揭露股東會相關資訊等事項予以規範，以便利股東參加股東會，積極參與公司經營並行使權利，俾符合國際主要證券市場股務制度的發展趨勢。

（二）鼓勵機構投資人參與公司治理

主管機關藉開放證券投資信託公司、證券投資顧問公司設立及開放基金全權委託投資業務，透過引進國內外專業投資機構投資我國證券市場、引進信用評等及建立投資人服務與保護機制等措施，建立外部制衡機制。

同時積極鼓勵上市上櫃公司參與公司治理評量，期透過該評量之認證，使投資人瞭解公司治理制度較為健全之公司，以協助建立較為可靠之資料庫，俾有利於指

數編制公司未來編制公司治理指數，間接協助機構投資人建立以公司治理為指標之基金，同時將該等通過評量之公司名單提供予四大基金參考，俾利四大基金將公司治理納入投資考量，強化機構投資人在促成公司治理落實於企業之角色。

在鼓勵機構投資人提昇公司治理品質方面，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會已分別訂定該公會「證券投資信託事業證券投資顧問事業公司治理實務守則」、「證券投資信託事業基金經理守則」及「證券投資顧問事業從業人員行為準則」，供證券投資信託公司、證券投資顧問公司遵循。另金管會已修正「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」明定公司大股東，股東所支持之董事、監察人候選人具有獨立董事之資格者，及對於股東會議案有相同意見之股東，得委託信託事業與股務代理機構代為徵求委託書者，於股東會行使表決權，代理股數不受已發行有表決權股數 3% 之限制，以強化機構投資人對股東會議案之影響力。

然而，受限於公司法規定同一法人對股東會議案只能有同一種意見之限制（公司法§181），過去外資、投信等法人股東多採取棄權或不行使，使得機構法人無法在公司重大議題與決定董監人選議案上發揮監督力量。對此，金管會業已與經濟部達成共識，著手公司法修訂，開放法人股東分割投票，使同一機構法人可以依投資人意願，分配贊成、反對、棄權三種意見之比重進行投票，也可進一步引導上市上櫃公司普遍使用通訊投票。

（三）強化私募有價證券規範

證券交易法 2002 年增訂第 43 條之 6 至第 43 條之 8，引進有價證券私募制度，目的係為便利企業進行併購或策略聯盟及解決財務困難公司不易透過公開募集或向金融機構借款等管道籌集資金。惟部分上市（櫃）公司辦理私募發生私募價格與公司市價或淨值偏離過多、洽定內部人或關係人低價認購、公司獲利卻採私募等影響股東權益情事，嚴重悖離原立法意旨，影響股東權益甚鉅。

金管會為強化對私募有價證券之管理，召開多次座談會與公聽會，各界普遍認為私募制度仍有其必要性，惟應加強保障股東權益，並落實私募制度原立法意旨，綜合各方意見後擬具相關監理措施，包括修正私募應注意事項³及發行人募集與發行

³ 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項 2010 年 9 月 1 日修正要點包括：參考價格應以定價日前 1、3 或 5 個營業日擇一計算之平均價格與定價日前 30 個營業日之平均價格，二基準較高者定之；獲利公司原則應採公開募集方式募資；公司內部人或關係人參與私募應先於股東會召集事由中載明，且認購價格成數不得低於 8 成。

有價證券處理準則⁴，以及證交所及櫃買中心修正核發補辦公開發行同意函標準之規定⁵，暨投保中心訂定私募案件監理標準作業程序，並與證交所及櫃買中心共同合作加強監理，如發現涉有不法情事，即移請檢調單位偵辦，以保障投資人之權益。

三、公平對待股東

此原則係指公司治理架構應確保所有股東之間的公平，包括少數股東與外國股東。所有股東應享有權利救濟的機會。亦即，公司治理規範應確保能公平對待所有股東（包括小股東及外國股東）；所有股東於其權益受侵害時皆能獲得有效的救濟方式。另外，由於管理階層與股東之間存在資訊不對稱的因素，容易產生管理階層利用其資源從事內部交易或與公司自我交易，從事違反公司利益之行為，故有必要禁止或要求此類行為之揭露。我國近期推動改革措施關於實踐公平對待股東原則部分，包括：禁止母子公司交叉持股、成立投保中心強化投資人保護工作、公平對待外國股東、避免股東會集中措施等。

（一）禁止母子公司交叉持股

過去發生財務危機上市上櫃公司的控制股東，大多利用金字塔結構與交叉持股方式增加其擁有的投票權，以達到其控制公司決策的目的，此一作法將使大股東所擁有投票權超過其現金流量權，然而外部股東所永有的投票權皆是其自己出資購買，而形成大股東與外部股東不公平的現象。為避免控制公司利用從屬公司，將控制公司股份收買或收為質物，形成母子公司交叉持股，公司法 2001 年修正時增訂從屬公司不得將控制公司股份收買或收為質物（公司法§167）。而公司法第 179 條也規定，公司依法持有自己之股份，從屬公司所持有控制公司之股份，控制公司及其從屬公司與其他公司之從屬公司交叉持股之股份均無表決權。

（二）成立投保中心，強化投資人保護工作

為提高對投資人之服務，並協助解決投資人之各項問題，主管機關於 1998 年協助證基會成立「投資人服務與保護中心」，建立投資人申訴及調處制度、代理投資人集體以刑事附帶民事訴訟方式向違法公司求償及以股東身分協助主管機關執行

⁴ 發行人募集與發行有價證券處理準則 2010 年 9 月 29 日修正增（修）訂金管會對申報辦理私募補辦公開發行案件得予以退回之情事。

⁵ 證交所及櫃買中心分別於 99 年 10 月 15 日及 19 日修正有價證券上市審查準則第 12 條之 1 及櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 15 條，有關核發補辦公開發行同意函標準之規定，對未依私募應注意事項規定辦理且情節重大者，訂定更嚴格之獲利能力標準始核發同意函。

內部人短線利益歸入權，期能經濟、迅速、有效的解決投資人在法規適用上之疑義與交易紛爭，安定及維持市場秩序，增進交易安全。2002年7月頒佈「證券投資人及期貨交易人保護法」（下稱投保法），提供設置專責投資人保護機構之法源，並引進團體訴訟制度，以強化公司外部監督機制。專責投資人保護機構已於2003年1月22日正式成立運作，該機構可提供投資人有關申訴及諮詢、調處、團體訴訟、償付作業等服務。2009年5月20日公布修正「證券投資人及期貨交易人保護法」部分條文進一步強化投保中心之職權。

投保中心成立以來，依投保法第22條受理書面申訴7,000餘件及受理268件申請調處案，另依投保法第28條辦理團體訴訟總案件共145件，目前已有35件獲民事判決勝訴，判賠金額計約126億元，及依投保法第10條提起18件代表訴訟及5件解任訴訟案件。

（三）公平對待外國股東

為使跨境機構投資人及早瞭解股東會議事程序及內容，積極參與股東會行使權利，2007年12月21日金管會修訂「公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法」第6條，規定公司應於股東會開會15日前備妥當次股東會議事手冊，並將電子檔案傳送至公開資訊觀測站，2010年再修正同條文將股東會開會15日前改為股東會開會21日前，並建置英文版公開資訊觀測站及鼓勵公司製作良質英文年報，以使跨境投資人有更充份時間審閱股東開會資料及獲得充分資訊，在充分被告知的情況之下行使其投票權力。

（四）輔導分散股東會召開時間，提升公司召開股東會品質

為了避免股東會開會時間過度集中，導致小股東無法出席股東會喪失行使股東權力之機會，自2010年1月底起上市（櫃）及興櫃公司召開股東常會須先行到「公開資訊觀測站」登記召開股東常會日期，另因現行公司召開股東會股務代理機構有以非股務人員或未派員協助辦理股東會之情事，故為提升公司召開股東會品質，俾使公司股東行使股東權，以落實公司治理，爰規範股票已在證券交易所上市或在證券商營業處所買賣之公司，股東會召開時，應有具備公開發行股票公司股務處理準則第4條第1項資格條件及符合同條文第3項規定之人員參與。

四、利害關係人的角色

所謂的「利害關係人」係指股東以外之人，包括員工、工會、債權人、供應商、消費者，以及大眾。在此一原則中，強調的是公司與各類利害關係人間的安

排，必須達到最有效率的配置與協調。此原則所關心的是，公司治理規則是否介入企業與利害關係人的權利義務關係？是否鼓勵公司與利害關係人在追求財富時積極合作，以兼顧工作權益與財務健全？

（一）促使企業重視及落實企業社會責任

面對國際日益重視企業社會責任的潮流，我國政府自 1999 年代開始積極推動企業社會責任概念。目前政府部門如經濟部、行政院勞工委員會、環保署、消費者保護委員會及金管會等，均就其業務有關之項目積極推動企業社會責任，諸如產業安全、碳交易平台、勞工安全、環境保護、食品衛生、反貪腐及資訊揭露等。

金管會除督導證交所及櫃買中心參考 OECD 公司治理原則訂定上市上櫃公司治理實務守則，建議上市上櫃公司建立公司治理制度應尊重利害關係人權益，並重視公司之社會責任，並要求公司須於公開說明書及年報揭露其對社會責任（如公司對環保、社會參與、社會貢獻、社會公益、消費者權益、人權及安全與衛生等）所採行之制度及履行社會責任情形之資訊揭露，以使投大眾了解公司履行社會責任情形，另又於 2010 年 2 月 6 日制定發布上市上櫃企業社會責任實務守則，以供企業遵循，在政府與民間齊力推動企業社會責任的努力下，帶動企業履行社會責任之風氣逐漸成蔚。

為提供上市上櫃公司建立良好商業運作之參考架構，以協助其建立誠信經營之企業文化及健全發展，金管會督導證交所及櫃買中心於 2010 年 9 月 3 日發布實施「上市上櫃公司誠信經營守則」及於 2011 年 8 月 12 日發布實施「○○股份有限公司誠信經營作業程序及行為指南」參考範例，俾供上市上櫃公司遵循辦理。

（二）推動員工分紅費用化

員工分紅是一種激勵員工參與機制，其可以為企業吸引並留住優秀人才，以盈餘分配方式激勵員工，進而提升企業的經營績效，為企業及股東創造最大財富，然而我國過去對於員工分紅的會計處理，係將其是為盈餘分配，而不是作為費用處理，與國際會計準則規定不合（視員工分紅為企業的經營成本應當作費用），導致外資質疑我國企業財務報表失真，扭曲股東與員工間配置，商業會計法第 64 條修正案於 2006 年經立法院三讀通過，刪除紅利不得作為費用或損失的規定，金管會於 2007 年發布釋令規定公開發行公司有關員工分紅及董監酬勞之會計處理暨揭露，自 2008 年 1 月 1 日起開始實施，公開發行公司應自編製 2008 年第 1 季財務報告起適用。

五、資訊揭露與透明度

本原則係指公司治理框架應確保所有關於公司財務情勢、績效、所有權和公司治理資料及時且準確的揭露，包括即時且正確揭露任何攸關公司的重大資訊，包括財務狀況、經營績效、股權概況及公司治理等具有「重要性」之資訊。我國近期推動強化資訊揭露與透明度改革重要措施包括：增訂關係企業專章揭露關係企業相關資訊、加強年報及公開說明書公司治理資訊揭露、通過會計師法修正案提升會計師執業品質、建置公開資訊觀測站及持續提升其使用便利性、強化企業會計制度、推動資訊揭露評鑑等。

（一）關係企業的資訊揭露

為規範集團企業，公司法於 1997 年修正，增訂「關係企業」專章，明確規範關係企業之認定標準、權利義務、表決權行使及資訊揭露等項目，其中公司法第 369 條之 12 規範股票公開發行公司之從屬公司應於每營業年度終了時，造具其與控制公司間之關係報告書，股票公開發行公司之控制公司應於每營業年度終了時，編製關係企業合併營業報告書及合併報表，並由證券管理機關訂定編制準則。因此前財政部證券期貨管理委員會於 1999 年發布「關係企業合併營業報告書關係企業合併財務報表及關係報告書編製準則」，要求公司應揭露關係企業資訊以利投資人參考。

（二）加強年報及公開說明書公司治理資訊揭露

金管會於 2005 年、2006 年均大幅修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」、「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，修訂重點在於強化發行人股權結構、董事、監察人及經理人其酬勞及獨立性情形、上市上櫃公司治理運作情形及財務狀況、經營結果之檢討分析與風險管理暨公司對員工採行各項權益措施等資訊揭露，其中增訂公司必須揭露股東結構、股權分散及主要股東名單情形。另增列員工分紅配發情形之揭露，並整合相關風險事項資訊之揭露，並於年報中刪除有關揭露財務預測之規定。

此外，2007 年至 2011 年間金管會陸續修正公開說明書及年報相關規定，增訂強化揭露持股比例占前十名之股東相互間關係、私募案執行成效、公開發行公司對社會責任所採行之制度與措施及履行社會責任情形之資訊揭露，暨強化董事、監察人酬金及審計公費等資訊揭露透明度。有關強化董事及監察人之酬金揭露部分，除條件式強制公開發行公司應揭露個別董事及監察人之酬金外，餘可選擇採彙總配合

級距揭露姓名方式，或個別揭露姓名及酬金方式，另為強化公司董事、監察人、總經理及副總經理之退職退休金之資訊揭露，增訂單獨列示該資訊。未來並將以循序漸進方式，強制規範應揭露個別董事及監察人之酬金。

（三）提升會計師執業品質

2007 年力霸集團爆發掏空資產弊案，雖肇因於公司管理階層為謀求私益而遂行違法情事，但各界也質疑該集團簽證會計師是否未秉持專業與公正客觀立場，為公司財務報告嚴加把關。為有效改善會計師執業環境，以增進會計師專業功能之發揮，並提升會計師之執業品質，主管機關參酌國際先進國家對會計師之管理制度及國內實務環境之變遷，就會計師業務之監理、會計師事務所組織與責任、會計師獨立性、提升會計師執業品質、會計師公會組織與自律規範、懲戒及罰則等予以提報會計師法修正草案，並於 2007 年 12 月 26 日經總統公布。

修正重點包括新增法人會計師事務所、引進會計師專業責任保險、強化會計師公會之功能、強化會計師獨立性、合理規範會計師之違失責任及加強會計師事務所之管理等。另為強化主管機關對會計師事務所之管理，特增列主管機關得檢查辦理簽證公開發行公司簽證業務之會計師事務所，增訂對會計師事務所之處罰機制，以及會計師拒絕簽證之通報機制，應有助於抑制公司或會計師不當行為之發生。

（四）建置公開資訊觀測站及持續提升其使用便利性

為簡化公司申報資訊程序，並提升投資人取得資訊之便利性與及時性，自 2002 年 8 月起，建置「公開資訊觀測站」（網址：<http://newmops.tse.com.tw/>），投資人可於該網站查詢所有上市上櫃公司、興櫃公司及公開發行公司之各項定期資訊（財務報告、每月營運情形、年報、董事、監察人及持股超過百分之十大股東持股變動及質權設定、股東會開會資料、內部稽核各項作業）及不定期資訊（包括發生足以影響股東權益或證券價格之事項、公開說明書、公開收購、取得或處分資產、資金貸與及背書保證、募集資金及私募案件之報核、上市（櫃）公司買回本公司股份、會計變動等等）。

另為提供便捷之查詢管道，針對公司各類性質資訊，彙整為專區以利查詢，包括公司治理專區、債信專區、募資專區及財務重點專區等。其中財務重點專區於 2007 年 7 月 2 日正式建置啟用，設置背景即起因於力霸集團弊案，當時弊案發生後促使主管機關思考引進國外財務預警措施，能及早發現財務不健全的公司，同時簡化操作介面，方便投資人整合並有效利用公開資訊觀測站之財務業務資訊，爰將公開資訊觀測站所揭露之各項重要資訊，整理彙總在「財務重點專區」之中。該專區

資訊係藉由可表現出企業營運體質及財務結構概況之八大具體指標，藉由指標彙總列示之方式，協助投資人快速重點檢視及比較個別公司之營運概況。所列示資訊達到指標所定之標準者，並以「紅色加註底線」方式明顯標示，方便投資人清楚區分比較，藉以達到提醒投資人注意之效果，強化預警功能。

（五）強化企業會計制度

國際會計準則（International Financial Reporting Standards，簡稱 IFRS）已逐漸成為全球資本市場之單一準則，直接採用國際會計準則（IFRS Adoption）亦成為國際資本市場之趨勢。為與國際實務接軌，金管會於 2008 年 11 月 12 日成立「推動我國採用國際會計準則專案小組」，主要負責訂定我國採用國際會計準則之推動架構、國際會計準則之採用及導入、法規與管理機制之調整、宣導與訓練等工作，定期開會討論相關事宜，並於 2009 年 5 月 14 日宣布採用 IFRS 之推動架構，未來將分階段強制採用 IFRSs，及配合採用 IFRSs 編製財務報告以 XBRL 格式申報。

為強化財務資訊透明度與及時性，金管會於 2007 年 7 月 9 日要求各上市上櫃公司自 2008 年度起應公開第一、三季合併財務報表，嗣又於 2010 年 6 月 2 日修正證券交易法第 36 條，將現行上市上櫃公司年度財務報告之公告申報期限，由會計年度終了後 4 個月縮短為 3 個月。

（六）推動資訊揭露評鑑

為提昇我國企業透明度，在證交所及櫃買中心委託下，證基會已於 2003 年起建置「資訊揭露評鑑系統」，每年針對國內上市上櫃公司資訊揭露程度進行評鑑。該系統的評鑑指標主要包括資訊揭露相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露、網站的資訊揭露等五類，期能提升國內企業資訊揭露的透明度，俾利與國際接軌。

六、董事會的責任

所謂「董事會的責任」乃公司治理架構應該確保公司的策略性指導、董事會管理的有效的監控以及董事會應對公司、股東負的責任。不論採取「雙層體制董事會」或「單一體系董事會」，此原則要求董事會應實際承擔治理企業和監控管理階層之功能。我國董事會職能的強化改革措施，是從董事會結構、獨立董事制度、審計委員會與其他功能性委員會，及董事會議事規則與決策程序各方面進行。

（一）加強董事及監察人之獨立性及訂定董事會議事程序

證券交易法 2006 年 1 月 11 日經總統發布增訂證券交易法第 26 條之 3 等規定，加強董事及監察人之獨立性，並明訂公開發行公司應訂定董事會議事規範，其主要議事內容、作業程序、議事錄應載明事項、公告及其他應遵行事項授權主管機關訂定，金管會依據該授權於 2006 年 3 月 28 日訂定發布「公開發行公司董事會議事辦法」，嗣並就外界疑義擬具問答集對外公開，以利公開發行公司遵循辦理，俾落實並發揮其董事會之職能，以提高公司治理之績效。

（二）引進獨立董事制度

為健全公司治理，強化董事獨立性與功能，證交所及櫃買中心於 2002 年 2 月分別修正審查準則，規定初次申請上市（櫃）公司至少應設置 2 名以上獨立董事。2006 年更進一步將獨立董事制度法制化，使其具有法律之約束力，證交法於 2006 年 1 月新增第 14 條之 2 引進獨立董事制度，並依據證交法條文授權於 2006 年 3 月發布「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」及「公開發行公司應設置獨立董事適用範圍」函令，嗣又於 2011 年 3 月發布新函令進一步擴大公開發行公司設置獨立董事適用範圍。

（三）引進審計委員會制度

我國公司法制原係採董事會及監察人雙軌制，為擷取國外公司治理制度之優點，證交法於 2006 年 1 月新增第 14 條之 4，規定公司得擇一選擇採現行董事、監察人雙軌制，或改採單軌制，即設置審計委員會取代監察人，審計委員會因須由全體獨立董事組成，且同時為董事會成員，較現行監察人制度較能發揮事前監督功能，金管會秉持循序漸進態度推動公司治理，目前尚未強制符合特定條件之公司應設置審計委員會，但仍積極宣導設置審計委員會益處並鼓勵公司自願設置。

（四）引進薪酬委員會制度

近期從美國雷曼兄弟發生危機所引發全球的金融海嘯，暴露經營階層薪酬決定不透明的不合理現象是全球值得注意又亟待解決的問題，立法院鑑於設置薪酬委員會為全球發展趨勢，爰提案增訂證交法第 14 條之 6 規定，要求上市上櫃公司及興櫃公司應設置薪資報酬委員會，並授權主管機關訂定相關辦法。該案已於 2010 年經總統公布，金管會並於 2011 年 3 月 18 日發布「股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」，並就外界疑義擬具問答集對外公開，俾利公司有所依循。

另為強化董事監察人薪酬決策過程的資訊透明度，不僅要求公司需於年報與公開說明書揭露薪酬委員會組成、職責及運作情形及公司給付酬金之政策、標準與組合、訂定酬金之程序、與經營績效及未來風險之關聯性，此外，針對薪資報酬委員會成員之委任及異動、董事會通過之薪資報酬優於薪資報酬委員會之建議、議決事項成員有反對或保留意見等事件亦特別要求公司應於事實發生之日起 2 日內於公開資訊觀測站辦理公告申報。

（五）發布參考範例以利公司遵循

證交所及櫃買中心已發布「董事會議事規範」、「董事及監察人選任程序」、「上市上櫃公司董事、監察人進修推行要點」、「關係企業相互間財務業務相關作業規範」、「具控制力法人股東行使權利及參與議決規範」、「獨立董事之職責範疇規則」、「審計委員會組織規程」、「股東會議事規則」、「董事、監察人提名委員會組織規程」、「上市上櫃公司訂定道德行為準則」、「股份有限公司併購資訊揭露自律規範」、「公司內部重大資訊處理作業程序參考範例」、「監察人之職權範疇規則」等 13 個相關參考範例，以提供上市上櫃公司落實董事會運作及健全公司治理之實務運作參考。

肆、結語

公司治理制度健全與否，是建立與維持一個成功的金融市場的關鍵要素，公司治理成為全球性關注的焦點，台灣置身在此公司治理的改革浪潮，為提升國家競爭力及防患未然，已展開多項與推動公司治理相關之重要機制，在過去十年的努力下，不論在公司治理基礎法治建立或是公司治理文化的形成，已獲得顯著的成效，並受到國際肯定，世界經濟論壇（WEF）於 2011 年 9 月 7 日公布最新的 WEF「全球競爭力指數」評比（The Global Competitiveness Report 2011-2012），在列入評比的 142 個國家中，我國於全球總排名雖然維持第 13 名，但在分項競爭力評比中，我國的「金融市場發展」競爭力進步最大，較去年大幅進步 11 名。另外亞洲公司治理協會（ACGA）定期針對亞洲 11 個國家公司治理環境進行評比，觀察 2001 年到 2010 年間調查結果，我國排名自 2005 年開始逐漸爬升，近幾年均穩定維持在第 4 名位置，僅次於香港、新加坡、日本，顯示整體公司治理改革有成果。

地雷股的爆發雖為制度與投資者信心帶來毀滅性破壞，但也提供公司治理法制結構再造的機會，在 2006 年公司治理規範法治化以來，異常或不法事件有減少的趨勢。金管會未來將持續檢討改進公司治理法制基礎建設，在強化資訊透明度方

面，配合國際發展趨勢，加強國內企業及國際企業間財務報告之比較性與即時公開財務資訊，將持續協助我國公開發行公司財務報告編制順利導入 IFRSs 及縮短年度財務報告公告申報期限為會計年度終了後 3 個月。在強化董事會功能方面，除擴大強制設置獨立董事適用公司範圍外，並輔導上市、上櫃及興櫃公司完成設置薪資報酬委員會及適度檢討獨立董事資格定義，以健全公司董事會運作及薪資報酬制度。在落實股東權行使方面，未來將持續鼓勵公司採行通訊投票制度及推動分割投票機制，並輔導上市上櫃公司分散股東會召開時間，以便利投資人行使表決權。在強化市場監督外部治理力量方面，長期將配合我國企業履行企業社會及公司治理情形，逐步建置並推廣企業社會責任評鑑及公司治理評鑑系統，待通過評量家數達一定規模，將規劃建立公司治理指數或社會責任指數。

國家層級指標 平均分數	2001	2002	2003	2004	2005	2007	2010
台灣	5.3 (第 3 名)	5.8 (第 3 名)	5.2 (第 6 名)	5.5 (第 6 名)	52 (第 5 名)	54 (第 4 名)	55 (第 4 名)
新加坡	7.4	7.4	7.7	7.5	70	65	67
香港	6.8	7.2	7.4	6.7	69	67	65
日本	—	—	—	—	—	52	57
泰國	3.7	3.8	4.6	5.3	50	47	55
馬來西亞	3.7	4.7	5.5	6	56	49	52
印度	—	—	6.6	6.2	61	56	49
中國	3.4	4.4	4.3	4.8	44	45	49
韓國	3.8	4.7	5.5	5.8	50	49	45
印尼	3.2	2.9	3.2	4	37	37	40
菲律賓	3.3	3.6	3.7	5	46	41	37

資料來源：Asian Corporate Governance Association (ACGA)

公司治理改革止於至善仍須要持續不斷的努力，政府將秉持過去一貫之原則，以領導者之角色，積極協調相關單位共同推行，讓台灣躋身為成熟資本市場的一員，並使成為亞太籌資中心的計畫能夠逐步實現。

參考資料

1. 從 OECD 公司治理準則等多邊規範準則論強化外資之引進，中華經濟研究院（台灣 WTO 中心），2009 年 12 月。

2. 我國證券市場改革之研究—上市（櫃）公司發生財務危機之案例分析與因應措施之研究，田弘茂、李存修、林建甫、葉銀華、王文宇，臺灣證券交易所，2000年。
3. 公司治理研究報告—健全台灣之公司治理機制，社團法人中華公司治理協會，2003年。
4. 蒸發的股王，葉銀華，商智文化，2005年1月。
5. 實踐公司治理，葉銀華，聯經出版公司，2008年3月。
6. 台灣公司治理，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2009年。
7. 從博達案看我國公司治理的未來與問題，馮震宇，月旦法學雜誌第113卷，2004年10月。
8. 我國公司治理政策發展與現況（上）—以政府角度觀察，李啓賢，實用月刊第325期，2002年1月。
9. 我國公司治理政策之發展與現況（下）—以政府角度觀察，李啓賢，實用月刊第326期，2002年2月。
10. 公司治理方法論的發展—從美國國內法到國際法的學術整合，易明秋，東海大學法學研究第22期，2005年6月。

買賣有價證券應先至公開資訊觀測站
(<http://mops.twse.com.tw>) 查詢
公司財務業務資訊，以維權益。