

簡訊

亞洲金融風暴與企業管控問題

蔡麗玲（證期會科長）

壹、前言

全球經濟終於在去年逐漸脫離亞洲金融風暴的陰霾，有關亞洲金融風暴的成因、影響之研究相當多，但對於發生的原因仍眾說紛云。綜合各界的看法，可歸納為：

一、亞洲金融風暴的導火線為原本流入亞洲之國外資金快速撤離（註一），導致泰銖崩盤，幣值危機迅速傳播到東亞其他國家。

二、來自中國大陸及墨西哥等開發中國家的競爭壓力，而使該區域的出口受到嚴重的衝擊。

三、國際金融市場不穩定，又缺乏可信賴的最終借款者，群眾心理及傳染效果造成國際資金嚴重的擠兌，使金融風暴進一步擴散。

四、東亞各國經濟之結構性問題，包括道德風險、金融紀律鬆散及缺乏適當的企業管控制度，使企業紛紛發生經營危機。其中亞洲國家企業管控（corporate governance）制度運作的失敗，造成許多企業破產，失業率節節升高，更是金融風暴餘波盪漾達二年之久的主因。以韓國為例，其金融風暴就是由大型企業破產開始，造成金融機構體質受到嚴重影響；加以資訊不夠透明，造成許多外國投資人恐慌，紛紛抽走銀根，使金融機構體質更進一步惡化，尤其在風暴的後期，造成嚴重的信用吃緊（credit crunch）狀況，以致發生一連串企業經營失敗事件，而使實質部門陷入長期性蕭條。我國雖然在亞洲金融風暴期間，相較亞洲其他國家，屬受害較小的國家之一，但期間也因為部分企業管控制度發生問題，一度造成企業財務危機，使股票市場產生劇烈的波動。本文除前言及結語外，擬分別就企業管控的型態、東亞國家企業管控制度之弱點及經濟合作發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）大會（Council）所發布的企業管控原則（the OECD Principles of Corporate Governance）進行討論，期提供作為未來改善我國企業管控架構及法令之參考。

貳、企業管控的型態 傳統上對企業管控的研究，多採用「本人—代理人」

（principal-agent）理論進行分析，亦即當公司股權擁有者（股東）與公司管理者是不同個體時，如何設計企業管控架構，使管理者能實現股東最大利益的目標。據研究，各國企業管控制度之差異與股權集中程度及控制股東的身份及法令設計等因素有密切的關係。一般依管理者為非股東或股東身份，可簡單分

為兩大類：股權結構分散，由外部人掌控經營管理權的外部管理者制度（outsider system）、及因股權集中於單一個人、家族、集團、金融機構、控股公司或透過交叉持股（cross shareholdings）而產生的內部管理者制度（insider system）等二類。前者以英、美為代表，而後者則包括法國及德國等。惟股權集中並不一定代表控制權集中，因為有些國家利用一些法律設計（如限制大股東之投票權上限（voting cap）等），使大股東無法取得絕對的控制權；反之，股權分散者亦可利用收購股東會委託書或結盟等方式獲取控制權。依股權分散情形與投票權分散情形，可將企業管控制架構分為四類（如表一）。表一、股權及投票權分散情形與企業管控制

	投票權分散	投票權集中
股權分散	型態一： 強勢管理者；弱勢股東 易被併購或接管	型態三： 強勢投票集團；弱勢小股東較不易被併購或接管
股權集中	型態二： 強勢管理者；弱勢股東 但不易被併購或接管	型態四： 弱勢管理者；弱勢小股東；強勢大股東易被併購或接管

另一個影響企業管控制度的因素為控制股東的身份。在股權分散的企業管控制度中，如英美，股權主要由法人投資機構持有；而散權集中的企業管控制度，如歐洲各國、日本及韓國，則以交叉持股、銀行或家族為主。法人投資機構一般較不會介入經營，但後者則常千方百計介入經營。此外，企業管控制度與法令設計的關係為調互為因果：股東行使投票權相關法令設計（如 voting cap）固然會影響企業管控制度的型態，但企業管控制架構也會影響到相關法令的設計。如以股權分散制度為主的國家，會特別重視股東權益的保障；而股權集中的國家則會特別重視少數股東之權益保護，以防止大股東或管理者的不法圖利或瀆職行為。以我國現行法令及公開發行公司的股權、投票權分散情形觀之，應與日本、韓國相似，屬股權及投票權集中的企業管控制態——亦即所謂「insider system」。此類型企業管控制架構一般係由控股公司、銀行、其他非金融企業、家族，透過交叉持股之方式組成金字塔型的股權結構，而由金字塔頂端的控制股東行使企業的管理權。「insider system」企業管控制態相較「outsider system」，其優點為現金流量權及管理權合而為一，能發揮相輔相成的效果；且因控制股東實際掌握管理權，股東與管理者的利益衝突較小。但其缺點為內部的控制股東與外部的小股東之間可能存有「利益衝突」的問題。尤其企業管控制架構若為表一中的型態三——股權分散但投票權集中的狀況時，利益衝突情況可能最為嚴重。在此種狀況下，控制股東本身擁有的股權不多，但透過蒐集股東會委託書等方式取得投票權優勢，而取得到企業的控制權。其股權不多，則可能較不重視公司經營的績效，而較在意自己的個人利益。若控制者本身就是

管理階層時，則更可能容易圖利公司——如將自己的薪資訂得很高，或花相當多的錢為自己購買座車、宿舍等，或追求控制集團本身的利潤極大等。然到底何種型態的企業管控制度的績效較佳，其實是見仁見智，控制權分散的企業管控制度下，固然股東舞弊風險較低，較能落實「專業經理人」的理念。然其與銀行及公司利害關係人的關係，不若控制權集中型態的企業管控制度來得穩定，且可能存有「本人－代理人」的利益衝突問題。至於控制權集中的企業管控制度，雖然因股東（資本提供者）與經營者是同一人（集團），指揮效率較易發揮，且「本人－代理人」的利益衝突較小。然因公司係由少數大股東或複雜的交叉持股方式控制，對企業重組或改革構成相當大的阻力，不利企業因應客觀環境的變遷或全球化的趨勢，也因此容易失去市場的競爭力，如韓國的大財閥就是如此。而這也是目前企業管控制度有走向「outsider system」趨勢之故。

參、東亞國家的企業管控制度之弱點 有效的企業管控制度必須具備三項條件：資訊透明（transparency）、公平（equity）及權責分明（accountability）。評估一國的企業管控制度良窳，可利用下列五項重點進行評量：

一、內部的企業管控制度 包括管理者與股東或企業內部人（管理者及控制股東）之間的權利義務關係及功能運作。相關制度包括股東權利的行使；對股東權益的保障及損失的救濟；董事會的權責、組成；揭露及上市（櫃）規則等。

二、金融機構的內部及外部企業管控制度 金融機構之管控良好是一國企業管控制度健全的前提條件，故而必須審慎監督管理金融機構，建立良好的金融機構外部企業管控制度（健全的金融監理制度）。而金融機構的內部管控制度，不應僅以作為資金的流通管道為目標，必須在經營符合安全與健全的考量下追求利潤最大。此外，金融機構的內部管控制度還必須包括各類風險的管理及授信的評估等。

三、金融機構對企業之外部企業管控制度 利用金融機構與企業資金借貸的關係，透過對金融機構適當的監理，由金融機構審慎監督企業的投資效率，可以間接強化企業的外部管控制度。

四、證券市場對企業之外部企業管控制度 證券市場之購併法令、公司登記及強迫接管（hostile take-over）之法令、資訊揭露及上市櫃規則等，都可以作為有效的外部企業管控制度。此外，藉由對能力不足的管理者施加被接管的威脅及對經營績效良好者，給予股票價格上揚的獎勵，也可以間接有效提升內部管控制度之效率。

五、破產法制設計對企業之外部管控制度

廣義的破產法制設計包括企業若遭遇嚴重的財務危機，經營失敗而破產（支付不能）時，正式的法院破產程序、非正式的和解，或被購併等影響企業所有權的制度設計。這些破產機制可於事前有效影響管理者、控制股東及其他投資人的動機，進而影響企業內、外部管控架構及提升企業的經營績效。

據研究，在金融風暴前，東亞國家的企業管控制度普遍具有下述特點：股權集中在少數幾個家族中、財產權保全措施低、政府執法能力弱、企業財務槓桿比例高、授信機構之徵信作業及事後監視制度鬆散、銀行監理無效率等。當然，並非所有的東亞國家企業管控制度都有上述缺點，部分國家的缺點可能較少，或嚴重程度較低，當然，這都是受害程度輕重、危機延宕時間不一的決定因素。

而在金融風暴發生之初，為何國外資金迅速地抽離，其原因也與企業管控制度不良有關。這是因為過去，外國投資機構雖然在東亞各國積極進行資本市場自由化時，一窩蜂地將資金投入該地區，但鑒於該等國家的企業管控制度不佳，且金融機構之借貸仍以是否有「特殊關係」（relationship-based）為主要考量，故而多僅願以短期借款方式，將資金借予該等國家，一旦出現問題，又因該地區之資訊透明度普遍不夠，故而很快地將資金撤離。

而該等國家於資本市場自由化的同時卻未同時建立必要的市場及外部管控機制：

1. 缺乏對金融機構的審慎監理，使金融機構未能執行監督企業經營的任務；
2. 證券市場不發達，無法對企業發揮外部管控功能；
3. 破產法制不夠周延，對經營不善者，無適當的制衡力量。

據實證比較研究發現（註二），東亞各國企業管控制度有下列特點：在整體企業管控制度品質及財產權保護的法定架構方面，出現對比的二類組群：香港、新加坡的企業管控制度品質及財產權保護之相關規定較為健全；反之，印尼、韓國、泰國及菲律賓則較明顯較差。至於企業的財務槓桿、獲利能力及償債能力等方面，在東亞各國則各有不同。惟在企業的所有權及控制權集中情況，各國都有明顯集中於少數家族的特點（註三），較小型企業尤為明顯。——股權集中於家族的企業管控制度，造成企業的決策多以其家族利益為主要目標，董事會的成員幾乎都是家族成員，造成控制股東、經理人及少數股東權益的利益衝突，更存有因家族利益考量而掏空公司的潛在風險。東亞國家，除香港、新加坡及我國等外，對銀行監理又過於鬆散，造成銀行獨厚大型家族企業的情況，而這些企業因為借錢過於容易，不僅財務槓桿居高不下，且投資計畫相當浮濫，造成企業獲利情況不佳，惡性循環的結果，同時削弱企業經營績效及金融機構體質。

此外，東亞國家的正式或非正式破產法制多半不夠周延，雖然都訂有破產法，但部分國家，如馬來西亞及新加坡卻僅附屬於公司法中，而未單獨立法。即使

立法，但欲循正式的破產管道仍相當困難（我國也是如此），造成 這些國家雖然面臨金融風暴，但破產的公司家數相對相當少的特殊現象。如菲律賓，多年來幾乎沒有任何破產案件；韓國少於五十件，而且約有三分之二是在風暴前十五年就提出來的。金融風暴後，已有幾個國家制定非正式的和解程序：如印尼（雅加達主動 權）、泰國（企業債務重整架構）、馬來西亞（企業債務重整委員會架構）及韓 國（企業重整協議）等，以解決正式破產程序繁瑣及耗時之問題。

綜言之，由東亞金融風暴的經驗可知，企業管控制度的健全與否不僅關係 到個別公司的經營績效，也關係到金融市場、總體經濟的發展及資源分配 的效率。

肆、O E C D所發布的企業管控原則 O E C D為提高各會員國的企業管控水準，於一九九九年五月發布企業管 控原則，並經各會員國財政部長簽署同意利用二年的時間，以該原則為準 繩，審慎評估各國企業管控架構的適當性。該準則之分析架構係立足在與「股東」(shareholder)及「公司利害關係人」(stakeholder)（與公司有契約關 係之個人，如員工、原料供應商、客戶、債權人等）權益之基礎，架構同 時兼顧「股東」及「公司利害關係人」權益的企業管控制度，茲將其內容 摘要，俾供參考。

I、股東的權利保障 企業管控架構須能保障股東的權益

A、股東的基本權利包括：股權登記、股權移轉及轉讓、定期且及時獲得 相關資訊、參加一般股東會議及於會議中行使投票權、選舉董事會成員、 參加公司盈餘分配等。

B、股東有權參與，並被充分告知有關公司重大變動事項，包括：1.公 司法令或章程等管理公司文件的修改；2.增資的授權；3.有關出售公 司資產等重大交易。

C、股東應有參加公司股東大會，並行使投票權之權利，且應被充分告知， 包括投票及會議進程序等相關規則：1.應提供給股東有關股票會議的舉行日期、地點及議程，及會議決議事項之相關及時資訊。2.在合理限制下，應提供股東於股票會議程中向董事會提出問題的機會。3.股東應能親自出席或進行不在場投票，而不管親自出席或不在場之投 票效果都相同。（亦即應接受代理人投票，或利用電話、電子網路科技方 式投票，以保障外國股東的權益）

D、任何使特定股東得以利用與其擁有股權不成比例控制權的資本架構（如 金字塔式架構）及設計（如利用交叉持股方式或結盟方式），均應予以揭露。

E、應允許企業控制市場以有效率及透明化的方式運作：1.應明確訂定及揭露有關於資本市場取得公司控制權，及合併、公司出 售重要資產等重大交易之相

關法令及程序，以使投資人瞭解其權利及補償 方式。該等交易應在透明的價格及公平的條件下進行，並須依股東之優先 順序，保障其權利。 2.不應使任何「反接管」設計成為保護管理者免於責任的工具。

F、對包括法人投資機構在內之所有股東，應考量其行使投票權之成本及效益。

II、公平對待所有股東 企業管控架構設計應能確保所有股東（包括小股東及外國股東），都能獲得 公平的待遇；且所有股東在其權利受損時，均有機會獲得補償。

A、所有同級股東所得到的待遇都應一致 1.同一等級的股東均須擁有相同的投票權。所有投資人在購買股票前， 應能取得賦予各等級股票的投票權資料。而任何投票權之相關變動，均須 經股東投票表決。 2.受到股票受益所有人所指定之保管人或特定人應能行使投票權。 3.所有股東在一般股東會議之過程及程序中均應得到公平的待遇。公司 於訂定相關程序時，不得使投票行為變得較困難或成本昂貴。

B、禁止內部人交易及瀆職圖利行為。

C、董事會及管理者必須充分揭露影響公司重大利益的交易及事件。

III、公司利害關係人在企業管控所扮演的角色 企業管控架構的設計須能認知公司利害關係人在法律上的權利，並鼓勵公 司與利害關係人相互合作，以期共同創造財富、工作機會及培養財務健全 且持久的企業實力。

A、企業管控架構應能確保公司利害關係人權利依法受到保護及尊重。

B、公司利害關係人之權益一旦受到法律保護，公司利害關係人於其權利 受到損害時應能得到有效補償。

C、企業管控架構應允許公司利害關係人參與強化績效之機制（如員工代 表得出席股東會、員工參與認股或其他參與獲利分紅機制；債權人應參與 破產程序等）

D、若公司利害關係人參與企業管控程序，應提供其相關資訊。

IV、資訊揭露及透明化 企業管控架構應能確保公司所有重大事件，包括財務狀況、經營績效、公 司股權及管理架構等資訊，均能作及時及正確的揭露。

A、揭露的資訊範圍至少（但不受限於）應包括， 1.公司財務及業務績效。 2.公司經營目標。 3.主要的股權及投票權所有人。 4.董事會成員及重要管理幹部。

5.可預見的重大風險因素。 6.有關員工及其他公司利害關係人的重大事項。 7.企業管控架構及政策。

B、所有揭露之資訊應依高標準之會計準則、財務及非財務資訊揭露準則 及審計準則編製、查核及揭露。

C、年度的稽核工作應由獨立之稽核人員執行，為財務報表之編製及表達， 提供外部及客觀的保證。

D、資訊傳播的管道應使相關資訊的使用者，能以公平、及時及成本效率 之方式取得所需資訊。

V、董事會的責任 企業管控架構應能確保公司策略方針的執行、董事會對管理之有效監視、 及董事會執行對公司及股東會應負的權責。

A、董事會成員應充分掌握經營狀況，以誠信之態度、善盡善良管理人應 注意之義務，以公司及股東的利益為目的，執行相關任務。

B、若董事會的決策可能同時影響不同群體的股東時，董事會應本公平態 度對待所有股東。

D、董事會應執行之重要功能，包括： 1.複核及引導公司經營策略；重要計畫、風險政策、年度預算及營業計 畫的執行；訂定績效目標；監督業務執行狀況及公司績效；監視重要資本 支出、購買及異常狀況。 2.選任、訂定薪資補償標準、監視、必要時撤換重要幹部的及監督繼任人選的規畫。 3.審核重要幹部及董事會報酬，確保董事會正式人事作業的透明化。 4.監督管理階層、董事會成員及股東，有關濫用公司資產或相關 利害關係交易的濫權等潛在利益衝突。 5.確保公司會計及財務報表編製制度的完整性，包括設立獨立的稽核人 員、建立適當的控制制度，特別是風險監測、財務控制及法律遵循等制度的建立。 6.監測企業管控相關事務運作的有效性，必要時，隨時作適當的修正。 7.監督資訊揭露及溝通的程序。

E、董事會對公司事務，須能獨立（特別是獨立於管理部門之外）行使客觀 的判斷。 1.董事會應考慮指定足夠的執行董事以外之其他董事會成員，以針對潛在的利益衝突事件，執行獨立的判斷。這些事件包括陳報給董事會的財務 報表、人事任命案、重要幹部及董事報酬等。 2.董事會成員應花費充分時間以執行其職權。 F、為執行其職權，董事會成員應能取得正確、相關與及時的資訊。

伍、結 語

由亞洲金融風暴的經驗可知，企業管控制度運作的良窳關係到資本市場功能及發展，也影響到資源配置的效率。尤其在資本快移動及全球化的時代中，已經成為影響產業競爭力及經濟發展的重要因素，故而世界各國已將「企業管控」視為相當重要的課題，尤其跨國性企業，必須符合如OECD等國際性企業管控原則，才能獲得國際的認同。

各國的企業管控制度因股權及控制情形而有所不同，依其為分散或集中，可分為「外部管理者」及「內部管理者」二類制度，二者各有優缺點：前者可能因管理者強勢而股東弱勢，而造成管理者與股東的利益衝突；而後者則因控制股東過於強勢，而形成控制股東及小股東之間的利益衝突。

以我國現行企業股權結構而言，一般係屬於「內部管理者」型態的企業管控架構，如何設計良好的制度，以保留該等型態的優點，但減輕其弊端，是相當大的挑戰。

建議主管機關特別重視少數股東權益的保障：包括對小股東權益損害賠償機制的設計、資訊的透明化，以防範強勢之大股東掏空公司；此外，並應注意企業管控制度不得妨礙股票市場的發展，以使企業的組織重整得以透過股票市場順利運作。另並應加重董、監事的責任，要求董、監事須確實發揮其監督公司經營的功能。

此外，建議修改或訂定適當的法令加強外部企業管控制度：包括加強保護少數股東權益，適當限制交叉持股等控制權策略運用，及提供少數股東損失求償機制等。又為利企業進行重整，應禁止公司採取有礙由股票市場發動之控制權重整行為，以對管理者施予適當的市場制裁壓力，將有利企業因應客觀環境之變遷，作必要的變革。

在外部企業管控制度的強化方面，一方面應強化銀行監理，加強金融機構授信後的事後徵信管控；一方面並應增修正式及非正式的破產相關法令，以利企業快速進行組織重整或汰換不適任的控制管理團隊。最重要的是，必須建立董、監事的職業道德觀念，惟有董事監的自願省察，才是防範企業經營危機，建立健全企業管控制度的根本之道。

註 釋

註一：據世界銀行統計，一九九七年六個月內，流入亞洲之外資，由淨流入九七〇億美元，快速逆流為淨流出一二億美元，換言之，在短短的六個月內，資金流出一、〇九〇億美元，約為東亞五國（泰國、印尼、馬來西亞、菲律賓及韓國）GDP的十％。

註二：請參考 II Chong Nam, Yeoongjae Kang , and Joon-Kyung Kim 所撰，
"Comparative Corporate Governance Trends in Asia", Mar., 1999。

註三：依據 Claessens（1998）之調查研究，東亞各國之股權結構如下表：

國家別	公司家數	大眾持有	家族事業	國有	由多家金融機構持有	由多家公司持有
1 0 %以下						
香 港	330	0.6	64.5	3.7	7.1	24.1
印 尼	178	0.6	67.1	10.2	3.8	18.3
日 本	1240	41.9	13.1	1.1	38.5	5.3
韓 國	345	14.3	67.9	5.1	3.5	9.2
馬來西 亞	238	1.0	57.7	17.8	12.5	11.0
菲 律 賓	120	1.7	41.3	3.6	16.8	36.7
新 加 坡	221	1.4	51.9	23.6	11.5	11.5
台 灣	141	2.8	65.6	3.0	10.4	18.1
泰 國	167	2.2	50.8	7.5	17.9	21.7
2 0 %以下						
香 港	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
印 尼	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
日 本	1240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
韓 國	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
馬來西	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7

亞						
菲 律 賓	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
新 加 坡	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
台 灣	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
泰 國	167	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

參考文獻

1.Claessens,Stijn, "Who Control East Asian Corporations?", World Bank, Dec., 1998.

2.Dunlop, Ian T., "Corporate Governance in Asia: A comparative Perspective", Mar.1999.

3.II Chong Nam, Yeoongjae Kang, and Joon-Kyung Kim, "Comparative Corporate Governance Trends in Asia", Mar., 1999.

4.Ko, Chen-en, Ding Kung-Wha, Liu Chi-Chun, "Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective", Mar. 1999.