

國立臺灣大學法律學院法律學研究所



碩士論文

Graduate Institute of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

台灣公司治理之實際成效：

以家族企業、獨立董事、審計委員會為軸

An Empirical Study on Corporate Governance in Taiwan:  
Focus on Family-owned Business, Independent Director,  
and Audit Committee

趙悅伶

Yueh-Ling Chao

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu Tseng (Dr.)

中華民國一〇四年九月

September 2015

## 摘要



台灣的公司治理環境，相較於其他國家有其特殊之處，例如股權較為集中、且集中程度與公司營運年數之間有高度正相關、家族企業比例高、有一定比例的兼任公司等等。而於理論上，該等特殊情形均會影響相關公司治理制度的實際成效。經過本文實證分析發現，家族企業中，提高獨立董事的比例、資訊揭露品質等治理機制，確實對公司有正面影響；而在兼任公司方面，獨立董事比例則與公司營運績效脫鉤。至於審計委員會則無論無哪種情況下，對公司績效的正面影響均不顯著。

上述實證結果，可說明既有制度仍有改善的空間。透過與亞洲數十個國家進行比較後，本文揀擇與台灣治理環境較為相似的韓國，進行比較法的介紹，並特別著重於韓國近兩次的修法內容、以及強調該等法律與台灣法規的相異之處。文末並分就現行法下少數股東權行使門檻、投資人保護法第 10 條之一、獨立董事之職能、監察人與審計委員會之規定提出修改建議，期生拋磚引玉之效。

**關鍵字：**公司治理，計量統計學，多元線性迴歸方程式，獨立董事，家族企業，資訊揭露，審計委員會

## Abstract



Compared with other countries', corporate governance in Taiwan has some distinctive features such as its high ownership concentration, high positive correlation between concentration rate and years of operation, and the common phenomenon of CEO duality, etc. Theoretically, all these factors should have an impact on the performance of corporate governance, but the actual situation can only be concluded by empirical study. As shown by the empirical result in this thesis, given that the business is family-owned, the ratio increase of independent directors and the increase of information disclosure do have positive influence on the firm's operating performance. However, in the case of CEO duality, there is no relation between the ration of independent directors and the firm's operating performance. In addition, in either case, the audit committee has no significant positive influence on the firm's performance.

The outcome of the above empirical study indicates that the governance regulation in Taiwan still has much room for improvement. Therefore, it is necessary to juxtapose other country's governance framework to see if there is any experience we could learn from. After deliberately comparing the governance characters of Taiwan with many Asian countries, this thesis concludes that the governance feature in Korea is the most similar. Therefore, this thesis further introduces the regulations of Korea concerning corporate governance and its history of amendment, and emphasizes the differences between the regulation in Taiwan and the rule in Korea. In the end of this thesis, I conclude that it is imperative to amend relevant regulations to relax the minimum shareholding ratio to exercise shareholder's rights, to modify Article 10-1 of Securities Investor and Futures Trader Protection Act, to enhance the function of independent director, and to increase the independence of auditor and audit committee.

**Keywords:** corporate governance, econometrics, multiple linear regression model, independent director, family-owned business, information disclosure, audit committee

# 目 錄



第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究範圍與方法.....	2
第三節 論文架構.....	4
第四節 預期貢獻.....	5
第二章 基本理論.....	7
第一節 概說.....	7
(一) 代理理論、經營所有分離及交易成本理論.....	7
(二) 利害關係人理論.....	8
(三) 現代管家理論.....	8
第二節 公司治理之基本規範原則.....	8
(一) 董事會之組成與議事規範.....	9
(二) 若干委員會的設置要求.....	10
(三) 財務、業務及股權變動之資訊公開.....	11
第三節 公司治理之評估與影響.....	11
(一) 跨國的治理評鑑機制.....	11
(二) 台灣的資訊揭露評鑑系統.....	12
(三) 台灣的公司治理評鑑系統.....	12
第四節 亞洲地區的特殊現象.....	13
(一) OECD 之公司治理圓桌論壇.....	13
(二) 持股結構的特殊性.....	13
(三) 普遍存在的關係人交易.....	14
(四) 董事提名與選舉制度的特殊性.....	14
第五節 台灣之特殊現象.....	15
(一) 家族企業之比例極高.....	15
(二) 董事長兼任總經理職位.....	17
(三) 審計委員會與監察人擇一.....	19
第一節 研究假說.....	21
第二節 實證模型與變數.....	22
(一) 應變數：總資產報酬率 (Return on Asset, ROA).....	23
(二) 自變數.....	24
(三) 控制變數.....	28
第三節 資料來源與樣本選擇.....	30

第四節 實證結果 .....	31
(一) 敘述性分析 .....	31
(二) 相關性分析 .....	32
(三) 迴歸分析 .....	33
第五節 研究結論 .....	39
(一) 兼任公司：以資訊揭露為導向 .....	39
(二) 家族企業：以引入外部人為導向 .....	40
(三) 審計委員會：未具有正面效益 .....	40
第四章 研究結果之理論建構 .....	42
第一節 概論 .....	42
第二節 兼任公司結果之理論詮釋 .....	42
(一) 治理因素相互影響論 (Influence by Governance Bundles) .....	42
(二) 組織理論 (Organization Theory) .....	45
(三) 代理理論 (Agency Theory) .....	47
第三節 家族企業結果之理論詮釋 .....	48
(一) 治理因素相互影響論 (Influence by Governance Bundles) .....	48
(二) 降低代理成本的壓力 (pressures to lower agency cost) .....	50
(三) 釋放訊息理論 (Signaling Theory) .....	51
(四) 維護自身利益 (interest of controlling family) .....	52
(五) 倚賴資源理論 (Resource Dependence Theory) .....	53
第五章 東亞國家之制度介紹 .....	55
第一節 亞洲國家的經營與所有分離形態研究 .....	55
(一) 亞洲國家共通現象之研究 .....	55
(二) 控制權集中與公司營運年數之關聯 .....	57
(三) 控制權集中與公司規模之關聯 .....	58
(四) 家族企業與公司規模之關聯 .....	58
(五) 綜合比較 .....	60
第二節 OECD 改善報告之修法建議 .....	60
第三節 韓國立法例 .....	62
(一) 背景介紹 .....	62
(二) 第一次修法內容 .....	67
(三) 第一次修法評析 .....	74
(四) 第二次修法內容 .....	77
(五) 第二次修法評析 .....	81

第六章 結論與建議.....	82
第一節 股東權行使之檢討.....	82
(一) 行使門檻過高.....	82
(二) 提高代位訴訟之實質誘因.....	84
(三) 投資人保護法第 10 條之一之檢討.....	86
第二節 董事會功能之再強化.....	88
(一) 強化獨立董事之職能.....	88
(二) 兼任形態禁止之必要.....	92
(三) 關係人交易規範之健全化.....	94
第三節 監察人與審計委員會功能之再思考.....	96
(一) 監察人實際功能之省思.....	96
(二) 選舉制度之表決權迴避設計.....	97
第四節 資訊揭露品質的提升.....	98
參考文獻.....	100



## 表目錄

表一 家族企業占所有企業之比例.....	16
表二 資訊評鑑等級與自變數 (IDTRS) 之對應.....	26
表三 變數的預期方向與定義.....	29
表四 迴歸分析之樣本數.....	30
表五 各變數之敘述性分析.....	31
表六 模型一之皮爾森相關係數 (MEAN VIF=1.26) .....	32
表七 模型二之皮爾森相關係數 (MEAN VIF=1.58) .....	33
表八 模型三之皮爾森相關係數 (MEAN VIF=1.95) .....	33
表九 模型一之迴歸分析結果.....	35
表十 模型二之迴歸分析結果.....	36
表十一 模型三之迴歸分析結果.....	38
表十二 迴歸分析結果.....	39
表十三 獨立董事於不同因素下之實際功能.....	49
表十四 2000 年各亞洲國家之股權集中與家族控制.....	57
表十五 2000 年各亞洲國家之家族控制程度.....	59
表十六 韓國商事法與證券交易法於股東各權利行使的最低持股要求.....	70
表十七 2013 年底南韓與台灣上市櫃公司獨立董事之數量比較.....	75
表十八 韓國與台灣於股東各權利行使的最低持股比較.....	83
表十九 2012 年各國兼任形態之上市公司比例.....	93

## 圖目錄

圖一 公司生命週期與營收的關係.....	53
圖二 2012 年各國非兼任形態之上市公司比例.....	93



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機

公司治理的目的，可分為興利與除弊兩個構面，一方面它意在使公司強化管理效能、提升營運表現，二方面也希望透過若干制度，監督管理者，確保外部股東、債權人、其他利害關係人之權益，防止公司內部人行損害公司之事。為達此目的，各種公司治理機制（corporate governance systems）應運而生，由於不同機制間具有相同的目的、旨在解決相似的問題，因此不同國家的規範制定、以及國際機構所建議的公司治理機制，多具有極高的相似性；論者遂有謂，公司治理機制將不可避免的持續同化（convergence），最終將使各國間的治理機制不再有歧異性<sup>1</sup>，而形成一種共通的公司治理機制（common corporate governance model）。

惟越來越多的實證研究發現，不同地區、國家，其最好的公司治理機制，很可能是不同的；亦即，該國的法律環境<sup>2</sup>、經濟發展程度<sup>3</sup>、公司的控制結構<sup>4</sup>、公司內部人的道德敏感程度<sup>5</sup>（ethical sensitivity）…等等，均會影響某一公司治理機制於某一國家之實際成效<sup>6</sup>，無法一概而論。公司治理之理論建構，雖源於英美法系國家，爾後發揚至其他地區，但諸多研究均顯示，亞洲區域的公司治理環境，具有若干特殊性，例如亞洲地區之家族企業比例極高、以及常有董事長身兼總經理職位（CEO-duality，下簡稱兼任形態）、國營企業比例偏高…等，該等情勢均使

---

<sup>1</sup> Hansmann, H. & R. Kraakman, The End of History for Corporate Law, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business (2000), Discussion Paper Series, 280.

<sup>2</sup> 實證上結果顯示國家的法律系統、與實際的執法效能，對於公司治理成效有極大影響；大體而言，法律系統與執法效能越強者，其地區的公司治理成效較好，參見L. F. Klapper & I. Love, Globalization and Similarities in Corporate Governance: A cross-country Analysis (2006), The Review of Economics and Statistics 88(1), 69-90.

<sup>3</sup> 當國家的經濟發展程度低於一定水準時，該國之企業較無改善公司治理程度的誘因，參見Dojdic C. et al., Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance? (2007), Journal of Financial Economics 86(1), 1-39.

<sup>4</sup> R. C. Anderson, & D. M. Reeb, Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence From the S&P 500 (2003), Journal of Finance 58(3), 1301-28; L. Enriques & P. Volpin, Corporate Governance Reforms in Continental Europe (2007), Journal of Economic Perspectives 21(1), 117-40.

<sup>5</sup> Alex W. H. Chan & Hoi-yan Cheung, Cultural Dimensions, Ethical Sensitivity and Corporate Governance (2012), J Bus. Ethics 110(1), 53.

<sup>6</sup> *Id.*, 45-6.



原本的、傳統的公司治理機制，不必然能發揮其原先預想的治理成效<sup>7</sup>。

許多學者與國際組織亦逐漸發現此問題，紛紛提出改革的建議。於2011年經濟合作暨發展組織(Organization of Economic Cooperation and Development, 下簡稱OECD)針對亞洲地區的公司治理，提出了一份完整的報告，針對亞洲區域的國家之治理機制建制，提供一套完整的建議，內容包含改革的次序、內容、以及應注意事項<sup>8</sup>。

我國自2000年以降，亦參考比較法引進相關制度，諸如獨立董事、審計委員會、要求公司定期公開若干資訊等等，希冀建構公司治理機制。但這些制度是否足以稱為良善的公司治理機制、是否必然適合台灣，國內已有學者提出疑問<sup>9</sup>。特別是上述所提到的亞洲區域常見的家族企業、兼任形態，在台灣亦很普遍<sup>10</sup>。因此，於比較法引入治理機制後，其實際成效是否會受到該等控制結構之影響，頗值深究。

過去國內有關公司治理的文獻，多半屬比較法上各種治理機制的介紹，或者是以實際案例討論某治理機制之實行效果。本研究嘗試以新的研究方法，利用計量統計學的迴歸分析，分析我國上市、上櫃、興櫃公司現有的公司治理機制之實際成效，並探討該治理成效是否會因公司屬家族企業、或是公司存有兼任形態，而有所改變。最後，針對上述分析結果，提出立法論上之建議。

## 第二節 研究範圍與方法

本論文之研究範圍，將主要限於由家族控制、具備兼任形態、或是設有特別委員會（審計委員會）的公司。但在第三章基於研究需求，例外再限縮於上市、上櫃、興櫃公司（下簡稱上市櫃公司）。

在研究方法方面，本文預計採用實證分析法、文獻探討法及分析比較法，茲

<sup>7</sup> See generally Claessens S. et al., The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations (2000).此報告針對亞洲地區的國家進行完整的實證分析，以觀察各國之公司持股結構與治理成效之關聯性，堪稱是迄今針對亞洲地區之公司治理實行現況，最完整的實證研究。

<sup>8</sup> OECD, Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level (2011).

<sup>9</sup> 曾宛如，半套公司治理移植經驗：以審計委員會與特別委員會為例（2014），月旦法學雜誌第43期，頁33。

<sup>10</sup> 於國外亦有學者以實證分析方式，針對台灣上市公司的獨立董事發放問卷，以瞭解該等控制形態對其行為的影響性。詳見Jill F. Solomon et al., Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors (2003), Corporate Governance: An International Review 11(3), 235.



就各種研究方法分述如下：

### 一、實證分析法

本文擬從具有一定公信力之資料庫擷取數據，以台灣上市、上櫃、興櫃公司為樣本，針對該等公司在2013年底的數據進行分析。數據分析的部分將使用統計軟體STATA進行，該軟體是利用統計學中的計量經濟學理論，以普通最小平方估計法（ordinary least squares）推導出多元線性迴歸方程式（Multiple Linear Regression Model），以檢驗應變數與自變數的關聯性，從而可推論控制或經營結構、與公司治理成效<sup>11</sup>之關聯。

### 二、文獻探討法

本文擬大量蒐集、整理、分析相關主題之文獻資料，並以外國文獻為主，介紹公司治理的背景理論、於理論上與實踐上可能遇到的問題、他國與我國立法背景及學者評論等等。此外，該等文獻亦可作為第一種研究方法的理論基礎，為實證分析結果提供一定的合理解釋。


### 三、比較分析法

本文擬參考外國學者相關著作與立法，特別是以韓國為主，綜合性的針對韓國立法、學說與實務發展情況，進行介紹，與和台灣進行對照。此外，本文亦將詳細說明韓國各種公司治理制度的發展背景，與我國國情、民情做比較，以供我國相關法規建構、發展之參考。

本文相關之簡稱所指為何，整理如下：

- 董監：董事、監察人之統稱。
- 證交法：指台灣之證券交易法。
- OECD：係指經濟合作暨發展組織（Organization of Economic Cooperation and Development, OECD）。
- 改善報告：係指OECD的改善亞洲區公司治理機制之完整報告（Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level）。
- TEJ資料庫：台灣新報社資料庫（Taiwan Economic Journal）。
- Claessens所著文獻：Claessens等人於2000年針對亞洲公司所做的經營與所有權分離之實證研究論文。

<sup>11</sup> 公司治理成效，將以營運表現作為衡量指標，詳見第三章說明。

- 
- 兼任形態（或稱兼任公司）：該公司之董事長身兼總經理的情形。
  - 控制結構：指一公司的財務、業務、經營決策權限，由特定人或特定集團控制。
  - 治理規範：即公司治理規範的簡稱。
  - 上市櫃公司：為上市、上櫃、興櫃公司之簡稱。
  - 第五章所稱的公司法：韓國中商事法（Korean Commercial Act, KCA）中的公司法部分（Corporate Law Section of KCA）。
  - 第一次修法：為韓國1995年開始至2004年的數次修法、立法之簡稱。
  - 1995年修法：單指韓國於1995年針對公司法的修改。
  - 1998年修法：係指1997年亞洲金融風暴後，韓國相對應的法制改革。
  - PSPD：係指韓國的非營利組織「參與民主人民聯盟」（People's Solidarity for Participatory Democracy）。
  - 第二次修法：指韓國在2009年到2012年的第二波公司法制修改。
  - 自我交易：董事為自己或他人與公司進行交易（self-dealing transaction）。
  - 主要股東：於韓國法下屬於關係人交易之關係人範圍。包含股份超過百分之十的大股東、對公司有重大影響力（substantial influence）的股東。
  - 投保中心：指台灣的投資人保護中心。
  - 投保法：指台灣的證券投資人及期貨交易人保護法。


### 第三節 論文架構

在論文架構方面，本文擬分為緒論、基本理論、實證分析、理論建構、比較法介紹、以及結論與建議。就個章節內容概要如下：

#### 一、緒論

本章就本文的研究動機、研究目的、研究範圍、研究方法、論文架構與預期貢獻依序進行說明，期使讀者能對該議題之背景、研究的意義有一定的瞭解，有助於理解之後各章之內容。

#### 二、基本理論



本章將先簡述公司治理之背景理論，以瞭解該等治理機制的產生原因。並進而介紹台灣目前之治理規定。最後是介紹台灣公司治理環境之特殊之處。該等介紹有助於瞭解第三章相關變數揀擇的理由，可謂是進入實證分析前的導論。

### 三、實證分析

第三章將以統計學中的計量經濟學理論，利用普通最小平方估計(ordinary least squares)推導出多元線性迴歸方程式(Multiple Linear Regression Model)；以檢驗家族企業的控制結構、董事長兼任總經理的經營結構，與公司治理成效的關聯性。文中會詳細呈現數據結果，並以文字敘述該等數據結果之意義、以及進行合理的詮釋。

### 四、理論建構

於第四章將分別針對前章的實證分析結果，以相關理論進行詮釋。查各國有許多文獻，皆針對家族企業及董事長兼任總經理這兩種情況、對於公司治理的影響，進行理論上的推論或是實證上的分析。惟實際上的影響為何，目前仍無定論。而迄今亦未有文獻針對該等理論分析與實結果進行有系統的整理。因此本章將儘可能把相關的文獻進行彙整，並針對第三章實證分析結果進行詮釋。

### 五、比較法介紹


第五章將介紹國際組織對亞洲之公司治理建議、以及將台灣與其它亞洲國家進行比較，以探求與台灣公司治理環境較為接近的國家。最後將針對該相似國家的公司法制進行介紹。

### 六、結論與建議

於第六章將根據第五章的比較法介紹，以台灣法制與該國法制進行比較，並參考國內學者的文獻，提出將來修法的可能方案、及後續研究之建議。主要修法方向，集中於強化少數股東權益、改善董事會與獨立董事職能、強化監察人與審計委員會的功能這三個面向。

## 第四節 預期貢獻

國外文獻以某國家或跨國家的公司為樣本，討論公司治理的實際成效者，可



謂汗牛充棟；惟迄今仍缺乏針對台灣的上市、上櫃公司，做一通盤、基本的實證分析研究。而國內亦不乏有許多論文或文獻，針對世界各國的公司治理制度，進行比較法介紹；惟缺乏以台灣特殊的治理環境為題，針對公司治理機制引入台灣後之成效為何進行實證分析的文獻。

此外，無論是在國內外，以特殊治理因子為題的文獻，有顯著的分化現象。所謂分化意指，該等文獻可以分成以理論面探討、或是以實證面探討者。理論面探討者係指，該文獻透過理論推導，針對某個國家或是某個特殊治理因子（常見者如股權集中現象、家族企業、國營企業、董事長兼任總經理現象）進行分析，以推論特定治理機制（常見者如獨立董事、審計委員會、股東代位訴訟、團體訴訟等）之實際成效，此其一。第二種是以實證面進行探討，亦即利用統計軟體、以樣本數據進行分析，以探討當特定治理因子存在時，對特定治理機制之實際成效有無影響。

該等分化現象，使得同時在文中兼顧理論面與實證面的論文，並不多見。因此，本文預期的貢獻是，希望針對家族企業、以及兼任公司這兩種特殊治理因子，同時以實證面、理論面進行分析，以使兩者能互相呼應、互相檢證，以避免流於單純數字分析、或是單純文字分析。亦期待於文末的修法建議與方向，能獲得更多的共鳴、促進更多元的想法。



## 第二章 基本理論

### 第一節 概說

建構公司治理理論的初期，代理理論（agency theory）、經營與所有分離（separation of ownership and control）、交易成本理論（transaction cost economics）、利害關係人理論（Stakeholder theory）及現代管家理論（Stewardship theory），共同構成其理論背景<sup>12</sup>。

該等背景理論，均是假設在自然狀態下，公司經營可能面臨某些問題，而建立公司治理規範是可行的解決辦法，最終目的是藉由公司治理，協調公司不同利害關係人間的利益，以達成更高的企業價值<sup>13</sup>。這樣的推論固然均具有邏輯上的正確性，惟實際上，並非所有國家均存在該等背景理論下所預設的問題；再者，縱然存在該等問題，但不同國家間、問題嚴重的程度亦可能有別，造成某一公司治理規範實施後的成效，未必會如同實施前所預設的一般。因此，於探討我國公司治理成效前，實有必要先瞭解公司治理之理論背景，復對照台灣目前公司的控制結構，以瞭解是否該等理論是否可套用於台灣。以下先分述該等背景理論：

#### （一）代理理論、經營所有分離及交易成本理論

由於經營與所有分離，企業經營者與外部投資人（即股東）的利害並非一致，且兩者間存在資訊不對稱；當利害衝突加上資訊不對稱，企業經營者有誘因追求自己的經濟利益，做出損害股東的行為，使代理問題應運而生<sup>14</sup>。要解決代理問題，可以透過企業經營者與外部投資人私下約定協商，惟如此一來將產生極大的交易成本，因此對整體社會最效率的方式，是由政府統一規範，要求企業經營者必須恪守規範，並建立若干防弊與監督機制，以保障股東權益，此即最原初的公司治理精神。

<sup>12</sup> Christine A. Mallin, *Corporate Governance* (2007), 15-17.

<sup>13</sup> J. P. Sanchez-Ballesta & E. Garcia-Meca, *A Meta-analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance* (2007), *Corporate Governance: An International Review* 15(5), 879-892.

<sup>14</sup> 該部分對代理問題的描述，係屬簡化後的論述，實則公司之代理問題，可分為三種情況：一，公司經營者與股東之間；二，外部股東與內部股東之間；三，股東與其他利害關係人之間。詳見Reinier H. Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (2009), 35-7.



## (二) 利害關係人理論

惟，公司治理機制的建構，若只考慮股東利益，則很可能會對其他利害關係人有所不利，進而對整體社會產生負面影響。因此，政府於制訂規範時，員工、債權人、社區、其他所有與公司有關的個人或團體，亦應視時候納入考量。此即利害關係人理論。

## (三) 現代管家理論

該理論與代理理論，立論基礎顯有不同，可謂是影響公司治理機制之二股相反力量。代理理論認為企業經營者除了有誘因追求自己經濟上利益、而損及股東，隱含着一個假設：即企業經營者與股東之間的利益不一致，且企業經營者會優先追求自己的利益。但是，理論上亦存有其他的可能性，例如企業經營者與股東利益一致，此時企業經營者追求公司整體利益，即為追求個人利益；又或者是，縱然利益不一致，但經營者為了得到股東的支持與合作，仍會選擇優先追求公司整體利益。此即為現代管家理論之立論<sup>15</sup>。

因此，相較於代理理論下，以監督與防弊為導向的公司治理機制；現代管家理論認為，由於企業經營者有誘因追求整體利益，因此適度的授權與信任經營者方為正途，政府應避免建立過多的監督與控制機制。

## 第二節 公司治理之基本規範原則

經濟合作暨發展組織（Organization of Economic Cooperation and Development, OECD）出版的公司治理原則報告（OECD Principles of Corporate Governance<sup>16</sup>），列出六大原則，作為公司治理制度之基本原則<sup>17</sup>：一、好的公司治理規範，必須促進市場之效率與透明化，並使不同政府單位、監督機構間權責分明。二、必須保障股東的權益。三、公平對待所有股東權益（包括少數股東及外國股東），並使其

<sup>15</sup> See generally L. Donaldson & J. H. Davis, Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns' (1991), Australian Journal of Management 16(1).

<sup>16</sup> 於1999年頒佈，復於2003年修訂。

<sup>17</sup> 其他國際組織亦曾頒佈公司治理之制度原則，例如世界銀行組織（World Bank）、世界公司治理網絡（international corporate governance network），惟大抵上均是參考OECD之六大原則，而內容上極為類似，故不一一臚列，參見OECD Principles of Corporate Governance (2004).

有機會得到救濟。四、確保利害關係人權益，以確保公司能永續經營。五、強化資訊透明度，公司應揭露可靠及可比較的財務營運資訊。六、強化董事會職能，包括負責公司重大決策、確保公司遵循法令、監督公司之經營。

台灣目前已建立的具體規範，依規範對象，可分為適用於所有公司、只適用於公開發行公司、或只適用上市櫃公司者，主要規範在公司法、證券交易法、以及相關之行政規則。而依其內涵，可分成三個部分，以下擇要介紹：

## （一）董事會之組成與議事規範

除了增加事實上董事與影子董事的規定、提高董事監察人（以下簡稱董監）最低人數的要求、董事缺額達一定人數應補選、原則上禁止董監由同一法人代表、董監一定親屬關係之限制、董監最低持股持成數要求、公司應訂立董事會議事規範、應通過內部控制制度等規定之外，最重要者當屬於2006年修正證券交易法（下簡稱證交法），增訂第14條之2至14條之5，引進之獨立董事制度。

獨立董事，原屬單軌制下不兼任行政職務、與公司間亦無利害關係的董事，除了參與公司財務、業務、人事重大決策外，主要職責是監督公司業務經營<sup>18</sup>，屬於公司治理六大原則下強化董事會職能的一項措施。

獨立董事的設立目的，最初是基於兩個理由，分別是代理理論（agency theory）以及資源倚賴理論（resource dependence theory）。代理理論係指，將外部人引入董事會，並要求其須具備一定的獨立性，可強化董事會監督管理階層的職能，減少公司內部人與公司外部人的代理問題；復以獨立董事通常非專任於該公司，而是另有其他正職，這樣非專任的監督形式，可以和被監督者（即管理階層）維持一定程度的距離，進而提升董事會運作的透明度、效率、可信度<sup>19</sup>。而資源倚賴理論係將獨立董事當成是重要資產的提供者，亦即該等董事可利用其知識、技能、人脈，監督公司、提供意見與諮詢、為公司牽線、取得外部資源，以補強公司的專業能力<sup>20</sup>。總之，前者強調獨立董事的監督功能，著重於要求其須具備一定的獨

<sup>18</sup> 可見單軌制下的獨立董事，其職責相當於雙軌制的監察人，因此於台灣原已設有監察人一職的情況下，復設立獨立董事一職，將造成公司可能出現三種組織模式（只設有監察人、或有獨立董事和監察人、或有獨立董事和審計委員會）的情形，因與本論文主軸無關，暫不探討，可參見賴英照，2011年證券交易法解析（簡明版），頁89-90。

<sup>19</sup> 該構想最初提出者，詳見Eugene Fama & Michael Jensen, Separation of Ownership and Control (1983), Journal of Law and Economics 26.

<sup>20</sup> See generally Jeffrey Pfeffer & Gerald R. Salancik, The External Control of Organizations (1978),



立性要件；後者強調獨立董事的資源功能，因此會要求其須具備特定的專業能力。

為了確保執行業務的獨立性與專業性，證交法、獨立董事辦法中，復設有積極資格與消極資格的要求。此外，雖證交法規定可由公司自由設置獨立董事一職，惟實際上因證券交易所與證券櫃台買賣中心透過上市櫃審查準則<sup>21</sup>，要求新上市櫃公司均應設置，且自2011年起證交法於第14條之2要求金融業及資本額100億元以上的非金融業上市櫃公司均應設置<sup>22</sup>，2013年又進一步規定<sup>23</sup>，除上述公司以外，所有上市櫃公司均應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少二人，且不得少於董事席次五分之一。另關於適用的日起，依據證券交易法第一百八十一條之二，實收資本額新臺幣一百億元以下上市（櫃）公司，得自現任董事或監察人任期屆滿時始適用；現任董事、監察人任期如係於中華民國一百三年屆滿，得自一百零三年選任之董事、監察人任期屆滿當年始適用之。故未來所有公司均會設立獨立董事。

## （二）若干委員會的設置要求

增訂證交法第14條之4，使公司可以由全體獨立董事組成審計委員會，以取代監察人制度；而至2017年將要求實收資本額20億以上公司均應設置該委員會<sup>24</sup>。與監察人不同的地方在於，審計委員會由獨立董事組成，其多數職權係由合議行之，且其具體職權，除了原本即屬於獨立董事、監察人的職權外，另多出內控制度有效性的考核一項。可見審計委員會之設立，亦是為了強化董事會監督職能。

另在證交法第14條之6有薪酬委員會設立的要求，規定依證交法發行股票之公

---

University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

<sup>21</sup> 即臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第九條第一項第九款、與證券商營業處所買賣有價證券審查準則第十條第一項第十二款暨不宜上櫃規定具體認定標準。

<sup>22</sup> 依據證券交易法第十四條之二規定，已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市（櫃）期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。另依2011年金管證發字第1000010723號解釋，依據證券交易法第一百八十一條之二規定，依前點規定須設置獨立董事者，得自現任董事或監察人任期屆滿時，始適用之。但已依本法發行股票之證券投資信託事業、非屬上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商及上市（櫃）期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上未滿新臺幣五百億元非屬金融業之上市（櫃）公司，現任董事、監察人任期如係於中華民國一百年屆滿，得自中華民國一百年選任之董事、監察人任期屆滿時始適用之。

<sup>23</sup> 金管證發字第1020053112號。

<sup>24</sup> 參考2013年金管證發字第10200531121號。

司應強制設立，目的是為了保障投資人權益、減少公司在連續虧損時董監仍坐領高薪之肥貓弊端。此委員會之設立，是為了保障股東及相關利害關係人的權益，惟依照薪酬委員會辦法第7條第5項，董事會仍可用特別決議，不採納或修正薪酬委員會的決議，可見該委員會所定的報酬屬於建議性質。

### （三）財務、業務及股權變動之資訊公開

依證交法第36條各項，公司應定期公告申報年度、半年度、季財務報表、以及每月營運情形，且若發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項、或者股東常會承認的年度財務報告與公司先前申報公告者內容不一致時，均應另向主管機關申報，並應逐年申報內部控制聲明書。另依第25條，公開發行股票之公司於登記後，應即將其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東，所持有之本公司股票種類及股數，向主管機關申報並公告之。且之後應逐月將持有股數變動之情形，向公司申報。

## 第三節 公司治理之評估與影響

若干實證研究已證實，公司遵循上述基本原則所建立的公司治理規範，的確對該公司的營運表現有正面影響；且公司的公司治理情況越好，其營運表現越佳，兩者有極高的正相關性<sup>25</sup>。因此，各國大抵上均根據該等原則，建立相關的公司治理制度，要求公司應遵循之。

### （一）跨國的治理評鑑機制

在另一方面，亦有私人機構以量化、質化方式，針對各公司的公司治理情況進行評分，以供投資人、債權人、規範制定者參考。該等評鑑可能是利用抽樣方法僅針對部分公司、或是針對該國內市場所有公開發行公司為之。該等私人機構，可能是非盈利組織、亦可能是盈利機構。前者諸如亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association）每年定期發佈亞洲各國之公司治理評鑑報告（

<sup>25</sup> 詳見Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), Saints and Sinners: Who's Got Religion (2001), CG Watch; Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), Stray Not into Perdition—Asia's CG Momentum Slows (2010), CG Watch; Jucian Bebchuk et al., What Matters in Corporate Governance? (2004), The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 491, 20.

CG Watch)、東南亞國家協會(Association of Southeast Asian Nations)針對東南亞國家發佈的公司治理計分卡(ASEAN Corporate Governance Scorecard)等,均屬行之有年且具有一定公信力的參考指標。而盈利機構諸如亞洲里昂證券集團(Credit Lyonnais Securities Asia)定期針對從二十五個開發中國家抽樣出前五百大公司依其公司治理好壞進行排名、或是標準普爾(Standard & Poor's)以揭露資訊品質為主要考量所針對二十七個國家之前三十大公司做的評比等等。

## (二) 台灣的資訊揭露評鑑系統

我國自2004年以降,由台灣證券交易所與證券櫃台買賣中心,委託證券暨期貨市場發展基金會建置「資訊揭露評鑑系統」,針對台灣所有上市櫃滿一年的公司,以前一年度的公開資料為基礎,針對該企業資訊揭露的完整性與透明度進行評鑑。詳言之,針對年報、公開資訊觀測站、公司網站、公司受處分記錄等公開資訊,依五大指標(法規遵循、資訊時效性、財務預測、年報資訊、網站資料)進行評鑑<sup>26</sup>。由於資訊揭露為公司治理之一大面向,因此欲評價台灣某上市櫃公司的公司治理情況,可參考資訊揭露評鑑等級。

## (三) 台灣的公司治理評鑑系統

此外,為了協助投資人及企業瞭解公司治理實施成效,並促使企業更重視公司治理、引導企業間良性競爭並強化公司治理水平,自2014年開始,將另針對所有上市櫃公司進行「公司治理評鑑」,評鑑範圍包括去年度公司揭露與治理相關的事項、發生公司治理相關的事件、以及股東會、董事會、獨立董事之職權行使情形,而評鑑指標更為全面:包含股東權益的維護、股東平等對待、董事會結構與運作、資訊透明度、利害關係人利益之維護及企業社會責任<sup>27</sup>。可見公司治理評鑑係包含資訊揭露評鑑的內容、並做更完整的擴充,其評鑑結果將更具參考性。惟由於本論文撰寫時為第一年實施評鑑,為避免評鑑實施初期有所失誤、導致本論文後續的分析結果不正確,本論文擬不採取該公司治理評鑑等級為公司治理成效變數,合先敘明。

<sup>26</sup> 證券暨期貨市場發展基金會,資訊揭露評鑑, <http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=112> (最後瀏覽日2014年9月)

<sup>27</sup> 證券暨期貨市場發展基金會,公司治理評鑑, <http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=3404> (最後瀏覽日2014年9月)

## 第四節 亞洲地區的特殊現象



亞洲各國於建制公司治理機制初期，大抵是透過制度移植的方式，引入英美等國的公司治理規範。近年來許多研究透過實證或觀察發現，亞洲地區的公司治理環境，有若干不同於其它區域的特殊現象。於治理機制實踐的過程中，該等區域性的特殊因子，或多或少影響了治理機制的成效。以下謹以兩則研究報告，說明亞洲地區的特殊現象、以及可資因應的治理政策。

### （一）OECD之公司治理圓桌論壇

自1997年亞洲金融危機以降，OECD發覺亞洲地區的經濟、法律、政治環境有其特殊性，而該區域的經濟成長與風險管控，會對全球資本市場造成極大與深遠的影響。因此，為針對該區域的其公司治理機制做一妥善的規劃、並持續追蹤該區域內主要國家的實踐情況，乃於1999年成立亞洲公司治理圓桌論壇（Asian Roundtable on Corporate Governance），使該區域內主要國家的決策者、政策執行者、與相關領域專家學者、國際組織代表可定期齊聚一堂，共同研擬強化公司治理的政策方向與具體做法<sup>28</sup>。該會議每年召開一次，參與國家包括孟加拉、中國、台灣、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、泰國、越南。

於多年持續觀察後，於2011年該圓桌論壇提出一份改善亞洲區公司治理機制的完整報告（Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level, 以下簡稱改善報告），裡面彙整了亞洲區域特殊現象、以及改善治理機制的優先順序。改善報告提到的特殊現象，包括三種情況，以下分述之。

### （二）持股結構的特殊性

該報告提到，多數亞洲區域的公司，其絕大多數股份集中由單一、少數的股東所掌握。該等股東有絕對的主導權與控制權，常見的是國家（state-related）、商業利益團體（business group-related）、或是家族（family owned）。特別的是，許多公司除了上述現象外，兼有交叉持股的現象（interlocking corporate form），使

<sup>28</sup> 關於該圓桌會議之更多資訊，可參考 OECD, Corporate Governance in Asia, <http://www.oecd.org/corporate/corporategovernanceinasia.htm> (last visited: Dec. 7, 2014).

得控制權更加強化<sup>29</sup>。

詳言之，控制權屬於國家所有這類型的公司，在亞洲區有十分重要的經濟地位。例如2007年在中國，該類型企業的市場資本額高達該國總資本額的83.1%。而該類公司，對於引入治理機制的態度較為保守。另一方面，控制權屬家族所有的公司，則較可能希望透過改善公司治理、以吸引投資。

### （三）普遍存在的關係人交易

該改善報告指出，當公司的大股東具有絕對優勢的控制權時，少數股東的保護亦顯重要。亞洲地區由於存在許多關係企業，其往往利用關係人交易，以便在集團之間互通有無、進行稅務規劃、移轉資產、提供財務協助。誠然多數的關係人交易，可能是日常性且具有效率性的（normal day-to-day business and economically efficient）；但仍有一部分的交易係屬於關係人交易的濫用，亦即利用該等交易損害少數股東的權益、而使控制股東獲利。該類型交易常見的類型諸如：以非公允價格進行的資產移轉交易（tunnelling）、子公司財務報表的非公允表達等等。

### （四）董事提名與選舉制度的特殊性

董事於現代公司的任務很多，諸如替股東監督管理階層、追求公司利益的最大化、決定重要的業務、財務、人事政策、以及平衡不同利害關係人的利益等等。而該改善報告指出，基於亞洲地區公司持股結構的特殊性，多數董事均由控制股東所提名或指派，且少數股東幾乎沒有撼動董事選舉結果的可能。在這種情況下所選認出來的董事，無論是一般董事、或是名為獨立董事（independent director）、外部董事（outside director）者，縱然被賦予客觀判斷、獨立決策的任務，但仍很難發揮實質影響董事會決策的能力<sup>30</sup>。

於進入實證分析前，對上開亞洲特殊現象有所了解，有助於之後的結果分析。至於該報告中對治理機制的數點建議，擬於第五章介紹比較法時再一併詳述。

---

<sup>29</sup> 前揭註8，頁9。

<sup>30</sup> 前揭註，頁10。

## 第五節 台灣之特殊現象



於經營結構方面，台灣公司存在若干特殊現象，以致上述公司治理制度的成效恐因此受到影響，以下分述之：

### (一) 家族企業之比例極高

關於家族企業的定義，在不同的文獻中有不同的看法；定義有寬鬆與嚴格之別，亦有形式判斷或實質判斷之別<sup>31</sup>。以台灣為對象所做的實證研究，認定某一公司是否屬於家族企業，多依照台灣新報社資料庫（Taiwan Economic Journal）的定義，認為合於下列各項之一者，即屬於家族<sup>32</sup>企業：

- 一、家族裡面至少要有兩人以上出任集團旗下公司的董監事，或者有達到公開說明書及年報揭露標準的經理人（經理以上）。
- 二、董事長及總經理由單一家族成員出任，董事控制席次大於百分之五十，且友好董事席次及外部董事席次<sup>33</sup>均小於百分之三十三。
- 三、董事控制席次大於百分之三十三且最終控制者家族成員至少有3人出任董監事及經理人。
- 四、控制持股大於必要控制持股。

若根據上述定義所取得的資料，可看出家族企業為我國的主要企業形態，其約占所有公司比例之百分之六十以上。而在該等家族企業中，家族成員擔任董事

<sup>31</sup> 有文獻針對常見的家族企業定義做完整的彙整，詳見Danny Miller et al., Are Family Firm really Superior Performers? (2007), Journal of Corporate Finance 13, 834-5.

<sup>32</sup> TEJ主要是以公司揭露的公開說明書或年報的資訊為主，一般來說年報會揭露二等親以內家族成員，但有些公司會揭露姻親關係的資訊，詳細說明可參考集團組成，TEJ資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cgc.htm>（最後瀏覽日：2014年5月）。

<sup>33</sup> 「外部」定義如下：非屬於最終控制者，且未於公司內部任職之經理人。外部人又可依與最終控制者之關係，區分為友好及非友好關係。而「友好關係」包含以下數種情形：集團間之最終控制者具血源關係（例如中信集團與台泥集團、鴻海集團與正崴集團等）、集團間之最終控制者具姻親關係（例如新光集團與太子車集團、永豐餘與精業集團、台泥集團與嘉泥集團）、或者是本屬同一集團，但後來分割獨立者（例如宏碁、明基、緯創）、或公司係由三五好友共同創立，但後來又各自獨立為不同集團（例如太電、華新麗華）、以及其他情形（例如寶成集團與精英集團、官股支持者）。但友好關係並非永久不變，可能發生兄弟鬩牆，經營權爭奪，或理念不合等事件，致友好關係生變，當有明顯證據顯示友好關係不再，TEJ資料庫亦會將友好關係作調整，詳見JEJ公司治理模組說明，TEJ資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cg.htm>（最後瀏覽日：2014年5月）。

或管理階層的情形十分普遍（見下表），可見在家族企業中，家族成員參與監督、經營的比例極高、對公司的控制力強。



表一 家族企業占所有企業之比例<sup>34</sup>

	2012年底	2013年底
公司 <sup>35</sup> 總家數	605,365	620,401
家族企業比例	60.03%	60.68%
董事長屬家族成員比例 <sup>36</sup>	79.3%	77.86%
總經理屬家族成員比例 <sup>37</sup>	45.89%	44.21%

由該等數據可以發現，「經營與所有分離」在台灣公司並非普遍現象。亦即在台灣，許多公司是屬於所有權與經營權高度重疊的家族企業。實際上，高比例的家族企業可謂是東亞國家常見的情況；根據國外研究，東亞一共有九個國家，其一半以上的公司屬於家族企業<sup>38</sup>。

該現象對公司治理的影響，可分為兩個面向：

首先是在董事會職能的面向，根據文獻分析<sup>39</sup>，家族企業的董事會，於用人時往往優先選用有血緣關係家族成員，此作法不僅可握有公司之控制權、更可增加家族成員對企業的認同感、降低決策者間的交易成本；但在選任的過程中，卻容易忽略其專業性與適任性的問題。而於決策時，有高度追求企業和諧與安定的傾向、且易屈服於大家長的權威之下，致使決策時較不容易產生不同意見，損及董事會的決策與監督品質。

其次在另一方面，文獻亦有指出<sup>40</sup>，於家族企業，可能面臨的代理問題有兩種：第一種是公司的經營者與股東之間的代理問題，第二種則是控制權股東與非控

<sup>34</sup> 資料來源為 TEJ 資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cg.htm>（最後瀏覽日：2015 年 9 月）。

<sup>35</sup> 這裡的公司，包含無限公司、兩合公司、有限公司、股份有限公司。

<sup>36</sup> 在所有家族企業中，由家族成員擔任董事長的比例。

<sup>37</sup> 在所有家族企業中，由家族成員擔任總經理的比例。

<sup>38</sup> 包含香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣，少數國家由於數據缺乏而無法得出結論（例如中國），*supra* note 7, 50-5.

<sup>39</sup> 該現象於若干文獻均有論證分析，參見林穎芬、劉維琪，從高階主觀薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度（2003），*管理學報*第20卷第2期，頁365-395；嚴奇峰，台灣傳統加齊企業極端共存組織現象之探討——系統穩態觀點（1994），*管理評論*第13卷第1期，頁1-22。

<sup>40</sup> *See generally supra* note 4.

制權股東間的代理問題。家族企業固然經營與所有並未完全分離、而可相當程度降低公司經營階層作出背離股東最大利益的行為決策，使得第一種代理問題減少；但在另一方面，身為控制股東，該企業經營者亦可能犧牲非控制股東的權益以謀求自身利益，亦即即使家族企業也難免第二種代理問題。

此外，實證上也證實，家族企業相較於非家族企業，具有任人唯親、侵佔屬公司之利益、為求和諧使公司監督機制不彰等的現象<sup>41</sup>。此等現象不僅不利於公司績效，亦可能造成代理成本增加。且由於家族享有控制權，若公司經理人由家族人員擔任，該經理人較難受到監督力量的牽制，而容易流於牟取個人與家族的利益，不利於公司整體發展<sup>42</sup>。

綜上所述，家族企業控制結構，具有不同於一般公司的特徵，其對公司治理制度成效的影響為何，實難一概而論。詳言之，雖然理論上，家族企業中董事會的決策與監督能力較低（即對公司治理產生負面影響），但該企業與股東間的代理問題亦較小（對公司治理產生正面影響），因此用論理的方式，實難推測當企業控制形態為家族企業時，對現有的公司治理機制之影響<sup>43</sup>，此部分將留待第三章為迴歸分析。

## （二） 董事長兼任總經理職位

關於董事會的職權範圍，從公司治理的角度觀之，董事會應屬公司之政策制定者與監督者，並指派適任之人選擔任經營階層以執行業務<sup>44</sup>。而我國公司法第202條雖訂有董事會之職權，惟因該未將決策權與執行權加以區分，使得在我國董事會究竟屬於業務決策機關、抑或業務執行機關，並不明確<sup>45</sup>。

由於董事會之職權不明，因此關於董事長的職權，雖然在公司法第208條第3項規定，董事長對內為股東會、董事會、及常務董事會主席，對外代表公司。但由於董事長本身亦屬董事之一員，因此董事長之代表權內容，究竟是代表業務決

<sup>41</sup> See generally *supra* note 31.

<sup>42</sup> 蔡柳卿、楊朝旭、許慧雯，台灣電子業家族經理人之外部董事會連結與公司創新：論控制家族代理問題之影響（2014），台大管理論叢第24卷第2期，頁182。

<sup>43</sup> 例如曾有文獻利用1999年至2006年台灣曾發生舞弊案件之上市上櫃公司，每家公司配以二家規模、產業類似的非舞弊公司後，進行迴歸分析；實證結果發現，相較於非家族企業，家族企業舞弊的機率顯著較低。由此可推知，家族企業因經營與所有結合而減少的代理問題，使得其舞弊的誘因降低。此時家族企業中董事會的監督功能弱化，似未造成不利的影響，參見林嬋娟、張哲嘉，董監事異常變動，家族企業與企業舞弊之關聯性（2009），會計評論第48期，頁28。

<sup>44</sup> 前揭註12，頁124。

<sup>45</sup> 王文宇，論大型企業之公司治理法制（2012），月旦法學雜誌第200期，頁285。



策機關？或是代表業務執行機關？亦產生類似的疑義。

上述未決的問題，將使得董事長可否兼任總經理一職，產生了判斷上的困難。首先，就比較法以觀，在採單軌制的國家（如英國、美國），由於採獨立董事制度，其董事會係利於政策制訂與監督者的角色，而以經理人為業務執行者，形成決策與執行分工的模式。因此在單軌制國家，過去雖有董事長兼執行者的情形，但金融海嘯發生後，為了強化公司治理，英國已禁止這種一人身兼二職的做法。在採雙軌制國家（例如德國、日本），也強調在董事長身兼總經理或執行長職位時，公司應確保該董事長的業務執行責任、不會妨害其執行客觀監督的能力<sup>46</sup>。

其次，許多國家的實際狀況是，當董事長身兼總經理或經理人時，因為其權力極大，實際上有很大的機會，該董事長不受董事會或監事會的制衡<sup>47</sup>。可見，為了避免身兼總經理的業務執行責任、會妨礙其原本身為董事的客觀監督之職能、影響身為董事長主持董事會之公正性，致使降低公司內部治理的效果，比較法上多半不鼓勵身兼二職。故我國上市上櫃公司治理實務守則第23條，要求上市上櫃公司董事長及總經理之職責應明確劃分，且建議董事長及總經理不宜由同一人擔任，如董事長及總理由同一人或互為配偶或一等親屬擔任，則宜增加獨立董事席次云云，期望能提高董事會之獨立性。

返照台灣之現況下，許多公司之董事長身兼總經理職位，該現象對公司治理的影響，可分為兩個面向：

首先可從董事會職權的角度出發，而認為身兼二職會減損董事長於董事會應有的客觀性及監督能力，削弱董事會緩和代理問題的功能，不利於公司治理，對公司績效產生負面影響<sup>48</sup>。於股票市場上，已有研究證實市場視董事長身兼總經理此為一負面訊息，該消息釋出將不利於股價<sup>49</sup>，證實該現象確實對公司績效有負面影響。

<sup>46</sup> De Brauw Blackstone Westbroek et al., European Union: Guide to Trends in Corporate Governance in Europe (2010), 25-7.

<sup>47</sup> Klaus J. Hopt, Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation (2011), Am. J. Comp. L. 59(1), 32.

<sup>48</sup> R. L. Watts & J. L. Zimmerman, Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective (1990), Accounting Review 65(1), 131-56.

<sup>49</sup> D. L. Worrell et al., One Hat Too Many: Key Executive Plurality and Shareholder Wealth (1997), Strategic Management Journal 18(6), 499-507. 此外，亦曾有以台灣上市上櫃公司為研究對象，探討外資持股偏好與公司治理機制的關聯性，發現外資較不願持有董事長身兼總經理之公司股票，參見張裕任、王泰昌、吳琮璿，公司治理機制與外資持股偏好關聯性之探討，管理與系統第16卷第4期，頁505-532。

其次，可從經營效率增加的角度觀之，在身兼二職的情形，有可能因為權力更集中、決策執行更順暢，且將因為兼職而獲得更多資訊、更能掌握公司營運狀況，進而使經營效率提高<sup>50</sup>。

綜上所述，董事長兼任總經理，縱然在比較法與現行之實務守則上，均屬不鼓勵的情形，但其對公司治理為正面或負面影響，從不同角度切入、會得到不同的結論，此部分亦留待第三章為分析。

### (三) 審計委員會與監察人擇一

根據證交法第14條之4，公開發行公司得自由選擇擇一設置審計委員會或監察人。希望藉助獨立董事及審計委員會之設置、輔助及提升董事會之專業能力。而根據金融監督管理委員會的最新政策，未來所有上市櫃公司、公開發行的金融事業，均須設置獨立董事<sup>51</sup>；且強制設立審計委員會的實收資本額門檻亦逐年降低。可見得主管機關有意逐步以審計委員會、取代監察人的角色；但這樣的政策選擇，是否有其合理性？是否可改善監察人擔任監督機關的缺點？學界迭有爭議<sup>52</sup>。

該等爭議主要基於三個理由。一，根據證交法第14條之4、第14條之5，審計委員會除了原本的監督職權外，尚有取得或處分資產、從事衍生性金融商品交易、資金貸與他人、為他人背書保證之重大財務業務行為的同意權。該同意權本質上屬業務決策權限<sup>53</sup>。如此一來，將使得審計委員會自己監督自己所為的決策，此公司治理機制顯然不妥。

其次，我國的審計委員會，與英美法下的審計委員會，是否有相同的定位？觀諸比較法，審計委員會是單軌制底下的產物，其隸屬於董事會底下，主要職權為監督外部簽證會計師、確保財務報告與報表的公允表達、確保公司遵循相關會計法規、監督內部控制機制的有效運作、以及風險管理<sup>54</sup>。與雙軌制底下的監察人為董事會以外的機關，概不相同。而台灣於引入審計委員會之時，制度設計並未

<sup>50</sup> Charlie Weir & David Laing, Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK (2001), European Business Review 13(2), 86-95.

<sup>51</sup> 參見2013年11月28日金管證發字第1020049956號令。

<sup>52</sup> 前揭註9，頁35。

<sup>53</sup> 劉連煜，公開發行公司董事會、監察人之重大變革（2006），台灣本土法學雜誌第79期，頁8。

<sup>54</sup> See generally F. Todd De Zoort, An Investigation of Audit Committees' Oversight Responsibilities (1997), Journal of Accounting, Finance and Business Studies 33(2).

完全仿照比較法下單軌制的設計<sup>55</sup>；復又於證交法第14條之3第3、4項準用監察人的規定，形同一種特殊的單軌制與雙軌制並存的詭異現象。

最後，原本監察人制度的主要缺點，普遍認為是欠缺專業性、以及資訊揭露的不足。針對專業性的缺失，證交法第14條之2第2項、第14之4第2項、以及在公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法中，訂有獨立董事的消極資格與積極資格，可謂是一種解決辦法。惟針對資訊揭露不足的部分，相關法規並未有直接的解決方法。

綜上所述，審計委員會相較於監察人制度，是否必然是較佳的選擇，難從推理上得到結論，本文擬將留待第三章進行實證分析。

---

<sup>55</sup> 例如在第14條之5新增若干與監督財務報表、內控機制無關的職權。

# 第三章 實證分析



## 第一節 研究假說

無論是從論理推導、或是實證結果，均肯認在通常的情形下，當國家具備完備的公司治理規範、個別公司內部具備良好的治理機制，該公司在未來會有較佳的營運績效<sup>56</sup>。亦即，在一般情形下，良好的治理機制、與公司的營運績效之間，具有高度的正相關性；從而可推知，公司之營運績效，可作為公司治理成效之有效指標。據此可發展出假說一：

- 假說一：公司治理因子、與其營運表現，呈正向關係。

然而亦有研究顯示，當公司存在特殊的控制結構時，原有的公司治理機制，對公司績效的正面影響程度，將因此受影響。所謂「特殊控制結構」，包括公司之董事會獨立性低、關係企業的控制關係屬於金字塔結構（pyramid ownership structure）、家族企業、國營企業、交互持股比例高、董事身兼經理人之比例較高等情形。由於該等特殊情事，將對既有的治理機制產生一定效果，進而使公司營運表現受到影響<sup>57</sup>。因此，本研究擬擇取「家族企業」、「董事長身兼總經理」這兩種台灣常見的企業控制與經營形態，進行研究。而於設立假說之前，須先對該等特殊情事所可能造成的效果，進行分析。

先探討兼任的部分。承上所述，董事長兼任總經理，一方面可能提升決策與執行的效率，另一方面亦可能減損董事長的監督功能。由於本論文探討者為兼任情形對公司治理的影響，因此宜優先考慮兼任情形會影響公司治理的部分。亦即，此時「減損監督功能」為主要看重者：在兼任公司中，治理機制的正面影響會受到抑制。據此發展出假說二。

- 假說二：相較於未兼任公司，兼任公司之公司治理因子、與其營運表現

<sup>56</sup> 相關實證研究，諸如Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), Saints and Sinners: Who's Got Religion (2001); 以台灣公司為樣本者，如Hsian-tsai Chiang, Am Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance (2005), Journal of American Academy of Business 6(1), 99; 以韓國公司為樣本者，Bernard S. Black et al., Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea (2003), JLEO 22(2), 28.

<sup>57</sup> Michael L. Lemmon & Karl V. Lins, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis (2003), The Journal of Finance 58(4), 1466.

之正向關係較不顯著。

最後是家族企業的部分。承前所述，家族企業的代理問題，主要不是在管理階層與股東之間，而是在控制股東與少數股東間的利益衝突。根據現存文獻，家族企業中，控制股東與少數股東的利害關係，可分別由下列二種理論進行解釋：利益防禦效果（entrenchment effect）及利益一致效果（alignment effect）。

根據利益防禦效果，當家族持股比例越高，則將越有足夠的股權使其職位受到保證，因而更會發生剝削投資人以牟取家族私利、或是反併購行為（anti-takeover behavior），因而造成掠奪少數股東利益的效果<sup>58</sup>。相反的，利益一致效果係從代理理論出發，認為提高持股將可緩和代理問題，因此家族企業的持股比例越高，將使其與少數股東間利益趨向一致，家族企業更會發揮其監督效果，對公司有正面影響<sup>59</sup>。

由於實證上均較為支持利益防禦效果<sup>60</sup>，本論文亦暫且從眾，發展出假說三。

- 假說三：相較於非家族企業，家族企業之公司治理因子、與其營運表現之正向關係較不顯著。

上述三個假說，將在第四節實證結果檢驗該等假說之正確性。

## 第二節 實證模型與變數

本研究欲探討在家族企業、與董事長兼任總經理的情形，既有的公司治理機制，與公司營運表現之相關性，是否造成影響。模型擬以普通最小平方估計（ordinary least squares）推導出多元線性迴歸方程式（Multiple Linear Regression Model），即

---

<sup>58</sup> *Supra note 27*; Joseph P. H. Fan & T.J. Wong, Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia (2002), *Journal of Accounting and Economics* 33(3).

<sup>59</sup> *Id.*

<sup>60</sup> 例如曾有實證研究發現，台灣家族企業所有權與現金持有所創造出的價值，具有負向關係，亦即家族企業使用線的績效表現較差，從而降低公司價值，而符合利益防禦假說的觀點，陳震宇、張千雲、楊媚靜、周建新，家族企業是否影響企業現金持有所創造之績效表現，*企業管理學報*第101期，頁27；家族企業常透過利益輸送方式，將資源從某一家公司、移轉到家族擁有較高現金流量權的公司，以竊佔屬於少數股東的利益或盈餘，Marianne Bertrand et al., *Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups* (2002), *Quarterly Journal of Economics* 117(1).此外，亦有實證證實，家族企業雖有助於公司追求價值極大化，但控制股東與少數股東間會因為利益分歧，而使後者遭受損害，Ronald Anderson et al., *Founding family Ownership and the Agency Cost of Debt* (2004), *Journal of Financial Economics* 68(2), 263.



下列模型一、二、三驗證之。

模型一：檢定假說一

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \varepsilon_i$$

模型二：檢定假說二

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (DUAL_i * IND_i) + \beta_7 (DUAL_i * AUD_i) + \beta_8 (DUAL_i * IDTRS_i) + \varepsilon_i$$

模型三：檢定假說三

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (FAM_i * IND_i) + \beta_7 (FAM_i * AUD_i) + \beta_8 (FAM_i * IDTRS_i) + \varepsilon_i$$

式中：

$\beta_0$ =迴歸模型之常數。

$\beta_{i, i \neq 0}$ =迴歸模型中的係數。

$ROA_i$ =第i家公司，調整產業平均值後的總資產報酬率；

$IND_i$ =第i家公司，其獨立董事占全體董事之比例；

$AUD_i$ =第i家公司，是否設有審計委員會之虛擬變數（dummy variable），若有設為1，若無則0；

$IDTRS_i$ =第i家公司，其資訊評鑑等級，共有A++、A+、A、A-、B、C、C-七種等級，依序設為6、5、4、3、2、1、0；

$LEV_i$ =第i家公司，其負債比率

$LSIZE_i$ =第i家公司，其總資產數額取自然對數；

$DUAL_i$ =第i家公司，董事長是否身兼總經理之虛擬變數，若是設為1，若否則0；

$FAM_i$ =第i家公司，其控制形態是否為家族企業，若是設為1，若否則0；

$\varepsilon_i$ =第i家公司，其殘差項。

## （一）應變數：總資產報酬率（Return on Asset, ROA



)

總資產報酬率，為管理當局及一般投資大眾用來衡量公司創造經濟價值能力的傳統獲利指標<sup>61</sup>，也是作迴歸分析時常用來當作公司獲利能力、經營績效、經理人表現的變數<sup>62</sup>。其定義為企業每投資一元的資產可以產生的累積利潤，可看出企業管理與運用資產的能力，公式如下：

$$ROA = \frac{\text{稅後息前淨利}^{63}}{\text{總資產}}$$

## (二) 自變數

本研究之自變數，係從台灣目前已建制的公司治理規範中，揀擇最重要且屬於可量化的三項治理機制，當成自變數：「獨立董事占全體董事之比例」、「是否設有審計委員會」、「資訊評鑑等級」。之所以只揀擇最重要者為變數，係為滿足線性迴歸方程式中、變數間彼此不能有共線性（perfect collinearity）的要求<sup>64</sup>；亦即變數間不可以有確定的線性關係（constant linear relationship），否則推導出來的多元線性迴歸方程式（Multiple Linear Regression Model）、將違反普通最小平方估計（ordinary least squares）的假設<sup>65</sup>，使得該方程式不正確。

以上三項變數，再加上「是否為家族企業」、「是否董事長身兼總經理」，一共構成六項自變數，分述如下：

### 獨立董事占全體董事之比例（Independent Director Ratio, IND）

<sup>61</sup> 其他常見的獲利指標，諸如股東權益報酬率（ROE）、每股盈餘（EPS）均屬此類指標。這些指標之中，究竟何者對公司獲利能力之解釋能力最佳，目前尚無定論。本研究亦針對其他兩指標為迴歸分析，由於不同應變數之迴歸結果，其差異極小、且差異並無討論之意義，因此故以下僅節錄總資產報酬率之迴歸結果。

<sup>62</sup> Chiang, *supra* note 56, 97-8.

<sup>63</sup> 本研究為避免不同產業之毛利率不同、進而影響總資產報酬率的高低，該稅後息前淨利，係已扣除該公司所屬產業的淨利平均值，並已扣除本年度應納稅額，但尚未扣除本年度擬發放的股息紅利。

<sup>64</sup> 劉彩欽、陳欽賢，STATA基礎操作與統計模型應用（2012），頁218。

<sup>65</sup> 納入過多變數，將導致該假設無法滿足，例如，最終控制者控制之董事席次比例，固然可作為公司治理好壞的一項指標，但因為該比例與獨立董事占董事席次比例，兩者有負向關係，且關聯性極強（此即共線性）。若以該比例當成變數、放入方程式，將導致迴歸後的估計方程式不正確。此結論業可經由數學證明，對證明過程有興趣者，可參考 Jeffrey M. Wooldridge, *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (2013), 81.

為了強化公司治理，證交法增訂第14條之2至14條之5引進之獨立董事制度，希望專業外部人擔任董事，可提高董事會的獨立性。因此本研究推斷，該比例與公司營運表現呈正向關係。



## 審計委員會 (Audit Committee, AUD)

依新增之證交法第14條之4，公司可選擇組成審計委員會、以取代監察人制度；前者之多數職權係由合議行之，且其具體職權另多出內控制度有效性的考核一項。雖然比較法上，審計委員會之存在，是屬於董事會下的功能委員會，主要由非執行業務董事所組成，主要功能是確保公司的財報資訊、與內部控制機制，係以保護股東權益為導向；且在董事會有不恰當行為時，擔任吹哨者角色 (whistle-blowers)<sup>66</sup>。但在我國因其係與監察人屬二選一的制度，從而其多數職權與監察人相同；再者雖然委員會就公司重大重大業務執行有先前審查權，但依證交法第14條之5第2項董事會可經特別決議不採納該委員會的決議<sup>67</sup>，因此審計委員會能產生多少監督效益，有待商榷。

有鑒於此，設立委員會的公司 (AUD設為1)、相較於未設立委員會的公司<sup>68</sup> (AUD為0)，前者是否具備較佳的公司治理機制、乃至於使公司營運表現較佳，兩者呈正向關係、負向相關、或無關係，並不明確。

## 資訊評鑑等級 (Independent Rating System, IDTRS)

證券暨期貨市場發展基金會受證券交易所與櫃台買賣中心委託，自2002年開始，每年定期針對全體上市櫃滿一年的公司，進行資訊揭露透明度的評量。評鑑所倚賴的資料，包含公司受懲處紀錄、公司輸入公開資訊觀測站之資料、股東會年報、公司設立的網站資訊…等等。而評鑑指標包含資訊揭露的法規遵循情形、時效性、預測性財務資訊的揭露、年報與公司網站資料的完整性<sup>69</sup>。

<sup>66</sup> 前揭註12，頁128-9。

<sup>67</sup> 前揭註9，頁37。另外，於審計委員會的設計上，尚有體系錯亂的問題。審計委員會係取法自單軌制國家，其組成為獨立董事，而獨立董事亦負有業務執行之權力與義務；反之，監察人是取自雙軌制國家，其屬於只有監督權限的局外人。該部分因非本章之重點，暫不贅述。

<sup>68</sup> 未設立審計委員會者，亦設有監察人制度。

<sup>69</sup> 相關資料，可參考證券暨期貨市場發展基金會網站，資訊揭露評鑑之總分析報告 (102年9月)，[http://weblines.sfi.org.tw/download/resh\\_ftp/資訊揭露評鑑之總分析報告\(102年9月\).pdf](http://weblines.sfi.org.tw/download/resh_ftp/資訊揭露評鑑之總分析報告(102年9月).pdf)。



由於該評鑑是台灣目前最完整的資訊評鑑系統，因此本研究擬以該評鑑結果，作為各公司資訊揭露程度之指標；而評鑑結果一共有七個等級，A++為資訊揭露品質最佳、C-為最差，其與該變數的關係如下：



表二 資訊評鑑等級與自變數 (IDTRS) 之對應

資訊評鑑等級	自變數IDTRS
A++	6
A+	5
A	4
A-	3
B	2
C	1
C-	0
無資料 <sup>70</sup>	0

良好的資訊揭露，屬於公司治理的目標之一，因此本研究推斷，資訊評鑑等級越高者、公司治理狀況較佳、從而有較良好的營運表現；亦即，評鑑等級與公司營運表現呈正向關係。

### 兼任與獨立董事占全體董事比例之交乘項 (DUAL\*IND)

此為驗證假說二之主要變數之一，本研究認為相較於未兼任公司，有兼任公司會弱化獨立董事比例與營運表現的正向關係，故預期方向為負。

### 兼任與審計委員會之交乘項 (DUAL\*AUD)

此為驗證假說二之主要變數之一。本研究認為，因無法預期在假說一時，審計委員會該變數的驗證結果會如何，因此該交乘項之預期方向亦不明確。

### 兼任與資訊評鑑等級之交乘項 (DUAL\*IDTRS)

<sup>70</sup> 無評鑑等級的情況，包括評鑑時上市上櫃未滿一年、公司經營不善、負責人有誠信問題這三種情況，由於可合理推測在這些情形下，公司揭露資訊之可信度極低，因此本研究擬為0。

此為驗證假說二之主要變數之一。本研究認為，由於欠缺可靠的論證，因此相較於未兼任公司，有兼任公司是否會弱化資訊評鑑等級與營運表現的正向關係，並不明確。



### 家族企業與獨立董事占全體董事比例의 交乘項 (FAM\*IND)

此為驗證假說三之主要變數之一。而認定某一公司是否屬於家族企業，係根據TEJ資料庫的資料，將控制形態分為四種：共治型態、單一家族主導、公股主導、專業經理人治理。若合於以下條件，將認定為家族<sup>71</sup>企業：

- 一、家族裡面至少要有兩人以上出任集團旗下公司的董監事，或者有達到公開說明書及年報揭露標準的經理人（經理以上）。
- 二、董事長及總經理由單一家族成員出任，董事控制席次大於百分之五十，且友好董事席次及外部董事席次<sup>72</sup>均小於百分之三十三。
- 三、董事控制席次大於百分之三十三且最終控制者家族成員至少有三人出任董監事及經理人。
- 四、控制持股大於必要控制持股。

本研究認為相較於非家族企業，家族企業會弱化獨立董事比例與營運表現的正向關係，故預期方向為負。

### 家族企業與審計委員會的交乘項 (FAM\*AUD)

此為驗證假說三之主要變數之一。本研究認為，因無法預期在假說一時，審

<sup>71</sup> TEJ主要是以公司揭露的公開說明書或年報的資訊為主，一般來說年報會揭露二等親以內家族成員，但有些公司會揭露姻親關係的資訊，詳細說明可參考集團組成，TEJ資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cgc.htm>（最後瀏覽日：2014年5月）。

<sup>72</sup> 「外部」定義如下：非屬於最終控制者，且未於公司內部任職之經理人。外部人又可依與最終控制者之關係，區分為友好及非友好關係。而「友好關係」包含以下數種情形：集團間之最終控制者具血源關係（例如中信集團與台泥集團、鴻海集團與正崴集團等）、集團間之最終控制者具姻親關係（例如新光集團與太子車集團、永豐餘與精業集團、台泥集團與嘉泥集團）、或者是本屬同一集團，但後來分割獨立者（例如宏碁、明基、緯創）、或公司係由三五好友共同創立，但後來又各自獨立為不同集團（例如太電、華新麗華）、以及其他情形（例如寶成集團與精英集團、官股支持者）。但友好關係並非永久不變，可能發生兄弟鬩牆，經營權爭奪，或理念不合等事件，致友好關係生變，當有明顯證據顯示友好關係不再，TEJ資料庫亦會將友好關係作調整，詳見JEJ公司治理模組說明，TEJ資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cg.htm>（最後瀏覽日：2014年5月）。

計委員會該變數的驗證結果會如何，因此該交乘項之預期方向亦不明確。



### 家族企業與資訊評鑑等級的交乘項 (FAM\*IDTRS)

此為驗證假說三之主要變數之一。本研究認為，由於欠缺可靠的論證，因此相較於非家族企業，家族企業是否會弱化資訊評鑑等級與營運表現的正向關係，並不明確。

### (三) 控制變數

由於應變數（總資產報酬率）除了受上述的自變數影響外，亦受其它因素影響，這些因素應儘可能放入控制變數中，可藉此提高以迴歸方程式預測樣本之正確性。

#### 負債比率 (Leverage Ratio, LEV)

其公式如下：

$$LEV = \frac{\text{總負債}}{\text{總資產}}$$

根據公司財務理論，負債比率與公司績效，可能呈現負向關係、亦可能呈現正向關係。因為當負債比率從0開始上升時，此時因此舉債可降低公司稅務負擔、使公司用較低成本獲取資金，因此屬正向關係；但當負債比率超過最適比率時，此時負債越高、公司破產風險也越高，而該破產風險所帶來的負效益、將大於減低稅務成本的正效益，此時負債與公司績效將變為負向關係<sup>73</sup>。實證結果證實，負債比率對公司績效，的確會產生影響；但對於影響方向屬正相關或負相關，既存的分析結果間有所歧見<sup>74</sup>。因此，本研究將不預設該控制變數與應變數之關係。

<sup>73</sup> Stephen A. Ross et al., *Corporate Finance* (2010), 530.

<sup>74</sup> 認為有影響者，諸如 Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance* (1997), *The Journal of Finance* 52(2); K.C. Gleason et al., *The Interrelationship between Culture Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers* (2000), *Journal of Business Research* 50, 185-191; R. Dessi & D. Robertson, *Debt, Incentives and Performance: Evidence from UK Panel Data* (2003), *Economic Journal* 113, 903-919. 而這三者研究中，Gleason et al.的分析結果是呈現負相關，而Dessi & Robertson則為正相關。

## 公司總資產數值取自然對數(Natural Logarithm on Total Asset, LSIZE)

於會計上，公司資產的定義為該公司所有與控制之資源，並可合理預期該資源未來會對公司產生經濟效益<sup>75</sup>。由於公司規模越大、資源越多，公司便可投入較多資源至營運活動，從而提高營運績效；另一方面，公司營運績效較佳，意味著有較多盈餘、可購入更多資產。因此，可合理推斷公司總資產與績效有正向之關聯性，此亦經實證研究所證實<sup>76</sup>。

此外，由於該變數之數值、將明顯大於其他變數，為避免最後結果過度受到該變數離群值(outlying)或極端值(extreme values)之影響，加上該變數之數值必定為正數(positive value)<sup>77</sup>，因此本研究將公司總資產值取自然對數之後，取得該變數。

綜合以上敘述，各變數之定義與衡量，可整理為下列表格(括號內為變數之簡寫)：

表三 變數的預期方向與定義

變數名稱	預期符號	定義及衡量
ROA		總資產報酬率
IND	+	獨立董事占全體董事之比例
AUD	?	審計委員會之設置，設置為1，未設置為0
IDTRS	+	資訊評鑑等級，共有A+、A、A-、B、C、C-六種等級，依序設為5、4、3、2、1、0
DUAL*IND (DIND)	-	董事長兼任總經理、與獨立董事占全體董事比例的互動項
DUAL*AUD (DAUD)	?	董事長兼任總經理、與設置審計委員會的互動項
DUAL*IDTRS	?	董事長兼任總經理、與資訊評鑑等級之互動項

<sup>75</sup> Donald E. Kieso et al., *Intermediate Accounting* (2008), 192.

<sup>76</sup> H. Demsetz & B. Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance* (2001), *Journal of Corporate Finance* 7(3), 209-33.

<sup>77</sup> *Supra note* 73, 185.

(DIDTRS)		
FAM*IND	-	家族企業、與獨立董事占全體董事比例的互動項
(FIND)		
FAM*AUD	?	家族企業、與設置審計委員會的互動項
(FAUD)		
FAM*IDTRS	?	家族企業、資訊評鑑等級的互動項
(FIDTRS)		
LEV	+/-	負債比率，總資產除以總負債
LSIZE	+	公司總資產取自然對數

### 第三節 資料來源與樣本選擇

本研究之資料來源，係取自台灣新報社資料庫 (Taiwan Economic Journal, 下簡稱TEJ資料庫)，並以2013年12月底之上市、上櫃、興櫃公司為研究對象。之所以限於該等公司，主要有二個理由：

一、許多公司治理機制，現行法與實務僅要求、允許公開發行公司設置，例如獨立董事、審計委員會等等，復加上資訊評鑑系統目前僅適用於上市櫃滿一年的公司；顧基於現實考量，上市櫃公司之公司治理資料較為齊全，乃將研究對象限於該等公司。

二、由於迴歸分析的正確性，須倚賴TEJ資料庫的正確性，而該資料庫之資料來源，主要為各公司自行對外公告的資訊。而依證交法第36條規定，上市櫃公司的年報必須經過外部會計師簽證，才可對外公告。由於經會計師簽證的年報、相較於未經簽證者，一般而言具有較高的可信度。因此，將樣本限於上市櫃公司，可確保迴歸分析所使用的資料具備一定程度的可信性，進而防止產生錯誤的實證結果。

至於樣本數，是以2013年12月底的、上櫃、興櫃公司，扣除上述變數資料不全者，如下表所示：

表四 迴歸分析之樣本數

	2013年底
樣本期間所有上市公司之公司數	838
樣本期間所有上櫃公司之公司數	658
樣本期間所有興櫃公司之公司數	261
減：迴歸模型所需變數資料不全者	(273)
最終樣本公司數	1484

## 第四節 實證結果

### (一) 敘述性分析

下表為各變數之敘述性統計分析，欄位依序為變數名稱、樣本數、平均數、標準差、最小值、最大值。由該表可看出，樣本公司（即資料齊全的上市櫃公司）中，家族企業占62%，而存在兼任現象者占31%，設有審計委員會的比例不高僅有11%，且資訊評鑑等級平均分數為A-至B之間。平均來說，獨立董事占董事席次比例約為20%，顯示多數公司董事會仍由內部董事構成。

在控制變數方面，於負債比例，平均值約為42%，可見台灣上市櫃公司資本結構中，負債占有一定程度比重，且其最大值與最小值相差百倍、標準差極大，可見不同公司的負債比率差異極大。而公司總資產以千計取自然對數後平均約為15.36，亦即台灣上市櫃公司之平均資產規模約為新台幣46.9億元<sup>78</sup>。

表五 各變數之敘述性分析

<sup>78</sup> 可利用自然指數函數求得，即 $\exp(X)=Y$ ，代入 $X=15.36$ ，可得到 $Y=4685579$ ，乘以1000，得到4,685,579,000，約46.9億元。

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roa	1493	2.668593	15.58153	-438.86	61.62
ind	1493	20.14988	17.47696	0	60
aud	1493	.1051574	.3068589	0	1
idtrs	1484	2.433288	1.385893	0	6
fam	1493	.6175486	.4861488	0	1
dual	1493	.3107837	.4629695	0	1
lev	1493	42.08795	19.67209	.58	98.65
lsize	1493	15.35984	1.640659	9.795345	22.41618
dind	1493	6.35321	14.01858	0	60
daud	1493	.0207636	.1426396	0	1
didtrs	1484	.6947439	1.252568	0	6
find	1493	11.29315	16.58841	0	60
faud	1493	.0475553	.2128946	0	1
fidtrs	1484	1.47372	1.551971	0	6

## (二) 相關性分析

藉由相關性分析，可探討個變數之間的關聯性，瞭解自變數之間是否存在共線性問題。誠如前文所述，線性問題會違反普通最小平方估計的假設，降低估計的準確度，進而造成迴歸分析結果偏差。故，以下分就模型一、模型二、模型三，先利用變異數膨脹因子 (variance inflation factor, VIF) 看各模型之自變數是否可能存在共線性<sup>79</sup>，再進一步利用皮爾森相關係數 (Pearson correlation coefficient)，認為當相關係數的絕對值大於0.7時，屬於高度相關而有共線性問題。

由下列三表中可看出，VIF皆不大於10，且各自變數間的相關係數絕對值均低於0.7，因此判斷本研究中，自變數應不具共線性問題。

表六 模型一之皮爾森相關係數 (mean VIF=1.26)

<sup>79</sup> 一般統計軟體的設定是若VIF大於10，則屬可能存有共線性，參考前揭註64，頁218。



	ind	aud	idtrs	lev	lsize
ind	1.0000				
aud	0.3359	1.0000			
idtrs	0.0186	0.0815	1.0000		
lev	-0.0681	0.0298	-0.0085	1.0000	
lsize	-0.1170	0.1700	0.3504	0.4518	1.0000

表七 模型二之皮爾森相關係數 (mean VIF=1.58)

	ind	idtrs	dind	daud	didtrs	lev	lsize
ind	1.0000						
idtrs	0.0186	1.0000					
dind	0.4438	-0.0601	1.0000				
daud	0.1905	0.0121	0.3819	1.0000			
didtrs	0.0118	0.2075	0.5612	0.2162	1.0000		
lev	-0.0681	-0.0085	-0.0967	-0.1033	-0.1113	1.0000	
lsize	-0.1170	0.3504	-0.1797	-0.0227	-0.0822	0.4518	1.0000

表八 模型三之皮爾森相關係數 (mean VIF=1.95)

	ind	idtrs	find	faud	fidtrs	lev	lsize
ind	1.0000						
idtrs	0.0186	1.0000					
find	0.6077	-0.0215	1.0000				
faud	0.2204	0.0119	0.3504	1.0000			
fidtrs	-0.0942	0.4619	0.4026	0.1493	1.0000		
lev	-0.0681	-0.0085	0.0012	0.0508	0.0161	1.0000	
lsize	-0.1170	0.3504	-0.0849	0.1103	0.1729	0.4518	1.0000

### (三) 迴歸分析



以下之迴歸分析，其虛無假設 ( $H_0$ ) 均為「該因變數或控制變數、與應變數之間，不具有任何關係」，而對立假設 ( $H_1$ ) 為「拒絕虛無假設」；當顯著水準越低，意味著虛無假設的正確性極低，從而可以拒絕虛無假設，而認為該因變數或控制變數、與應變數之間，有統計上顯著的正相關或負相關<sup>80</sup>。另應注意者，統計上通常以10%、5%、1%這三種顯著水準為標竿，而顯著水準越低者，意味著該因變數或控制變數、與應變數之間，關聯性越強<sup>81</sup>。以上為迴歸分析之背景知識，合先敘明。

於進入迴歸分析之後，首先須注意者，為該等模型是否存在異質性。由於普通最小平方估計的複迴歸模型之一前提假設是，該方程式的誤差項具有恆常性 (homoscedasticity assumption)，亦即該誤差項的變異數應為常數。若該變異數非屬常數，則稱為異質性 (heteroskedasticity)。是否存在異質性可經由檢定得知 (Breusch-Pagan test)；檢驗後若不存在異質性，則方程式不須調整，反之若存在異質性，則需校正方程式，校正的方式是以強力估計變異數 (robust estimate of variance) 調整迴歸模型係數的標準差<sup>82</sup>。

以下僅分別說明該等模型的迴歸結果：

### 模型一之迴歸分析結果<sup>83</sup>

因變數中，獨立董事席次、資訊評鑑等級此二變數，與公司營運表現之間，確實為正相關且達10%顯著水準，該結果與前文預測結果相同，亦即當公司董事會的獨立董事比例越高、資訊評鑑等級越優良，意味著公司治理情形較佳，從而有較好的營運表現。此外，透過觀察  $\beta$  估計值可以發現，資訊評鑑等級影響營運表現的程度較大，而獨立董事席次影響營運表現的程度較小；此蓋因前者的  $\beta$  估計值顯然較後者的  $\beta$  估計值為大所致。

但是，設立審計委員會與否，從分析結果來看，其與公司營運表現之關係，

<sup>80</sup> 前揭註65，頁111-48.

<sup>81</sup> 林惠玲、陳正倉，統計學方法與應用 (2009)，頁489-91；顏月珠，應用統計學 (2007)，頁270-273。

<sup>82</sup> 前揭註65，頁259-84.

<sup>83</sup> 經Breusch-Pagan test可知，模型一存在異質性，因此以強力估計變異數取代原本的變異數。

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance  
Variables: fitted values of roa

chi2(1) = 4915.31  
Prob > chi2 = 0.0000

呈現負相關且未達統計上顯著水準。此意味著，一家設有審計委員會的公司、與未設有委員會的公司，兩者之營運表現並無差別；亦即，設立審計委員會本身，並未提升公司治理的表現、無法讓公司有較佳的營運表現。

最後是控制變數，負債比率該變數，屬於負相關、且達1%顯著水準。而公司規模變數，屬於正相關、同樣也達1%顯著水準。該結果顯示，這兩個變數確實是會影響應變數的因子，因此將其納入到模型中，係屬正確的做法。

綜上所述，模型一的結果，部分證實假說一，即公司治理之完善程度、與其營運表現，有正向關係；而獨立董事之比例、以及公司資訊揭露品質，均是公司治理完善度的主要因素。

表九 模型一之迴歸分析結果

應變數：ROA	預期符號	$\beta$ 估計值	T值	P值
IND	+	0.0622	1.90	0.058*
AUD	?	-0.6552	-0.54	0.592
IDTRS	+	0.4376	1.95	0.051*
LEV	+/-	-0.2154	-3.97	0.000***
LSIZE	+	2.3963	2.92	0.004***
$\beta_0$		-27.3629	-2.41	0.016**

說明：\*、\*\*、\*\*\*、分別表達10%、5%、1%之顯著水準（significance level）。另因本模型中的所有自變數與控制變數均不可能為負數，因此採單尾檢定。

### 模型二之迴歸分析結果<sup>84</sup>

模型二與模型一的方程式，主要區別在於前者引入了兼任自變數（DUAL），亦即從模型二的迴歸結果，可以觀察出兩種不同控制結構的公司（未兼任公司、

<sup>84</sup> 經Breusch-Pagan test可知，模型二存在異質性，因此以強力估計變異數取代原本的變異數。

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of roa

chi2(1) = 4844.77

Prob > chi2 = 0.0000

有兼任公司)，其公司治理之完善度、與其營運表現之關係，影響方向與影響強度是否相同。

首先，在獨立董事方面，因變數IND代表的就是未兼任公司的情况，而因變數DIND則是加入兼任公司後的影響。從結果可看出，單純以未兼任公司為樣本時，獨立董事對營運表現的正相關且達5%的顯著水準，比模型一的10%水準還低；可見得在未兼任公司，獨立董事的比例與營運表現的關係，正相關性更強。此外，因變數DIND之P值為負數、且達5%的顯著水準，亦可看出當公司中有董事長兼任總經理的現象時，會削弱獨立董事之功能，使獨立董事比例與公司營運表現正相關性下降。

其次，於資訊評鑑等級發現，因變數IDTRS代表的就是未兼任公司的情况，而因變數DIDTRS則是加入兼任公司後的影響。分析結果顯示，單純以未兼任公司為樣本時，其P值未達顯著水準，意味著在未兼任公司，資訊評鑑等級與營運表現並無相關性。而若加入兼任公司，會發現兼任公司的資訊評鑑等級與營運表現之正相關、達到1%的顯著水準。兩相比較下可發現，只有在兼任公司中，資訊評鑑等級越好、反映出公司治理情況良好、而對營運表現有所助益。

最後是審計委員會的部分，無論是單純看未兼任公司、或是兼任公司，影響力一樣都不具有顯著水準，可見在這兩種公司中，設立審計委員會並未提升公司治理表現、無法讓公司有較佳的營運表現。

表十 模型二之迴歸分析結果

應變數：ROA	預期符號	$\beta$ 估計值	T值	P值
IND	+	0.1054	3.04	0.002**
AUD	?	-1.0152	-0.81	0.418
IDTRS	+	0.1900	0.86	0.392
DUAL*IND (DIND)	-	-0.1182	-2.92	0.004**
DUAL*AUD (DAUD)	?	0.4047	0.23	0.816
DUAL*IDTRS (DIDTRS)	?	0.8936	2.62	0.009*

LEV	+/-	-0.2146	-3.96	0.000***
LSIZE	+	2.4063	2.89	0.004***
$\beta_0$		-27.6606	-2.39	0.017**

### 模型三之迴歸分析結果<sup>85</sup>

模型三與模型一的方程式，主要區別在於前者引入了家族企業自變數（FAM），亦即從模型三的迴歸結果，可以觀察出兩種不同控制結構的公司（家族企業、非家族企業），其公司治理之完善度、與其營運表現之關係，影響方向與影響強度是否相同。

首先，在獨立董事方面，因變數IND代表的就是非家族企業的情況，而因變數FIND則是放入家族企業後的影響。從結果可看出，單純以非家族企業為樣本時，獨立董事對營運表現雖為正相關，但未達顯著水準；可見得依照迴歸結果，在非家族公司，我們無法拒絕虛無假設，也就是無法得出「獨立董事的比例與營運表現具有正相關性」的結論。

但是，從因變數FIND之 $\beta$ 值為正數，可看出當公司屬於家族企業時，獨立董事之公司治理功能會因此強化，使獨立董事比例與公司營運表現正相關性上升。惟此時的疑問是，正相關性上升，是否足以使我們得出「在家族企業中，獨立董事的比例與營運表現具有正相關性」的結論？該疑問可利用變數代換技巧得到解答<sup>86</sup>。最後結果是，在家族企業的情形，獨立董事的比例、與營運表現確實有正相關性，且達5%的顯著水準。

以上為獨立董事的部分。至於在審計委員會、以及資訊評鑑等級方面，因為AUD、IDTRS這兩個變數均未達顯著水準，因此在非家族公司的情形，無論是審

<sup>85</sup> 經Breusch-Pagan test可知，模型三也存在異質性，因此以強力估計變異數取代原本的變異數。

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of roa

chi2(1) = 4936.85

Prob > chi2 = 0.0000

<sup>86</sup> 模型三  $ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (FAM_i * IND_i) + \beta_7 (FAM_i * AUD_i) + \beta_8 (FAM_i * IDTRS_i) + \varepsilon_i$ ，若只想看在家族企業的情形（即FAM=1），則假設 $\theta = \beta_1 + \beta_6$ ，即 $\beta_1 = \theta - \beta_6$ ，將該 $\beta_1$ 代入模型三中，可得 $ROA_i = \beta_0 + \theta IND_i + AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (FAM_i * IND_i - IND_i) + \beta_7 (FAM_i * AUD_i) + \beta_8 (FAM_i * IDTRS_i) + \varepsilon_i$ ，以該方程式進行迴歸，STATA軟體會算出 $\theta$ 與其標準差（ $se(\theta)$ ）、以及P值。由於P值為0.034，可見有5%的顯著水準（單尾）。

計委員會的設立、或是資訊評鑑等級的高低，無法肯定與營運表現具有正相關。

但是同樣的，從因變數FAUD、FIDTRS之 $\beta$ 值為正數，可看出當公司屬於家族企業時，設立審計委員會、或是高資訊評鑑等級，公司治理功能會因此強化，使該等因變數與公司營運表現正相關性上升。但問題是，該提升是否足以使我們得出「在家族企業中，設立審計委員會、或是資訊評鑑等級，與營運表現具有正相關性」的結論？同樣使用變數代換技巧，兩個自變數會得到不一樣的結果。在審計委員會<sup>87</sup>的部分，答案都是否定的。但是在資訊評鑑等級<sup>88</sup>，答案是肯定的。也就是說，在家族企業中，設立審計委員會，與營運表現不具有正相關性；但是資訊評鑑等級，與營運表現就具有正相關性。

表十一 模型三之迴歸分析結果

應變數：ROA	預期符號	$\beta$ 估計值	T值	P值
IND	+	0.0472	1.08	0.282
AUD	?	-0.6722	-0.41	0.681
IDTRS	+	0.4256	1.54	0.123
FUAL*IND (FIND)	-	0.0250	0.66	0.511
FUAL*AUD (FAUD)	?	0.3688	0.21	0.831
FUAL*IDTRS (FIDTRS)	?	0.0402	0.14	0.885
LEV	+/-	-0.2167	-3.98	0.000***
LSIZE	+	2.3981	2.92	0.004***
$\beta_0$		-27.3640	-2.40	0.016**

說明：\*、\*\*、\*\*\*、分別表達10%、5%、1%之顯著水準 (significance level)。另因本模型中的所有自變數與控制變數均不可能為負數，因此採單尾檢定。

<sup>87</sup> 承上註，假設 $\theta = \beta_2 + \beta_7$ ，即 $\beta_2 = \theta - \beta_7$ ，將該 $\beta_2$ 代入模型三中，可得 $ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \theta AUD_i + \beta_3 IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (FAM_i * IND_i) + \beta_7 (FAM_i * AUD_i - AUD_i) + \beta_8 (FAM_i * IDTRS_i) + \varepsilon_i$ ，以該方程式進行迴歸，STATA軟體會算出 $\theta$ 與其標準差 (se( $\theta$ ))、以及P值。由於P值為0.817，可見無顯著水準。

<sup>88</sup> 承前註86，假設 $\theta = \beta_3 + \beta_8$ ，即 $\beta_3 = \theta - \beta_8$ ，將該 $\beta_3$ 代入模型三中，可得 $ROA_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 AUD_i + \theta IDTRS_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 LSIZE_i + \beta_6 (FAM_i * IND_i) + \beta_7 (FAM_i * AUD_i) + \beta_8 (FAM_i * IDTRS_i - IDTRS_i) + \varepsilon_i$ ，以該方程式進行迴歸，STATA軟體會算出 $\theta$ 與其標準差 (se( $\theta$ ))、以及P值。由於P值為0.07，可可見有5%的顯著水準 (單尾)。

## 第五節 研究結論



以所有上市櫃公司為樣本的迴歸結果，獨立董事及資訊評鑑等級，與公司營運表現之間，呈現正相關。但若將公司進行分類，可發現不同控制與經營結構的公司，會有不一樣的結果；此外，無論是哪一種情境，審計委員會的設立與否與公司營運表現之間，都不具有關聯性。以下分析該等研究結果。

表十二 迴歸分析結果

	上市櫃公司	兼任公司	家族企業
獨立董事比例	✓	X	✓✓
資訊揭露品質	✓	✓✓	✓✓
審計委員會	X	X	X

✓：達10%顯著水準，✓✓：達5%顯著水準，X：無顯著

### (一) 兼任公司：以資訊揭露為導向

根據假說二的檢驗結果，可看出當公司中有董事長兼任總經理的現象時，會削弱獨立董事之功能，使獨立董事比例與公司營運表現正相關性下降。此現象可能是導因於，在董事長兼任總經理的時候，公司權力十分集中於一人，極可能使該董事長不受董事會、監事會的制衡<sup>89</sup>。且台灣許多公司之現況是董事會不常召開，實際公司運作業務多由董事長決行、或授權總經理決定，在這樣的實際情境下，更難期待獨立董事對董事長、總經理產生監督效果。因此，在兼任的情形下，縱然引入外部人成為獨立董事，由於董事會實際上不常召開、公司權力集中於兼任者，在在均使得董事會中的獨立董事對該兼任者能發揮的牽制作用有限，以使獨立董事的正面效益下降，縱然董事會中有高比例的獨立董事，其實際上帶來的監督效果亦不如預期。

雖然在兼任公司中，將外部人引入公司內部之決策監督機關，其公司治理效果不彰；但從上述迴歸分析亦發現，兼任公司、相較於一般公司，資訊評鑑等級與營運表現有顯著的正相關。可見得雖然引入獨立董事的制度不見得有效，但要

<sup>89</sup> 此可從過國外公司治理經驗得到證實，*supra note 47*。另可參考前揭註45，頁286。

求該等兼任公司做即時、可信及充足的資訊揭露，亦可提升其公司治理成效、進而產生較好的其營運表現。因此結論上，兼任公司應強調以資訊揭露為導向的公司治理機制。



## (二) 家族企業：以引入外部人為導向

於檢驗假說三之後，可看出當公司控制結構屬於家族企業時，此時該公司的獨立董事比例、以及資訊評鑑等級，和營運表現得相關性更強。亦即在家族企業部分，充足的資訊揭露與良好的資訊品質，加上引入獨立外部人作為獨立董事，都可以提升該等公司的治理成效、使其有較好的營運表現。因此結論上，家族企業應強調以引入獨立董事、提升資訊揭露品質為導向的公司治理機制。

## (三) 審計委員會：未具有正面效益

於檢驗三者假說後，可發現審計委員會的設立，無論是在上市櫃公司、兼任公司、家族企業，均未見其對公司營運表現的正面效益；審計委員會之於公司治理，是否能發揮立法當時所預設的正面影響，實值檢討。

於台灣現行法下，若以證交法第14條之4、第14條之5對於審計委員會的職權規定，與公司法第218條以降對於監察人的職權規定兩相對照，可發現兩者規定大抵相同，差異只在於二處：一，審計委員會對於公司重大業務執行事項，具有某程度的影響權<sup>90</sup>；二，審計委員會的組成是獨立董事，而獨立董事亦是董事會成員，可見若公司選擇設立審計委員會，該監督機關的成員、將某程度與被監督機關（董事會）的成員重疊。

綜上所述，吾等可推測，審計委員會之所以未對公司營運有正面效益，係導因於二個原因：首先，由於所有公司必須審計委員會與監察人二擇一，而兩者職權相差無幾<sup>91</sup>，因此於監督功能方面，設有審計委員會的公司、並未優於設置監察

<sup>90</sup> 曾宛如、陳肇鴻，建立公司秘書制度之芻議（2014），月旦法學雜誌第226期，頁118。

<sup>91</sup> 資格方面審計委員會必須由獨立董事組成，而證交法第14條之2第2項、第14之4第2項、以及在公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法中，訂有獨立董事的消極資格與積極資格。至於監察人部分，只有公司法第216條第1項規定至少需一人在國內有住所。可見於資格方面，現行法下審計委員會之要求較多，其係為避免該委員會成員專業性不夠、獨立性不足，而對公司治理有所妨礙。因此於理論上，該等資格要求，應該是審計委員會對公司營運表現有正面影響的原因；而於討論有負面影響之時，不適合提出討論。

人的公司。

其次，現行法除原有的監察人監督權限外，另賦予審計委員會重大決策權<sup>92</sup>，且委員會中的獨立董事在董事會上亦有業務決策權限。如此一來，該委員會之成員身兼業務執行機關與監督機關的功能，將使決策功能與監督功能有所混淆，可合理預期監督功能將受到不利影響，從而導致該委員會設立與否對公司績效無影響的迴歸結果。

最後附帶一提，根據數據資料，截至2013年底上市櫃公司中，唯有獨立董事席次超過三分之一董事席次者，選擇設置審計委員會；且選擇設立審計委員會，必定是獨立董事超過三分之一席次者。該種公司一共有240家。因此上述的迴歸結果亦可解讀為，當獨立董事席次超過三分之一時，審計委員會對於公司治理不具有正面影響。至於席次低於三分之一者，由於現況下該種類型公司均未設有審計委員會，因此無法評估審計委員會對公司績效的影響。

---

<sup>92</sup> 此觀察證交法第14條之5所列的各項權限可知，諸如第五款涉及重大資產或衍生性商品交易的同意權、第六款重大資金貸與、背書、保證的同意權、第七款募集、發行、私募具股權性質的有價證券同意權等等，本質上均屬於業務經營的決策權。



## 第四章 研究結果之理論建構



### 第一節 概論

根據前章研究結論，兼任公司應強調以資訊揭露為導向的公司治理機制，因此時引入外部人擔任獨立董事，未能發揮預期的正面效果；至於審計委員會的設立，亦然。在家族企業中，則可發現引入外部人擔任獨立董事，可強化公司治理機制、與營運績效有顯著的正相關。

以家族企業、或是兼任公司為題的文獻著作，大致上可分成兩種類型：第一種是，該研究論文以實證分析的方式，探討家族企業或兼任公司之公司治理特徵，以及該種公司在各區域、各國家所占的比例與重要性，其分析方法與架構類似於本文第三章的內容。另一種類型是用論理分析的方式，推論家族企業或兼任公司的治理特徵、嘗試建立相關理論進行詮釋；並透過各種治理機制的比較，探討適合該等公司的治理模式。

上述兩種文獻類型，本質上是針對相同的主題，利用不同研究方法進行探討。因此實證分析的結果，或可拿來支持論理分析；而論理分析所建構出的理論，也可為實證結果提供原因與解答。本章擬針對前章所述的研究結論，援引若干理論，嘗試為該等實證分析結果，進行合理的詮釋。以下擬以兼任公司為先，家族企業為後，依序討論。

### 第二節 兼任公司結果之理論詮釋

#### (一) 治理因素相互影響論 (Influence by Governance Bundles)

第二章已介紹獨立董事設立的最初目的，是為了強化董事會的監督功能、資源提供功能。惟近年研究顯示，並非所有公司中獨立董事都能發揮正面效益；無論是監督效果、或是資源效果，均受其他因素影響。該等研究將這種治理因素會

互相影響、從而使實踐結果異於制度設計時所預期者的現象，稱為治理因素相互影響論（Influence by Governance Bundles，亦有稱為Bundle of Governance Mechanisms）。

根據該理論，一國的公司治理機制、如何影響獨立董事的功能，關鍵在於該國公司治理制度於實踐後是否能有效降低公司的代理成本<sup>93</sup>。詳言之，影響實踐結果的因素很多，主要有三個：該國法令規範的完整性（含上市上櫃交易所的行為規範）、該國政治與經濟的發展情況、該特定公司的內部因素<sup>94</sup>。

關於法令規範的完整性，大抵而言，當法律建立相關機制讓公司內部人（特別是董事、管理階層）的權力能受到適當的制衡、且於現實上該等制衡力量能夠發揮者，較可期待該國的獨立董事發揮預期的作用。該等法律包含：保護股東（特別是非控制股東）的權利不過分受到控制股東所剝奪、對於少數股東提供必要的救濟管道等<sup>95</sup>。之所以可提升獨立董事的功能的理由在於，當（獨立）董事違反其義務時（常見的就是未盡其監督之責），若該義務違反的追究風險高，則為了避免法律責任，其實踐義務的誘因會較高，從而監督功能與資源提供功能較容易發揮。這樣的推論已經由實證研究獲得證實，研究顯示在中國、印度、印尼、俄國這些開發中市場，雖法令皆要求設有獨立董事，但因怠忽職守的法律風險極低，因此設立後的效益不彰<sup>96</sup>。

其次在政治與經濟發展情況的部分，當該國政治與經濟發展越趨成熟、證券市場交易越趨頻繁（含發行市場與交易市場）時，投資人的投資選擇越多、交易經驗越豐富、從而使其敏感度越高。此時上市上櫃公司的董事會會有更大的壓力，必須降低代理成本，以提高外部人的投資誘因。而降低代理成本的方式，包含透過立法、章程的要求，引入獨立外部人擔任董事或管理階層；或是進行更完整的資訊揭露<sup>97</sup>。此外，亦有研究顯示，在證券市場交易頻繁、經濟發展成熟的國家

<sup>93</sup> Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World* (1999), *Journal of Finance* 54, 480.

<sup>94</sup> Peter K. Cornelius & Bruce Kogut, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy* (2003), 45.

<sup>95</sup> *Supra note* 93.

<sup>96</sup> 所謂效益不彰係指，該等國家的獨立董事，於董事會中獨立發言的比例甚低、反對其他董事（即由控制股東所提名選任的董事）提案的比例亦甚低。若針對重大公司弊案進行個案研究，獨立董事的設立對於弊案的防免與發生，亦不具成效，詳見Nandini Rajagopalan & Yan Zhang, *Corporate Governance Reforms in China and India: Challenges and Opportunities* (2008), *Business Horizons* 51, 60-4.

<sup>97</sup> Rafael La Porta et al., *Investor Protection and Corporate Governance* (2000), *Journal of Financial Economics* 58, 3.

，由於存在競爭壓力，亦即被併購與收購的壓力較大，此也間接促使董事會與管理階層較願意自發性的改善公司治理機制、提升公司營運表現；從而在這樣的治理環境下，獨立董事的監督能力、提供資源的能力較容易發揮<sup>98</sup>。

最後是特定公司的內部因素，該等因素包含持股結構、經營方式。研究顯示，個別公司的持股結構、董事會運作模式，對獨立董事之監督實效影響很大<sup>99</sup>。詳言之，股權分散的公司相較於股權集中公司，獨立董事較能專注於監督；而公司的董事會運作方式，是屬於集權型（centralized structure，指董事會中特定角色的意見對其他人有絕對影響力的情況）、還是民主型（democratic structure，各董事於會議中的意見均受到相當重視，決議經詳細討論後做成），也會影響董事會成員的行為<sup>100</sup>。

該等內部因素對於獨立董事的影響性在於，獨立董事會根據自己的立場，評估執行監督功能、或是資源提供功能時，對自己帶來的利與弊，再決定如何行動。一般而言，當公司持股越集中、或是屬於權威型決策方式時，獨立董事監督功能較弱。蓋因在此種情況下，表達不同意見所帶來的衝突較大、也不容易被董事會多數接受，更甚者可能加重獨立董事與公司內部人的距離感與敵意，使執行監督功能的弊大於利，因此使獨立董事之監督功能不易發揮。但其資源提供功能則未必會受到影響，因為提供資源給公司使用，將帶給公司直接的好處，很可能會提高未來被其他公司提名擔任獨立董事的機會<sup>101</sup>。

因此，當公司存在兼任現象時，該董事長身兼總經理，其對於公司營運狀況最為了解，因此除了名義上的正式權力（即相關法規與章程所賦予的權力）外，其還會取得額外的非正式權力（Informal CEO Duality Power）<sup>102</sup>，該權力是因其結合了董事長與總經理權力後、所生的額外權力。例如當其代表公司與其他組織簽訂契約時，此時他是代表簽約者、又是契約的執行者，因此對於與該契約有關的

<sup>98</sup> Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers (1988), American Economic Review 76, 323.

<sup>99</sup> Kurt A. Desender et al., Board Characteristics and Audit Fees: Why Ownership Structure Matters? (2009), University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business, Working Paper, 09-0107.

<sup>100</sup> Kenneth B. Davis, The Director's Duty of Oversight-Pre-Enron; Post-Enron (2002), Presented at the International Conference to Commemorate the Fortieth Anniversary of the Korean Commercial Act Seoul, September 2002, available at <https://media.law.wisc.edu/m/jrjnz/oversight.pdf>.

<sup>101</sup> James D. Westphal & Edward J. Zajac, A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency (2006), Academy of Management Annals 7, 650-9.

<sup>102</sup> Sydney Finkelstein & Richard A. D'Avent, CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command (2014), The Academy of Management Journal 37(5), 1085.

決策，其會有絕對的資訊優勢<sup>103</sup>；特別是當該份契約事後證明對公司有利時，其會因為先前的決策正確，而使後續在董事會中相關的決策，其他董事皆會對其看法相當尊重、服從。可見在兼任公司中，決策方式往往傾向集權型，亦即公司的決策權力集中於董事長手中。相關實證研究更進一步發現，一般情形下在兼任公司之董事會決策時，其他成員會給予董事長意見相當程度的尊重；且當該公司營運表現越好，其他成員尊重董事長意見的程度更高<sup>104</sup>。

上述理論可為本文的實證結果提供一定的解釋。本文實證發現，在一般的情況下，上市櫃公司中獨立董事與公司營運績效之間，是有顯著的正相關性，亦即此時獨立董事確實可發揮一定的預期功能，包含監督與資源提供功能，對公司營運表現有所助益。但是在兼任公司中，該兼任情況是一種特殊的治理因子，使獨立董事原本能發揮的功能受到影響。影響的結果使得獨立董事的多寡，與公司營運績效無關。蓋因此時董事長兼總經理的權力甚大，在董事會決策時有相當影響力，復因其於執行面有一定的主導權，使得獨立董事的功能受到阻礙，造成獨立董事的比例、與公司營運表現之間，處於脫鉤的狀態。

## (二) 組織理論 (Organization Theory)

組織理論是從董事長與總經理功能的角度出發，其基本命題是，指揮上的統一性（或稱一致性，Unity of Command）、有助於提高公司營運效能，對公司是有利。其分別從三個方向，推論該命題的合理性。

第一種立論基礎是，兼任公司可以有效地落實指揮上的一致性，蓋因此時公司最高管理階層與董事長之間無分權問題。

於概念上，董事長的監督職能、代表職能，與總經理的管理職能之間可以做區分。亦即董事長是董事會的主席，其有監督管理階層有無落實董事會決議的責任、以及公司代表權。至於總經理的管理職能，是在獲得董事會清楚、明確的授權（clear lines of authority）<sup>105</sup>後，負責管理公司。

但在公司實際運作層面，上述三種職能之間常有重疊、灰色地帶。例如董事長於監督過程中發現公司營運上的問題，其建議總經理改善，後者有無當然接受的義務？在兩者意見衝突時，以誰的意見為斷？凡此種種，使得實務上常產生的

<sup>103</sup> *Id.*

<sup>104</sup> *Supra* note 102, 1100.

<sup>105</sup> Jay R. Galbraith, *Organization Design* (1977), 55.

董事長與高層管理人員之間的分工問題<sup>106</sup>。但在兼任公司中，由於該人得以一條鞭式的統馭公司，無須陷入董事長與總經理的分工問題；因此對公司而言可避免分權上的爭執、促進效率。

此說第二個立論基礎是，兼任公司可以提高公司營運效能，蓋因此時權力強大的領導者可以設定策略方針、並由上而下的貫徹到整個公司，公司的員工清楚知道該人的權限，因此對其指令較不會有所游移。特別是在若公司時常面臨大環境改變，此時中央集權式的領導可以減少決策時間，快速的針對環境變動做出因應<sup>107</sup>。相反的，在非兼任公司中，由於權力分散（Diffusion of Power），決策所需時間長、且員工對總經理的重大指令往往會有所遲疑，蓋因此時還有一個更高層的董事長可能對指令持不同意見，因而使決策的執行效能不及兼任公司。

最後一個立論基礎，是在實證上意外發現的結果。實證上個案觀察發現，當一上市上櫃公司宣布董事長與總理由一人兼任、且該人同時對外宣布其未來領導方向及目標時；在其他條件相同的情況下，該公司相較於市場上的其他公司，其股價短期內會上升<sup>108</sup>。亦即該資訊對於證券市場而言，屬於正面資訊。對該現象最普遍的解釋是，兼任代表的是一種強而有力的領導方式（strong leadership），屬於一種公司治理的特徵，而投資人會將該特徵解讀為該公司擁有清楚的方向、目標（a clear sense of direction）、以及未來發展的穩定性（illusion of stability），因而對公司將來發展方向更有信心，從而使股價上漲。而股價上升無疑是代表公司可向外獲得更多資源<sup>109</sup>，對公司有利。

綜上所述可知，基於諸多因素，兼任情況可提高公司營運效率、使公司更能迅速因應大環境的變遷、也提高公司的籌資能力。但兼任情況意味著其他治理機關的弱化（亦即其他董事監督權限的弱化），蓋因此時權力集中於一人，其他人難以與之抗衡。而獨立董事亦屬董事會成員。因此，當兼任公司由一人所主導時，該公司的營運績效是與該兼任者的領導決策有關、而與獨立董事較沒有關係，是以該說解讀本文實證結果亦有合理之處。

---

<sup>106</sup> *Id.*, 56-9.

<sup>107</sup> Henry Mintzberg & James A. Waters, Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm (1982), *Academy of Management Journal* 25, 460-7.

<sup>108</sup> Gerald R. Salancik & James R. Meindl, Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control (1984), *Administrative Science Quarterly* 29, 240.

<sup>109</sup> *Id.*



### (三) 代理理論 (Agency Theory)

至目前為止，上述理論均集中於解釋兼任公司中獨立董事的效能，至於兼任公司中的資訊揭露程度與營運表現的關聯性，須另以代理理論闡述之。根據代理理論，董事會是公司內部主要保護股東利益的治理機關，其功能在於降低管理階層與股東之間的代理問題。而面對董事會的監督，管理階層會有相當程度的防禦 (entrenchment)。特別是營運良好的公司，此時面臨盈餘分配或使用的問題更加尖銳，管理階層與股東之間對該等決策往往有所歧見，使得代理問題更為嚴重<sup>110</sup>。

在兼任公司當中，如果營運情況良好，上述問題會更加惡化，理由在於總經理因身兼董事長，其權力更大，從而更有可能透過主導董事會的方式，以左右公司資金運用與盈餘分派政策<sup>111</sup>。在管理階層的防禦可能性極大 (high risk of CEO entrenchment) 的情形下，投資人會有所疑慮，進而影響公司的籌資能力。因此，一個營運良好的兼任公司，若長期來看無其他作為以爭取投資人的信任，則理論上是有可能導致公司從外部獲取資源的能力下降、進而對其有不利的影響<sup>112</sup>。

兼任公司要解決上述僵局，最好的解決方式是透過適當的資訊揭露，讓投資人得以知悉公司未來的發展目標、未來營運計畫、盈餘分派政策等等，在不改變公司經營結構 (意即兼任情況) 的前提下，減少投資人因資訊劣勢所產生的代理問題<sup>113</sup>。該結論亦可與前文 (二) 組織理論的內容互相呼應，亦即為何實證上個案觀察發現，當一上市上櫃公司宣布董事長與總經理由一人兼任，「且該人同時對外宣布其未來領導方向及目標」；則在其他條件相同的情況下，該公司的股價、相較於市場上的其他公司，其股價短期內會上升。蓋因此時宣布未來方向與目標，屬於資訊揭露的一種形態。

若對照本文第三章的研究結果可以發現，在兼任公司中，公司營運績效越好者，其資訊揭露評鑑等級越高，且兩者具為統計上顯著相關。此研究結果可由代理理論進行解釋：在營運狀況佳的兼任公司，由於代理問題更加嚴重，因此對公司而言，更有必要透過更完整的資訊揭露，以降低代理成本，避免投資人不願投資或撤資。

<sup>110</sup> *Supra note* 102, 1994.

<sup>111</sup> *Id.*, 1100.

<sup>112</sup> *Id.*, 1101.

<sup>113</sup> *Id.*, 1100.

## 第三節 家族企業結果之理論詮釋

站在家族企業中控制股東的立場，維持主導與控制權的主要原因，在於確保其家族利益。蓋因其於董事會、管理階層享有控制權，可以左右公司的股利政策、投資政策、人事安排，使家族利益得以確保。因此，縱然公司股票上市上櫃，該控制股東亦有相當的誘因，使董事會成員、與管理階層成員由家族成員擔任，而非引入外部人擔任<sup>114</sup>。

惟根據本文第三章的研究結果發現，在家族企業中，相關治理機制，包含引入外部人為獨立董事、以及進行資訊揭露等等，均對公司的營運績效有正面影響。以下整理相關學說，以說明該等實證現象。

### (一) 治理因素相互影響論 (Influence by Governance Bundles)

該理論於本章第二節兼任公司實證結果之理論詮釋已有詳細說明。根據該理論，家族企業屬於一種公司內部因素，該因素可能會影響獨立董事的監督功能或資訊提供功能。有文獻進一步根據法令規範完整性的高低、以及個別公司之股權結構，將公司分成六種形態（見下表），並分別根據各種形態，分析獨立董事的功能<sup>115</sup>。

參考針對公司治理規範做跨國比較法研究的論文<sup>116</sup>，皆將台灣歸類於治理機制建構尚未完全的國家。因此若對照該表可知，與本論文有關者為第三類型，即國家公司治理機制未發展完全、且屬家族企業的持股結構者。根據文獻，在該種類型下由於存在控制股東，其本身有重大的經濟利害關係，因此控制股東本身有強烈的誘因去監督管理階層。同時由於其有大量持股，於股東會和董事會都有一定的影響能力，因此在實際上控制股東也有影響管理階層的能力。

<sup>114</sup> Yung-chih Lein & Shao-min Li, Professionalization of Family Business and Performance Effect (2013), Family Business Review 19, 2.

<sup>115</sup> Toru Yoshikawa et al., National Governance System, Corporate Ownership, and Roles of Outside Directors: A Corporate Governance bundle Perspective (2014), Corporate Governance: An International Review 22(3), 4.

<sup>116</sup> *Supra note 7*, 55; 另可參考OECD針對亞洲國家的公司法規做的跨國比較，*supra note 8*, appendix A.

表十三 獨立董事於不同因素下之實際功能<sup>117</sup>

		公司股權結構類型		
		分散股權	股權集中於家族	股權集中於國家
該國公司 治理規範	未發展完全	<u>類型一</u> 監督功能低 資源功能低	<u>類型三</u> 監督功能低 資源功能高	<u>類型五</u> 監督功能低 資源功能低
	發展完全	<u>類型二</u> 監督功能高 資源功能高	<u>類型四</u> 監督功能中等 資源功能高	<u>類型六</u> 監督功能高 資源功能中等

在這種情況下，控制股東可以說是取代了獨立董事的監督功能，而前者會希望後者著重於資源提供，而非監督<sup>118</sup>。特別是當控制股東屬於家族的情況，由於家族性持股相較於一般的控制股東，其有三個特別之處：一是相較於一般控制股東，家族持股長期投資的傾向更為明顯。二是其風險趨避的程度更高。三是家族股東對於公司的控制程度更高，此係指其佔據公司管理階層、董事席次的比例更高<sup>119</sup>。

上述三個現象均使得當股權集中於家族時，其會有更強的傾向要親自監督公司、而不委由獨立董事進行監督。而實際上，當公司的高級管理階層夾雜著許多家族成員時，參與內部實際營運的家族、相較於原屬外部人的獨立董事，前者的確較有能力監督管理階層<sup>120</sup>。因此在家族企業中，獨立董事實際上的監督功能較弱。

上述現象在治理規範未發展完全的國家更為顯著。在治理機制未完全的國家，獨立董事要透過其他公司、或是其他仲介機關取得內部資訊以進行監督的機制缺乏，以致於其高度倚賴公司內部提供資源以遂行監督之責<sup>121</sup>。但在家族企業中

<sup>117</sup> *Supra note* 115, 5.

<sup>118</sup> *Supra note* 115, 7-8.

<sup>119</sup> *Id.*, 8.

<sup>120</sup> Bikki Jaggi et al., Family Control, Board Independence and Earnings Management: Evidence Based on Hong Kong Firms (2009), *Journal of Accounting Public Policy* 28, 290.

<sup>121</sup> Xiao-wei Rose Luo & Chi-nien Chung, Filling or Abusing the Institutional Void? Ownership and Management Control of Public Family Businesses in an Emerging Market (2013), *Organization Science*



，由於家族成員擔任要職、參與公司的經營，管理階層與家族成員之間的關係緊密，家族成員可以直接監督指揮經營階層，因此面對來自外部的獨立董事其所願意做的資訊揭露有限，而會傾向維持資訊的保密性，以避免公司營運資訊的洩露<sup>122</sup>。因此，在治理機制未發展完全的國家，獨立董事由於更難獲取內部資訊，造成更難遂行監督之責。

反之，在資源提供能力的部分，由於家族有長期控股的傾向，因此公司的發展好壞、對該家族的財富影響極大；其於提名獨立董事時，也就會優先著重於該獨立董事的資源提供能力。此外在家族企業中，由於其風險趨避性格、以及其維持高持股比例的傾向，往往造成公司的募資能力下降（不願意以多樣化的方式進行募資）、以及欠缺流動性（意即公司的變現能力不佳），進而使公司可以運用的資源限於家族資源<sup>123</sup>。因此，家族企業會更須要獨立董事扮演資源提供的角色。

相關實證研究亦顯示，家族企業提名立法者、前政府官員擔任獨立董事的比例極高，因為該等人員可以為公司爭取銀行貸款、於政府審查時可應用人脈協助公司（例如投資審查、進入市場審查）、可牽線與政府簽訂契約、能掌握修法方向讓公司提早因應等等<sup>124</sup>。因此綜合來說，於公司治理機構未建制完全的國家，家族企業中的獨立董事之監督功能弱、資源提供能力強。

該說可為第三章之實證結果提供解釋。因為當家族企業中的獨立董事，能為公司提供許多有利資源時，公司將因此獲得較多的資金、人脈、機會，可合理預期公司的獲利能力會較好；特別是當獨立董事提供的資源、足以彌補其在家族企業中被削弱的監督能力時，則整體來說對公司仍可能是具有正面效益。

## **（二）降低代理成本的壓力 (pressures to lower agency cost)**

參照第二章之家族企業公司治理特徵可知，經營權與控制權集中，並無法解決所有的代理問題。申言之，代理問題仍存在於控制股東（即家族）與非控制股東之間，加上家族企業的管理方式傾向服從大家長權威的形式，因此當家族企業

---

24, 610.

<sup>122</sup> Richard H. Lester & Albert A. Cannella, Inter-organizational Familiness: How Family Firms Use Interlocking Directorates to Build Community-level Social Capital (2006), *Entrepreneurship Theory and Practice* 30, 760.

<sup>123</sup> *Supra* note 4, 212.

<sup>124</sup> *Supra* note 121.

須透過上市、上櫃方式，對外募集資金時，其首要的挑戰便是：如何說服外部投資人，在該等情形存的情況下，仍願挹注資金<sup>125</sup>。

特別是在新興市場 (emerging economies)，亦即法律制度、以及法院對於非控制股東所提供的保護較少的情境下，此挑戰更形顯著。實證上亦證實，若市場上有兩家條件相似 (獲利條件、產業、負債比例等等) 公司，其主要的差別在於持股結構，即一家為家族企業、另一家為非家族企業，兩家公司要做首次公開發行 (Initial Public Offerings; IPO) 時，投資人會傾向選擇非家族企業進行投資<sup>126</sup>。因此，若家族企業於公開發行前無相關因應措施，投資人的決策將導致在首次公開發行時，家族企業的股價被低估<sup>127</sup>，而使其募資能力有所減損。

於是相關研究開始以新興市場之家族公司為研究對象，探討該等公司在上市上櫃的時候，會用什麼方式吸引外部投資人。結果顯示，由於外部投資人在意的主要是存在高度的資訊不對稱 (high level of information asymmetry)、以及對家族企業專業度的不信任感 (doubt about professionalization of family firms)，因此家族企業在決定公開發行之後，往往也朝這兩個方向做改善。而引入外部專業人士擔任董事、經理人、以及提高資訊揭露的質與量，是幾個最常見的方式<sup>128</sup>。

該說亦可相當程度解釋第三章實證結果，亦即在家族企業中，獨立董事比例高、以及資訊揭露等級高，與公司營運表現間有顯著正相關。由於外部投資人會低估股價，因此對家族企業產生一定的壓力，必須透過降低代理成本的方式以資因應。而提高獨立董事的比例、以及更多的資訊揭露，是可行的方法。如此爭取外部投資人的信任，進而使其願意投資、股價回歸其應有的價值，增強公司的募資能力，使公司得以應用更多資源、產生更好的營運結果。

### (三) 釋放訊息理論 (Signaling Theory)

釋放訊息理論與上說十分相似。其主要的精神在於，當公司股票於公開市場發行、交易市場流通時，公司會儘可能釋放正面的訊息，以避免股價遭到低估。其與上說的差異在於，降低代理成本的壓力著重於公司應有實際的作為、且實行結果確實減少了代理問題；而釋放訊息理論是把重點擺在訊息的釋放、以及釋放

<sup>125</sup> *Supra note* 114, 3.

<sup>126</sup> S. Trevis Certo, Wealth and the Effects of Founder Management among IPO-stage new Ventures (2001), *Strategic Management Journal* 22, 641.

<sup>127</sup> Jay R. Ritter, The "Hot Issue" Market of 1980 (1984), *Journal of Business* 57, 220.

<sup>128</sup> *Supra note* 114, 11-2.

之後對股價的影響，而不討論該訊息本身於公司的實踐面<sup>129</sup>。

若依照該說精神，則家族企業提高獨立董事的比例、並提供完善的資訊，該兩個做法是為了釋放正面資訊，以避免公司股價遭低估、並提升投資人的意願後，公司的募資能力增強，使公司得以應用更多資源、產生更好的營運結果。因此，該說可解釋家族企業、相較於非家族企業，獨立董事比例（或資訊揭露評鑑等級）與營運結果間的正相關性。

#### （四）維護自身利益 (interest of controlling family)

另有一說從家族企業維護自身利益的角度出發，說明為何家族企業會重視公司資訊揭露、以及願意引入外部人擔任獨立董事或管理階層。該說認為當家族企業是屬於上市櫃公司時，此時除了控制股東（即家族）之外，另有一定比例的非控制股東存在；而這兩種股東往往因為前者享有經營權、為後者所無，故時常處於利害相反或衝突的狀態。此時固然公司的決策權大多在家族手上，但由於法律通常會賦予後者一定的權利（例如代位訴訟權、股份收買請求權、直接訴權等），再加上後者可以透過證券市場自由的出售持股、或是對外釋放訊息，以直接或間接對股價造成影響<sup>130</sup>。因此過度的忽略非控制股東的訴求，最終而言對公司會造成負效益，該等負效益包含公司股價下跌（整體價值下降）、於訴訟中敗訴所造成的負面聲譽等等。

甚至有實證研究顯示，在其他條件相同或相似的前提下，長期僱用相同的總經理與董事的家族企業、相較於會不時輪替者，長期來看前者的非控制股東比例會越來越少、且公司價值會顯著的下降<sup>131</sup>。因此，該說認為若家族企業要維護其股份的價值、避免公司價值下降，則必須透過資訊揭露、以及引入獨立董事該等措施，以爭取非控制股東的信任。該說可某程度解釋本文的實證結果，意即家族企業由於有長期持股的特性，會希望維持公司的股票價值，因此願意引入的獨立董事比例越高、資訊揭露程度越高，則公司的總體價值越高、有更多資源可以應用，間接提升營運績效。

<sup>129</sup> See generally Brian L. Connelly et al., Signaling Theory: A Review and Assessment (2011), *Journal of Management* 37(1), 39; Catherine M. Daily et al., Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data (2003), *The Academy of Management Review* 28(3), 371.

<sup>130</sup> *Supra* note 114, 6.

<sup>131</sup> 該研究以台灣上市上櫃公司為樣本，Wen-hsien Tsai, CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective (2006), *Family Business Review* 19(2), 15.

## (五) 倚賴資源理論 (Resource Dependence Theory)

該說主張，家族企業對公司治理的態度，取決於該公司營運年數、以及發展階段；並發展出公司治理生命週期的觀點(corporate governance life cycle perspective)。在家族企業發展初期，公司業務量小、所須資源不多，大致上可倚賴家族挹注資源進行營運，募資或融資的壓力較小。在這種情況下，家族企業缺乏公司治理的誘因，因為此時公司不太需要向外部籌資<sup>132</sup>。

但隨著營運年數漸長、公司發展漸趨成熟，其營運規模變大、所營事業的種類多樣化，使得家族資源無法完全滿足公司的需求，該資源不僅僅是指資金面向，亦包含人力面向。此時公司不僅會需要向外募資或融資，其也會需要對外招募人才，以彌補各種資源的不足；此即該說稱為倚賴資源理論的緣故。因此，成熟階段的家族企業，其必須讓外部人可以某程度的參與或了解公司的經營，以促使外部人願意對公司投注資源。該等參與和了解的手段，引入獨立董事、以及對外資訊揭露，即為適例<sup>133</sup>。更甚者當公司發展到了極致，意即當公司規模和業務量都超越家族成員所能負荷的程度時，可能會產生控制權讓渡的現象(control right transitions for family business)<sup>134</sup>，使得公司從家族企業、轉變為非家族企業。

以該說闡述本文的實證結果，具有一定的合理性。由於公司的營運表現與公司發展成熟度有密切關係(如下圖所示)，意即在營運初期到成熟的階段，營運表現逐漸提升，成熟階段即達到營收高點。因此，若以該說闡述本文實證結果，在營運表現較好的公司，之所以獨立董事比例較高、或資訊揭露評鑑等級較好，是因為該等家族企業已趨於成熟階段，因而須倚賴外界資源以協助公司經營。

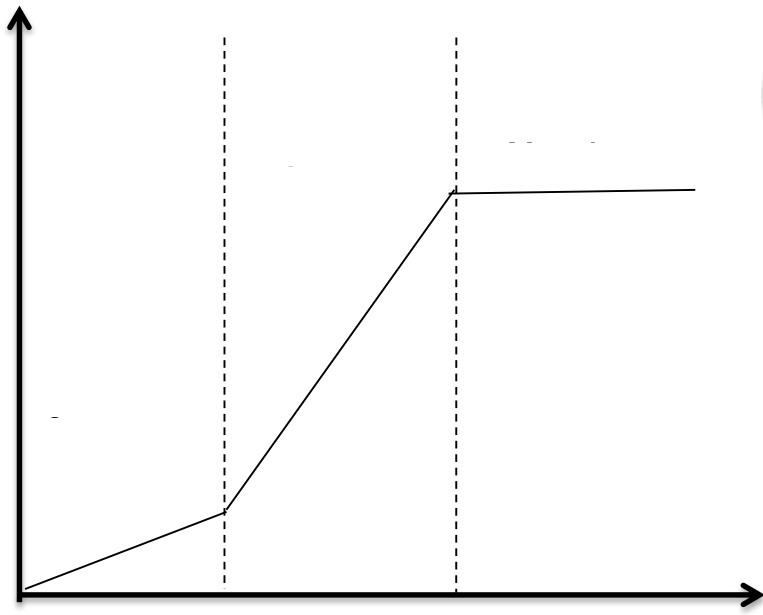
圖一 公司生命週期與營收的關係<sup>135</sup>

<sup>132</sup> Igor Filatotchev et al., The firm's Strategic Dynamics and Corporate Governance Life-Cycle (2006), International Journal of Managerial Finance 2(4), 256.

<sup>133</sup> *Id.*

<sup>134</sup> *Supra note* 114, 12.

<sup>135</sup> 本圖摘自Paolo Frankl & Frider Rubik, Life Cycle Assessment in Industry and Business (2000), 45.



# 第五章 東亞國家之制度介紹



## 第一節 亞洲國家的經營與所有分離形態研究

本章擬介紹韓國的公司治理機制，特別是將詳述其近年來修法方向與內容，並進而與台灣現行法做比較。但於進入比較法研究以前，宜先說明韓國與台灣之間，是否具有可比較基礎，以進一步論斷是否有參考的必要性與適宜性。亦即，該國之公司特徵是否與台灣類似、於治理層面是否皆面臨相似的問題，進而有參考的價值？此外，透過與亞洲其他國家進行比較，亦可探討台灣是否在特定面向上具有特殊性，從而有特別規範的必要。

關於亞洲公司於所有權結構上的特殊性，本文礙於資源有限，無法親自取樣進行分析，因此擬參考這方面實證研究最完整、並援引最多者，是Claessens等人於2000年針對亞洲公司所做的經營與所有權分離之實證研究<sup>136</sup>（以下簡稱Claessens所著文獻）<sup>137</sup>。該研究以亞洲主要國家的上市上櫃公司為研究對象，包含香港、印尼、新加坡、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國。其研究除了針對亞洲各國公司的共通現象有所研究之外（即經營與所有結合的程度），亦針對該等國家間的差異進行分析。差異分析主要可分為三個面向：一，該等國家的控制權集中與公司營運年數間的關聯性。二，控制權集中程度與公司大小的關聯性。三，家族企業與公司規模的關聯性。

### （一）亞洲國家共通現象之研究

Claessens所著文獻，歸納出兩個共通現象，首先，其先探討股權集中與控制權的關係，而發現在亞洲國家，大股東本身實際上享有控制權的比例偏高，亦即在亞洲，公司的經營權與所有權合一是常見的現象，此其一。再者，其探討在亞

<sup>136</sup> See generally *supra* note 7, 81-112.

<sup>137</sup> 該研究均以2000年上市上櫃公司為樣本，本文相關部分將一律簡稱為公司。

洲的上市上櫃公司，公司屬股權集中、且集中於家族的比例有多少，得出的結論亦皆偏高。亦即在亞洲，經營權與所有權的結合，往往係歸屬特定家族所有，此其二。以下詳述該二現象。

首先是股權集中與控制權的關係。其主要先將亞洲十個國家的上市上櫃公司，區分為股權分散與股權集中兩種類型。並針對股權集中的公司，分析股權與控制權的關聯性。其中股權集中的標準有二，分別為該公司超過百分之五或百分之二十的股權集中於特定人（含自然人、法人、集團。另符合股權集中標準的特定人，簡稱為大股東）<sup>138</sup>。而控制權的定義，為享有公司業務、財務、營業決策的主導權者，主要以公司現金流向（股息、紅利）、以及董事會席次、經理人決定權為綜合判斷。

研究結果顯示，若將股權集中定義為特定人持有百分之五的股權，則亞洲十國的所有上市上櫃公司中，約有20%的公司控制權由該特定人所享有。另在台灣、南韓與日本，股權集中的程度與控制權的有無，具有極高的關聯性。詳言之，若將股權集中定義為特定人持有百分之五的股權，此時該等公司的控制權掌握在大股東手上的比例較低（日本約10.33%，南韓17.78%，台灣18.96%）。但若將股權集中定義改為特定人持有百分之二十的股權時，該等公司的控制權掌握在大股東手上的比例便極高（日本約98.4%，南韓83.3%，台灣75.7%）<sup>139</sup>。據此可進而推論，當大股東的股權比例越高、亦即該公司股權集中情形越顯著時，此時公司的營運表現和相關決策對大股東的影響更大，導致其有更強的誘因要掌握公司的控制權，從而形成上述的現象。

其次探討公司股權集中與家族控制的關聯性。在亞洲十國中，除了日本之外，其他九個國家內的上市上櫃公司凡屬股權集中者，就有4成以上的機率股權集中於家族。可見亞洲的股權集中現象，與家族企業普遍的現象，實屬一體兩面。

---

<sup>138</sup> *Supra* note 136, 102.

<sup>139</sup> *Id.*, 104.

表十四 2000年各亞洲國家之股權集中與家族控制<sup>140</sup>

國家名稱	股權集中公司 <sup>141</sup> 占總上市櫃公司比例	股權集中公司 由家族控制之比例
日本	20.2%	9.7%
香港	93%	66.7%
印尼	94.9%	71.5%
韓國	56.8%	48.4%
馬來西亞	89.7%	67.2%
菲律賓	80.8%	44.6%
新加坡	94.6%	55.4%
台灣	73.8%	48.2%
泰國	93.4%	61.6%

## (二) 控制權集中與公司營運年數之關聯

上述討論亞洲國家的共通現象。以下將開始介紹各亞洲國家的差異面向。Claessens文獻中分析公司營運年數與控制權集中程度的關聯性。該分析的用意在於，假設兩者為正相關，則隨著公司營運時間長、股權最終會呈現分散狀態的假設，便不再當然正確<sup>142</sup>，因此許多既有的治理機制便有檢討的必要；申言之，在其他要件不變的情況下，特別是該國公司法制度未針對該現象有所因應的前提下，該國家將可預見，未來公司的控制權集中程度會更高。

研究結果顯示，台灣與其他亞洲國家不同的面向在於，台灣公司的營運年數、與控制權集中程度之間有顯著的正相關<sup>143</sup>。亦即在台灣，多數股權集中的公司，隨著營運時間變長，其股權集中於特定人的現象越明顯、控制權會變得更強。

<sup>140</sup> *Id.*, 106.

<sup>141</sup> 該處的股權集中定義為特定人持有百分之五的股權，*see id.*

<sup>142</sup> 關於公司治理股權結構是否會隨營運時間經過而改變，是否會因營運時間長、自然的改善持股集中現象、而轉變為股權分散現象，再過去被英美法系學者普遍認為是肯定的。惟近年來由於許多科技公司（如Microsoft、Google等）都從股權分散、逐漸產生股權集中的現象，再度引發討論，詳見Clifford G. Holderness et al., *Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression* (1999), *Journal of Finance* 54, 435.

<sup>143</sup> *Supra note* 136, 105.



因此，於台灣設計董事監察人選舉制度、股東權益保護制度時，宜將該因素納入考量。



### （三）控制權集中與公司規模之關聯

其次是控制權集中程度與公司大小的關聯性。該分析的用意在於，如果控制權集中程度、與公司大小規模有關聯性，則在針對控制股東進行規範時，宜考量是否針對不同規模的公司，設計不一樣的規定。若單純從論理分析，一方面當公司規模越小，越容易取得控制權，因此兩者應該是負相關；但從另一方面以觀，公司規模越大、表示資源越多、獲利能力越好，股權較多的股東越有誘因進一步取得更多股權，以鞏固其控制權。因此兩者關係亦可能呈現正相關。該研究將公司規模由大致小排列，分成三種類型：總資產規模排在前百分之二十的公司、介於百分之二十到百分之七十的公司、以及在百分之七十以下的公司<sup>144</sup>。結果顯示亞洲國家，的確呈現兩種情形。

第一種情形出現在香港、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國，從數據可看出，當公司資產規模越小、其股權越分散，公司資產規模越大、股權集中的程度越明顯，亦即兩者有正相關<sup>145</sup>。

第二種情況出現在日本、韓國、台灣，當公司資產規模越小、股權集中情況越明顯；相較之下資產規模越大的公司，股權集中情形稍減。亦即兩者呈現負相關。惟應注意者，雖然該等國家呈現的結果是負相關，但不必然表示該等國家的大型公司均屬於股權分散的類型。因為根據數據，縱然是在總資產規模大於百分之二十的公司，其有股權集中現象的公司仍然占一定比例（日本約10%，韓國35%，台灣55%）<sup>146</sup>，只是該比例相較於資產規模較小的公司為低而已。

該部分分析，數據上除了顯示股權集中與股權分散的公司比例之外，亦顯示股權集中於家族、國家的公司比例。而日本、韓國、台灣在這個部分的結果相似，資產規模越小的公司不僅股權集中情形較多，其股權也多數集中於家族企業。

### （四）家族企業與公司規模之關聯

第三個面向是分析家族企業與公司規模的關聯性。該分析的用在討論亞洲地

<sup>144</sup> *Id.*, 106.

<sup>145</sup> *Id.*, table 8.

<sup>146</sup> *Id.*

區裙帶資本主義 (Crony Capitalism) 的實際情形。該名詞係指在一經濟體內，特定家族若與政府之關係良好，使其無論在募資、融資、政策決定方面，相較於其他缺乏關係的集團或家族，都具備優勢者，該現象即稱為裙帶資本主義<sup>147</sup>。而該面向的研究重點在於，透過分析特定家族掌握的上市上櫃公司家數、該等公司占總國民生產毛額 (Gross Domestic Product, GDP) 的比例、該等公司資產占有所有上市上櫃公司總資產比例，如果結果發現特定家族可掌握的公司家數多、所占GDP高、且資產規模占全國上市櫃公司總資產之比例大，則可解讀為存在裙帶資本主義的現象。

分析結果顯示，各亞洲國家的現象差異極大。若以光譜來描述，則日本的數據結果是最遠離該現象的國家，而香港、印尼、菲律賓、新加坡、泰國的數據則是最接近該接近該現象的國家。而台灣、韓國則是居中。詳言之，亞洲國家除了日本之外，其他國家在數據上，都可看出特定家族在該國具有一定的經濟影響力，某程度可認為容易導致裙帶資本主義的出現。但在這些國家之中，台灣、韓國的情況較為緩和，亦即雖然特定家族有一定影響力，但未到達可主導國內GDP、佔據絕大多數資源的程度。

表十五 2000年各亞洲國家之家族控制程度<sup>148</sup>

國家名稱	單一家族掌握公司 <sup>149</sup> 家數(平均值)	前15大家族掌握資產占總資產比例	前15大家族掌握公司占GDP比例
日本	1.04	2.8%	2.1%
香港	2.36	34.4%	84.2%
印尼	4.09	61.7%	21.5%
菲律賓	2.68	55.1%	46.7%
新加坡	1.26	29.9%	48.3%
泰國	1.68	53.3%	39.3%
台灣	1.17	20.1%	17%
韓國	2.07	38.4%	12.9%

<sup>147</sup> Harold James, Family Values or Crony Capitalism? (2008), *Capitalism and Society* 3(1), 1932.

<sup>148</sup> *Supra note* 136, 108. 表格內的公司所指者均為上市上櫃公司。

<sup>149</sup> *Id.*



## (五) 綜合比較

綜上所述可發現，縱然股權集中、家族企業普遍是亞洲國家的共通現象，但在許多細緻層面，不同國家仍存在若干差異，不宜一概而論。台灣在股權集中程度與營運年數具有顯著正相關，成為一特殊的治理特徵，此特徵可作為立法者規劃公司治理未來改革方向之參考。

其次若以公司規模進行分類，會發現台灣與日本、韓國較為類似，是屬於小公司的股權集中情形較為明顯者，雖然這不必然代表大型公司不存在股權集中的情況，但或可解讀為大型公司的股權集中情形未到達能完全控制股東會的情形，這個特點將成為許多公司治理機制仍得以發揮效用的原因。

最後是討論家族企業在一國影響力的大小。從數據中會發現，台灣與韓國的情形最為相似，也就是家族企業雖然有一定程度的重要性，但未達到能完全左右一國經濟的程度。因此在討論公司治理之修法或改革時，政府雖難免受到相關利益團體的影響，但大致上仍可以維持一定的獨立性<sup>150</sup>。

綜上所述可知，台灣的公司特徵與韓國具有最高的相似性。因此，以下將先介紹OECD對於亞洲區域提供的公司治理規範建議，其後再以韓國公司法發展為例，介紹韓國近年的修法方向與內容。

## 第二節 OECD改善報告之修法建議

誠如第二章所述，OECD於1999年成立亞洲公司治理圓桌論壇（Asian Roundtable on Corporate Governance），該論壇每年召開一次會議，共同研擬強化亞洲國家公司治理的政策方向與具體做法，參與國家含孟加拉、中國、台灣、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、泰國、越南。

於多年持續觀察後，於2011年該圓桌論壇提出一份改善亞洲區公司治理機制的完整報告（Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level，以下簡稱改善報告）。該報告除了分析亞洲公司治理的特殊現象之外（已於第二章介紹），並進一步提出六個最需要改善的面向，並依其重要度進行排列

<sup>150</sup> Po-keung Ip, Corporate Social Responsibility and Crony Capitalism in Taiwan (2007), Journal of Business Ethics 79(1), 167; David C. Kang, Transaction Costs and Crony Capitalism in East Asia (2003), Comparative Politics 35(4), 439.

。該報告內容對於亞洲國家立法者雖然不具有拘束力，但因該等建議係由亞洲各國學者、政府人員、非政府組織代表等人共同研擬，因此仍具有一定的參考價值。以下依該報告所排列的順序分述之：

一、無論是公部門或是私部門，應致力於提供企業誘因，以促使其追求良好的治理機制；特別是應促使公司本身、董事成員、監督董事會者（意指監察人或獨立董事）、股東、其他利害關係人（如各種專業機構）這五種不同立場之人的彼此監督、合作<sup>151</sup>。例如，員工若向政府反應公司經營者濫用權力、或有違法情事時，法律上應保障其後續工作權益不受影響。此外，亞洲國家應致力於建立重視資訊揭露之正確性與即時性的企業文化，包含董事與經理人應了解資訊揭露的目的和優點、政府應鼓勵相關機構成立以監督公司資訊揭露品質等等。

二、各國政府依照公司治理法規行事，應力求該等公權力行為具備可預見性、實效性、以其相當的彈性。立法者、執法者、調查者這三種機關應維持緊密的合作關係，並同時與國外相關機構保持聯繫，以利必要時可儘快獲得國外政府的協助。此外，應致力於提升司法機關的審判效率與效能。

第二點特別強調為了避免造成非控制股東、債權人、或員工主張權利耗費過多的成本，因此政府除了加強審判的效率外，亦可建立其他紛爭解決機制（alternative dispute resolution mechanisms）、或是考慮建立專庭（specialized courts）、或鼓勵股東使用團體訴訟（class action）、或要求公司需建立內部協調機制以協調與員工之間的糾紛<sup>152</sup>。

三、亞洲公司應強化資訊揭露的品質，特別強調資訊的即時性、準確性、和平等性。平等性係指，凡是認定屬對投資人的決策有所影響的事件，其揭露標準均須一致，不可因個案而有差別處理。各國的會計或審計準則，須朝與國際準則一致化的方向努力；且有參與圓桌會議的國家，若該國的會計或審計準則、與國際會計或審計準則不同，須提供說明並對外揭露<sup>153</sup>。

四、各國應致力於提升董事的實際表現，特別是提高董事於執行職務時的客觀性和獨立性。建議做法包括：要求於董事提名程序上應向股東揭露各董事候選人的資歷，提高董事會於重大經營決策、內部控制監督、風險監控系統這三個面

<sup>151</sup> *Supra* note 8, 11.

<sup>152</sup> *Id.*, 12.

<sup>153</sup> *Id.*, 12-3.

向的參與，或是利用累積投票制或其他方法提高非控制股東推派之候選人當選的可能性，課與管理階層有義務提供董事正確、即時、與攸關的資訊等等。且，當公司與經理人、特定董事、控制股東、或其他內部人之間進行交易時，應要求董事獨立審查該等交易的公平性。此外，該點強調當董事違反相關義務時，法律的懲戒效果應達一定程度（sufficiently severe）以導正董事的行為<sup>154</sup>。

五、法律應確保非控制股東權益，包含知悉的權利、以及救濟權利。特別是當內部人或控制股東利用其身分，移轉或利用公司資訊、資源、機會以謀取自身利益時，應賦予非控制股東救濟權。且，在關係人交易的部分，法律應要求該等交易須清楚揭露、並取得董事會或股東會的事前同意。此外各亞洲國家應建立相關機制以監控關係人交易，特別是當公司或關係人屬於金融機構時更應提高警覺<sup>155</sup>。

六、應透過制度或相關誘因的建立，鼓勵股東參與股東會。此點特別強調，應透過股東會投票方式的多元化（例如可事前書面投票、網路投票）、以及投票權行使的彈性化（例如允許股票分別行使投票權），提升機構投資人參與的誘因<sup>156</sup>。

## 第三節 韓國立法例

### （一）背景介紹

韓國於1962年訂立商事法（Korean Commercial Act, KCA），此後歷經三十幾年都未曾針對商事法中的公司法部分（Corporate Law Section of KCA，以下簡稱公司法）進行修改。直到1995年開始至2004年之間，才開始針對公司法制進行改革，分別在1995年、1998年、1999年、2001年、20014年修法或立法，可稱為是第一次大規模修法（以下簡稱第一次修法）。而後在2009年開始至2012年，根據第一次修法的實踐經驗，再做進一步的法制調整，可稱為第二次大規模修法（以下簡稱第二次修法）。以下針對各次修法之時代背景，進行介紹。

### 第一次修法背景

<sup>154</sup> *Id.*, 13-4.

<sup>155</sup> *Id.*, 14.

<sup>156</sup> *Id.*, 14.

於第一次修法以前，韓國學者針對當時的公司法有諸多的批評與建議，惟該等建議皆遭到政府以國內公司尚未準備完全為由而遭到拒絕。韓國政府當時的立場，是為了追求迅速的經濟成長而政策上全力支持財閥，因此於法制上希望盡量減少對企業的規範，以避免其發展受到阻礙<sup>157</sup>。該立場可謂源自1960年代起，韓國政府鼓勵集團企業發展的政策導向，亦即國家策略性的分配大量資源予特定家族及集團。此種以國家為後盾、透過各種措施大力扶植所形成的大型家族企業，稱為財閥(Chaebol)。財閥的特色包含：企業內部成員彼此的緊密關係(血緣關係)、持股集中(股權結構不分散)、企業經營多角化、企業集團內複雜交叉持股、長期接受政治力的大量協助等<sup>158</sup>，可謂是加強版的家族企業。

政府長期對財閥的高度保護，亦招來許多的批評聲浪；隨著時間越久，修法的呼聲越來越高、而相關建議亦持續累積，至1995年韓國政府終於在各界的壓力下展開修法(簡稱1995年修法)。1995年修法著重於股東權利的提升、以及於公司法中規定董事與監察人義務與責任。而於1995年修法的影響尚未評估以前，1997年發生亞洲金融危機，韓國經濟受到重創。該次金融危機造成韓國前30大的財閥中，有8家財閥集體性的破產倒閉、2家進入重整程序<sup>159</sup>。韓國國內銀行因此承受了大筆的債務，政府必須向國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)、以及世界銀行(International Bank for Reconstruction and Development)尋求協助。而該等機構認為，韓國財閥的公司治理缺陷、政府和企業長期忽略該議題的重要性，是導致韓國於該次金融危機中遭到重創的主因。

詳言之，該等財閥先天上的體質不良，以至於暴露在風險變動劇烈的環境下，無法及時為妥善的因應；加上該等財閥的規模巨大、關係企業多、經營多元，因此一旦部分營運項目或子公司產生問題，便連帶的拖垮整個集團。據此，該等國際組織要求韓國政府須做進一步的改革，促成了韓國針對公司法在1998年、1999年進行兩次修法、以及在1998年、2001年針對證券交易法(Korean Securities Exchange Act)的兩次修法(統一簡稱1998年修法)、以及其後於2004年通過的證

<sup>157</sup> Joongi Kim, Recent Amendments to the Korean Commercial Act and their Effects on International Competition (2000), *Journal of International Law* 21(2), 274.

<sup>158</sup> 劉連煜、林郁馨、杜怡靜、陳肇鴻，選任獨立董事與公司治理(2013)，頁91。

<sup>159</sup> 該8家倒閉的財閥，其原本的重要性與規模排列(括號內為原本的規模排行)，包含Daewoo(2)、Kia(8)、Halla(12)、Hanbo(14)、Jinro(19)、New Core(25)、Sammi(26)、Bainong(34)，詳見Sea-jin Chang, *Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The Rise and Fall of Chaebols* (2003), 163-85.

券團體訴訟法 (Securities Class Action Act)<sup>160</sup>。1998年修法，著重於將董事的義務與違法責任，從形式上、名義上董事擴張至事實上董事與影子董事，且再次強化少數股東的權利，以及引入獨立董事與審計委員會制度。而2004年的立法，更是在多年來股東代表訴訟之案例極少的背景下，希望以引入美國團體訴訟的方式，強化公司治理之外部監督。

總結而言，第一次修法主要著重於保護股東權利、董事和監察人義務的明文化<sup>161</sup>、引入獨立董事、審計委員會及團體訴訟制度。其主要處理的是三個問題：各治理機關未能善盡其職、非控制股東權利不彰、以及財閥董事名實不符的問題。以下分述之。

關於治理機構的職能問題，於第一次修法前，韓國實務上董事會主要由高階經理人組成，亦即在許多財閥中，監督機關與管理階層是同一批人，難以期待董事會可以發揮監督管理階層的職責<sup>162</sup>。另外，雖然修法前公司須設立監察人，但因實際上監察人多為控制股東所選任（此部分留待下段說明），因此監督董事會的效果極差。再透過觀察該等財閥的持股結構可發現，各子公司股權最終會集中於母公司，而母公司股權會集中於特定家族之大家長；該大家長不僅是家族的首領，其往往也是母公司的董事長、以及總經理，公司重大決策以其決定為準。該種企業統馭方式缺乏監督與制衡的力量，長期下來將使得代理成本高、競爭力低<sup>163</sup>。加上公司法並未設有董事與監察人忠實義務與違反效果<sup>164</sup>，且未規定董事會會議須事前通知監察人、須製作會議記錄；因此實際運作下，不僅是董事會監督管理階層效果不彰，縱使是監察人監督董事會的情形亦然<sup>165</sup>。

關於非控制股東權利不彰的問題，與控制股東權利過大的問題，可謂是一體兩面。韓國在第一次修法前，由於未規定選任董事監察人的方式，以至於控制股東可同時推派董事與監察人、利用全額連記法左右選任結果，進而影響公司管理階層的人事安排、左右股東會各議案的提出與表決<sup>166</sup>。控制股東的人事安排標準，往往是雇用個人忠誠度較高的人（在財閥往往就是家族成員）。在這樣的情形下

<sup>160</sup> *Supra note 157, 276.*

<sup>161</sup> *Supra note 158.*

<sup>162</sup> *Supra note 157, 278.*

<sup>163</sup> *Id.*, 277.

<sup>164</sup> 惟董事仍可能因為適用民法的關係，負委任契約下善良管理人之注意義務。更詳細說明請見下頁。

<sup>165</sup> *Supra note 157, 288.*

<sup>166</sup> Jong-ho Na & Young-shin Yoon, *Reform of the Chaebol* (1998), Chosun Ilbo (Seoul), 11.

，所選任出來的董事與監察人，難以客觀獨立的監督管理階層、監督董事；相反的，其行事會以控制股東的意見為主。

上述現象的原因很多，其中非控制股東長期以來缺乏影響力、以及對參與股東會的被動態度，是導致該現象的主因。修法前各種股東權利的行使門檻為持股東須有已發行股數百分之五，該規定在韓國普遍認為是極高的門檻，理由在於韓國的公司結構之特殊性。誠如上文所述，由於韓國財閥之下的各關係企業，其彼此間有複雜與大量的交互持股，使得韓國上市公司資本虛增情況嚴重、資本規模普遍很大，平均每家上市公司的資本額為62.3億韓元（相當於5200萬美元），亦即少數股東要行使權利，必須湊到相當於3.1億韓元（相當於260萬美元）價值的股票才行。這對於一般投資人而言，顯然具有相當的難度。由於現實上行使權利的可能性很低、在股東會中相較於控制股東又是非常劣勢，使得韓國一般散戶的投資目的，多半為了短期買賣獲利而進行<sup>167</sup>，從而更缺乏參與股東會的誘因。

除此之外，修法前針對機構投資人，法律不允許其分割行使股東權利，此亦造成機構投資人參與股東會的意願低<sup>168</sup>。種種原因，均使得股東會難以發揮實際作用，而常淪為控制股東或董事會的橡皮圖章<sup>169</sup>。另外，控制股東權利過大、少數股東權利太弱，也連帶影響外國投資人的投資意願。

最後一個修法前的問題，是韓國財閥中普遍存在的董事登記不實現象。於第一次修法以前，雖然韓國公司法中無董事忠實義務的規定，但由於韓國民法有規定委任關係的受託人義務<sup>170</sup>，而根據修法前的公司法第一條，於公司法未規定者、適用民法之規定，因此董事仍可能因為適用民法的關係，須負善良管理人之注意義務。因此實務上為了規避民法的注意義務，財閥中主要公司（母公司）的董事長往往由控制家族的大家長擔任，但其只會登記在該主要公司中，至於在其他關係企業是以總裁（Chairman）之名、行使董事長職權之實。而其他的重要家族成員也往往只會登記為某一公司的董事，在其他公司則另立名目、行使董事職權<sup>171</sup>。

<sup>167</sup> 根據資料，在1997年散戶投資人持有特定公司股票的平均時間為4.1個月，1998年為1.9個月。See *supra note* 157, 283.

<sup>168</sup> Jae-won Lee, *the Role of Institutional Investor in Listed Companies* (1998), *Company Law Review* 17, 167-77.

<sup>169</sup> 於1999年做的抽樣調查顯示，韓國上市公司平均每個股東會議案的通過時間不超過十分鐘，詳見 *Scourge of the Chaebol*, *Economist* (Mar. 27, 1999), 68.

<sup>170</sup> Korean Civil Code, art. 681.

<sup>171</sup> *Supra note* 157, 288.



此外，在股權登記上，利用關係企業彼此交互持股，該大家長實際上只需持有一點股權、便可控制整個財閥。根據韓國證券交易所資料顯示，前十大財閥的大家長平均持股僅有百分之三<sup>172</sup>。上述現象所代表的意義是，在財閥中，大家長由於名義上只是一家公司的董事，其需承受的法律風險很低；而且因其實際上的持股比例低，其所承受的投資風險也低。

由於所承受的法律及投資風險低，財閥內實際掌握決定權的人，有相當的誘因將個人利益、家族利益置於公司整體利益之上。事實上在1997年金融危機爆發以前，董事與管理階層的專業度低、位居要職的冗員多、公司負債比例過高、控制股東利用與公司自我交易謀取大量利益、濫用移轉訂價與借款擔保將獲利集中於特定公司，是財閥的共通現象<sup>173</sup>。該等行為均造成財閥實際上缺乏競爭力、公司體質脆弱無法承受外部衝擊。實際上，因亞洲金融危機而倒閉的財閥，於破產清算階段發現，許多財閥諸如Daewoo，Hanbo，Kia，Daenong都有偽造會計帳冊、財務報表的情況，以掩蓋公司的資產與盈餘遭到控制家族大量侵吞的事實。

## 第二次修法背景

韓國法務部於第一次修法之後，持續觀察修法後的公司治理情況，發覺若干問題，因此在2008年開始召集學者進行討論，終於在2012年完成修法（簡稱為第二次修法）。此次修法背景有二：一是調查發現獨立董事的功能有限，亦即在第一次修法後，控制股東仍容易在董事選舉中占有優勢<sup>174</sup>，決定最終的獨立董事名單。更甚者，論者有謂在第一次修法之後，由於未限制獨立董事所能兼任的家數，韓國出現了一種新興的市場：獨立董事市場，亦即為了爭取日後擔任其他公司之獨立董事的機會，於任期內獨立董事會傾向被動的進行監督、以免被貼上麻煩製造者（trouble maker）的標籤<sup>175</sup>。截至2006年，獨立董事約有百分之七十六由大股東提名選任，且決策也傾向大股東之偏好，其贊成董事會原議案的比例高達九成<sup>176</sup>。該等數據可作為上開論點之間接證據，亦即實際上獨立董事很難獨立行使監督

<sup>172</sup> Korean Security Exchange, Press Release, Sept. 16, 1999.

<sup>173</sup> See *supra* note 157, 286.

<sup>174</sup> 根據調查，截至2006年為止，韓國公司中設有獨立董事者，其占董事人數的比例約五分之一至四分之一；吳當傑，*公司治理理論與實務*（2007），頁405。

<sup>175</sup> Ok-ri Song, *Improving Corporate Governance through Litigations: Derivative Suits and Class Actions in Korea* (2008), in *Transforming Corporate Governance in East Asia*, 97-8.

<sup>176</sup> *Id.*

權。故第二次修法希望透過加強監察人和審計委員會的職能，以強化對董事會之內部監督力量，彌補獨立董事監督效果不彰的問題。

第二個修法背景係因為2012年韓國兩大企業醜聞的爆發，其一是泰光集團（Taekwang Group）董事長的侵占及背信案，該董事長大量利用與公司的自我交易與關係人交易，將集團所屬資源和機會移轉給自己及關係人，最終法院判其20億韓元罰金與四年半有期徒刑。另一為現代集團（Hyundai Group）旗下的現代汽車董事長，其任內支持現代集團的關係企業與現代汽車進行不公平交易，進而造成現代汽車受損，法院判決其應以826兆韓元（相當於6897億美元）作為現代汽車公司所受的損害賠償<sup>177</sup>。該等大型弊案的發生，也間接說明第一次修法的各種措施，仍有改善的空間，特別應該加強公司內部防弊的功能、以及針對關係人交易做規範。

因此，在上述原因的催生下，韓國第二次修法主要是增加關係人交易的限制、強化既有的監察人職能、以及提高審計委員會的獨立性。此留待（四）詳述。

## （二）第一次修法內容

### 董事與董事會部分

誠如上文提及，原本的公司法並沒有規範董事的忠實義務，因此董事對公司原則上只負有民法委任契約章節的善良管理人注意義務。由於注意義務無法完整的包括董事對公司所應具備的各種義務，因此第一次修法後於公司法納入董事對公司的忠實義務、以及違反應負損害賠償和歸入權<sup>178</sup>的法律效果。此外，立法者亦課與董事於董事會中對任何議案有不同意見時，董事會會議記錄須記下該異議董事的名字、以及其反對的理由<sup>179</sup>。該等記錄可作為論斷董事有無盡其忠實義務的有力證據，而相關利害關係人亦可透過調閱該等記錄、決定是否對特定董事追訴其違反忠實義務的責任。因此該記錄異議理由的規定，可稱為是課與董事忠實義務的配套措施。

如（一）背景介紹所述，韓國過去有董事名實不符的問題，亦即實際上執行

<sup>177</sup> OECD, Korea: Review of Board Nomination and Election Practices (2012), in Board Member Nomination and Election, 57;前揭註158，頁92。

<sup>178</sup> Korean Commercial Act, art. 382-3.

<sup>179</sup> Korean Commercial Act, art. 391-3.

董事業務、或是對公司董事有重大影響力之人，因其未登記為董事而不須對公司負責，形成法之漏洞。因此第一次修法將事實上董事與影子董事納入公司法規範。亦即去直接主導（事實上董事）或利用其對公司的影響力間接影響（影子董事）原屬公司董事所管轄的事務者，與公司登記上所載的董事負相同的義務與責任<sup>180</sup>。如此一來，可以將對公司具有實質影響力的控制股東，課與其一定的忠實義務，以避免其利用董事登記制度以規避法律責任。

此外，為促使董事更積極的保護公司利益，另賦予董事在知悉對公司可能有重大損害（significantly injure）的事實時，有立即向監察人或審計委員會報告的義務，違反該義務所導致公司的損害，須負損害賠償責任<sup>181</sup>。

關於董事制度的另一大修改，在於證券交易法新增獨立董事之職能。於1998年規定公開發行公司應設置獨立董事<sup>182</sup>，並於2001年進一步規定獨立董事的最低比例<sup>183</sup>，原則上須占董事人數的四分之一，但若公司總資產價值達2兆韓元（約16.7億美元）、或是屬於金融機構<sup>184</sup>者，則獨立董事應為三名以上、且占董事人數的二分之一。

由於第一次修法課與公司董事許多額外的義務，除了上述之外，亦規定公司最少應有三名董事。為了兼顧小型公司的利益、避免其為了要符合法律的規定而設置過多且不必要的董事，公司法新增公司實收資本額小於50億韓元（約41.8萬美金）的公司可設立一名或二名董事<sup>185</sup>。且當公司只有一名董事時，則所有應經董事會決議之事項，改由股東會決議<sup>186</sup>。

## 股東權益的部分

第一次修法除了課與公司有製作董事會會議記錄的義務、以及該記錄至少須具備的內容之外，另一方面亦賦予股東有董事會會議記錄的審閱權；公司除非有正當理由否則不得拒絕。且縱然公司拒絕提供，股東可以訴請法院審查該等理由

<sup>180</sup> Korean Commercial Act, art. 401-2.

<sup>181</sup> Korean Commercial Act, art. 412.

<sup>182</sup> 韓國仿照日本用語，翻譯為outside director，惟因其積極要件、消極要件、義務等規定均與台灣之獨立董事相似，故本文仍之為獨立董事；詳見Korean Securities Exchange Act (1998), art. 54-5.

<sup>183</sup> Korean Securities Exchange Act (2001), art. 54-5, para. 1.

<sup>184</sup> 金融機構的部分，規定於Korean Banking Act, art. 22, para. 2.

<sup>185</sup> Korean Commercial Act, art. 383.

<sup>186</sup> Korean Commercial Act, art. 383, para. 4.



是否正當，若否法院可以限期命公司提供記錄<sup>187</sup>。

此外，關於股東權益的修法，最為重要的就是將股東行使權利的最低持股要求降低（如下表所示），以作為股東參與治理的誘因。該等規定散見於公司法、證券交易法中，並陸續經過數次調整，整理如下。

先說明該表內容，商事法適用於一般公司，而證券交易法適用公開發行公司。此外，證券交易法除了持股比例要求之外，都要再加上持股達六個月的規定。括號內的數字適用於實收資本額達1千億韓元（約8400萬美元）的公開發行公司，底線部分只適用於總資產價值達2兆韓元（約16.7億美元）的公開發行公司。N/A係指當時法律不允許行使該種權利，N/C係指最低持股要求沒有改變、與左欄要求相同。

根據下表數據，韓國已普遍降低原有的持股比例要求。此外在公開發行公司，所要求的持股比例更低；而若公開發行公司實收資本額達2兆韓元（約16.7億美元），則所要求的持股比例，又比單純是公開發行公司者更低。此係因為公開發行公司中的大型公司往往就是財閥集團中的母公司，而財閥往往利用交叉持股使母公司的股份大量集中於關係企業與控制股東手上，使得非控制股東更難行使權利<sup>188</sup>。再加上財閥的治理弊端、相較於一般公司的治理問題，前者會導致更嚴重的後果。故大型公司更有必要強化少數股東權利，以促使該等公司治理更加完善。

除了持股比例要求降低之外，第一次修法亦新增了兩項股東權利，一者即股東可要求公司於董事、監察人選舉時採用累積投票制，且一旦該股東符合持股要求，公司即應立即採取該制度，不得拒絕<sup>189</sup>。二者為新增股東提案權的部分。於股東召開之六週前，股東可以要求公司將其議案納入股東會中，且可同時附上重要資訊與提醒文件、要求公司於寄發股東會開會通知書時，一併轉發給所有股東，另除非該提案內容違反法律或章程，公司不得拒絕納入議案。除了股東可要求納入議案外，於股東會時就該提案，提案股東有權親自向所有股東說明之<sup>190</sup>。

為了避免公司惡意不納入股東提案，或是納入後透過其他方式阻撓股東表達意見，第一次修法針對這種情況設有罰則。意即，若公司違反上述有關股東提案權的規定，則最高可罰500萬韓元（約41,800美元）。

<sup>187</sup> Korean Commercial Act, art. 391-3, 396.

<sup>188</sup> *supra* note 157, 295.

<sup>189</sup> Korean Commercial Act, art. 382-2.

<sup>190</sup> Korean Commercial Act, art. 363-2, para. 2-3.

此外，為了降低股東於代位訴訟的負擔，將徵收的裁判費固定為190元美金<sup>191</sup>；並且採取與美國相同的做法，即倘若股東獲得勝訴，公司必須補償股東已支付的裁判費、以及合理適當（reasonable or appropriate）的律師費用<sup>192</sup>。

表十六 韓國商事法與證券交易法於股東各權利行使的最低持股要求<sup>193</sup>

股東權利的類型	商事法		證券交易法			
	1995	1998	1997	Feb. 1998	May 1998	2000
要求裁判解任違法或不適任的董事與監察人 <sup>194</sup>	5%	3%	1% (0.5%)	0.5% (0.25%)	N/C	<u>0.125%</u>
董事違法行為之制止權 <sup>195</sup>	5%	1%	1% (0.5%)	0.5% (0.25%)	N/C	<u>0.125%</u>
提起股東代位訴訟 <sup>196</sup>	5%	1%	1% (0.5%)	0.05%	0.01%	N/C
召開特別股東會 <sup>197</sup>	5%	3%	3% (1.5%)	N/C	N/C	<u>0.75%</u>
要求公司製作或提供財務資訊 <sup>198</sup>	5%	3%	3% (1.5%)	1% (0.5%)	N/C	<u>0.25%</u>
指定檢查人針對特定事項、記錄、財務狀況進行調查 <sup>199</sup>	5%	3%	3% (1.5%)	N/C	N/C	<u>0.75%</u>
解任清算人 <sup>200</sup>	5%	3%	3% (1.5%)	0.5% (0.25%)	N/C	<u>0.125%</u>
要求採用累積投票制 <sup>201</sup>	N/A	3%	3%	N/C	N/C	N/C

<sup>191</sup> Korean Civil Procedure Act, art. 109, para. 1.

<sup>192</sup> Korean Securities and Exchange Act, art. 191-13, para. 6; Korean Commercial Code, art. 405, para. 1.

<sup>193</sup> 翻譯自 *supra note* 157, 293.

<sup>194</sup> Korean Commercial Act, art. 385.

<sup>195</sup> 包括違反章程的行為，Korean Commercial Act, art. 402.

<sup>196</sup> 該持股比例只須在起訴時符合，至於訴訟進行中、或是判決確定時，均無持股要求，Korean Commercial Act, art. 403

<sup>197</sup> Korean Commercial Act, art. 366.

<sup>198</sup> Korean Commercial Act, art. 466.

<sup>199</sup> Korean Commercial Act, art. 467.

<sup>200</sup> Korean Commercial Act, art. 539.

行使股東提案權 <sup>202</sup>	N/A	3%	1% (0.5%)	N/C	N/C	<u>0.25%</u>
要求解散公司	10%	10%	N/A	N/A	N/A	<u>N/A</u>

除了最低持股要求的降低外，民間於1994年自發性的成立一非政府組織「參與民主人民聯盟」(People's Solidarity for Participatory Democracy, 簡稱PSPD)，其屬於非營利組織，其成員包含學者、律師、會計師、全職行政人員，該組織成立的主要目的是為了實踐股東行動主義(Shareholder Activism)，希望透過組織化的方式，密切監督政府與企業，以避免政府立法或執法過程中有所偏頗或懈怠、以及避免企業內部人濫用其權力。而該聯盟下有許多子部門，分別監督政府行政部門的執法過程(Center for National Assembly & Administration Watch)、促進立法過程的參與(Public Interest Law Center)、負責代表少數股東進行訴訟、或以其他方式解決與公司間紛爭(Center for Judiciary Watch)等等<sup>203</sup>。

該組織可受理的案件包括所有公司法與相關證券法規中賦予少數股東的權利(常見者如代位訴訟、董事違法行為制止權、提起解任董監之訴等)<sup>204</sup>，而其會綜合考量該等案件影響大小、實體法上的正當性、訴訟法上舉證的難易度等等，決定是否代表進行訴訟<sup>205</sup>。事實上在該組織成立以前，韓國從來沒出現過股東代位訴訟<sup>206</sup>。該組織於1997年代表少數股東，與韓國第一銀行(Korean First Bank)之董事、高級主管進行訴訟，是韓國歷史上第一個股東代位訴訟<sup>207</sup>。從此之後，其又分別與三星集團(Samsung Group)、大華集團(Daewoo)、現代集團(Hyundai Group)、樂星集團(LG Group) ...等財閥進行訴訟，成果斐然<sup>208</sup>。

<sup>201</sup> 一經股東要求，公司即有採用的義務，Korean Commercial Act, art. 382-2.

<sup>202</sup> 該提案權包含股東提名董事、監察人的權利，Korean Commercial Act, art. 363-2.

<sup>203</sup> PSPD, About People's Solidarity for Participatory Democracy (2011), available at <http://www.peoplepower21.org/English/39340> (last update: Jan. 15, 2011).

<sup>204</sup> 詳細權利可參考上述表格，說明請參考Jooyoung Kim & Joongi Kim, Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance (2001), Journal of Korean Law 1, 54.

<sup>205</sup> Han-kyun Rho, From Civil Society Organization to Shareholder Activist: The Case of the Korean PSPD (2004), Brunel Research in Enterprise, Innovation, Sustainability, and Ethics Working Paper No. 04-15, 28-37.

<sup>206</sup> *Supra note* 175, 97.

<sup>207</sup> *Id.*, 113.

<sup>208</sup> 事實上，促進韓國第二次修法的現代集團與泰光集團弊案，均由該聯盟進行代表訴訟，獲得勝訴，Suhyuk Kim, Democratization and Social Movements in South Korea: A Civil Society Perspective (2011), in East Asian Social Movements: Power, Protest, and Change in a Dynamic Region, 150.

## 證券團體訴訟法之立法

於1997年金融風暴後，有感於財閥的代理問題、與資訊不對稱的情況嚴重，為保護投資人權益，韓國於2004年通過證券團體訴訟法（Securities Class Action Act），成為亞洲國家中第一個開放團體訴訟的國家。以下分別就該法之適用對象、案件類型、訴訟要件、訴訟費用，逐一介紹。

適用對象方面，由於法制剛開始建立，如果要件設定太過寬鬆，則恐導致濫訴的情況，此將使得公司疲於奔命、影響韓國企業的整體發展。因此，團體訴訟法將適用對象，於財報不實、簽證不實的部分，限定於資產超過2兆韓元（約17億美元）之公司<sup>209</sup>。至於操控股價、內線交易等案件，因為公司規模越小，該等行為所造成的股價波動越大，少數股東受到的損害也越大，故於適用對象上無此限制。

於案件類型上，限於以下四種類型：一，公開說明書揭露義務的違反<sup>210</sup>；二，財務報表（年報、半年報）故意或過失導致重大不實者<sup>211</sup>；三，操縱市場或內線交易<sup>212</sup>；四，審計報告書故意或過失導致重大不實<sup>213</sup>。

訴訟要件方面，團體訴訟核准的前提是，該團體須有至少五十名法律上與事實上爭點共通的成員組成，該等成員必須持有被告公司已發行股數萬分之一的股權，首席原告（留待下述）必須公平且適當地（fairly and adequately）維護團體的利益，且該訴訟必須是保護成員權益之適當、有效的手段<sup>214</sup>。

首席原告（lead plaintiff）係指代表該團體進行訴訟之人，為了避免職業原告（professional plaintiff）造成過多的任意起訴（frivolous lawsuit）、並鼓勵其他投資人積極地參與團體訴訟，該法規定三年內已擔任三起以上團體訴訟之首席原告者，不得再擔任系爭個案的首席原告<sup>215</sup>。此外，該人必須向法院聲明，其並非以提起團體訴訟為持有該公司有價證券之唯一目的<sup>216</sup>。且法院必須審查，該首席原告是否足以適當代表該團體之利益，若其利益過小、或是與團體其他人存在利害衝

<sup>209</sup> Securities Class Action Act, art. 2.

<sup>210</sup> Securities Class Action Act, art. 3, para. 1.

<sup>211</sup> Securities Class Action Act, art. 14.

<sup>212</sup> Securities Class Action Act, art. 186-5.

<sup>213</sup> Securities Class Action Act, art. 186-6.

<sup>214</sup> Securities Class Action Act, art. 12, para. 1.

<sup>215</sup> Securities Class Action Act, art. 11, para. 3.

<sup>216</sup> Securities Class Action Act, art. 9-10.

突的情況，其即不具備首席原告的資格<sup>217</sup>。上述規定除了適用於首席原告外，亦適用於擔任首席原告之訴訟代理人身上。

查美國團體訴訟中常見由律師擔任首席原告之訴訟代理人，美國法下當訴訟代理人是律師時，解除其三年擔任五起團體訴訟之訴訟代理人的禁止規定<sup>218</sup>。蓋因在美國，當事人與律師之間常約定為或有報酬制（contingent fee），亦即律師報酬取決於其最後獲得的賠償金額，該種報酬約定方式有其缺點，但最大的優點在於其將部分訴訟風險移轉至律師身上，可保障經濟弱勢者平等使用法院的權利。而團體訴訟的賠償金額高，雙方常約定為或有報酬，從而促使律師有擔任訴訟代理人的誘因。

但在韓國的證券團體訴訟法中，其並未針對這種情況設置除外規定；更甚者，其規定當律師持有被告公司股票，該名律師即無法擔任訴訟代理人<sup>219</sup>。該立法理由是，當訴訟成敗直接涉及律師的金錢利益時，會影響律師於個案中的客觀性、獨立性，故禁止之。惟該立法遭到很大的批評，主因是律師持有股票、反而更能與其所代表的投資人利害一致，使得利害衝突的可能性更低，應無禁止的必要。且該禁止規定，不啻是增加投資人尋找適當訴訟代理人的困難，不當的削弱團體訴訟於未來的發展<sup>220</sup>。

在訴訟費用的部分，由於團體訴訟的標的金額大，若依照一般的民事訴訟法規定，其所須繳納的裁判費極高。但若仿照代位訴訟，統一設定固定的裁判費，亦有所不妥。因為在代位訴訟中，勝訴所獲的損害賠償是歸於公司；但在團體訴訟中則是歸於各投資人（即原告）。可見若在團體訴訟中裁判費設定為固定數額，不啻是鼓勵投資人進行訴訟、並主張高額的賠償金，而恐有導致濫訴之嫌<sup>221</sup>。因此，針對裁判費部分，以一般民事案件的裁判費、乘上二分之一為斷，且設有25,000美元的上限<sup>222</sup>。

## 監察人與審計委員會

<sup>217</sup> Securities Class Action Act, art. 5, 11.

<sup>218</sup> 在美國法下，一般投資人（非律師）限制是三年擔任五起以上團體訴訟之首席原告，詳見Private Securities Litigation Act of 1995, art. 27.

<sup>219</sup> Securities Class Action Act, art. 5.

<sup>220</sup> 王文字、張翼明，非營利組織主導的證券團體訴訟：論投資人保護中心（2007），月旦民商法雜誌第15期，頁13-4.

<sup>221</sup> *Supra note* 175, 111-2.

<sup>222</sup> Securities Class Action Act, art. 7, para. 2.



傳統監察人<sup>223</sup>的功能不彰，向來被認為是韓國公司治理的一大問題，也是各種弊案的主因之一<sup>224</sup>。為了強化公司內部對董事會的監督能力，於1998年公司法允許公司在章程規定，以審計委員會取代監察人制度<sup>225</sup>。審計委員會應至少有三名董事。由於審計委員會的組成不一定要都是獨立董事，且審計委員會的成員名單，是在董事選任完畢後，才由董事會開會決議<sup>226</sup>由哪些董事擔任。因此公司法另外規定，審計委員會中至少三分之二以上為獨立董事，且內部人（包含最大股東及其親屬、最大法人股東之內部人、關係企業內部人等等）的比例不得超過三分之一<sup>227</sup>，以確保審計委員會的獨立性。

此外，1998年同時於證券交易法規定，總資產價值達2兆韓元（約16.7億美元）的公開發行公司，除了上述提到的董事會中的獨立董事比例須二分之一以上外，也規定必須設立審計委員會<sup>228</sup>。

考量到有些公司仍維持原本的監察人制度，公司法也針對監察人職權進行強化。包含在許多情形下，監察人可以單獨召開股東會以避免董事的專斷獨行，諸如有重要事項要通知股東、針對爭議事件提請股東會決議、提請股東會確認董事會的決議等等<sup>229</sup>。此外，為強化其客觀性、獨立性，禁止母公司的監察人、同時擔任子公司的董事<sup>230</sup>。由於在這種情況下，母公司董事需審查子公司董事會所通過的決議，而母公司董事受到母公司監察人的監督；因此若允許母公司監察人擔任子公司董事，形同自己間接審查自己所通過的決議，而有利害衝突的情況，因而禁止之。

最後是一個特別的立法，即新增了母公司監察人在某些情況下對子公司的調查權<sup>231</sup>。亦即為了履行母公司監察權之必要，母公司的監察人可以要求子公司董事會提出業務報告，對其進行調查。

### （三）第一次修法評析

<sup>223</sup> 韓國的監察人制度與台灣相仿，均是獨立行使職權，Korean Commercial Act, art. 391-2, 402.

<sup>224</sup> *Supra note* 157, 290.

<sup>225</sup> Korean Commercial Act, art. 415-2, para. 1.

<sup>226</sup> 選任決議是普通決議，而解任決議為特別決議，Korean Commercial Act, art. 415-2, para. 3.

<sup>227</sup> Korean Commercial Act, art. 415-2, para. 2.

<sup>228</sup> Korean Securities Exchange Act, art. 54-6.

<sup>229</sup> Korean Commercial Act, art. 412-3.

<sup>230</sup> Korean Commercial Act, art. 411.

<sup>231</sup> Korean Commercial Act, art. 412-4.

總體而言，第一次修法是首次以修法的方式，促使韓國公司建立一套有效的權力分立與制衡的機制（effective checks and balances），以強化其在全球市場的競爭力與應變能力<sup>232</sup>。該次修法使得南韓上市櫃公司普遍設有獨立董事，借此強化董事會運作的獨立性、客觀性。

表十七 2013 年底南韓與台灣上市櫃公司獨立董事之數量比較<sup>233</sup>

	南韓	台灣
公司平均獨立董事數量	2.42	1.6
獨立董事設置率	100%	68%

此外，第一次修法促使韓國當局開始以相關制度保障非控制股東權益，企圖改善原本的治理環境，此也間接鼓勵外資進入韓國投資。外資直接投資金額，從1997年之前平均約10億美元，至修法後2001年成長為113億美元，之後至2012年成長至163億美元<sup>234</sup>。外國投資額的大量增加，或可解讀為改善後的公司治理機制，某程度可獲得投資人的信任。

但在另一方面，儘管已透過修法降低代位訴訟持股的方式，希望保護投資人的權益；但由於代位訴訟的諸多特質，使得修法之後實際上股東利用該條起訴的意願不高。該等特質可分為三個面向，擬分別說明如下。

第一，是訴訟費用的支出，對於股東而言是一種不利益。該等費用包含裁判費、以及律師費用。日前韓國為了降低股東的負擔，不僅針對股東代位訴訟所徵收的裁判費固定為190元美金<sup>235</sup>；並且採取與美國相同的做法，即倘若股東獲得勝訴，公司必須補償股東已支付的裁判費、以及合理適當（reasonable or appropriate）的律師費用<sup>236</sup>。但何謂合理適當的費用？並無參考標準可循，而是繫諸韓國法院依其內部規則判斷。該規則係根據以系爭訴訟所要求的賠償金額為基礎、再乘

<sup>232</sup> *Supra* note 157, 277.

<sup>233</sup> 崔俊璿，韓國外部董事制度（2012），收錄於資本市場的創新發展與公司制度的深化改革，頁295。

<sup>234</sup> 相關數據可參考 Korea.net, Foreign Direct Investment, available at <http://www.korea.net/AboutKorea/Economy/Foreign-Direct-Investment> (last visited: Dec. 20, 2014); Bruce Klingner & Anthony B. Kim, *Economic Lethargy: South Korea Needs a Second Wave of Reforms* (2007), available at <http://www.heritage.org/research/reports/2007/12economic-lethargy-south-korea-needs-a-second-wave-of-reforms> (last update: Dec. 7, 2007).

<sup>235</sup> Korean Civil Procedure Act, art. 109, para. 1.

<sup>236</sup> Korean Securities and Exchange Act, art. 191-13, para. 6; Korean Commercial Code, art. 405, para. 1.

以一定比例，當成合理的律師費用<sup>237</sup>，而未考量該律師於訴訟中投入的時間、以及訴訟的進行時間。因此，股東實際上可獲得的律師費用補償，很可能會少於其實際支付的律師費用。此外，該等補償以股東獲得勝訴為唯一的條件，縱使股東提起訴訟係基於善意（in good faith）而非濫訴，亦不保證其必可獲得補償。因此，韓國之代位訴訟制度，使股東所必須承受的敗訴而無法獲得補償的風險、以及縱然勝訴但未能獲得完全的律師費用補償之風險，該特性是股東不願意起訴之一大主因。

第二，由於韓國在訴訟費用的分攤上面，係由敗訴的當事人承擔，此在代位訴訟並未設有例外或減輕<sup>238</sup>；且法院可以在被告公司的要求下，令非善意起訴（suit brought in bad faith）的股東，提供相當的擔保<sup>239</sup>。因此，股東在一開始時，就可能會有提供擔保的風險；倘若股東敗訴，其要面對的除了無法受到補償之外，還要支付被告方裁判費和合理的律師費用。該等規定固然可以降低股東濫訴的機會，但在從來不曾出現股東濫訴問題的韓國<sup>240</sup>，該規定其實是導致代位訴訟過少的原因之一。

第三，代位訴訟本身，因為起訴的股東所主張的並非屬於自己的權利，其只是代替公司向失職董事、經理人等人請求損害賠償；亦即若勝訴，該等被告所給付賠償金的對象，是公司本身、而非起訴的股東。該訴訟特質會產生嚴重的搭便車問題（Free-rider problem），提起訴訟的股東一人承受風險和損失、但若勝訴的利益是由公司所享有（全體股東共享），因此每一個股東都會期待他人起訴、而使自己連帶獲利。由於股東未能因起訴獲得額外的好處，因此最終而言，起訴誘因自然不高。

因此，在上述三種因素的作用下，修法後股東代位訴訟之最低持股要求雖然降低，但因實際上的經濟誘因不足，使得代位訴訟仍然不多見。

至於在證券團體訴訟部分，立法後實際的案例亦不多，論者有謂此主因為二：一是該法將證券團體訴訟，限定在特定類型、以及大規模的公司，憑一般投資人的力量難以與該種公司進行訴訟。二是其針對首席原告的管理過嚴，特別是在

<sup>237</sup> Supreme Court Rule on the Calculation of Reasonable Litigation Costs, art. 3, para. 1.

<sup>238</sup> Korean Civil Procedure Act, art. 98.

<sup>239</sup> Korean Commercial Act, art. 403, para. 7; art. 176, para. 3-4.

<sup>240</sup> *Supra note* 175, 105.

律師擔任訴訟代理人的部分<sup>241</sup>。迄今韓國出現的代位訴訟與團體訴訟，多半係由PSPD所提起與進行的訴訟。



## （四）第二次修法內容

### 關係人交易的部分

有感於第一次修法後，由於只規範董事為自己或他人與公司進行交易<sup>242</sup>（簡稱為自我交易，self-dealing transaction），應經董事會以普通決議通過。因此公司其他內部人或關係企業之間自我交易的情況仍十分普遍，甚至導致泰光集團等大型弊案的產生，損及公司整理利益。因此第二次修法，於公司法中針對自我交易的部分進行修改。其修改方向有二，以下分述之。

第一，擴大內部人的範圍，從原本的只包括董事為自己或他人與公司進行交易，擴大至四種主體，而成為關係人交易（related-party transaction）之規範<sup>243</sup>：

- 一、董事、股份超過百分之十的大股東、以及對公司有重大影響力（substantial influence）的股東（這兩種股東以下簡稱為主要股東）；
- 二、董事或主要股東的配偶、六親等內的血親（及其配偶）、四親等的姻親。
- 三、上述一、二自然人所單獨或共同持有某公司投票權股票超過百分之五十，該公司本身、及其子公司；
- 四、上述一、二自然人、與三公司，共同持有某公司投票權股票超過百分之五十，該公司本身、及其子公司。

第二，提高自我交易的門檻，從原本只須董事會普通決議、提高至須特別決議通過；且必須事前同意，不得事後追認。決議前必須揭露利害關係<sup>244</sup>。

因此，第二次修改大幅拓寬內部人與關係人的範圍後，輔以第一次修法課與公司有製作董事會會議記錄的義務、股東有取得董事會會議記錄的權利。將使得往後關係人交易，可以呈現在陽光之下接受審視，減少弊端的發生。

<sup>241</sup> *Id.*, 112.

<sup>242</sup> Korean Commercial Act (before amendment), art. 398.

<sup>243</sup> Korean Commercial Act, art. 398.

<sup>244</sup> *Id.*



## 獨立董事之制度改善

誠如上文所述，第一次修法後，由於控制股東仍容易在董事選舉中占有優勢，決定最終的獨立董事名單。因此獨立董事的獨立性與客觀性未能獲得確保。為了改善此種情況，於2009年韓國公司法規定，資產達2兆韓元（約16.7億美元）的公開發行公司，強制設置獨立董事提名委員會（nominating committee on independent director），且該委員會中須至少有二分之一成員為獨立董事<sup>245</sup>。

該委員會必須確保獨立董事候選人名單中，所有人都是符合形式上獨立性（即法令所規定者）、以及實質上獨立性（即可得期待其於執行職務時能有客觀性、獨立性者）。並確保最後附交股東會表決的名單中，包含所有由少數股東提名的候選人<sup>246</sup>。該等規定希望藉由提名委員會的把關，確保獨立董事候選人均具備獨立性與專業性，維護少數股東的提名權。

此外，為避免獨立董事兼職過多，導致其無法投注夠多時間、精力於特定公司，損及其監督功能。第二次修法限制獨立董事兼任家數，不得超過二家公司<sup>247</sup>，此附帶說明。

## 監察人與審計委員會

獨立董事與監察人（或審計委員會），共同形成對董事會的監督；前者係透過參與董事會以確保其決策之客觀、獨立，後者則透過監察權的行使、列席董事會等手段進行監督。惟現實上獨立董事選舉結果，當選人多半仍屬大股東推舉者，因此在第二次修法時，嘗試透過強化監察人或審計委員會，以加強對董事會的監督。

監察人方面，公司法新增全職監察人（Full-time Auditor）一職<sup>248</sup>，要求資產達1兆韓元（約8.4億美元）的公開發行公司，必須至少設置一名全職監察人，該人需常駐在公司進行監督工作。且要解任全職監察人，必須經股東會特別決議為之。此做法係為補強監察人的功能，希望透過全職監察人日常性、經常性的常駐公司，對公司業務決策進行審查，能及早發現董事或其他內部人侵害公司的情事<sup>249</sup>。

<sup>245</sup> Korean Commercial Act, art. 542-8.

<sup>246</sup> *Id.*

<sup>247</sup> *Supra note* 177, 57-8.

<sup>248</sup> Korean Commercial Act, art. 542-10.

<sup>249</sup> *Supra note* 158, 107-8.

最後是關於審計委員會的部分。於第一次修法時，公司法針對審計委員會成員的選任與解任，是交由董事會自行決定，此已於上文述及；此外，證券交易法規定，總資產價值達2兆韓元（約16.7億美元）的公開發行公司，必須設立審計委員會<sup>250</sup>。

然而相較於監察人由股東會直接選任<sup>251</sup>，審計委員會成員係由董事會選任，而非由股東會直接選任，因此其獨立性的問題會比監察人嚴重。韓國有論者即基於此，認為站在公司治理的立場，監察人的地位優於審計委員會<sup>252</sup>。

因此第二次修法後，針對審計委員會有三項重要的修法。第一，證券交易法規定，公開發行公司無論公司總資產價值為何，一律需設立審計委員會，且至少三分之二成員由獨立董事擔任<sup>253</sup>。第二，公司法規定公開發行公司的審計委員會成員之選任與解任，改由股東會決定，選舉方式如下：股東會應先選任董事後，再從該等董事當中，選任部分董事擔任審計委員會成員<sup>254</sup>。第三，是當股東會要選任審計委員會成員、或是選任監察人時，限制大股東投票權的行使。其限制如下：

- 一、當股東持有已發行表決權股份達百分之三時，就超過百分之三的部分，不得行使表決權，該規定一體適用於選任審計委員會成員、與選任監察人的情況。且章程可以設定更低的比例<sup>255</sup>。
- 二、針對股東會選任與解任審計委員會成員的部分，做更進一步的規定<sup>256</sup>。為防範第一大股東（largest shareholder）透過人頭等方式規避百分之三的規定，將投票權的限制，擴張及於第一大股東之關係人、關係企業、為第一大股東持有股票之人（及俗稱的人頭）、委託第一大股東行使表決權者。意即，第一大股東之股權計算，包含上述該等人的股份均應納入計算，而總計之後超過百分之三的部分，均無表決權。

針對上述第一大股東之「關係人」如何認定，韓國主管機關規定在商事法施

<sup>250</sup> Korean Securities Exchange Act (1998), art. 54-6.

<sup>251</sup> Korean Commercial Act, art. 409, para. 1.

<sup>252</sup> Chul-song Lee, Lectures on Corporate Law (2006), 670.

<sup>253</sup> Korean Securities Exchange Act, art. 54-6, 191-17; Korean Commercial Act, art. 542-11, para. 1.

<sup>254</sup> Korean Commercial Act, art. 542-12, para. 2.

<sup>255</sup> Korean Commercial Act, art. 542-12, para. 3.

<sup>256</sup> Korean Commercial Act, art. 542-12, para. 4.

行細則 (Enforcement Decree of the Commercial Act) 當中<sup>257</sup>。該第一大股東，可能是法人或自然人。是自然人的情形，則關係人包括：



- 一、配偶，
- 二、六親等內的血親，
- 三、四親等內的姻親，
- 四、某公司、法人、及其董事或執行長，直接或間接利用上述一、二、三之人，持有系爭公司258的股份合計達百分之三十以上、或是對公司業務執行運作有影響力者，則該等人手上股票應納入計算。

當該第一大股東是法人，則其關係人如下：

- 一、其董事、執行長、監察人
- 二、其關係企業的董事、執行長、監察人
- 三、個人直接或間接透過上述一，之人持有超過系爭公司<sup>259</sup>的股份合計達百分之三十以上、或可控制系爭公司的人事組織者，則該等人手上股票應納入計算，
- 四、法人及其董事、執行長直接或間接透過上述一至三點之人，持有超過系爭公司<sup>260</sup>的股份合計達百分之三十以上、或對系爭公司業務執行運作有影響力。

綜上所述可知，透過將審計委員會成員的選任權、由董事會提升至股東會，使審計委員會與監察人於形式上有同樣的獨立性。為避免大股東操縱股東會、使股東會決議流於形式，故在選任審計委員會成員、與選任監察人的部分，均規定大股東表決權行使之限制。又鑑於公司的第一大股東有極大的誘因規避法規，故再特別針對選任與解任審計委員會成員的部分，於第一大股東股權的計算上設計了嚴密的規定，諸如透過關係人範圍的擴大、納入委託持股、利用人頭持股...等情形，以防範脫法情事的發生。

<sup>257</sup> Enforcement Decree of the Commercial Act, art. 34, para. 4.

<sup>258</sup> 即該舉辦股東會選任審計委員會成員的公司。

<sup>259</sup> 同上說明。

<sup>260</sup> 同註258說明。

## (五) 第二次修法評析

第二次修法可謂是延續第一次修法的方向，再做進一步的加強與改善。無論是擴大自我交易的範圍、強制大型公司設置獨立董事提名委員會、設立全職監察人、或是於審計委員會和監察人選舉時限制大股東股權的行使，其方向上都是希望能制衡控制股東與董事的權力，以免其濫權對公司整體利益帶來損害。針對大股東或第一大股東投票權行使設有上限規定，固然於比較法上具有相當的特殊性，亦因違反一股一表決權原則而受到諸多批評<sup>261</sup>；但面對現實上控制股東仍能主導獨立董事的選任結果，立法者所能想到最合適的方法，或許是於選任或解任監察人或審計委員會成員時，適度限制控制股東權利之行使，以促使監察人與審計委員會成員具有相當的獨立性與客觀性，以發揮其應有的監督效果。

---

<sup>261</sup> *Supra note* 158, 125.



## 第六章 結論與建議



台灣的公司治理環境，相較於其他國家有其特殊之處，例如股權較為集中、且集中程度與公司營運年數之間有高度正相關、家族企業比例高、有一定比例的兼任公司等等。而於理論上，該等特殊情形均會影響相關公司治理制度的實際成效。經過本文實證分析發現，家族企業中，提高獨立董事的比例、資訊揭露品質等治理機制，確實對公司有正面影響；而在兼任公司方面，獨立董事比例則與公司營運績效脫鉤。至於審計委員會則無論無哪種情況下，對公司績效的正面影響均不顯著。

上述實證結果，可說明既有制度仍有改善的空間。透過與亞洲數十個國家進行比較後，本文揀擇與台灣治理環境較為相似的韓國，進行比較法的介紹，並特別著重於韓國近兩次的修法內容、以及強調該等法律與台灣法規的相異之處。以下本文將分為三點，就現行法制提出建議，並期生拋磚引玉之效。

### 第一節 股東權行使之檢討

#### (一) 行使門檻過高

援將上述第五章介紹韓國股東權行使之門檻，納入台灣的規定，整理如下表。從該表中可以發現二個現象：一，韓國不僅針對公開發行公司與非公開發行公司，設定不同的股東權行使門檻；且其再依照實收資本額、將公開發行公司分成三種規模，各自規定不同的股權行使門檻。此其一。二，若觀察韓國數據可以發現，原則上公開發行公司的行使門檻、較非公開發行公司低；而規模越大的公開發行公司、行使門檻比規模小者低。

相較於台灣的最低持股比例規定，並未針對公司類型、以及公司規模大小，設定不同的股權行使門檻。以致於在公開發行公司的情形，台灣的股權門檻相較於韓國高很多。由於在規模越大的公司，少數股東持股要達到一定比例所需投注的資金越高、困難度越高，則其實行權利的可能性更低。因此本文認為，若要落

實公司法賦予少數股東之權利，則有必要思考是否降低股東權行使之最低持股比例。此外，若擔心統一性的降低可能導致少數股東爛行起訴或濫用權利等問題，特別是在規模較小的公司，股東若欲濫用權利較容易達到持股要求；則或可仿照韓國針對不同公司規模與公司類型，設定不同的持股比例，以茲因應。

表十八 韓國與台灣於股東各權利行使的最低持股比較<sup>262</sup>

股東權利的類型	韓國法				台灣法
	商事法	證券交易法 <sup>263</sup>			公司法
公司實收資本規模		小型	中型	大型	
要求裁判解任違法或不適任的董事與監察人 <sup>264</sup>	3%	0.5%	0.25%	0.125%	3%
董事違法行為之制止權 <sup>265</sup>	1%	0.5%	0.25%	0.125%	0% & 1年
提起股東代位訴訟 <sup>266</sup>	1%	0.01%	0.01%	0.005%	3% & 1年
召開股東臨時會 <sup>267</sup>	3%	3%	1.5%	1.5%	3% & 1年 <sup>268</sup>
要求公司製作或提供財務資訊 <sup>269</sup>	3%	1%	0.5%	0.25%	股東即可
指定檢查人針對特定事項、記錄、財務狀況進行調查 <sup>270</sup>	3%	3%	1.5%	0.75%	3% & 1年
解任清算人 <sup>271</sup>	3%	0.5%	0.25%	0.25%	3% & 1年

<sup>262</sup> 均以以股份有限公司為例。

<sup>263</sup> 均要再加上持股六個月的要求。

<sup>264</sup> Korean Commercial Act, art. 385; 台灣公司法第200條。

<sup>265</sup> 韓國法包括違反章程的行為，Korean Commercial Act, art. 402; 台灣公司法第194條。

<sup>266</sup> 韓國法下該持股比例只須在起訴時符合，至於訴訟進行中、或是判決確定時，均無持股要求，Korean Commercial Act, art. 403; 台灣公司法第214條第一項。

<sup>267</sup> Korean Commercial Act, art. 366; 台灣公司法第173條第一項。

<sup>268</sup> 該一年設有例外，若董事因股份轉讓或其他理由不為召集或不能召集股東會時，則免除持股一年以上的要件，見台灣公司法第173條第四項。

<sup>269</sup> Korean Commercial Act, art. 466. 台灣公司法第210條第二項。

<sup>270</sup> Korean Commercial Act, art. 467. 台灣公司法第245條第一項。

<sup>271</sup> Korean Commercial Act, art. 539. 台灣公司法第323條第二項。

要求採用累積投票制 <sup>272</sup>	3%	3%	3%	3%	無須要求
行使股東提案權 <sup>273</sup>	3%	1%	0.5%	0.5%	1%
要求解散公司 <sup>274</sup>	10%	N/A	N/A	N/A	10% & 6個月

說明：「小型」意指實收資本額未達1千億韓元（約8400萬美元）的公開發行公司。「中型」意指實收資本額1千億韓元（約8400萬美元）以上、未達2兆韓元（約16.7億美元）的公開發行公司。「大型」意指實收資本額2兆韓元（約16.7億美元）以上的公開發行公司。N/A係指法律不允許行使該種權利。

## （二）提高代位訴訟之實質誘因

股東權係為保護公司的一重要監控機制，而代位訴則是實現股東權益之一重要方法。台灣法上的股東代位訴訟自公司法第214條立法以來成效有限，至2009年為止相關案件不到十件<sup>275</sup>，多數學者歸因於現行制度對股東而言誘因太低。申言之，現行法下的代位訴訟，過分側重於法律上防制不肖股東假借代位訴訟名義、濫用股東權的疑慮，所設的障礙過多，反而致生在訴訟上的誘因不足<sup>276</sup>。該等障礙主要有三，以下分述之。

一，合於代位訴訟資格的股東，要件過於嚴格。根據現行台灣公司法第214條，股東代表訴訟的進行須要持有已發行股份總數百分之三股份持續一年以上，且須先向監察人請求起訴，其未於三十日內起訴者，股東才可以為公司提起訴訟。可見代位訴訟的合法要件包括最低持股期間、最低持股比例、以及書面請求監察人且監察人未於等待期間起訴。

持股期間長的目的係為避免惡意人士為提起訴訟而購買公司股份、藉此破壞公司正常營運。但究其實際，有心人士仍可以透過尋找持股達一年的股東作為人頭起訴，以達到相同的干擾效果。此外，若股東發覺公司有違法舞弊情事時，可

<sup>272</sup> 一經股東要求，公司即有採用的義務，Korean Commercial Act, art. 382-2.

<sup>273</sup> 該提案權包含股東提名董事、監察人的權利，Korean Commercial Act, art. 363-2; 台灣公司法第172條之一第一項、第192條之一第三項。

<sup>274</sup> Korean Commercial Act, art. 517; 台灣公司法第11條第二項。

<sup>275</sup> 自由電子報，小股東對大董監訴訟門檻降低（2009），詳見<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/340305>（最後編輯日：2009年10月4日）。

<sup>276</sup> 廖大穎，論證券投資人保護機構之股東代表訴訟新制（2011），月旦民商法雜誌第42期，頁11。

能因持股期間未滿而無法起訴救濟。因此，持股期間之限制實際上不僅難以完全防止股東惡意起訴，恐還造成股東無法及時起訴矯正公司不當經營<sup>277</sup>的問題。

此外，持股比例的要求要求百分之三，相較於韓國只須要百分之一以下的比例，我國的門檻顯然高出許多。雖然該少數股東權可以由一個以上的股東股數相加、集體行使，但是在大型的公開發行公司中，少數股東要掌握該比例的股份顯然十分不易。可見現行法規定使公司資本規模越大的少數股東，反而越難以代位訴訟作為監督，已與少數股東權的精神有違<sup>278</sup>。

而於起訴前，須等待監察人三十日，並無設任何豁免的例外規定。在訴訟有證據須要保全、違法情事須立即制止等情事下，該等期間顯然過長<sup>279</sup>。

二，代位訴訟對原告股東的負擔過大。起訴的原告，必須負擔裁判費、以及可能有的律師費用。而我國於裁判費的計算，根據財產權起訴者，係以訴訟標的金額進行計算<sup>280</sup>。再加上依公司法第二一四條第二項法院甚至可能命股東提供擔保，以及第二一五條股東敗訴時對於被訴之董事所受損害，負賠償責任。可見，股東於起訴時所面臨的經濟負擔龐大，縱然勝訴後亦未能獲得填補，且損害賠償金歸於公司，但一旦敗訴卻需要獨自承擔損害賠償責任，這種「有功無賞、打破要賠」的設計，導致股東的起訴誘因低。

三，資訊不對稱的問題。少數股東通常為公司外部人，在現行法下只有公司法第210條提供股東極有限的調查權限，於通常情形股東只能被動的吸收公開資訊，作為是否起訴的判斷。因此，在公開發行公司的狀況，可以透過強化充分資訊揭露的配套措施，降低資訊不對稱的問題；但在非公開發行公司的狀況，除非賦予股東於起訴前有一定程度的調查權限，否則因法令要求公司公開的資訊少，資訊不對稱的問題更加嚴重<sup>281</sup>。

因此於立法論上，宜參考韓國立法，適度降低最低持股比例的要求、放寬持股期間的限制，將裁判費規定於一固定金額，並透過股東勝訴後可由被告獲得訴訟費用填補的制度，降低股東代位訴訟的門檻、減輕其經濟負擔與風險，提高股東提起訴訟的誘因。另一方面，亦可仿韓國建立股東的資訊請求權，亦即符合一

<sup>277</sup> 周振鋒，論證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一：以股東代表訴訟為中心（2010），法學新論第27期，頁164。

<sup>278</sup> 承前註，頁166。

<sup>279</sup> 承前註，頁168。

<sup>280</sup> 民事訴訟法第77條之13、第77條之16、第77條之27。

<sup>281</sup> 前揭註277，頁173。

定持股比例要求的股東、在必要時可以要求公司製作或提供相關資訊（不限於財務報表或簿冊），以促使股東主動監督公司。



### （三）投資人保護法第 10 條之一之檢討

有鑒於股東代位權行使之困難，於2009年於證券投資人及期貨交易人保護法（簡稱投保法）新增第10條之一，使投資人保護中心（簡稱投保中心）得以代位公司，對董事或監察人提起訴訟。台灣的投保中心，雖然外觀上為民法的財團法人，但其設立的依據為法律、而非民間自發性捐助財產所組成，且業務內容不無幫助主管機關達成行政上之目的。此外，投保中心名義上雖為民法上之財團法人，然其董、監事之選派極具官方色彩，其人事實質上係由主管機關所控制，可謂是具有官方色彩的非營利機構。是以台灣的投保中心、與之前述及的韓國PSPD機構，有所不同<sup>282</sup>。

投保機構之主要任務之一為主導團體訴訟之進行。台灣團體訴訟制度，肇始於2002年所頒佈的投保法，政府參酌美國法而導入團體訴訟制度，使投保中心可以基於維護公益的目的，在一定條件下，受理證券投資人的訴訟實施權授予，以自己名義，提其證券投資人團體訴訟<sup>283</sup>。而訴訟類型主要有四種，分別是證券交易法第二十條與二十條之一的財務不實、第三十二條的公開說明書不實、第一五五條的操控市場、以及第一五七條之一的內線交易。該等訴訟非僅對投資人而言有私益，其有助於證券市場之公平性、促使股價正確性，因而也具有公益訴訟的色彩<sup>284</sup>。

綜上所述可知，代位訴訟係股東代位公司向董監求償，其訴訟標的請求權人為公司，具有間接確保全體股東權益的目的；而投資人團體訴訟係以投保中心為代表，替投資人集體進行求償，其訴訟標的請求權人為證券投資人，具有公益色彩，屬於兩種性質不同的訴訟。為了強化代位訴訟機制，於2009年增訂投保法第10條之一，規定投保中心於發現上市上櫃中心之董監違反執行業務，有重大損害公司之行為、或違反法令章程之重大事項者，得以書面請求公司之監察人提起訴

<sup>282</sup> 前揭註220，頁14-6。

<sup>283</sup> 投資人保護法第28條。

<sup>284</sup> 此從投資人保護法第28條第一項前段，強調保護機構為「維護公益」，可以由二十人以上證券投資人或期貨交易人授予訴訟或仲裁實施權，亦可得知。

訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟。若監察人或董事會自上開請求之日起三十日內不提起訴訟時，投保中心即可為公司起訴，不受公司法第214條限制。此條目的是希望透過擴大投保中心的功能，補充公司法代位訴訟由少數股東作為最後一道防線的缺失，解決以往代位訴訟效果不彰的問題<sup>285</sup>。

根據投保法第10條之一的立法理由，該條會排除公司法第214條規定的起訴股東持股比例限制。此外，論者有謂參酌該條第三項準用同法第34條與第36條規定，法院得就投保中心訴訟的保全程序予以免供擔保裁定、以及免供擔保之假執行以觀，舉輕以明重，應可推論在投保中心代位訴訟的情況，不適用公司法命起訴股東提供擔保的規定<sup>286</sup>。而依照投保法第17條賦予投保中心於一定條件下，得請求發行人、證券商等提供相關資料，且受請求之人有提供資料的義務。雖然該條所規定的各款「調查需要」情事未提到第10條之一的訴訟，但該訴訟應符合該條第五款的「其他為利於保護機構執行保護業務的事項」，投保中心應可行使調查權。因此，第10條之一的增訂，可以緩和原本代位訴訟的行使門檻過高、起訴誘因不足、股東資訊不對稱的問題，而具有正面效果。

惟於該法於適用層面，可能有兩個問題，而有改善之必要。第一個問題是因法制割裂所帶來的差別待遇。由於投保法該條規定、相較於公司法與一般民事訴訟程序，享有若干特別優惠待遇。而依照投保法第1條規定，該法的適用範圍僅限於上市、上櫃等公開發行股票的公司。因此，非公開發行公司的股東代位訴訟、無法適用投保法，形成立法上針對代位訴訟、因公司形態不同而做差異處理。該差別待遇使得在非公開發行公司的情形，原本代位訴訟的諸多問題仍然懸而未決，因此本文有謂縱然在投保法第10條之一增訂後，仍有必要針對原本的公司法代位訴訟規定進行檢討。

第二個問題是，投保中心在處理辦法中自我設限，將投保法第10條之一的執行限於檢察官起訴的犯罪事實中，發現公司董監於執行業務涉及下列五種情況<sup>287</sup>：

- 一、證券交易法第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項、期貨交易法第一百零六條、第一百零七條或第一百零八條第一項之規定，足認公司受有重大損害者。

<sup>285</sup> 前揭註277，頁173。

<sup>286</sup> 承前註，頁176。

<sup>287</sup> 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心辦理證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一訴訟事件處理辦法，第三條。



- 二、依檢察官起訴之犯罪事實，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害者。
- 三、依檢察官起訴之犯罪事實，意圖為自己或第三人利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產，足認公司受有重大損害者。
- 四、依檢察官起訴之犯罪事實，違反法令、章程或逾越董事會授權之範圍，將公司資金貸與他人、或為他人以公司資產提供擔保、保證或為票據之背書，致公司遭受重大損害者。
- 五、依主管機關、相關單位提供或由本中心自行蒐集之事證資料，足認公司之董事或監察人執行業務，有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，基於公益目的，有提起訴訟之必要者。

相較於韓國PSPD未針對案件類型作限制，而是綜合評估案件的影響性大小、勝訴機率、證據保全難易度等等，以決定是否接受代位訴訟；我國投保中心該等內部限制是否過窄，導致其可得受理的代位訴訟類型較少，值得觀察。

## 第二節 董事會功能之再強化

### （一）強化獨立董事之職能

相較於韓國的獨立董事實踐情況，相關實證研究亦發現台灣有類似的問題。有研究以獨立董事實質上的獨立性為題，探討在台灣何等因素會對獨立董事執行職務產生影響<sup>288</sup>。歸納該等因素共有五種，以下分述之。

第一個因素是控制股東掌握獨立董事提名程序與候選人名單。根據公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第5條，公開發行公司獨立董事選舉，應依公司法第192條之一規定採候選人提名制度，並載明於章程，股東應就獨立董事候選人名單中選任之。公開發行公司應於股東會召開前之停止股票過戶日前，公告受理獨立董事候選人提名之期間、獨立董事應選名額、其受理處所及其他必要事項

<sup>288</sup> Cheng-fong Chou, Are Independent Directors Effective Monitors in Taiwan?—A theoretical analysis (2013), National Taiwan University Law Review 8(1), 49-94.

，受理期間不得少於十日。

此外，公開發行公司得以下列方式提出獨立董事候選人名單，經董事會評估其符合獨立董事所應具備條件後，送請股東會選任之：

- 一、持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東，得以書面向公司提出獨立董事候選人名單，提名人數不得超過獨立董事應選名額。
- 二、由董事會提出獨立董事候選人名單，提名人數不得超過獨立董事應選名額。
- 三、其他經主管機關規定之方式。

可見現行台灣公開發行公司，獨立董事的提名權限掌握在持股達百分之一的股東手上；而獨立董事候選人資格的審查權限，掌握在董事會手上。倘若公司的大股東、同時握有公司的經營權，縱然董事選舉採累積投票制對少數股東有利，該控制股東仍可透過與董事會勾結、掌握獨立董事候選人名單，預先決定之後選舉的結果。而有論文以個案觀察的方式，發現在台灣公開發行公司之獨立董事選舉，由於台灣上市櫃公司普遍有股權集中於特定人或特定集團的情況、加上台灣機構投資人與一般投資人參與公司治理之被動性<sup>289</sup>，若特定獨立董事候選人缺乏控制股東或大股東的支持，單倚賴散戶少數股東是幾乎不可能當選的<sup>290</sup>。因此，於現實層面，現行提名程序之設計，無法期待獨立董事候選人之獨立性能獲得確保。

第二個因素是，目前台灣公司中獨立董事占董事會比例普遍不高，亦即多數董事仍非屬獨立董事。依據證券交易法第14條之二最新規定，所有上市櫃公司均應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少二人，且不得少於董事席次五分之一。由於該規定的五分之一比例不高，因此實務上幾乎所有上市櫃公司之獨立董事比例均未達二分之一。事實上根據TEJ資料庫所下載的數據顯示，截至2013年底，所有上市櫃公司中只有六家公司設有超過二分之一的獨立董事，這些公司之獨立董事比例介於百分之五十二至百分之六十六之間。

論者有謂在獨立董事未過半的情況，其所能發揮的功能極低，蓋因所有的董事會決議均須二分之一以上的董事同意，因此若要反對特定決議，亦須獲得二分

<sup>289</sup> *Id.*, 85.

<sup>290</sup> John S. Liu & Chyan Yang, Corporate Governance Reform in Taiwan: Could the independent Director System Be an Effective Remedy? (2008), *Asian Survey* 48, 836.



之一以上的反對票才可能阻止該議案的通過<sup>291</sup>。可見，當獨立董事認為特定董事會之提議不妥當時，其難以透過董事會表決權的行使阻止該決議，法制上其唯一的手段是表達反對意見或保留意見，並載明於會議事錄中<sup>292</sup>。

此外，獨立董事未過半，除了造成其於董事會決議中的弱勢地位外，更可能使得其在董事會多數人為內部董事（亦即由控制東提名、且現在或過去有兼任公司管理階層職位者）的情況下，獨立董事不願意、或是現實上無法直接地表達不同意見。因為此時獨立董事會擔心其意見冒犯、或使內部董事感到威脅，或是擔心其因資訊不足而提出錯誤的意見。

第三個因素是，現行法下獨立董事缺乏相關權限，以利其執行證券交易所賦予的監督功能。特別是在沒有審計委員會的公司，此時獨立董事並未被賦予相關的調查權限，其只能倚賴管理階層提供資訊。如此一來，資訊不對稱問題將嚴重減損其監督功能。有研究以問卷調查方式，針對台灣上市櫃公司進行抽樣，並詢問樣本公司之獨立董事，以瞭解獨立董事於執行職務時所遭遇的困難。根據問卷結果<sup>293</sup>，監督時間不足（28%）、以及取得資訊困難（18%）這兩點，是填寫人認為最常見的兩個困難<sup>294</sup>。詳言之，多數獨立董事均表示，當公司存在控制股東、且該股東主導公司董事會與管理階層時，獨立董事的防弊功能弱化，特別是針對董事利害衝突、關係人交易等情事，此時內部人會刻意的隱瞞該等資訊、不讓獨立董事發覺。

第四個因素是，獨立董事時常缺乏足夠時間進行監督。該情況不僅在美國常見<sup>295</sup>，上述針對台灣獨立董事的問卷調查，亦證實台灣有類似的問題。由於獨立董事可能是另有正職或是兼職，他們通常無法把所有時間投注於單一公司中進行監督。因此該因素亦使獨立董事實際功能受到不利影響。

最後一個因素是由於台灣代位訴訟少見，所以獨立董事的獨立性，實際上多半未經過外部檢證。目前台灣針對獨立董事雖設有許多積極要件、消極要件，然

<sup>291</sup> Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norm* (1999), *Columbia Law Review* 99, 1278.

<sup>292</sup> 證券交易法第14條之三。

<sup>293</sup> 該研究總共發出585份問卷，而收到276份完整地問卷回覆，詳見Yu-hsin Lin, *Weak Independent Directors, Strong Controlling Shareholders: Do Independent Directors Constrain Tunneling in Taiwan?* (2010), J.S.D. Dissertation in Stanford Law School, 137-43.

<sup>294</sup> 該等比例係指，於所有受訪的獨立董事中，有百分之多少的獨立董事認為，該因素是實際上造成監督功能有限的原因，承前註。

<sup>295</sup> Larry E. Ribstein, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002* (2002), *Journal of Company Law* 28, 26.

因主管機關於審查董事登記時做的是形式審查，因此特定董事是否有合於該等要件，主要是倚賴公司自律（self-compliance）<sup>296</sup>。

因此，於立法論上，若要強化獨立董事職能，可從三個方向著手。第一個方向是強化獨立董事於董事會的力量。可行的做法例如，可以考慮透過立法要求公司提高獨立董事的比例，或是要求獨立董事應自行選定一人為獨立董事代表、並定期召開內部會議將獨立董事之意見進行彙整，並於董事會中統一表達等，以強化獨立董事在董事會的影響力<sup>297</sup>。

第二個修法方向是強化獨立董事的資訊權，至少使其與監察人、審計委員會成員有相仿的調查權限。查公司法第218條，監察人應監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告。監察人辦理上開事務，得代表公司委託律師、會計師審核之。且妨礙、拒絕或規避監察人檢查行為者，行為人會受到處罰。且在證券交易法第十四條之四的第四項，使審計委員會的成員準用該等規定，而享有與監察人一樣的權限。因此，在公司設有審計委員會的情況，獨立董事固然可透過上述準用規範，而享有資訊請求權與查核調查權；但當公司未設有審計委員會時，若要落實獨立董事的監督功能，宜賦予其相類似之權限。

事實上我國針對董事資訊權的部分，經濟部曾有相關函令解釋<sup>298</sup>認為，依照公司法第210條第一項規定，董事會有將章程及有關簿冊備置於公司或服務代理人營業處所之義務。按董事乃董事會之成員，且董事會就其權限言，對公司有內部監察權，為使內部監察權奏效，身為董事會成員之董事，如為執行業務上需要，依其權責自有查閱、抄錄公司法第210條第一項章程、簿冊之權。該函令解釋似乎認為，由於董事會本身有準備章程、簿冊之義務，因此特定董事可以利用該條規定，取得公司的資料。

惟學者對此看法有所批評，認為董事的資訊請求權，應比較類似於第218條的監察人監察權、而非經濟部所稱的第210條股東或債權人查核權，理由有二。一是就主體面而言，董事和監察人依照第8條、第23條第一項於執行業務時都對公司負有一定的忠實義務，而要求其善盡義務，自應使其可得知悉、獲得與執行業務相

<sup>296</sup> *Supra* note 293, 110.

<sup>297</sup> *Supra* note 288, 76-77.

<sup>298</sup> 經濟部94年商字第09302406700號函令解釋。

關的各種資訊，因此就性質上，董事的資訊請求權、係因執行職務所必然附隨的相關權利，而與監察人的監察權較為類似；此與股東基於外部監督而來的查核權性質上截然不同，此其一。

再者就客體面來看，股東查核權的客體只限於章程及簿冊，此對於董事而言，因執行業務所須的資料顯然不應限於這兩種，因此若經濟部認為董事資訊請求權的依據是第210條，將使得董事所請求的資訊客體過窄<sup>299</sup>。

第三個法改善方向是，強化獨立董事提名程序之公正性、透明性。此部分或許可仿照韓國強制設置獨立董事提名委員會，且規定該委員會成員須全部或多數由獨立董事組成。並要求該委員會必須確保獨立董事候選人名單中，所有人都是符合形式上獨立性（即法令所規定者）、以及實質上獨立性（即可得期待其於執行職務時能有客觀性、獨立性者）。並確保最後附交股東會表決的名單中，包含所有由少數股東提名的候選人。透過提名委員會的把關，提高獨立董事提名程序的獨立性，並維護少數股東的提名權。

## （二）兼任形態禁止之必要

關於董事長兼總經理之兼任形態，是否需要禁止，於理論上有兩種截然不同的看法。第一種看法認為，禁止兼任不當剝奪了公司自治的權限，蓋因兼任形態能給該人極大的業務決策與執行權力，在許多情況下使公司營運決策可以清晰並迅速地執行，對營運績效有正面的影響。特別是在緊急的情況下，兼任形態能有效率的因應該等情事，而使公司得以度過難關<sup>300</sup>。

但第二種看法認為，固然兼任形態存在上開好處，但在公司治理的框架下進行討論，其所帶來的弊端更多，因此整體來說仍不應鼓勵公司成為兼任形態、甚至視國情而有禁止的必要。亦即，將權力過分集中於一人身上，可能導致該人除了自我監督之外，得不到任何人的監督。更甚者，由於其薪酬獎勵、常常是以股利方式發放，並以公司營業績效評為發放的標準，因此該人可能會偏重於短期目標、成為風險愛好者（risk lover），進而採取高風險的行為，而使公司承受過多的營運風險。

<sup>299</sup> 王文宇，董事之資訊請求權（2009），月旦法學教室第86期，頁18-9。

<sup>300</sup> Andrew Kakabadse et al., Chairman and Chief Executive Officer (CEO): that Sacred and Secret Relationship (2005), Journal of Management Development 25(2), 134-6.

若觀察各國的實證情況，亦可發現在不同國家，實際上兼任形態的情況差異很大。在英國，1990年以降，繼Bank of Credit and Commerce International、Maxwell Publishing、Polly Peck、Coloroll等兼任公司爆發了財務弊案後，英國財務報告委員會和倫敦證券交易所為了穩定社會經濟、保障投資人權益，於1991年5月成立了財務面公司治理委員會（the Committee on the Financial aspects of Corporate Governance），並先後發表了卡德伯瑞報告（Cadbury Report, 1992）、格林伯瑞報告（Greenbury Report, 1995）、漢派爾報告（Hampel Report, 1998），奠定英國公司治理運動的基礎，也揭開1990年代全球公司治理運動的先河。

其中卡德伯瑞報告中的揭示了一套最佳行為準則（Cadbury Code of Best Practices, 1992），強烈建議各公司應依照該行為準則行事。該準則中，特別強調公司之董事長與總經理應分別由不同人擔任。亦即後者是屬於全職職務，對日常經營活動與營運表現負責；但前者系屬兼職職務，獨立於日常營業活動之外，以確保董事會能有效運作、對管理階層進行監督。如果公司仍堅持要由同一人擔任，則應對外說明理由，此即「不遵循即須解釋原則」（“comply or explain” principle）。該治理準則雖然不具有強制拘束力，但於頒佈後英國兼任公司的比例逐年下降，可認為仍具有實質上拘束效果。

至於在德國、荷蘭、日本，則是因採取雙軌制（two tier）的董事系統，因此法律上直接禁止公司的董事長、兼任總經理。

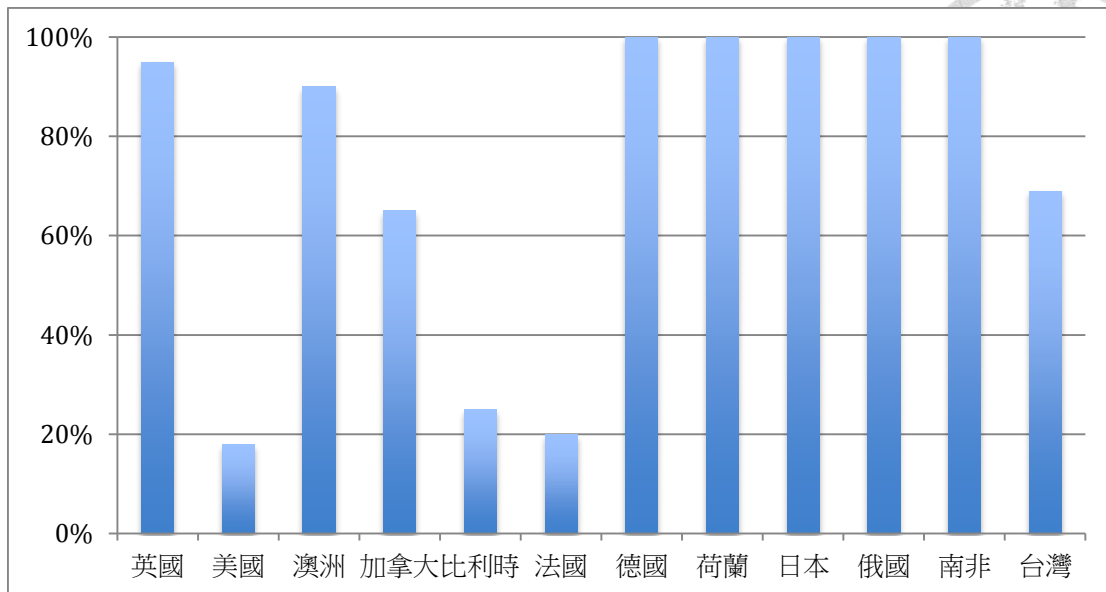
表十九 2012 年各國兼任形態之上市公司比例<sup>301</sup>

英國	美國	澳洲	加拿大	比利時	法國	德國	荷蘭	日本	俄國	南非	台灣
5%	82%	10%	35%	75%	80%	0%	0%	0%	0%	0%	31%

圖二 2012 年各國非兼任形態之上市公司比例<sup>302</sup>

<sup>301</sup> 數據來源是 Bloomberg Database, <http://www.bloomberg.com/enterprise/data/reference-data-services/>（最後瀏覽日期：2014年12月25日）

<sup>302</sup> 同上註。



在台灣，截至2012年底為止，兼任公司占上市櫃公司的比例約百分之三十一。若同時考量台灣公司普遍的股權集中現象，則可合理推論，在該台灣的兼任公司，有很高的可能性是同時屬於股權集中的公司。此時公司的監督權與業務執行權不僅集中於一人，可能連股權亦直接或間接集中於該人手上。亦即，在股權集中的兼任公司中，控制股東所享有的權力、將比單純的股權集中公司還大，蓋因此時其不僅可控制董事會、亦可取得公司經營決策大權，從而提高少數股東被侵害的可能性。因此，有學者曾建議立法上宜禁止一定規模以上的公司兼任，或是仿照英國立法的「不遵循即須解釋原則」，要求兼任公司應對外說明必須兼任的理由，以降低公司採取兼任形態的誘因<sup>303</sup>。該建議有其合理之處，於之後修法或可考慮針對兼任公司進行一定的規範與限制。

### (三) 關係人交易規範之健全化

關係人交易對於公司的影響，可能有二<sup>304</sup>：一是關係人交易對公司之營運績效可能有正面影響，因為在交易成本方面，此時公司無須如同一般交易，花費許多成本在尋找交易對象及獲得對方資訊，而可以減少交易成本。並且就生產成本而言，許多情形內部人可以提供比外部人更優惠的價格、更良好的產品與服務。

<sup>303</sup> 前揭註45，頁287。

<sup>304</sup> 吳姿璉，論股份有限公司經營者與公司利益衝突交易—以關係人交易為核心（1990），國立政治大學法律研究所論文，頁10。

二是關係人交易可能造成公司內部人員有機會濫權，以致掏空公司資產或進行利益輸送。因此，為了保障公司股東、債權人及其他利害關係人之權益，同時讓公司可以透過關係人交易獲得好處，適當的做法應非一律禁止公司關係人交易，而是應可透過適度規範關係人交易、要求一定的資訊揭露以及經過一定的決策程序，以防止相關弊端的發生。

目前台灣在關係人交易的部分，只有針對董事自我或為他人交易的部分進行規範。依照公司法第223條，規定董事為自己或他人與公司買賣、借貸、或其他法律行為時，由監察人為公司的代表。學說普遍認為，這一條規定的是監察人的代表權，至於公司是否做該法律行為的決議，依照第202條，原則上由董事會普通決議為之。另由於系爭董事無論是代表自己、或是代表他人，均屬於有自身利害關係，因此依照第206條第二項於董事會決議前應說明其重要內容，亦即必須先進行充分的資訊揭露，然後再依照第206條第三項準用第178條，該名董事於決議時應迴避表決。

由於上述規範不適用於大股東、控制股東與公司交易，因此實務上，控制股東或相關關係人極容易透過締約主體的安排，規避上述規定，而達到移轉公司資產、損害公司圖利自己的目的。此係因為控制股東往往可透過投票權的行使，而決定董事、監察人等公司重大的人事安排；從而當控制股東與公司欲進行交易時，此時董事會與監察人該等決策機關、監督機關的功能較難發揮，蓋因其係由控制股東所選任，故難以期待該等人員此時可以獨立的、客觀的進行交易決策<sup>305</sup>。而控制股東與少數股東在許多情況下利益不一致，特別是當前者實際上享有公司的經營決策權時，此時兩者的代理問題大，可以預期很多情況下，控制股東會利用關係人交易，以損害少數股東利益、圖利自己。可見得控制股東等關係人與公司交易，基本上與董事與公司交易，具有相同之危險，即內部人可能濫用其對公司之控制權獲取私人利益，而排除小股東的利益。

因此，關係人交易與董事自我交易相同，均有規範的必要。而韓國一直以來都存在大量的關係人交易，許多弊案亦因此而生，故在這部分或許可以參考韓國第二次修法針對關係人交易的規定，將股份超過一定比例的大股東、以及對公司有重大影響力（substantial influence）的股東等人納入規範，透過決議前資訊揭露

---

<sup>305</sup> 張心悌，控制股東與公司治理：以關係人交易為中心（2007），金融法制學術研討會公司治理與金融監管論文集，頁186。

義務的課與、提高決議門檻等配套措施，以補強我國現在對關係人交易之規範不足。

## 第三節 監察人與審計委員會功能之再思考

### （一）監察人實際功能之省思

從主管機關近年的函令解釋，可以發現台灣公司的監督機關，逐漸從公司法上的監察人、改變為證券交易法新增的審計委員會。惟根據本文第三章的實證結果，可以發現不管是在一般上市櫃公司、家族企業、或是兼任形態的公司，審計委員會的存在與公司盈餘績效之間，並沒有相關性。從該實證結果可間接推知，至少就營運績效面向來看，數據上無法證實審計委員會的監督能比監察人更有效果。

此外，根據最新的金管會相關函令，至2017年將要求實收資本額20億以上公司均應設置該委員會<sup>306</sup>。亦即未來非公開發行公司、以及實收資本額未達20億的公司，仍很可能只設有監察人、而無審計委員會。因此在兩種監察機關並存的情況下，亦有必要針對監察人之職能進行改革。其改革面向可能有三：一，審計委員會成員由獨立董事構成，而證券交易法與公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法對獨立董事設有若干積極與消極資格，以確保其獨立性；反觀監察人部分，目前公司法並未對監察人的資格設有任何限制，只有在證券交易法第26條之三第四項規定監察人應至少一席以上不可與董事有配偶與二等親以內之親屬關係。公司法未規定監察人獨立性的要求，在中小型公司且屬於非公開發行者，可以避免法律對小型公司、閉鎖行公司管制太多，固然有其道理。惟針對公開發行公司之監察人，此時其與審計委員會的職權、功能相仿，似乎不宜採取如此寬鬆的資格規定，而有必要仿照獨立董事的規定、要求其應具備一定的獨立性。

第二個改革面向是，可以重新檢討董監選舉，在某些公司中可以考慮要求其

<sup>306</sup> 參考2013年金管證發字第10200531121號。

合併選舉。理由在於，同樣是公開發行公司，設有審計委員會者其成員是獨立董事，獨立董事是與一般董事於同一場選舉中選任，再加上現行法採用累積投票制，少數股東較容易在這種情形下提名獨立董事並使其當選。相對地，如果公開發行公司是維持監察人制度，則因監察人與董事是分別選舉，使得大股東在兩場選舉中都有絕對優勢，特別是當公司監察人應選人數低時，則少數股東就很難影響選舉結果、讓其提名的監察人當選。因此或許可考慮至少在公開發行公司的部分，採取董監合併選舉制度，以避免同樣是公開發行公司、但少數股東保障大不相同的情況<sup>307</sup>。

第三個改革面向是，由於監察人非公司日常業務的執行者，其多半不如同董事或管理階層一般熟悉公司內部事務，過去以來其監督成效不彰，或多或少是導因於此。或許可考慮參考韓國立法，將部分監察人改為全職常設機關，以強化其參與公司事務的程度，藉此提高監督能力。

## （二）選舉制度之表決權迴避設計

一般常見的股東持股目的有二，一是為了投資，又可分為只注重短期股權溢價的短期投資目的、或是注重長期可獲得股息紅利的長期投資目的。二是為了取得對公司業務的控制權、或是對公司決策有相當影響力。對第二種目的之股東而言，於董事選舉時，由於董事會是公司重大決策及監督管理階層的主要機關，因此股東可透過投票權的行使，取得對公司業務的影響力與控制力，實現其出資意圖。有鑒於此，通說認為於董事選舉方面，立法上不宜針對享有投票權之股東進行限制，蓋因此時投票權的行使屬於股東基本權利（fundamental rights of shareholders），不宜過度妨礙其出資目的，影響證券市場投資人之出資意願<sup>308</sup>。

惟於選任監察人或獨立董事的部分，由於該等人員之任務在於監督董事會的運作，其相較於一般董事，理論上應具備較高的獨立性。而獨立性的要求、與大股東行使投票權之間，具有某程度的矛盾關係；亦即當大股東於選任層面具有影

<sup>307</sup> 事實上我國於民國六十九年時，公司法原本規定董監事選舉應合併舉行，該規定於民國七十二年刪除，詳見楊宜璋，論我國股份有限公司內部監察制度之改造-以獨立董事為中心（2005），政治大學法律研究所碩士論文，頁140-5。

<sup>308</sup> Julian Velasco, The Fundamental Rights of the Shareholder (2006), UC Davis Law Review 40(2), 410-5.



響性時，則之後監察人和獨立董事之職權行使多少也會受到影響<sup>309</sup>。因此在某些情形下，為了確保獨立性而限制大股東投票權行使，便有討論的必要。

台灣目前只有使用累積投票制以保障少數股東，並未要求大股東超過一定比例以上的股權，於選任監察人或獨立董事時應予迴避。但若考量台灣持股權集中的特殊性，亦即第五章所提到的Claessens文獻，於分析公司營運年數與控制權集中程度的關聯性時，發現台灣上市櫃公司的營運年數、與控制權集中程度之間有顯著的正相關<sup>310</sup>。亦即在台灣多數股權集中的公司，隨著營運時間變長，其控制權會變得更強。因此，在未來股權集中漸趨顯著的情況下，或可考慮參考韓國立法，在特定情況下（監察人選舉、獨立董事選舉）限制大股東股權行使，以降低大股東的影響。

## 第四節 資訊揭露品質的提升

承上所述，股權集中在台灣是顯著的現象，而其影響到的層面甚廣，包含公司資訊揭露的品質。於2002年某一研究試圖探討亞洲公司股權集中程度與公司盈餘方面資訊揭露品質（informativeness of reported earnings）的關聯性，而針對亞洲七個國家（香港、印尼、馬來西亞、新加坡、南韓、台灣、泰國）內的上市櫃公司做迴歸分析。結果發現在所有國家中，股權越集中的公司、其盈餘資訊揭露的可信度（credibility）越差，兩者具有顯著負相關，而不同國家的差別只在於顯著水準不同<sup>311</sup>。

該研究結果，可分別由兩種理論進行詮釋<sup>312</sup>。根據防禦理論（entrenchment argument），當股權集中時，該控制股東可有效地控制公司，其可以掌握公司會計資訊之製作、以及決定相關的會計政策，此時公司所揭露的資訊，很可能無法正確反映公司真實的財務狀況，因為該控制股東會根據其自身利益、影響公司會計資訊的內容。特別是當會計資訊屬於與盈餘（earnings）相關的數據時，由於該等資訊最可能引起少數股東或政府機關的注意，因此控制股東更有誘因操作該數據

<sup>309</sup> Hye-sung Kim, Corporate Elections and Shareholder Proposal Rights: from Case Studies in South Korea (2012), East Asia Law Review 7(2), 320-5.

<sup>310</sup> *Supra note* 136, 105.

<sup>311</sup> Fan, *Supra note* 58, 420-2.

<sup>312</sup> *Id.*, 420.

、以避免引起外部監督<sup>313</sup>。

另一個解釋方法為資訊洩漏理論 (information argument)，該說認為，當一國家的裙帶資本主義情況越明顯時，亦即大型企業常私下遊說政府、以促使相關政策對公司有利，則該國家內股權集中的公司，會儘可能不對外揭露真實的盈餘訊息<sup>314</sup>。此係因為對外洩漏真實的盈餘情況，容易導致不合理或不合法的裙帶政治被其他公司或一般投資人發現。而股權越集中者，越可以有效率地避免公司重要資訊洩漏。

此外，根據本文第三章實證分析結果，亦可發現在一般上市櫃公司、家族企業、兼任公司等，資訊揭露品質與營運成果之間有顯著的正相關性。因此綜合來說，良好的資訊揭露，可以提升公司整體的利益，但在股權集中的公司，公司內部人有誘因要對外揭露不正確的盈餘資訊。台灣於2009年5月14日正式發布之「我國企業採用國際會計準則之推動架構」（採用國際會計準則之藍圖），開始依企業規模與特性之不同，分批要求特定類型的公司改採國際會計準則 (International Financial Reporting Standards, IFRS)，而改採的方式並非直接適用國際會計準則，而是由會計研究發展基金會逐號翻譯國際會計準則 (Taiwan-IFRSs) 並進行認證，作為企業編製財務報表之依據。並至2015年起，要求所有公司均應使用國際會計準則編列相關財報<sup>315</sup>。

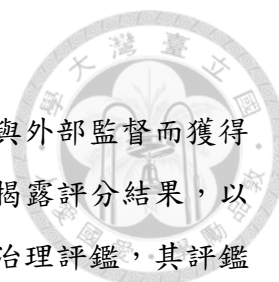
使用國際會計準則、與過去舊會計準則的最大差別在於，相較於過去資產與負債多採「歷史成本」(history cost) 入帳，國際會計準則則是廣泛的運用「公允價值」(fair value)，作為資產與負債科目之會計衡量。但是在盈餘的部分，盈餘操縱問題不當然因準則改變就消失。事實上，許多研究致力於探討不同會計或審計準則對於盈餘操縱 (earnings manipulation)、盈餘管理 (earnings management) 的影響性，但目前為止欠缺共識，亦即採用國際會計準則對於降低盈餘操縱或盈餘管理是否有幫助<sup>316</sup>，仍然莫衷一是。因此，縱然採取新的會計準則，亦不當

<sup>313</sup> Siew-hong Teoh & T. J. Wong, Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient (1993), *The Accounting Review* 68, 346-67.

<sup>314</sup> Randall K. Morck, On the Economics of Concentrated Ownership (1996), *Canadian Business Law Journal* 26, 63-75.

<sup>315</sup> 台灣證券交易所，國際財務報導準則 IFRSs，我國推動架構，<http://www.twse.com.tw/ch/listed/IFRS/aboutIFRS.php> (最後瀏覽日期：2015年1月1日)

<sup>316</sup> 認為無影響、甚至是產生負面影響者，例如 Susana Callao & José Ignacio Jarne, Have IFRS Affected Earnings Management in the European Union? (2010), *Accounting in Europe* 7, 189; Brenda van Tendeloo & Ann Vanstraelen, Earnings Management under German GAAP versus IFRS(2005),



然代表公司的盈餘數字會更加正確。

本文認為，公開揭露資訊的正確性，可透過市場良性競爭與外部監督而獲得改善，亦即可定期針對公司資訊揭露的品質進行評分，並對外揭露評分結果，以促進公司改善資訊揭露品質。台灣目前的資訊揭露評鑑、公司治理評鑑，其評鑑內容只限於公司是否提供特定資訊<sup>317</sup>、公司遵法情況<sup>318</sup>等，而不包括針對重大資訊可信度的評估。因此未來或許可考慮納入重大資訊（包含盈餘資訊）之正確性評估作為評分之指標。由於該等評分結果，可供投資人決策時參考，因此形成外部監督的效果；評分之高低可能影響投資人的意願，因此也可以促使公司間良性競爭、提升資訊揭露的可信度。

## 參考文獻

### 一、中文部分（按筆劃排列）

#### （一）書籍

吳當傑，公司治理理論與實務（2007）。

林惠玲、陳正倉，統計學方法與應用（2009）。

劉彩欽、陳欽賢，STATA基礎操作與統計模型應用（2012）。

劉連煜、林郁馨、杜怡靜、陳肇鴻，選任獨立董事與公司治理(2013)。

賴英照，2011年證券交易法解析簡明版（2011）。

顏月珠，應用統計學（2007）。

#### （二）期刊文獻

---

European Accounting Review 14, 175. 認為有正面影響者，例如Bahloul Jaweher & Ben Arab Mounira, The Effects Of Mandatory IAS/IFRS Regulation On The Properties Of Earnings' Quality In Australia And Europe (2014), European Journal of Business and Management 6, 108; H. Jarva & A. M. Lantto, Information Content of IFRS versus Domestic Accounting Standards: Evidence from Finland (2010), The Finnish Journal of Business Economics vol. 7, 141-77.

<sup>317</sup> 例如公司遇有大眾傳播媒體報導有足以影響公司之有價證券行情時，是否依相關規定揭露澄清性資訊而未受證交所或櫃買中心發函要求改進（指標十一）、公司年報是否揭露重要會計政策（指標三十八）、公司年報是否揭露不動產、廠房及設備折舊之方法及年限（指標四十）等等。

<sup>318</sup> 例如公司是否及時申報內部控制聲明書（於會計年度終了後三個月內）及內部稽核相關作業而未受主管機關處分（指標八）、公司期中財務報告是否於法令規定申報期限十五天前完成申報（指標二十六）等等。



- 王文宇，董事之資訊請求權（2009），月旦法學教室第86期。
- 王文宇，論大型企業之公司治理法制（2012），月旦法學雜誌第200期。
- 王文宇、張冀明，非營利組織主導的證券團體訴訟：論投資人保護中心（2007），月旦民商法雜誌第15期。
- 周振鋒，論證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一：以股東代表訴訟為中心（2010），法學新論第27期。
- 林嬋娟、張哲嘉，董監事異常變動，家族企業與企業舞弊之關聯性（2009），會計評論第48期。
- 林穎芬、劉維琪，從高階主觀薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度（2003），管理學報第20卷第2期。
- 崔俊璿，韓國外部董事制度（2012），收錄於資本市場的創新發展與公司制度的深化改革。
- 張心悌，控制股東與公司治理：以關係人交易為中心（2007），金融法制學術研討會公司治理與金融監管論文集。
- 張裕任、王泰昌、吳琮璿，公司治理機制與外資持股偏好關聯性之探討，管理與系統第16卷第4期。
- 陳震宇、張千雲、楊媚靜、周建新，家族企業是否影響企業現金持有所創造之績效表現，企業管理學報第101期。
- 曾宛如，半套公司治理移植經驗：以審計委員會與特別委員會為例（2014），月旦法學雜誌第43期。
- 曾宛如、陳肇鴻，建立公司秘書制度之芻議（2014），月旦法學雜誌第226期。
- 廖大穎，論證券投資人保護機構之股東代表訴訟新制（2011），月旦民商法雜誌第42期。
- 劉連煜，公開發行公司董事會、監察人之重大變革（2006），台灣本土法學雜誌第79期。
- 蔡柳卿、楊朝旭、許慧雯，台灣電子業家族經理人之外部董事會連結與公司創新：論控制家族代理問題之影響（2014），台大管理論叢第24卷第2期。
- 嚴奇峰，台灣傳統加齊企業極端共存組織現象之探討：系統穩態觀點（1994），管理評論第13卷第1期。



### (三) 學位論文

吳姿璉，論股份有限公司經營者與公司利益衝突交易—以關係人交易為核心(1990)，國立政治大學法律研究所碩士論文。

楊宜璋，論我國股份有限公司內部監察制度之改造-以獨立董事為中心(2005)，國立政治大學法律研究所碩士論文。

### (四) 其他

TEJ資料庫網站，<http://www.tej.com.tw/webtej/>

台灣證券交易所，國際財務報導準則IFRSs，我國推動架構，<http://www.twse.com.tw/ch/ listed/IFRS/aboutIFRS.php>.

自由電子報，小股東對大董監訴訟門檻降低(2009)，詳見<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/340305>.

證券暨期貨市場發展基金會，公司治理評鑑，<http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=3404>

證券暨期貨市場發展基金會，資訊揭露評鑑，<http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=112>.

證券暨期貨市場發展基金會網站，資訊揭露評鑑之總分析報告(102年9月)，[http://weblinesfi.org.tw/download/resh\\_ftp/資訊揭露評鑑之總分析報告\(102年9月\).pdf](http://weblinesfi.org.tw/download/resh_ftp/資訊揭露評鑑之總分析報告(102年9月).pdf).

## 二、英文部分(按字母順利排列)

### (一) 書籍

Frankl, Paolo & Frider Rubik, Life Cycle Assessment in Industry and Business (2000).

Galbraith, Jay R., Organization Design (1977).

Kieso, Donald E. et al., Intermediate Accounting (2008).

Kraakman, Reinier H., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (2009).

Lee, Chul-song, Lectures on Corporate Law (2006).

Mallin, Christine A., Corporate Governance (2007).

Ross, Stephen A. et al., *Corporate Finance* (2010).

Westbroek, De Brauw Blackstone et al., *European Union: Guide to Trends in Corporate Governance in Europe* (2010).

Wooldridge, Jeffrey M., *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (2013).



## (二) 期刊文獻

Anderson, R. C., & D. M. Reeb, *Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence From the S&P 500* (2003), *Journal of Finance* 58(3).

Anderson, Ronald et al., *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt* (2004), *Journal of Financial Economics* 68(2).

Ballesta, J. P. Sanchez & E. Garcia-Meca, *A Meta-analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance* (2007), *Corporate Governance: An International Review* 15(5).

Bebchuk, Jucian et al., *What Matters in Corporate Governance?* (2004), *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 491*.

Bertand, Marianne et al., *Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups* (2002), *Quarterly Journal of Economics* 117(1).

Black, Bernard S. et al., *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea* (2003), *JLEO* 22(2).

Callaoa, Susana & José Ignacio Jarne, *Have IFRS Affected Earnings Management in the European Union?* (2010), *Accounting in Europe* 7.

Certo, S. Trevis, *Wealth and the Effects of Founder Management among IPO-stage new Ventures* (2001), *Strategic Management Journal* 22.

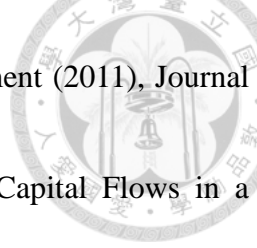
Chan, Alex W. H. & Hoi-yan Cheung, *Cultural Dimensions, Ethical Sensitivity and Corporate Governance* (2012), *Journal of Business Ethics* 110(1).

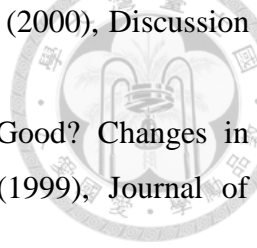
Chang, Sea-jin, *Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The Rise and Fall of Chaebols* (2003).

Chiang, Hsian-tsai, *An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance* (2005), *Journal of American Academy of Business* 6(1).

Chou, Cheng-fong, *Are Independent Directors Effective Monitors in Taiwan?—A theoretical analysis* (2013), *National Taiwan University Law Review* 8(1).

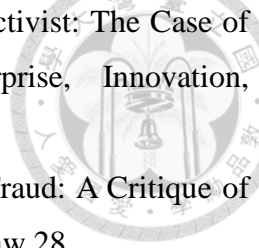
Claessens, S. et al., *The Separation of Ownership and Control in East Asian*

- 
- Corporations (2000).
- Connelly, Brian L. et al., Signaling Theory: A Review and Assessment (2011), *Journal of Management* 37(1).
- Cornelius, Peter K. & Bruce Kogut, Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy (2003).
- Daily, Catherine M. et al., Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data (2003), *The Academy of Management Review* 28(3).
- Demsetz, H. & B. Villalonga, Ownership Structure and Corporate Performance (2001), *Journal of Corporate Finance* 7(3).
- Desender, Kurt A. et al., Board Characteristics and Audit Fees: Why Ownership Structure Matters? (2009), University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business, Working Paper, 09-0107.
- Dessi, R. & Robertson, D., Debt, Incentives and Performance: Evidence from UK Panel Data (2003), *Economic Journal* 113.
- Doidge, C. et al., Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance? (2007), *Journal of Financial Economics* 86(1).
- Donaldson, L. & J. H. Davis, Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns' (1991), *Australian Journal of Management* 16(1).
- Eisenberg, Melvin A., Corporate Law and Social Norm (1999), *Columbia Law Review* 99.
- Enriques, L. & P. Volpin, Corporate Governance Reforms in Continental Europe (2007), *Journal of Economic Perspectives* 21(1).
- Fama, Eugene & Michael Jensen, Separation of Ownership and Control (1983), *Journal of Law and Economics* 26.
- Fan, Joseph P. H. & T.J. Wong, Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia (2002), *Journal of Accounting and Economics* 33(3).
- Filatotchev, Igor et al., The Firm's Strategic Dynamics and Corporate Governance Life-Cycle (2006), *International Journal of Managerial Finance* 2(4).
- Gleason, K.C. et al., The Interrelationship between Culture Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers (2000), *Journal of Business Research* 50.
- Hansmann, H. & R. Kraakman, The End of History for Corporate Law, *Harvard Law*

- 
- School John M. Olin Center for Law, Economics and Business (2000), Discussion Paper Series.
- Holderness, Clifford G. et al., Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression (1999), *Journal of Finance* 54.
- Hopt, Klaus J., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation (2011), *American Journal of Comparative Law* 59(1).
- Ip, Po-keung, Corporate Social Responsibility and Crony Capitalism in Taiwan (2007), *Journal of Business Ethics* 79(1).
- Jaggi, Bikki et al., Family Control, Board Independence and Earnings Management: Evidence Based on Hong Kong Firms (2009), *Journal of Accounting Public Policy* 28.
- Jarva, H. & A. M. Lantto, Information Content of IFRS versus Domestic Accounting Standards: Evidence from Finland (2010), *The Finnish Journal of Business Economics* vol. 7.
- Jaweher, Bahloul & Ben Arab Mounira, The Effects Of Mandatory IAS/IFRS Regulation On The Properties Of Earnings' Quality In Australia And Europe (2014), *European Journal of Business and Management* 6.
- Jensen, Michael C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers (1988), *American Economic Review* 76.
- Kakabadse, Andrew et al., Chairman and Chief Executive Officer (CEO): that Sacred and Secret Relationship (2005), *Journal of Management Development* 25(2).
- Kang, David C., Transaction Costs and Crony Capitalism in East Asia (2003), *Comparative Politics* 35(4).
- Kim, Hye-sung, Corporate Elections and Shareholder Proposal Rights: from Case Studies in South Korea (2012), *East Asia Law Review* 7(2).
- Kim, Joongi, Recent Amendments to the Korean Commercial Act and their Effects on International Competition (2000), *Journal of International Law* 21(2).
- Kim, Jooyoung & Joongi Kim, Shareholder Activism in Korea: A Review of How PSPD Has Used Legal Measures to Strengthen Korean Corporate Governance (2001), *Journal of Korean Law* 1.
- Kim, Suhyuk, Democratization and Social Movements in South Korea: A Civil Society Perspective (2011), *in East Asian Social Movements: Power, Protest, and Change*



- in a Dynamic Region.
- Klapper, L. F. & Love, I. Globalization and Similarities in Corporate Governance: A cross-country Analysis (2006), *The Review of Economics and Statistics* 88(1).
- Lee, Jae-won, the Role of Institutional Investor in Listed Companies (1998), *Company Law Review* 17.
- Lein, Yung-chih & Shao-min Li, Professionalization of Family Business and Performance Effect (2013), *Family Business Review* 19.
- Lemmon, Michael L. & Karl V. Lins, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis (2003), *The Journal of Finance* 58(4).
- Lester, Richard H. & Albert A. Cannella, Inter-organizational Familiness: How Family Firms Use Interlocking Directorates to Build Community-level Social Capital (2006), *Entrepreneurship Theory and Practice* 30.
- Liu, John S. & Chyan Yang, Corporate Governance Reform in Taiwan: Could the independent Director System Be an Effective Remedy? (2008), *Asian Survey* 48.
- Luo, Xiao-wei Rose & Chi-nien Chung, Filling or Abusing the Institutional Void? Ownership and Management Control of Public Family Businesses in an Emerging Market (2013), *Organization Science* 24.
- Miller, Danny et al., Are Family Firm Really Superior Performers? (2007), *Journal of Corporate Finance* 13.
- Mintzberg, Henry & James A. Waters, Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm (1982), *Academy of Management Journal* 25.
- Morck, Randall K., On the Economics of Concentrated Ownership (1996), *Canadian Business Law Journal* 26.
- Na, Jong-ho & Young-shin Yoon, Reform of the Chaebol (1998), *Chosun Ilbo* (Seoul) 11.
- Pfeffer, Jeffrey & Gerald R. Salancik, The External Control of Organizations (1978), University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- Porta, Rafael La et al., Corporate Ownership Around the World (1999), *Journal of Finance* 54.
- Rajagopalana, Nandini & Yan Zhang, Corporate Governance Reforms in China and India: Challenges and Opportunities (2008), *Business Horizons* 51.

- 
- Rho, Han-kyun, From Civil Society Organization to Shareholder Activist: The Case of the Korean PSPD (2004), Brunel Research in Enterprise, Innovation, Sustainability, and Ethics Working Paper No. 04-15, 28-37.
- Ribstein, Larry E., Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (2002), *Journal of Company Law* 28.
- Ritter, Jay R., The “Hot Issue” Market of 1980 (1984), *Journal of Business* 57.
- Salancik, Gerald R. & James R. Meindl, Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control (1984), *Administrative Science Quarterly* 29.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance (1997), *The Journal of Finance* 52(2).
- Solomon, Jill F. et al., Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors (2003), *Corporate Governance: An International Review* 11(3).
- Song, Ok-riol, Improving Corporate Governance through Litigations: Derivative Suits and Class Actions in Korea (2008), *in Transforming Corporate Governance in East Asia*.
- Tendeloo, Brenda van & Ann Vanstraelen, Earnings Management under German GAAP versus IFRS (2005), *European Accounting Review* 14.
- Teoh, Siew-hong & T. J. Wong, Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient (1993), *The Accounting Review* 68.
- Tsai, Wen-hsien, CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective (2006), *Family Business Review* 19(2).
- Velasco, Julian, The Fundamental Rights of the Shareholder (2006), *UC Davis Law Review* 40(2).
- Watts, R. L. & J. L. Zimmerman, Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective (1990), *Accounting Review* 65(1).
- Weir, Charlie & David Laing, Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK (2001), *European Business Review* 13(2).
- Westphal, James D. & Edward J. Zajac, A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency (2006), *Academy of Management Annals* 7.
- Worrell, D. L. et al., One Hat Too Many: Key Executive Plurality and Shareholder Wealth (1997), *Strategic Management Journal* 18(6),

Yoshikawa, Toru et al., National Governance System, Corporate Ownership, and Roles of Outside Directors: A Corporate Governance bundle Perspective (2014), *Corporate Governance: An International Review* 22(3).

Zoort F. Todd De, An Investigation of Audit Committees' Oversight Responsibilities (1997), *Journal of Accounting, Finance and Business Studies* 33(2).

### (三) 學位論文

Lin, Yu-hsin, Weak Independent Directors, Strong Controlling Shareholders: Do Independent Directors Constrain Tunneling in Taiwan? (2010), J.S.D. Dissertation in Stanford Law School, 137-43.

### (四) 其他

Bloomberg Database, <http://www.bloomberg.com/enterprise/data/reference-data-services/>.

Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), Saints and Sinners: Who's Got Religion (2001), CG Watch.

Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), Stray Not into Perdition—Asia's CG Momentum Slows (2010), CG Watch.

Enforcement Decree of the Commercial Act (Korea)

Kenneth B. Davis, The Director's Duty of Oversight-Pre-Enron; Post-Enron (2002), Presented at the International Conference to Commemorate the Fortieth Anniversary of the Korean Commercial Act Seoul, September 2002, available at <https://media.law.wisc.edu/m/jrjnz/oversight.pdf>.

Klingner, Bruce & Anthony B. Kim, Economic Lethargy: South Korea Needs a Second Wave of Reforms (2007), available at <http://www.heritage.org/research/reports/2007/12economic-lethargy-south-korea-needs-a-second-wave-of-reforms>.

Korea.net, Foreign Direct Investment, available at <http://www.korea.net/AboutKorea/Economy/Foreign-Direct-Investment>

Korean Civil Code.

Korean Civil Procedure Act.

Korean Securities Class Action Act.

Korean Securities Exchange Act.

OECD, Principles of Corporate Governance (2004).

OECD, Corporate Governance in Asia (2011)

OECD, Korea: Review of Board Nomination and Election Practices (2012), *in* Board Member Nomination and Election.

OECD, Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level (2011).

Private Securities Litigation Act of 1995 (U.S.)

PSPD, About People's Solidarity for Participatory Democracy (2011), <http://www.peoplepower21.org/English/39340>.

Scourge of the Chaebol, *Economist* (Mar. 27, 1999).

Supreme Court Rule on the Calculation of Reasonable Litigation Costs (Korea)

