

實踐公司治理

台灣集團企業的功與過

葉銀華 著

強力推薦

司法院院長 賴英照

中央研究院院士 胡勝正

台灣證券交易所董事長 吳榮義

《聯合晚報》總編輯 游美月

《經濟日報》總編輯 翁得元



聯經

經濟日報
名家精選

實踐公司治理

台灣集團企業的功與過

葉銀華 著

實踐公司治理

2008年3月初版

定價：新臺幣240元

2008年10月初版第三刷

有著作權・翻印必究

Printed in Taiwan.

著者 葉銀華
發行人 林載爵

出版者 聯經出版事業股份有限公司
台北市忠孝東路四段555號
編輯部地址：台北市忠孝東路四段561號4樓
叢書主編電話：(02) 27634300 轉5047
發行所：台北縣新店市寶橋路235巷6弄5號7樓
電話：(02) 29133656
台北忠孝門市：台北市忠孝東路四段561號1樓
電話：(02) 27683708
台北新生門市：台北市新生南路三段94號
電話：(02) 23620308
台中門市：台中市健行路321號
電話：(04) 22371234 ext. 5
高雄門市：高雄市成功一路363號
電話：(07) 2211234 ext. 5
郵政劃撥帳戶第0100559-3號
郵撥電話：27683708
印刷者 世和印製企業有限公司

叢書主編 張奕芬
校對 夏荷立
內頁版型 兆登華生
內頁排版 林燕慧
封面設計 王廉瑛
照片提供 葉銀華
聯合報

行政院新聞局出版事業登記證局版臺業字第0130號

本書如有缺頁，破損，倒裝請寄回發行所更換。

ISBN 978-957-08-3253-2(平裝)

聯經網址：www.linkingbooks.com.tw

電子信箱：linking@udngroup.com

推薦序

方知不動是真山

賴英照

葉銀華教授的《實踐公司治理》，以楊萬里〈桂源鋪〉的四句詩做為篇名的副題，想必寓有深意。葉教授書裡沒有明說其中道理，我今試為一解。

楊萬里（1127-1206）與尤袤、范成大、陸游並稱南宋四大家。他的詩作有「誠齋體」的美名，但評價不一。不喜歡的人說他的詩「幾無一首一句可採」（葉燮，《原詩》）；喜歡的人把他和李白相提並論，稱讚他「天才清妙、絕類太白」（袁枚，《隨園詩話》）。

相對而言，楊萬里的為人，則獲得很高的評價。他以「誠齋」做為書房的名稱，也做為自己的別號。他的詩詞文章以「誠齋集」結集問世，序文一開頭就說：「天以誠而覆，地以誠而載，日月以誠而久照」，用意都在標舉正心誠意的處世風格。他以正直敢言著稱，數度犯顏直諫，得罪當道，雖橫遭貶抑，卻始終不改本色。他相信，小溪勇往直前，大山也阻擋不了。〈桂源鋪〉藉溪聲表達他的看法：

萬山不許一溪奔，攔得溪聲日夜喧，
到得前頭山腳盡，堂堂溪水出前村。

在山中被阻擋去路的小溪，日夜喧鬧不停；溪水終於還是從群山中突圍而出，到了山腳下開闊的平原，喧嘩的溪聲轉為平順的流水，堂堂流出前村去了。類似的想法，在〈宿靈鷲禪寺〉中又說了一遍：

初疑夜雨忽朝晴，乃是山泉終夜鳴，
流到前溪無半語，在山做得許多聲。

從公司治理的角度觀察，這些詩句究竟有何意涵？葉教授對於企業經營的理論和實務都有深入的研究，當然很清楚，有問題的公司，雖然經營者百般壓制，股東會上還是人聲鼎沸，抗議不斷。經營者不讓董監事掀開問題，雖可掩蓋弊案於一時，終究還會東窗事發，而且一發不可收拾。經營者必須重視股東權益，董監事必須勇於負責盡職，企業經營才能步上正途，也才能有「流到前溪無半語」、「堂堂溪水出前村」的境界。

葉教授以企業界的實際案例，說明公司治理的重要性，並提出改進董事會功能的具體辦法，極有見地。他希望以獨立董事的制度，讓企業經營走出康莊大道，也確實用心良苦。其實，獨立董事要能發揮功能，制度的健全固

然重要，但正心誠意，剛正不阿的人品毋寧更為關鍵。沒有正心誠意的修為，缺乏正直敢言的性情，獨立董事往往徒具「獨立」之名，最終難免淪為大老闆的花瓶。楊萬里的〈曉行望雲山〉，在拙樸的童趣中，蘊含深刻的哲理：

霽天欲曉未明間，滿目奇峰總可觀，
卻有一峰忽然長，方知不動是真山。

破曉時分，雨雖停而天未明，群峰競秀，層雲環繞，十分可觀。忽然之間，卻見一座山峰異軍突起，高聳天際，原來是山前的雲層移開了，那不動的真山，終於顯露崢嶸。葉教授精闢的解析公司治理的理論與實務，並以楊萬里的詩句做為標題，想必是期望獨立董事正心誠意，率直敢言，面對利誘甚至勢劫，都能不為所動，展現真山的本色。就公司治理而言，在重視制度設計的同時，更應該關心企業倫理和人格特質的問題，公司治理的改革才能克竟全功。這樣的深意，如果能為主事者細心體會，並且化為實際行動，我們的公司治理必能邁入嶄新的境界！

（作者為司法院院長）

推薦序

全球資本市場關心的課題

胡勝正

公司治理不但是學術研究上的顯學，更是近年來全球資本市場所關注的課題。強化公司治理已成為投資人對上市櫃公司與監理機關的基本要求，以及促進金融產業發展不可或缺的基礎建設，但如何落實公司治理，有效保障投資人權益，卻是各界人士的共同疑問，也是主管機關常常深思的問題。

行政院金融監督管理委員會自成立以來，積極推動各項施政及改革措施，以維持金融穩定、促進金融發展及強化保護消費者及投資人為目標，努力建立一個多元化、國際化、安定可靠的金融市場。要達成上述目標，首在強化資本市場與金融市場的公司治理機制。具體成果則由最近證券交易法、銀行法、保險法、會計師法及相關法規之修訂可以窺知。金管會對於落實集團監理、推動獨立董事制度、強化資訊透明度等方面亦不宜餘力。透過這些努力，希望能建置一個公平、健全、具競爭力的金融環境，全面提升我國金融業之國際競爭力。

在行政院推動公司治理的過程中，葉教授是其中的關鍵人物與重要推手，貢獻良多。在葉教授的這本新書中，不但為公司治理的真諦做了精闢的詮釋，更對如何實踐公

司治理精神，做了詳盡的說明。在本書中，葉教授以三個台灣實例個案分析，深入探討公司治理在實際應用上可能碰到的問題與困難，以及解決策略，這三個案例分別為力霸集團重大金融弊案所引發的集團監理與治理、私募基金併購案（凱雷擬併購日月光）的價格與風險，以及明基併購西門子手機部門案所引發的決策嚴謹性等課題。這些個案均為台灣近年來受到各界矚目的熱門公司治理議題，葉教授能以有系統的方式加以剖析，非常值得參考。

葉教授除了以實例探討台灣上市公司的公司治理議題外，更提出人民幸福的3G理論，亦即由公共治理、金融治理與公司治理三者所形成的法人治理，可謂將近年來資本市場上所碰到的治理議題，做了一個以完整架構為基礎的研究與分析結論。透過這個人民幸福的3G理論，相關的治理議題可以清楚地呈現問題所在，以及可能的解決之道。基於這些個案分析，葉教授在本書最後更提出對公司治理未來大趨勢，以及董事會應如何運作之看法。

葉教授在公司治理議題的研究努力，令人敬佩。特別是他將力霸集團的交叉持股，以類似IC電路板圖方式呈現，令人驚訝他在這方面的著墨之深，對強化集團監理有著重大啟發作用。欣聞葉教授將近年來對公司治理議題的理論與實務研究結集出書，本人非常樂意推薦對公司治理關心的各界人士，可以深入研讀此本新書，將有莫大收穫。

（作者為中央研究院院士）

推薦序

公司治理不能再等

吳榮義

葉銀華教授自2004年擔任台灣證券交易所常駐監察人迄今，以其專業與豐富之公司治理學養，於董事會中恪盡守門人之責，知無不言，言無不盡，為本公司公司治理之品質把關。欣聞其另一公司治理著作即將付梓，樂為之序。

本書最精闢之處在於剖析2007年爆發的力霸集團掏空案。作者分析力霸集團的交叉投資架構，整理出一個類似IC電路板般綿密的線路圖，其錯綜複雜之程度，除暴露企業犯罪手法之日新月異，更凸顯健全公司治理的急迫與必要，值得主管機關與社會大眾一同關注。

另外，作者也針對這一、兩年來幾個最新的併購案，探討所衍生的議題，最後點出公司治理最重要的幾項趨勢，誠可做為未來公司治理之實踐的基本路徑。

（作者為台灣證券交易所董事長）

推薦序

呼應「3G」理論

游美月

兩 年半前，台新金以溢價40%、總價366億元，氣走競標對手新加坡主權基金淡馬錫，不僅從公股大股東（財政部）手中取得彰銀22.5%的特別股，更獲得公股承諾禮讓董事會過半席次，提早掌控董事會，台新金合併百年老店彰銀，應是水到渠成，早就在計算之中。

然而，這個被視為政府二次金改的指標大案，卻從2005年7月吵到2008年，2008年初好不容易提出換股比例，卻又在各界疑慮聲中臨時喊卡，台新金外資大股東新僑集團以「當前並非換股的好時機」，在董事會決議撤銷對彰銀提出的換股案，何時重啟合併案？台新金也沒有答案。

一件連外資都興趣濃厚的合併案，為何一波三折？最核心的問題其實就是「公司治理」出了問題，說得更精確一點，就是葉銀華教授在本書中點出的「3G」理論，即公共治理（Public Governance）、金融治理（Finance Governance）以及公司治理（Company Governance），這三個面向的治理，關係人民權益至鉅，也是近年來政府推動二次金改引起各界批評，好事多磨的關鍵。

從公共治理的角度看，財政部雖是彰銀的公股大股東

（實質上只是受託管理全民資產），在決定釋出公股時，是否有權於台新金買下特別股時，就給予最高規格的承諾？即在未合併前就讓出經營權，公股禮讓八席董事，讓台新金成為彰銀董事會的絕對多數！也因為這樣的承諾，埋下了日後爭端的引信，社會質疑財政部「圖利財團」，民股股東認為權利被出賣，彰銀員工對入主的台新團隊不信任，而絕對多數的董事會，在討論換股比例時，究竟有沒有利益衝突，成了合併案一再被質疑的焦點。

在彰銀合併案中，金管會的監理角色也引起討論，做為獨立的監理機構，金管會不僅選擇「尊重財政部」，同時對合併過程的法令認定及財務監理，也展現出儘量配合公股的態度，「金融治理」無法獨立，讓公共治理不良的效應更形擴大，那麼又如何要求企業做好「公司治理」呢？

近年來公司治理的討論文章極多，葉教授在《經濟日報》經常發表評論，他的作品最大特色是從公司的財務數字找答案，讓公司治理不只是紙上文章，直指問題核心的剖析，展現學者少見的道德勇氣；尤其他提出的「3G理論」，強調唯有公共治理、金融治理及公司治理建立完善的自律機制及防火牆，人民的權益才能獲得保障，也才有幸福可言。二次金改的餘波不斷，力霸集團掏空案對台灣社會造成的空前打擊仍在發酵，讀葉教授的「3G理論」，更讓人於心戚戚。

（作者為《聯合晚報》總編輯）

推薦序

經營管理新顯學

翁得元

美國恩龍案、台灣博達案等國內外大型企業弊案的陸續引爆，近年來「公司治理」已成為企業經營管理的顯學。

如今在台灣，學者談公司治理、政府官員談公司治理、企業老闆也在談公司治理。但若觀察大大小小企業的公司治理實況，這門顯學似乎又仍顯而未彰，距離落實理想還有很長的一段路要走。

《經濟日報》很早就開始重視「公司治理」問題，除了在新聞處理、評論上致力揭弊除陋，善盡輿責，並希望借重有識之士之筆，普及公司治理的觀念。葉銀華教授就是撰寫專欄的佼佼者之一。

葉教授目前擔任輔仁大學金融研究所教授兼所長，以及公司治理與企業倫理研究中心主任，多年來致力公司治理的研究、教學與觀念推廣。另外，還擔任證交所常駐監察人等職，為國內「公司治理」領域傑出學者。

他在《經濟日報》發表有關公司治理的文章，最早可追溯到五年多前，至今已先後為文上百篇。《實踐公司治理》就是他結集歷來的文章，並再費心融入了力霸弊案、

私募基金收購日月光案及明基併購案等實例個案而成。

這本書的內容深入淺出，除了開宗明義點出公司治理的真諦：「要維護經濟世界正常運作，必須確保投資大眾獲得他們應得報酬。」最後並提出公司治理的大趨勢，許多觸角都別具觀點。

更重要的是，他的文章經常言人所不敢言，直指核心，並積極維護弱勢投資大眾的權益。正因為如此，這本書的內容益發地發聾振聵。

葉教授在書中各篇的副題，引用了南宋詩人楊萬里的七言絕句〈桂源鋪〉：「萬山不許一溪奔，攔得溪聲日夜喧，到得前頭山腳盡，堂堂溪水出前村。」詩句原意是指在重重險阻中仍奮力向前，突破重圍，一如溪水在峰巒之中不停前進，最後在大地匯集成河。

楊萬里一生奉行「正心誠意」，以正直敢言著稱。這首詩點出了誠者的無畏與坦蕩，相信不但是葉教授的心緒寫照，更希望經由這本苦心竭力而成的著作，發揮影響力，讓「公司治理」能在台灣企業界扎根落實，終能「堂堂溪水出前村」。

（作者為《經濟日報》總編輯）

自序

打造好公司

上市公司的總市值只是成熟資本市場的表徵，實質內涵應是對投資人權益的保障。因為資本市場藉由制度與市場機制，讓投資人獲得相對其承受風險，應有的報酬，強化投資人持續出資的意願，方能讓資本市場永續成長。要達到上述境界，強化公司治理是最根本的做法，這也是作者的基本信念。

要強化公司治理，不僅在於制度的設計，更重要的是執行。公司治理無法“*One size fits all*”，因此需以基本原理與思維為核心，從實際個案挖掘爭議與問題之所在，思考可能解決的策略與建議。

在本書初稿完成時，作者想到以南宋詩人楊萬里的〈桂源鋪〉來貫穿全書的精神，特別是「堂堂溪水出前村」的境界，以及誠信是公司治理的根基，特別感謝司法院院長賴英照在推薦序中的闡述。

值得與讀者分享的是本書所提出的人民幸福3G理論，首先是強調政治廉能的公共治理（**Public Governance**），因為執政黨是金融改革與法規的執行者，國會是法律的制定者與監督者，媒體則應扮演公平報導與促進公民監督的角色。

其次是所謂的金融治理（Financial Governance）與公司治理（Corporate Governance），有別於上述政府之金融監理的角色，這兩者是強化金融業與非金融業的治理機制，包括：創造價值、公平分配價值與風險管理。要健全這些機制，需注重股東應有的權利、公平對待所有股東、照顧利害關係人的權益、提升資訊透明、強化董事會功能（必要之獨立性、專業性與功能委員會的要求）與落實管理階層的責任。特別是金融業需要透過強化公司治理，來健全風險管理機制，藉以保障股東與債權人的權益。同時金融業在對一般公司的放款與投資，透過審核與監督過程，亦可達到強化這些公司的治理機制。

至於如何確保公共治理、金融治理與公司治理三者的防火牆？公共治理的精神是指政府僅扮演監督角色，而不介入金融業與非金融業的經營（人事、預算、放款、投資）。同時除非有必要，否則不會要求銀行對企業進行紓困，因為有財務危機的公司總是希望透過政治影響力，要求金融業展延貸款或增加投資，然而這些「尋租」舉動有可能讓金融業虧損擴大，甚至常有危機公司管理階層掏空公司資產之情事。

3G理論的另一重點，是必須注意執政黨對於具有控制力之公股金融機構與事業的治理機制。過去很可惜的是，長期以來執政黨將公股機構的董事長、總經理當成政務官，甚或背負選舉的任務，這是值得嚴重批評之處。3G理論的精神，在於以公開方式的民營化政策下，強化公股機構之專業經營

與提升效率。

本書基於上述的理念，在第一篇闡述公司治理的基本原理。第二篇是本書最主要的部分，以力霸集團瓦解的震撼與教訓為例，描述問題核心，提出強化集團監理的完整建議，並且期盼透過提升董事會功能與資訊揭露透明度來鞏固公司治理的根本。同時簡介作者累積十幾年研究經驗所提出之公司治理評等系統，強調唯有透過事前評等與監理，才能防範問題金融機構與企業的產生。讀者如果詳細閱讀本篇，就可了解力霸集團的瓦解是人民幸福3G理論的「典型反例」。

有鑑於併購決策是一項重大風險來源，也隱含公司治理運作，自然會有相當之爭議。本書在第三篇以私募股權基金（Private Equity Fund）的併購，特別是與上市公司控制股東合作之管理階層收購與下市案，典型案例是日月光與凱雷合併案，其所引發之公司治理、資訊透明與企併法之相關爭議，值得讀者進一步了解與深思。

再者，有鑑於台灣許多企業以併購為追求成長的快速管道，本書於第四篇闡述併購決策的風險型態，並且以明基併購西門子手機部門為例，說明併購之營運風險、財務風險與過度支付風險的真諦，同時闡述如何做好併購決策的風險管理。特別強調日月光案與明基案只是有公司治理爭議，與力霸集團是一項重大金融弊案是截然不同的。

在論述金融重大弊案與併購案之公司治理爭議後，第五篇提出，倘若要健全公司治理，最根本做法是健全董事會運

作，作者提出八項原則。最後，在第六篇提出未來公司治理的大趨勢，讓讀者了解未來發展方向。

本書部分內容曾經發表於報章雜誌，然而，在出書前作者又花了許多心力融入個案最新發展、故事與公司治理觀念，並且加入一些時事的深入分析，因而形成本書的六篇內容。本書不僅適合對公司治理有興趣的讀者，同時可以吸引想了解併購決策與資本市場運作的讀者，另外亦可讓讀者了解現行法規執行的問題與未來如何修正的建議。

作者感謝司法院院長賴英照、中央研究院院士胡勝正、台灣證券交易所董事長吳榮義、《聯合晚報》總編輯游美月、《經濟日報》總編輯翁得元為本書作序，著實讓本書生色許多。這些師長與前輩的肯定與支持，實為鞭策作者努力的動機。再者，感謝《經濟日報》長期提供版面讓作者能夠發表評論，聯經出版公司的編輯團隊願意出版本書，讓作者的理念得以有發展的空間。同時，本書的完成要感謝輔仁大學管理學院提供良好的工作環境，金融所與貿金系師長的鼓勵。另外，研究助理徐玉玲與黃尚瑩協助整理資料，是本書不可或缺的貢獻。

最後，希望本書能帶給我台南父母親喜悅，感謝他們的哺育之恩。再者，感謝岳父母提供生活上的協助與幫忙照顧小女，讓我在專業領域發展無後顧之憂。在撰寫本書時，吾妻裕惠與小女妍希、妍廷的可愛模樣是本書完成的動力，最後僅將本書獻給我的家人。