6 CHAPTER 公司治理與財務策略

學習目標

閱讀完本章你應該能夠：

1. 藉著模型來判斷公司治理的哪類屬性與企業生命週期的哪些階段最相關。
2. 識別不同類型高階主管薪酬方案的侷限性，並評估他們的績效表現如何與價值創造連結。
3. 理解並解釋公司治理制度的差異，以及其所衍生的管轄力如何影響公司的財務策略。
4. 對比不同大股東控制公司的機制，並解釋其正面與負面的影響。
5. 解釋為何在討論財務策略時，需要特別考慮利益相關者。

著作權所有 侵害必究

6.1 前言

在第 1 章中我們談到，財務策略是為了籌備資金和管理資金，而公司治理 (corporate governance) 雖然和公司發展方向與公司控管有關，但也會影響財務策略。在討論公司治理時，一定會談到企業對利益相關者 (stakeholders) 的責任，特別是提供資金的投資人。同時，公司治理也包括內部控制機制，例如會計制度和投資決策的制定。公司治理也是一種為公司本身與其資金提供者降低風險的方法。由於財務策略重視投資報酬與預期風險的對應，分析企業財務策略時不能不考慮到公司治理。

本章不是回顧所有有關公司治理的面向，因為已有很多這個領域的優秀論文值得一讀，讀者可以自行參考本章的推薦延伸閱讀部分。本章也不會特別介紹某個特定司法體系下的公司治理制度，因為它們可能在本書付梓前就又有所改變。本章會探討幾個和財務策略相關但較廣泛的公司治理面向，譬如回溯代理理論 (agency theory) 中管理階層與股東們的各自動機，同時也觀察企業的內控程度能否落實，以確保企業的資產安全、負債規劃、風險管理和交易的正確進行。此外，

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

我們也觀察高階管理人員的獎勵機制與他們採用的公司財務策略和經營策略的關係，並討論隱含在公司所有權的不同型態及不同法律系統背後的意義。我們會建立一個模型來說明公司治理在不同生命週期中因應的改變。最後，我們會將結論一般化，來讓讀者們有深刻的理解並能據以分析自己面對的狀況。

6.2 公司治理的生命週期

貫穿本書的生命週期模型是描述一個企業的新創、成長、成熟到衰退的過程。若能將公司治理也納入這樣的公司發展階段來討論是最好的，但不幸的是這相當的困難[1]。因為監管者與學者對公司治理的基礎理解建立在代理理論 (agency theory) 上，其理論為委託人（股東）與代理人（高階管理人）之間因不同的動機導致的衝突對抗。因此，我們會分析企業生命週期中公司所有權代理關係的發展，但它們並不一定會直接和商品發展階段相呼應。

下列為公司所有權週期 (ownership cycle) 的不同階段：

1. 獨資。
2. 合資。
3. 管理者自己投入的股權融資。
4. 從家人、親戚和朋友取得股權融資。
5. 從私募基金取得股權融資。
6. 從公開市場取得資金（包含機構投資者）。

公司在所有權週期的每個階段都需要資金。比如和銀行或相關機構做融資協商，也可以從商業營運中取得自發資金 (spontaneous funding)。因此，保護貸款人也成了公司治理的一個重要考量。當然，這裡提到的每個階段不必按順序發生，某些公司或組織沒有機會走到第 3 階段，有些可能直接從第 4 階段開始，而有些則可能被收購而從第 6 階段退回第 5 階段。雖然如此，本章提出的模型仍是一個方便的分析工具。

表 6.1 的模型說明了所有權生命週期 (ownership life cycle) 中公司治理的特徵，並可觀察到當管理階層與擁有者愈分散時，投資者的風險也會愈增加。考慮到資金成本反映了投資人或借款人的預期風險，公司治理的重要功能就是將這個風險降低。降低風險的機制大致可歸類為「監督」和「控制」兩種。「監督」涉及到

[1] 商學院講師不得不承認生活中的一切並非能剛好放進 2×2 的矩陣 (two-by-two matrix)。

著作權所有 侵害必究
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

公司將訊息有效地揭露給利益相關者，讓後者可以去評量及監督管理者的活動；「控制」則會使利益相關者有能力去防止管理階層進行某些企業活動，或迫使他們去完成其他活動。這兩種類型的機制都有其必要性和定位。在表 6.1 中，它們的強度會隨著從左到右的不同階段而逐漸增加。

6.2.1 生命週期中的內部控制與財務報告

在不同法令管轄區內，公司治理對內部控制也有不同的定義。內部控制代表公司內所有型態的控制，包含財務和其他一切為了保護資產、控制負債、管理風險，和確保適當執行及記錄所有交易活動的行動。

對沒有員工的一人獨資公司來說，內部控制主要的功能是持續追蹤金錢流向，因此需要會計紀錄來管理現金以及退稅準備，並且預測未來商業活動和現金需求以確保能兌現承諾。精明的老闆會建立更多複雜的會計系統來提供產品或消費者利潤的資訊。

一旦商人僱用員工，內部控制也需監督和調節員工的活動。但若有合夥人加入，則所有權生命週期就進入第 2 階段，對正式的內部控制機制的需求會變得更重要。合夥人彼此必須有責任感（在部分地區，法律規定合夥人負有相同的債務責任），並且需要有清楚的紀錄。此外，由於有許多人涉及公司管理，因此彼此間的協調應當順暢，良好的企業活動紀錄和內部控制更有助於達成這個目的。

從第 2 階段移動到第 3 階段對公司來說是一個里程碑，公司現在正式成為一個法人實體，管理者與擁有者的權益分離，會計紀錄及會計系統對兩者的交易及資金移動也要記錄且說明。在某些地方，法律可能要求公司的紀錄需要獨立審計；而有些地區僅針對超過特定規模的公司[2] 才有如此的規範。

就代理理論來看，從第 3 階段到第 4 階段有個重要的差異，即這是公司的擁有者首度不會涉入每天的管理活動。這些股權資金的提供者可能是創業家的家庭成員，或是天使投資人等局外人。為了降低他們的投資風險，透過財務報表讓他們瞭解公司就變得很重要，若能時時收到企業定位和未來前景的敘述或分析訊息也會讓他們更放心。此外，股東們也可能要求要有獨立審計、董事席次，或是指派獨立董事的權力。

[2] 有些較小的公司仍選擇要獨立審計，或者選擇建立內部審計功能，來向管理者及股東證明公司治理有經過適當地安排。

著作權所有 侵害必究
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

表 6.1 所有權週期的不同階段，公司治理指標的改變

	個體經營 (1)	合夥 (2)	管理人員有限公司 (3)	管理人員和親密夥伴有限公司 (4)	私人股份有限公司 (5)	上市有限公司 (6)
代理問題	無。	無，但當公司擴大到會委任管理職務時則有。		有一些，但若管理人員和股東之間彼此很熟悉則能降低這個問題。	有一些，但私募投資人仍密切和企業互動，也會讓管理階層瞭解他們對獲利出場的渴望。	當公司廣大的股東和管理者不同時，代理問題擴大。
內部控制與內部報告	確保每項事情都有簽證而且沒有任何遺漏。 當企業成長時，需要確保員工行為適當。 每期損益表、現金流量表和資產負債表皆需齊備。		責任的分派和委派的活動要明確。 內部控制和風險管理系統正式化。當企業成長時，內部控制系統變得更加關鍵，外部股東也可能要求公司有內部審計的組織設計。 每期損益表、現金流量表和資產負債表皆需齊備，包含使用更多複雜的系統來回答投資者和分析師的合法提問。			
外部報告（不包含稅務資料）	不要求。	不要求。	可能需要提出合法財務報表。	需要向投資者報告公司表現和財務情況。依法規或許也需要提供外部報表。	需要向投資者報告公司表現和財務情況。依法規或許也需要提供外部報表。	可能會有規律地提供延伸財務與非財務報表的要求。

著作權所有 侵權必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

表 6.1 所有權週期的不同階段，公司治理指標的改變（續）

	個體經營 (1)	合夥 (2)	管理人員 有限公司 (3)	管理人員和親密 夥伴有限公司 (4)	私人股份 有限公司 (5)	上市有限公司 (6)
外部審計	不需要。	可選擇。	在很多地區是必要的，但也視公司規模而定。	在很多地區是必要的，但也視公司規模而定。或許也會被股東們要求。	在很多地區是必要的，但也視公司規模而定。也一定會被股東們要求。	強制。
高階管理者和公司方向	自己。	夥伴。	董事們。	管理階層和有意願的投資者。	管理階層與具有強烈管理意志、有董事會席位和否決權的私募投資人。	為獨立行動帶入外部意見與資源。董事會委員們須遵守法律規範。
高階管理者的激勵制度	為自己和公司需求量身打造。	為合夥人和公司需求量身打造。	為公司擁有者和公司需求量身打造。	經外部投資人同意，一般會配合公司的商業策略及目標。	必須取得私募投資人同意。一般會包含大量資本相關的要素，如以股權來獎勵高階管理人或要求其（表現不佳時）退出經營。	必須取得外部投資人同意及符合公司治理的規範。 會根據公司處於生命週期的不同階段以及企業目標而有不同。可以用薪資、紅利，和長期激勵政策來支付。

著作權所有 侵權必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

所有權生命週期的第 3 階段到第 4 階段恰好對應到企業生命週期的成長期，而本書其他章節中亦討論到企業經營風險在公司成長期的改變。在此我們僅強調，企業在擴張時，更需要好的資訊和控制系統來管理急增的勞動力和公司的跨域發展。案例分析 6.1 解釋了內部控制的失敗如何影響 Groupon 這家上市公司。

案例分析 6.1　Groupon——內控缺失造成巨大的影響

Groupon 是一間網路優惠券販賣公司，因為財務和控制系統中有明顯的缺失，被迫重新申報他們在 2012 年 4 月的季財報。公司必須向美國證券交易委員會 (SEC) 呈送重製的報表，追認該季損失由 $4,300 萬，上修到超過$6,500 萬。

公司被迫承認沒有使用適當設計、記錄和執行的方法，來維持嚴謹的財務程序，提供即時和準確的財務結果。

公司在英國的聯合執行董事被媒體訪問時說：「年輕公司處在完全新的產業時，有時無法把制衡 (checks and balances) 做好」，這項錯誤的出現是因為公司未能瞭解到新業務會帶來多少的回扣或退款，證明了公司內部控制有所缺失，也影響了管理程序和決策，以及對外財務報表的正確性。

Groupon 的管理系統在其他方面也有缺失。舉例來說，根據英國消費者保護法，公司被發現在廣告上犯了好幾項重大違規。

2011 年秋季，Groupon 在創業大約三年後在 NASDAQ 上市。NASDAQ 要求它在上市前確認其系統無誤。當其報表重新釋出後，股價應聲下跌了 7%。

Groupon 的首席執行長於 2013 年 2 月被開除。

資料來源：www.guardian.co.uk, www.sec.gov.

在階段 5，公司引進外部專業的私募資金。對內部控制的要求不變，但會更加嚴格地執行。

在內部控制部分，公司應設計良好的風險管理機制，防止如同 Groupon 的錯誤。他們有責任去羅列和分類企業的風險，但最常見的問題，是雖然有準備和列入規範，但卻較少實際執行。舉例來說，印度電腦服務公司 Satyam 在 2009 年被發現一件重大弊案，起源於不完善的內部控制。然而該公司在證券交易委員會呈報的審計委員會章程中，特別提到委員會的角色在於檢視公司的內部控制和內部審計之適當性。這代表風險雖然已被識別，但沒有被適當地處理。

當公司成長過程中有更多投資者們置入更多資源，會計報表在公司裡擔任的溝通角色會更進一步延伸。上市公司一般都需要遵守非常詳細的法規，並得將大

著作權所有 侵害必究
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

量的資訊公開披露，市場也會要求他們的會計和控制系統能經得起獨立審計師的驗證和審查[3]。這樣做是為了減少投資者認知和實際風險的落差，同時也提高公司在特定證券交易所的評價，讓公司對投資人更具有吸引力。這種對投資人的保護會使公司付出成本，也讓公司面對治理監管上一些令人沮喪的規定。因此，公司在追求業績表現和符合法令規範間自有一個權衡的機制。

已有大量關於公司自願披露資訊及公司治理法規的研究。學者和利益團體都希望能找到何謂「優良的公司治理」。總結來說，治理良好的公司因為能替投資者降低風險，在公司治理程度普遍低落的地區能享有較高的價格溢價[4]。但是若在公司治理制度背景完善的地區，這種「公司治理優良」的標籤效果就不太明顯。

6.2.2 管理與商業方向

身為獨資經營者的好處是不用顧及任何人可能的干涉，自己做所有決定。壞處則是自己必須承擔自己犯的所有錯誤。聰明的獨資經營者在需要時會徵詢顧問的建議，但是他們仍有權力去決定他們想接受到什麼程度。

合夥關係中的管理結構卻大不相同。對於只有少數幾位合夥人的公司，可能所有的合作夥伴皆享有平等的權利，而且所有決定都基於共識。但是當合作夥伴的人數增加時，行政組織的結構對於企業的日常運行便至關重要，這個結構應該完全由合夥人們共同決定。

一旦成為「企業」型態，董事們會被任命負責公司運作（在此我們按照英國的術語，「董事」指所有主要董事會成員，並依執行責任，將沒有實際執行權的董事們區分為「非執行董事」(NEDs)）。公司治理條例明列了誰可以指派或撤除董事們所擁有的權力。對董事會成員的控制可以有效保護投資者。

非執行董事可能和公司本身有一些關係，譬如說是公司過去的員工、家族成員，或大股東 (block-holders) 代表。另外，非執行董事也可以是獨立的，此舉可以視為公司治理的巔峰之作。例如英國公司治理準則 (UK Code)，管理在倫敦證交所上市之公司的行為。此準則要求大型上市公司應該在董事會中有至少三位非執行董事，並安排他們在各審計和薪酬事宜相關的董事委員會中。

[3] 美國 2002 年通過的沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act) 中的 SOX404 條款，已使得數以百萬的金額投入在呈現內部控制的適當性上。

[4] Goergen 的著作 *International Corporate Governance* 對於治理體制的影響進行了詳細的討論，值得推薦。

著作權所有 侵害必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

獨立的定義在各個不同的司法管轄區不盡相同，在重點聚焦 6.1 中列出了一些可能有共識的標準，這些作法背後的原因是避免獨立董事和股東的利益衝突，以及降低非執行董事被執行董事制約的可能。

如同學生自治的概念，我們認同董事會中設立獨立董事的必要，也重視他們所扮演的角色。不過在企業實際運作的過程中，這確實會使所謂的「嚴格遵守獨立性」難以執行，並導致這些董事與業務沒有連結，或是根本不瞭解公司業務。例如英國公司治理準則規定，已任職九年以上之任何非執行董事，因為可能已經與管理階層太熟稔了，故不該再被認定為具有獨立性。另一種處理方式是，因為非執行董事只有有限的時間去觀察其公司，故應該給他們幾年的時間醞釀，以提出對公司策略有益的建議。總結來說，非執行董事的角色要在符合公司治理規章以及協助企業績效之間保持平衡。

重點聚焦 6.1　不符合董事獨立性標準之範例

以下標準被使用在不同司法管轄區，作為董事「不獨立」的指標：

- 已在該公司或其關聯公司待過 X 年之員工及執行長。
- 身為公司或其關聯企業董事的家庭成員。
- 已在過去的 Y 年與該公司有顯著的業務往來關係。
- 公司的專業顧問，或者與該公司有其他的業務關係。
- 代表公司的大股東或代表主要貸款人，或者與之有重大之商業交易。
- 與其他公司有交叉董事之行為。
- 參與該公司的養老金計畫或認購股權計畫。
- 曾連續在公司董事會中超過 Z 年以上。

在這方面值得注意的是，Filatotchev 和 Wright 曾定義在企業生命週期的不同階段中，公司治理所扮演的角色也隨之不同[5]。他們觀察到在早期階段中，公司治理擁有「創造價值」的作用。隨著公司成長到代理衝突發生的可能性增加時，公司治理的作用會轉為「保護公司的價值」，這個作用使得獨立董事的要求標準更加嚴格。

[5] Filatotchev, I. and Wright, M. (2005), 'The Corporate Governance Life Cycle', in *The Life Cycle of Corporate Governance* ed. Filatotchev, I., and Wright, M. (Cheltenham: Edward Elgar).

著作權所有 侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING