

重建企業道德——公司治理從全球金融海嘯獲得的經驗教訓

李禮仲 | 亞洲大學財經法律學系專任副教授*

壹、前言

2008年雷曼兄弟倒閉引發全球金融海嘯 (financial tsunami) 使全球金融市場損失數萬億美元，面對長期的經濟衰退，造成全球數以百萬計的失業人口，金融市場信心的喪失和抵銷了全球消除貧窮之努力。

產生金融海嘯因素有客觀也有主觀。雖然全球一直強調金融自由化的制度，但是太過自由化，一失控無法控制。而國家式的資本主義或獨享獨斷的國營銀行，所扮演的角色將愈來愈重要，對於未來創新金融產品的產生，金融監理面是重要的關鍵；可以確定的是金融機構的企業倫理將備受重視。

雖然公司治理失靈並不是金融海嘯產生的唯一原因，但公司治理是重要的，特別是為董事會不了解風險和控制風險，並容忍不正當自肥行為企業道德的淪喪，導致對公司與金融市場的不信任，公司治理失靈確是本次金融和經濟危機地震的震央¹。因此，要恢

復市場信心和保護股東未來的權益，加強公司治理應是不可分割的整體解決方案。

為了恢復全球經濟及避免重蹈覆轍²，公司治理的國際組織已提出改革全球金融和經濟體系藍圖，新的公司治理提高了股東監理公司之權利。適當的獎勵重監措施的行為，都包括這些新的公司治理準則中。這場金融危機將使全球有機會建立一個全新的企業道德文化，政府、公司和市場也將成立一個新的平衡監理關係，使公司遵守更多的道德和責任。

貳、金融海嘯與公司治理之關係

2008年的金融海嘯突顯了若干問題。股東並無法監控他們所屬的公司，以致股東未能有效監督董事會盡責。甚至有時公司股東，包括投資銀行，會鼓勵公司以槓桿操作方式提高公司短期收益。然而，金融機構主管機關行政監理失能是另一個問題。當主管機關意識到市場價格偏離時，主管機關沒有

*美國威斯康辛州立大學法學博士 (S.J.D.)

¹ Grant Kirkpatrick, The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis (February 2009).

² 李禮仲與唐開太，倫敦「20國集團」(G20)會議之成果與影響，APEC Newsletter (May 2009)(G20由於經濟復甦的程度並未盡如人意，G20於2009年4月1、2日在倫敦舉行第二屆高峰會，期盼各國領袖能進一步集思廣益，採取有力措施，加強各經濟體之間協調，共同採取行動力挽狂瀾)。



做出正確因應之策。主管機關允許銀行以不足資本適足率經營、過多的槓桿操作和忽略注意流動性風險。主管機關沒有意識董事會風險管理能力不足和對抵押貸款市場上不正常的借貸行為。

因此國際金融市場將需要一個由跨國間協調出的監理準則，鼓勵金融市場採取長遠的觀點。主要優先事項應當是強化公司治理的貢獻度。強化公司治理將有助於避免市場創新和資本分配效率受到的損害；避免增加了不必要繁瑣行政程序負擔或保護主義的動機。至關重要的是，監理改革強化公司治理的解決方案，且現有的弱點不再加劇。

強化賦與股東監理董事會之權限，是公司治理一個重要改革的一部分，但股東也必須有意願作出必要的努力³。強化股東權利，特別是任命和罷免董事應加快，使股東能夠適時追究董事會的責任。弱勢的股東權利將限制追究董事會責任的能力，特別是導致本次金融海嘯成因之董事薪酬和風險管理。

給股東投票表決公司高管薪酬 (say on pay) 的權利，是一項重要解決董事薪酬過高的辦法。但股東投票表決公司高管薪酬不僅在美國，或在其他國家尚未建立，因此全球需要一個監理架構，以確保公正和透明的市場，以鼓舞投資人對財務報表之信心。

金融機構應披露企業管理和風險管控模式，這將促進金融機構與股東間有效之對話。必須允許股東(特別是機構投資人)能跨越國界行使投票權。目前，股東投票系統運作

不良以致海外股東無法行使投票權。這是全球市場進行公司治理一個嚴重障礙。

強化股東權利 (Strengthening shareholder rights)：如果股東監督董事會的權利受限，股東將無法發揮的監督董事會功能的角色。至關重要的是，股東有任免與罷免董事的權利。股東需要一個揭露股東對董事會得行使權利的架構。政府干預金融機構不應破壞股東基本權利和公司治理結構，例如應充分維持要求設置完全獨立董事的必要。

強化董事會責任 (Strengthening boards)：必須確保董事會有誠信領導的能力，有正確行使企業經營判斷的能力，和適當風險管控能力。審計委員會必須對公司正在發生的事情有一個明確的觀察，公司應重視對市場充分揭露審計委員會之功能。身為公司負責人，適當給與股東權利以監督董事會盡責。

公正和透明的市場 (Fair and transparent markets)：市場變得不透明。股票價格、交易量及衍生性金融商品市場對大眾必須是透明的。透明度是限制使用特定技術操縱股市價格和交易量最好的方法。例如，賣空是一種合法增加流動性的投資工具，有助於發現價格，並通過開放保值套期的機會，減少價格波動。法令不應限制賣空行為，但有重大的空頭部位正在形成時，公司和股東應知道有這樣的情況發生。

公司會計準則 (Accounting

³ 參閱 The ICGN's Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007)(強調機構投資人的責任應適當的資源投入到公司治理和承認自己的責任，以機構投資人的最終受益者多是以儲蓄和養老金之個人投資。維護和增值最終受益者之長期利益，是機構投資人的工作。)

standards)：制定公司會計準則時，不得有任何政治干預。公允價值的股票價格計算方法已被譏諷為鼓勵順景氣循環行為，因此投資者普遍支持實際反應公司股票之價值。建立公司會計準則有一些挑戰尚需解決，但放棄公司會計準則做法，將損害大眾對財務報告之信任。在計算法定資本時，了解股票價值有用於財務報告與股票市場不同是重要的。會計準則還需要明確的規範何時資產負債表外業務應當置入財務報表。

董監薪酬 (Remuneration)：股東不能承擔金融機構或其他公司董監薪酬安排所生責任，但股東卻可以鼓勵董事確定董事會的政策是不會鼓勵員工涉入過多的風險。假如股東獲得薪酬投票權，股東應對董事實現已定的中期和長期戰略，並贊同董事與股東的利益負起責任。當經營失利時，不支付報酬給董事是非常重要的。股東多支持法律規定董事報酬應與董事經營績效相符原則，假設此原則具規範性和真正能實現。股東還認為公司應與董事簽定「抓回條款」(claw-back provision)即當董事所獲得的獎金其支付的基礎係建立在不實績效或董事所涉及的交易，公司後來蒙受重大虧損應予以回收。

信用評等機構 (Credit rating agencies)：市場需要有更多的競爭。任何法規管控需要公平鼓勵新競爭者進入市場，而

不是阻礙新競爭者之進入市場。信用評等機構不應該獨家擁有公司有價值之訊息，且所有投資者應知悉公司正在發生的事情且有價值訊息之權利。相反的，投資者不應過分依賴於信用評等報告。

參、企業道德：健全的經濟本質

金融海嘯肇因，亦反映企業道德影響市場經濟之力道。一般認為本次金融海嘯肇事原因在於「五大寇」因CEO個人貪婪，不僅自肥且設計高度財務槓桿運作之金融產品，及不負責任的會計與信評⁴。企業道德是總體市場經濟健全的一個重要指標。在這有些公司富可敵國，而少數銀行過度不法行徑就可以癱瘓全球經濟的世界裡，讓市場經濟擁有一紮實的，透明的和一套市場經濟遊戲規則，才是確保企業活動能夠產生最好經營效益，以避免過度的市場資本主義為最基本架構。

本次金融海嘯給世人一個主要的教訓是，企業和市場是不能管控自己的。忽視風險之薪酬制度鼓勵CEO冒險，追求近利，金融創新只為了獲取超額利潤，犧牲企業道德⁵。改革國際金融體系必須建構一透明董監獎勵制度。新的國際金融體系框架必須根基於企業道德，擺脫任何美化會計帳、短視近利行為和從事過度風險的商業行為⁶。

⁴ 參閱李禮仲與周信佑，金融監理與金融法律，國政研究報告 (January 19, 2009) (五大寇係指美國聯準會主席葛林斯班，美參議員 葛萊姆，美國證管會主席考克斯，AIG董事長格林伯格，和雷曼銀行執行長福德) <http://www.npf.org.tw/post/2/5319> (最後瀏覽日 May 12, 2009)。

⁵ 本次金融海嘯，有二位金融市場投機分子：一是AIG董事長格林伯格 (Maurice R. Greenberg)，他個人年收入高達2億8千萬美金，但他對於整個AIG金融產品業務監督不良，AIG集團在經營上漫無章法，二是雷曼銀行執行長福德 (Dick Fuld)在離職時，還可領到4億8千萬美金。

⁶ 參閱Joseph E. Stiglitz, Capitalist Fools (December 11, 2008) (the new framework must get rid of any “perverse encouragement for bad accounting, myopic behaviour and excessive risk taking” .) <http://www.informationclearinghouse.info/article21433.htm> (最後瀏覽日 May 12, 2009)。



企業道德源出透明度 (transparency)，客觀性(objectivity)，可靠性(reliability)，誠實(honesty)和謹慎的態度(prudence)。企業道德價值觀使金融機構產生進行業務和履行其受託責任：信任 (trust) 的重要資產。信任是市場經濟和社會運作良好的基本要素。信任使一般家庭願將其金錢儲蓄於銀行。信任允許企業透過向金融機構融資進行生產擴充，支付員工薪資，與支助公司成長。很不幸的是，我們的世界不是對企業已經失去了信任，或者因逐利而將信任錯置。

為了恢復全球對金融機構的信任，全球需要建立一個強大的管理架構，證明金融全球化是可靠的。唯一的方法是通過加強多邊合作，全球經濟愈整合，以致金融機構更需要有一個健全的國際規則和監管制度。

至關重要的是，新興經濟體建立了一套新的高道德企業標準，新的企業行為不僅要共享權利，而且是一種責任。經濟合作發展組織(OECD)在過去幾十年，一直努力建立健全的，可靠的和多邊議定的企業道德原則和標準。經濟合作發展組織正在擴大其範圍，以符合越來越多的新興和發展中經濟體需要。

肆、國際組織重視企業道德

經濟合作發展組織多國企業企業道德準則(OECD Guidelines for Multinational Enterprises)是涵蓋所有多國企業企業道德領域的文書。經濟合作發展組織已經制定多邊並由各國政府同意之企業道德。企業道德包括一般原則，而且還詳細的建議，如促進多國企業遵守法律、保護消費者利益、尊重人

權、關心就業、勞資關係及環境保護。

多國企業企業道德準則指導方針運作非常好。到目前為止，有41個政府，其中包括11個非經濟合作發展組織國家，簽署了指導方針。準則提供了中國和經濟合作發展組織鼓勵負責任的企業行為合作基礎。在此背景下，經濟合作發展組織最近剛剛公佈中國投資政策審查(OECD Investment Policy Review of China)。

目前，約有40%的多國企業已使用了該指導方針，作為發展自己國家的公司企業行為守則的一種模式。該準則亦為評等機構和證券交易所使用。例如，泰國證券交易所和深圳證券交易所已經參考該準則，建議上市公司應遵循之企業責任標準。

另一個重要的國際多邊文書是經濟合作發展組織公司治理原則(the OECD Principles of Corporate Governance)。公司治理原則是金融市場穩定論壇(the Financial Stability Forum)健全的金融市場的核心標準。大多數國家的公司治理是根據經濟合作發展組織公司治理原則所制定。

雖然經濟合作發展組織公司治理原則，主要監管制度的結構和品質。當公司之業務行為與公司利害關係人互動時，經濟合作發展組織公司治理原則尚強調高道德企業標準之重要性。

經濟合作發展組織公司治理原則強調建立公司道德標準，董事會的重要角色。經濟合作發展組織公司治理原則非常清楚地表明一個可行的框架，公司道德標準可超越公司所遵守之法律(社會最低道德之標準)的要求，公司所制定之企業行為守則可以成為一種有

效的方式，使公司道德標準為全公司員工所知曉。

雖然公司有權利制定高企業道德標準，經濟合作發展組織公司治理原則已使公司企業道德標準與公司業績產生明確的關聯。公司遵循企業道德將為公司股東產生高的利潤。

誠然，全球許多證券交易所監管機構和市場參與者，依據經濟合作發展組織公司治理原則發展本國的公司治理規範，目前的金融海嘯，有公司治理原則執行之問題，如：風險管理和董監酬勞。因此，經濟合作發展組織正在審視如何改革公司治理原則中之風險管理和董監酬勞。

經濟合作發展組織的反國際企業交易中賄賂外國公務員公約(The OECD Convention on Combating Bribery)對改善全球的企業道德，也是一個強有力的貢獻者。該公約要求公約簽署國將賄賂外國公職人員，以獲得，或持續獲得商業機會視為是一項罪行。根據國際透明組織(Transparency International)報告，打擊賄賂公約中所推動之同儕監測機制(peer-driven monitoring mechanism)已使打擊賄賂獲得“黃金標準”(gold standard)的地位⁷。

在過去的十年中，該公約已促使各國完成150多個調查和超過60個個人和公司已被判定從事賄賂外國政府及有關的罪行。其中一些調查案件已經在媒體上公布。上述所有

這一切，在十幾年該公約生效前是不可能出現的。然而，經濟合作發展組織打擊賄賂工作小組希望更多國家，將重點放在調查和起訴企業對外國政黨的賄賂行為，經濟合作發展組織認為要達到沒有腐敗的全球經濟市場環境，還有很長的一段路要走⁸。

此外，2008年10月，經濟合作發展組織通過了一系列強化政府採購之防弊原則(Principles for Enhancing Integrity in Public Procurement)。這些原則包含了一套政府採購政策和做法，顯現在世界各國已能有效在整個政府採購過程防止弊端風險產生。

為了建構一個全球友善經濟環境，國際組織應努力執行、發展和擴大推廣國際多邊合作。2009年將是一個很好的機會，經濟合作發展組織將大力將企業道德在各個市場經濟體推展。

伍、2009重建企業道德年

為了建立一個新的國際金融體系，恢復“綠色國民所得”增長(a “greener” growth)，經濟合作發展組織已經制定了一份應對未來金融和經濟危機策略(Strategic Response to the Financial and Economic Crisis)。此策略鼓勵各國以不同的方式，加強企業企業道德。經濟合作發展組織將幫助會員國家提高企業在財務、競爭、企業管理、稅收和員工養老金計畫等領域之透明度；經濟合作發展組織將推廣更多投資人理財教育，揭露市場實務與監理法規上之落差。

⁷ 參閱Transparency International and Society Accountability International, Business Principles for Countering Bribery (June 2003).

⁸ 2007年OECD慶祝反賄賂公約十週年，反賄賂公約簽署國家同意開展一次全面的反賄賂審查機制，將在2009年完工。



除了依應對未來金融和經濟危機策略所採取之行動，經濟合作發展組織將加強努力下列事項：

一、金融機構實施經濟合作發展組織之公司治理原則，將為恢復信心的當務之急。繼20國(G20)領袖在華盛頓會議，經濟合作發展組織成員國制定了一項行動計劃，以解決公司治理在金融危機中所發現之弱點。

經濟合作發展組織將密切與金融穩定論壇合作，以促進執行經濟合作發展組織的公司治理原則，特別要注意在本次金融危機被忽略的四個面相：董事會的運作、風險管理、董監酬勞和股東權益。

經濟合作發展組織發現新的公司治理原則不僅要改革治理公司之法規，而且改革範圍要涵蓋企業道德標準。在經濟合作發展組織在改革過程中，經濟合作發展組織將高度重視企業，企業利害關係人，與主管機關之溝通，特別是歐洲企業道德論壇 (the European Business Ethics Forum)。

二、經濟合作發展組織也將升級經濟合作發展組織多國企業企業道德準則 (the OECD Guidelines for Multinational Enterprises.)。在2010年經濟合作發展組織將慶祝多國企業企業道德準則十週年。經濟合作發展組織將檢視是否有修訂多國企業企業道德準則之必要。

經濟合作發展組織將對公司提供實務指導。經濟合作發展組織將協助公司將國際企業道德標準納入當地的企業道德標準，適當的公司管理和法規遵循制度，

並說明公司治理準則具體情況。經濟合作發展組織計畫討論金融機構如何應用經濟合作發展組織公司治理準則。

三、經濟合作發展組織有悠久傳統使用的同儕審查(peer reviews)經濟合作發展組織將提供更有力的同儕審查機制，在公司治理關鍵領域，例如賦予企業自由和負責任的投資、反企業腐敗、公平競爭或其他負責任的企業行為。

四、經濟合作發展組織將加強與其他國際組織之合作，對全球經濟建立一個更可靠和包容性的監理框架。經濟合作發展組織已經與20國集團，針對促進金融市場的誠信，草擬“加強國際合作及促進金融市場的誠信”(Reinforcing International Cooperation and Promoting Integrity in Financial Markets)的行動計劃。另外，八國集團(G8)義大利主席正在推動一項提議，以建立一個全球“法律標準”(legal standard)的規則來規範未來的全球化。

建立新規則以回應危機後全球經濟的任務，需要全球作出集體反應。經濟合作發展組織將與全球主要國際組織協同工作，朝建立一個牢固和可靠的金融和經濟框架，以彰顯多邊組織在解決全球金融與經濟危機之角色。

全球正面臨一個系統性失靈的風險(systemic failure risk)。本次全球性金融危機沒有任何外部衝擊，如恐怖分子襲擊或集團國家操縱石油價格。本次全球性金融危機之肇因是由我們建立的金融系統本身造成的;和結合公司不道德企業行為的和錯誤的金融監

理監形成之毒。這場金融危機也暴露全球金融監理規範的國際機構不足之處。因此全球必須建立一個更好的金融監理規範系統，以使類似本次全球性金融危機不會再發生。

政策決策者之決策不能斷傷人民權益。對企業紓困費用所產生之財政赤字問題將遺留後代。由於全球社會已對現今企業不正當經營慣例反感，越來越要求政府制定比以往任何時候都更強有力的監理規範。因此，國際組織未來更要關注自私的民族主義或繁瑣的過度監管所產生之國際企業經營風險。

企業道德應在任何新的全球經濟藍圖中心。市場運作不僅應更穩定，而且能為道德上所接受。現在是結合道德和經濟的時候。這也是經濟合作發展組織正在聯合會員國嘗試去建立企業道德之市場經濟。

陸、結論

公司治理在克服目前金融海嘯所生之全球經濟危機、恢復投資人對未來市場信心和防止過度行政監管壓抑金融創新，確保未來經濟增長扮演著一重要角色。因此，全球各國金融主管當局應與市場參與者，制定強化公司治理之最佳實務守則。

公司治理最佳實務守則最重要的部分，是涉及到如何確保和維護股東的權利，和公司經營透明度，使股東能夠獲得正確的公司經營資訊，以利股東正確行使股東權利。金融主管當局應適當的改革公司治理，提供股東行動主義之環境，使股東可以發揮監督董事角色，及追究公司董事是否已盡風險管理之責。

但是股東也必須體認到，股東應該利用

股票投票權要求公司創造長期價值。如果股東不採取積極負責任的行動，股東權利將受到極大威脅。另外，為了與全球企業反腐敗趨勢接軌，政府應可仿先進國家制定《企業反賄賂守則》以供企業遵循，並增加企業賄賂刑責，以達遏止企業賄賂之效果。



證券櫃檯買賣中心
Gretai Securities Market

提醒您：買賣與櫃股票要隨時注意公司訊息，保持風險意識。