

公司治理缺乏典範

2005/10

瞿宛文

後進國家在經濟發展過程中，都會面臨如何建立現代化市場制度的挑戰，其中很根本的課題是建立公司治理的制度。美國既然是世界超強，也被認為是全球市場化最徹底的經濟體，因此他的公司治理模式也成爲一個其他各國爭相模仿的超級典範。

不過，近幾年來，美國企業界接連發生了多件大規模的弊案，包括 Enron, WorldCom, Tyco 等，發生舞弊、造假帳、自肥等各種故事，至少就先進國標準而言是駭人聽聞，連我們遠在海外者都經由網際網路，看到了前 Tyco 總裁花兩百萬美元公司公款舉辦的古羅馬式豪華古裝生日派對的錄影片。這些案件目前陸續在法庭審理中，也有一些前總裁被判了牢獄徒刑。對我們後進國家而言，因爲很多相關信息因弊案而得以公開，這其實是個研究公司治理模式的好時機。到底美國模式出了什麼問題，還是值得學習的典範嗎？

現代公司制度設計上留下了兩個大缺口，或說是兩個道德上的誘惑與難題。一是責任有限法人制，一是所有權與經營權的分離。責任有限法人制意味著所有者只對所出資金額負責，不負公司全部責任，企業所有人就可能有動機去淘空公司而自肥自己私人口袋，並逃避賦稅及對員工的社會責任等。所有權與經營權分離之後，實際經營管理者就可能有動機不爲股東努力經營而只顧自肥。存在缺口就意味必須要有與其相對應的監督機制來防範弊端，但監督機制是否能發揮應有的功能，就是制度安排的難題所在。

所有權與經營權分離是現代公司發展歷史上的重要發展，從此之後，就有了如何激勵與監督管理人的難題。公司非管理者所有，那所有人應該要給實際經營管理者什麼樣的激勵誘因，使得管理者願意爲所有人努力經營公司？同時，要如何監督管理者使其不至於只顧自肥？再則，誰來決定這些激勵與監督機制？

現代的股票市場更是加深了這難題。上述美國這些鬧弊案的大公司，都是股票上市公司，即美國定義下的公共企業(public company, or publicly-traded company)，即公開向大眾集資的企業。(美國定義的私人公司是指股票不上市的企業，即 privately-held company)。這種企業的「所有者」數目龐大構成複雜，主要包括關鍵性個人(創始家族後代、主要經理人)、金融性法人機構以及廣大的散戶。照理所有人應該要負起監督管理者的責任，但是在結構上個別股東因只是部分所有人，多只是搭便車心理，主要是觀望著，看何時是買入或賣出股票獲利的好時機，不願意付出太多精力來實質上監督經營管理，甚至大型金融性法人機構也是如此。至於關鍵性個人則就可能是管理者本身或和其合謀者。

一般來說，監督有兩種，一是發聲音(voice)，即在體制內提出意見，一是離開(exit)，即看情況不對就賣股票。美國的制度設計多偏向後者即市場性的方案。不過，管理者必然比股東擁有較多關於企業內部的信息，從上述弊案可以看出，

在信息不對等的情況下，靠事後賣股票壓低股價來懲罰不良經理人，多半已經太遲了。

弊案當然還只牽涉少數企業，並不是說美國企業的經理人都不努力經營。但是基本上權力結構是不平衡的，所有權分散導致監督方面的意志與力量分散而無力，但應該被監督的經理人則相對的信息充足且權力龐大。這是一個制度結構基本的問題，不易解決。因此如《經濟學人》雜誌就曾認為這些企業弊案，源自於股東不盡責監督，進而認為「股東資本主義面臨所有財產權的真空」(Shareholder capitalism suffers from a vacuum of ownership.)。

在大陸「產權」是個熱門話題，但是歐美的現實告訴我們，產權所有權的形式與內容並非既定，產權所有人未必會負起責任，在制度設計上必須將此問題納入考量。

這些問題是否能藉由改善公司治理(corporate governance)來解決呢？當然，無可否認諸多對帳目及信息披露的管制措施是必要的，並很多也應是有效的。譬如近來在弊案發生後，比較常提到的改良措施包括：查帳的會計公司不能承攬顧客的其他生意，會計公司要定期輪換，設置獨立董事，總裁不兼任執行長，總裁報酬細節不單要公布並需經由股東會同意，股票選擇權列為企業成本等。同時歐美等國也都在研議會計制度的改良方案。這些應該都會有助於改良信息的品質，降低弊端發生的可能性。不過，恐怕仍然不容易改變上述的權力結構上根本性的不均衡。

同時，現在先進的金融操作日趨複雜，譬如 Enron 當初就是靠買賣幾百家公司等金融遊戲大賺其錢，要能夠在大量複雜的財務報表中看出端倪，就需具備財務及法律專業知識，實非易事。以前就有案例是，大公司被查的時候，就送了一大卡車資料去淹沒檢方，讓人手短缺的司法單位幾束手無策。此次美國這些弊案能夠定罪，也是靠美國紐約剛好有位企圖心及意志力極強的檢察官 Spitzer 鐵腕辦案（他明年就要憑藉整頓華爾街所建立的清譽來參選紐約州州長了），還虧紐約市剛好大學多，因此能有很多具專業知識的法律系學生工讀幫忙查資料，不然要定這些白領菁英的罪通常還真不容易。

上述制度性監督力量不足所產生的問題會顯現在兩方面，一是公司經營績效問題，一是管理者濫用權力的問題，這涵蓋弊案與酬勞等問題。企業經營績效總是必須經由市場的檢驗。美國制度設計的邏輯是，酬勞是激勵經理人努力工作的主要激勵機制，而績效是經營的成果，因此將經理人酬勞與績效掛勾。在這邏輯支持下，近年來美國經理人的酬勞屢創新高。這些弊案影響之一，就是讓人們開始懷疑並檢驗這些酬勞的「合理性」。

根據 2004 年的資料，美國大公司總裁的基本薪資平均約百萬美元，但其他紅利等績效報酬部分則高達四百萬。以過去五年為例，美國股市績優股的平均報酬率每年都有一至三成的變動率，但是 CEO 的報酬則在五百萬左右幾無波動，也就是說號稱以績效為依歸的酬勞，事實上卻停留在高位不隨績效而變動。總裁的合約內容向以複雜著稱，譬如我們也要直到 Jack Welch 打離婚官司時，才知道

他合約包括退休後還可享受 GE 公司提供的私人飛機，如此情況下，也難免有人懷疑這是企業菁英的共謀。

共謀論另有其他的佐證。美國大企業的利潤中付給總裁的比例，從 1960 年至今已成長了四倍，並主要是在近十年內大幅成長，顯示全球化似更加強了大企業經理人的權力。在 1970 年左右，美國主要企業總裁的報酬約是一般工人平均薪資的 39 倍，至今這比例已急速攀升至一千倍！這些趨勢必然會有其立即的社會影響。美國近年來所得分配急遽惡化，上述的高級經理人酬勞的急速成長當然也是重要原因之一。此次美國南方卡翠娜颶風災將富裕的美國中，平常被掩蓋的巨大的貧窮問題暴露無遺，更凸顯了美國貧富差距問題的嚴重性。

經理人酬勞急速膨脹這現象的成因必然複雜，但在此主要是要指出，這清楚牽涉到經理人權力的濫用，而這權力的濫用有其制度性的原因。也就是說，美國這以市場為基礎的股東資本主義，因為「所有人」之空洞化，而在制度結構上有缺陷是主要成因。這是後進國家在要尋求公司治理典範之時，所不能不仔細思考的問題。同時，這分析也顯示大陸的國企改革，若只是將「所有權」從國家轉到數目眾多的新「所有人」手中，並不會自動解決上述的關於管理人激勵與監督的制度性難題。

刊登於《21 世紀商業評論》，廣州，2005 年 10 月號，34-35。