

从股权结构论公司治理法制

王文宇 台湾大学法学院教授

目次

壹、前言

贰、各国和地区企业股权结构之现状

叁、分散结构与集中结构之分析架构

肆、集中结构之实证分析与规范策略

伍、台湾地区股权结构与公司治理法制之检讨

陆、结语

壹、前言

随着财经活动日趋国际化,公司法制之比较研究亦蔚为风气,近年来各国和各地区学者尤其致力于探讨大型企业之“公司治理”这项议题。传统研究方法多集中于比较特定条文或机制,例如剖析英美独立董事制与大陆法系董监双轨制之差异,并尝试归纳出其间之利弊得失。此种研究方法专注于个别机制之运作规则,固然具有操作方便之优点;但是它忽略各国和各地区实际情况与企业组织之基本差异,却可能产生橘越淮变枳的疑虑。最近日、德等积极研究“非合意并购”之管制政策,并仿效美国经验建构相关法制,却缺乏整体规划与配套机制,就是很好的例子^{〔1〕}。

然而,近年来各国和各地区学者所做之实证研究,却可某种程度弥

〔1〕 请参考王文宇,非合意并购的政策与法制,月旦法学杂志,125期,2005年10月,155-175页。该文认为考量控制股东之利益冲突等因素,股权集中国家(如日德)宜仿英国法制落实“强制收购制度”与“董事会中立原则”,而不应效法复杂度与争讼性高之美国法制。

补这项方法的缺失。以公司治理之议题为例, La Porta 等人^[2]于 1999 年提出, 于世界 27 个高所得经济体中, 大型企业的股权控制结构多属集中。此项研究颠覆了“股权分散为全球大型公司常态”之迷思, 凸显除了英、美两国外, 多数国家大型企业之股权相当集中, 而以家族或其他控制股东为主要控制形态^[3]。此外, 许多欧洲或亚洲大型公司之控制股东, 透过“交叉持股”或“金字塔结构”等安排, 得以低持股却掌控高比例表决权, 造成“股权”与“控制权”两者背离之情况。在台湾方面, 财金学者亦不落人后, 针对台湾企业股权结构进行实证研究。这些研究结果对于公司治理之跨国跨地区研究, 不但扩大法律学者的视野, 而且提供宝贵的比较素材。

从规范面来看, 我们究竟应如何分析与评估这些素材? 例如, 针对不同国家或地区之股权结构, 有学者主张英美式的股权分散结构在效能上优于其他国家的股权集中结构。亦有学者主张一国或一地区企业之所以会控制股东盛行, 系因该国或该地区公司法疏于保障少数股东所致。此外, 针对台湾有关董监事最低持股之规范, 有学者认为应以渐进方式, 逐步放弃强制董监事持有大量股票的手段, 让公司及股东有选择自由^[4]。为有效评估这些规范上命题, 我们宜采取适当之思考观点与分析架构, 并考量本土企业之实际状况。唯有如此, 我们方得建立评估不同结构优劣的基础, 并据以设计适当之公司治理法制。

应注意者, 股权分散或股权集中国家或地区不宜截然划分, 如以股权分散为主流之美国, 最近著名之网络公司 Google 于公开发行后, 仍维持具有控制股东之股权集中结构, 即是一例^[5]。另一方面, 在瑞典与澳洲之大型公司中, 亦有不少股权分散之公司, 而该国市场也不明确偏好某一形态。此种多样化背景凸显一项法则: 采行不同股权结构之公司, 均可能透过不同的监控机制有效解决其代理问题。换言之, 即使就

[2] See La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54(2) J. FIN. 471-517 (1999).

[3] See, e. g., Stijin Classens, Simeon Djankov & Larry H. P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 J. FIN. Econ. 81 (2000).

[4] 请参考赖英照, 董监事股票愈多, 投资人风险愈小? 金融风险管理季刊, 1 卷 1 期, 2005 年 3 月, 87-101 页。

[5] See generally Google, Registration Statement on Form S-1, <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/12288776/00011932504074059/dex991.htm>.

集中结构而言,如“控制股东带来之监控利益”大于“控制股东取得之私人利益”时,此种结构之公司仍可能有效经营。是故,我们在政策上不宜特别偏好股权分散或股权集中结构。

然而,如控制股东透过“交叉持股”或“金字塔结构”等安排,得以低持股却掌控高比例表决权,此种“少数控制股东结构”却可能衍生弊端,而应予关注。尤其当“股权”与“控制权”两者严重背离,以致产生巨额“控制者私利”时,立法者更应检视相关法制是否適切。关键在于:法律规则是否有效防止违法滥权(如利益输送),或是否不当鼓励控制股东维持“少数控制股东结构”。在此方面,瑞典经验可供借镜,但墨西哥与意大利之经验则不可取^[6]。是故,虽然股权集中国家或地区不宜强制分散股权,但应改革公司治理法制,以防止可能弊端。

有鉴于此,本文从股权结构——尤其台湾地区盛行之“少数控制股东结构”——之观点,来探讨台湾公司治理法制之改革方向。第二部分说明各国和地区股权分散结构与股权集中结构之现状,并凸显法制之关键角色。第三部分提出评估不同股权结构之分析架构,尝试从代理理论之观点出发,以说明股权集中结构之利弊。第四部分引用跨国或地区研究资料,深入讨论“少数控制股东结构”之内涵,然后探讨“控制者私利”与法制之关联性,以及此种结构在规范面之启发。第五部分首先引用台湾之实证研究结果,说明台湾大型公司股权结构之现状,再探讨台湾有关股权结构之立法政策,然后针对台湾公司治理法制提出改革方向之建议。第六部分为结语。

贰、各国和地区企业股权结构之现状

一、股权分散结构——英美^[7]

美国学者 Berle 和 Means 于 1932 年出版《现代股份公司与私有财产》一书,率先指出美国企业“所有”与“经营”分离之现象^[8]。在此情况

[6] 请参考本文肆、二、控制者私利与公司法制之关联。

[7] 参阅林玉霞,台湾上市公司代理问题、公司治理、与股东价值之研究,中原大学会计学系硕士论文,2002年5月,16-21页。另参阅吴美颖,内在公司治理机制之探讨——股东组成与股权集中度对公司治理绩效之影响,辅仁大学管理学研究所硕士论文,2004年6月,27-32页。

[8] See generally BERLE & MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1968).

下,持有绝大多数股权的股东无法掌握公司经营,而持股极少的经营者,实际上无须向股东会负责,经营者与股东间之许多问题于焉产生。英国与美国类似,同属股权分散国家,其公司治理模式系以外部监控机制为主,其股权结构相当分散且重视资本市场、人力资源市场及产品市场等外部治理机制的功能,并强调借由市场竞争与价格机制对内部人员(即专业经理人)的压力,形成绵密的监督机制。

英美两国企业之股东中,机构投资者占了很高的比例。以美国为例,在1995年时机构投资者的持股比例即已经超过50%,如退休基金、商业银行信托机构、人寿保险公司及共同基金等,且以退休基金的投资金额最大,因此若所投资的公司绩效不佳时,机构投资者便会立刻将资金转移到其他企业。但是,由于大型公司资本庞大,短期内全部撤走资金将引发股市波动,因此机构投资人会转向积极参与重大决策的制定,并随时监看公司绩效,进而对经理人发挥监督的作用。此外,英美法制上其他相关机制尚包括审计制度,盖英美的股票市场发达,股票交易又常依赖公司财务报表的揭露,信息发布的及时性及真实性很重要,因此英美公司聘请独立会计师负责公司财务状况的年度审计报告。

二、股权集中结构——其他国家

过去10年来重要之研究发现:除了美国及英国,世界上大部分国家公司控制权是掌握在单一个家庭或团体。La Porta等人为最早开始研究“最终控制者”(ultimate controller),亦即最终所有权之模式,进而找出拥有最大投票权的股东。他们发现在49个已开发和开发中国家,非金融业的上市公司的股权结构集中度,就其横断面资料加以研究,发现股权集中度显著地超过一般股权分散的预期。La Porta等人^[9]于1999年提出,于世界27个富有经济体中,大型企业的股权控制结构多属集中,样本中有将近三分之一之公司拥有20%控制权,该研究颠覆了“世界上大公司之常态为股权分散公司”之看法,也显示出家族控制比率较其他控制方式高,仅有少数公司是为金融机构或其他股权分散的企业所控制。总之,世界上公司结构有集中之现象,且普遍存有最大的控制股东,并以家族控股为最主要之控制形态。

[9] Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, *supra* note 2, at 471-517.

以欧洲为例,公司法学者 Marco Becht^[10]即指出:个人、家庭或是团体占公司 25% 以上之控制权,德国有 82.5%,意大利有 65.8%,瑞典有 64.2% 之上市公司。持有超过 50% 之控制权,德国有 64.2%,意大利有 56.1%,瑞典有 26.3% 之上市公司^[11]。此外,欧洲及东亚地区控制股东会透过“金字塔结构”^[12](pyramids)及“多重控制链”(multiple control chains)之运用来加强控制权^[13]。东亚地区公司股东之现金流量权(cash-flow right)及控制权(control right)往往差距很大,显示了控制公司之股东往往仅持有小部分之现金流量权。

表一 控制权集中程度之比例

单位: %

	德国	意大利	瑞典	远东地区
控制 > 25	82.5	65.8	64.2	
控制 > 50	64.2	56.1	26.3	67

资料来源:Becht(2003);Claussens, Djankov & Lang(2000)^[14]

三、小结——法律的关键角色

为何许多国家之企业会发展成为股权集中结构? 原因颇为复杂。例如美国学者 Mark Roe 即指出:欧洲国家(尤其是德国)长期追求“社会民主”(social democracy),为了维持高就业率,促使公司经营者放弃追求利益最大化之目标。影响所及,公司经营者多收敛其经营野心,以因应不利市场之情况。在社会民主主义下之公司被迫耗费股本去补助其他族群(例如劳工),控制股东是因应该情势产生。借由不透明的交易、隐藏性盈余、直接掌控经营权等手段,控制股东比较容易抵挡政治上“耗费公司

[10] See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Taxonomy*, INTERNATIONAL CONFERENCE ON CORPORATE GOVERNANCE, 1 (2005).

[11] *Id.*, at 5.

[12] Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, *supra* note 2, at 477, 480. 过去海内外文献皆采用 La Porta 于 1999 年提出对于“金字塔结构”之定义:控制公司至少透过一个上市公司取得另一家公司之控制权,然而在台湾,控制股东可能会产生透过非上市公司或投资公司来间接取得掌控被控公司。而对于“交叉持股”之定义为:被控公司持有控制股东(控股公司)或所属控制链公司之股权。

[13] Gilson, *supra* note 10, at 6.

[14] Gilson, *supra* note 10, at 5.

资源补贴其他族群”要求之压力。依照此种“政治力影响论”，社会民主主义与高效率的资本市场两者间似乎无法共存^[15]。然而，有些学者认为此种说法虽颇有见地，但股权集中国家所在多有，因此即使欧洲企业之股权结构受到政治力影响，此说仍不足以说明为何大部分国家均出现集中结构^[16]。

此外，亦有学者认为股权集中结构之所以形成，系因法律提供之少数股东保护机制不足所致^[17]。依照此种学说，股权集中之出现并非出于政治上原因，而是因为法律规则偏向现任经营者利益之维持，而不利于经营权争夺者。因此，股权集中结构是特定法律机制与政治压力下之综合产物^[18]。事实上，股权集中结构往往与“恶法”连结在一起，如果保护少数股东之机制薄弱，那么控制股东就不会轻易放弃企业控制权。当少数股东无法防止控制股东利用公司取得私人利益，这也意味着该国资本市场之运作必然缺乏效率。固然影响一国企业股权结构之因素相当复杂，包括政治、社会与历史等因素；但不可讳言，法律规范的确扮演关键性的角色。

叁、分散结构与集中结构之分析架构

一、股权分散结构之代理成本

大型公司之股东因专业或时间限制无法全力投入经营，因此另有经营阶层代为管理，代理问题于焉产生。为了解释经营者行使经营权之正当性，以及经营权限之范围，学者遂提出“代理理论”(agency theory)。于代理理论中，股东被视为“本人”，而经营者即是“代理人”。理论上，公司经营亦为合理之“经济人”，亦会以自身利益为考量，自有可能因此违反公司利益或股东利益为决策、行动。从观念上来说，代理问题不仅存在于“股东”与“经理人”间，亦存在于“大股东”与“小股东”间以及“股东”与“债权人”之间。唯英美法学界长期受到“企业股权结构以分散制为主流”

[15] MARK J. ROE, POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE (2003).

[16] Gilson, *supra* note 10, at 3-4.

[17] Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, *supra* note 2, at 511-513.

[18] Gilson, *supra* note 10, at 4. 但是在欧洲现行财政机构倾向自由化趋势，自由流通控制权似乎为乐见之事。

之理念影响,因此代理理论之研究大部分集中于“所有股东”与“专业经理人”间之代理成本问题。

为避免专业经理人牺牲公司整体利益以图私利,本人——股东为了监管经营者之行为,可能采取三种方法:(1)适当之股权诱因,例如赋予认股选择权,间接促成经营者与所有者结合,使双方之利益合一;(2)监督机制之强化,如独立董事之引进;(3)要求代理人提供一定之担保,如将代理人之待遇与公司表现连结。上述三种手段,不论是适当之股权诱因,或是监督与担保,都须付出代价,诸如“监督成本”(monitoring costs)、“担保成本”(bonding costs)与无法控制之剩余成本。这些林林总总的成本,皆是“代理成本”(agency costs)之一环。代理成本则由所有者与经营者共同承担,因此双方皆有诱因设计出平衡双方利益之机制,借以削减代理成本^[19]。但是每一种机制皆必须付出代价,股东即应衡量各种机制间,最适合之组合比例,以达成最小成本、最高效益之目标。

当经营权与所有权分离之后,公司经营费用是由全体股东共同分担,主管机关与公司法制之管制重心为:防止专业经理人滥权及以特权图利(如豪华座车等庞大交际费用),造成公司整体利益减少,而牺牲所有股东之利益。因此有学者^[20]曾指出,在股权分散之情况下,公司治理所要克服的不当经营行为主要是“滥用权限”与“无能经营”的顾虑。前者为经营者不当规避其应尽责任或将公司资产挪为私用等行为,故属于“道德危险”之问题,起因于公司未能提供充足诱因,以驱使经营者追求公司利益。后者系因公司未能正确判断经营者能力,导致所选任经营者纵使有为公司争取利益之决心,却仍因能力不足而无法达到目标。

英美股权分散国家法制尤其重视“独立董事制度”与“非合意并购制度”。首先就独立董事制度而言,大型企业之董事会负责重大决策及监督管理阶层,多附设由独立董事扮演要角之各种委员会(如审计委员会等),以协助董事会制定决策。所谓独立董事(或外部懂事)系相对于内部董事,内部董事是指公司经营管理的核心成员,担任重要职务,较适合担任

[19] 王文字,公司法论,元照,二版,2005年8月,20-21页。See Michael Jensen & William Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 395 (1976).

[20] 黄铭杰,公司监控与监察人制度改革论——超越“独立董事”之迷思,台大法学论丛,29卷4期,2000年7月,159-208页。

执行委员会的成员;外部董事如占较多席次,因系由外部专家学者担任,不在公司任职,通常与公司的经营成果没有直接的利害关系。限于篇幅,在此不拟讨论独立董事制度之利弊得失,但此制度适用于股权集中企业或大陆法系国家,是否仍可能产生巨大效能,不无疑问^[21]。

其次就是英美实务所发展出之“非合意并购”(hostile takeovers)制度。依此制度,即使被收购公司之经营者(即董事会)反对并购,收购人仍得透过在市场上向股东提出公开收购要约之方式,收购被收购公司足额股权,进而取得经营权。此制度之主要功能在透过经营权转换之威胁,督促专业经理人努力提升业绩,以免公司成为非合意并购之目标,而遭到撤换的命运。唯应注意者,此种并购有时虽可发挥监控企业经营之正面经营功能,但亦涉及高额交易成本,因此仅适用于某些并购交易。尤其此制度运作失调时,不但无法提升企业经营绩效,反而造成利害关系人的不当财富移转,不可不慎。

二、股权集中结构之代理成本

在所有与经营结合之情况下,控制股东往往掌握公司经营大权。相较于上述股权分散而缺乏主导股东之结构,由控制股东掌控之公司可能具有某些优势。例如,身为持有不少股权之股东,控制股东有较大经济诱因去亲自经营公司,并谋求公司盈余之增加。即使当公司委请他人(如非大股东之专业执行长或总经理)负责执行日常业务,控制股东因为熟稔自家公司情况,亦能有效地行使监督权。以此观之,股权集中公司与股权分散公司相较,或许更能降低所有与经营分离所产生之代理成本^[22]。

但是由于控制股东与小股东间存在着利益冲突,股权集中结构也可能伴随巨额之代理成本。析言之,掌握控制权之股东利用其特有之控制地位,可能企图剥夺小股东权益,以达到牟取“控制者私利”(private benefits of control)之目的。实务上最常见之手法,就是财金界所称之“利益

[21] 王文字,设立独立董监事对公司治理的影响,法令月刊,56卷1期,2005年1月,45-64页。

[22] 国际间已有某些实证研究支持这个论点。See, e. g., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 147 (2002).

输送行为”(tunnelling),此种行为亦称为“自我交易”(self-dealing)^[23]。而自我交易虽类似于关系人交易,但有所不同,其范围仅及于董事、高级职员及对公司有直接间接财务上利益之商业组织或个人。而关系人交易规范对象,尚及于董事、高级职员之亲属、或虚设之人头公司,适用范围较自我交易为广。因关系企业内控制性股东对于集团内公司持股比例不一,其极可能牺牲持股比例小之公司获利,而将利润在关系企业内部进行移转,由持股比例高之公司获取较高收益。就整体而言,控制性股东财富增加,但成本却由被牺牲公司之其他股东承担^[24]。

此外,控制股东进行“出售控制权”(sale of control)交易时,常会出现“控制权溢价”(control premium)。而外部欲争取经营权者,之所以愿意以较市场平均价格更高之价格来购买控制股东之股权,多系考量未来若由其主导公司经营,该公司股价应该会比现在更高。有趣的是,许多股权集中公司之控制股东在办理股票公开发行时^[25],多不会一并出售其所拥有之公司控制权(表决权),因为他们仍希望继续独享控制者利益。依美国法,此种控制权溢价是否须与其他股东分享,学说上尚有争议:有主张“不必分享法则”(no-sharing rule)^[26],亦有主张须分享控制权溢价之“公平机会法则”(equal opportunity rule)^[27]。唯美国法院于1990年以后,原则上多认为控制股东可以独享该溢价^[28],解释上许多其他国家之法律(或法院)亦会做如此解释。由此可见,此种出售控制权交易亦属控制股东为独享利益所得采取之手段。

最后,股权集中之控制股东尚可采取“权益排挤”(squeeze-outs)或“权益冻结”(freeze-out)的手段,以剥夺小股东参与分配公司经营果实之机会。简言之,控制股东可能利用他在公司之控制地位,来排除股东对于公司之所

[23] 王文字,论董事与公司间交易之规范,新公司法与企业法,元照,2003年1月,43页。自己交易包括:(1)公司与其董事或高级职员直接交易。(2)公司与实质董事或高级职员,有直接间接财务上利益之商业组织或个人间交易。(3)子公司与母公司之间之交易。(4)有共通董事之公司间之交易。

[24] 此部分议题讨论也涉及强制收购之议题,请参考王文字,注[1]文,155-175页。

[25] See John Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in Separation of Ownership and Control*, YALE LAW JOURNAL 3 (2001).

[26] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Doctrines and Markets: Controlling Controlling Shareholders*, U. PA. L. REV. 785, 794 (2003).

[27] *Id.* at 794. See also Lucian Arye & Bebchuk, *Efficient and inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 974-981 (1994).

[28] Gilson & Gordon, *supra* note 26, at 785, 794.

有权及参与权。例如,台湾“企业并购法”第十九条第一项规定:“公司合并其持有 90%以上已发行股份之子公司时,得作成合并契约,经各公司董事会以三分之二以上董事出席及出席董事会过半数之决议行之。”此时,子公司股东可能被迫放弃持股,其唯一救济为依法行使股份收买请求权。实务(尤其国外实务)上,许多不同手法均可达到排除股东之目的,其中有些可能造成控制股东“损小股东以利己”之不当结果^[29]。

三、小结——股权集中结构之利弊

在分别探讨股权集中与分散之代理成本后,以下尝试提供一个比较分析的架构。依照代理理论的观点,股权分散公司之股东为避免专业经理人牺牲公司利益以图私利,必须采取加强监督或提供诱因等手段;然而,由于股东与专业经理人间之利益冲突,即使再适当的手段组合,也仅能减少——但却无法完全消除——代理成本。举例言之,股权分散国家相当仰赖独立董事与非合意并购等手段,但是如上所论,这些手段是否真的能发挥监控效果而不产生后遗症(如非合意并购所衍生的高额交易成本),实在大有问题。从而对于投资人而言,既然股权分散结构并非尽善尽美,或许股权集中结构可能是一个较佳的替代方案。

至于股权集中结构是否具有较佳的可行性或吸引力?这就涉及 Gilson 与 Gordon 两位教授所提“如何控制控制股东”之问题^[30]。从正面来看,一家企业如有大量持股之控制股东存在,会倾向努力去经营自家的公司,因此如考量控制股东对于公司状况之熟稔程度等因素,自然较股权分散公司之专业经理人更能得心应手。然而,从负面或防弊的角度来看,代理问题却可能存在于控制股东与其他小股东间,因为小股东必须防范控制股东取得“控制者私利”。如上所论,控制股东可以采取不少手法来取得不当私利,如进行关系人交易、出售控制权与权益排挤等,这些交易均可能大幅增加控制股东之“控制者私利”。

应注意者,控制股东为了掌控公司经营权,必须承担某些其他不具控制权小股东所无须承担之成本,包括因集中持股而无法分散投资风险,以及为掌控经营而放弃所持股份之流通性等。此外,控制股东积极督导公司营

[29] See, e. g., Gilson & Gordon, *supra* note 26, at 796.

[30] *Id.*