

論創業投資與相關組織之核心法則

(國科會 89 年度專題研究書面報告)

● 王文宇 台大法律系副教授

一、前言

法律制度為市場上各種企業與商業活動，提供了多種可供選擇的組織架構。因此，我們實務上可看到公司、商號、合夥、加盟事業、信託等安排，林林總總、不一而足。一般學說在討論各種商業組織型態的異同時，多將各種組織視為截然不同的制度，並從形式上或釋義學角度加以考察，例如是否具法人人格，或是否構成民法上契約等。本文擬另闢蹊徑，從經濟分析之角度切入，探討市場所形成商業組織型態真正的核心法則，以及企業在選擇何種組織模式作為經營型態時，所可能考量之相關因素。為闡明核心法則與考量因素之實際運用，本文更以公司、信託、合夥三種常見的商業組織形態為例，具體加以說明¹。應注意者，本文所討論之公司主要指股份有限公司，所指信託乃以商業信託為主，以凸顯各種商業組織之異同，在此合先敘明。

首先，本文檢視傳統學說對於商業組織法則的基本認知。其次，本文分析企業在選擇商業組織形式時，所必須考慮的幾種面向。再者，本文試圖以契約為出發點探討商業組織實質上的異同，是否誠如傳統學說認為係屬涇渭分明之組織？抑或有其共同的組織法則？然後，本文再說明商業組織法制中「資產分割」這項核心法則的意義。為具體說明契約觀點與資產分割法則之運用，本文接著以創業投資事業、共同基金（證券投資信託事業）、金融控股公司三種組織模式為例，分析目前國內外商業組織選擇之實務狀況，並討論不同設計所代表之真正意涵。最後，本文從制度經濟學派的觀點，重新將各種商業組織型態定位，並強調「資產分割」在商業組織法則中的核心地位。

¹ 至於加盟事業等其他形態之商業組織，請參考王文宇，論共生交易對公平交易法的挑戰——以加盟事業為中心，刊載於王文宇，民商法理論與經濟分析，頁 201 至 238，（民國九十年）元照出版社出版。

二、 有關商業組織法則之傳統見解

傳統學說上在討論各種商業組織時，多半僅從規範之形式面著手加以描述。例如，公司法第一條將公司定義為社團法人，強調公司之法人性；至於股份有限公司，即依公司法第二條第一項第四款：「指二人以上股東或政府、法人股東一人所組織，全部資本分為股份；股東就其所認股份，對公司負其責任之公司」加以闡述²。其次所謂合夥，依民法第六百六十七條第一項之規定，係指「二人以上互約出資以經營共同事業之契約」，並依同法第六百八十二條：「合夥財產不足清償合夥之債務時，各合夥人對於不足之額，連帶負其責任」，可知合夥人所負之責任為無限連帶清償責任。因此向來學界在討論股份有限公司與合夥之區別時，多從其責任之型態、法人格之有無等出發。

當然，廣義之商業組織本不以上述兩種形態為限，且各國法律所設定之組織型態亦存有若干差異。此外，美國法上尚有所謂有限責任合夥（limited partnership），依據美國統一有限責任合夥法（Uniform Limited Partnership Act）之規定，係指由一個以上合夥人（general partner）和一個以上有限責任合夥人（limited partner）組成，前者就合夥事業負無限清償責任，後者之財產責任僅限於其出資額，惟應不積極（inactive）參與合夥之管理³，其性質介於公司與一般合夥之間⁴。我國民法第七百條以下規定之隱名合夥亦有相類似之制度。

至於信託，我國信託法第一條規定信託係指委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。可見其於定義「信託」此一法律概念時，試圖結合我國民法原理與國的程度），因此學界對於應如何解釋信託的基本法律關係，仍存有相當爭議⁵。

三、 影響商業組織選擇之因素

企業在經營上面對的第一個問題就是以何種形式作為其組織型態（business form）？法律提供了各種的商業組織型態，例如公司、合夥、有限責任合夥、信託等等。我們在市場上也可以看到各式各樣的經營型態，對一個企業而言，在制度設計與策略運用上如何選擇適當的營運組織？其可能考量的因素為何？大致

² 請參考柯芳枝，公司法論，民國八六年，頁 151 以下。

³ 請參考蘇號朋主編，美國商法——制度、判例與問題，2000 年 10 月，頁 490。

⁴ See Robert W. Hamilton, Case and materials on corporation, 5th (1994), p.146.

⁵ 請參考賴源河、王志誠，現代信託法論，1996 年 2 月，頁 13—29；王文宇，信託法原理與商業信託法制，台大法學論叢，第二十九卷第二期，第 309—416 頁，2000 年 1 月。

上有下列幾個思考方向⁶：

（一）法律上的限制

原則上企業對於商業組織型態有選擇的自由，但有時對於某些產業法律上即會給予一定組織型態的限制，例如對於一些專門職業（律師、會計師等）被要求以合夥之方式組成，或所謂的「專業公司（professional corporations）」，其考量可能包括道德或管理上因素，如在執業時對於客戶之無限賠償責任、基於信任的產業特質等等。此外，例如銀行、保險等金融事業或公用事業，亦可以基於特殊的組織特質或管制需求，法律要求其必須以公司型態組織⁷。

（二）有限責任

對企業的投資者而言，面對商業環境中各式各樣的經營風險，企業組織型態在法律上的責任設計自然是其所關注之焦點。以股份有限公司為例，公司法第一百五十二條規定：「股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限」，明白揭示責任有限之原則。對投資者股東而言，企業在經營上所可能遭遇到的風險責任，僅止於其所認之股份，不及於其個人財產。此一制度上設計，對於投資者的風險控管是具有相當意義的。相對地，合夥人對於合夥事業之債務係負無限連帶清償責任（民法第六百八十一條參照），投資者所必須承擔之風險不僅於其出資額，尚包括其個人財產。倘該企業為分擔其營業上所可能遭受之風險，而欲購買保險時，由於法律對於商業組織在責任制度上之不同設計，其於實務運作上，保險公司承保意願與保險費率皆可能有相當不同之安排。

（三）稅捐上的考量

選擇商業組織型態時，也必須考量到賦稅上的問題，主要是有關企業營業所得的課稅。不同的組織在法律上可能有不同的意義，連帶在稅法上也可能有不同的規範處理，此乃企業選擇組織型態時所應留意者。

（四）組織正式化程度與營運成本

例如，一個企業剛成立的時候，由於沒有任何經營的經驗，以及創業初期所能吸引之資本有限，合夥此一組織型態在簡單化、彈性化、非正式化以及成本等方面，即較其他組織具有優勢之地位。蓋合夥在處理事務時，不論是決策、溝通，

⁶ See Robert W. Hamilton, *Case and materials on corporation*, 5th (1994), p.129.

⁷ 例如我國銀行法第五二條第一項規定：「銀行為法人，其組織除法律另有規定或本法修正施行前經專案核准者外，以股份有限公司為限」。

皆較公司制度來得簡單、迅速，此在一個規範尚不大的企業而言，可能是較適合的組織型態。在較緊密的組織結合中，像大公司裡的總裁、董事長等架構較無必要。此外，公司型態在營運成本上也較合夥制度來得昂貴，在向投資者籌資的管道亦然，不像合夥只要合夥人間就相關條件談妥即可，公司的合資加入尚涉及到較為繁瑣的法律程序和費用。因此商業組織型態之正式化、彈性化等因素，應配合企業經營狀態加以考量。

（五）永續經營

公司組織在法律上設計具有法人格後，除了能成為交易之主體外，另一層面的意義在於使該企業能夠永續經營。例如合夥主要係由人所組成，但合夥人係自自然人，生命有其限制，除非不斷補入新合夥人，否則合夥事業的壽命也有限。但法人即不同，除有法定解散事由或決議解散外，原則上是可能永遠存在的。此外，合夥人合性較重，個人的死亡、破產都將造成事業的解散（dissolution），影響該企業甚鉅；反之，公司並不受股東死亡、破產等事由之影響。該企業的經營期間也是在商業組織策略選擇上值得注意的因素之一。

（六）管理集權化

各國公司法多規定：公司必須設有董事會，此即集權化管理（centralized management）制度。蓋公司投資成員眾多，倘每件事項皆需獲得全體投資人（股東會）之決議，不且在時效上力有未逮，現實層面上亦不可能，因此必須設置一個管理中樞，由股東選出少數人代表大眾處理一般事務（董事會）；甚至可由董事會選任單一的專業經理人作執行長（CEO）管理公司。集權化與分工化的管理是公司組織的特色，它們均有一個正式的管理架構（governance structure）；反之，合夥並無集權式管理之設計，原則上每個合夥人都享有平等的權利，在管理上是「均權」的（我國民法第六百七十三條參照）。然而管理集權化是可以利用契約加以設計的，例如一些大型律師事務所，雖然是合夥制，但仍可透過一個被選任出來的委員會，由少數合夥人或主持人來處理業務。

（七）權益移轉的自由性

理論上，股份有限公司股東所持有之股份（即投資權益）是可以自由轉讓的（公司法第一百六十三條第一項參照），但實務上這個原則也有許多例外，例如股東間可透過特約來限制股份轉讓。事實上，相較於合夥關係下的合夥人，公司股東所享有的權益移轉自由程度，未必更高。舉例言之，當閉鎖性的公司的少數股東遭到大股東排擠時，不但無法參與公司業務之經營，且其所持股份可能因沒有上市且缺乏客觀價格而無法順利轉讓與第三人。當然，如果一個公司將其股票

上市，那麼股份自由移轉大致上是可以期待的。

四、從契約觀點論商業組織之異同

在形式上，我們不難區別出合夥、公司、信託三者之不同，這也是向來傳統學說在討論的重點。就合夥與公司而言，主要幾點不同。第一點是在於能否具有獨立權利主體的地位，亦即法人格之承認與否。第二點是合夥是「人合性」最濃厚的商業組織型式，而公司（在本文指股份有限公司）是「資合性」組織的另一個極端，二者在參與者的責任型態即有相當大的差異性，而在這兩個「人合／資合」的光譜上，我們尚可以找到其他中間型態組織（例如有限責任合夥、隱名合夥、無限公司、有限公司）之定位。第三點差異是在於管理組織型態上，前面也提過在管理集權化上（centralization of management），公司係集權化上較為顯著之組織，合夥則不然。

至於商業信託與公司組織兩者有何相異之處？大致上有兩點主要差異。第一，信託財產不具有完全之法律主體性。但這個差異主要是在形式上而非實質上。「海牙信託公約」（即規範無信託法國家應如何承認他國信託的公約）⁸，在制訂承認他國信託法的標準時，即規定信託的先決條件至少包括：1.類似法人的地位，使受託人具有起訴與被訴的資格。2.獨立的信託資產，使受託人的債權人不得就信託資產強制執行。是故雖然信託法並未明確賦予信託財產『法人』的地位，但並無礙於其功能上的獨立。

商業信託與公司組織的第二個主要差異，在於規範的完備程度不同。整體而言，信託法對於信託組織的形式規定並不多；反之，各國公司法對於公司的組織架構與管理方式，均有詳盡的規定。例如，公司法通常規定公司必須設置董事會或定期舉行股東會，但信託法對此則不做硬性規定。此外，通常公司在增資發行新股時應經股東特別授權，但信託法則無此規定。最後，公司法通常賦予股權投資人投票表決、選任董監等監控權利，但信託法對此並無強制規定⁹。兩相比較，公司組織遠較信託組織定型與完備，正因如此，現代化的大型企業多會選擇公司組織的經營型態，以應付複雜萬變的商業環境。但是另一方面，信託組織的靈活彈性有時也可發揮另類功能。例如，由於信託法對於募集資金的限制較少，希望不斷募集資金的「開放式共同基金」就會選擇商業信託。此外，當受益人無行為能力而無法監督時，委託人即可依信託法授權受託人全權作主。是故，有時靈活彈性的商業信託反而更能符合當事人的需要。

⁸ See 2 Hague Conference on Private International Law, Proceedings of Fifteenth Session: Trusts—Applicable Law and Recognition 361, 363-64 (1985).

⁹ See Henry Hansmann & Ugo Mattei, The Functions of Trust Law: A Comparative legal and Economic Analysis, 73 New York University Law Review 434 (1998).

應注意者，從契約角度來看，上述許多特性其實並非可以截然劃分的；換言之，有些組織形態上的特徵是可以相互替代的。例如，合夥原則上屬於均權式的管理設計，但管理集權化是可以利用契約加以設計的，例如一些大型律師事務所，雖然是合夥制，但仍可透過一個被選任出來的委員會，由少數合夥人或主持人來處理業務。反之，集權式的管理架構雖係公司之特徵，但閉鎖性公司仍有相當彈性，以特約方式採用分權式管理。最後，如上所述股份有限公司股東所持有之權益原則上可以自由轉讓，但實務上股東間可透過特約來限制股份轉讓，從而相較於合夥人，公司股東所享有的權益移轉自由程度，未必更高。

綜上所論，雖然從傳統角度觀察，各種商業組織間的差異似乎是涇渭分明的；然而從功能觀點來看，各種商業組織間的差異似乎相當模糊。換言之，如果我們擴大契約自由的範圍，那麼許多強制規定都可視為僅係參考性的任意規定，在此情況下，商業組織間的相互替代性也愈高，所有的商業組織法則也會顯得可有可無。那麼，究竟那些法則係屬於商業組織之核心法則呢？

五、 商業組織之核心法則——資產分割

我們從經濟角度來加以觀察，其實各種商業組織均具有相似之核心法則，那就是所謂的「資產分割」(assets partitioning)。真實世界中有許多商業交易係運用這項核心法則，例如，所謂資產證券化或「架構式融資 (structured finance)」，係指藉由「資產分割」的方法，將原本資金需求者持有的金融資產，與資產持有者隔離。這個資產分割的目的在於分離該資產和資金需求者（資產持有者）的破產風險 (bankruptcy remote)。

以公司法上的股份有限公司為例，股份有限公司制度的設計上，有一個非常核心的概念，就是「責任有限」的概念。這也是企業組織的設計上，從以往的獨資經營、合夥，而產生公司此一組織型態的原因之一。現行公司法第一百五十四條規定：「股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限」，是故當公司破產時，公司債權人僅得就公司之資產為強制執行（就是股東對公司所為之出資），而不能對股東個人的資產為執行。相對地，當股東破產時，股東債權人只能對股東個人資產為執行，但就股東已移轉予獨立法律主體——公司——的資產，則不得執行。此外，在公司之結構下，股東權的地位是落後於公司債權人債權的行使，我們可以從股東僅就公司破產清算後的財產享有賸餘財產請求權認識到此點，因此可認為公司債權人就公司的資產對於股東的債權人享有優先的地位。

而民法上的合夥契約則是另一個極端。合夥的法律關係不像股份有限公司資

產分割的程度如此鮮明，由民法第六百八十一條：「合夥財產不足清償合夥之債務時，各合夥人對於不足之額，連帶負其責任」可知，合夥的合夥人（股東）對於法律主體（合夥本身）的債務負外部的連帶責任，合夥的破產風險並沒有被隔絕，可能因不足清償而影響到合夥人個人的財產。相對地，如果是合夥人的資產出現問題，例如破產，依民法第六百八十七條之規定，是法定當然退夥事由；此外，依民法第六百八十五條之規定，合夥人之債權人，可就該合夥人的股份聲請扣押，若扣押實施後兩個月內，合夥人仍未清償或提供擔保，也相樣地發生退夥之效力。是故，股東（合夥人）的資產風險仍可能影響到合夥本身的法律關係，合夥人的債權人可以就該合夥人在合夥內所為之出資執行。相較於股份有限公司，無限連帶清償責任的合夥制度，在資產分割的概念是非常弱的。

股份有限公司相較於合夥，其資產分割之程度固然較高，但仍不如信託制度。信託的一個重要觀念就是信託財產的獨立，使信託財產獨立於委託人和受託人的財產。若委託人破產時，委託人之債權人不能對該信託財產為執行；相對當受託人破產時，受託人之債權人亦不得就該信託財產強制執行；而當受益人破產時，受益人的債權人亦不可以就該信託財產執行，這在信託法第十二條第一項前段：「對信託財產不得強制執行」定有明文。如此一來，當事人與債權人間就形成各種特殊的法律關係：有的法律關係創設了「物的有限責任」，例如規定信託財產的債權人不得對受益人主張權利¹⁰；有的法律關係將實體法權利予以切割，如規定受託人之債權人不得就信託財產聲請強制執行，使信託財產的「所有權」不會因受託人破產與否而有不同的歸屬效果¹¹。是故，信託制度要求將信託財產獨立出來，分別管理（參照信託法第四、二十四條），即貫徹資產分割此概念。

由上述討論可知，在資產分割此一概念底下，合夥、公司、信託三者僅具有類似光譜上程度之差異，進而作不同的契約安排而已，因此資產分割貫徹之程度即企業在選擇組織型態上最核心須考量的共同之處。這個法則究竟有何獨特之處？簡言之，商業規劃者運用它來調整當事人與第三人間的債權債務關係，而這個外部法律關係無法透過一般契約關係創設出來，這個道理正如物權之對世效力無法透過一般契約創設出來一樣。因此，「資產分割」堪稱係商業組織之核心法則。

六、 實務上組織架構之選擇——以創業投資等為例

在檢視了各種影響商業組織選擇的因素，及從契約觀點來分析主要幾類組織型態的本質之後，我們接下來以三個實務上的例子加予討論，即使是同一種事

¹⁰ 這種機制類似於海商法對船舶所有人責任的限制規定，海商法第二一條參照。

¹¹ 相似見解請參考方嘉麟著，信託法之理論與實務，1996年2月，頁223—232。

業，亦可能存在不同的組織架構設計。各種商業組織其背後的考量其實是很可能非常相似的，由此再回去比較前面傳統學說對於各種組織在法律上作逕渭分明之區別討論，似乎企業在選擇組織型態此一課題，即非絕對之唯一選擇。雖然如此，這些不同商業組織都涉及「資產分割」這項法則之運用。

（一） 創業投資事業之組織設計——公司制或合夥制

創業投資事業是由一群專家負責篩選投資案，挑選未來發展潛力大且成長快速的新創事業進行投資，最終目標在於輔導被投資企業上市上櫃或尋求買主購併，出售持股以賺取高額報酬。在創投事業的組織設計，各國有不同的法令、實務運作。

在美國法制上，主要係以獨立的有限合夥組織為主，其優點在於避免重複課稅，獲利或虧損直接由合夥人承擔，有利吸引邊際稅率高的投資者。其中有限責任合夥人（limited partner）係創投基金主要出資者，通常由退休基金、保險公司、銀行等組成，而一般合夥人（general partner）則是創投資金之管理者，負責執行所有投資活動，將獲利分配給創投基金的投資者¹²。但我國制度上，依創業投資事業範圍與輔導辦法第二條之規定，創投事業必須以公司作為組織型態。

由此可知，創投事業之組織設計並非固定僅限於公司制抑或有限合夥制。事實上，在各國創業投資事業的組織架構有很多種類型，基本組織結構有三種：1.獨立的有限合夥組織；2.小型企業投資公司（SBICs）；3.大公司（包括一般企業與金融機構）之部門或子公司。此外，美國法制上常為創投業所採用之形式還有「S公司（Subchapter S Corporation）」及「有限責任公司」，兩者皆融合了公司有限責任特性與合夥組織課稅型態的優點。是故，創投事務究適合採取任種商業組織架構，並非只有一個放諸四海皆準的標準答案，主要仍係綜合考量責任有限原則和稅捐問題之後，視實務運作所採取最合適之組當設計。

（二） 證券投資信託（共同基金）之組織設計——公司制或信託制

1.各國制度之不同設計

本文將美國市場「共同基金」與我國「證券投資信託」視為類似的投資工具¹³。自較抽象的層面來看，證券投資信託涉及的基本法律關係其實相當單純。我

¹² 請參考范馨文，創業投資事業對資訊科技公司的價值貢獻——股價波動性之 GARCH 效果研究，台大財務金融研究所碩士論文，民國九十年，頁 10。

¹³ 一般基金可分為「開放型」與「封閉型」兩種，開放型基金的特色在於投資人得隨時請求買回(redemption)，係較受歡迎的投資模式，因此一般人習慣上將基金泛稱為「共同基金」(mutual fund)。反之，封閉型基金則並無買回機制，因此其投資人僅能將投資權益透過次級市場（如證

們可將它視為一個存在於多數投資人與一投資顧問間的契約，這個契約的目的在於發揮共同基金的基本功能——分散投資風險與專業經營¹⁴。然而，從比較法觀點來看，各國對共同基金卻採取相當不同的規範方式，最明顯的例子就是美國所謂「公司型」與我國所謂「契約型」證券投資信託；此外，尚有些國家（如法國）卻是兼採「公司型」與「契約型」¹⁵。以下僅就美國與我國的相關法制來加以探討。

美國之主要立法為 1940 年的「投資公司法」，本法之主要目的在保障社會大眾及投資人利益。本法第三條將「投資公司」分為三種類型，其中以 management company 型態之投資機構為最普遍。通常 management company 共同基金又可分為開放型及封閉型兩種，前者乃以是否得買回所發行之證券為準，若投資人可請求買回者稱為「開放型」，否則稱之為「封閉型」。由於近年來大多數的投資公司均具有可買回之特性，所以一般人習慣上均以「共同基金」（mutual funds）稱之。此外，1940 年「投資顧問法」（Investment Advisers Act）亦屬規範共同基金活動之重要法規。大多數投資公司多不自己管理基金資產或參與投資操作，而係依契約委託投資顧問公司代為管理之，但投資公司董事會對顧問公司的基本方針與投資決策，負有監督與指導的義務。美國證券投資信託法制的特色，就是針對「基金資產」的運作，建立一套獨立的「監督管理機制」，如規定「投資公司」應設置董事會，並依賴「獨立董事」來選任投資顧問公司，並行使一般性的監督¹⁶。

然而，實務上投資顧問公司不但負責基金之操作，而且多係背後推動共同基金的投資公司發起人，因此對於投資公司之人事與營運多有舉足輕重的影響力。應注意者，「投資公司」雖具有一般股份有限公司的外觀，但由於投資顧問公司多在幕後掌控投資公司運作（包括發起設立投資公司、選任投資公司董事等）¹⁷，然後再與投資公司簽訂投資顧問契約以負責基金的實際操作，使其獨立性大受影響。可見就實際運作方式而言，「公司型」共同基金與一般企業的法律架構並不相同¹⁸；因此有學者將投資公司的法律架構比喻為一種「公司變體」（corporate anomaly）¹⁹。

我國政府於民國七十一年著手修訂證券交易法第十八條之一與第十八條之

券集中交易市場）轉讓流通。請參考陳春山，證券投資信託契約論，民國 76 年，頁 52。

¹⁴ See Nathan D. Lobell, Rights and Responsibilities in the Mutual Fund, 70 Yale L.J. 1258 (1961).

¹⁵ See Francoise Delavenne, Open-End Mutual Funds in France, in Funds and Portfolio Management Institutions: an International Survey 131 (Stefano Preda ed.) (1991).

¹⁶ 在美國，典型共同基金的投資顧問契約多會規定：投資顧問在制訂投資決策與執行投資交易時，不但應依循該基金的投資目標，而且應遵守基金公司董事會的監督。

¹⁷ See generally James K. Sterrett II, Reward for Mutual Fund Sponsor Entrepreneurial Risk, 58 Cornell L. Rev. 195 (1973).

¹⁸ 此處所謂「一般企業」係指從事商品勞務的製造經銷等複雜商業活動的企業，如我國的台塑公司與美國的微軟公司。這些企業在法律上與實質上均為較獨立的組織。

¹⁹ See Leland E. Modest, The Mutual Fund—A Corporate Anomaly, 14 UCLA L. Rev. 1252 (1967).

二，授權主管機關訂定相關辦法，並規定「證券投資信託基金」之法律地位，以保障受益人的權益。目前較重要的行政命令有二：1.證券投資事業管理規則（「管理規則」），2.證券投資信託基金管理辦法（「管理辦法」）；其中關於保障投資之規定，大致上沿襲美國法制注重公開及防止利益衝突之原則，其廣泛之行政監督權亦為美國法所無。

特別值得注意的就是我國法制中有關「契約型」的架構規定。證券交易法第18條之2規定：「證券投資信託事業募集之證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。證券投資信託事業及基金保管機構就其自有財產所負債務，其債權人不得對於基金資產請求扣押或行使其他權利」。此外，「管理辦法」第12條規定：證券投資信託基金應由基金保管機構分別基金帳戶獨立設帳保管之。再者，基金保管機構依規定應保管基金並監督基金之運用。

2.經濟觀點——管理控制成本

如上所述，從信託法律關係的角度來觀察，「契約型」基金與「公司型」基金在性質上相當類似；但如從組織架構面來觀察，兩者間仍存有三點重大差異。第一，「公司型」基金的營運與管理中心在投資公司的董事會，而投資顧問公司則居於輔助地位；反之，「契約型」基金的營運與管理中心在「證券投資信託事業」，雖然相關法令對於「信託基金」的運用也訂有嚴格規範。第二，由於「公司型」基金設有獨立的投資公司董事會，因此美國法賦予投資公司董事會（尤其是獨立董事）相當大的監督裁量權，舉凡投資顧問的選任、基金相關的費用等事項，均授權董事會來決定。反之，採行「契約型」基金的我國，則多透過行政指導或硬性規定來規範這些事項。此外，英國所採行的「單位信託」基金法制（可歸類為「契約型」的一種），也具有這種「規則」多於「裁量」的特色²⁰。第三，依美國的「公司型」基金法制，投資公司的股東對諸多事務擁有投票權；反之，在採行「契約型」的我國，受益人的投票權適用範圍較窄，德國²¹與日本的基金受益人甚至沒有任何投票權²²。

如上所述，即使是「公司型」證券投資信託，其法律架構仍與一般營運公司不同，而僅係一種「公司變體」。至於為何「公司型」基金的組織化程度會較一般營運公司為弱？這是因為它們的「組織特性」不同。首先，證券投資信託從事有價證券的投資，因此它持有的資產大多屬於流通性高的金融資產，不若一般營運公司多擁有複雜的資產（如原料、廠房、員工、無形資產等）。由於這種特質，

²⁰ See John W. Vaughan, *The Regulation of Unit Trust* 38 (1990).

²¹ See *Managing Money: A Legal Guide to the World's Investment Fund Markets*, Int'l Fin. L. Rev. 101-102 (1990).

²² See *The Investment Trusts Association in Japan, Investment Trusts in Japan* 6 (1990).

通常證券投資信託基金每日（或定期）會計算其淨資產價值，一方面供投資人評估基金的績效，另一方面據此計算投資顧問的報酬²³。在此情況下，投資人均有相當客觀而可靠的評鑑標準，以有效監督投資顧問的操作²⁴。尤其，「開放式」基金提供投資人「買回權」，投資人隨時可選擇「用腳投票」（即請求買回），因此類似股東會的機制就非必要。此外，投資顧問提供的服務主要為證券分析與投資建議，性質單純而無附屬於特定企業的必要，這也可以解釋為何投資顧問多係來自基金「外部」，而不是內化為基金的「內部」部門。反之，一般營運公司則有複雜的組織，有財務部、生產部、董事會、與股東會等。證券投資信託所具有的這種獨特組織特性，可以說明它的法律架構為何會與一般營運公司相異，而僅能算是一種「公司變體」。

追根究柢，「契約型」與「公司型」證券投資信託的主要差異在於「管理監控架構」（governance structure）的不同——雖然兩者均提供信託法的基本保障機制（如物的有限責任、免於強制執行的保障等）。具體言之，這些管理監控架構上的差異主要有二。第一為獨立監控機構的設置與否：美國法強制規定「投資公司」應設置獨立的董事會以保障投資人股東的權益；反之，採行「契約型」的國家，則並無此種制度設計。第二、投資人享有「集體決策權」（collective decision-making power）廣泛的程度²⁵。美國法將信託基金予以「公司化」，在援用一般公司法規定後，使「股東」享有較廣泛的投票權²⁶；反之，有些採行「契約型」的國家並未賦予投資人如此廣泛的表決權。

事實上，這些組織上的差異可自共同基金的經濟特性來加以解釋，甚至予以合理化。如上所論，共同基金的業績多有客觀標準可供評估與比較，因此設立獨立監控機制的必要性就大為降低；至於共同基金最易發生的弊端——關係人交易——則可以透過強制性的禁止規定來加以規範²⁷。在投票權方面，由於開放式基金賦予投資人買回權，對投資人而言集體決策權就顯得沒有那麼重要了。此外，在有些採行「契約型」的國家，主管機關多擁有強大的行政指導權，而這種行政指導權某種程度上可以替代投資人的集體決策權。總之，由於共同基金的組織特徵與一般營運公司大相逕庭，市場上才會出現「契約型」與「公司型」兩種不同的模式。自交易成本經濟學的觀點來看，這兩種模式均係為了解決某些共同問題而採取

²³ See Wallace Wen Yeu Wang, *Corporate versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*, 69 *Washington L. Rev.* 927 (1994), at 968-969.

²⁴ See Bengt Holmstrom, *Moral Hazard and Observability*, 10 *Bell J. Econ.* 74 (1979); Steven Shavell, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, 10 *Bell J. Econ.* 55 (1979).

²⁵ 自理論而言，一個組織內成員的投票參與權，可因組織性質而有廣狹不同的設計。See Richard Buxbaum, *The Internal Division of Powers in Corporate Governance*, 73 *Cal. L. Rev.* 1671 (1985).

²⁶ 應注意者，美國將共同基金予以「公司化」的這種做法也曾遭受批評。See Richard M. Phillips, *Deregulation under the Investment Company Act—A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Board of Directors*, 37 *Bus. Law.* 903 (1982).

²⁷ 例如我國「管理規則」第9條與「管理辦法」第15條。

的不同立法對策。

（三） 金融控股公司之組織設計——控股公司之意涵

為因應金融業跨業經營追求綜效（synergy）之潮流，我國於去年甫制定金融控股公司法以茲規範。依金融控股公司法第四條第二款之立法定義：「對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依本法設立之公司」可知，對於此種集團性企業，我國在法律上係採取「控股公司」（Holding Company）之組織型態。金融控股公司之組織架構主要可分為：一金融控股公司本身；二、金融控股公司旗下個金融機構子公司；及其他非金融業之相關子公司。就控股公司與旗下子公司而言，其關係係屬上下控制從屬之垂直關係。然若就金融控股公司旗下之個別子公司言，彼此之間則存在有姊妹公司之平行關係。而整個金融集團及控股公司、子公司則構成關係企業之關係。

依據上述之積極資產分割法則，法律賦予法律主體之債權人股東相對於股東之債權人，就法律主體有優先地位。所以與法律主體交易之債權人，不必顧慮股東之資力惡化會危害法律主體之清償債務能力，故法律主體之債權人不必監控股東之資力，而只需在乎法律主體本身之資力即可，故可降低監控成本。

舉例言之，假設某商業集團同時從事餐飲與石油業。這個商業集團在組織形式上有兩種選擇：第一，只成立一家公司，但在該公司下分設石油部門與飯店部門。第二，成立一家控股公司，旗下再設置兩家被控股公司，並分別經營飯店業務與石油業務。當然這兩個選擇各有利弊，但可以確定的是：如作出第二種選擇，該商業集團可以降低石油業務與飯店業務個別債權人之監控成本。為何如此？因為石油公司之債權人不必顧慮飯店公司經營不善將拖累石油公司財務，所以石油公司之債權人只需對石油公司為徵信，而不必顧慮飯店公司之經營與財務狀況，如此可能大幅降低石油公司債權人之監控成本。因此，運用資產分割法則可說是業者組織控股公司的一個重要動機。

再者，對於集團性金融企業採取控股公司形式，亦有其立法政策上之考量。例如在企業成立及轉換上較為方便，如可透過股權交換之方式轉換為金融控股公司架構。此外，關於事業的合併、分割，規範制度較為周詳的公司組織亦為相當適合的設計。此外，基於稅捐政策及管理層面的考量，控股公司制有時也是一項恰當的組織選擇。

七、 結語

我們如暫時拋開法條的束縛，或可從「新制度經濟學」觀點來體認商業組織法制的奧秘。著名的諾貝爾經濟學者寇斯（Ronald Coase）在 60 多年以前就對「市場中為何會有企業組織存在？」這個問題發生興趣，並嘗試提出解答²⁸。他認為：市場交易會產生所謂的「交易成本」，而企業組織的存在就是為了減少這種交易成本。按企業組織的特性在於它係「階層化」的組織，即具有由上而下、層層節制的特徵，使其一方面可以協調複雜的經濟活動，另一方面又可發揮指揮監督、集中事權的經濟功能。而公司等企業組織的存在就是為了簡省透過市場交易——也就是個別契約——所可能產生的成本；換言之，企業組織與市場契約之不同，在於企業得以「組織權威」來取代市場「價格機能」²⁹。因此，交易成本這個概念也可以被了解成「使用價格機能的成本」，或是「在公開市場中進行一項交易的成本」。依照寇斯的企業／市場二分法，企業組織的特色即在於它可以組織內的權威體系取代市場中依價格進行交易的機制。

基於這種了解，組織經濟學家進一步從「交易成本」的概念來解釋市場上存在的各種商業組織或安排³⁰。他指出公司組織不僅僅具有生產功能，事實上它亦係為了簡省交易成本所組成的一個「管理機制」（governance mechanism）。是故一個企業為了簡省交易成本或增加組織效率，可以選擇各種採取各種大大小小的組織規模，也可以選擇「水平/垂直」兩個極端中間的組織型態。換言之，企業經營成本之所以降低，一方面是因為製造活動效率化所簡省的生產成本，另一方面也是因為精簡組織所帶來的交易成本³¹。依此觀點，市場參與者基於理性自利的考量，多會預見商業活動所產生的各種風險，並對各種交易型態的利弊得失加以精打細算，然後據以設定組織架構與契約條款。

由此可知，經濟活動之所以會採取組織型態（即垂直整合），其中很重要的考量就是為了節省交易成本。當然，有的經濟組織未必會追求徹底的垂直整合，而可能僅選擇局部的垂直整合，例如透過契約上安排來尋求較為鬆散的整合模式；最常見的就是現代社會中的各種「繼續性契約」，如加盟事業（或契約）、長期經銷契約等。然而無論當事人採取何種契約上的安排，其目的主要都是為了追求組織營運上的效力。對於這些局部整合（或半水平、半垂直）的事業型態，學者 Williamson 以「混合體」（hybrids）稱之，因為它們係介於「市場契約」（即水平關係）與「階層組織」（即垂直關係）間的混合體³²。是故廣義而言，各種商業組織——不論公司、信託或合夥組織——均係由不同內容的契約組合而成。

²⁸ See Ronald Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (1937).

²⁹ 有關企業、市場與法律的關係，請參考簡資修，寇斯的「廠商、市場與法律」：一個法律人的觀點，*台大法學論叢*第 26 卷第 2 期，民國 86 年 1 月。

³⁰ See Oliver Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* (1975).

³¹ See Paul Milgrom & John Roberts, *Economics, Organization & Management* 19-38 (1992).

³² See Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting* (1985).

從廣義契約觀點來看，由於商業組織具有多樣性之需求，各種規範商業組織之法律（如公司法），允宜設定為任意規定，而非強制規定。依此觀點，透過契約機制之廣泛運用，不但商業組織間的相互替代性愈高，而且許多規範商業組織之法律也變得可有可無。然而即使商業組織法應包括某些任意規定³³，它們必然也須納入某些強制規定。其中最重要者，無論公司、信託或是合夥法制，均須具備一套強制性之核心法則，即「資產分割」這套不可或缺之法則。例如公司法所規定之有限責任與民法所規定之合夥人退夥效力，即其著例。這套法則究竟有何獨特之處？簡言之，運用這套強制法則後，各關係人間某些債權債務關係即產生切割重組效力，而這個外部法律效力無法透過一般契約關係（或任意規定）創設出來，正如物權之對世效力無法透過一般契約創設出來一般。因此，「資產分割」堪稱商業組織之核心法則。

最後，依照新制度經濟學的觀點，無論合夥、公司、信託，都是介於市場契約與階層組織的混合體。例如信託或合夥垂直化程度不及後者（如缺乏獨立董事會），性質上趨近於「市場契約」，而公司則較趨近於「階層組織」。綜合上述關於公司、信託、合夥等商業組織法律性質的討論，我們可從新制度經濟學的觀點，將這些相關概念依其「水平」與「垂直」程度，以及資產分割的程度，試著架構出兩種「合夥—信託—公司」組織化流程簡圖：

³³ 至於在商業組織法中，任意規定之範圍究竟應有多大？乃屬另一複雜問題。對此，各國法制亦有相當不同之設定方式。例如美國公司法針對某些形態之公司，甚至允許以公司章程或契約調整或減輕董事之責任，此舉在其他許多國家可能殊難想像。因此，允宜依各國國情，逐條加以解析，方可能得到答案，在此不另贅述。本文所要強調的是：不論商業組織法中任意規定的範圍有多大，有關資產分割之規定必然是強制規定，且這套規定係各種商業組織法制中之核心規定。

合夥—信託—公司組織化流程簡圖

