

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

## 我國上市公司資訊揭露規定之檢討--以公司經營與控制股東之規定為中心 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型  
計畫編號：NSC 95-2414-H-002-015-  
執行期間：95年08月01日至96年12月31日  
執行單位：國立臺灣大學法律學系暨研究所

計畫主持人：王文宇

計畫參與人員：教授-主持人(含共同主持人)：王文宇

處理方式：本計畫可公開查詢

中華民國 97年05月12日

國科會補助研究案報告

我國上市公司資訊揭露規定之檢討 —  
以公司經營與控制股東之規定為中心

王文宇

台灣大學法律學院教授兼企業與金融法研究中心主任

2008 年 4 月

## 壹. 前言

隨著財經活動的自由化與國際化，大型公司為增加競爭力及擴大資金籌措之來源，多半會以公開發行股票之方式向市場上之不特定投資人募集資金，於是股東眾多的公司型態即成為趨勢。依據傳統理論，股東既為公司資金之提供者，自應為公司之實際上所有者。然依據近代所謂之「所有與經營分離原則」，在漸趨複雜化之商業活動與股東人數甚眾的情況下，透過專業分工的董事或經理人來主導公司之營運與決策已成為不可抵抗之潮流，而董事會運作之良窳，已與一家公司經營之成效息息相關。

但，為保留股東對公司仍有最終之控制權，公司法付予股東會議決對公司有重大影響的諸多事項之權，其中最重要的，莫過於股東對公司董事之選舉權。質言之，若董事會的經營和政策未能達到股東們的期待，股東們即可透過股東會選舉來汰換董事，藉以創造對公司更有利之經營團隊。職此，理論上公司之經營者若想要鞏固其對公司之控制權，即應對於股東會擁有一定之控制能力。而取得此種控制能力之最顯而易見的方法，就是取得公司多數的股份，亦即在股權集中結構之下「控制股東」的形成；另外，藉由對公司股東會表決權之掌控，亦有可能由未掌握相對多數股權之股東成為控制股東，即所謂的「少數控制股東」。此種由控制股東掌握公司經營權之情形，於我國大多數之公司皆然。

然而，此種控制股東之存在雖有助於維持公司經營者之地位，但對公司之營運卻未必全然具正面之幫助，蓋控制者亦有可能循此途徑而牟取控制者私利 (private benefits of control)，且在股權控制之背後尚有許多不透明交易存在的可能性。另外，股權集中結構的形成亦隱存了對少數股東保護機制不足之可能，且不利於外來的經營權爭奪者，對於資本市場之效率運作即可能有危害。

本文所欲探討者，即是為何我國之大多數公司皆係屬於此種控制結構？是否因我國法規中有促成此種結構之效果？筆者雖不認為控制股東之存在對於公司必然有害，但乃對於該種結構於我國公司之浮濫持懷疑之態度，蓋實務上亦有許多掏空、自我交易之案例係奠基於此種控制股東結構者，而該等控制股東卻能夠藉由許多法規而達到「萬年執政」之效果，對於我國財經體系之健全甚有危害。

故以下擬將先於第二章就股權比例及控制股東之基本定義、構成原因先為闡述，並討論控制股東控制公司之方式與其所可能產生之弊端。於第三章，本文將以我國之法律規範為基礎，探討是否有一些規範係可能為支持控制股東存在的基礎，並輔以實務上之實例，驗證該等規範亦可能成為控制股東圖謀私利之溫床。

## 貳. 股權比例和控制股東

## 一. 股權比例—股權分散與股權集中

### 1. 股權分散結構—英美

根據美國學者 Berle & Means 在 1932 年所出版的「現代股份有限公司與私有財產」一書中所揭示的「所有」與「經營」分離原則<sup>1</sup>，指出美國的企業存在經營者往往持股甚少，股權分散於資本市場中的情形。而英國與美國類似，同屬股權結構分散的國家，經營者實際上無須向股東會負責，其公司治理模式係以外部監控機制為主，特別重視資本市場、人力資源市場以及產品市場等外部治理機制的功能，強調藉由市場競爭與價格機制對內部的專業經理人的行為、決策為考驗。

在股權分散結構的股東中，機構投資者佔了很高的比例，且其也是監督公司營運的主要力量。所謂機構投資者包含退休基金、商業銀行信託機構、人壽保險公司及共同基金等。機構投資者有為其投資人作理性投資獲利行為之義務，於標的公司經營不善時即會將資金撤出並移轉至其他投資標的。而此種資金的波動對被投資公司的影響力甚大，故機構投資人對公司之態度對經營者就顯的很重要，如何將公司的營運狀況迅速且透明的傳達給於市場之上，就成為了經營者的重要課題。亦即，經營者穩固其經營權之方法，就是提升經營的效率，使機構投資人願意持續挹注資金並於股東會上表現其對經營者之信任。

### 2. 股權集中結構—其他國家(含我國)

然而過去十年來的重要研究卻發現，世界上除了英國與美國，大部分國家公司的控制權皆是掌握在單一個人、家庭或團體的手上。學者 La Porta 等人<sup>2</sup>於 1999 年提出，在世界二十七個富有經濟體中，大型企業的股權控制結構多屬集中，樣本中有將近三分之一的公司中有擁有百分之二十股權之控制股東，僅有少數公司是被金融機構或其他股權分散的企業所控制。

以我國為例，根據學者研究指出，相較於世界各國，台灣上市公司之股權結構可謂相當集中。在最大股東持有百分之二十投票權的標準下，如以一九九七及一九九八年二五一家上市公司為樣本，可發現有百分之七十·一的公司存在控制股東，而控制股東之類型又以家族最為普遍，佔百分之五十八·二<sup>3</sup>。

造成股權集中結構的因素有很多。就我國而言，我國的諸多上市公司皆具有傳統家族企業之背景，為了永續保有經營權故會將股份集中於家族成員手上。另外，民國九十年修正前之公司法第一九二條，規定董事必須具備股東之身分方能被股東會選任，雖然本條於九十年基於「所有與經營分離」之世界潮流，已修正董事必須為股東之限制，惟證券交易法第二十六條基於「董監事持股越多，投資人風險越小」的規範策略，仍規定公開發行公司之董監事必須持有一定成數之股份。職此，對於公開發行公司而言，除了家族企業之原因外，法令某程度也促使

<sup>1</sup> See generally Berle & Means, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY(1968)

<sup>2</sup> See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54(2) J.FIN. 471-517(1999)

<sup>3</sup> 王文宇，公司與企業法制(二)，元照出版社，25 頁

我國公司之所有與經營具備一定程度之結合，助長了股權的集中。因此，在股權集中且所有與經營某程度結合的情況之下，經營者爲了穩固其經營權，往往必須具備有控制股東之身分。

## 二. 控制股東之型態--少數控制股東

### 1. 少數控制股東

承前所述，在股權集中且所有與經營某程度結合的情況之下，經營者爲了穩固其經營權，往往必須具備有控制股東之身分。於是接著需要討論的是，公司的經營與股東之間的關係爲何。若按照「控制股東」的定義表面解釋，該等股東必須具備控制公司股東會表決權之能力，而最直接的方式就是持有公司過半之股權。惟基於商業型態之轉變，大型公司爲追求大量的資金來源，勢必須向多數一般投資人募集資金，很難有少數人或集團能夠居於股東之身分提供公司所需的一半資金。因此，許多企業的控制股東掌控公司經營權的方式，並非透過持有足額的股權，而是透過其他方法取得不對稱之「表決權數」，即稱之爲「少數控制股東」(controlling-minority structure)。

在少數控制股東結構下，「股權」與「控制權」的背離爲一大特徵，前者又有稱之爲「現金流量權」(cash flow rights)，後者稱之爲「表決權」(voting rights)。此種結構在外觀上雖類似於股權分散—掌控經營權者實際僅持有少數股份，掌握少量的現金流量權，但由於經營者握有實質之表決權，故可在董事之選舉上阻止經營權之旁落。

### 2. 少數控制股東取得控制權之方法

以下將說明控制股東透過何種方法來創造「少數控制股東結構」，其方式約略有三種：<sup>4</sup>

#### (1) 金字塔結構(pyramid schemes)

金字塔結構指涉的是一種垂直性的控股結構，例如在金融控股公司的架構中，當金控公司直接控制第二層的金控子公司，其可不用取得第三層子公司的任何股份，即可透過第二層子公司來控制第三層子公司。在這種情形下，金控公司本身只需投資於第二層子公司，透過此少量的現金流量權，即可以擁有第三層甚至第四層公司之實質控制權。

#### (2) 交叉持股結構(cross-shareholdings)

相對於金字塔結構的垂直控制方式，交叉持股結構則是數家公司藉由水平的相互持股來強化公司的控制權，例如由 A 公司先取得 B 公司之股份，再由 B 公司回頭取得等量之 A 公司股份，此時即等同於兩家公司都不用互相出資及可互相掌握公司之控制權。惟本項方式於民國九十年公司法第一六七條增訂第三項與第四項後，實務上應已不可復見。

---

<sup>4</sup> 王文宇，前揭註 3 書，19.20 頁

### (3) 雙層股權結構(*dual-class structures*)

本種結構係最常被用以作為少數控制股東取得控制權之方法。此指單一公司藉由發行兩種或更多以上之不同表決權數之股份，達到控制股東持股雖佔少數但卻擁有多數表決權之結果。以美國之模範商業公司法規定為例，其打破傳統的「股東齊頭式平等」，允許公司得彈性規劃具有不平等表決權之股權結構；另依我國公司法第一五七條第三款之規定，無表決權特別股的發行爲章程的相對必要記載事項，亦肯認公司有彈性發行特別股之權利。

上述三種方法屬於較技術性與理念性的方法，而一般實務上用於鞏固經營權之更常見方法，則爲委託書之徵求。我國公司法第一七七條與證券交易法第二十五條之一分別對非公開與公開發行公司委託書之使用有所規範，對於公開發行公司更依法律授權訂有「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」詳加規範之。

蓋我國之投資者以自然人散戶居多，而該等投資群眾多僅爲利益的追逐者，對於公司之經營事項並無興趣，且投資比例均相當低，不太可能親自參加股東會。因此，在遇有董監事改選等重要事項之時，控制股東即可藉由委託書之徵求取得多數表決權來鞏固其對公司之控制地位，而其與欲挑戰公司經營權者，往往會上演所謂的「委託書徵求戰爭」。以日前開發金董事會之改選為例，欲取得經營權之中信專家原本僅持有開發金百分之十六之股權，但卻藉由委託書之徵求達到合計百分之四十五的股權，進而在董事之改選中獲得三分之二之席次。

### 3. 少數控制股東存在之隱憂

雖然世界上大多數國家係採股權集中結構，但是以股權分散爲主的美國，其公司治理之發展與企業利潤之追求亦有過之而無不及。就現有的研究資料，並無法明確顯示股權集中與股權分散兩種結構何者較優，且此涉及一國家交易市場之法令是否完備、投資人之特性與市場監督之機制的不同，因此實無須在此二者之間做選擇。

然而值得注意的是，少數控制股東的存在，通常會導致股權與控制權二者之嚴重背反，且可能會因此而產生嚴重的代理問題及代理成本。由於從經濟誘因之角度來看，控制股東面對公司之重要決策，舉凡投資項目之選擇、投資決策之制定或營業範疇之選擇等，可能會傾向作出「不利於整體股東但有利於己」之決策<sup>5</sup>，此即所謂控制者私利。而於股權與控制權嚴重背離的少數控制股東公司，由於控制股東與公司所有股東之利益結合甚小，故只要利益輸送之所得大於其所持有少數股權之損失，其濫用控制權的誘因就會更大。

但是否少數控制股東結構之存在就必然導致大量之控制者私利？根據學者

---

<sup>5</sup> See generally LUCIAN BEBCHUCK, REINIER KRAAKMAN & TRIANTIS, STOCK PYRAMIDS *Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP, at 445-446

Gilson 教授所做的跨國研究，其就墨西哥、義大利以及瑞典三個國家的少數控制股東結構下的控制者私利(PBC measured by difference in market price)與控制權溢價(PBC measured by control block premium)進行調查比較，發現墨西哥與義大利的控制股東可取得三至四成的公司價值利益，而瑞典的控制股東卻僅可取得百分之一<sup>6</sup>。為何會有如此差異?Gilson 教授認為其主因在於公司治理法制之良窳，蓋墨西哥與義大利一般被認為是「惡法」體制，而瑞典則屬於「良法」體制。在良法體制中，立法者可藉由法律的制定來監控企業經營者，有效提升經營效率並降低控制者私利<sup>7</sup>。

綜上所述，控制股東結構下控制者私利的多寡，與一國法制之良窳關係密切。股權集中國家配合良好的法制，能夠減少私人控制利得的可能，且對一般投資人及小股東之投資信心亦有所助益。而我國既屬於股權集中結構，而大型公司又多由少數控制股東掌控經營權，股權與控制權的背離情形相當嚴重。甚至有些公司的控制股東僅持有甚低比例之股份，但卻能藉由雙層股權結構或委託書之徵求等方式長期保有公司之經營權，且其中發生私人利益輸送、關係人交易等等破壞市場交易秩序之案件者亦不在少數。是否我國的公司法制對於少數控制股東結構之盛行係有助長之效果？其對於我國投資市場之影響如何？本文將於下一章節就我國公司法制數個可能助長少數控制股東結構之部分一一探討。

## 參. 我國法制可能支持少數控制股東存在之因素

### 一. 委託書之徵求

#### 1. 我國法之概說

在現今資金導向之商業環境下，大型公司往往有許多股東，且該等股東亦往往同時投資許多公司，且通常非以投資為專業。因此，要求這些股東均於股東會上出席並表達意見，有實際上之困難性，因此遂有委託書徵求之制度，規範於公司法第一七七條以及證券交易法第二十五條之一；另外，依據證交法第二十五條之一之授權，主管機關另頒佈有「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」(下稱委託書規則)，以對公開發行公司詳加規範。

蓋依主管機關(證管會)訂立委託書規則時之意旨，係為維護委託書制度設立之原意，亦即使股東會能夠正常開會、正常決議，而非被用於經營權之爭奪上<sup>8</sup>，導致有些股東以極少之持股而當選公司董事或監察人，或以委託書操縱股東會。由此可知證管會對於委託書的經營權爭奪功能是持反對意見的，尤其是針對市場

---

<sup>6</sup> See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641(2006) at 16.

<sup>7</sup> Gilson, *supra* note 6, at 14. 為了限制私人從控制取得利益，好的法律體制必須要具體指明實際的標準，需要對於違反規則之標準有執行力充足的揭露，且提供有效的執行手段。

<sup>8</sup> 參「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」草案總說明，證管會 72 年 9 月 6 日，72 台財證(二)字第 1981 號函。

派股東徵求委託書的部份，因此在制定委託書規則時就有許多有利於公司派少數控制股東之規定<sup>9</sup>，使得市場派股東如欲以徵求委託書進行經營權爭奪，自始居劣勢。

惟委託書作為經營權爭奪手段之工具，是否誠如主管機關所設想的必然產生負面效果，仍有討論空間。蓋在實證研究上，尚無法明確斷言委託書爭奪必然對公司經營有負面影響<sup>10</sup>，甚至於英美等西方國家已成為用以嚇阻或制裁不負責任之經理人或董事的重要機制，不但不應抑制，反而應鼓勵及修法使股東能夠有足夠實力挑戰公司經營者<sup>11</sup>；國內亦有學者認為，傳統型態的股東會，由於股東人數眾多，以無法發揮其功能，故「實際上委託書之徵求過程，已成為實質意義的股東會」<sup>12</sup>，換言之，股東會決議內容常在委託書徵求時即已決定，至於實際股東會之召開僅為滿足法令之形式耳。此外，縱使政策上不鼓勵頻繁上演委託書徵求戰，亦不表示應立法偏袒公司派股東，蓋以本文之意見，公司派股東亦有可能僅持有少數比例的股份，但卻可因法律上的優勢而達到萬年執政的效果，實非可取。以下擬分析現行與委託書有關法令不合理之處，並說明其與少數控制股東之關係。

## 2. 股東名簿資訊權

委託書之徵求人欲向市場上廣大的股東徵求委託書，首要之務即為瞭解公司股東為哪些人，始得決定徵求對象，因此股東名簿在此佔據了相當重要的地位。我國就股東關於股東名簿之資訊權規定於公司法第 210 條第二項，依條文觀之，只要股東(徵求人)有利害關係，即得向公司請求查閱股東名簿。惟依經濟部之解釋，委託書之徵求人並非本條之利害關係人，故徵求人不得以徵求委託書為由向公司請求提供股東名簿<sup>13</sup>。因此若市場派的股東欲以徵求委託書之方式挑戰經營權時，首要的難題就是欠缺股東名簿與股東資料，無從寄發徵求委託書之函件。而雖然依照前揭之經濟部解釋，公司派股東既不得以公司之名義為徵求，自亦不得以徵求委託書為由來閱覽股東名簿，但依實務上之操作及早期法律保護公司穩定經營之目的，股東名冊卻彷彿為公司派股東之私有財產般的被運用，法令的無法落實極其明顯。

或許主管機關另有股東隱私權保障之考量，然本文認為，是否應賦予徵求人股東名簿閱覽請求權，關鍵在於徵求人有無正當之目的，即徵求人如何使用該名簿，若徵求人請求股東名簿僅係為參與董事選舉競爭或涉及公司政策之考量，則其使用目的與公司派之少數控制股東相同，並無理由認為該權力只能由公司派享有。就此學說上有認為，可考慮將徵求人已有無能力撼動經營權為標準為等級分

<sup>9</sup> 例如委託書規則第七條，其立法目的雖在使公司方便管理委託書事項，但實際上卻可使公司派股東掌握市場上有意徵求之人及其資料。

<sup>10</sup> 相關文獻整理，請參陳俊廷，委託書徵求競爭法律問題之研究-「以開發金控董監改選案」為中心，79 頁以下，世新大學法律學研究所碩士論文。

<sup>11</sup> Bebchuck, THE MYTH OF THE SHAREHOLDER FRANCHISE, *Stanford Law Review*, 4/18/2007, p688~694

<sup>12</sup> 賴英照，證交法逐條釋義(二)

<sup>13</sup> 經濟部商字第 09302406700 號函



類，若認其為有能力者，即應認其為利害關係人並賦予其資訊權；又或者可參考美國法，使徵求人得自費請求公司為其代寄徵求之相關文件予公司股東，亦即開放委託書規則第七條第五項之規定<sup>14</sup>。而徵求人若將該股東名簿移作他用，亦有其他法規可資規範，不應以完全禁絕此權利之方式限制之。

以日前旺宏電子與力晶半導體之間的經營權之爭為例，旺宏以自辦股務的優勢，提前掌握股東的名冊，且旺宏股務在判定委託書的過程中，採取非常嚴格的標準，最後來自力晶派的委託書中，有多達 9.9 萬遭判定無效，種下旺宏成功捍衛經營權的勝果<sup>15</sup>。在本案中，公司派控制股東旺宏電子的持股僅有 4%，最大敵人力晶半導體的持股也只有 5.34%，雙方不僅花大錢購買廣告徵求委託書，且極盡能事的互相攻訐，但終究還是由掌握股東名簿的公司派取得壓倒性勝利。綜觀本案的兩家公司之間的商業關係一向良好，於 2006 年間甚至有策略聯盟的締結<sup>16</sup>，為兩家公司都帶來不少利益，詎料於力晶公司表態欲在旺宏公司董事會爭取席次後，關係即告惡化。旺宏公司為力保經營權，不僅揮棄雙方間之合作關係，且花費大量金錢在徵求委託書上；反觀力晶公司所提出之董監事名單雖然精銳，且其商業方向應較符合市場需求，但仍因股東名簿資訊權之欠缺而在經營權爭奪戰中敗陣。

由此可見，少數控制股東藉由股東名簿之掌控，在委託書徵求戰中的優勢不言可喻。我國法漏未規範股東或關係在何範圍內得請求閱覽股東名簿，以及股東名簿的保管權歸屬為何，導致實務上少數控制股東結構之經營者利用該資訊權之享有得以持續存在，應予以檢討改進。

### 3. 無限徵求之資格

我國主管機關於制定委託書徵求的相關規範時，目的除使股東得藉由委託書行使其表決權外，亦有促成股東會法定人數召集之作用。然而依前述，主管機關不願使委託書成為公司經營權爭奪之工具，故對徵求人之資格與徵求股份上限有所限制。

委託書規則將徵求依徵求人之持股比例門檻分為一般徵求與委託徵求(俗稱徵求人團)。於一般徵求時，依委託書規則第五條之規定，須為繼續一年或六個月以上(區分金控公司與普通公司)持股達千分之二之股東，方得徵求；至於在委託徵求的部分，依委託書規則第六條，在金融控股以外的一般公司，持有公司以發行股份總數百分之十以上者，得委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人，至於在金融控股公司則持股比例門檻較高(百分之十二)。最重要者，乃在委託徵求的情形，信託事業或股務代理機構所得代理徵求之股數不受同規則第二十條的百分之三的限制，且對股東會議案具有相同意見之股東，可合併計算其股份數以達門檻。

<sup>14</sup> 曾宛如，證券交易法原理，2006 修定版，元照出版社，第 148 頁

<sup>15</sup> 科技網新聞，

[http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000086302\\_A7R70L2M5S1OBF11TEU6K](http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000086302_A7R70L2M5S1OBF11TEU6K)，3/27/2008

<sup>16</sup> 大紀元新聞網，<http://www.epochtimes.com/b5/6/1/18/n1194556.htm>，1/18/2006

依前述之規定，只要一徵求人持有達到公司以發行股份百分之十二(非金控公司則為百分之十)，即可進行無限徵求，且理念相同之股東可合併計算。此規定於實務運作上，一般小股東因普遍持股不高估幾乎無法達成門檻，而對於公司經營者而言，其持股雖亦普遍不達門檻，但卻可和理念(甚或利益)相同之他股東以「合縱連橫」之方式進行「聯合徵求」，以保經營權。雖說公司經營者以外的其他股東也可運用此條規定進行聯合徵求，但一來公司董事改選時出現競爭者之情形畢屬少數，二來普通小股東則因持股太過零散，也無運用本條之機會。

本文其實並非提倡所有與經營必須結合，蓋在實證經驗上，所有與經營的分離或結合亦難論斷孰優孰劣。但在股權與控制權明顯不一致，且缺乏有效的公司治理或監督機制時，對於少數控制股東實際上是有從事不法行為之相當誘因的。而此等少數控制股東平時對於公司之經營因持股不多而可能不太積極，一旦遇有董監事選舉時，即可投入大量之金錢與時間進行委託書之徵求藉以穩定其經營權。理論上，委託書之徵求本質上並非壞事，但依前述實務運作之結果卻變為公司控制者利用紀念品或其他手段來換取一般投資人手上的空白委託書以捍衛經營權之方法，不僅輕鬆達到萬年執政之效果，亦使董監事選舉之監督董事會經營的功能喪失殆盡。

實務上雖早已有意識到此問題的存在，故金管會嘗於民國九十五年時修正委託書規則，原欲大幅提高徵求門檻。<sup>17</sup>但最後政策決定卻因顧及小股東及銀行員工會之利益，僅小幅度的提高了徵求門檻。蓋其實委託書徵求門檻之設計上，要如何兼顧小股東的權益，同時避免少數控制股東藉由委託書長期把持經營權，一直以來都是學說及實務討論重點之一，須深入研究我國大型公司的現狀、股權結構及投資人習性等事項。惟本文認為，現行之委託書徵求規定，一來未必足以保護真正的小股東，因為對市場上廣大的散戶而言，要湊到百分之十或十二的股份幾乎不可能；二來其門檻對於公司經營者或控制股東而言卻又太低，其等持股雖僅有百分之幾，但要湊到百分之十或十二實非難事，且因此助長了本文提出的股權與控制權差異過大的問題。總此以言，在現行規則下，小股東無力藉由委託書表達其意見或利用改選監督現行董事，而大股東卻可輕易藉由徵求確保經營權的存續，實為亟待改進之問題。

#### 4. 價購委託書之疑義

關於得否收買委託書，我國學說上有不同見解<sup>18</sup>。我國法令則基於股東之表決權具有共益權性質明文禁止委託書之收購，但代為發放股東會紀念品或徵求人賦予代為處理徵求事務者之合理費用，則不在此限(委託書規則第十一條)。然此規定卻開啓了徵求人以紀念品變相收購委託書的手段。因為現行法令並未規定或限制股東會紀念品的價格，導致實務上許多公司試圖以高價之紀念品換取股東之委託書，此種情況在面臨董事會改選時尤為嚴重。例如曾發生經營權爭奪的台灣固網以數位相機為紀念品，及開發金以咖啡機為紀念品，該紀念品價值之高，

<sup>17</sup> 詳參經濟日報 2006 年 12 月 1 日，b2 版

<sup>18</sup> 賴英照，股市遊戲規則--最新證券交易法解析，2006 年 2 月版，174~176 頁

有時已與價購委託書的效果相去不遠。

姑且不論價購委託書是否允許的問題，既然我國在立法上已明文禁止委託書之有償徵求，即不應該再開啓此一後門。股東會紀念品理應僅位股利股東出席股東會或參與公司經營的手段之一，既為「紀念品」，即不應使其之價值能夠成為換取股東交出委託書的對價。且於現實世界的操作，於公司自辦股務之時，公司派的股東通常掌控了股東會紀念品的發放，導致在進行董監事選舉的委託書徵求時，公司派股東與市場派股東即已處於不平等之地位，如此似乎亦對於少數控制股東之持續存在有所助益。因此，主管機關宜針對股東會紀念品的價值、發放方式有所規範，以避免實務上的濫用，使得股東會紀念品成為變相的買票。

## 5. 小結

綜上所述，我國委託書徵求之相關規範不僅被少數控制股東拿來作為捍衛經營權的主要武器，更不幸的是其規範中有許多規定是對公司派的控制股東較有利的。本文認為，參考西方國家公司法制的潮流而言，委託書徵求作為經營權爭奪的工具時為相當一般之情況，並無須刻意限制之，且其在配合完備的公開揭露程序與營運透明化的規範之下，亦可成為股東監督公司經營狀況之管道。惟我國早期就委託書徵求的立法政策對公司經營者有過度保護之嫌，造成其不但無法保護小股東藉由此方法監督公司的權利，且亦成為造成少數控制股東結構下股權與表決權的嚴重背離的因素，對於公司治理與效率經營的影響不可謂不大，主管機關應慎重考慮我國公司法制的現實情況，做出合理的修正。

## 二. 現行公司法股東會結構之問題

### 1. 股東會決議定足數門檻

我國之股東常會決議，依公司法第一七四條之規定，應有代表發行股份總數過半數股東之出席，已出席股東表決權過半數之同意行之，例外時得依公司法第一七五條以兩次假決議視同普通決議之方式通過。如所欲決議之事項所要求者為特別決議時，甚至須有代表已發行股份總數三分之二以上的股東出席，且不得為假決議。由於有此項決議門檻之存在，且我國投資人又以散戶居多，故長期以來主管機關為了解決此問題，在委託書制度的設計上即希望使公司容易徵求委託書，以便公司股東會之正常召集。另一方面，主管機關又擔心徵求委託書被作為公司經營權爭奪之工具，也嚴格限制徵求人之資格，必須為持股達一定比例之大股東方可為無限徵求，但若將徵求門檻訂的太高，又會有股東開不成之疑慮，因此又開放了「聯合徵求」的態樣。惟於此同前段所述，即造成了少數控制股東即使持股不多，仍可藉由委託書之徵求達到萬年執政的結果。

關於股東會召集之定足數，其實可以考慮放寬其彈性。股東會之法定出席人數之要求，本質上係為尋求公司決議之民主正當性的基礎。然而隨著公司規模之逐漸擴大，股東人數增加<sup>19</sup>，實難召集全體或過半數股東出席股東會，也無核市

<sup>19</sup> 例如聯電之股東於民國九十四年時，已高達九十四萬人，詳見聯合晚報 2005 年 12 月 28 日，

場所能容納全體股東與會。此外，許多股東投資公司往往係著重於短暫的投機性獲利，其所關心的僅為自身獲取之利潤，對於公司之經營則非所問，則使渠等參加股東會及有可能犧牲開會的效率。因此立法者實無須陷入多數決的迷思，認為公司經營者必須有一定的股份支持方具有正當性。

以美國法為例，依美國模範商業公司法第 7.25 條規定，該法允許公司以章程就股東會法定出席人數為例外規定，如未有規定才以過半數為法定出席人數，至於最低法定出席人數則視各州法律不同而定，例如德拉瓦州公司法第 216 條之規定為出席人數不得低於有表決權股份數的三分之一。本文認為，我國似可參考美國立法例，使股東會的出席人數能有一定的彈性，除可使公司可依其需求自由訂之，亦可避免每次股東會皆需徵求委託書之困境。更重要的是，在委託書的設計上即無須為了滿足股東會法定人數而過於寬鬆，主觀機關可更嚴格的為委託書的管理把關，使股東得真正藉由委託書表達其對公司的意見，亦可減少少數控制股東為了保衛經營權而發生的委託書徵求戰亂象。

## 2. 公司法第二十七條規定之不當

依現行公司法第二十七條第一項及第二項之規定，政府或法人為公司股東時，其自身可當選為董事，亦可由其代表人當選董事，且代表人若有數人可同時當選。

學說上對於本條的批評<sup>20</sup>，主要如下：第一，第一項之規定疊床架屋，蓋公司為一組織體，無法自為實體行為，始須設置董事或董事會執行業務。故董事於本質上即需由自然人擔任否則即無實益。第二，第二項規定違反股東平等原則，蓋自然人股東無論持股多寡，均只得當選一席，法人股東卻可藉由數代表人之方式實質上當選數席。第三，第二項規定使法人代表人之董事與監察人系出同源，形式上雖不違反第二二二條，惟實質上無異於該法人以同依股東身分同時兼任董監事，造成權責不明。第四，第三項之規定賦予法人股東當選董監事後得隨時改派代表人之權限，使單一股東即可變更股東會或多數股東之意思，違反公司內部多數決之設計。

以本文所述之少數股東控制結構與本條之關係而言，本條第二項之規定某程度上也會加強此少數控制結構的產生。依該條第二項，政府法人為股東時，得由其代表人當選董事或監察人，代表人有數人時，得分別當選；換言之，如一股東的身分是法人時，其所得當選為董事的席位將較自然人為多，因此若少數控制股東係以交叉持股或金字塔結構持股的方式，藉由一個公司去掌控另外一個公司時，其即可因本條項之規定取得複數的董事席位，較容易取得他公司的經營權，有利於少數控制的形成。

值得一提的是，立法委員於民國九十六年六月提出公司法修正草案，擬於第二十七條第二項增訂但書：「但數代表人不得同時當選為董事或監察人」。草案說

明指出，現行法第二十七條第二項之規定，易導致監察人無法發揮其獨立功能。此項增訂符合公司治理精神，並為學者所肯認<sup>21</sup>。然而本文認為，根本的解決方法，應為將第二十七條刪除，直接禁止政府或法人擔任董監事，除可避免前述學者所提出之問題外，亦可藉由課予自然人董事一定之義務和責任，使其善盡董監事之職責，達成公司治理之目的，同時解決本條違反股東平等原則而助長少數控制股權結構之問題。

### 3. 證交法第二十六條之檢討

依證券交易法第二十六條，公開發行公司之全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額之一定成數，並依該條第二項之授權，由主管機關數度修正發布「公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則」(下稱實施規則)。本條之規範目的係為增強公司經營者的經營信念，健全公司資本結構，並防止其對本公司股票做投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益<sup>22</sup>。本條規定反映了立法者及主管機關向來的思維，亦即只有當經營者同時也是所有者時，其才會有足夠之利害關係而加強經營。

關於本條強制所有者與經營者做某程度結合的規定，學說上向來諸多批評，並主張刪除之<sup>23</sup>。其批評之主要理由，約略如下：

- (1) 依實證統計研究，董監持股增加不一定能使經營績效提高<sup>24</sup>。
- (2) 強制持股的規定要求董監事以巨額現金購買股票，並限制其自由轉讓，已不當侵害人民之財產權。
- (3) 因現行規定係全體董事持股低於一定成數時，其餘董事若未於期限內補足，皆需受到罰鍰之課處(實施規則第八條)，性質上為一種連坐法，可能使不可歸責的董事亦受波及，似有違於行政罰法之原則。
- (4) 董事賣出股票有時是為了公司利益，未必均有礙於公司。

學者葉銀華認為，只要股權結構透明化，例如公開其自費買股的比例及靠委託書徵求而來的股權比例，另外防止高度交叉持股的財務槓桿，即應可考慮廢除最低董監持股比率之規範<sup>25</sup>。

另外，司法院大法官近日亦針對證交法第二十六條及實施規則第八條有關連座處罰之內容做出釋字第638號解釋，並認為實施規則第八條之規定為違憲，應定期失效。雖探究其解釋理由，係以該規則之訂立係逾越母法之授權範圍，違反憲法第二十三條之法律保留原則為其主要理由<sup>26</sup>，而對於前述之學說爭議則並

<sup>21</sup> 劉連煜，力霸弊案後公開發行法制強化的方案，月旦法學教室第58期，25頁

<sup>22</sup> 參賴英照，證券交易法逐條釋義—第二冊，1985年10月版，185頁

<sup>23</sup> 相關討論，參閱賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，2006年2月版，134頁以下；賴英照，企業所有與企業經營，收入「公司法論文集」，證基會編印，1985年5月版，85頁以下；劉連煜，新證券交易法實例研習，2006年2月版，206頁以下

<sup>24</sup> 參考商業週刊，「廢除董監持股規定？金管會難從」一文，第1061期，76頁之表格

<sup>25</sup> 同前註文，76頁

<sup>26</sup> 釋字第638號解釋理由書(節錄)：綜此以觀，上開實施規則第八條第一項及第二項後段規定，係就公開發行公司全體董事或監察人持有股權成數，違反主管機關依證券交易法第二十六條第二

無深入討論，但至少亦證實了本條規定係有相當程度之疑義存在。

本文原則上贊同前述學者之見解，認為證交法第二十六條的規定並不妥當。蓋本條強制公司之所有和經營須為一定程度的結合，似乎在某程度上可以達到抑制控制股東從事不法或利益輸送等有害於公司經營之行為，但就其手段與目的的實質關聯性部分則顯有不足。蓋依本條的規定，以資本額超越 20 億元的大公司為例，其全體董事之持股不得少於 5%，但在此種資本額龐大的公司中，其董事人數通常眾多<sup>27</sup>，因此各單獨董事所持股份更少。換言之，本條要求之比例仍屬過低，假設公司虧損一百元，該等董事可能僅損失一兩元；但若該等董事從事利益輸送等不法行為，獲利卻可能遠高於此。然而，現實上亦不能贊同主管機關以提高董監事持股比例之方式解決此問題，蓋允許公司公開發行之目的，即在於使企業得自市場上籌措其所必須之資金，且現代公司之特徵之一即為資本額龐大，如要求經營者須持有更高比例的股份，不僅過苛，且可能使經營者不願繼續增資，有害社會經濟發展。

是故本文認為，若欲使經營者更認真經營公司及降低少數控制股東結構之弊端，應採行其他手段。諸如立法上盡量將董事會的議事程序規定周延，或是使股東或利害關係人有更多管道參與決策，使公司決策皆係經充分討論後產生；亦可利用市場上之機制，例如提升董監事報酬，或將其報酬與公司經營表現作一定連結。至於就防止董事從事不法行為而言，則應從加強其他監督機制著手，例如加強利益輸送的取締、納入控制股東之規範、限制交叉持股表決權的行使或是最近學界熱烈討論的獨立董事之引進等等<sup>28</sup>。

### 三. 集團企業之控制權濫用問題

#### 1. 集團企業中控制公司股東之責任

我國的大型公司多具有濃厚的家族企業色彩，其特色就是兼具水平與垂直的集團化特性。如前所述，於少數控制股東結構之情形，控制股東即使對於母公司持股不多，但卻可能透過委託書之爭求先鞏固母公司之經營權，再藉由金字塔結構或交叉持股之方式取得對多家子公司之控制權，某程度可能更加惡化了本文所提及之股權與控制權嚴重背反之問題。縱然於民國八十六年公司法增訂關係企業專章，以及民國九十年公司法修正增訂第一六七條第三項與第四項後，對於關係企業之認定、控制公司與從屬公司間之權利義務關係、以及企業間交叉持股所可

---

項所定之公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則之規定，而應依前述證券交易法第一百七十八條第一項第四款規定處罰時之歸責方式及處罰對象所為之規定，並無法律依據或法律之明確授權，與憲法第二十三條規定之法律保留原則尚有未符，應於本解釋公布之日起六個月內失其效力。

<sup>27</sup> 蓋依公司法第二百零八條第二項，公司若欲設置獨立董事，因常務董事名額至少三人，且最多不得超過董事人數三分之一，因此公司至少須有九名董事始得設置獨立董事。而另依證交法第十四條之二之規定，主管機關應是公司規模、股東結構、業務性質及其他狀況，要求公開發行公司設置獨立董事。

<sup>28</sup> 詳細討論，參王文宇，前揭註 3 書，頁 28 以下。此外，以美國為例，其股權極度分散且幾乎少有控制股東，所有與經營分離的程度甚高，但該國也因此致力於其他公司治理及監控的手段，以防止控制者私利的問題。

能衍生之弊端以立法方式規範，但一來由於我國有以家族企業為主之歷史背景，而該等情形在法律制定之前早已存在，依據法不溯及既往原則，法規難以向前發生效力，二來相關法規制定之成熟度與廣度亦不足，是否足以防止控制股東濫權，甚有疑義，甚至有可能導致控制股東遁入法律明文化的陰影當中，反而變得無法可管。

以集團企業中控制股東的責任與義務之規定為例，係僅以公司法第三六九條之四之規定為主。其第一項規定控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營，而未於會計年度終了時為適當補償，致從屬公司受有損害者，應負賠償責任，而第二項則規定控制公司負責人需與控制公司負連帶賠償責任。就其賦予控制公司負責人(通常即控制股東)之義務而言，依條文文義解釋，須於控制公司「故意」使用其控制力始有義務，且必須使從屬公司為「不合營業常規」或其他「不利益之經營」，始有義務。然關係企業間本具有資源互享、整合運作以追求利益及效率最大化之特性<sup>29</sup>，故前述之營業常規與不利益經營的解釋如何與此項特性為區分，即有疑義，甚至有壓迫關係企業政策考量空間的可能。

另外，本條所謂的「年度補償」性質上應屬關係企業間一彈性的補償機制，若控制公司之控制股東對從屬公司所為之不利益經營係出於為自己圖利之意，適用本條即有疑慮。蓋補償之概念應存在於公司與公司之間，若控制股東可適用本條規定，將會使其得藉由本條的補償機制減輕或脫除其所應負之民事或刑事責任，有鼓勵脫法行為的危險<sup>30</sup>。

綜上所述，我國公司法關係企業專章之規定至多僅能勾勒出集團企業規範之輪廓，至於細部對於控制權濫用或從屬公司股東保護等規定仍有待後續發展。

## 2. 從屬公司經營資訊的揭露

集團企業間在法律面上的關係，應為一經濟上同一實體，但法律上卻屬不同個體的關係。控制公司與從屬公司間支配關係的利益，不僅在於事業經營之風險管控上，控制公司由從屬公司從事不同類型和層次的業務，已鎖定並分散企業風險的發生，避免危及控制公司的經營機制，且為在公司法人格獨立與股東有限責任的制度下，有效迴避企業責任之法律設計<sup>31</sup>。蓋控制從屬的支配關係一旦形成，公司法設計之股東權監控機制，即可能因隸屬兩個以上不同的法人格的公司個體而無法主張，使股東權在關係企業的結構中，有被架空之虞<sup>32</sup>，即無法進行其對企業經營的監督。

此問題的顯例即為力霸掏空亞太固網之案例。亞太固網的前身是東森寬頻，其於九十年間設立資本額分別為二十九億及十九億的鼎森與宏森國際。後來力霸旗下之部分子公司發行私募公司債，力霸王家即利用其對鼎森與宏森公司之控制

<sup>29</sup> 參閱方嘉麟，關係企業專章管制控制力濫用之法律問題(一)—自我國統監控模式論專章設計之架構與缺憾，政大法學評論第 63 期，89 年 6 月，頁 302

<sup>30</sup> 同前註，頁 304

<sup>31</sup> 參廖大穎，論關係企業的內部監控與股東權之保護—兼評完全控股的一人公司制度，經社法制論叢，第 31 期，92 年 1 月，第 35 頁

<sup>32</sup> 同前註

力，以此二家公司之資本應募<sup>33</sup>。於此由於控制公司(東森寬頻)之股東對於其子公司(鼎森、宏森)營運之監督難以置喙，故力霸集團即得以透過此方式將東森寬頻(亞太固網)之資產搬移。

由此案例可知，若須節制控制股東此種運用子公司行五鬼搬運之事的行為，亟需仰賴控制公司股東對於從屬公司營運狀況之監督。雖依公司法第二一零條之規定，股東得請求查閱抄錄公司所備置資料範圍，包括章程、歷屆股東會議事錄及財務報表，但解釋上並不及於關係企業內之其他公司；且現行公司法亦未明文規定董事會議事錄之揭露制度，股東也無權請求查閱控制公司或從屬公司之董事會議事錄<sup>34</sup>。因此，對於決定從屬公司之運作機制，即控制公司董事會、從屬公司股東會及董事會之相關企業資訊，控制公司股東並無法掌握。

### 3. 小結

集團企業間之組織態樣繁多且複雜，本文不擬就此問題過度深入探討。惟本文所提出之控制公司股東責任如何歸屬，以及從屬公司經營狀態如何被監督，實乃迫切需要解決之問題。現行公司法的關係企業專章雖其設計之立意係屬良善，方向亦無問題，但不僅條文數量甚少，規定之廣度與深度亦有不足，使得集團企業中之控制股東得以設立子公司或交叉持股之方式進行不法得利行為，且可遁入控制公司之黑幕當中規避法律責任，對於從屬公司之股東即控制公司之小股東的權益侵害甚大。因此，本文以為，集團企業中良善的資訊揭露透明化與監察體系之建立，實屬必要，主管機關或立法者應綜合我國公司之特性與現狀，審慎迅速建立規範。

### 肆.結語

---

<sup>33</sup> 2007/01/24，聯合報，A3版，焦點

<sup>34</sup> 同註31文，頁42