

# 股權分置下的中國上市公司治理

## ——以控制股東為核心的檢視

王 文 杰\*

### 要 目

- |                          |                              |
|--------------------------|------------------------------|
| 壹、前 言                    | 三、控制股東形成的法律背景環境              |
| 貳、中國控制股東形成之背景成因與<br>法制基礎 | 四、上市公司股權結構高度不合理              |
| 一、體制變遷下的制度選擇             | 參、控制股東對公司治理的衝擊與扭曲            |
| (一)堅持公有制占主導地位形成的<br>股權分置 | 一、行政干預對公司治理的扭曲               |
| (二)以國有企業改革為出發的證券<br>市場   | (一)政府部門為上市公司當事人引<br>致行政干預    |
| 二、公司法頒布對控制股東地位的<br>鞏固？   | (二)法律順應監管機關的高度行政<br>管制       |
| (一)呼應國有企業改制為訴求的公<br>司法   | (三)上市公司是一種資源                 |
| (二)以國有企業改制而量身裁製的<br>公司法  | 二、控制權集中之弊病——公司治理<br>缺乏共同利益基礎 |
|                          | 三、收購活動的阻卻與異化                 |
|                          | 四、控制股東之掠奪行為                  |
|                          | (一)控制股東的結構性掠奪                |

\* 政治大學法律系副教授，政治大學法學博士。

投稿日期：九十九年八月二日；接受刊登日期：九十九年八月二十六日

責任校對：蘇淑君

(一)大股東占用資金與非常規關聯交易之盛行	(二)獨立董事
五、控制股東對公司內部治理的衝擊	(三)影子董事規範的追加
(一)對股東會運作的扭曲	四、放寬政府管制的基礎上建立市場秩序
(二)董事會運作的異化	(一)減卻過渡依賴行政的監管
肆、中國上市公司治理的矯正與規範性建議	(二)細膩規章的強化與借鑑
一、股權分置改革的省思	五、對外資的市場開放與機構投資者的積極參與
(一)結構性議題難以對價釐清	(一)市場開放與外資准入
(二)歷史共業議題難以法律作制度性的解套	(二)機構投資者對公司治理的積極參與
二、少數股東權益的合理保障	六、公司私法自治的擴張與法院衡平角色之扮演
(一)股東會中心主義的淡化	(一)閉塞的法院機制更助長證券市場之發展危害
(二)流通股股東利益因地制宜的保護建議	(二)公司自治加速對法院衡平的訴求
三、董事會功能的再塑造	伍、結 論
(一)董事責任與義務的塑造	

## 摘 要

中國發展證券市場與西方發展證券市場的原始動機，存在著一個根本性的差異：西方國家將證券市場業作為籌措資金的平台，而中國將其視為國有企業經營機制改革的政策目標，致使中國證券市場上市公司向來都青睞於以國有企業改制為主。另一方面，為防止國有資產流失，而人為地限制國有股份之流通，形成了股權分置的特殊狀態，並在上市公司的股權結構中占絕對的大宗。股權分置，不但造就鮮明的控制股東現象，也固化了政府部門對於上市公司的長期行政干預。控制股東利用其控制地位侵害少數股東之權益，扭曲公司治理的有效運作。

歷經二十年來的證券市場發展經驗，以及二〇〇五年公司法與證券法的修正補強下，在放寬政府管制的基礎上建立市場秩序，抑制控制股東掠奪，是中國上市公司治理朝向健全發展的道路。消解股權分置狀態，逐步對外開放，吸納借鑑有效的公司治理規範並作因地制宜的設計，加強司法機關的衡平角色都是不可或缺的途徑。

**關鍵詞：**股權分置、控制股東、上市公司、國有企業、公司治理、流通股、非流通股

## 壹、前言

儘管公司治理概念引入中國的時間並不長，即使第一部公司法也是在一九九三年才正式頒布，但中國所面臨的公司治理問題卻非常複雜，這些複雜性的因子表現於中國的證券市場是一個新興的市場型態，諸多公司治理的經驗正在積累，同時中國證券市場還具有體制轉軌所衍生特有的複雜性。中國在市場經濟體制發展以來，既有從傳統社會轉變為現代化社會的問題，又有從計畫經濟過渡到市場經濟的結構調整問題，同時又面臨著從封閉狀態走向對外開放的挑戰。而這三個議題並無階段性之差異與先後，而是同時發生，使得改革開放的中國必須面對著傳統性、現代性與後現代性前所未有的大匯集、大衝撞與大綜合。

儘管各國公司法律制度之發展因其融入於國際社會，而有逐步趨向同性的發展。但公司的制度規範與運作受一國政治經濟體制結構、歷史發展沿革等因素的影響，而有其獨特性，往往有鮮明的國別差異，從而形成其不同的公司治理模式。而近來比較公司治理之研究文獻指出，不同國家因其法制、文化、歷史、社會經濟背景而有其不同之公司治理議題，而其中股權結構之問題實為最決定性的因素<sup>1</sup>。同樣地，欲掌握中國上市公司其公司治理議題之窘境，並研析其解決方案，勢必須由股權結構此一觀點加以切入，並將股權結構與公司治理的互動關係予以連結釐清，否則難以深度切中問題之所在。

起步於一九九〇年的中國證券市場，從一開始基於對國有企業體制改革以及籌措資金的需求而展開，加諸為保持國有資本的主體地位的考量下，使得整體證券市場之股權結構，以人為的方式被區

---

<sup>1</sup> Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127, 139-54 (1999).

隔成流通股與非流通股的分割狀態，亦即所稱的股權分置。中國現有上市公司絕大多數均由國有企業或國家具有高度持股比例的國有資本公司改制而來，在股權結構上基本上是國有資本擁有絕大多數上市公司100%產權的基礎上起步的。儘管中間過程歷經多項改革措施，在漸進式改革與擔心國有經濟於企業改革過程中逐漸削弱的考慮下安排國有股權結構，透過各種方式使國有股在上市公司中占絕對支配之地位，並且不許其流通，使得上市公司中股權結構上國有股占相當比例的現象始終揮之不去<sup>2</sup>，上市公司並因此形成了一個鮮明的控制股東的現實。

這種從一初始便是股權分置狀態的證券市場，在公司治理的安排以及法律適用上有何特殊的制度背景？中國證券市場還屬於新興市場，其如何借鑑吸納公司治理的規範？股權分置結構所衍生的控制股東現象，在公司內部人體系中角色的扮演以及規範如何適用？現實的經濟體制結構條件，對公司治理結構這一現代法律制度產生哪些排斥和具體影響？中國如何克服股權分置的困境，並塑造出一個公司治理藍圖與改造證券市場的路徑？

居於經濟體制轉軌變遷中且不斷擴大發展的中國證券市場，其證券市場的法制發展本身就是一個饒富意義的探討主題，加諸中國證券市場的迅猛發展與逐步對外開放也受到世人之矚目。本文的研究，試圖於中國現實的經濟體制變遷下，特別鎖定以公司治理要求最高且對一國經濟發展具有代表性的上市公司為研究對象，嘗試解讀中國在引進公司治理法律制度的過程中，面臨其特殊經濟體制結構下如何發展證券市場的制度與適用，以求對中國公司治理結構的法律規定與實際運作嚴重對立的現實有一理性認識，以助正確把握

---

<sup>2</sup> 王文杰，二〇〇五年中國大陸公司法修正評析，月旦法學雜誌，128期，頁165，2006年1月。

完善公司治理結構法律制度與經濟體制環境的相互關係。

本文以上市公司中的控制股東為主軸，考察加以貫穿檢視中國公司治理下的相關議題，法律治理策略究竟能在多大程度上影響公司治理，並且在多大程度上與法律外的因素（例如股權分置、行政干預以及經營者的政治權利）相比是影響較小的因素？並連結具體經濟社會的關係和特別是中國制度變遷下的場景和立法選擇的因應與發展軌跡。第一部分先是探求中國發展證券市場之初的制度選擇原因與具體背景，以及公司法對於國有企業改制的青睞所留下的衝擊；第二部分檢視在股權分置結構下使然，控制股東何以扭曲公司治理運作，並掠奪公司與股東權益的現象；第三部分以二〇〇五年修正的公司法與證券法為基礎提出對於控制股東制約衡平的建議與分析；最後為結論。

## 貳、中國控制股東形成之背景成因與法制基礎

### 一、體制變遷下的制度選擇

#### (一)堅持公有制占主導地位形成的股權分置

任何一部法律的制定與頒布都有其歷史背景與經濟體制的需要，作為中國經濟體制改革重要的創新制度之一的證券交易市場，從上海證券交易所在一九九〇年底開幕以來，迄今已經發展二十年<sup>3</sup>，在一九九三年四月發布股票發行與交易管理暫行條例作為證

---

<sup>3</sup> 從較為廣泛的界定上，中國自從1981年因經濟調整中遇到財政困難，為平衡財政收支發行國庫券，應可視為證券發展的開端。儘管國庫券發行初期不能抵押、轉讓、買賣和流通，其強調購買國庫券是企業和人民支持政府的政治義務，不承認國庫券為金融商品，但在此後中國逐步開放證券市場。參閱曹爾階，中國證券市場研究與展望，頁129，1994年3月。

券法頒布前的第一個全國性證券交易法規，而證券法卻一直到一九九八年底才正式頒布，這些歷程與發展都說明中國在證券交易市場初始的概況與法制的內容。

從實質的層面上看，中國的證券市場發端之際，遠遠早於一九九三年憲法修正中所確認的市場經濟體制之前。這種在計畫經濟體制背景之下，引入最富有資本市場色彩的證券制度，促使證券市場發展本身帶有諸多弔詭與不規範<sup>4</sup>。應該說中國在經濟體制改革過程中，就是一種制度變遷的嘗試過程。以中國企業制度的改革而言，從計畫經濟向市場經濟過渡有兩種不同的制度演變方式：其一是自主創新型的制度演進，如承包制；其二是引進型制度變遷，即向國外學習引進，如股票、期貨交易等。在這兩類型的制度演進過程和過程中政府的作用是不同的，證券市場制度的建立可以視之為政府首先模仿發達的市場經濟國家引進新制度的安排，逐步使其本土化和規範化，其突出的特點是，政府主管部門始終都在制度演進過程中起著決定性的角色。這不同於自主創新的制度進過程，如國有企業在承包制改革中，政府的重要作用是對此一政策的認可角色<sup>5</sup>。

中國證券市場的起步發展猶如當時的經濟體制路線的論爭一樣，是「姓社、姓資」的問題。直至一九九二年，鄧小平在南巡講

---

<sup>4</sup> 在中國引進證券市場的過程中，由於長久積累形成的計畫經濟體制和社會背景很難立即與全新的證券市場相對應，造成的結果便是現階段中國證券市場在形式上初步已經具備了證券市場的一些要素並發揮一些功能，但整體的證券市場的實質仍是存在著制度性與結構性缺陷，這些缺陷影響著中國證券市場的正面發展，助長了證券市場的風險生長與擴散，也讓證券主管部門對於監管上製造了許多障礙。

<sup>5</sup> 張平，對「制度變遷、市場演進與非正式的契約安排」一文的評述，載：中國制度變遷的案例研究，頁53，1997年11月2刷。

話中提及：「證券、股市，這些東西究竟好不好，有沒有危險，是不是資本主義獨有的東西，社會主義能不能用？允許看，但要堅決地試<sup>6</sup>。」這樣的宣示，確認了證券市場運作基礎的「政治正確性」。而股份制改造或試點過程中，出於對公有制為主體的機械理解，進而在股份制企業中，必須保證國有股份占控股地位，在一九九二年五月為進行逐步推行國有企業朝向股份制改造所發布法源——股份制企業試點辦法<sup>7</sup>，這個在一九九三年公司法頒布以前，由原國家經濟體制改革委員會所制訂的相關法規，成為企業股份制改制和股票發行上市的主要法律依據。股份制企業試點辦法的基本原則，第一點就是：「堅持以公有制為主體，切實維護公有資產不受侵害。」循著這個基礎，股份制改造公司發起人所持有的國有股和法人股不能在證券交易所中轉讓、交易，如同將國有股的價值轉化流通將被視為「國有資產流失」。同時股份制試點企業辦法第四條中第一次明確地提出公司股權設置有四種形式：國有股、法人股、個人股、外資股，這幾乎成為中國證券市場中股權分類的設置根源。對於作為公司發起人的持股比例和法人資格也有嚴格限制。例如在股份有限公司規範意見第八條規定：「以募集方式設立公司的發起人認購的股份，不得少於公司應發行的股份總數的百分

---

<sup>6</sup> 中共中央文獻編輯委員會編，鄧小平文選，3卷，頁273，2006年7月。

<sup>7</sup> 股份制企業試點辦法是中國股份制企業改造的一個極為重要的綱領性文件，該辦法中確立了諸多後續改革的諸多原則，相關的配套法令如股份有限公司規範意見、有限責任公司規範意見等也為1993年底頒布公司法提供重要基礎雛形。而證券市場中，國有股、法人股一詞便是最早出現在該文件中，國有股定義為：「有權代表國家投資部門或機構以國有資產向公司投資形成的股份（含現有資產折成的國份）。」法人股的定義為：「企業法人以其依法可支配的資產向公司投資形成的股份。」儘管這一用語的法律意涵並不明確，然這一概念又在股份有限公司規範意見、股份制試點企業國有資產管理暫行規定等政策文件中相繼沿用，在中國法學實務與理論中成為一個專有名詞。

之三十五。」這規定具有其歷史意義在於，總股本的35%，意味著對公司控制權，發起人也就是國有股持股單位不得放棄其在上市公司的控制權地位。中國證券市場的股權結構就是這樣在為保持公有制占主導地位，又要發展資本市場的態度下開展出來。

此外，中國之證券市場發展固然受到國有企業改革之背景影響甚深，但是發展資本市場之際，亦擔心大規模私有化會導致失控，特別是同為共產國家面臨經濟轉型的東歐諸國，一九九〇年代初期因在法律體系尚未健全時即進行大規模的私有化所遭受之失敗經驗<sup>8</sup>，更使得中國對於資本市場之發展一開始便趨於保守，更為確認公有制占主導地位的思維。

## (二)以國有企業改革為出發的證券市場

中國在改革開放以來對於經濟體制與企業改革的政策嘗試，一個較為鮮明的模式就是以「試點」方式進行。股份制企業改革以及證券市場的發展亦然，這種改革方式的考量點在於：盡可能地減少改革的風險，以局部性的、試驗性的方式進行改革，藉以將錯誤的成本分散化；試驗推廣改革的方式，使每一個新增的經濟成分取得相適應於形成新的市場環境的時間；改革大多是解決某些具體問題而出發，由於這種試驗推廣機制，使企業改革可以取得一種自我加強的特徵<sup>9</sup>，這也使得證券市場的改革過程中，一種新體制的替代

---

<sup>8</sup> JOHN C. COFFEE, *PRIVATIZATION AND CORPORATE GOVERNANCE: THE LESSON FROM SECURITIES MARKET FAILURE* 22 (1998).

<sup>9</sup> 中國的經濟改革大多並非是在全國範圍內同時推開的，而是每項改革措施都是從較小範圍內的試驗開始，在取得成果後並進行總結的基礎上加以局部推廣，這也意味著中國改革的局部性特徵。無論是對於自下而上自發式的改革措施，還是對於政府推行的改革措施，這種試驗始終都存在。前者如家庭聯產承包制；後者如企業承包制、股份制的推行和創建經濟特區等。參見林毅夫、蔡昉、李周，論中國經濟改革的漸進式道路，*經濟研究*，9期，頁8，1993年9月。

中都需經過一段時間的累積。

猶如Lucian A. Bebchuk與Mark J. Roe兩位美國學者提到的結構導向之路徑依賴類型中，一國初始的股權結構無疑地對於該國後續公司治理發展扮演著重要之角色，不論是股權集中之控制股東抑或股權分散下之經營階層，往往皆屬該制度下之既得利益者，而其等尋租的情形可能將阻礙後續公司治理模式的變革<sup>10</sup>。中國對於證券市場發展初始之際，上市公司的主體以國有企業為主；中國證券市場在設計之初主要便是在促進國有企業之改革。證券市場的基本功能在籌資，而國有企業改革中，最大障礙就在於資金不足，透過證券市場以替國有企業開拓籌措資金的渠道，並降低籌措資本與風險<sup>11</sup>。亦即，中國股份制改造的原始動機與西方證券市場的成立之初存在著一個根本性的差異：西方國家僅僅是將證券市場業作為籌措資金的一種平台，而中國將其視為改變國有企業經營機制的一大法寶。致使中國證券市場的上市公司向來都青睞於以國有企業改制為主。為防止國有資產流失而將國有股和法人股成為上市公司最大宗並限制其流通，這樣便導致了控制股東從一開始便是一種人為塑造，而深深地影響後續公司治理的推動與適用。

## 二、公司法頒布對控制股東地位的鞏固？

### (一)呼應國有企業改制為訴求的公司法

一九九三年底頒布，並於一九九四年施行生效的中國公司法作為公司法律制度化的依據，但在立法之初主要是以解決國有企業改制的問題為出發，致使中國公司法的運作從一開始便承載了一個中性企業法律組織法之外的特殊任務。確實，中國公司制度的衍生與

---

<sup>10</sup> Bebchuk & Roe, *supra* note 1, at 139-54.

<sup>11</sup> 王連洲、李誠主編，*風風雨雨證券法*，頁268，2000年6月。

發展，一直與國有企業改革有著不可割捨的關係在，不瞭解這一背景，將無法深度掌握中國公司制度發展的內涵。公司組織形式是一種相對來講沒有意識形態色彩的概念，中國政府發現它可以被用於重新界定不同經濟參與者之間，包括各獨立的經濟主體和政府之間的廣泛關係。由於這種組織形式變化完全不同於過去僅在既有體制上對國有企業單一公有主體的改革，它套進了西方公司法律制度的體制作為規範依據，不同於過去妥協既有體制下的企業立法，使得這項立法本身也是一種具有高度劇變的繼受體制變遷。同時，中國憲法在一九九三年修正，將計畫經濟體制改為市場經濟，使得中國的體制改革朝向一個新的跨越，在此一政策架構下，國有企業的改革進程跨向以建立現代化企業為中心，現代化的企業形態意味著對於西方公司法律體系的模式作為借鑑的依據。中國公司法亦在一九九三年底適時頒布，也讓市場經濟的參與者有一個以規範性的公司組織形態的依託，同時也給予正在茁壯的民間企業得以公司法為依歸，一併納入企業組織的法律平台之上。

正因為從一九七八年以來中國所逐步推動的國有企業改革，其涉及整體經濟體制的環節，而加重於政府對於企業法制的立法帶有濃厚政府的監管思維，而一九九三年的公司立法亦在此一氛圍之中，使得法律強制性規範居多，不允許當事人有任何變通。最大的弊端是它給公司的設立及其經營活動較小的自由空間，國家干預公司的廣度和力度都過大<sup>12</sup>。公司法頒布施行，主要目的係為了對國有企業的改革而產生，而國有企業改革的本身又牽動著中國法律體系的重大變遷。它不僅僅只是一個企業組織形式的法律而已，致使公司法框架儘管以傳統公司組織為形式外，同時，法律內容存有諸

---

<sup>12</sup> 江平，公司法從19世紀到20世紀的發展，載：公司法修改縱橫談，頁23，2000年12月。

多對於現實體制的妥協，使得中國在市場經濟法制的繼受中，還是有許多屬於既有體制的考量<sup>13</sup>。可以觀察得出，中國在企業改革的進展中，是在舊制度尚未被淘汰的情況下引入的，並且往往是從現存的制度安排中浮現出來的。例如，頒布公司法之際，企業法的規範並未因此而消失，而使得企業制度存在一個二元化的現象。新舊制度的並存一直是中國制度轉變過程中的一個顯著特徵。逐步引進的新制度往往被傳統制度所包圍，雖然這些制度並不完善，但一般說來是對現存制度問題的靈敏反應<sup>14</sup>。

中國公司法，在立法之初以吻合當時的國有企業制度改革的階段性為訴求，致使公司法律框架的制度性安排略顯粗約，正因為以配合國有企業的公司改制為立法主軸，加諸推展市場經濟剛剛起步，商事運作經驗不足，致使整部法律顯得充滿高度管制色彩，以及設下高門檻的准入制度，使得私人資本准入成為一個障礙，阻卻

---

<sup>13</sup> 例如1993年公司法第16條第2項：「國有獨資公司和兩個以上國有企業或者其他兩個以上的國有投資主體設立的有限責任公司，依照憲法和有關法律的規定，通過職工代表大會和其他形式，實行民主管理。」第75條第2項：「國有企業改建為股份有限公司的，發起人可以少於5人，但應採取募集設立。」公司法中類似這些因應國有企業改制的規定不在少數，這些都是針對本身體制現實所做的特殊規定。

<sup>14</sup> STOYAN TENEV ET AL., CORPORATE GOVERNANCE AND ENTERPRISE REFORM IN CHINA 8 (2002). 不容否認，中國國有企業朝現代化企業制度所進行的公司化改造，在背景上有著極大的特殊性：它不是在一個完善的市場制度環境下進行的企業制度創新，而是跟隨著中國正在逐步形成的市場制度環境趨於同步發展的情況下的企業制度創新；最棘手的是它並非在原有產權清晰條件下的產權結構調整與改變，而是在理順產權關係的同時進行對國有企業公司化的產權結構塑造。國有企業公司化改制不是作為過去企業改革方案失效的替代而進行的變革，而是作為培育市場經濟主體而進行的一種脫胎換骨的改造。因此，中國國有企業公司化改制是一個對國有企業進行本質性的變革，這個變革也是一個促使企業得以邁向永續發展的道路。

私人資本的發展空間，進而在法律條文中充斥著國有企業量身裁製的痕跡，而這些又是理應為中性企業組織法的公司法所難以承載的「重」<sup>15</sup>。

### (二)以國有企業改制而量身裁製的公司法

由於一九九三年中國公司法是在計畫經濟體制和國有企業占主導地位的背景下產生的，這注定了其難以超脫歷史的侷限，從一定程度上言，公司法就是一部帶有濃厚意味的國有企業改造法，無論是國有獨資公司的設計、股份有限公司的設立、股票發行上市條件等，公司法中提供了國有企業改製為公司，在設立程序與經營運作比其他企業主體更為優厚的條件。

這些為國有企業量身裁製的條款，諸如，鑑於國有企業在計畫體制下所形成的特殊地位，公司法立法之際多處條款為國有企業轉製為公司提供了「特殊待遇」。例如公司中的國有資產所有權屬於國家（第四條第三項）；只有國家授權投資的機構或部門可以單獨設立獨資有限責任公司（第二十條第二款）；國有企業改組為股份有限公司的，發起人可以少於五人（第七十五條第二款）；國有企業改建為股份有限公司時，嚴禁將國有資產低價折股、低價出售或者無償分給個人（第八十一條）；國家授權投資機構可以依法轉讓其持有股份，也可以購買其他股東持有的股份（第一四八條）；原國有企業改建設立或新組建股份公司，其主要發起人為國有大中型企業，可以連續計算三年盈利記錄（第一五二條第三項）等等。

就股份有限公司設立而言，股份有限公司的設立，必須經過國務院授權部門或者省級人民政府批准（第七十七條）。這一條文也

---

<sup>15</sup> 王文杰，資本制度的淡化或神話——中國公司法資本制度之檢視，載：財經法制新時代——賴源河教授七秩華誕祝壽論文集，頁41，2008年8月。

鮮明地確認股份有限公司的設立認定採行限縮性的審批主義，相對於一般性的有限責任公司的準則主義有所不同。窺其立法考量在於，開辦公司必須經過政府主管部門審批的作法應當改變。符合公司法規定條件的，就可以直接登記註冊。但有的特定行業（如生產、經營藥品、菸草製品、度量衡的公司等等），或其他法律、行政法規規定須經主管部門審批的，仍應經過審批。至於股份有限公司，因股份制正在試點期間，經由審批來調整其試點過程中的諸多改造事宜是必要的<sup>16</sup>。以公司法修正的二〇〇五年底為止，上市公司有一千三百八十一家，而民間資本的股份有限公司也才有九百二十二家<sup>17</sup>，這充分顯示其不相當性。

### 三、控制股東形成的法律背景環境

一九九三年公司法第一五二條對上市公司的資格條件規定：「股份有限公司申請其股票上市必須符合下列條件：(一)股票經國務院證券管理部門批准已向社會公開發行；(二)公司股本總額不少於人民幣5,000萬元；(三)開業時間三年以上，最近三年連續營利；原國有企業依法改建而設立的，或者本法實施後新組建立的，其主要發起人為國有大中型企業的，可連續計算；(四)持有股票面值達人民幣1,000元以上的股東人數不少於1,000人，向社會公開發行的股份達公司股份總數的25%以上；公司股本總額達人民幣4億元的，其向社會公眾發行股份比例為15%以上；(五)公司在最近三年內無重大違法行為，財務無虛假記載；(六)國務院規定的其他條件。」

可以看出一九九三年公司法對於上市公司得以上市的條件，係

<sup>16</sup> 參見宋汝芬，參加立法工作瑣記（下冊），頁282，1995年3月。

<sup>17</sup> 參見中國證券監督管理委員會編，2006中國證券期貨統計年鑑，頁7，2006年8月。

以業績紀錄、最低股本總額、最低淨資產和最低的公眾持股數和比例作為要求。特別是當時公司法第一五二條第三項所稱：「開業時間三年以上，最近三年連續營利；原國有企業依法改建而設立的，或者本法實施後新組建立的，其主要發起人為國有大中型企業的，可連續計算；」這一規範其實質在於鼓勵國有企業改制上市，並限制或歧視非國有企業的改制上市<sup>18</sup>。

在一九九三年的公司法中並未對流通股與非流通股的規範載入在公司法中，而順應公司法的頒布，一九九四年十一月三日，國有資產管理局、國家體改委聯合發布股份有限公司國有股權管理暫行辦法，則進一步地確認。其中第二條規定，組建股份公司，視投資主體和產權管理主體的不同情況，分別構成「國家股」和「國有法人股」。國家股和國有法人股統稱為國有股權。而股份有限公司國有股權管理暫行辦法第十一條第二項：「國有股權控股份為絕對控股和相對控股。絕對控股是指國有股權持股比例占50%以上（不含50%）；相對控股是指國有股權持股比例高於30%低於50%，但因股權分散，國家對股份公司具有控制性影響。」第二十七條第二項：「國有股持股單位不得以任何理由、任何方式同意單方面縮小國有股權比例。」第二十九條第二項第三款：「轉讓國家股權的申請報國家國有資產管理局和省級人民政府國有資產管理部門審批；向境外轉讓國有股權的（包括配股權轉讓）報國家國有資產管理局審批；國家股轉讓數額較大，涉及絕對控股權及相對控股權變動的，須經國家國有資產管理局會同國家體改委及有關部門審批。」這些規定都是進一步確認了國有股權成為控股地位且凝滯其轉讓的法源規範，造就了中國證券市場股權分置狀態的更加不可動搖，同

---

<sup>18</sup> 張聖懷，中國上市公司控制權法律問題研究——缺陷與改良，頁33，2007年6月。

時制度性地成就控制股東在上市公司的存在。

儘管法律固化的股權分置與控制股東地位的情事，但是政策性的青睞賦予更加深了上市公司初期以國有企業的改制為訴求的現實。例如一九九七年關於做好一九九七年股票發行工作的通知中，對於上市公司之選擇標準，以「重點支持關係國際經濟命脈、具有規模經濟、處於行業排頭兵地位的國有大中型企業」。一九九八年六月中國證監會所發布關於重點支援國有大中型企業上市的通知<sup>19</sup>，除更鮮明地排斥著私有資本公司上市的可能，也標誌著政策上將證券市場作為日後大中型國有企業改革的重要手段<sup>20</sup>。這種以政策上維護公有制企業為主體成為上市公司的前提下，衍生出國有股權等非流通股作為證券市場上的絕對控制股東的場景，而這些股份的持有者本身又是各種不同的行政機關或地方政府，促使中國上市公司的治理與運作本身就是一個揉合政策性指導與公司治理雙重對立的困境。

如果股權被有意識地集中，剩下的流通股這些少數股份便難以維持一個具有高度流動性的資本市場。此外，控制股東存在侵害少數股東利益的風險，會進一步導致交易程度的降低，或者妨礙流動性資本的形成。觀察其他國家上市公司股權結構的分布態勢，是一種在自然漸進的制度變遷發展下的結果，但深度檢視中國上市公司，卻

---

<sup>19</sup> 關於重點支援國有大中型企業上市的通知提及：「為了支援國有大中型企業的改革和發展，各地在選擇1997年計畫內企業時，除優先推薦地方所屬的512家重點國有企業外，還應優先推薦當地符合上市條件的中央直屬企業中的512家重點國有企業。」

<sup>20</sup> 以中國證監會發布的官方數據顯示，即使到2006年底，上市公司中第一大股東為國資委或國有控股企業的上市公司，共有945家，占全部上市公司的65.9%；民營企業控股公司386家，占26.9%；外資控股公司18家，占1.26%；有限公司控股的上市公司85家，占5.93%。參閱中國證券監督管理委員會編，2007中國上市公司年鑑，頁29，2007年12月。

發現其股權結構的高度不均衡衍生是一種政策性的制度供給。

儘管在二〇〇一年中國取消上市計畫指標，改為輔導上市，發布首次公開發行股票輔導工作辦法，改變長期以來審批制的模式為核准制。但過去由於政府介入較深，證券公司在推薦上市時較為輕忽上市公司的信息披露和發行人公司治理結構的檢視，而一味追求上市公司數量的情境<sup>21</sup>。很大程度已經造就中國證券市場積重難返的困境。

#### 四、上市公司股權結構高度不合理

中國國有企業改革的歷史脈絡下所形成的股權結構，而其特殊性在於「一股獨大」，並成為長期以來制約中國公司治理難以有效運作的起點。「一股獨大」指的是中國上市公司中的國有股所占一家上市公司股權比例的絕對優勢，與其他股權結構集中國家中常見的少數控制有別。中國的上市公司股權結構與其他國家不同的是，其並無有影響力的個人或家族股東，金融機構和機構投資人的影響幾乎不存在，真正影響的是來自國家，而且這影響是巨大的<sup>22</sup>。如此政策下的結構性現況，加上以往公司法制規範欠缺、運行不當，致使中國上市公司治理狀態不佳；而反應在公司法制的修正上，則產生對於完善公司的治理模式有強烈需求。

觀察中國上市公司股權的結構特徵，表現在於：單一化的國有投資主體、權利的高度集中、股權非流通性。由上述所分析的情境的歷史原因，導致中國上市公司股權結構具有幾個極為突出的特點：(一)流通股的比重低，絕大部分股份不能上市流通；(二)非流通股過於集中，導致控制股東「一股獨大」的鮮明情境；(三)流通股過於

---

<sup>21</sup> 談蕭，上市公司治理與監管專題研究，頁114，2006年12月。

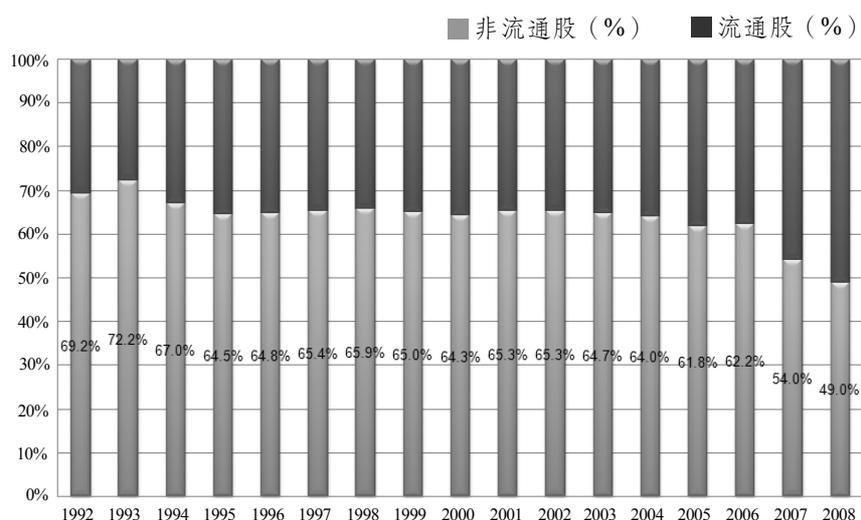
<sup>22</sup> TENEV ET AL., *supra* note 14, at 81.

分散，機構投資者比重過小；(四)上市公司的最大股東通常為一控股公司，而不是自然人。

以上海證券交易所掛牌的上市公司為例，透過中國證監會的官方數據對流通股與非流通股的比例加以檢視，發現：從一九九〇年代早期證券市場發開始發端非流通股占70%，到二〇〇八年仍然占有49%（圖一）。儘管，中國在二〇〇五年後展開股權分置改革，上海證券交易所自二〇〇七年至二〇〇九年的變化，流通股股份之比例已超越未流通股份。然而，股份分置改革後，其已流通股份可能包含一定比例的「有限售條件的股份」<sup>23</sup>，而各上市公司之股份分置改革方案不一，其限售年限亦有不同。因此，已流通股份未必屬當前真正得能在證券市場上買賣之股份。使得不同性質股票之間的流通存在壁壘，在短時間內仍然是牢不可破。

---

<sup>23</sup> 2005年4月，關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知第5點，提及：(一)試點上市公司的非流通股股東應當承諾，其持有的非流通股股份自獲得上市流通權之日起，至少在12個月內不上市交易或者轉讓；(二)持有試點上市公司股份總數5%以上的非流通股股東應當承諾，在前項承諾期期滿後，通過證券交易所掛牌交易出售股份，出售數量占該公司股份總數的比例在12個月內不超過5%，在24個月內不超過10%；(三)試點上市公司的非流通股股東，通過證券交易所掛牌交易出售的股份數量，達到該公司股份總數1%的，應當自該事實發生之日起兩個工作日內做出公告，公告期間無需停止出售股份。

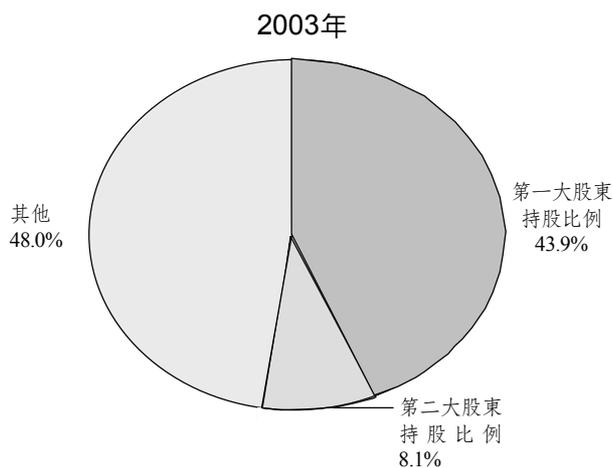


資料來源：二〇〇九年中國證券期貨統計年鑑、上海證交所。

圖一 非流通股與流通股比例

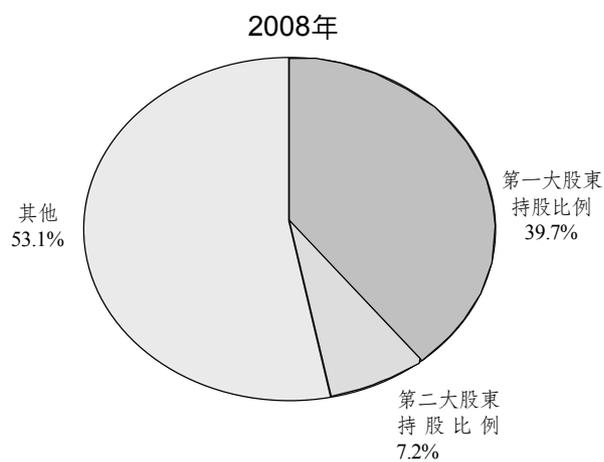
再以上海證券交易所為例，在二〇〇三年股權分置改革前，第一大股東平均所占公司的股份高達43.9%，即使是第二大股東亦占有8.1%（圖二）；到二〇〇八年，股權分置改革幾年後，第一大股東所占公司的股份平均仍高達39.7%，第二大股東平均占7.2%而已（圖三）。猶有甚者，像中國石油天然氣股份有限公司（上交所股票代碼：601857）第一大股東為國家股屬性的中國石油集團，高達86.42%<sup>24</sup>，這說明控制股東在中國上市公司中的一個絕對性持股比例狀態。第一大股東的高持股比例，也顯示出中國上市公司內部人控制的鮮明態勢。

<sup>24</sup> 參見中國石油天然氣股份有限公司編，中國石油天然氣股份有限公司2008年年報，頁11，2009年3月。



資料來源：二〇〇九年中國證券期貨統計年鑑、上海證交所。

圖二



資料來源：二〇〇九年中國證券期貨統計年鑑、上海證交所。

圖三

以上不合理的股本結構特點導致多方面的問題：(一)由於國家股股東權利的執行機制不健全，結果要麼導致政企不分，企業目標政治化，要麼導致內部人控制，內部人濫用股東資產和公司資源，企業運作偏離股東價值最大化的目標；(二)鮮明的控股結構狀態便利了大量的損害上市公司利益的關聯交易；(三)流通股股東對上市公司缺乏有效的制衡力量；(四)公司控制權市場的運作效率、運作品質和運作空間受到嚴重限制；(五)股票交易市場價格信號和價格形成機制扭曲，導致公司融資行為扭曲，阻礙證券市場有效競爭和合理資本配置。

惟股權集中的用語尚不足以完整地描繪中國上市公司的股權結構，「一股獨大」指的是中國上市公司中的國有股所占一家上市公司的股權比例的絕對優勢，不僅僅在於單一股東持股超過50%而言。究其背景因素係與國有企業改革有密切關係，又為求不改變改革後之國有企業與政府的關係，以及不觸動內部人員的利益，大多將原國有企業改制為控股公司，經政府授權作為上市公司之國有股東，仍處於絕對控制之地位<sup>25</sup>。

### 參、控制股東對公司治理的衝擊與扭曲

#### 一、行政干預對公司治理的扭曲

##### (一)政府部門為上市公司當事人引致行政干預

政府是以公法人的身分出現，它是履行國家管理職能的機構，其與私法人的區別在於，它既不是以社員權為基礎的集合體，也不是提供一定目的之財產為基礎的財產集合體。因此，政府在行使國

---

<sup>25</sup> Wen-Chieh Wang, *The 2005 Revision to China's Company Law*, 7 HARV. C. L. REV. 73, 79 (2006).

有產權時，更為關注的可能不是營利目標，而是諸如經濟高速增長、實現充分就業、抑制通貨膨脹、維護社會穩定和政府權威等社會經濟政策目標。中國政府部門以及地方政府基於持有上市公司大部分的股份情況下，其投諸於對上市公司內部管理之際，卻常衍生以下後果：1. 政府常憑藉著所有者身分，為企業設置體現社會偏好的激勵規則，甚至不惜犧牲企業效率來實現政府目標；2. 當企業目標與社會需求不一致時，為使企業的經營行為與政府期望實現的目標相一致，政府常常藉助行政權來引導企業行為，造就了行政干預的不可避免；3. 由於過去國有企業承擔了社會責任，因此成本與利潤的考量並不能確切反應企業努力的程度，因此當企業陷入困境時，政府往往必須給予外部援助<sup>26</sup>。這說明了企業依附在政府體制之下無法自主經營的窘境與行政部門對企業干預的經濟原因。

另外，隨著改革的日漸深化，企業和政府與在政企分開的基礎上，已經逐步成為兩個不同的運作體制，大量國有企業的公司化改制（甚至變成為上市公司）造就企業必須在市場機制中運行，而政府理應上升為一個客觀中立的管理者，但是管理手段基本上卻是延續了計畫經濟體制時期的管理原則和框架，仍然置身於市場之外，所以經濟體制改革從字面上看是個經濟問題，但從本質上看還是個政治問題，是以若將國有企業改革看待成一個純粹的經濟議題，根本無法完成國有企業的改革<sup>27</sup>，這也是何以中國上市公司嘗試要塑造一個良善的公司治理所面臨的困境之一。

在市場經濟體制中，有相當多的經濟社會問題不可能透過市場機制調節而解決，這是引致政府部門為維護公共利益而介入市場過

---

<sup>26</sup> 楊瑞龍，國有企業股份制改造的理論思考，經濟研究，2期，頁14，1995年2月。

<sup>27</sup> 何清漣，現代化的陷阱——當代中國的經濟社會問題，頁101，1998年9月4刷。

程的一個主要原因。但另一方面，政府也有失靈的問題，這正是需要建立以市場機制為基礎的資源配置體系的原因所在。因此，政府部門維護公共利益，是彌補市場機制不足的過程，但不是藉此作為取代市場機制的理由。此外，國家對過度控制的一個弊端，容易導致國家作控制股東與其他股東產生利益衝突。因為國家透過對於企業的控制，有可能實現價值最大化之外的其他社會公共目標。這就會造成大股東目標與中小股東目標的衝突，在國家控股的前提條件下，往往對於小股東的權益侵害，因為小股東與國家股東不同，只有透過價值最大化才能從投資中受益<sup>28</sup>。

### (二)法律順應監管機關的高度行政管制

中國在證券市場發展中的幾乎是在實踐中累積經驗，也造就立法的完善過程並非一蹴可幾。一九九三年國務院發布股票發行與交易管理暫行條例，這部涉及證券市場的綜合性行政法規，在證券法頒布前作為主體法源依據。該條例除了設立股份有限公司申請公開發行股票、股份有限公司增資申請公開發行股票、定向募集公司申請發行股票、股份有限公司申請其股票在證券交易所交易時，這些一般性行為確認其法定條件外，幾乎都以「證監委規定的其他條件」為表述，向證券主管機關作出授權規定。實際上使得主管機關對於證券市場的規模、市場發展進程，甚至參與證券市場主體資格都在監管機關的控制之中，這些幾乎不受限制的管制權和幾乎依賴政府對於市場的理性判斷，導致由政府來根據市場經濟體制改革需求來培育和調控證券市場<sup>29</sup>，使得許多證券市場運作規範和管理 and 計畫經濟體制下透過行政審批的方式在進行沒有兩樣。

<sup>28</sup> 郭丹青，政府持股與中國公司治理，洪範評論，2卷2輯，頁231，2005年9月。

<sup>29</sup> 彭冰，中國證券法學，頁25，2007年10月2版。

正因為在證券法律或法規中高度地對於監管機關的授權，導致諸多事務都需要經由審批的方式來進行。審批制<sup>30</sup>是中國行政機制運作的一個主要表現，它建立於對被審批者的不信任基礎上，試圖透過審批，篩選出合格者。本文以為中國證券市場發展以來，審批制有著一系列負面效應：1. 提高了被審批者的運作成本，降低了效率，同時，成為某些監管部門工作人員顯示權威的立足點，甚至成為追求利益的根據。2. 增強了監管部門及其工作人員行政工作的隨意性，不利於被審批者形成穩定的預期以及在此背景下的經營活動安排。3. 監管的不透明，由於審批本身就是難有具體的規範，導致暗箱作業。4. 弱化了負責機制，在審批制條件下，經監管部門審批的事項，一旦發生違法違規，究竟應由誰承擔後果常常處於難以說清楚的狀態。

在中國股份制改造以及證券市場發展的過程中出現大規模的尋租活動，其根本原因在於：在由計畫經濟體制轉向市場經濟體制過渡的過程中，在資源逐漸市場化的背景下，政府仍然保持對市場經濟運作中的干預和管制，使行政權力能以市場化的形式全面參與分配<sup>31</sup>。在經濟發展中的事務並不全是政府所能處理的，對於上市公司控制權的行使而發生的種種衝突的調控，有時也遠遠超出了政府的能力極限，而監管者往往針對公司運作所發生的問題作出各種規

---

<sup>30</sup> 審批制度，廣而言之，權力機關就下屬單位或個人請求之事項做出允許與否的裁斷，都可稱為審批。非經權力機關允准，不得自行實施的行為都屬審批權的支配範圍。「審批」是中國權力機關最繁忙的日常工作和最主要的職能之一。審批牽動著中國大陸社會生活的各方面，僅僅企業設立有關的審批，包括公司的發起、經營範圍許可和籌建許可，這都是申請註冊之前必須完成的手續。改革公司設立的審批制度已是擊破來自權力機關行政性壟斷的根本措施。參閱方流芳，公司審批制度與行政性壟斷，中國法學，4期，頁58，1992年7月。

<sup>31</sup> 何清漣，同註27，頁29。

章、意見、暫行辦法、通知等等，以期填補公司法上的缺失，並對現狀缺陷進行調整，有點像是門診式的治療效果，治標而不治本。但其立法位階太低，應急對策性的意味太濃，而失卻長遠的周延性規範，行政色彩太濃，也使得與具體規範完整的公司治理的需求有著許多落差<sup>32</sup>。

### (三)上市公司是一種資源

上市公司原本並非是一種資源，但若存在制度性的安排使其成為稀缺性的時候，它便成了一種資源。由於中國證券市場創立之際，對於上市公司資格的實行一種實質性審批的模式，致使要符合國家鼓勵項目的國有企業或是特地的產業政策需求外，同時，在股票發行規模也形成一個總量管制的限縮。因此，上市公司資格取得是一種配額，這種配額在經濟體制轉軌前與轉軌過程中成為中央與地方經濟管理的特徵<sup>33</sup>。亦即證券市場上市公司的取得准入門檻過高，上市公司成為政府授予的壟斷權力，擁有這種資源者便可獲得壟斷收益。例如證券市場的資金籌措，是非上市公司所夢寐以求；上市公司相較於其他類型企業，以其股票可流通性、資訊相較為具有標準化而有較強的變現性；上市公司具有較大的品牌效應；得以用較少的資金支配和控制較大的社會資本；股市處於發展期，各地政府也給予租稅優惠等<sup>34</sup>。當上市公司出現經營危機或是有意託售之際，一些民營企業或是不耐久候排隊等待上市的企業便萌生收購之動機，即使是一些體制幾乎難以扭轉的公司亦為搶手，因為上市公司在中國經濟體制下，上市公司本身就是一個「資源」。

<sup>32</sup> 甘培忠，公司控制權的正當行使，頁2，2006年9月。

<sup>33</sup> Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 AM. L. ECON. REV. 184, 184 (2005).

<sup>34</sup> 鄭琰，中國上市公司收購監管，頁45-46，2004年8月。

中國政府在把配額制沿用在剛起步的證券市場，其主要目的在於維持政府對市場規模與穩定性的控制。同時，配額制不僅成為控制企業進入股市的工具，也成為與地方政府之間爭奪資源的基礎。使得證券管市場管理被視為一種「政府治理」的方式以為對待<sup>35</sup>，進而行政干預於證券市場的運作頗深，相對便忽視了上市公司應有的自行市場運作規範。

何以中國上市公司大股東以各種方式侵害小股東的利益，進而表現出最壞的公司治理場景？也許國有企業在改制中所形成的上市公司一股獨大並不是公司治理不力的最根源所在，而獨大的控制股東因其在相關產業具有舉足輕重之地位企業所致，使得中國經濟環境與政治制度方面享有超越市場的壟斷地位才是真正的病灶之所在。在中國，隨著大量的國有企業改制為上市公司後，政府握有公司股份，也直接成了公司治理結構中的一方成員。行使所有者職能的政府部門，同時也是行使經濟管理者職能部門的政府部門，二者職能上難免發生衝突和混淆，而且政府部門還習慣利用其在上市公司的占有較大股權這個工具對經濟實行有效管理，這種慣性使得兩者的區隔更加困難<sup>36</sup>，而喪失作為監管者的中立性地位。與私人企業的股東不同，政府立於上市公司出資人的角色，對企業經營決策的干預是透過個別主管部門分別實施的，因此無法避免政府利用行政手段超越出資者職能，直接干預企業的經營決策。國有企業的出資者職能長期由多個政府部門分頭負責，極易造成兩個極端：1. 誰都不對企業經營的成敗真正地承擔最終責任，這種無須負責的權力行使極易導致權力的濫用；2. 誰也不對企業行使所有者職能，結果造成內部人控制，內部人利用所掌握的公司控制權最大限度地牟取

---

<sup>35</sup> Pistor & Xu, *supra* note 33, at 196.

<sup>36</sup> 鄧輝，論公司法中的國家強制，頁163，2004年5月。

一己私利。中國在計畫經濟體下的背景下，由於政府部門興辦了各式各樣的企業，為扶持和補貼國有企業，而為國有企業在法律和政策上提供各種特權，至今國有企業和非國有企業的不公平對待仍是阻礙市場經濟秩序形成的一個頑疾，而公共權力和國有產權的結合使得政府部門更有動機和理由製造更多的行政壟斷<sup>37</sup>。

## 二、控制權集中之弊病——公司治理缺乏共同利益基礎

股權分置，是指中國由於特殊的歷史成因和環境發展，在證券市場的上市公司，普遍形成可流通與不可流通「兩種不同性質的股票」結構。這兩類股票的股份性質、價格形成機制、流通權利不同，但在公司投票權與分紅相同。股權分置是形成阻礙中國證券市場健全發展的結構性障礙，導致了不同股份之間的利益失衡，加劇股東之間的利益差異，亦為以非流通股占上市公司股份結構的大宗形成控制股東，流通股利益不斷受到侵害的問題所在。股權分置的存在使中國上市公司內部也缺乏一個具有共同利益趨向的制度平台。

在中國公司法相關規範上並無流通股與非流通股的區別性規定，但是上市公司中股權分置的具體鮮明狀態，在實質運作上卻深度影響著公司治理的有效運作，公司法上以一種含糊其詞的狀態存在，對股權分置所衍生對公司治理的衝擊採取了迴避和擱置的態度。但是一般更為細瑣的行政通知或是決定，以立於法律位階以下的法規或規章形式出現，除行之有效地將流通股與非流通股加以規範外，更導致了兩類股東之間的區隔性運作。

一個現象往往是深深嵌在一套或一系列制度背景之中的。在股權分置的格局下，上市公司各類股東的利益機制存在極大的差異：

---

<sup>37</sup> 鄧輝，同前註，頁257。

非流通股股東非經核准不能轉讓，不能享有源自於企業經由業績提升以及未來營利能力提升所帶來之利益期待，導致流通股股東並不關注股票市值的增長，因其資產價值與股票走勢並無關係，而流通股股東則從市場價值的增長中直接獲利。這種利益機制的割裂使得非流通股居於控制股東地位者，並不關注於股東市場價值的最大化，而是希望透過控制股東的地位，實現上市公司的發行上市、融資、收購，以提高其淨資產和所控制的總資產規模；或者透過非公正的關聯交易、違規擔保、占用資金等方式掏空上市公司，且為達到這些目的，透過虛假信息披露、財務詐欺、隨意更改投資方向等現象不可避免地層出不窮，從而傷害少數股東的利益。而流通股股東則將資本利得作為獲得投資回報的唯一來源，這也造就中國股票市場的投機盛行、資本市場效率低下、公司治理功能受到扭曲，甚至連資本市場正常分紅現象也被視為侵害流通股股東利益的行為<sup>38</sup>。由於非流通股不能流通，造成以國家股和法人股為代表的控股股東與中小流通股股東有著不同的利益來源，前者主要來自公司的剩餘收益，後者則以股票升值的期待為主<sup>39</sup>。

從中國證券市場的具體實務情況來看，在上市公司中因歷史原因存在流通股與非流通股的股權分置問題。國有股、法人股等非流通股的股東取得公司股份的成本較之流通股股東要低，但是其股份作為非流通股不能在證券交易所上市交易。非流通股在轉讓方式、轉讓價格形成機制和轉讓條件等方面受到的種種限制，不僅使其流通轉讓困難，而且大大增加了投資者持有非流通股的風險與機會成本。由於流通股透過證券交易所的集中競價確定市場交易價格，而

---

<sup>38</sup> 吳曉求，股權分置改革後的中國資本市場，頁36，2006年4月。

<sup>39</sup> 陳曉、王琨，關聯交易公司治理與國有股改革，經濟研究，4期，頁78，2005年4月。

非流通股則主要透過協定的方式進行轉讓，其轉讓價格通常以每股淨資產為基礎確定，這使得流通股與非流通股股票的市場交易價格完全不具有可比性，導致二者在不統一的資本市場上出現在同股不同價的現象。同一上市公司發行的普通股股票，其流通股股票的價格往往遠遠高於非流通股股票的價格<sup>40</sup>。

上市公司在現存的股權結構下，公司治理機制和股東積極行動主義對於緩解公司代理問題似乎難以發揮作用，因為所有權的高度集中以及超過三分之二的非流通股，其意味著很低的控制權競爭<sup>41</sup>。此外，流通股股票本身大部分為自然人所持有，他們既沒有積極性也無相對的資源去履行監督的職能，這造就了對控制股東監督的結構性缺乏。

### 三、收購活動的阻卻與異化

上市公司收購方式能發揮功能的前提，是外部投資者得以透過證券市場收集足夠的持股比例，然後利用董事會成員的更動，更換在職經營者，從而對於經營者產生約束作用。在證券法頒布之前，一九九三年的股票發行與交易暫行管理條例和與之配套的公開發行股票公司信息披露實施細則中，涉及上市公司收購的規範充分體現當時為扶持國有企業上市，防止收購過程中出現國有資產流失，對於個人持股者給予嚴格之限制，使得參與收購的主體只能侷限於內地法人企業<sup>42</sup>。而且為從嚴控制，在收購前的信息披露制度所要求

<sup>40</sup> 參見中國證券報，2004年4月14日，5版。

<sup>41</sup> TENEV ET AL, *supra* note 14, at 83.

<sup>42</sup> 股票發行與交易暫行管理條例第46條中規定：「任何人不得持有一個上市公司千分之五以上的發行在外的普通股。」換言之，當時中國禁止自然人透過證券交易市場中獲得上市公司的控股權，收購方的主體僅能是法人，而A股市場的收購主體僅能是境內的法人。

的，由於股東持股比例而觸發的信息披露義務比例過低，實際上增加了收購成本。

由於證券市場的收購是新鮮事務，雖然借鑒外國立法是最快速的方式，但如在條文上僅規定要約收購的方式，而規定要約使用同種股票的全部持有人，由於沒考慮到股權分置下，流通股與非流通股的顯著價格差異，實際上對大多數的上市公司的收購活動缺乏適用，收購活動僅侷限於少數幾家流通股大的上市公司之上。中國證券市場發展歷程中，一個弔詭的情境是，法律的限制與市場現實之間的脫節極為嚴重，上市公司流通股的持股比例不大，且在集中市場中進行收購成本太高，要約收購不易成局，使得協議收購成為控制權轉移的主要途徑，加劇了上市公司收購過程中收購者與流通股股東之間的利益差異，同時協議收購的進行往往是一對一的黑箱作業狀態，使得整個收購過程可能發生公司經營狀況的重大信息不能充分披露，而法律法規的要求過於籠統，使得上市公司收購所衍生的內幕交易、價格操縱等事務相伴而生<sup>43</sup>。

一九九八年的中國證券法第七十八條規定，上市公司收購可以採取要約收購或者協議收購的方式。然而股權分置的現實，以及控制股東占絕大持股的狀態下，流通股數量較少，導致原證券法的要約收購根本難以竟其功，法律的規定內容形同具文。促使中國證券市場中，上市公司收購的方式絕大多數都是通過協議收購方式對非流通股進行收購之樣態，恰恰非流通股以國有股占大宗，造就任何一個協議轉讓的收購行為都會和國有資產管理體系發生關係，使得看似單純的收購行為的商業模式外貌，卻是富含著濃厚的行政安排在其中，而非源自於市場當事人立於自身發展需求與產業布局所作

---

<sup>43</sup> 屠巧平，公司控制權市場研究——從利益相關主體行為視角，頁95-96，2007年10月。

的自願選擇，從而難以透過證券市場的收購機制替換績效低劣的在職經營者，導致公司治理目標的落空<sup>44</sup>。

#### 四、控制股東之掠奪行為

##### (一)控制股東的結構性掠奪

如果控制股東濫用其控制地位，犧牲公司及其他股東之利益，以尋求高額的「控制者私利」係為公司治理上所應遏止之事，但是橫諸在中國的場景所面臨的現實，除沒有對控制股東形成有效之約束機制，使得控制股東得以憑藉其優勢地位，漠視於現行公司治理架構下的經營與監督機制，以取得違法利益之誘因。其關鍵性的結構性因素，最特殊的還在立於股權分置的現實下所作的一些法律制度所衍生的結構性的掠奪。諸如以高溢價、增資、盈餘配股等方式向流通股股東圈錢，坐享由此帶來的資產增值。

##### 1. 高溢價發行

股份有限公司國有股權管理暫行辦法第十二條規定：「國有資產嚴禁低估作價折股，一般應以評估確認後淨資產折為國有股的股本。如不全部折股，則折股方案須與募股方案和預計發行價格一併考慮，但折股比率（國有股股本／發行前國有淨資產）不得低於65%。股票發行溢價倍率（股票發行價格／股票面值）應不低於折股倍數（發行前國有淨資產／國有股股本）。」由國有股折價發行比例的規定，若依照本條之規定，假設某一上市公司，發行時其國有資產一元得認購一股或最多以一·五三八元認購一股，（依國有資產每一元資產的折股比率不得低於65%的規定），但是流通股認購一股卻需要八元、十元，甚至更多<sup>45</sup>。但隨著非公有經濟體制的

<sup>44</sup> 郭鋒，中國資本市場若干重大法律問題研究，頁24，2008年6月。

<sup>45</sup> 張聖懷，同註18，頁39。

發展，私有資本也成為上市公司、自然人和其他經濟性質的法人，在以資產折成發起人股時，也樂意比照辦理。因此，此規定實際上成為非流通股股東以低成本控制上市公司的主因，並因而引起流通股與非流通股股東之間利益不協調、控股股東或實際控制人扭曲公司行為、股份分配政策不公平等一系列問題之所在<sup>46</sup>。而這是一種法律制度的結構性對流通股股東的剝奪，透過限定折股的最高價，形式上保障了國有股的主導地位，防止國有資產流失，實際上卻以犧牲多數流通股股東的權益作代價。

即使在股權分置改革之際，往往因為面臨朝向全流通股的政策目標訴求，而忽略了這種經由對價方式的股權轉換，其本身也是對於流通股股東的再一次權益剝奪。股權分置問題的實質就是非流通股股東與流通股股東的利益機制相割裂，非流通股股東擁有對上市公司得絕對控制權，卻不享有所持股份得流通性，而人數眾多的流通股股東享有股份的自由流通，卻難以掌握公司的控制權，如此便造成二者間利益來源和所持股份價格的巨大差異，使得出資少者成為大股東、大股東侵害小股東利益的戲碼一再重演。

## 2. 增資發行新股

增資發行新股是最早引起證券監管部門重視並發布相應的政策進行限制的非流通股股東自利行為。由於增資發行新股之資價格確定的基礎通常以流通股市價為基礎，而流通股市價遠高於公司每股淨資產，其結果必然導致發行新股後上市公司每股淨資產隨之增加，增加的幅度遠高於業績增加而帶來的淨資產增加幅度。在這種巨大的利益驅動下，上市公司大股東很可能將主要精力放在股權再融資上而不再盡力於公司的積極經營<sup>47</sup>。

---

<sup>46</sup> 吳曉求，同註38，頁304。

<sup>47</sup> 梅峰、封思賢，大股東侵占行為影響中小股東利益的實證研究，求索，4期，

二〇〇二年七月中國證監會發布關於上市公司增發新股有關條件的通知第五條明確提出，上市公司增發新股的數量超過公司股份總數20%的，增發提案須獲得出席股東大會的流通股股東所持表決權的半數以上通過。從實際狀況看，增資發行新股行為也是證券市場中非流通股股東自利行為所最為人詬病的自利行為，因為在絕大部分情況下，增資發行新股所引起的股價下跌都是由流通股股東承擔<sup>48</sup>。

### 3. 盈餘配股

盈餘配股是是控制股東掠奪的另一種重要手段。控制股東操縱利潤的動機是透過掌握上市公司的控制權獲得私有收益，而盈餘配股是控制股東隱藏其控制權私有收益的有力手段。因此，控制股東為粉飾公司的真實業績，取得控制權私有收益，便有很強動機進行盈餘管理。

在中國，盈餘配股對控制股東具有特別重要的意義，這是主要在於：第一，中國證監會制定的股票首次發行（IPO）和新股發行（配股或增資發行新股）最重要的標準是淨資產收益率。對企業來說，取得上市資格仍然是稀缺資源，一旦獲得上市機會，企業就可以透過配股、增發或者發行可轉換債券等融資手段進一步在資本市

---

頁31，2007年4月。

<sup>48</sup> 新規定通過一些量化指標提高了增資發行新股的門檻，同時透過引入流通股股東單獨表決機制、對公司治理和財務會計提出更高要求等，制約了部分公司利用增資發行新股的方式隨意進行融資行為，以期對中小投資者利益的保護。上市公司以增發方式進行再融資是國際證券市場的通行作法，也是發揮證券市場資源配置制功能的基本方式之一。在發達國家的證券市場上，價格機制和其他融資手段對上市公司增發股票始終發揮著重要的制約作用。但是中國的證券市場並不成熟，其他替代性的資金籌措途徑（如發行公司債等）匱乏，市場供求關係長期不平衡，均導致市場價格對上市公司股權融資的約束機制失靈。中國證券市場價格約束機制失靈的情況下，其他因素開始對上市公司增發股票產生約束作用。

場取得資金。由於中國金融市場不發達，居民的投資理財的機會與管道並不多，因此他們對股票具有很大的投資需求，這導致很多上市公司的股票價格高於其實際價值。對於企而言，取得上市資格就可以為其從資本市場獲得資金開闢廣闊的管道。第二，判斷上市公司被特別處理（Special Treatment, ST）<sup>49</sup>的最重要的標準是連續兩年淨利潤為負<sup>50</sup>。為了避免被ST，上市公司的控股股東有很強的動機進行盈餘管理。第三，判斷上市公司下市的最重要標準是連續三年淨利潤為負，為避免下，大股東也有很強的動機操縱利潤<sup>51</sup>。

上市公司發放現金股利有利於將所囤積的大量多餘現金的釋放，從而減少因資源濫用而發生的代理成本，提高公司價值。但是當居於非流通股的控制股東，在相關決策的考量便有不同的思維，對於大股東持股較多的公司發放現金股利是為了從上市公司轉移現金謀取私利，公司的價值因此而降低。一個有意義的實證說明：中國上市公司發放現金股利不是出於減少冗餘現金的需要，而是與大股東套取現金的企圖有關<sup>52</sup>。另一方面的實證研究結果也支持這些看法，亦即大股東不會為了建立「聲譽」而透過派發現金股利來減少自由現金流量<sup>53</sup>。所以，發放現金股利乃是法律保護大股東利益

---

<sup>49</sup> 上海和深圳證券交易所股票上市規則在第13章，都有上市公司特別處理其提及：「上市公司出現財務狀況異常或者其他異常情況，導致其股票存在被終止上市的風險，或者投資者難以判斷公司前景，投資權益可能受損，證券交易所對該公司股票實行特別處理。」包括警示存在終止上市風險的特別處理和其他特別處理。分別在公司股票簡稱前冠以ST或\*ST字樣，以區別其他股票。

<sup>50</sup> 參見上海和深圳證券交易所股票上市規則第13.2.1條之規定。

<sup>51</sup> 封思賢，大股東掠奪：公司治理新焦點，當代經濟管理，6期，頁138，2005年12月。

<sup>52</sup> 沈藝峰、肖璿、黃娟娟，中小投資者法律保護與公司權益資本成本，經濟研究，6期，頁115-124，2005年6月。

<sup>53</sup> 唐清泉、羅黨論、王莉，大股東的隧道挖掘與制衡力量——來自中國股票市場

的結果而無法充當法律保護機制的替代物來發揮監督治理的功能。

在上市公司中，對於擁有控制權的非流通股東透過現金股利政策剝削流通股東的關注，最初始於由非流通股東控制的上市公司不分配現金股利，或以股票股利替代現金股利的自利行為。流通股東由於難以得到實際的現金回報而對股票的長期投資價值產生疑問。公司恣意派發現金股利的事件發生後，大股東無限制地分配現金股利，以求迅速回收投資，不關心公司長期發展的自利行為也引起了流通股東的普遍反感。對於流通股東而言，發放現金股利這種作法無異於殺雞取卵，流通股東所持股份的價值隨著公司成長性的喪失而大幅下降。

### (二)大股東占用資金與非常規關聯交易之盛行

中國政府把證券市場的功能設計定位於為國有企業改革服務的政策導向，這就為本來在計畫體制中較少受到制約的國有企業在改制為上市公司之後進一步給於了政策上的誤導，企業管理者對政府優先安排利用的資源沒有責任壓力，控制股東挪用公司上市公司資金的情事時有發生，從而使上市公司的投資者造就更大的損失<sup>54</sup>。從經濟的角度上看，控制股東在面對公司重要的決策，舉凡投資項目的選擇、投資決策的制訂，以及營業範疇的抉擇等等，往往作出「不利於整體股東，確有利於己」的決策<sup>55</sup>，特別是對於具有股權控制權的股東，礙於股權轉讓受到限制的情況下，並不關注於股東

---

的經驗證據，現代會計與審計，1期，頁43-77，2005年6月。

<sup>54</sup> 甘培忠，同註32，頁33。

<sup>55</sup> Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman & Geogre 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 445-60 (R. Morck ed., 2000).

市場價值的最大化，而是希望透過這種方法實現發行上市、融資、收購，以提高其淨資產和所控制的總資產規模，或者透過非公正的關聯交易、違規擔保、占用資金等方式掏空上市公司。

關聯交易的商業模式特徵在交易雙方存在關聯關係，這種特殊的關聯關係意味著交易雙方熟悉且信息對稱，甚至存在共同利益，因而在談判、監督等方面都可以節約交易成本，在交易的環節中有明顯之優勢，在正常的情况下，是一種有效率的制度安排。但是關聯交易發生在公司與關聯方之間，且關聯方對於公司享有控制力或重大影響力之際，這便給公司帶來潛在的風險。尤其公司法人代表作為關聯交易的當事人，往往帶有身分的雙重性：一是公司利益的代表人；一是關聯交易的當事人。在經濟利益的刺激下，公司關聯方與公司交易時，存在強烈的使用公司控制力或影響力，以為自己爭取最大的交易條件，透過較少的對價甚至無償獲得巨大的經濟利益，茲因關聯交易當事人地位的不對等，使得公平交易結果較難以實現，而受到關切<sup>56</sup>。

即使關聯交易本身的運作有助益於提高效率，但是對處於轉型經濟的中國而言，相關公司治理制度規範剛剛建構，往往缺乏辨別公平或不公平的關聯交易（或區分提高效率或是不當運用）的能力。關聯方借貸對流通股東利益的損害主要表現在兩個方面：一是由非流通股東控制的母公司從上市公司大量借款並長期拖欠不還，導致上市公司債務過重而業績欠佳，股價因而下跌；二是上市公司將控股股東欠款大幅度提列呆帳損失，上市公司淨利潤下降，控制股東剝奪了本應屬於上市公司全體股東的利益。而在中國引發關聯交易的原因還有特殊體制背景下的因素，在舊的股票配額制度體制

---

<sup>56</sup> 王林清、顧東偉，新公司法實施以來熱點問題適用研究，頁114-115，2009年2月。

下，由各個上市公司之間彼此爭取股票發行額度，單一上市公司所能獲得的流通股股票發行額度受有限制，未滿足法律關於股份有限公司上市公司流通股不得低於公司總股本25%、特殊情況不得低於15%的規定，國有企業主要採用部分改制的形式，從而造就了母子公司之間的大量關聯交易<sup>57</sup>。

從許多實證研究中也發現，公司所有權與控制權分離程度愈大，愈有可能發生控制權股東的掠奪行為；在法律保護少數股東機制比較薄弱的國度裡，掠奪行為更有可能發生；掠奪行為發生的主要原因為不合理的和隱蔽的關聯交易<sup>58</sup>。即使關聯交易本身的運作有助益於提高效率，但是對處於轉型經濟的中國而言，相關公司治理制度規範剛剛建構，往往缺乏辨別公平或不公平的關聯交易（或區分提高效率或是不當運用）的能力。因此，應制訂一些預防性的規則，這種規則應該廣泛地禁止大股東與公司之間的資產買賣或利用公司資金為股東清償債務<sup>59</sup>。

---

<sup>57</sup> 張聖懷，同註18，頁57-58。

<sup>58</sup> JIAN MING & T. J. WONG, EARNINGS MANAGEMENT AND TUNNELING THROUGH RELATED PARTY TRANSACTIONS: EVIDENCE FROM CHINESE CORPORATE GROUPS, HKUST, Mimeo (2003); CHI-WEN JEVONS LEE & XING XIAO, CASH DIVIDENDS AND LARGE SHAREHOLDER EXPROPRIATION IN CHINA, SSRN (2002).

<sup>59</sup> JOHN C. COFFEE JR., INVENTING A CORPORATE MONITOR FOR TRANSITIONAL ECONOMIES: THE UNCERTAIN LESSONS FROM THE CZECH AND POLISH EXPERIENCES 68-138 (Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mark Roe, Eddy Wymeersch & Stefan Prigge eds., 1998).

## 五、控制股東對公司內部治理的衝擊

由於上市公司股權結構的不合理分布，中國上市公司的法人治理結構仍然處一個控制性的治理結構，且控制權十分集中，導致上市公司股東會、董事會無法發揮正常的運作功能，並形成一個鮮明的控制股東模式和內部人模式。

### (一)對股東會運作的扭曲

#### 1. 鮮明股東會中心主義的制度安排

中國公司法定於一九九三年，由於當時整體企業環境圍繞以國有企業管理思維的侷限以及公司法理論準備的欠缺及觀念上的差異，未能對資本多數決原則有全面的認識，資本多數決原則異化的矯正制度在公司法中幾乎是一片空白。最鮮明地表現在原公司法第一〇六條規定，股東出席股東大會，所持每一股份有一表決權，這實質上為控股股東以形式上的平等掩蓋事實上的不平等提供合法基礎。再加上對股東會上議案的決議普通議案採二分之一以上同意，而有關公司合併、分立或者解散以及原公司法第一〇七條的公司章程修改都需要三分之二表決權的同意。具體法律上對於股東會決議的剛性規定，卻吻合了上市公司控股股東或控制股東的實質控股狀態，導致股東會為控制股東所主導。另觀諸一九九三年中國公司法規定，第一六三條公司債發行、第一三八條有關新股的發行仍須由股東會來決議，並非由董事會可單獨授權決定，可見一九九三年的公司法具有濃厚股東會中心主義之精神<sup>60</sup>。

「股東會中心主義」之公司治理結構之傳統的理論基礎在於：本於資本主義之概念，其認為資本的積累是社會經濟增長之唯一源

---

<sup>60</sup> 王文杰，國有企業公司化改制之法律分析，頁202，1999年5月。

泉，而股東擁有公司，公司的所有者即股東，而所有權當然地象徵著控制利益權<sup>61</sup>；再者，在代理理論中，股東為公司所有權人，而董事、經營階層均僅為股東之管理代理人，不可越權，並對股東負有受託義務（fiduciary duties），其業務執行均將股東最大利益奉為主旨<sup>62</sup>，延伸至極則因股東對於公司享有最終控制權，是以董事會將完全依公司章程授權和股東大會的決議執行業務<sup>63</sup>。但是中國公司初始的立法思維對於「資本」的概念，是建構在堅持國有資本占主導地位，同時呼應國有企業改制的特殊背景下，而形成了一個極為特殊的法律場景。

此外，一九九三年公司法第一三〇條中關於同股同權、同股同利的規定，第一七七條中關於按持股比例分配股利的規定，第一九五條中關於按持股比例分配剩餘財產的規定都體現了股份平等原則。股份平等原則是從資本角度出發，強調的是資本平等；而與股東平等原則的訴求不一樣，股東平等原則是從主體角度出發，強調的是主體平等。股東平等原則要求「在同等條件下必須同等對待所有的股東」<sup>64</sup>。因為強調於股份平等原則的訴求，這就導致了資本

---

<sup>61</sup> Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 605 (2006).

<sup>62</sup> Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 440-41 (2001).

<sup>63</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 564 (2003).

<sup>64</sup> 公司法規定股東平等原則的理論基礎是：企業應該提高自身的凝聚力並讓股東緊緊圍繞在其周圍，俾其一同參與公司治理。然對於股東之歧視性待遇，將降低其行使權利、表達意見之意願，將使公司經營權完全掌握於少數人手中，時而有害於公司及大多數股東之利益，故應確保「股東平等」始得避免弊端之發生。股東平等原則有確保股東參與公司治理、維護其財產權益之功能。參見陳彥良，*公司治理法制——公司內部機關組織職權論*，頁160，2007年1月。

多數決原則異化在中國公司實務中表現的尤為突出，特別是在先天性具有「一股獨大」股權結構的上市公司中。許多上市公司都存在著能支配公司的控制股東與控制股東濫用控制權的行為。透過不正當的關聯交易、非法的內幕交易、非法占用公司資金、違法提供擔保、壓榨少數股東、篡奪公司機會等不正當手段，控制股東實現了自身利益的最大化。這不僅使上市公司因為控制股東的濫權行為導致虧損、下市，甚至破產，嚴重侵犯少數股東的利益，其根源就在於資本多數決原則的異化。為此，構建中國公司法上的資本多數決原則異化矯正制度就成為公司法制面臨的一個重大而急迫的課題<sup>65</sup>，亦在某些程度上促成了為二〇〇五年中國公司法修正之部分內容<sup>66</sup>。

## 2. 資本多數決對決策的扭曲

在資本多數決原則下，再輔以有限責任原則同為股份有限公司之基本制度時，使得控制股東易於利用控制權之濫用使追逐私利的行為合法化，亦即一旦控制股東的投資額度占據優勢地位，就可以合法地利用資本多數決將自己的意思轉換為公司意思，且享受有限責任原則的庇護，毋庸負擔其他之風險及成本<sup>67</sup>。由此可知，雖然

---

<sup>65</sup> 可見，資本多數決有如一把雙刃劍，一方面它能協調眾多股東意見、提高公司決策效率，並刺激股東投資積極性；但另一方面，它又極易被控制股東濫用，成為大股東謀求私利的工具，不僅損害少數股東利益、甚至公司利益，妨礙股東平等，還會破壞市場經濟所需的經濟秩序和道德秩序。因此，如何在貫徹資本多數決的同時加以適度規制，尋求形式上的股份平等與實質上的股東權平等之間的平衡點，便成為公司法制度及司法實務亟待解決的問題。

<sup>66</sup> 例如2005年修正之中國公司法第20條、第21條及第217條攸關控股股東、控制股東、實際控制人受託義務之相關規定，均是對於資本多數決原則修正之適例。

<sup>67</sup> 馬明生、張學武，資本多數決的限制與小股東權益保護，法學論壇，4期，頁129，2005年7月。

資本多數決原則確保一股一權的股份形式平等，但也極容易為控制股東所濫用，成為控制股東犧牲少數股東和公司利益謀求自身利益的工具，使得控制股東藉由股權形式平等的外衣，持續加劇控制股東和少數股東利益實質上的不平等情形<sup>68</sup>。

一九九三年中國公司法上對於股東會相關職權的規定，如前段所述，使其多被認為是公司治理中之最高主權或公司之唯一權力機關<sup>69</sup>，不若美國法上將公司紅利分配、董事報酬等事項之決定許可權交由董事會而非股東會。中國公司制度安排上係以股東會為最終權力之來源，而董事會、監事會之許可權係股東會所賦予的，而非來自於法令之規定<sup>70</sup>。這樣規定的歷史背景在於，公司法本身的出現，在於為國有企業改革以公司法為藍本朝向現代化企業的改制，並賦予其法律位階性的依據。但深度檢視於具體背景，亦可觀察出中國在經濟轉型過程中，商業機會和政府權力透過公司出現結合，所以把公司法作為國有企業改制的樣板，圍繞著國有企業改革來設計公司法，並剪裁公司法的規則<sup>71</sup>。而上市公司股東的所有權人仍是以國有資本為主，國有股為主的非流通股占有絕對比例，進而賦予在股東會中有更多公司決策的同意權與主導權。而一九九三年中國公司基於剛確認公司法律制度運作不久，加上以作為國有企業朝向於現代化組織的企求下，而這些變更為公司組織的企業中，國有資本占有大部分的比重，使得公司法下的多數治理被賦予了股東

---

<sup>68</sup> 羅培新，論股東平等及少數股股東之保護，寧夏大學學報（人文社會科學版），22卷1期，頁68，2000年1月。

<sup>69</sup> Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 1, 33 (2002).

<sup>70</sup> *Id.* at 34.

<sup>71</sup> 方流芳，溫故知新——談公司法修改，載：公司法修改縱橫談，頁39-40，2000年12月。

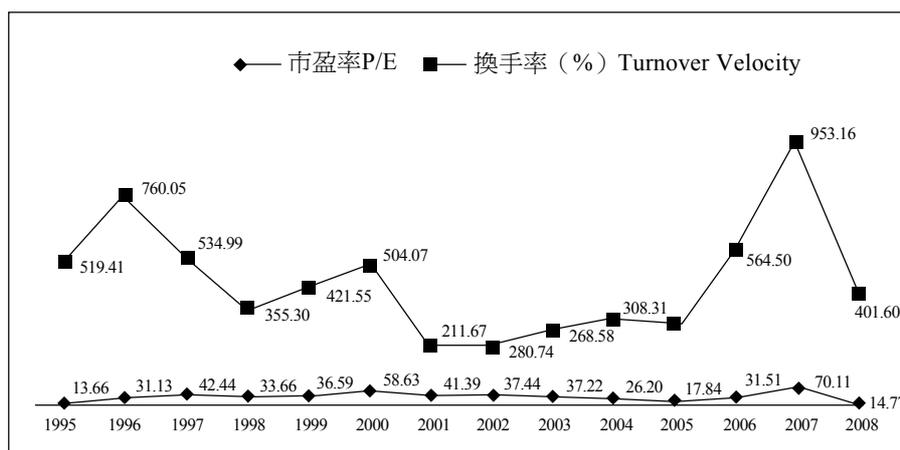
會，而不是董事會，對於股東會職權的設計較其他國家更需要強調保護股東的權益。

就理性的上市公司為例，隨著股票持有者的分散性，任何股東嘗試挑戰公司資源管理的可能性也就日趨微弱，使得任何股東利用投票權挑戰公司控制權變得更加更困難。向來作為權益投資者的股東是公司中唯一沒有契約保證固定回報的投資者<sup>72</sup>，特別是少數股東。而中國上市公司，居於股東大會運作制度的不健全，且控制股東立於資本多數決的原則的掩護下，少數股東的合法權益難以得到有效受到保障，即使眾多的少數股東匯集一起，也難撼動的公司經營決策權或是對股東會議案事項不同意見的表達，甚至僅有三到五位股東出席股東會，也不妨礙股東會及其決議的有效性<sup>73</sup>，進而使流通股股東進而將自己的關注力移到公司之外，往往著重於股票市場的投機之上。這從中國證券市場上歷年來流通股股東的高換手率的趨勢便可更為佐證此一現實（圖四）。

---

<sup>72</sup> MARY A. O'SULLIVAN, CONTESTS FOR CORPORATE CONTROL: CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC PERFORMANCE IN THE UNITED STATES AND GERMANY 43 (2002).

<sup>73</sup> 1993年公司法第106條，股東大會做出決議，必須經出席會議的股東所持表決權的半數以上。股東大會對公司合併、分立或者解散公司做出決議，必須經出席會議的股東所持有表決權的三分之二以上通過。法律和其監管規則並未對股東人數或股份比例與股東會有效性關係作規定。遺憾的是，新公司法也承繼前述之規定。



資料來源：二〇〇九年中國證券期貨統計年鑑、上海證交所。

圖四 上交所A股換手率與市盈率P/E

## (二) 董事會運作的異化

### 1. 控制股東控制下的董事會

公司股權結構是公司治理結構的重要基礎，在中國上市公司中基本上都存在控股股東，尚難出現股權極度分散而導致的內部人控制問題。但是由於中國上市公司中的控制股東絕大多數是國有投資主體或國有企業，使得上市公司董事會的結構成員主要還是來自於其原投資企業的代表所形成為主。原投資主體為實現對上市公司的控制，除了在公司保持較高的股權外，還控制了公司的經營決策權。上市公司的高階經理人，甚至董事會成員大多由政府或代表政府利益的國有大股東直接任命，這些高級管理人員、董事往往就是來自上市公司內部或者控股股東單位，而不是來自外部的專業經理人。政府對董事的任命會直接降低董事會的獨立性，而國有資本股東對公司董事或高階經理人任命又會使得這些具有政府背景的管理

者具有較強的能力排斥外部意見，也往往降低董事會的獨立性。

國家及其代理人所具有的特殊地位，使得其所委託的董事會代表對公司的監督管理難免帶有行政色彩，導致國家及其代理人對於公司的過多干預，難以給經營者有充分的自主權；另一方面，由於行政機關並不直接分享投資決策帶來的財富效應，因而缺乏足夠的經濟利益去驅動有效的監督和評價經營者，從而使經營者往往能利用政府機關在產權上「弱勢控制」，形成事實上在實際經營上的「超強控制」。儘管處於控制地位的政府行政機關對於經營擁有者有人事上的任免權，在一定程度上減輕內部人控制的程度，但是這種權力的行使，既不是透過法人治理機構這種內部治理機構來實現，也不是基於市場競爭規則來進行，而僅僅是一種控制權的行政配置<sup>74</sup>。這些政府機構和官員並非企業的最終股東，他們的行為通常基於政治動機和個人效用最大化，而不是股東價值最大化。

上市公司多由國有企業改革下所成立者，其國有股及國有法人股所占比例極高，且不能流通，而形成具有國家屬性之控制股東往往處於絕對控制之地位；又流通股之部分又過於分散，且機構投資人持股比例亦甚低，從而造成兩極分化，導致具有國家屬性之控制股東縱非絕對控制亦得輕易處於相對控制之狀態<sup>75</sup>。而控制股東往往得以藉由表決權之優勢操控股東大會及董事會，是以在中國控制股東以挑選順從他們的董事會成員及經理人<sup>76</sup>，藉由他們本於尋求

---

<sup>74</sup> 金桂生，股權結構與董事會治理，頁87，2009年5月。

<sup>75</sup> 朱慈蘊，中國引入獨立董事制度應注意的若干問題，載：公司治理與資本市場監管——比較與借鑑，頁254，2003年1月。

<sup>76</sup> 在中國隨著國有企業公司化、上市公司日益蓬勃發展，亦有董事會中心主義之出現，惟卻有別於英美法制，其係屬一種控制股東嚴格控制之董事會中心主義，亦即董事會將控制股東之利益奉為圭臬，而非追求公司利益、全體股東利益之最大化，導致董事會獨立性低落，而形成中國上市公司特殊「強所有者，

控制股東最佳利益之原則來操作公司、形成決策，而犧牲少數股東之利益，並達到濫用許可權掠取控制者私利之目的<sup>77</sup>，故董事會之獨立性蕩然無存。另一方面，控制股東亦往往掌握監事會之成員，因此公司內部制衡機制形同虛設<sup>78</sup>。

若從抑制大股東侵占的角度來看，因為大股東是透過股東大會選擇自己屬意的董事來控制董事會並獲得公司內部訊息，從而影響甚至直接控制公司的經營與決策。因而國有投資主體的代表實際上是另一種意義上的內部人，控股股東與上市公司存在著大量的有利益衝突的關聯交易（對內部人及關聯交易的監督正是英美法系國家獨立董事制度的基本功能）。顯而易見，中國上市公司存在著另一層意義上的「內部人」控制——大股東控制。如果董事會不能獨立於控制股東，則如何面對大股東實施監督、保護小股東利益。而中國上市公司存在著雙重委託的代理問題：全體股東與經理層之間的利益衝突和大股東與小股東之間的利益衝突<sup>79</sup>。由於中國上市公司股權結構的形態，導致上市公司經理人的努力與追求公司利益最大的激勵機制有所弱化，從而使得經理人與股東利益之間存在較大的衝突，這就導致了中國上市公司在內部控制問題的不利一面更為突出<sup>80</sup>。中國上市公司尚未建立以市場為基礎的制度化的公司管理層

---

弱管理者」之情形。雖然，因為國有資產管理體制之低效率仍提供了公司管理者獲取私利的濫權空間，但管理者本質上並不如英美上市公司擁有較大之權限。

<sup>77</sup> Donald C. Clarke, *The Independent Director in Chinese Corporate Governance*, 31 DEL. J. CORP. L. 125, 170 (2006).

<sup>78</sup> 李建偉，獨立董事制度研究——以法學與管理學雙重角度，頁124，2004年11月。

<sup>79</sup> 杜育華，大股東治理機制背景的獨立董事功用，改革，3期，頁99，2010年3月。

<sup>80</sup> 吳曉求，同註38，頁178。

篩選機制，從而導致公司管理資源的配置缺乏效率。

## 2. 制度外當事人對董事會的控制

在中國的上市公司中處於控制地位的國有股股東，之所以能夠越過公司法上公司機關的治理規範而直接控制公司，原先在企業改制上市之後，既有的國有企業制度運作模式（諸如廠長、職工代表大會、黨委會）仍然行之有效地扮演著一個制度外的角色，它很大程度地弱化了公司法上法定組織機關的治理模式。在國有性質的上市公司中，關鍵的決策權力往往透過非正式的機制發揮作用，而非依照公司法上的所規定的適用方式，這是中國經濟體制轉型過程中經營者市場與行政體制市場一體化的現實<sup>81</sup>。例如公司法中從無書記的職稱，但在上市公司決策中卻扮演重要的角色。

由政府資本所控股下的上市公司，其不容易擺脫傳統的行政治理機制，國家控股方式可能導致純粹用另一種行政體制替代舊的部門控制。因此，必須對於現有上市公司的股權結構做出變革，才能有助於提升上市公司治理水平。上市公司在名義上具有公司機關組織之外貌，但董事會成員（尤其是國有股控股的公司）的名單大都是由政府和黨委部門內定，在經由法定程序交由股東大會通過，真正具有權力的是董事長，而董事會成員之間實際上還是一個上下級關係，而非董事會成員之間的平等關係，進而也缺乏制衡關係<sup>82</sup>。在多數上市公司中的董事會結構中，其仍按照國家委派的人事機制收益分配和任免，來自於政府行政性的介入干預過多，其衝擊了公司法上治理結構上分權制衡的機制效能，導致更為嚴重的內部人控制的形成。公司運作的內部人控制是中國上市公司治理結構的主要特徵之一。當控股股東為私人或企業時，內部人控制往往與家族企

---

<sup>81</sup> 鄧輝，同註36，頁248-249。

<sup>82</sup> 寧金成，公司治理結構——控制經營者理論與制度研究，頁268，2007年3月。

業現象結合在一起，當控股股東為政府部門時，內部人控制往往又與政企不分現象伴隨在一起。控制股東大權獨攬，並且常常集控制權、執行權和監督權於一身，能夠輕易地控制和操縱公司股東大會、董事會和監事會，使他們變成缺乏效力、徒具形式的橡皮圖章，從而極易出現偏離公司最佳利益而追求控制權私人收益的行為和機會主義行為。

此外，公司董事既要對於上級的黨委負責，又要向主管的政府部門負責，還有法定上對於公司和股東們負責，這種模糊的多元化企業經營目標，扭曲了公司作為營利為目的的導向，直接導致了公司經營者難以對公司的永續發展作一個清晰的認識和明確的規劃安排，因此短期利益行為的頻繁出現並不訝異。

## 肆、中國上市公司治理的矯正與規範性建議

### 一、股權分置改革的省思

#### (一)結構性議題難以對價釐清

逐步實現上市公司的股份朝向全流通的狀態，是中國證券市場所面臨的重大要務，也是從一開始建構股權分置歷史遺留的矯正。在面對上市公司股權結構處於「超穩定狀態」（國有股過度集中）與「不穩定狀態」（流通股過於分散）的雙重特徵，嘗試將國有股的減縮，以增加流通股比例，以逐步朝向全流通股的目標，是中國證券主管部門讓證券市場運作得以回歸正常運作機制所需要費盡腦筋的當務之計。

二〇〇一年國務院以為完善社會保障體制、開拓社會保障資金新的籌資管道，支援國有企業的改革和發展為由，發布減持國有股

籌集社會保障資金管理暫行辦法<sup>83</sup>。從動機與目的都具有合理性，從方法上也可自圓其說。但是證券市場上投資者難以接受這種國有股高於市場預期之定價標準，這個改革的失敗歸因於三個理由：首先，國有股減持方案中國有股是溢價取得資金，股票價格在實際交易中大大超過其上市牌告價格；第二，股份的再發行通常是折價方式再發行，這導致了再發行的成本低於既有股份的成本，進而引起沉重賣壓。第三，減持10%的國有股以取得資金，但既無改變國家作為控制股東的狀態，同時對於實質改善公司治理，也是微不足道的<sup>84</sup>。致使流通股股東紛紛拋售，導致股市大跌，國有股減持政策作法被迫叫停。但從一方面角度看，將國有股傾倒在流通市場以期逐步達成全流通股的目標，將十幾年來的高度傾斜政策嘗試在一夕之間由股票市場中的投資者承受，即使是政府已經生效的法規也僅能鳴金收兵，這更凸顯出證券市場不合理股權結構，嘗試加以調整殊屬不易。

就在外界高度關心二〇〇五年的證券法大幅修正之前，一個比證券法修法更具實質意義且影響重大的「股權分置改革」在中國的上市公司中悄然實行，這個改革儘管以行政命令的方式發布，並發布諸多行政規章以為配套適用，但是股權分置改革本身就是一個濃厚政策性的舉措，藉以消弭長期以來股權分置的狀態，其目的在於消除非流通股與流通股的制度差異，為非流通股得能上市交易作制

---

83 該辦法第5條明確規定：「國有股減持主要採取國有股存量發行的方式。凡國家擁有股份的股份有限公司（包括境外上市的公司）向公共投資者首次發行和增發股票時，均應按融資額的10%售國有股。國有股存量出售的收入，全部上繳全國社會保障基金。」

84 Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: The Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 COLUM. J. ASIAN L. 298, 310 (2006).

度性的安排。為實現此一目的，中國政府一改以往禁止國有股和法人股轉讓上市流通的政策態度，代之以對非流通股進行積極的組織和安排，具體表現為中國證監會發布上市公司股權分置改革管理辦法。亦即只要非流通股股東與流通股股東就股權分置改革的方案協商同意，並經股東會表決同意後，政府便授於非流通股股東之股份予以流通權。

從具體作法上，它涉及到多方面的利益均衡，其核心內容是定價和確定轉讓額度的問題。這一問題實際上也涉及對流通股股東潛在的資產損失進行補償和如何實現股市穩定發展的問題。已有上市公司具體存在的非流通股以合適的「對價」價格配售給流通股股東<sup>85</sup>，以期可兼顧各方利益。不過從實質的角度分析作出發，這種作法是對於經濟體制轉型國家中，像中國，由於國家在推動制度運作中，未建立好良好法制以為因循，並呼應制度運作發展初始的妥協方案所留下來的歷史遺留的方案之解決因應。因此，在解決之際，通常模式還是以政策統治的方式以為取代，法律規範的合理性還在其次<sup>86</sup>。畢竟在中國公司法或證券法上從未對此結構性的問題

---

<sup>85</sup> 如果從流通股股東允諾放棄對非流通股股東所持股票流通權的限制的角度講，將非流通股對等支付一定的代價稱之為「對價」也未嘗不可，但是支付對價沒有揭示股權分置改革的實質屬性，沒有反映最初發起人承諾的歷史狀況。支付對價是一個新的合同的開始，而不是舊的合同的延續。而股權分置改革，實質上是非流通股股東要求變更舊的合同，致使流通股股東的權益受到影響，流通股股東有權得到相應的補償。李延振、劉傑，股權分置改革若干法律問題探討，證券市場導報，10期，頁28，2005年10月。

<sup>86</sup> 從股權分置改革的試點通知和相關規定看，股權分置改革方案首先由公司董事會聘請保薦機構協助擬定，然後要經過非流通股股東一致同意、董事會審議通過、臨時股東大會上流通股股東和全體股東分類表決三分之二以上通過四道程序才得以生效。對此，協商、表決程序混淆了股東自決事務和公司內部事務的不同法律性質，由上市公司董事會和股東大會來審議和決定屬於股東自決事務的股權分置改革問題，超越了中國公司法有關公司董事會和股東大會的職權範

作出任何規範，恰恰這卻對上市公司治理與證券市場的健全運作影響深遠。中國股權分置的結構原始肇因，本質上就是未支付足夠法律對價的政府政策，是故，應在政策層面上判斷「政府是否應對其限制股份流通的行為作出補償。」這也可以讓政策在經濟轉型的法制化中扮演更有用的角色。在中國證券市場環境下，股權的價值在很大程度上體現於其可流通性，如果政府長期限限制可流通股份的流通，必然導致股權價值嚴重降低。為此，除非是在法律特別規定少數情況下政府可以短期限制特定股份流通；否則，政府都將為其限制股份流通的行為支付對價，方能為市場所接受<sup>87</sup>。

### (二) 歷史共業議題難以法律作制度性的解套

改革的本身不是目的，而是要解決問題。本文以為股權分置改革的政策施行這比證券法修法更具深遠影響。畢竟，上市公司的股權結構若沒有進行實質性的改變，消退非流通股的持股狀態，證券法上的任何再精確的法律規範與對外國完美法律規範的借鑒與移植，吸納一個有效率的公司治理規範的引進與具體適用都難以對既有頑痼體質上的撼動。股權分置改革的目標，在於讓中國證券市場

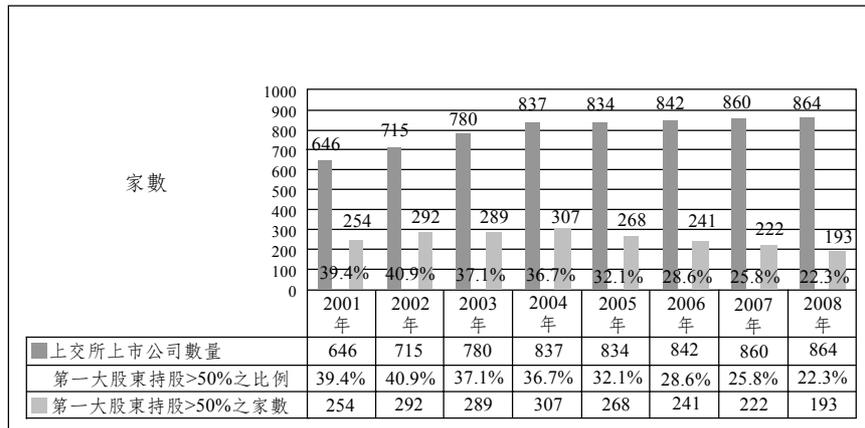
---

圍，存在「法理上的困惑」和「程序上的瑕疵」。按照中國公司法有關規定，異議股東有權以股東大會、董事會的決議涉嫌違反法律法規，侵犯股東合法權益為由，向法院提起要求停止該違法行為和侵害行為的訴訟。股權在法律上屬於什麼性質的民事權利？公司董事會和股東大會是否有權處理股權事務呢？從企業法律屬性看，議股東有權以股東大會、董事會的決議涉嫌違反法律法規，侵犯股東合法權益為由，向法院提起要求停止該違法行為和侵害行為的訴訟。那麼，股權在法律上屬於什麼性質的民事權利？公司董事會和股東大會是否有權處理股權事務呢？這些實質的意涵都被政策性的導向給沖淡其問題的實質所在。

<sup>87</sup> 王文宇、陳建霖，股權分置改革中的行政授予與補償協商：公法與私法的融合，北大法律評論，8卷1輯，頁98，2007年1月。

將告別二十餘年來的「股權分置」狀態，逐步朝向全流通的局面。股權結構的根本性變化，將使上市公司治理水準、公司估值指標、市場投資理念與模式發生實質的變化。問題是：當主管機關一聲令下，幾乎所有的上市公司都逐步進行這個深度影響其個別公司股份結構的作法，有其權益適法性的疑慮，透過行政手段以行政指導的方式積極干涉上市公司股權權益，且幾乎風行草偃的在各個上市公司全面性的施行，儘管每個著手進行股權分置改革的上市公司流通股與非流通股以不同的對價方式以為適用，但僅以朝向全流通股的正當性為訴求，從事於幾乎凌駕於股改公司股東大會職權的干涉並著手，這顯示出中國證券主管機關在面臨經濟體型中的積極作為，所有證券市場上的上市公司都須為這一結構性的歷史共業吸收相關成本與制度衝擊。

同時，股權分置改革僅是舒緩了非流通股股份的占有比例，然而非流通股的總體比重仍有將近一半的持股，而因不同對價的轉到流通股的股份，並沒有因此而改變控制股東依舊占有控制地位的現實。我們從具體的數據可以發現，以上交所的上市公司為例，即使到二〇〇八年，仍有22.3%的上市公司中第一大股東本身就是控股股東的現象，這也是其他國家所少有的（圖五）。



資料來源：二〇〇九年中國證券期貨統計年鑑、上海證交所。

#### 圖五 上交所第一大股東持股大於50%的家數

在逐步完成股權分置改革之後，中國證券主管機關應對於新IPO的上市公司，原則上應在確定國有股減持方案後一定時期內，直接按照國際通行作法，實行新上市公司所有股份以全流通股的方式上市，並可考慮同時引入禁售期制度等，以期讓上市公司的結構性體制回復應有的常態面貌。此外，上市公司控制權競爭，能夠促進資本有效地重新配置，形成對公司董事和經理的外部制約。在推進股權分置改革的同時，如進一步放寬外資和民間私有資本通過收購非流通股進入上市公司的規範，引進外資的收購以沖淡非流通股的凝滯狀態，實質性地改善有關收購的法律環境，建立和完善有利於公司控制權市場健全發展的制度規則和法治秩序，對於股權分散都有積極的正面效應。

## 二、少數股東權益的合理保障

### (一)股東會中心主義的淡化

在中國上市公司中股權結構鮮明集中的情況下，控制股東與少數股東之利益衝突格外顯著，公司之控制股東常利用其控制地位，濫用資本多數決原則，企圖剝奪少數股東利益以謀取私利，故在股份平等之形式主義下，常發生對少數股東權利之實質平等保障加以破壞之情事，是以強調股東平等原則並尋找合適的切入面向，以及少數股東實質平等應如何保護，抑或控制股東之權利行使上應受如何之限制，便成為完善上市公司公司之治理之重心，亦即對於控制股東權利之濫用加以防杜，據此，股東平等原則便轉化為衡平保障少數股東權利為其核心思考<sup>88</sup>。

二〇〇五年修訂後的中國公司法，強化於對少數股東的保護，例如股東提案權、股東質詢權、異議股東股份購買請求權、股東代表訴訟、公司解散請求之訴等等新規定，確為更佳完善少數股東自我權益救濟與主張的武器。但相較於舊法有關股東會職權之規定，新法仍維持過去「決定公司的經營方針和投資計畫」<sup>89</sup>的規範，可知公司股東會似仍然居於公司的決策地位，而某種程度上仍未沖淡「股東會中心主義」的傾向，未完全將公司主要經營決策權轉向董事會機關組織之上<sup>90</sup>。對於現狀控制股東尚有實質影響股東會決策結果的情事之下，少數股東的權益在修法後還是居於不利之地位，

<sup>88</sup> 陳彥良，我國股份有限公司董事選舉制度之研析——德國法之啓示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，14期，頁39-40，2007年12月。

<sup>89</sup> 需說明的是，2005年中國公司法第38條係針對有限責任公司之規定，惟同法第100條規定：「第38條第1款關於有限責任公司股東會職權的規定，適用於股份有限公司股東大會。」

<sup>90</sup> 劉俊海，新公司法的制度創新：立法爭點與解釋難點，頁366、378，2006年11月。

這不僅是立法上的問題，而且受股權結構的現實性因素所使然。此外，公司法第三十八條股東會職權之規定也增訂「公司章程規定的其他職權」，故有助於調節股東會與董事會之邊界權力，避免權力衝突<sup>91</sup>，然而股東會能夠透過章程的擬定或修正分配自身與董事會之間的權力<sup>92</sup>，例如董事會並沒有授權資本制下發行資本的決定權，則此種大量可以由公司章程另行約定的事項，實際上是將公司內部結構之權力留在股東會<sup>93</sup>。縱使新公司法在保留原有的董事會職權之際，亦增加了董事會職權包含「公司章程規定的其他職權」<sup>94</sup>似為董事會之擴權之基礎，然依新法第三十八條股東會職權特別增訂「公司章程規定的其他職權」，似有鼓勵公司章程基於公司自治賦予股東會更多許可權<sup>95</sup>，自難謂新公司法已全然出現向董事會傾斜之情形。

不過極為樂見於中國證券主管機關在證券市場日益發展之際，董事會有必要因應具體市場需求擬定商業決策權限的需求，在現有的制度缺陷下，嘗試扭轉公司法律上的制度性缺陷，在二〇〇二年發布的上市公司治理準則中不但明顯強調董事會的獨立性，而且在實質上確認了董事會在公司治理結構中的中心地位<sup>96</sup>，進而把公司法中規定的股東大會中心主義推向形式化。上市公司治理準則顯然

---

<sup>91</sup> 劉俊海，同前註，頁378。

<sup>92</sup> 換言之，理論上股東會皆有權以修改章程之方式擴張許可權。參閱曾宛如，公司經理人之功能與權限，國立臺灣大學法學論叢，36卷4期，頁125，2007年12月。

<sup>93</sup> 葉敏、周俊鵬，從股東會中心主義到董事會中心主義——現代公司法人治理結構的發展與變化，商業經濟與管理，1期，頁77，2008年1月。

<sup>94</sup> 2005年中國公司法第47條第11款規定。

<sup>95</sup> 劉俊海，同註90，頁366。

<sup>96</sup> 例如上市公司治理準則第7條：「上市公司應在公司章程中規定股東大會對董事會的授權原則，授權內容應明確具體。」

更具體雖然回應了現實上市公司運作中對於公司治理結構的需求，雖然它僅是效力層次較低的行政規章，但是公司法面對的是所有類型公司的適用，而上市公司治理準則以上市公司為適用訴求，由於更貼近而OECD，的公司治理準則的相關內涵<sup>97</sup>，應高度期待中國上市公司以本準則作為基本的公司治理依循。

### (二) 流通股東利益因地制宜的保護建議

為限制擁有控制權股東的自利行為，保護少數股東的利益，中國上市公司有關股東會的運作機制，可以作基於股權分置現實狀態下因地制宜的法律適用，這些建議包括分類表決制度（當股東大會表決有關涉及流通股東利益的事項時，非流通股東與流通股東分類表決，流通股東可以否決非流通股東的提案）。投票迴避制度（當股東大會表決有關涉及流通股東利益的事項時，非流通股東迴避）。

#### 1. 類別股東表決機制的強調

中國上市公司的實際情況是少數股東絕大部分為流通股股東，而流通股與非流通股的割裂仍是具體鮮明的事實狀態，為切實保護少數股東的權益，在中國現行的股權結構狀態下，實施類別股東表決，似乎可以緩解控制股東與少數股東的對立，並正視上市公司上仍處於股權分置的此一現實。對於涉及少數股東權益的事務，需取得流通股東一定的理解和認同，賦予流通股東保護自身權益的權利。

類別股東表決，是指某一重大經營決策行為可能會帶給公司不同利益的主體造成不同利益的影響時，該項行為的實施不僅要獲得

---

<sup>97</sup> 湯欣，中國上市公司治理環境的新發展，南京大學法律評論，2001年秋季號，頁188，2002年2月。

全體股東大會的表決通過，還需要獲得不同類別股份的股東會表決通過的法律制度。流通股股東單獨表決制度的建立有助於引入一般股東對於上市公司經營管理層和控制股東、非流通股股東的監督和制衡力度，得能於提升上市公司管理層和控制股東、非流通股股東的誠信度。在中國上市公司中，股權分置的事實狀態早已形成不同權益的狀態下，類別股東表決機制有其利益平衡與保護之功能，能提供流通股更多的發言權，平衡兩類股東利益間之利益，舒緩利益之矛盾。

類別股東表決制度過去在中國也有部分的實際經驗，一九九二年五月，國家經濟體制改革委員會發布的股份有限公司規範意見中就有類別股份的概念<sup>98</sup>；一九九四年八月，在到境外上市公司章程必備條款第九章專設一章「類別股東表決的特別程序」之規定，已明確H股股東為類別股東。二〇〇二年七月中國證監會發布的關於上市公司增發新股有關條件的通知第五條規定：「增發新股的股份數量超過公司股份總數20%的，其增發提案還須獲得出席股東大會的流通股股東所持表決權的半數以上通過。」

本文以為對於流通股的一般股東建立單獨表決制度，其有利於平衡流通股股東與非流通股股東之間的利益衝突，得能穩定投資者。需要指出的是，該制度僅是資本多數決原則的一個衡平機制設計，因而既不是完全剝奪非流通股股東的表決權，也不同於利害關係股東迴避表決制度，這有助於避免矯枉過正之嫌。由於流通股和非流通股存在重大的利益差別，類別股東表決應侷限在對流通股股東可能產生重大影響或者可能造成較大傷害的特定事項中，例如在增資發行新股、變更募集資金用途、收購或置換、股東以股權抵債等，這

---

<sup>98</sup> 股份有限公司規範意見第39條第1項規定：「公司的股份持有人為公司股東。股東按其持有股份的類別和分額享有權利、承擔義務。」

些在二者利益對立的事件上，推廣類別股東的表決機制，以此來平衡各方利益。

## 2. 股東表決權排除的實施

如果僅僅依照股東平等形式主義的模式，股份平等原則導致資本多數決原則的確立，但股東平等原則卻可構成對資本多數決原則的制約。當資本多數決原則被濫用或有被濫用之虞時，可基於股東平等原則，對該濫用行為進行預防或者提供事後的救濟，以平衡控制股東與少數股東之差距<sup>99</sup>。少數股東保障之強調亦非否定股東平等原則，反而是藉由實質平等來平衡大小股東間之利益衝突。是以，股東表決權排除的制度設計應是中國上市公司中可以參酌並引入的模式。

股東表決權排除的制度設計本身在於平衡控制股東與其他股東的利益關係。引入股東表決排除權的原因在於，可對控制股東的規制要素因勢利導地納入公司制度內部，有利形成制度性妥協，平衡股東間利益的差異；對利害關係之股東或其代理人表決權限制，對於少數股東利益保護有其積極作用；訴訟救濟係屬事後，加諸中國審判實務中過於依賴法律明文規定，而排斥理論推導的司法傳統以及素質良莠不齊，企望救濟有其困難之處<sup>100</sup>。

原公司法第一〇六條規定，股東出席股東大會，所持每一股份有一表決權。這其實為控股股東以形式上的平等掩蓋事實上的不平等提供合法基礎。為制止實務中愈來愈多控股股東濫用表決權操縱公司的違法行為，中國證監會於一九九七年的上市公司章程指引首次引入股東排除表決權之規範，該指引第七十二條：「股東大會審議有關關聯交易事項時，關聯股東不應當參與投票表決，其所代表

<sup>99</sup> 劉俊海，股份有限公司股東權的保障，頁101，2004年1月。

<sup>100</sup> 郭鋒，同註44，頁235-236。

的有表決權的股份簿記入有效表決總數。」<sup>101</sup>而二〇〇〇年的上市公司股東大會規範意見，以及關於上市公司為他人提供擔保有關問題的通知，也相對作出規定。但是二〇〇五年公司法修正時，在第十六條中對於股東表決權排除之制度僅適用於控股股東與被控股公司關聯交易中信用擔保的情形定。可見，中國在股東表決權排除的適用範疇過於狹隘，且未排除股東行使第三人股份的情況，在第三人自願委託股東代理表決或股東徵集其他第三人表決權時，控制股東可達到行使表決權、操縱公司之目的<sup>102</sup>。有必要進一步擴大股東表決權排除制度的適用範圍，將控股股東與被控股公司之間的相關事務皆納入其規則之中，並對具體規則加以補充，以充分發揮對控制股東關聯交易等事務作事前之防範功效。

### 3. 股東查閱權的程序落實

二〇〇五年公司法第九十八條規定，「股東有權查閱公司章

---

<sup>101</sup> 1997年上市公司章程指引第72條，為避免因關聯股東迴避表決導致股東大會表決時難以達到足夠的通過率，對關聯股東迴避作出例外規定：「如有特殊情況關聯股東無法迴避時，公司在徵得有關部門的同意後，可以按正常程式進行表決。」為促進股東參與股東大會、避免關聯股東操縱表決結果、減少大股東透過關聯交易損害上市公司利益的行為，新指引刪除了該項規定。也就是說，在關聯股東迴避表決將導致股東大會決議無法通過時，新指引不允許再按照非關聯交易的程序進行表決，公司只能設法召集更多的非關聯股東參會，再次召開股東大會進行表決，避免關聯股東的操縱行為。2006年上市公司章程指引修正，改列為第79條：「股東大會審議有關關聯交易事項時，關聯股東不應當參與投票表決，其所代表的有表決權的股份數不計入有效表決總數；股東大會決議的公告應當充分披露非關聯股東的表決情況。」參見中國證監會就上市公司章程指引修訂答記者問。中國在2001年以來，各相關行政部門發布重要行政規章之際，會以達記者問的形式，就其相關發布的背景原因或修正的內容作官方的說明，很大程度可以作為探析官方意見的佐證。

<sup>102</sup> 郭鋒，同註44，頁253-254。

程、股東名冊、公司債券存根、股東大會會議記錄、董事會會議決議、監事會會議決議、財務會計報告，對公司的經營提出建議或者質詢。」此為股東查閱權之規範，係屬新增。此規定可鼓勵少數股東參與公司治理的積極性與適用武器。關於股份公司股東查閱權的規定與國外法相比，中國的股東查閱權更具私權色彩，立法重點在於賦予股東查閱權的司法救濟，這一立法安排具有合理性，特別是少數股東得以藉此深度檢視公司運作的具體，可促進公司治理透明度的作用。但在權利行使的具體環節，特別是司法裁決的執行方面存在明顯疏漏與瑕疵，亟待改善。包括：(1)關於查閱的範圍。中國的列舉式立法過於粗略，雖有適用上的簡單明確之好處，但弊病明顯，列舉之外的公司紀錄不在查閱範圍，應積極創設股東查閱權的範圍，並擴及從屬公司查閱的權限<sup>103</sup>，對此，將來的立法修訂有必要在技術上採用概括加列舉的立法模式，同時司法解釋在此之前有必要對查閱範圍作必要的擴張解釋，秉持開放之立場來裁定股東查閱事項的範圍。(2)關於相對查閱權的行使限制。中國公司法第三十四條第二項給予股東查閱公司會計帳簿的權利，但對於股份有限公司卻無此權利，立法上存在缺陷。另一方面，對於會計帳簿的查閱本身需要從保護少數股東利益、便利少數股東權利之維護的立法精神來設置相關規制措施，確立價值導向正確的司法政策並保證其實效性。(3)關於查閱權行使的程序規範。應該從鼓勵股東行使查閱權與適度規範權利行使之平衡原則出發，對諸如查閱請求提出、查閱時間與地點、查閱人、查閱目的、查閱方式、費用負擔、公司回饋

---

<sup>103</sup> 然而股東請求查閱，在保護股權益與公司權益的課題上，在考量防止股東濫權的採用限制股東閱覽請求權的行使之立法力，或依特別法明文賦予公司得拒絕股東查閱的機制，已兼顧彈性調整股東與公司權益的平衡。參見廖大穎，公司制度與企業金融之法理，頁161，2003年3月。

時間等應予以明確，使其具有可操作性。(4)關於查閱權的救濟途徑。在現行立法確立的訴訟救濟措施之外，引入非訟程序與司法選任檢查人制度的立法建議應該受到重視<sup>104</sup>。法律已經給予股東查閱權的法源依據，如何加以完善並具有程序上適用的落實是當務之急，目前的途徑來看，依賴最高人民法院制訂關於查閱權訴訟的司法解釋。

### 三、董事會功能的再塑造

#### (一)董事責任與義務的塑造

在一般公司法中，所衍生三個代理問題：第一，代理問題涉及公司股東與公司經營者之間的利益衝突。其中股東是本人，而經營者是代理人，這類問題的困難點在於如何確保經營者關心股東之利益，不僅僅是關切經營者的權益；第二，涉及公司控制股東與小股東或者非控制股東之間的利益。其中的非控制股東是被代理人，而控制股東是代理人。這類問題的重點在於關切非控制股東免於遭到控制股東的剝削；第三，公司本身與第三人之間的利益衝突，這類問題的重點在於確保公司不對其周遭的各類第三人實施不當行為，例如壓榨債權人、剝削公司雇員和誤導消費者等<sup>105</sup>。

在一般國家證券市場上，隨著上市公司規模日益擴大和結構的日益複雜，以及公司不再為家族企業所有，公司經營管理權被委託給了受到更加細緻和複雜的公司章程和議事規則所約束的專業經理人。一段時期之後，這種職業化的基礎構造，成功地重構董事會的

---

<sup>104</sup> 李建偉，股東查閱權行使機制的司法政策選擇，法律科學，3期，頁98，2009年6月。

<sup>105</sup> REINER KARRKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 36 (2d ed. 2009).

最終職責，即「限於監督」。這個衝擊改變了公司法上董事會曾經是，現在也是法律上公司最高權威之機關的所在的實際運作。隨著專業經理人的經營權限不斷擴大，從而成為公司中「帝王式」的管理者，董事會的職責也就更加有限了<sup>106</sup>。而中國上市公司董事會角色尚未到此階段，反而是如何建構一個健全運作的董事會為主要訴求，特別來自於控制股東的對於董事的制約以及行政部門的干涉。二〇〇五年公司法的修正中，對於董事會特別突出於集體決策的作用，並著重於細化董事會會議制度和程序<sup>107</sup>，畢竟，董事會越是迎合控制股東的利益，它作為有效保護少數股東獲其他公司以外第三人的可能性便愈小。同時在公司法第一四八條載入了董事忠實義務和勤勉義務的規範，第一四九條進一步確認忠實義務的內涵<sup>108</sup>，這讓董事會的運作模式和董事責任與義務的塑造有一個基礎框架可為依循。

本文以為，董事會的決策程序更為細膩有助益於董事會決策的依循與規範，但於董事責任的訴求，禁止經營者利益衝突交易的著重與監管，是順應於中國上市公司現況的重點，這其中對於董事忠

---

<sup>106</sup> PUAL W. MACAVOY & IRA M. MILLSTEIN, THE RECURRENT CRISIS IN CORPORATE GOVERNANCE 2 (2003).

<sup>107</sup> 曹康泰，關於中華人民共和國公司法修訂草案的說明，全國人民代表大會常務委員會公報，7期，頁573，2005年11月。

<sup>108</sup> 2005年中國公司法第149條：「董事、高級管理人員不得有下列行爲：(一)挪用公司資金；(二)將公司資金以其個人名義或者以其他個人名義開立帳戶存儲；(三)違反公司章程的規定，未經股東會、股東大會或者董事會同意，將公司資金借貸給他人或者以公司財產為他人提供擔保；(四)違反公司章程的規定或者未經股東會、股東大會同意，與本公司訂立合同或者進行交易；(五)未經股東會或者股東大會同意，利用職務便利為自己或者他人謀取屬於公司的商業機會，自營或者為他人經營與所任職公司同類的業務；(六)接受他人與公司交易的佣金歸為己有；(七)擅自披露公司秘密；(八)違反對公司忠實義務的其他行爲。董事、高級管理人員違反前款規定所得的收入應當歸公司所有。」

實義務的責任意涵再明確與細部化，並以此為標準作為利益衝突的檢視尺標，對於董事責任與意義的追加和賦予將有實質正面的意義。

### (二)獨立董事

獨立董事在公司法修正上係屬新增（第一二三條），但獨立董事制度在中國並非新增事物，在監事會無法發揮其監督功能，公司法又無法及時修正下，中國證監會在一九九七年發布上市公司章程指引，先以行政規章的方式，藉助行政權力在上市公司推行獨立董事制度<sup>109</sup>。

在中國，由於上市公司存在股權結構高度集中的和控制股東一股獨大的問題，獨立董事制度的主要監督職能便在於監督大股東控制下的內部人，防止大股東和由其控制下的董事會合謀，進而侵害其他股東和公司利益<sup>110</sup>。

當獨立董事制度未涉入於上市公司規範之際，上市公司原有董事會的決策方式是一種集體決策模式，加諸集體決策的實施結果僅由集體負責，以及衡量董事會決策質量的獎懲機制匱乏，董事個人風險和責任與其享有的權利存在高度不對等性，由此對於侵蝕少數股東利益、不規範信息披露、內部人控制的現象屢屢發生。而中國上市公司特有的股權結構，董事會成員由持股控制股東委任，在董事的決策結果仍以控制股東利益最大化為出發，當董事間利益衝突最終歸結於同一產權人之下的不同持股主體間的衝突，這種衝突發

---

<sup>109</sup> 上市公司章程指引第112條：「公司根據需要，可以設獨立董事。」第一次引入獨立董事之制度，但該指引僅為是許可和鼓勵之性質，並非強制；2001年8月，發布關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見作全面性的推廣，直到2005年公司法修正後，真正在法律位階上給予安根。

<sup>110</sup> 謝朝斌，獨立董事法律制度研究，序言，頁3，2004年8月。

生的解決方式主要是透過行政方式予以解決<sup>111</sup>。世界上只有更好的公司監督機制，沒有最完美的公司監督機制。獨立董事制度更非萬能。沒有理由苛求獨立董事包治公司治理的百病。英美法系的獨立董事制度未能根絕公司治理醜聞，姑且不談獨立董事制度引入中國是否能有所發揮其設計的本意，但是至少必須著手改變過去那些集體決策的格局。

中國公司監控模式的設計，無法簡單地照抄或不切實際地完全照搬國外的作法，而是需要充分考慮中國上市公司股權結構的特點及特定的股權結構帶來的特殊公司治理問題。在上市公司中引入獨立董事，它的功能和使命的定位應該與美國實行的獨立董事是不一樣的。為改善公司法人治理結構、促進上市公司規範運作、維護中小投資者利益，作為公司董事的獨立董事除了必須履行董事的一般職責外，中國獨立董事的功能應該主要定位於對控制股東及其派入上市公司的董事、經營管理人員與公司關聯交易的監督制衡、審查和評價，使控股股東在上市公司的利益只能通過上市公司的價值提升和利潤分配來體現，就可以使控股股東與公司利益和其他股東利益一致，那麼其他經營事務便可由經營管理階層來完成。控股股東出於對自己利益的關心，就會有足夠的激勵促使其對公司董事、經營管理人員、公司員工等損害公司和股東利益特別是其自身利益的行為進行有效的監督，而且由於其控股地位及其在公司股東大會上行使表決權的影響，他完全有能力和力量實施有效的監督。

---

<sup>111</sup> 馬兆平、楊漢明，獨立董事引入後董事間的衝突變化，中國工業經濟，12期，頁81-82，2002年。

### (三) 影子董事規範的追加

控制股東並非傳統公司法上的行為主體，但其卻深深影響著公司治理的運作，直接將控制股東作為責任主體予以規範，無疑是對公司法傳統的藩籬的突破。禁止控制股東濫用其控制地位通過關聯交易強令從屬公司利益輸送或者向從屬公司轉移負擔，如果從屬公司在控制股東操縱下，作出不利於己的作為或不作為並因此遭受所損失，控制股東應當對從屬公司的損失承擔責任。這種行為的規範責任在二〇〇五年公司法中已經獲得原則性的實現<sup>112</sup>。此外，作為一個由結果推出的概念，公司法第二一七條第三款<sup>113</sup>對「實際控制人」的提出應是源於成文法事先規制的不足。從這一點上講，它的功能很類似於影子董事的內涵。但中國公司法以實際控制人概念，也許是為了維護董事這一概念的純粹性，避免將功能意義上的董事和登記意義上的董事混為一談。同時，其責任與義務承擔的問題並不明確。但在中國上市公司中，控制股東不見得以董事身分出現在公司經營層之中，雖掩身幕後但卻實質地控制公司，諸如書記或是政府部門投資機構等等，這一部分一直是中國公司立法上的不足。即使我國公司法及證券交易法制就董事責任多所修正，期能透過董事責任的明確化以及加重，強化公司治理。然而，實務上卻出現名譽董事、集團總裁<sup>114</sup>、公司顧問<sup>115</sup>等等非公司組織下之編

<sup>112</sup> 參照中國公司法第20條與第21條。

<sup>113</sup> 中國公司法第217條第3款：「實際控制人，是指雖不是公司的股東，但通過投資關係、協定或者其他安排，能夠實際支配公司行為的人。」

<sup>114</sup> 例如順大裕公司乙案，被告曾正仁成立廣三集團自任總裁，主導集團下轄各公司之財務決策及資金調度。參見臺灣高等法院台中分院90年度上重訴字第21號刑事判決。

<sup>115</sup> 例如二次金改以及元大結構債凸顯之金融機構負責人適格性問題中，就負責人防弊機制漏洞之檢討，例如經金管會依法解任不適任之金融控股公司負責

制，就該等不具董事身分但實質上對公司經營管理有控制或影響力之人，是否應受相關董事責任法令之規範，產生爭議。

我國公司法及證券交易法下就董事責任多有規定，然而，現行規定僅能規範到名義上之董事，就實質上控制公司但不具有董事身分者，並未特別規定<sup>116</sup>，就該等不具董事身分但實質上控制公司經營者，解釋上是否能當然使該等實質控制公司之經營者負擔與公司法或其他法令所課予董事之義務或責任，並非無疑，尤其於刑事責任上，鑑於刑事法定主義原則，更是如此<sup>117</sup>。此等僅重視法律上董事之規範方式，將可能導致許多董事責任之立法無法實現其立法目的<sup>118</sup>。

本文爰於說明英國法就影子董事之相關規範及案例。英國二〇〇六年公司法（Company Act 2006）<sup>119</sup>係就影子董事有特別定義，在於公司法個別條文，具體規範影子董事的責任，例如視同於董事課予責任或視同於公司主管（officer）課予責任。除公司法外，另外就影子董事的重要規範包括公司董事解任法（Company Director

---

人，以「總裁」或「顧問」之方式重新進入公司，繼續控制對金融控股公司之經營。參照月旦法學雜誌編輯部，重點新聞掃描——金管會擬修改負責人之防弊條款，月旦法學雜誌，181期，頁313-314，2010年6月。

<sup>116</sup> 以我國公司法第8條為例，其規定均只有規定公司組織一定職務之人為公司負責人，就名義上未於公司組織擔任任何職務卻實質執行職務之人，並未另為規定。

<sup>117</sup> 參照曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，國立臺灣大學法學論叢，37卷1期，頁116，2008年3月。

<sup>118</sup> 參照曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181期，頁54-55，2010年6月。

<sup>119</sup> 全文參照 [http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/pdf/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/pdf/ukpga_20060046_en.pdf)，最後瀏覽日：2010年7月16日。

Disqualification Act 1986)、破產法 (Insolvency Act 1986) 等<sup>120</sup>。本文以英國公司法為例，作為中國立法例之參考，惟需注意者為，影子董事在個別法令下之具體解釋及適用，應配合其於該部法令前後條文內容及目的為之。例如影子董事之認定，在公司法與破產法下之解釋就未必一致，其差異性應特別注意之<sup>121</sup>。

英國二〇〇六年公司法第二五一條 (sec. 251) 第一項將影子董事定義為：“In the Companies Acts ‘shadow director’, in relation to a company, means a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act.”亦即對公司董事有下指令之權、且董事一般將受該指令行事之人<sup>122</sup>。同條第二項及第三項再分別就專業顧問以及母公司為除外規定。同條第二項規定：“A person is not to be regarded as a shadow director by reason only that the directors act on advice given by him in a professional capacity.”亦即以法律明文對公司提供專業建議之顧問，就其提供專業諮詢之範圍內不視為影子董事。第三項則規定：“A body corporate is not to be regarded as a shadow director of any of its subsidiary companies for the purposes of— Chapter 2 (general duties of directors), Chapter 4 (transactions requiring members’ approval), or Chapter 6 (contract with sole member who is also a director), by reason only that the directors of the subsidiary are accustomed to act in accordance with its directions or instructions.”亦即考量母子公司關係之特

---

<sup>120</sup> Chris Noonan & Susan Watson, *The Nature of Shadow Directorship: ad hoc Statutory Intervention or Core Company Law Principle?*, 2006 DEC. J.B.L. 763, 765 (2006).

<sup>121</sup> *Id.* at 776.

<sup>122</sup> 有關影子董事在英國之具體認定標準，請參閱曾宛如，公司之經營者、股東與債權人，頁202-203，2008年12月。

殊性，就特定事項範圍內，明確規定母公司不視為子公司之影子董事。本條定義規定影子董事之要件以及其除外規定，建構影子董事的範圍，配合具體條文的規定，課予影子董事相關義務與責任。

影子董事責任之具體規定大致可分為「責任課予」與「資訊揭露要求」兩類<sup>123</sup>，前者課予影子董事相當於董事或公司主管之責任，例如，第一七〇條（sec. 170）第五項規定：“The general duties apply to shadow directors where, and to the extent that, the corresponding common law rules or equitable principles so apply.”概括性規定影子董事在一定範圍內與董事負相同之責任；第二二三條（sec. 223）「須取得股東會之交易——影子董事之規定」“Transactions requiring members approval: application of provisions to shadow directors”規定，影子董事就特定交易應予董事相同，須取得股東會之同意。後者要求影子董事之資訊揭露，例如第一八七條（sec. 187）「影子董事利益揭露」“Declaration of interest in existing transaction by shadow director”規定，規定影子董事就交易利益揭露原則上與董事負相同責任，但針對影子董事之特性為相應調整之規定。

涉入影子董事的規範進入中國公司法上，對於切斷來自控制股東或是控制股東的背後政府機構將意志與掏空的意圖阻卻在外，並有一責任意涵，顯具有其必要性。

#### 四、放寬政府管制的基礎上建立市場秩序

##### (一) 減卻過渡依賴行政的監管

中國監管改革的起點是政府壟斷一切，然後逐步放開證券市場，進而擴大進入市場的准入，逐步建立市場機制並鼓勵經由市場

---

<sup>123</sup> Noonan & Watson, *supra* note 120, at 767.

本身來逐步自行配置資源，亦即經濟體制改革的歷程中，是一個政府逐步退出直接參與經濟活動的過程，同時法制建設尚處於不斷強化的過程之中，當政府部門逐步退出的同時，盡快經由正規的監管制度的施行來矯正市場的失靈便是當務之急<sup>124</sup>。

何以中國公司法律制度上有著諸多的不合理性的規範，其在於把國有企業的行為規範普遍化於所有的企業之上<sup>125</sup>。若所有的公司都是國有資本的企業，那並無疑義，但是公司法的規範面對所有的私營企業的股份有限公司和有限公司之上，而具有國有資本的上市公司數量相對於他公司類型並不多，卻占據立法者最大的關切與焦點，同時整個影響著證券市場的運作與監管思維。

儘管中國公司治理的法律與監管環境逐步在改善中，但法律與監管架構卻遠遠未成熟，主要表現為：1. 太過於著重於行政責任和刑事責任的訴求，而輕視於民事責任和民事賠償，即使是在二〇〇五年修正後的證券法中，在第十一章有關法律責任一章中，共計四十八個條款，其中幾乎所有條款的違反效果都涉及行政法律責任的規定，包括責令改正、警告、罰款、撤銷任職資格或者證券從業資格、暫停或者撤銷相關業務許可、沒收業務收入、取締、責令關閉等多種行政處罰方式，使投資者在遭遇證券侵權後難以運用民事訴訟手段維護自己的正當權益<sup>126</sup>；2. 在證券侵權行為的處置過程中，中國立法者片面強調各類違法行為的行政處罰，忽略了民事責任的合理建構，往往以行政手段代替法律約束，大大地限制了投資者通過法律手段維護自身權利，由此而衍生的是，違法收益和責任

---

<sup>124</sup> 高世楫、秦海，從制度變遷的角度看監管體系演進：國際經驗的一種詮釋和中國改革實踐的分析，洪範評論，2卷3輯，頁53，2006年1月。

<sup>125</sup> 張維迎，產權激勵與公司治理，頁172，2006年7月2刷。

<sup>126</sup> 彭冰，同註29，頁332。

賠償的機制不對稱，成為控制股東各類違法行為層出不窮的主因之一<sup>127</sup>；3. 在成熟市場經濟國家行之有效的集體訴訟（亦稱集團訴訟）尚未引入到中國法律條文和證券侵權民事賠償案件的審理實踐中，投資者的訴訟成本將顯著增加。本文以為，中國證券法上對於這些上市公司以及證券市場相關當事人的行政處罰，其功能僅僅是救濟了作為公共秩序的金融秩序為訴求，並不能直接救濟投資人的權益，使得投資人一直處於不利益的狀態，是以行政機關的監管也需要調整其監管意識。

中國對於證券監管的內涵由於有濃厚的行政管制在其中，還未真正實現監管獨立，有些監管是可以改進的，有一些則是體制結構所存在的問題。例如監管者從保護中小股東的利益出發，引入了一些國際上普遍接受的公司內部治理規範，但現有的上市公司股權結構的現實，並無法有效讓這些規範發揮其應有的保護功能。由此所導致的問題，表面上是監管的問題，但更深層次的是需要培養一個適當的監管環境的問題。當一股獨大的局面繼續維持，那麼重點就應該是側重於對控制股東的監督之上，而不僅僅是停留在對經理人的監管上<sup>128</sup>。二〇〇五年修正的中國公司法便反應了此一趨勢，首先明確提出控股股東應承擔的責任，僅僅依賴於事後損害賠償責任是遠遠不夠的。

中國對於公司治理的監管帶有濃厚的強制性色彩在其中，不僅僅是公司法，即使證券法也是如此。但有意思的是，許多法律文字意義上的強制性規範，由於缺乏相應的執行機制，往往流於形式而

---

<sup>127</sup> 湯欣，控制股東法律規制比較研究，頁10，2006年11月。

<sup>128</sup> 焦津洪、丁丁、徐菁，證券監管與公司治理，比較，22輯，頁134，2006年1月。

沒有實際的意義<sup>129</sup>。特別是在證券市場建構初期，這現象特別明顯，而二〇〇五年，中國公司法與證券法逐步塑造一些具體規範，會使得監管部門有一根據基礎，畢竟為了監管這一領域，立法者一般僅是建構一個極其一般的標準，隨後授權給制訂規則的行政機構為適應特殊需要而對規則進行改動，因為行政機關熟悉不同類型的個案<sup>130</sup>。

### (二) 細膩規章的強化與借鑑

為嘗試建構一個更為周延的公司治理法律環境，中國證監會自一九九七年以來，為陸續發布一序列重要的規章，以加強上市公司治理結構的規範，這包括證券市場禁入暫行規定（一九九七年三月）、上市公司章程指引（一九九七年十二月）、上市公司股東大會規範意見（一九九八年二月）、關於上市公司為他人提供擔保有關問題的通知（二〇〇〇年六月）、公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則（第1-14號）、公開發行證券的公司信息披露編報規則（第1-12號）、關於股票發行上市輔導工作有關問題的意見（二〇〇一年三月）、上市公司檢查辦法（二〇〇一年四月）、上市公司治理準則（二〇〇二年一月）等等。綜觀這些行政規章的內容，在於高度援引並借鑒外國證券市場監管的法規範，在中國公司組織和資本市場快速發展之下，而公司法與證券法的法律規範略顯不足之際<sup>131</sup>，確實也逐步扮演了一個重要的規範依循，有利於監

<sup>129</sup> 郭丹青，同註28，頁239。

<sup>130</sup> H. L. HART, THE CONCEPT OF LAW 131 (2d ed. 1994).

<sup>131</sup> 在中國，由於觀念、體制與立法技術等多方面的因素，使得法律的立、改、廢異常困難，加之變遷中的改革與法律存在極大的落差，使得法律落後於改革的現象極為突出，或者一部法律已經修改，而相關法律並沒有配套修正。這樣如果簡單地採用法律形式主義的立場，將會使得一些改革措施陷入不合

管機關朝向以市場秩序規則作為依託的監管模式。

公司治理規則很容易從他國進口，若不著手於解決自己體制結構性的問題，那麼引進的規則即使再好，落實起來也將很困難。簡單的模仿或移植無利於公司治理的完善，如果引入的公司治理規則沒有根據本國情況進行調整，那麼很有可能會對本國的公司治理產生負面的影響<sup>132</sup>。公司治理中國具有更類似大陸法係國家的股權結構，卻在公司治理上更多借鑒了英美法國家的經驗。而與德國、法國、日本等國不同的是，中國上市公司的控制股東多數是政府。而且中國仍處於經濟體制轉軌階段，經濟體制尚不完善，這也讓中國的證券法制的去向常常面臨一個艱難的選擇。形成這種現象的原因，主要來自於過去國有企業改革的遺留。作為轉軌經濟過程中引入的制度性安排，為不動搖公有制的主導地位，政策性設計引入國有股、法人股和公眾流通股，由國有股處於絕對控制的地位。在這種特殊股權結構下，公司治理要解決的問題不僅僅是一般委託代理問題，更重要的是國有控制股東和眾多少數股東之間的利益衝突。

中國證券市場的發展始終都是由政府來推進的，政府在證券市場的演進中一直起著不可或缺的主導作用，從開初的組織試點到市場規則的設計，以及整個證券市場運行的監管，都未離開過政府的

---

法的困境，並抑制制度變革的生長空間。參見周漢華，監管制度的法律基礎，比較，26輯，頁97，2006年9月。本文以為，在中國尚處於制度變遷的法律環境下，證券市場的運作僅以法律位階的訴求為依歸，將有所不足，監管機關引進規範的公司治理法則，並適法執行是較為有效的方式。例如上市公司治理準則很大程度可以扮演更積極的角色。

<sup>132</sup> Erik Berglof & Stijn Claessens, *Enforcement and Corporate Governance* 19-24 (World Bank Policy Research, Working Paper No. 3409, 2004), available at [http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000012009\\_20041006152130](http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000012009_20041006152130) (last visited: 2010.06.03).

直接干預。加上中國監管模式的建立主要著眼於集中統一，因此在具體實務中採行剛性極強的政府監管方式，難免忽視於自律監管的作用，未給證券場的主體進行自律留出發展空間<sup>133</sup>。而中國證券市場愈發蓬勃與逐步成長的狀態下，監管模式也必須作適當的調整。畢竟，現代監管的特徵：一是基於規則；二是與政府保持距離。監管首先是在市場經濟中發育，用以彌補市場缺陷的一種行為和過程，監管產生的環境就強調這不是簡單的命令與控制，而是政府在協調各利益相關者的利益立場後確立監管規則與程序，授權主關機關負責規則的實施。另外，與政府直接建立國有企業以彌補市場失靈不同，監管是政府建立規則後，授權一個獨立的機關執行規則。這種保持距離型的監管體系之設立，目的在於保證監管的公平性，將政府隨意性的行政干預降低到最低的程度<sup>134</sup>。中國在面對逐步深化的市場經濟發展態勢下，放寬政府管制，慢慢累積出一個市場秩序是必由之路。

## 五、對外資的市場開放與機構投資者的積極參與

### (一)市場開放與外資准入

對於公司法的改革，中國有著比其他國家更複雜的環境和難度；除此之外，中國也面臨融入國際市場的現實挑戰。中國證券市場的發展，除本身既有的體制性結構問題，如本文所一再強調的股權分置割裂和控制股東具有絕對的控制地位外，中國證券市場本身也一直處於內在凝固的狀態，亦即都是屬於自身發展的型態，而缺乏對外開放的發展歷程。在二〇〇一年底中國加入世界貿易組織（World Trade Organization, WTO）之前，證券市場是中國金融市

---

<sup>133</sup> 李東方，證券監管法律制度研究，頁105，2002年6月。

<sup>134</sup> 高世楫、秦海，同註124，頁16。

場中最後開放的禁地，如此更加劇了它的封閉性。

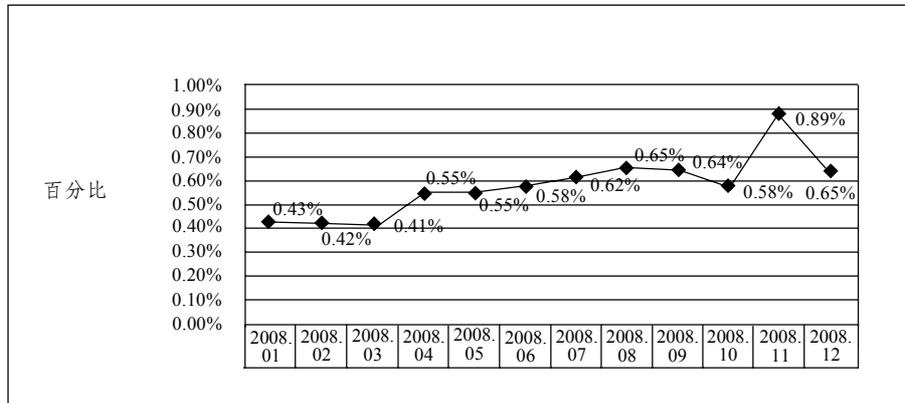
因應入世承諾的需求，中國在二〇〇二年六月分別制訂外資參股證券公司設立規則以及外資參股基金管理公司設立規則<sup>135</sup>，作為外資證券業者參與證券市場的準據法。這屬於證券服務業者的准入，實際上對外開放的家數與幅度也未如想像的大<sup>136</sup>。

關於外國資金的流入中國股市，則以二〇〇二年十一月所發布的合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）為主要依據。依該辦法第二十條規定：「合格投資者的境內證券投資，應當遵守下列規定：（一）單個合格投資者對單個上市公司的持股比例，不超過該上市公司股份總數的10%；（二）所有合格投資者對單個上市公司的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的20%。」從比例上有所限縮QFII資金對於單一上市公司的持有比例，但從中國所核准的金額角度上來看，也很難具有對一家上市公司進行如此的持股。同時，QFII資金占整個中國證券市場的市值的比例仍微不足道（圖六），對外開放的有限度管制下，對中國證券市場難以注入活力。

---

<sup>135</sup> 這兩個法規也為中國證券公司由原來有限責任公司紛紛改組為股份有限公司的組織形態，或是逐步申請上市的因素而有所因應，在2007年12月加以修正。

<sup>136</sup> 截至2008年底，中國批准成立7家合資證券公司、19家合資基金公司。批准52家境外機構的QFII資格和合計99.95億美元投資額度，5家外資銀行獲准開展QFII託管業務；滬、深證券交易所所有7家境外機構特別會員，有58家境外證券經營機構可直接從事B股交易；117家國內公司到境外市場上市；在國際交流與跨境監管合作方面，中國證監會已與26個國家的證券期貨監管機構簽署了29個監管合作諒解備忘錄。



資料來源：中國證監會網站。

圖六 2008年QFII持股市值比

中國官方亦肯認，QFII進入中國資本市場後，讓境內外資本市場初步對接，增加了市場的中長期資金供給，促進中國資本市場投資理念的成熟和先進投資風險管理技術的應用，並對促進國內上市公司完善治理結構、推動資本市場的制度改革和機制創新發揮了積極作用。二〇〇二年，QFII制訂之際，基於積累經驗、防範風險的考慮，對QFII資格標準、外匯額度管理、帳戶管理、經紀商、資金匯出入等方面作了較為嚴格的限制。但隨著經濟全球化的深入發展，中國經濟與世界經濟的聯繫和相互影響日益加深，中國證券市場和國際市場聯繫的日益緊密，客觀上要求進一步提高對外開放。同時，在加入世貿組織後，中國實施資本市場的對外開放，有助於優化市場結構，提高資本市場質量，提升中國資本市場的整體競爭力和抗風險能力。在具體實務運作，QFII逐漸顯現出不能完全適應新形勢發展需要的問題，如資格標準過高、資金鎖定期過長，只能開立一個證券帳戶、委託單一券商交易等，不利於境外長期資金的

引入，不利於實施有效的監管，需要及時予以調整<sup>137</sup>，是以在二〇〇六年加以修正，使其更為吻合實際的需求和證券逐步的開放步驟。

## (二)機構投資者對公司治理的積極參與

中國證券市場的投資參與者，特別是流通市場中，截至二〇〇八年末，A股投資者在上海與深圳的開戶者數共有12123.54萬戶，其中自然人的開戶者數為12074.93萬戶，而機構投資者的開戶數為48.61萬戶；B股開戶者數共有240.35萬戶，其中自然人的開戶者數為238.02萬戶，而機構投資者的開戶數為2.33萬戶<sup>138</sup>，儘管開戶數量極為龐大，但卻是一個鮮明的散戶市場。

中國對於機構投資者參與證券市場規範的開放起步較晚，初期發展之始是因參與投資主要以自然人為主，其承擔風險能力較弱，迫切需要大力發展機構投資者，一九九七年國務院批准發布證券投

---

<sup>137</sup> 該辦法在總結以往監管QFII投資行為經驗的基礎上，進一步完善了監管規則。主要體現在三個方面：一是要求QFII為背後投資人開立名義持有人帳戶，並按季度向監管機構報告其名下的實際投資者資產配置、證券投資明細等情況。二是在QFII持股比例方面，規定了單一和所有QFII的持股上限，即單個境外投資者透過合格投資者持有一家上市公司股票的，持股比例不得超過該公司股份總數的10%；所有境外投資者對單個上市公司A股的持股比例總和，不得超過該上市公司股份總數的20%。三是嚴格信息披露方面的要求，即境外投資者的境內證券投資達到信息披露要求時，信息披露義務人應透過合格投資者向交易所提交信息披露內容。合格投資者有義務確保其名下的境外投資者嚴格履行信息披露義務。參見中國證監會新聞發言人就《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》答中國政府網記者問，網址：[http://big5.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/ztzl/2006-09/27/content\\_479477.htm](http://big5.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/ztzl/2006-09/27/content_479477.htm)，最後瀏覽日：2010年6月24日。

<sup>138</sup> 中國證券監督管理委員會編，2009中國證券期貨統計年鑑，頁318，2009年9月。

資基金管理暫行辦法，使機構投資者有法源之依據。但隨著二〇〇一年信託法的頒布實施和開放型基金的推出，使其難以適應基金業的發展，而入世後中國亦允許外國投資者參股基金管理公司並從事基金理事務<sup>139</sup>，是以，中國在二〇〇三年十月頒布證券投資基金法，以期更為周延的管理與適用。

依照中國證券登記結算公司統計<sup>140</sup>，截至二〇〇八年末，各類機構投資者持有的已上市A股流通市值占比為54.62%，這是有統計以來機構投資者持有量首次超過五成。由於在股權分置改革進行一段時間後，限制轉讓的股份逐步的大量解禁，一般機構投資者持有的流通股市值有較為明顯的增加，二〇〇七末包括證券投資基金、社保基金、QFII、保險公司、企業年金、證券公司、一般機構在內的各類機構投資者持有的已上市A股流通市值占比達到54.62%，同比提高了5.91個百分點；相應地，自然人投資者持有已上市A股流通市值占比從二〇〇七年底的51.29%下降到二〇〇八年底的45.39%。

機構投資者持有流通A股占比超過個人投資者，對於長期以來一直刻有濃厚散戶市場印記的中國股市而言，無疑具有里程碑式的意義。一直以來，中國證券市場機構投資者的比重低於個人投資者部分，二〇〇五年年末僅為30.13%。二〇〇八年首次過半標誌著機構投資者終於取代散戶，成為A股市場的主要參與者，表明A股市場成熟度有了進一步提升<sup>141</sup>。

---

<sup>139</sup> 厲以寧，關於中華人民共和國證券投資基金法（草案）的說明，全國人民代表大會常務委員會公報，6期，頁578，2003年11月。

<sup>140</sup> 中國證券監督管理委員會編，同註138，頁316。

<sup>141</sup> 但值得注意的是，2008年機構投資者占流通市場持股比例大幅提升的主要原因是在於股權分置改革後，大量非流通股與有限售條件股份的逐步解禁，而這些股份主要都是由產業投資者構成。從境外成熟市場經驗來看，能夠真正

儘管機構投資者對於持有A股市場已經超過散戶的比例，但是機構投資者在公司治理中的所應發揮的積極作用與成熟證券市場的情形相反，迄今為止，中國現階段市場機制的成熟，使得以市場為基礎的公司外部治理機制並不健全，中國機構投資者在公司治理中並未發揮積極的外部監督作用，難以充分發揮市場的優勝劣汰功能。如何讓這一持股主體積極進入中國上市公司的公司治理參與，特別是非流通股占有一半總體股份的額度，而控制股東仍然在各個上市公司積極影響公司治理，如何發揮日漸茁壯的機構投資者在公司治理扮演一個積極角色，是一個中國需關注的議題。

機構投資者可緩解所有與經營分離下所生之集體行動的問題。因為持股較少的股東在有限持股下對公司決策無足輕重，對少數股東而言，聯繫其他股東以進行集體行為的成本又過高。但機構投資者所以擁有的專業知識優勢、持股數量與比例偏高，使其監控成本低於一般投資人。從經濟規模角度看，機構投資者對於涉及整體資本市場效率運作的相關基礎法規較有誘因，也助益於一國立法之效率化與國際化。蓋機構投資者對於公司治理的關注，並非在公司之日常營運之上，畢竟其不參與公司經營，而是聚焦於重要事項之上。如公司董監事選舉或是個別公司必更之利益衝突等，這能符合監控的成本與效率的比例原則。機構投資者一般均遵循分散投資原則，造就同一家公司有許多機構投資人同時持有股份，但其有助益於機構投資者勤勉地以投資人最大利益參與公司治理<sup>142</sup>。

面臨中國控制股東持股鮮明且固化的非流通股亦為國有資本的

---

活躍於資本市場，從而推動資本市場發展的力量是基金、保險、QFII等機構投資者，這部分比例才是對市場成熟度的真正考量。

<sup>142</sup> 朱德芳，公司治理與基金治理——兼論投信事業行使證券投資信託基金所持股票股東權之相關規範，臺北大學法學論叢，69期，頁97-98，2009年3月。

情境下，發揮機構投資者的積極參與公司治理，將會對於控制股東或是公司經營者有很大的制衡作用。但並非要機構投資者參與經營，畢竟，機構投資者參與公司治理與參與公司經營有角色扮演上的差異。亦即公司經營團隊或是控制股東，本於其專業以公司價值最大化為原則經營公司，而機構投資者本於其投資專業以受益人價值最大化為原則行使股東權進行監控<sup>143</sup>。而機構投資者已經逐步具有一個可抗衡的持股比例，如此也應該更為積極地鼓勵。

## 六、公司私法自治的擴張與法院衡平角色之扮演

### (一)閉塞的法院機制更助長證券市場之發展危害

一旦市場經濟帶來了社會結構的變化，案件類型也將會開始發生變化，這就不是任憑一般的社會嘗試和人生經驗可以妥善處理的，尤其是證券市場中所衍生出的相關個案內涵，有其高度專業性與知識性的訴求，同時，中國已經超過1億以上的股民開戶數，和每年大量的證券成交金額，這些社會因素的變化本身就隱含並要求法院審判功能的一個重大變化。

中國從一九九三年以來在憲法上確認市場經濟體制改革，很大程度意味著對國家所扮演的作用需要加以重新界定。行政機關不應再是權力的分配者，行政部門應只是一個市場繁榮所需要關鍵制度的提供者，其中有效率的、公平的爭議解決機制，例如法院，也是屬於國家應該提供的關鍵制度的範疇<sup>144</sup>。在證券法上有關法律責任的規範中，過於強調行政權的紛爭解決，很大程度在於法院的過度閉塞所導致。對於中國必須實施法律和司法的改革，沒有這些改

---

<sup>143</sup> 朱德芳，同前註，頁102。

<sup>144</sup> EDGARDO BUSCAGLIA & WILLIAM RATLIFF, LAW AND ECONOMICS IN DEVELOPING COUNTRIES 101 (2002).

革，那麼那些給私營部門權力的經濟改革就不能被認為是市場化的改革。

在發展中國家的司法制度調查中發現，大多數法院的潛在「當事人」不願意把他們的爭議帶到法庭上來，是由於他們認為司法制度低效率、不確定且司法成本過高<sup>145</sup>。中國公司法以及相關細部配套法規在規定上往往語焉不詳、不甚明確，導致法院在受理公司糾紛案件的時候態度猶豫，接受立案的範圍較為狹隘，難以順應實際上的需求<sup>146</sup>。例如，過去幾年來中國證券投資者遭證券侵權行為所受的損失，因為缺乏具體操作的規定和程序適用依循一直無法到應有的程序救濟保護，大慶聯誼、海通高科、銀廣夏、藍田股份、東方電子等典型虛假陳述的案例廣大投資者因此所受的損失無以為濟，尋求法院救濟的呼聲四起。然而，最高人民法院在二〇〇一年九月甚至發布「關於涉證券民事賠償案件暫不予受理的通知」，此一通知以「受目前立法及司法條件的局限，尚不具備受理及審理這類案件的條件<sup>147</sup>。」而排除接受相關案件的受理。即使在最高人民法院在二〇〇二年一月十五日發布「關於受理證券市場因虛假陳述引發的審理證券民事賠償案件有關問題的通知」，使得證券虛假陳述的民事賠償案件得到一個程序請求的依據，至此，才揭開中國法院正式受理證券侵權案件的序幕。但法院在該通知中所

---

<sup>145</sup> *Id.* at 56.

<sup>146</sup> 葉林，公司法研究，頁47，2008年6月。

<sup>147</sup> 最高人民法院法明傳【2001】406號的通知中提及：「中國的資本市場正處於不斷規範和發展階段，也出現了不少問題，如內幕交易、欺詐、操縱市場等行爲。這些行爲損害了證券市場的公正、侵害了投資者的合法權益，也影響了資本市場的安全和健康發展，應該逐步規範。當前，法院審判工作中已出現了這些值得重視和研究的新情況、新問題，但受目前立法及司法條件的局限，尚不具備受理及審理這類案件的條件。經研究，對上述行爲引起的民事賠償案件，暫不予受理。」

受理的證券民事救濟案件的類型中卻僅限定為「證券虛假陳述案件」，而排除了同樣對於證券市場穩健發展危害巨大的內幕交易、操縱市場等侵權行為樣態的救濟基礎，某些程度也大大限縮投資者的民事索賠權利<sup>148</sup>。法律自我實施機制並不健全，投資者訴諸司法救濟仍存障礙，是中國證券市場中權益難以得到保障的困境，這再度充分說明法院的閉塞與自我限縮，也很大程度助長證券市場的危害之風。

### (二)公司自治加速對法院衡平的訴求

二〇〇五年中國公司法修法基本方向是在放寬政府管制的基礎上建立市場秩序，這是檢驗新法的一個重要指標。從公司法修正內容，我們看到：公司治理機制、公司社會責任、公司人格否認、忠實義務等新制度及其相關配套規範已經引進到公司法之中。加上對既有公司制度在實務運作的中經驗作大幅度的改善與補強：公司機關事務運作的改善（包括股東會、董事會、監事會權益和程序性規範）、經營管理層責任義務的高度賦予、上市公司制度更加嚴格的訴求等等，使得新公司法中所呈現的規範更能貼近公司商事組織運作的需求。而這些法律規定的涉入也使得公司意思自治的空間更為寬闊，來自行政機關的管制縮小，賦予更多市場機制的本色而具有可操作性。然法律條文的規範僅是一個標準，一個事後才能被賦予含意的法律條款，透過裁定者的裁決來決定法律上許可行為的界限

---

<sup>148</sup> 自2005年中國進行股權分置改革以來，證券市場違法違規行為的模式、行為與過去相比，已經發生根本性的變化，由以前上市公司虛構利潤等虛假陳述為主，變為散布信息配合交易市場股價操縱、內線交易為主，違法獲利更為快速且更具有隱密性。當虛假陳述的民事救濟的程序尚有不足之時，其他樣態的補救措施卻還付之闕如，中國投資者的「風險」意識恐怕要更多一些。

和實際與紛爭有關的實際問題<sup>149</sup>。

本文以為，法院在中國的公司治理的角色扮演應該更為吃重，以期對現狀中過於向行政機關傾斜的衡平機制。在一個迅速變革的社會中，即使是那些長遠看起來可能是有生命力的秩序或規則，也可能由於沒有一個相對穩定的社會環境來生發生增長，將無法透過當事人自己的制約力量進入其心靈之中，變成對制度的認知與遵守，如此便很難長期有效的形成規則和穩定的秩序，如此，再好的法律設計也無法作為制度而累積下來<sup>150</sup>。也因為法院對於具體法律問題和新借鑒引入的法律規範，透過判決賦予法律規範的一個認知標準和適用基礎，會使得公司以及公司外部的當事人能更釐清其商事行為的運作依歸。也因為公司法修法後，相關的經營運作與交易安全所衍生的問題訴求法院機關作為仲裁的依賴將會更大，法院若能積極的角色介入，將可改變過去由行政管制的鮮明色彩。

在二〇〇五年修正後的公司法，仍然存在諸多語焉不詳之處，造就適用上的困境，若是法律規範愈是概括，或是其留給法院解釋的空間愈大，那麼法官在涉及重大問題上的判決理由就愈需要更多的論證。是以更需要透過司法解釋以為因應<sup>151</sup>，問題是僅僅被動地靜候司法解釋來彌補公司治理的缺陷難以奏效，緩不濟急。比較

---

<sup>149</sup> Lewis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557, 557 (1992).

<sup>150</sup> 蘇力，道路通向城市——轉型中國的法治，頁24，2004年5月。

<sup>151</sup> 自中國公司法於2006年施行以來，最高人民法院分別在2006年3月以及2008年5月發布關於適用公司法若干問題的解釋(一)和(二)，前者除規範公司法施行前後的新舊法銜接問題外，並就股東訴訟持股比例和持股時間的疑義作一確認；後者對公司清算的實務性問題作一程序性檢視與依循。這些司法解釋讓實務適用上的疑義有更多的釐清。本文認為，為減少來自於行政機關的高度干涉，並賦予司法機關有更多的主動性下，公司法的司法解釋在中國公司治理上確實可以有更多著墨。

合適的方式是公開更多的相關司法裁判之具體內涵，以期讓企業以及相關當事人更清楚法院的態度與觀點，以有所遵循，而恰恰這部分還不僅是公司治理的問題，而是整個中國司法改革的一個環節。當今中國並不缺資金而是缺乏信心與良善且有效的救濟制度，股市的一時榮景不是萬能仙丹，如果沒有其他配套改革及時跟進，其提供的改革動力很快會耗散。如果司法救濟途徑及其可行性偏頗到投資者為保護自身合法收益的難度增加，最終的結果只能是證券市場的發展前景被這些違法行為所侵噬，中國嘗試推動與建構中的公司治理制度、完善資訊揭露等相關制度，大多將淪為好看而不能堪用的擺設。

## 伍、結 論

中國證券市場發展之初，出於對姓社、姓資問題的疑慮和國有資產流失的擔心，為發展證券市場又要兼顧國有企業改革需求下的塑造，而人為地設計股權分置的模式，直接造成上市公司內部流通股和非流通股的複雜股權結構；再者，上市公司大多由原有的國有企業或具有國有資本的企業經由公司化改制後而成為上市公司，為保證公有資本對於上市公司的控制狀態，國有股和法人股等非流通股占有絕對多數的比重，形成了結構性的控制股東態樣。國有股不能在集中市場上流通，不但鞏固了國有股一股獨大的局面，也固化了政府部門對於國家控制型上市公司的長期行政控制與干預。這種因政策性的訴求導致證券市場的發展與上市公司控制權的影響，使得中國證券市場上之公司治理之運作，形成與其他任何國家的市場模式不同的根本因素，其影響力已超出一般法律意義上或經濟體制上的制度因素。

過去證券市場的改革主要以政策形式存在，並不斷根據具體形

勢的發展而因應作調整。但政策一旦成為立法的依據，並在公司法與證券法上涉入相關的規範，這便把客觀的法律規範和動態的政策目標完全攪和在一起，因而人為產生的制度問題大大超越了具體法律可以解決的問題。中國向市場經濟的轉變是不完全的，只要繼續把國有制的主導地位作為一項目標，這種不完全性就將繼續存在。若控制股東在整個證券市場中保持主導地位的條件不變，中國就不可能形成一個能夠充分發揮作用的資本市場。國有股減持失利、股權分置改革，一個已經開始不知何時才能竟其功的困境，在在顯示其問題的難處。

中國上市公司股權分置，由此而造就出結構性的控制股東，使得一般意義上的法律法規作用在公司治理上產生了變異。兩類股東中缺乏共同的利益基礎，造就控制股東非常規關聯交易、違規擔保、占用公司資金等掠奪少數股東的情事屢有所聞，因為股權分置的框架造就法律適用也受到結構性的扭曲，諸如高溢價發行、增資與配股等事項都讓少數股東權益莫大的損失。上市公司內部人控制問題成為公司治理上的最大問題所在，股東會聊備一格、董事會成為控制股東橡皮圖章，從而極易出現偏離公司最佳利益的追求，轉而向謀取私利與機會主義行為。這些對公司治理的衝擊，不僅僅是個別上市公司內部的問題，或是經濟體制變遷下的結果，而是一個控制權結構性造就制度扭曲的問題。

對於歷久彌新的公司都有相同之成功祕訣——良好的公司治理結構。

中國上市公司控制股東的鮮明控制地位，進而導致公司治理運作規範的扭曲，這是一個基於證券市場發展初始的結構性所造成。而結構性的問題並非一成不變，在多年的努力下基於法律制度的逐步建構以及市場競爭制度的重視，它也在逐步的鬆脫與調整。正因為中國已經逐步朝向更深層次的市場化，進一步地更需要訴求更規範的公司治理。

經過將近二十餘年的制度規範與吸納，中國上市公司公司治理的制度體系已初步建構，雖然在細節方面還有許多需要進一步完善，在制度執行面上還有待加強，但是整體制度性借鑑需求，隨著二〇〇五年公司法與證券法的修正有一個初步的輪廓，而公司法與證券法的規範有其侷限性，中國證券主管機關對於吸納國外公司治理的規範轉換為細部行政規章以為適用的努力，填補法律上不足的困境值得肯定，而如何實現借鑑制度的吸收與具體執法上的適用與經驗累積才是當前更為重要的迫切的問題。

對照於中國之經濟發展軌跡，現階段中國公司治理之課題，乃應針對集中型股權結構下所生控制股東與少數股東的利害衝突，加以調和。亦即中國上市公司治理首要問題應針對嚇阻控制股東各種尋求控制者私利行為與少數股東保護之問題，而不僅僅是把焦點放在外部股東與經營者之對立之上，而應著重公司內部組織的治理，這些包括正視股權分置的狀態，著重類別股東投票機制的適用、股東查閱權細部操作程序的釐清、股東表決排除權的落實、股東收購請求權的保障等等。而在董事會組織中，獨立董事機制的深化、影子董事制度的追加、忠實義務責任的細部化確認都是有助益於公司治理的基本訴求。

高度行政管制的監管思維，在市場逐步擴張，與市場經濟秩序訴求於更多的透明度之下，在放寬行政管制的基礎上建構市場秩序，是中國證券監管機關的應有作法。此外，中國對於證券市場的監管過於側重對行政罰的使用，即使法律賦予更多救濟武器，但很大程度阻卻了當事人尋求司法途徑救濟的管道。而中國公司法與證券法上，整體賦予公司更多的自治內容，也引進更多公司治理的規範如公司人格否認、忠實義務、實際控制人等新制度，這些規範的落實更需要司法機關更多的積極作為和補強，使其成為一個重要的衡平機制。

## 參考文獻

### 一、中 文

1. 中共中央文獻編輯委員會編，鄧小平文選，3卷，2006。  
Literature Editorial Board of the CPC Central Committee, Anthologies of Deng Xiaoping, vol. 3, 2006.
2. 中國證券監督管理委員會編，2006中國證券期貨統計年鑑，2006。  
China Securities Regulation Commission, 2006 Statistical Yearbook of China Securities and Futures, 2006.
3. 中國證券監督管理委員會編，2007中國上市公司年鑑，2007。  
China Securities Regulation Commission, 2007 Yearbook of Chinese Listed Companies, 2007.
4. 中國證券監督管理委員會編，2009中國證券期貨統計年鑑，2009。  
China Securities Regulation Commission, 2009 Statistical Yearbook of China Securities and Futures, 2009.
5. 中國石油天然氣股份有限公司編，中國石油天然氣股份有限公司2008年年報，2009。  
PetroChina Company Limited, 2008 Yearbook of PetroChina Company Limited, 2009.
6. 方流芳，公司審批制度與行政性壟斷，中國法學，4期，頁55-64，1992。  
Fang, Liu-Fang, Company Examination and Approval System and the Administrative Monopoly, Chinese Legal Science, no. 4, pp. 55-64, 1992.
7. 方流芳，溫故知新——談公司法修改，載：公司法修改縱橫談，頁35-42，2000。  
Fang, Liu-Fang, To Gain New Insights through Reviewing the Past- on the Modification of Company Law, in Talks about the Modification of Company Law, pp. 35-42, 2000.
8. 王文宇、陳建霖，股權分置改革中的行政授予與補償協商：公法與私法的融合，北大法律評論，8卷1輯，頁78-105，2007。

- Wang, Wen-Yeu & Chen, Jian-Lin, Regulatory Giving and Compensation Bargaining in Stock Trading Rights Reform: The Convergence of Public and Private Law, *Peking University Law Review*, vol. 8, no. 1, pp. 78-105, 2007.
9. 王文杰，國有企業公司化改制之法律分析，1999。  
Wang, Wen-Chieh, *The Legal Analysis of the Corporatization Restructuring of the State-owned Enterprise*, 1999.
10. 王文杰，二〇〇五年中國大陸公司法修正評析，*月旦法學雜誌*，128期，頁158-171，2006。  
Wang, Wen-Chieh, *The 2005 Revision to China's Company Law*, *Taiwan Law Review*, no. 128, pp. 158-171, 2006.
11. 王文杰，資本制度的淡化或神話——中國公司法資本制度之檢視，載：《財經法制新時代——賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，頁29-41，2008。  
Wang, Wen-Chieh, Dilute or Myth of the Capital System-Review over the Capital System in China's Company Law, in *New Era of Finance and Law*, pp. 29-41, 2008.
12. 王林清、顧東偉，新公司法實施以來熱點問題適用研究，2009。  
Wang, Lin-Qing & Gu, Dong-Wei, *Studies on the Issues of the New Company Law*, 2009.
13. 王連洲、李誠主編，*風風雨雨證券法*，2000。  
Wang, Lian-Zhou & Lee, Cheng, *Ups and Downs in Securities Law*, 2000.
14. 甘培忠，公司控制權的正當行使，2006。  
Gan, Pei-Zhong, *Legitimate Exercise on the Corporate Control*, 2006.
15. 月旦法學雜誌編輯部，重點新聞掃描——金管會擬修改負責人之防弊條款，*月旦法學雜誌*，181期，頁313-314，2010。  
The Taiwan Law Review Editorial Department, Hot News FSC Plans to Revise the Clause of Corporate Owner to Include Shadow Director, *Taiwan Law Review*, no. 181, pp. 313-314, 2010.
16. 朱慈蘊，中國引入獨立董事制度應注意的若干問題，載：《公司治理與資本市場監管——比較與借鑑》，頁244-261，2003。  
Zhu, Ci-Yun, *Issues on Introducing the Institution of Independent Director to*

- China, in *Corporate Governance and Capital Market Supervision—Comparison and Reference*, pp. 244-261, 2003.
17. 朱德芳，公司治理與基金治理——兼論投信事業行使證券投資信託基金所持股票股東權之相關規範，臺北大學法學論叢，69期，頁87-146，2009。  
Zhu, Te-Fang, *Corporate Governance and CIS Governance: The Case of the Securities Investment Trust Fund Voting of Portfolio Shares in Taiwan*, *Taipei University Law Review*, no. 69, pp. 87-146, 2009.
18. 江平，公司法從19世紀到20世紀的發展，載：公司法修改縱橫談，頁21-28，2000。  
Jiang, Ping, *The Development of Corporate Law from 19th Century to 20th Century*, in *Comments on the Modification of Company Law*, pp. 21-28, 2000.
19. 何清漣，現代化的陷阱——當代中國的經濟社會問題，4刷，1998。  
He, Qing-Lian, *The Trap of Modernization —Economic and Social Issues in Contemporary China*, 1998.
20. 吳曉求，股權分置改革後的中國資本市場，2006。  
Wu, Xiao-Qiu, *China's Capital Market after Full Circulation Reform*, 2006.
21. 宋汝芬，參加立法工作瑣記（下冊），1995。  
Song, Ru-Fen, *Trivias of Participating in Legislative Work Vol. II*, 1995.
22. 李延振、劉傑，股權分置改革若干法律問題探討，證券市場導報，10期，頁27-30，2005。  
Lee, Yen-Zheng & Liu, Jie, *On Legal Problems Related to Stock Trading Right*, *Securities Market Guide*, no. 10, pp. 27-30, 2005.
23. 李東方，證券監管法律制度研究，2002。  
Lee, Dong-Fang, *Studies on the Legal System of Securities Regulation*, 2002.
24. 李建偉，獨立董事制度研究——以法學與管理學雙重角度，2004。  
Lee, Jian-Wei, *A Research on the Independent Director System—From Bilateral Perspective of Both Jurisprudence and Management*, 2004.
25. 李建偉，股東查閱權行使機制的司法政策選擇，法律科學，3期，頁91-98，2009。  
Lee, Jian-Wei, *The Choice of Jurisdictional Policy on the Mechanism of Share-*

- holders Inspection Right to Corporate Books and Records, *Science of Law*, no. 3, pp. 91-98, 2009.
26. 杜育華，大股東治理機制背景的獨立董事功用，*改革*，3期，頁99-104，2010。
- Du, Yu-Hua, The Analyses of Independent Directors Governance Effects Based on the View of Double Principal-agent, *Reform*, no. 3, pp. 99-104, 2010.
27. 沈藝峰、肖璿、黃娟娟，中小投資者法律保護與公司權益資本成本，*經濟研究*，6期，頁115-124，2005。
- Shen, Yi-Feng, Xiao, Ming & Huang Juan-Juan, Investor Protection and Corporation Cost of Equity, *Economic Research Journal*, no. 6, pp. 115-124, 2005.
28. 周漢華，監管制度的法律基礎，*比較*，26輯，頁75-100，2006。
- Zhou, Han-Hua, Legal Basis of Regulation, *Comparative Studies*, vol. 26, pp. 75-100, 2006.
29. 林毅夫、蔡昉、李周，論中國經濟改革的漸進式道路，*經濟研究*，9期，頁3-11，1993。
- Lin, Yi-Fu, Cai, Fang & Lee, Zhou, The Road of Gradual Economic Reform, *Economic Research Journal*, no. 9, pp. 3-11, 1993.
30. 金桂生，*股權結構與董事會治理*，2009。
- Jin, Gui-Sheng, *Ownership Structure and Board Governance*, 2009.
31. 封思賢，大股東掠奪：公司治理新焦點，*當代經濟管理*，6期，頁135-140，2005。
- Feng, Si-Xian, Tunneling of Majority Shareholders: A New Focus of Corporate Governance, *Contemporary Economic Management*, no. 6, pp. 135-140, 2005.
32. 唐清泉、羅黨論、王莉，大股東的隧道挖掘與制衡力量——來自中國股票市場的經驗證據，*現代會計與審計*，1期，頁43-77，2005。
- Tang, Qing-Quan, Luo, Dang-Lun & Wang, Li, Major Shareholders' Tunneling and Balance Power: The Evidence From Chinese Stock Market, *China Accounting Review*, no. 1, pp. 43-77, 2005.
33. 馬兆平、楊漢明，獨立董事引入後董事間的衝突變化，*中國工業經濟*，12期，頁81-86，2002。

- Ma, Zhao-Ping & Yang, Han-Ming, Study on Countermeasures and Conflict Changes between Inner-directors and Independent-directors, *China Industrial Economics*, no. 12, pp. 81-86, 2002.
34. 馬明生、張學武，資本多數決的限制與小股東權益保護，*法學論壇*，4期，頁128-130，2005。
- Ma, Ming-Sheng & Zhang, Xue-Wu, Restrictions on the Minority Rule and protection for Minority Shareholders Rights, *Legal Forum*, no. 4, pp. 128-130, 2005.
35. 高世楫、秦海，從制度變遷的角度看監管體系演進：國際經驗的一種詮釋和中國改革實踐的分析，*洪範評論*，2卷3輯，頁9-57，2006。
- Gao, Shi-Ji & Qin, Hai, Observing the Evolution of Regulatory Systems from the Perspective of Institutional Change: An Interpretation of International Experience and the Analysis of the Reform in China, *Journal of Legal and Economic Studies*, vol. 2, no. 3, pp. 9-57, 2006.
36. 屠巧平，公司控制權市場研究——從利益相關主體行為視角，2007。
- Tu, Qiao-Qing, A Study of the Market for Corporate Control—From the Perspective of Stakeholders' Behavior, 2007.
37. 張平，制度變遷、市場演進與非正式的契約安排，載：中國制度變遷的案例研究，頁53-54，2刷，1997。
- Zhang, Ping, Comments on the Article: Institutional Changes, Market Evolution and Informal Contractual Arrangements, in *Case Studies of China's System Changes*, pp. 53-54, 1997.
38. 張聖懷，中國上市公司控制權法律問題研究——缺陷與改良，2007。
- Zhang, Sheng-Huai, A Study of Legal issues of corporate control over Chinese Listed Companies—Defects and Improvement, 2007.
39. 張維迎，產權激勵與公司治理，2刷，2006。
- Zhang, Wei-Ying, Ownership Incentive and Corporate Governance, 2006.
40. 曹康泰，關於中華人民共和國公司法修訂草案的說明，全國人民代表大會常務委員會公報，7期，頁570-578，2005。
- Cao, Kang-Tai, Explanation on the Revised Draft Company Law of the People's Republic of China, *Gazette of the Standing Committee of the National People's*

- Congress of the People's Republic of China, no. 7, pp. 570-578, 2005.
41. 曹爾階，中國證券市場研究與展望，1994。
- Cao, Er-Jie, *Research and Outlook of China Securities Market*, 1994.
42. 梅峰、封思賢，大股東侵占行為影響中小股東利益的實證研究，求索，4期，頁30-32，2007。
- Mei, Feng & Feng, Si-Xian, *Empirical Study on the Impact of Major Shareholders' Expropriation on Minority Shareholders*, *Quest*, no. 4, pp. 30-32, 2007.
43. 郭丹青，政府持股與中國公司治理，洪範評論，2卷2輯，頁230-248，2005。
- Guo, Dan-Qing, *Government Ownership and Corporate Governance in China*, *Journal of Legal and Economic Studies*, vol. 2, no. 2, pp. 230-248, 2005.
44. 郭鋒，中國資本市場若干重大法律問題研究，2008。
- Guo, Feng, *A Research on Key Legal Issues of China's Capital Market*, 2008.
45. 陳彥良，公司治理法制——公司內部機關組織職權論，2007。
- Chen, Yan-Liang, *Legal Corporate Governance—A Theory about Organizational Competence of the Company's Internal Organs*, 2007.
46. 陳彥良，我國股份有限公司董事選舉制度之研析——德國法之啟示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，14期，頁1-54，2007。
- Chen, Yan-Liang, *A Study on the Institution of voting Management Board—in the Light of German Law and the Case of Da-I Technology Co. Ltd.*, *National Cheng kung University Law Journal*, no. 14, pp. 1-54, 2007.
47. 陳曉、王琨，關聯交易公司治理與國有股改革，經濟研究，4期，頁77-86，2005。
- Chen, Xiao & Wang, Kun, *Related Party Transactions, Corporate Governance and State Ownership Reform*, *Economic Research Journal*, no. 4, pp. 77-86, 2005.
48. 彭冰，中國證券法學，2版，2007。
- Peng, Bing, *Chinese Securities Law*, 2d ed., 2007.
49. 曾宛如，公司經理人之功能與權限，國立臺灣大學法學論叢，36卷4期，頁123-155，2007。
- Tseng, Wang-Ruu, *The Functions and Powers of Corporate Managers*, *National*

- Taiwan University Law Journal, vol. 36, no. 4, pp. 123-155, 2007.
50. 曾宛如，公司之經營者、股東與債權人，2008。
- Tseng, Wang-Ruu, *Managers, Shareholders and Creditors of the Company*, 2008.
51. 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，國立臺灣大學法學論叢，37卷1期，頁79-163，2008。
- Tseng Wang-Ruu, *Company Director's and Supervisors Liabilities to Creditors: Centering on the Zone of Financial Difficulties*, National Taiwan University Law Journal, vol. 37, no. 1, pp. 79-163, 2008.
52. 曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181期，頁50-62，2010。
- Tseng, Wang-Ruu, *The Unresolved Problems in the Company Law of R.O.C.—Focusing on the Basic Theory of Corporate Law*, Taiwan Law Review, no. 181, pp. 50-62, 2010.
53. 湯欣，中國上市公司治理環境的新發展，南京大學法律評論，2001年秋季號，頁187-197，2002。
- Tang, Xin, *New Development in the Corporate Governance of Chinese Listed Companies*, Nanjing University Law Review, pp. 187-197, 2002.
54. 湯欣，控制股東法律規制比較研究，2006。
- Tang, Xin, *Comparative Study of Legal Control on Controlling Shareholders*, 2006.
55. 焦津洪、丁丁、徐菁，證券監管與公司治理，比較，22輯，頁123-144，2006。
- Jiao, Jin-Hong, Ding, Ding & Xu Jing, *Security Regulation and Corporate Governance*, Comparative Studies, vol. 22, pp. 123-144, 2006.
56. 楊瑞龍，國有企業股份制改造的理論思考，經濟研究，2期，頁13-22，1995。
- Yang, Rui-Long, *Theoretical Thinking of Joint-stock Reform of State-owned Enterprises*, Economic Research Journal, no. 2, pp. 13-22, 1995.
57. 葉林，公司法研究，2008。
- Ye, Lin, *A Study on the Corporate Law*, 2008.

58. 葉敏、周俊鵬，從股東會中心主義到董事會中心主義——現代公司法人治理結構的發展與變化，商業經濟與管理，1期，頁74-79，2008。
- Ye, Min & Zhou, Jun-Peng, From the Shareholders Meeting-Centered Structure to the Board of Administration Centered Structure—Development and Changes of Modern Corporate Governance, *Journal of Business Economics*, no. 1, pp. 74-79, 2008.
59. 寧金成，公司治理結構——控制經營者理論與制度研究，2007。
- Ning, Jin-Cheng, *Corporate Governance Framework—A Study on the Theory and Mechanism of Shareholder Managers*, 2007.
60. 廖大穎，公司制度與企業金融之法理，2003。
- Liaow, Ta-Ying, *Jurisprudence of Company System and Corporate Finance*, 2003.
61. 劉俊海，股份有限公司股東權的保障，2004。
- Liu, Jun-Hai, *Protection of Shareholder Rights in a Limited Liability Company*, 2004.
62. 劉俊海，新公司法的制度創新：立法爭點與解釋難點，2006。
- Liu, Jun-Hai, *Institutional Innovations of the New Corporate Law: Legislative Points of Contention and Difficulties in Interpretation*, 2006.
63. 厲以寧，關於中華人民共和國證券投資基金法（草案）的說明，全國人民代表大會常務委員會公報，6期，頁577-580，2003。
- Li, Yi-Ning, Explanation on the Draft Law of the People's Republic of China on Security Investment Funding, *Gazette of the Standing Committee of the National People's Congress of the People's Republic of China*, no. 6, pp. 577-580, 2003.
64. 談蕭，上市公司治理與監管專題研究，2006。
- Tan, Xiao, *Monographic Research on Governance and Supervision of Listed Corporation*, 2006.
65. 鄭琰，中國上市公司收購監管，2004。
- Zheng, Yan, *Regulation on the Acquisition of Listed Companies in China*, 2004.
66. 鄧輝，論公司法中的國家強制，2004。
- Deng, Hui, *On the National Mandatory in Corporate Law*, 2004.
67. 謝朝斌，獨立董事法律制度研究，2004。
- Xie, Chao-Bin, *A Research on the Legal System of Independent Directors*, 2004.

68. 羅培新，論股東平等及少數股股東之保護，寧夏大學學報（人文社會科學版），22卷1期，頁68-71，2000。
- Luo, Pei-Xin, The Equality of Shareholders and The Protection of Minority Shareholders, *Journal of Ningxia University (Social Science Edition)*, vol. 22, no. 1, pp. 68-71, 2000.
69. 蘇力，道路通向城市——轉型中國的法治，2004。
- Su, Li, Road Leads to the City- Legal Development in China's Transformation, 2004.

## 二、外 文

1. Bainbridge, Stephen M., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003).
2. Bainbridge, Stephen M., *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601 (2006).
3. Bebchuk Lucian A. & Roe, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127 (1999).
4. Bebchuk, Lucian, Kraakman, Reinier & Triantis, Geogre, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control form Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 445 (R. Morck ed., 2000).
5. BUSCAGLIA, EDGARDO & RATLIFF, WILLIAM, LAW AND ECONOMICS IN DEVELOPING COUNTRIES (2002).
6. JEVONS LEE, CHI-WEN & XIAO, XING, CASH DIVIDENDS AND LARGE SHAREHOLDER EXPROPRIATION IN CHINA, SSRN (2002).
7. Clarke, Donald C., *The Independent Director In Chinese Corporate Governance*, 31 DEL. J. CORP. L. 125 (2006).
8. COFFEE, JOHN C. JR., INVENTING A CORPORATE MONITOR FOR TRANSITIONAL ECONOMIES: THE UNCERTAIN LESSONS FROM THE CZECH AND POLISH EXPERIENCES (Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mark Roe, Eddy Wymeersch, & Stefan Prigge eds., 1998).

9. COFFEE, JOHN C., PRIVATIZATION AND CORPORATE GOVERNANCE: THE LESSON FROM SECURITIES MARKET FAILURE (1998).
10. Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).
11. HART, H. L., THE CONCEPT OF LAW (2d ed. 1994).
12. Kaplow, Lewis, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557 (1992).
13. KARRKMAN, REINER ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (2d ed. 2009).
14. MACAVOY, PUAL W. & MILLSTEIN, IRA M., THE RECURRENT CRISIS IN CORPORATE GOVERNANCE (2003).
15. MING, JIAN & WANG, T. J., EARNINGS MANAGEMENT AND TUNNELING THROUGH RELATED PARTY TRANSACTIONS: EVIDENCE FORM CHINESE CORPORATE GROUPS, HKUST, Mimeo (2003).
16. Noonan, Chris & Watson, Susan, *The Nature of Shadow Directorship: ad hoc Statutory Intervention or Core Company Law Principle?*, 2006 DEC. J.B.L. 763 (2006).
17. O'SULLIVAN, MARY A., CONTESTS FOR CORPORATE CONTROL: CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC PERFORMANCE IN THE UNITED STATES AND GERMANY (2002).
18. Pistor, Katharina & Xu, Chenggang, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 AM. L. ECON. REV. 184 (2005).
19. Schipani, Cindy A. & Liu, Junhai, *Corporate Governance in China: Then and Now*, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 1 (2002).
20. TENEV, STOYAN ET AL., CORPORATE GOVERNANCE AND ENTERPRISE REFORM IN CHINA (2002).
21. Wallace Wang, Wen-Yeu & Chen, Jian-Lin, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: The Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 COLUM. J. ASIAN L. 298 (2006).
22. Wang, Wen-Chieh, *The 2005 Revision to China's Company Law*, 7 HARV. C. L. REV. 73 (2006).

# **Corporate Governance of China Listed Companies under Share Splitting: An Examination of Controlling Shareholders**

Wen-Chieh Wang<sup>\*</sup>

## **Abstract**

China's initial motivation to develop its securities market is very different from that of the West. Whereas western countries regard a securities market as a fund-raising platform, China uses it as a tool to reform its state-owned enterprises. Therefore, the majority of listed companies in China are state-owned. In addition, to prevent the erosion of state assets, the Chinese government restricts the transferability of state-owned shares, which account for the majority of shares issued by listed companies. This Split-Share Structure not only creates the controlling shareholders but also enhances long-term government interference. Controlling shareholders have abused their power and misappropriated minority shareholders' interests. Academics have long been urging the reform of corporate governance in China.

Concluding from the 20 years of experience and the 2005 Amendment of PRC Company Law and Securities Law, the road to a

---

<sup>\*</sup> Associate Professor, College of Law, National Chengchi University; Ph. D. in Law, National Chengchi University.

Received: August 2, 2010; accepted: August 26, 2010

healthy corporate governance of Chinese listed companies is to establish market rules by decreasing the government interference and restraining the abuse of controlling shareholders. Gradually eliminating Share Splitting, opening the market, adapting foreign experience and localizing corporate governance, and enhancing the role of the judiciary system are all of vital importance.

**Keywords:** Share Splitting, Controlling Shareholders, Listed Companies, State-owned Enterprises, Corporate Governance, Negotiable Shares, Non-Negotiable Shares