

國立台灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis



雙層股權結構之應用

— 以控制權角度出發

Application of Dual-Class Stock Structure

— From the Perspective of Corporate Control

曹廷豪

TING-HAO TSAO

指導教授：蔡英欣 博士

Advisor : Ying-Hsin Tsai, Ph. D.

中華民國 108 年 7 月

July 2019

謝辭



研究所生涯準備畫下一個完美的句點。在這四年以來，非常感謝父親及母親對我的支持，不論是經濟上及心靈上的支持，及尊重我到日本交換的決定，沒有你們的支持就沒有現在的我，謝謝你們一路走來對我的包容，是我最強的後盾。

非常感謝指導教授蔡英欣老師，在研究所生涯的指導。從碩一修習老師的課程，學習閱讀英文文獻，使學生在撰寫論文過程中，閱讀外國文獻不再如此吃力。在當老師助教期間，從老師身上學習細心及嚴謹的處事態度，其重要性深深植入學生心中。研究所生涯的最後一年，學生來日本交換，謝謝老師的支持及推薦信，學生才能如此順利申請上名古屋大學，並取得獎學金。在論文方面，撰寫過程中老師給予我許多建議，並指出學生論文內容及格式等不足之處，使學生的論文能更加充實及完整。謝謝老師這四年以來的指導。

感謝口試委員邵慶平老師與張心悌老師，對於論文給予我許多想法及啟發。邵慶平老師於口試時提出的問題，使我重新思考制度背後的原因；張心悌老師對於論文可以再補充之部分，提出許多建議，口試時看到老師整本紅紅的筆記及摺頁，謝謝老師這麼認真地看學生的論文。

在研究所生活及論文撰寫過程中，陪伴在我身旁的2419研究室的各位：立強、彥凱、承佑、承宗、岱純、永正、榆婷、東煜、庭誌、乙玄、述亨。謝謝你們陪我一起聊天打屁，以紓解壓力；並謝謝你們參與我的種子論壇及論文發表。另外，感謝智涵在我找不到文獻時出手相助，及聽我吐苦水；並感謝惠如替不擅長英文的我過目論文的英文摘要。

最後感謝良家願意花費這麼多的時間，一字一句地校對完整本論文。從引用格式之錯誤到本文語句之通順度，謝謝你為我找出論文中各處之小缺失，使論文的細緻度能大幅提升。因為人仍在日本交換，無法親自送印論文，及跑各項離校等手續，謝謝你為我的種種付出，謝謝你！

在這研究所四年來要感謝的人、事及物，無法在謝辭內逐一言盡，謹向幫助過我的人，獻上最深的謝意，謝謝你們的幫助，才有現在的我。最後人生即將出發前往下一段路程，希望在我身旁的家人、老師、朋友們能身體健康、天天快樂。

曹廷豪 謹誌
2019年6月18日
於 名古屋大學東山學生寮

中文摘要



我國公司法第 356 條之 7 開放閉鎖性股份有限公司得使用複數表決權股建立雙層股權結構，以維護公司創辦人對公司的控制力。這樣的法制彈性於 2018 年 7 月經立法院通過公司法修正案，第 157 條開放非公開發行公司亦得使用複數表決權股，然而主管機關立基於避免萬年董監事之立場，仍抱持著相對保守的看法，尚未開放公開發行公司使用複數表決權股。

因此本文將從控制權談起，討論握有公司控制權之目的及意義，以突顯維護控制權機制之重要性。其後切入探討雙層股權結構制度之優點缺失、案例及各項爭議，並針對缺失提出可能的條款設計，以降低使用此制度之風險。從而認為制度本身並無所謂優劣，只要對於弊端及風險能加以降低或防免，使機制利用效益大於缺失則仍不失為一個好機制。於文末將回歸我國法並針對現行法制提出相關建議，以期待未來此機制能更加地被活用，並開放初次公開發行公司亦有使用之機會，使創業者在公司進入成長期時，不因缺少資金而致生商業成果需拱手讓人之飲恨結果，並使創業者迴避可能面對的公司成長與維護控制權之抉擇問題。

關鍵字:雙層股權結構、複數表決權股、控制權、條款設計

Abstract

In order to seek out the most suitable ownership structure and fund for companies, in 2018, The Legislative Yuan approved The Drafts of Amendment to The Corporation Law, allowing private companies to establish dual class stock structure by using multiple voting shares. However, to avoid “eternal board of directors” (They can hardly be replaced), this amendment isn’t active for public companies. This thesis argues that, using multiple voting shares should not only open to private companies but also IPO companies, due to investors’ freedom of choice.

This thesis starts from discussing the goal and meaning of corporate control. Then, this thesis discusses advantages, disadvantages, cases, and controversy of dual-class stock structure, proposing the possible sunset provisions design to decrease the risk of utilizing this system.

In the end of this thesis, it advises the scope of utility of dual-class stock structure, recommending some suggestions to existing laws, hoping that the suggestions provided by this thesis will make flexible use of the system.

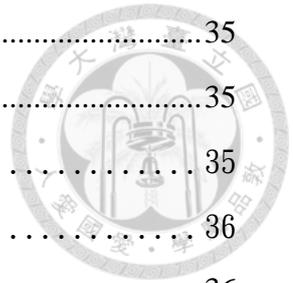
Key words: Multiple voting shares, Dual-class stock structure, Corporate control, Sunset provisions

目錄

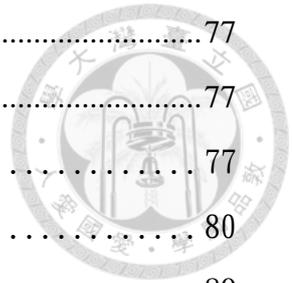


謝辭.....	I
中文摘要.....	III
Abstract.....	IV
目錄.....	V
圖表目錄.....	X
第壹章、緒論.....	1
第一節、研究動機及目的.....	1
第二節、研究範圍及方法.....	2
第貳章、以控制權角度出發.....	4
第一節、控制權定義及發展.....	4
第一項、定義.....	4
第二項、控制權發展.....	5
第二節、股權結構.....	8
第一項、基本介紹.....	8
第二項、股權結構差異所致之代理成本.....	12
第三項、股權結構差異將繼續存在.....	14
第一款、以公司原有所有權結構切入.....	16
第二款、以公司法制切入.....	21
第三款、小結.....	24
第三節、控制私利(private benefit of control)及控制權取得目的和方式.....	25
第一項、控制私利及控制權取得目的.....	25
第一款、控制私利(Private benefit of control).....	25
第二款、控制成本(Private cost of control).....	27
第三款、控制權取得目的.....	28
第四款、小結.....	31
第二項、控制權的取得方式.....	31
第四節、小結.....	33

第參章、雙層股權結構介紹.....	35
第一節、雙層股權結構的使用目的及狀況.....	35
第一項、雙層股權結構的使用目的.....	35
第二項、雙層股權結構使用狀況.....	36
第一款、美國.....	36
第二款、其他各國.....	38
第三項、雙層股權結構建立方式.....	40
第二節、雙層股權結構爭議問題.....	43
第一項、股東平等原則及表決權是否為股東之固有權.....	43
第一款、股東平等原則.....	43
第二款、表決權是否為固有權.....	46
第二項、投票權與經濟利益不一致.....	48
第一款、一股一表決權之賦予.....	48
第二款、股東動機不一致性.....	50
第三款、小結.....	55
第三項、市場監督及股東問責機制失靈.....	55
第一款、市場監督失靈.....	56
第二款、股東問責.....	56
第三款、重新看待雙層股權結構產生的成本.....	58
第一目、傳統代理成本理論及其不足.....	59
第二目、委託人成本理論及其看待雙層股權結構.....	60
第四項、股東的選擇自由.....	62
第三節、雙層股權結構之優點.....	63
第一項、使經營者追求公司長期價值及其遠景.....	63
第一款、短視主義的批評.....	65
第一目、效率市場假說.....	65
第二目、短視的經理人與股東.....	68
第二款、控制私利與追求公司長期價值之關聯.....	68
第二項、給予創辦人最佳融資模式及尊重當事人契約自由.....	71
第三項、有利於人力資本的專用性投資.....	72
第四節、雙層股權結構實證資料討論.....	73
第五節、小結.....	76



第肆章、雙層股權結構具體案例.....	77
第一節、Google 股票分割發行 C 類股	77
第一項、案例事實	77
第二項、創辦人與公司間之協議缺失與股東所受損失	80
第一款、創辦人與公司間之協議缺失.....	80
第二款、股東所受損失.....	81
第三款、股東壓迫行為與德拉瓦州法之適用.....	83
第三項、小結	86
第二節、日本企業 Cyberdyne	87
第一項、單元株之使用及建立對公司的控制	87
第二項、單元株於日本公司法上可能的矛盾	90
第三項、日本東京證交所上市規則	91
第一款、上市規則變遷.....	91
第一目、2008 年上市規則修正:開放表決權類型之特別股 .	91
第二目、2014 年上市規則再次修正:規範更加具體化	95
第三目、小結.....	96
第二款、表決權特別股使用類型.....	97
第三款、使用無表決權或是表決權較少股份之規範.....	98
第一目、計畫的使用必要性.....	98
第二目、計畫的相當性.....	99
第三目、少數股東保護.....	101
第四項、案例介紹	103
第一款、發行 B 類股計畫概要.....	103
第二款、技術和平使用與股東利益最大化潛在衝突.....	107
第三款、限制條款:計畫相當性	108
第一目、B 類股轉讓限制條款.....	108
第二目、緩衝條款.....	110
第三目、日落條款.....	111
第四款、利害衝突與少數股東保護.....	112
第五款、B 類股使用計畫潛在風險.....	115
第五項、小結	117
第伍章、雙層股權結構之制衡—從時間觀點切入.....	118
第一節、考慮時間因素之必要性.....	119



第一項、時間因素對雙層股權結構之影響.....	121
第二項、控制股東可能減少持股.....	122
第三項、無效率的雙層股權結構難以自行轉換.....	124
第一款、將公司出售給第三人.....	124
第二款、控制股東自願結束雙層股權結構.....	126
第三款、小結.....	127
第二節、條款設計.....	128
第一項、固定期間型條款.....	128
第一款、存續期間.....	130
第二款、表決時利害關係人迴避與否.....	131
第二項、觸發型條款.....	133
第三項、持股比例型條款.....	134
第三節、小結.....	135
第陸章、分析現況及立法建議.....	139
第一節、雙層股權結構適用範圍.....	140
第一項、複數表決權股之使用變遷.....	140
第二項、使用範圍放寬.....	142
第一款、放寬至非公開發行公司一少數股東之保護.....	142
第二款、放寬至公開發行公司.....	144
第一目、僅限於 IPO 前已使用雙層股權結構之公司.....	144
第二目、雙層股權結構為 CEMs 中最容易監管之機制... ..	145
第三目、雙層股權結構需求多在公司公開發行階段.....	146
第四目、雙層股權結構公司之資訊揭露.....	147
第三款、小結.....	148
第二節、修正以股份總數為計算標準.....	150
第三節、條款限制之適用範圍.....	150
第一項、公開發行公司.....	151
第二項、非公開發行公司及閉鎖公司.....	152
第三項、小結.....	153
第柒章、結論.....	154
參考文獻.....	158



圖表目錄



圖表一:股權分散與集中比較表.....	14
圖表二:尋租行為案例圖.....	19
圖表三:雙層股權結構公司在美國經濟上的重要性(2016年).....	38
圖表四:公司剩餘利益分配.....	50
圖表五:Google 案校準協議.....	82
圖表六:Google A 類股跌幅.....	82
圖表七:Google 案和解後股價變化.....	83
圖表八:表決權特別股之優點及缺點.....	92
圖表九:報告中具體的三大保護方針:.....	93
圖表十:東京證交所表決權特別股之承認類型.....	97
圖表十一:使用表決權特別股之上市審查.....	103
圖表十二:Cyberdyne 公司發行股份類型.....	105
圖表十三:Cyberdyne 公司收回高表決權股(取得條項)事由.....	105
圖表十四:美國市值前十大的雙層股權結構公司的股權結構變化.....	123
圖表十五:2017 及 2018 美國 IPO 公司使用雙層股權結構及固定期間型條款情況	129
圖表十六:2017 及 2018 美國 IPO 之雙層股權結構公司使用固定期間型條款比例	129
圖表十七:2016 年台灣中小企業家數及比率—按經營年數.....	130
圖表十八:美國上市公司採用固定期間型條款之存續期間.....	131
圖表十九:可能之條款設計.....	136
圖表二十:雙層股權結構使用範圍.....	149



第壹章、緒論

第一節、研究動機及目的

現今各國公司法於法制彈性化設計上各有其不同的界線，從公司自治到保障投資大眾的光譜上為寬嚴不同的設計。其中就與控制權相關的制度上，影響最深的莫過於就特別股類型之限制。

股份有限公司利用複數表決權股，使創業者在資金不充裕的情況下，能同時引進資金，又不過度稀釋創業者對公司之控制，能作為鼓勵創業及公司所有權結構多元化之良方。因此於 2018 年公司法修正，從原本僅有閉鎖性股份有限公司得使用複數表決權股，開放到非公開發行公司亦得使用之。

這樣的特別股使用彈性，立法者基於避免濫用衍生萬年董事或監察人之情形，致生不良公司治理及代理問題，因此仍未及於公開發行公司。此結果使複數表決權股的使用效益大打折扣。蓋實務運作上於公司新創時期，創業者本身握有之技術及創意為公司的核心，與創投關係多為相互協力，因創投多不需要公司控制權，僅希望公司能盡快提出商業化結果。因此實際上，複數表決權最能發揮其實益之處在於，即使公司公開發行後，創業者仍能透過此方法保有對公司的控制權，然而在現行法制下仍不可行，此結果迫使創業者將於公司進入成長期，需要大量資金時，須就保有公司控制權又或追求公司成長，兩選項中做選擇，此無疑陷創業者於兩難。

因此本文將重心放在雙層股權結構之爭議點、案例及相關潛在弊端防免機制，期待未來我國能有條件的放寬雙層股權結構之使用範圍，例如複數表決權股附加

條款限制之方式，使初次公開發行之公司亦有使用機會，使其就公司所有權結構之安排，能有多元的選擇空間，以利公司尋找最適合之經營型態。



第二節、研究範圍及方法

本文將透過閱讀台灣、美國、日本等相關期刊、專書、報告文獻，以探討雙層股權結構之使用情況、爭議點及優點；並透過案例的介紹，以完整了解此制度實際運行發生過之問題及他國運作情況。

由於雙層股權結構乃是透過高表決權股與低表決權股之表決權差距，以建立控制股東對公司之控制，因此在徹底探討本制度前，本文在第貳章先從控制權談起，包含控制權概念的出現、控制權所衍生之控制私利問題、欲握有控制權之目的及其手段方法，以幫助了解為何創業者欲使用雙層股權結構鞏固其對公司之控制力。於章節末將說明現行常見的控制權鞏固機制，並提出雙層股權結構，僅是現行常見 CEMs (Control enhancing mechanisms) 中的一種類型，並無特別排斥之必要。

第參章探討雙層股權結構之爭議點及優點，以了解為何對於使用雙層股權結構有贊成及反對之對立聲音。本文透過探討爭議點之方式，討論兩方之看法，並欲帶出制度具有中立性本質，由不同觀點及因素之切入探討，缺失或許不再如此嚴重，優點亦可能有所改變。第肆章將探討兩個實際使用雙層股權結構之具體案例。一為 Google 股票分割案，說明雙層股權結構與一般獲取公司控制權之機制及股權集中型態無異，即使公司光鮮亮麗有好的表現，但仍有可能發生控制權濫用、壓迫少數股東之問題。另一為日本企業 Cyberdyne 的創辦人山海嘉之使用「單元株」建立對公司控制之上市案例。在日本並不允許公司使用複數表決權股，但

其特殊的單元株制度，使公司控制股東可以透過表決權差距建立對公司的控制，因此本文提出此案例，以特別介紹日本的制度，及其上市相關規範。

第伍章將探討複數表決權股是否有相關制衡之機制，以降低使用此制度的風險。本文將從時間角度切入，提出公司使用雙層股權結構，可能隨著時間經過，致其使用成本增加，效益亦可能有所遞減，因此有設定相關條款限制之必要，使複數表決權股所建立的雙層股權結構有落幕之可能。於章節末整理相關之限制條款，期待未來立法者及主管機關於權衡使用雙層股權結構之優缺點，並透過搭配限制條款降低使用風險及成本後，能以較開放的態度看待此制度。

最後第陸章將回歸我國法，探討現行法制下，放寬公司使用複數表決權股建立雙層股權結構之可能性及可能遇到之問題，以期待此制度能在我國更加靈活地運用，創造創業者及公司募資成長之雙贏。



第貳章、以控制權角度出發

雙層股權結構是現今許多科技公司如 Google、Facebook 等，為使公司創辦人不因公司 IPO 後造成公司控制權分散，所為確保控制權的手段之一。在深入探討此制度前，本文欲先討論控制權內涵、控制權集中或分散對公司之優點和可能的缺失，及相關確保控制權之手段等，以期待能對複數表決權所建立的雙層股權結構有更深入的了解。

第一節、控制權定義及發展

第一項、定義

公司控制權牽涉範圍極廣，包含公司法制之設計、公司各利害關係人權利義務等。經濟學家研究控制權時，往往將其與特定公司組織、公司的目的、交易成本、市場結構、所有權等因素相連結。其中最令我們耳熟能詳的莫過於 1932 年學者 Berle 和 Means 所撰寫的《The Modern Corporation and Private Property》一文，提出所有權與控制權相分離之論點，使公司所有權與公司控制權的關聯性有更深入地了解，並影響之後公司治理法制層面的探討。Berle 和 Means 認為所有權與控制權分離並不是一個一般大眾皆知的概念，它是公司制度下的特殊產物。他們界定公司控制權為選任多數董事成員之權利¹，在此定義下，公司控制權理論上為股東所有權之延伸，但在實踐上隨著公司規模的發展產生變化，尤其在公司為公開發行的狀態下，聚集眾人之財產而成，無法期待所有的股東積極行使公司控制權，且基於公司經營效率性，必定出現公司管理權被交由特定少數人行使

¹ ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 2-3 (1933). 轉引自:甘培忠(2005),〈公司控制權正當行使的制度經緯〉,《私法》,5輯2卷,頁162。

之現象。在此情形下，公司所有權仍屬於公司股東們所享有，並透過享有公司盈餘分派等方式，以表彰他們的權利，而控制權則交給公司特定機關(如董事會等)，但其權利仍係源於股東們的授權，因此公司控制權的核心仍是股東。



其後 Eugene F. Fama 和 Michael C. Jensen 於 1983 年合作發表論文《Separation of Ownership and Control》，此論文對公司決策權作出了「決策管理」和「決策控制」的分類。他們認為決策管理包含最初決策方案的提出及其後的執行；而決策控制則包含對決策的批准和執行決策方案後的監督²。透過這樣的分類來探討決策過程中所產生的代理成本問題。

於論文中亦提出公司控制權係透過契約授權的方式，在公司內部各部門中進行分配，並同時影響股東之盈餘分派權益³。身為公司所有者的股東則保留最終控制權，包含投票選任及罷免董事、參與審查和同意公司重大事項之決策，而其他大部分的決策則交由董事會執行⁴。此見解已與近代公司法制模式相近，亦更加突顯所有權與控制權分離的現象。

第二項、控制權發展

前述「經營與所有分離」概念之發展，有其時代及經濟背景可言。綜觀市場經濟、歷史及發展，可分為獨資制、合夥制、公司制。最早開始的獨資制，係企業以個人為核心的控制模式，在當時多以家庭為單位發展。此種制度有以下幾種特色：第一、所有權與經營權合一，也就是企業所有人自主經營企業，獨自享有剩餘收益權和對企業的控制權；第二、與第一點相對應，企業所有人對企業經營的

² Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301, 303-304 (1983).

³ *Id.* at 321-322.

⁴ 甘培忠，前揭註 1，頁 165。

風險並非只有有限責任，而須對公司債務承擔無限責任；第三、企業的存續受制於所有人(和家族)之存續。此種制度是完全的權責合一，且因為所有人自身亦是必須加入生產之員工，加上其受到自有資金及無限責任之掣肘，因此此類型企業之發展規模多有侷限⁵。

接著是合夥制的產生，此亦為高度集中的控制模式。此種制度是由兩人或兩人以上的出資者組成企業，其基本特色與獨資制之間並無太大區別，其經營與所有亦為合一，不過此「合『一』」非指個人，而是指各個合夥人⁶。和獨資制相比，資金較充裕能承擔較大的風險，因此可能發展成一定規模，但本質上合夥團體與合夥人間並無明確的資產分割⁷，各合夥人係負擔無限責任，同時也負擔各合夥人間可能因個人債務問題，而間接影響合夥存立之風險。又交易相對人亦因合夥無明確的資產分割，而需要負擔對合夥人高額的徵信成本，因此，此種制度在規模上仍有其侷限性。

最後是公司制的產生，此種制度隨著時代演進，因為資本主義的出現而盛行。生產規模擴大，生產中需要更多的固定資產(如設備廠房)及流動性資產，以確保交易之進行。單獨個人或合夥已經無法負擔此時的資金需求及經營的複雜性，因此公司制的重要性突顯而出。此種制度有幾個特色：第一、企業具有法人格，亦即企業成為一個獨立的個體，能成為經營業務上權利義務之載體；第二、出資人負擔有限責任，在企業具有獨立法人格下，出資者與企業間具有明顯的界線，亦即享有資產分割，使出資成為企業之所有，以出資為範圍，就相關權利義務附著在公司法人格上，使交易相對人只須就企業資產為徵信，毋需顧及出資者個人之財

⁵ 梁洪學(2008)，〈公司控制權的演進及其本質〉，《江漢論壇》，2008卷10期，頁11。

⁶ 梁洪學，前揭註5，頁11。

⁷ 具體介紹可參考 Henry Hansmann 及 Reinier Kraakman 所撰寫的〈The Essential Role of Organization Law〉一文。Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387, 387-440 (2000).

務，進而減少交易成本。上述兩種特色，使此種制度能讓出資者無須畏懼負擔超出其出資額之義務，因此能向上萬的投資人募集資金⁸，同時亦因出資者眾多，無法期待各出資者(股東)皆參與公司經營，故往往需依靠經理人等專業經營團隊經營公司，以提升公司經營的效率，及確保即使表彰公司所有權的股票移轉與他人，亦不會造成公司經營真空的問題。

上述特色亦會反映到法制層面，以我國公司法對股份有限公司的規範為例，第 1 條即明示公司為一社團法人有獨立的法人格，第 2 條 1 項 4 款亦明文股東就其所認股份，對公司負其責任。此外就經營公司之董事資格及其權限，依公司法第 192 條規定董事已無需具備股東身分⁹，此一規範旨趣，無異代表企業所有與企業經營分離的到來；第 202 條更劃分股東會及董事會的權限分配¹⁰，表現出所有與經營分離原則的具體落實¹¹。

綜上可以說控制權係源於公司所有權，隨著經濟發展及公司規模擴大，所需資本變多，集資的同時，股東(出資者)人數眾多使公司客觀上無法期待所有人皆參與經營，因此間接造成公司控制權之行使漸漸轉向董事會及專業經理人之趨勢，使股東權利之展現不再是經營及控制，而是多以剩餘收益權加以展現，因此對於控制權之運作及型態之討論越顯重要，亦為公司治理之核心。

⁸ 例如台灣積體電路製造股份有限公司，2016 年報所揭露股東人數高達 328,626 位。台灣積體電路製造股份有限公司 2016 年報，http://www.tsmc.com.tw/download/ir/annualReports/2016/chinese/c_4_1.html (最後瀏覽日：09/25/2017)。

⁹ 參 2001 年 11 月第 192 條修法理由：「按現行規定以股東充任董事，並不能與企業所有與企業經營分離之世界潮流相契合，且公司之獲利率與公司董事由股東選任無特殊關聯，故董事不以具有股東身分為必要」。林國全(2002)，〈股份有限公司之董事資格，選任與解任〉，《台灣本土法學雜誌》，36 期，頁 91-92。

¹⁰ 經濟部(100)經商字第 10002403260 號函釋謂：「一、按公司業務之執行，有屬股東會或董事會決議事項。依公司法第 202 條規定：『公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之』。旨在劃分股東會及董事會職權，不使兩者權責混淆，並充分賦予董事執行業務之權」。

¹¹ 劉連煜(2018)，《現代公司法》，13 版，頁 251-252，台北市：新學林出版股份有限公司。



第二節、股權結構

隨著經濟發展及股份有限公司的出現，相較過去獨資及合夥，不再由特定人或特定群體(合夥人)，擁有公司 100%的所有權，因此在股份有限公司制度出現下，所有權結構(股權結構)有集中與分散之差別。股權結構的差異，除影響到最基本的公司董事會組成、報酬外，尚影響到內部人(經理人、經營者)與外部股東動機是否一致的代理成本問題。

第一項、基本介紹

Berle 和 Means 所撰寫《The Modern Corporation and Private Property》一書指出，公司的控制型態依其所有與經營之間的關係，概略分為五種：第一、全部控制，即經營者擁有企業全部或幾乎全部的股權(百分之八十以上)，並依股權行使控制權，此時企業所有與企業經營有相當完整的結合；第二、多數控制，即經營者擁有企業過半數的股權，並據此控制公司，這種型態的控制，是所有與經營分離的第一步；第三種、法律方式的控制，即經營者未擁有過半數的股權，而係透過某些法律制度的設計及運用，控制過半數的表決權，並因而控制公司之經營。所謂法律方式，包括委託書的使用、無表決權股或複數表決權股之發行、成立表決權信託或組織金字塔結構的企業集團等，此時所有與經營已有相當程度之分離；第四種、少數控制，經營者擁有少數股權(通常在百分之二十以下)，在公司股權相當分散的情形下，吸收小股東的表決權(例如委託書的徵求)，匯集為控制公司經營的力量；第五種、經營者控制，經營者擁有的股權微不足道(百分之五以下)，本無法控制公司經營，惟因公司股權十分零散，沒有任何人或任何團體持有的股權足以控制公司，或對現經營者的地位成為有力的威脅，經營者因而得以控制公

司，此種型態的控制有五種類型中，所有與經營之分離最為澈底¹²。綜上所述，對於股權結構分類可以分成上述五種，然而學者就此議題為細部相關議題研究時，多僅分成兩大類¹³：



一、所有權分散(Dispersed Ownership System)

在股權分散之情形，因每位股東對公司之控制和管理能力有限，故任何一位股東對公司均不具控制權。例如英美，即屬股權分散之國家，其公司治理模式重視外部監控機制，如資本市場、人力資源市場及產品市場等，藉由市場競爭與價格機制對內部人員(如專業經理人)形成壓力，並將專業經理人之薪資與公司表現連結，形成綿密的監督及激勵機制。

英美兩國企業之股東中，機構投資者占很高的比例。當所投資的公司績效不佳時，機構投資者便會將資金轉移到其他企業。但是有時若投入之資金過於龐大，短期內將資金全部撤除易引發股市波動，此時機構投資人會轉向積極參與公司重大決策的制定，並隨時監督公司績效，進而對公司經理人發揮監督作用¹⁴。

二、所有權集中(Concentrated Ownership System)

此種類型下，控制股東(單一個人、家庭或團體)對公司有絕對的控制權，並能在公司經營決策中展現其意向，且因為此類型公司之股權高度集中，故資本市場上的股票拋售並不會對公司控制權造成實質影響。在世界上大部分的國家，除了英國、美國外，國內之企業多屬此種類型¹⁵，其中以家族構成之形式最為常見。

¹² ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 66-84 (2d ed. 1968). 轉引自：賴英照（1983），〈企業所有與企業經營之分合〉，《法學叢刊》，28卷4期，頁26。

¹³ 王文宇（2005），〈從股權結構論公司治理法制〉，《月旦民商法雜誌》，10期，頁7-9。

¹⁴ 王文宇，前揭註13，頁7。

¹⁵ Karl Hofstetter, *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies*, 31 *NCJ INT'L L. & COM. REG.* 597, 600 (2005).

針對家族企業往往具有兩種假設：第一、家族企業可能減輕經理人為公司獲取收益之壓力；第二、控制家族有徵用少數股東利益的可能性(獲取控制私利 Private Benefits of Control)，上述兩種假設顯示著家族企業會間接降低公司表現，然而根據實證研究，兩者並無絕對的關連性¹⁶。

此外，採取股權集中之型態，在公司經營監督上亦有其益處，蓋控制股東會因為在乎自身利益而較有動機去謹慎的經營公司，且因為其擁有強而有力並可即時發揮作用的投票權，能於公司經營欠佳時加以展現，因此應可認為控制股東較有動機及能力去執行其策略並對公司加以改革¹⁷，展現出股權集中類型公司所具有的『創造性破壞(creative destruction)』之特色。另外由於控制股東多具有長期投資的動機，經營策略係以長遠為目標，而非以短期為導向，因此和股權分散型公司相較，股權集中型公司較能忍受眼前暫時的獲利降低，且就公司長期經營而言，亦會因為控制股東的存在，而能更有效率地經營及監督公司¹⁸。

又，為何許多國家之公司會發展成股權集中類型，理由頗為複雜。例如美國學者 Mark Roe 即曾提出：歐洲國家（尤其德國）長期追求「社會民主」(social democracy)，為了維持高就業率，促使公司經營者放棄追求利益最大化之目標。影響所及例如，在社會民族主義下之公司被迫耗費資本去補助其他族群（例如勞工），控制股東是因應情勢而產生。藉由不透明的交易、隱藏性盈餘、直接掌握控制權等手段，控制股東比較容易抵抗政治上「耗費公司資源補貼其他族群」要求之壓力¹⁹。此外，亦有將理由歸於法律制度發展的不健全，並指出股權集中型

¹⁶ Ronald C. Anderson & David M. Reeb, *Founding-family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage*, 46 J. L. & ECON. 653, 653 (2003); Pornsit Jiraporn & Peter J. DaDalt, *Does Founding Family Control Affect Earnings Management?*, 16 APPL. ECON. LETT. 113, 113 (2009).

¹⁷ 因為控制股東並不會受制於分散型結構下所生的共同行為(collective action)及套牢問題(hold up problem)。

¹⁸ Hofstetter, *supra* note 15, at 615.

¹⁹ MARK J. ROE, *POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE: POLITICAL CONTEXT, CORPORATE IMPACT* (2003). 轉引自:王文宇, 前揭註 13, 頁 8-9。

的產生多為大陸法系國家，且相較於股權分散型的英國及美國，多無法有效地保護少數股東²⁰。蓋擁有公司控制地位與否，涉及到控制私利之獲取，當國家法制無法有效保護少數股東時，能獲取的私利越大，則控制股東就越有動機去掌握公司的控制權。

然而亦有學者與上述看法不同，其觀察某些國家雖存在股權集中公司，但其法律制度仍發展良好者²¹（如瑞典²²），因此無法僅以法律制度先進與否判斷股權結構集中或分散；此外針對追求「社會民主」論點，他們同時也發現，控制股東存在之國家並非皆有劇烈的社會民主變遷²³。因此對於股權集中公司的出現，仍無明確定見，但可以肯定的是，此為法律制度、環境、文化、政治等等多重因素交互影響下之結果。

控制股東的存在往往與對公司治理不善等負面印象相聯結，然而有認為只要此種類型能獲取之總體利益大於控制股東帶來的弊端（如少數股東壓迫、高監控成本等），且該弊端能透過制度加以彌補，則亦能成為有效率的股權結構類型²⁴。此外集中股權結構下控制股東之存在亦有其優點，蓋大部分時候，少數股東的利益與控制股東的利益是一致的，且控制股東雖係立基於自益動機而為決策（控制股東在乎他的利益而有動機去謹慎的經營管理公司），但若同時亦能使少數股東的利益受到保護的話，那麼公司的少數股東對於公司控制權掌握與否並不會那麼

²⁰ 如 LaPorta Rafael、Florenco Lopez-de-Silanes 及 Andrei Shleife 於 1998 年所撰寫的〈Corporate Ownership Around the World〉，調查 27 個已開發國家的公司股權結構型態，此為公司所有權結構議題中重要的實證研究。

²¹ Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1649 (2005).

²² *Id.* (Mexican controlling shareholders are said to expropriate more than a third of the value of the company, while expropriation by their Swedish counterparts is limited to 1 % of company value).

²³ *Id.* at 1644.

²⁴ 王文宇，前揭註 13，頁 6。

在乎。只有當少數股東的利益與控制股東的利益是相對的，且少數股東無法受到法律有效保護時，則對少數股東而言，其所在乎的損害才會產生²⁵。

然而前述損害發生可能性對少數股東而言是無法迴避的，且於集團企業之組織型態下，這樣的潛在風險可能更高²⁶。因此集中股權結構有其優點及潛在風險及缺失，重要的仍係如何針對各項優缺點設計出相應的機制作為協調始為上策。

第二項、股權結構差異所致之代理成本

公司治理上的重要議題，即如何解決公司內部常見的三大衝突：經營者與股東間之衝突、控制股東與少數股東間之衝突、股東與公司其他利害關係人(如債權人、員工)間之衝突。探討此三大衝突之核心，多以「代理問題」角度切入，而三類代理問題會隨著股權結構不同，而有輕重程度之差別²⁷。

一、股權分散：

在英美股權分散結構下，經理人與股東之間的代理問題格外突出。蓋個別股東因為持股比例低，無法選任代表其利益之董事，且其多處於資訊不充足的情況，亦因持股數少而易產生搭便車的問題，故個別股東對監督公司經營之動機較低，進而無法有效地對經理人之經營加以監督。此外在股權分散下，造成經營與所有分離，經理人持有股份數少，與公司所有權關聯性低，因此經理人之決策並不會

²⁵ Hofstetter, *supra* note 15, at 614.

²⁶ 集團企業中母公司多對於子公司之經營決策具有很重要的影響力，可能為了整體集團利益而犧牲子公司，且該子公司仍有其他少數股東時，該少數股東的利益極有可能受到損害。

²⁷ 本文將聚焦在前兩者，即經營者與股東間之衝突與控制股東與少數股東之衝突，蓋兩者對於股權結構差異於問題的嚴重性上有顯著的不同。

直接影響自身財富，故經理人有潛在利己之動機，如讓自身擁有更多權力、聲望及待遇，而不一定將公司利潤最大化放在首要目標²⁸。



對於此種股權結構，較有效解決代理問題的手段，如使用認股選擇權，作為有效的激勵機制²⁹，使經理人能與股東共享經營成果，進而降低彼此的代理成本；此外隨著機構投資人的興起，亦能作為有效的監督手段，蓋隨著機構投資人的規模不斷擴大，其持有個股之股份數亦隨之增加，當其不滿所投資公司的營運現狀而大量出脫股票時，公司股價會受影響而下跌，從而擴大機構投資人的投資損失造成雙輸局面；此外指數型基金的盛行，機構投資人(基金經理人)無法自由裁量決定其投資組合內容，而不得不放棄短期投資風格，轉而關心其所投資的公司之治理問題³⁰。

二、股權集中：

在歐洲大陸、亞洲等國家多為股權集中結構之公司，這類型公司經理人與股東間代理問題雖然同樣存在，但相較英美兩國較不嚴重，蓋所有與經營較為合一，控制股東往往有能力使代表自己利益之人，當選公司董監或是自身當選董事，並指派經理人，因此控制股東較有能力取得公司資訊，而能有效地監督公司經營。故若以監督角度觀之，股權集中類型似能較有效地降低經理人與股東間之代理問題。然而在股權集中下，控制股東的出現，對於控制股東與少數股東間的利益衝突亦會隨之升高，例如控制股東可能利用其獨佔地位，進行利益輸送、從事不公平的自我交易行為、或利用控制權獲取控制私利等³¹。

²⁸ 章友馨（2010），〈從解決核心代理問題角度思考兩岸公司治理未來發展方向〉，《法學新論》，23期，頁71。

²⁹ 然而此亦可能產生經理人假造財務報表，意圖使股價上漲的動機。

³⁰ 王育慧（2007），〈機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，97期，頁151。

³¹ 章友馨，前揭註28，頁69-70。

在此種結構運作下，降低代理成本可能的手段，如加強對董事忠實義務之要求及完善的股東代位訴訟制度，另外對於控制股東成為幕後藏鏡人，實質對公司發揮其影響力之問題，亦可納入公司法制規範中，使其權責相符，進而抑制其套利動機³²。



圖表一：股權分散與集中比較表³³

	股權分散	股權集中
控制型態	1.少數控制(5%-20%) 2.經營者控制(<5%)	1.全部控制(>80%) 2.多數控制(>50%) 3.法律方式控制
特色	1.經營者持股較少，易遭汰換 2.股東地位較為平等	1.持股較多，經營者地位較安定 2.股東地位較不平等
主要利益衝突	股東 V.S. 經理人	控制股東 V.S. 非控制股東

第三項、股權結構差異將繼續存在

已開發國家多享有相同的經濟型態，在公司治理議題上亦有相似性，大型公司大多具有以下特性，如資本密集、經營者係經過最基本資格篩選，且經過股東會選任、經營決策資訊能快速傳遞到公司核心決策者等。理論上，在大致相同的競爭條件及環境下，或許可以推導出，各已開發國家的公司，可能會因為公司自身或是相關法規而將公司所有權結構調整到相似形態，即最有效率的形態³⁴。蓋

³² 章友馨，前揭註 28，頁 87、93、99。

³³ 林怡秀（2007），《從公司治理與代理理論論股東提案權制度》，頁 81，中原大學財經法律研究所碩士論文。

³⁴ 例如一個科技發明相較過去更進步更好用，會透過市場競爭快速的散布到世界各地，有效率的公司結構亦然。

如不為之，則在全球化的競爭潮流下，很有可能因此失去競爭力，且對公司而言，亦可能因此無法將利益最大化，進而失去投資人的青睞。然而實際上，即使在上述壓力下，公司所有權結構是否確實會趨於一致仍有疑問，有學者³⁵以路徑依賴理論切入思考，認為實質上公司的所有權結構並不會有太大轉變³⁶。

路徑依賴理論(Path Dependence)是美國經濟學家道格拉斯·諾思(Douglass C. North)所提出，他認為路徑依賴類似於物理學中的慣性，一旦進入某一路徑就可能對這種路徑產生依賴，要脫身就變得十分困難。在此理論下，高至國家的經濟政策發展，低至日常生活及本文所提及的股權結構變化，皆為受影響的範圍。

在股權結構議題上，公司所有權結構不論在何時都是與過去時點有所關連，因此不論是在過去的環境背景或甚至是歷史上的意外，這些所造成的差異不論接下來經濟如何變動都會在未來的公司所有權結構上顯示出過去的軌跡。

在此以兩個面向切入，一為公司股權結構面，亦即公司初始的所有權結構在經濟、文化、思想等環境下會影響其未來的所有權結構；另一為公司法制，法制亦會影響公司所有權結構，特別是在公司所有權結構上控制股東存在與否的問題，亦會形塑出不同的面貌³⁷，下述將以此兩面向切入討論此議題。

³⁵ Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence In Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127,127-170 (1999).

³⁶ 以台灣為例，如證券交易法第 28 條之 1 即要求公開發行公司，未達主管機關要求之股權分散標準者，得要求公司於現金發行新股時，提列部分比例對外公開發行，雖然有此要求，但並不代表台灣的公開發行公司股權結構多為分散型。根據社團法人中華公司治理協會於 2013 年所做的公司治理年度調查，針對台灣上市、上櫃及興櫃公司共 1759 家企業進行問卷調查，總共回收 522 份問卷（回收率為 29.68%），前十大股東持股比例平均數是 40.25%、董監持股比例平均數是 24.10%。2013 公司治理年度調查-董事會組成及獨立性之探討，http://www.cga.org.tw/f_2_04_book_manager.aspx (最後瀏覽日：09/25/2017)。

³⁷ 可能有三種類型：第一、法規不鼓勵公司所有權集中，因為這對投資機構而言，影響公司決策會更加困難或需要付出更多成本以維持其持股比例(現有利益者會影響立法)；第二、公司法制本身，可以使公司控制者獲取大量的私人控制利益，為了保護此利益，可能促使公司產生集中的所有權結構；第三、有些國家的公司法制對於所有權結構，所延伸的公司董事會之構成有部分的限制。例如美國證交所或州法偏好高比例的獨立董事；德國法規要求部分公司設有勞工董事等。Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 137-138.



第一款、以公司原有所有權結構切入

在過去兩種不同的國家發展環境下，公司擁有不同的股權結構：一為分散型結構，一為集中型結構，在未來是否會趨於一致的影響因素如下：

一、公司適應成本(Adaptive costs)

假如現有條件已可以維持事務運作，則即使改變條件可能變得更有效率，人們仍不一定會選擇改變，因為比起選擇重新塑造一個替代條件，或許維持現狀還較有效率，公司所有權結構亦然。一個國家在 T_0 時點，基於經濟環境、政策等因素，使公司擁有分散型的所有權結構，在那時公司內部可能擁有對經理人的激勵機制等適合當時公司結構之制度。當時間發展到 T_1 時點，此時發現較有效率的所有權結構是集中型結構，但公司為適應 T_0 環境下所產生的舊有制度，並不會立即消失，而須經過變革及適應，這個過程是緩慢且極耗費成本的³⁸。

二、環境互補性(Complementarities)

相似於適應成本，但此並非指公司自身，而是針對其他組織機構，亦即在每個國家現有環境下，都會有銀行、投資機構及輔助公司等專業機構，及為了相互合作而生的習慣或是技能，以提升公司經營的效率。假設在 T_0 時公司所有權結構，搭配這些機構並產生相應的技能或是習慣，且對於這些機構、技能及習慣所產生的環境亦會反過來在未來影響 T_1 時點時，哪種公司結構會是有效率的³⁹。

舉例來說，分散型所有權結構下，通常環境會擁有較好的敵意併購市場、透明的審計，而對於產生併購市場及相關審計制度，需要有專業機構及相關搭配的

³⁸ Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 139-140.

³⁹ *Id.* at 140.

技能。在 T_0 時點時，是否會有上述機構及專業，取決於 T_0 時點的公司所有權結構。因此在 T_0 時點有兩個國家，一個國家(A 國)主要為分散型所有權結構公司，而另一個國家(B 國)主要為集中型所有權結構公司，在 T_1 時點時可以想像 A 國內的分散型結構公司為了使其運作效率提高，在 T_0 與 T_1 過程中，會發展出相關的輔助機構、習慣及技能，使公司在已具備相關專業技能及習慣搭配下的 A 國環境中，能有效率地運作，但並非代表分散型結構公司，亦能在過去未有相關搭配的機構、習慣及專業之 B 國亦能有效率的運作⁴⁰。

三、稟賦效應(Endowment Effect)

傳統經濟理論認為人們為獲得某商品願意付出的價格和失去已經擁有的同樣商品所要求的補償沒有區別，即自己作為買者或賣者的身份不會影響自己對商品的價值評估，但稟賦效應否認了這一觀點。稟賦效應認為當個人擁有某項物品，那麼他會對該物品給予額外的價值評價⁴¹，此對於公司所有權結構的轉變上，亦會有所影響。例如集中所有權結構下的家族及控制股東或是分散結構下的經理人，都會對他們享受控制權的現有公司結構給予較高的評價，其評價價值往往會超過如果他們尚有未擁有控制權前所願意支付之對價⁴²，因此在稟賦效應影響下可能會降低控制權人的轉換動機。

四、尋租行為(Rent-seeking)

尋租行為是指在沒有從事生產的情況下，為壟斷社會資源、或維持壟斷地位，從而得到壟斷利潤(亦即經濟租)所從事的一種非生產性的尋利活動⁴³。因此如欲

⁴⁰ *Id.*

⁴¹ Keith M. Marzilli Ericson & Andreas Fuster, *The Endowment Effect*, 6 ANNU. REV. ECON. 555, 556 (2014).

⁴² Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 141.

⁴³ Paul R. Wade & Era Dabla-Norris, *Rent Seeking and Endogenous Income Inequality* 3 (IMF Working Paper No. 01/15, 2001), <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Rent-Seeking-and-Endogenous-Income-Inequality-3981> (last visited Sep. 26, 2017).

使控制股東(或經理人)產生動機改變公司原所有權結構，其前提必然是改變後的利益至少能大於尋租行為時之利益。



以下嘗試以具體數字及以公司原始為集中型結構為例加以分析，並假設 Y 公司在 T_0 時點公司創辦人擁有公司所有股份 100 股，並接著出售一半(50%)的股份給投資大眾，剩下一半留給自己作為公司控制之所需。在 T_0 時點因為創辦人擁有所有的股份，其決定所產生的利益具有獨佔性，因此公司創辦人有動機去選擇使 100 股的價值最大化的結構。如果在 T_0 時點的環境背景下，集中結構具有最佳效率的話，那麼創辦人在 T_0 時點會選擇集中型結構⁴⁴。

其後在 T_1 時點，環境有所改變，使 Y 公司的所有股份在分散結構下相較集中結構能有較高的價值。假設公司股票總價值在 T_1 時點處於集中結構(股份 50% 為控制股東所有)下公司總價值為 100 元，其中創辦人持股價值包含控制權價值下，每股 1.2 元總持股價值 60 元，另外少數股東基於缺少控制權價值下，每股 0.8 元總價值 40 元。接著如果公司成為分散型結構，其總價值將轉變為 110 元(每股 1.1 元)。此時創辦人會選擇在其後的 T_1 時點使公司轉換為分散結構嗎？

如果公司創辦人於 T_1 時點，才為公開發行，基於價值最大化，他可能會選擇分散型結構，藉由出售其所有持股，可取得 110 元(每股 1.1 元 100 股)。蓋如果他選擇集中結構，僅只會取得 100 元的價值⁴⁵(出售 50% 持股以每股 0.8 元給投資大眾，換取 40 元；另外其自身持有 50% 股份，每股含控制權價值為每股 1.2 元總價值 60 元)(如圖表二:尋租行為案例圖)。

⁴⁴ Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 142-143.

⁴⁵ *Id.*

圖表二:尋租行為案例圖⁴⁶

T₁ 時點採取集中股權結構:

	持有股數	持股價值	每股價值
控制者	50 股	60% 價值	1.2 元 (含控制權價值)
投資大眾	50 股	40% 價值	0.8 元
總計股數	100 股	100% 價值	100 元
控制者獲得價值 合計			控制者持股價值 60 元 + 出售投資大眾獲得 40 元 =100 元

T₁ 時點採取分散股權結構:

	持有股數	持股價值	每股價值
控制者	0 股	0% 價值	
投資大眾	100 股	100% 價值	1.1 元
公司總計股數	100 股	100% 價值	110 元
控制者獲得價值 合計			110 元的現金

然而如同前所述，公司創辦人已經於 T₀ 時點選擇集中型所有權結構。因此可以思考的是，創辦人(控制股東) 是否會選擇將公司轉變為分散型結構，以增加 10 元的公司總價值，然而事實證明，如果轉為分散型結構，利益並不會是控制股東所享有。

⁴⁶ *Id.* at 144.

最直接的轉變方式，即將控制股東所持有之股份出售給投資大眾，然而此種手段並不會帶給控制股東任何的利益。如前所述，公司總價值是 110 元(每股 1.10 元 100 股)，如果控制股東出售其 50% 持股(每股 1.1 元)的話可以得到 55 元，此相較前述計算集中持股帶來的 60 元價值少了 5 元，而同時可以確定透過這種方式，所有投資大眾持股數價值從 40 元上升到 55 元，然而此上升的 15 元利益並非控制股東所能享有。因此對於控制股東而言，不會選擇在 T_1 時點轉換公司所有權結構，蓋轉換利益非控制股東所能享有，且同時還喪失公司控制權。上述假設是於寇斯定理⁴⁷下的世界，那多增加的 10 元利益(因轉換成分散型結構所產生)，投資大眾或許能透過交易、契約等方式⁴⁸，提升控制股東轉換之動機並分享該利益。然而在非完美的寇斯的世界下，少數股東共同行為、搭便車問題，將會阻礙雙方的交易⁴⁹。

另一個選擇，或許控制股東可以購買所有投資大眾的持股，其總價格在 40 或 40 到 50 間，而其後將所有股份以每股 1.1 元出售回給大眾。只要在先前向少數股東購買的價格小於 50 元，則大股東最終出售可以獲得超過其原本在集中所有權結構下的利益。然而在非完美的寇斯世界下，控制股東難以採取上述行為，蓋除行為本身的交易成本外，大股東以每股 0.8 元(總計 40 元)向少數股東們收購持股，其中所生的搭便車行為，會促使交易難以形成。例如可以想像得到成功收購部分的股份，然而一些投資者將會堅持提高價格從 0.8 到 1.1 元之間。當部分股東如此堅持，再加上行為本身的交易成本，將使大股東無法獲利而失去動機⁵⁰。

⁴⁷ 寇斯定理是指在交易費用為零且對產權充分界定的條件下，當事人(生產者和消費者)將受市場的驅使，就互惠互利的交易進行談判，而使資源在最有效率性下被使用。

⁴⁸ 公司結構轉變為分散結構，公司價值從 100 上升到 110。少數股東們會得到 15 元利益而控制股東會減損 5 元利益，其差額使雙方有談判的可能性。例如填補控制股東損失的 5 元後，雙方平分多產生的利益。

⁴⁹ Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 145-146.

⁵⁰ *Id.* at 146-147.

能打破上述假設的情形，只有在轉換為分散型結構的效率利益夠大之情形下才會發生。如以上述相同的假設下，轉換利益從 10 元提升到 20 元以上（也就是公司轉換為分散結構，公司總價值上升為 120 元以上），則控制股東將會有轉換誘因。為方便計算，假設分散結構下公司價值為 122 元，而控制股東出售其持有的股份(50%)，以形成分散結構，則控制股東將取得 61 元(每股 1.22 元出售持有的 50 股)的利益，而此利益大於前述維持集中結構下所持有的股份價值(60 元)。因此可以說轉換利益夠大時，控制股東就會有轉換動機⁵¹。

在此的論點並非尋租行為必定都會阻礙結構轉換，而是強調需要足夠的利益促使控制股東產生動機。在上述舉例中，轉換利益如果介於 0 到 20 元，則控制股東在尋租行為影響下仍會維持公司結構。思考到底要多大的利益才能使控制股東選擇轉換公司結構，或許無法給予一個明確數字，但至少知悉此取決於控制股東在集中結構下，其所能獲得的私人利益的大小，私人利益越大，則控制股東越有可能繼續維持現有公司結構⁵²。

第二款、以公司法制切入

各國公司法制上或許會有相同之處，例如皆有忠實義務、反對自我交易等，然而在細節部分仍有所不同，且細節如何適用及相關要件等，才是最大差異之所在。這些差異可能源自於：要求公司揭露之目的、投資大眾的投資動機、股東訴訟(動機、程序、數量等)、商業判斷原則之承認與否等等，皆會影響公司法制本身運作及其未來發展。此外影響整個公司法制者，除董事、經理人、股東外，投資

⁵¹ 上述聚焦於原本已經存在的股權集中結構公司。那新的公司設立呢？假設一家公司在 T_1 時點時，仍然為控制股東一人經營，因此控制者在公司結構問題上，並不會有尋租行為 (rent-seeking) 的產生。然而尋租行為具有其外部性 (external rent-seeking)，例如控制股東為了獲取更多的控制私利 (private benefit of control)，會有動機擴大公司規模，吸收更多資源，進而使現存公司去排擠、減少新的公司的產生。Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 148.

⁵² Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 147-148.

機構、政府、法院等等皆是參與者，而與法律制度、公司結構相互影響。而立法者於 T_1 立法時，亦會去考量在過去 T_0 時點的公司結構與法規。



一、適應成本及環境互補性(Adaptive costs and complementarities)

機構及公司結構可能已經在現有法制環境下，演化出因應法制所生的需求及問題的解套方法，因此具有一定程度的效率。這樣的情況下，替換現有法律制度可能造成現有專業機構等輔助公司經營的團體不再符合需求，而須投入新的資源。如會計師、律師、經理人等眾多的公司經營輔助者需要投入時間、精力去適應新的法規(姑且不論反對力量)。因此，怎樣的法制於 T_1 時點是有效率的，可能取決於 T_0 時點的法律制度、機構及團體們如何與法律制度相互動。因此法規的效率與否，對不同的國家於 T_0 時點有著不同的法制，及對應適合其法律制度下所生的公司結構，於 T_1 時點或許出現較有效率的法律制度，然而是否適合其他國家，有著不同的公司所有權結構類型下亦能有效率，仍未有定論⁵³。

二、利害團體影響力

法律並非何時皆單純僅由公眾所選的立法者加以制定，很多時候法律的制定是受到許多的利害團體所影響，因此無效率的法律可能被制定或是被繼續維持。公司法制亦然，在一定程度上利害團體推動制定或維持對其自身有利的法律，如此公司法制實際上被選擇及維持的可能取決於相關利害團體的力量大小⁵⁴。

不同的利害團體有著不同的動員能力，所造成壓力的大小亦不同。擁有越多資源的利害團體，越有能力在立法過程中產生影響力，這也是為何政策、立法的制定會受到現有的財富及權力影響⁵⁵。公司法制的制定亦然，公司的結構對於資

⁵³ *Id.* at 155-156.

⁵⁴ *Id.* at 157.

⁵⁵ 以我國獨立董事制度納入證券交易法為例，在產業界強力杯葛下，該制度於台灣僅為「軟規範」。立法院最後通過的版本與行政院所提版本有很大出入。依照行政院 2005 年 7 月版本，原

源的分配緊密關聯（掌握於經理人或是控制股東），進而影響公司法制的制定。具體而言，例如當過去某一時點的法律制度使公司形成集中或是分散型結構，造成某部分人掌握公司的控制權，這樣現存公司結構下所產生的控制力，使那些人掌握更多的影響力於接下來的利害團體遊說上，如此使國家於未來會出現利益更相近的法規，而利於現有公司結構的維持⁵⁶。

因此可以認為不論何時，公司法制皆會受到當時經濟環境下存在的公司結構所影響，而公司結構本身則會受到過去的影響。故可以說路徑依賴造成各國的公司法制有所不同。

全球化或許是反對上述分析可能的理由。全球化趨勢下國家間競爭加劇，可能促使國家放棄較無效率的公司法制。然而全球化的影響力是否能如此深遠不無疑義，蓋事實上全球化並不能確保政治進程只會產生和保有有效率的法制。此外假設國家的公司法制是過時的，並不代表在這樣法制下的公司會受到國際競爭的威脅進而倒閉。蓋公司能否競爭，核心在於企業是否生產出具有競爭力的產品。公司在過時的法制下仍可以具有競爭力，只要他能在全球化競爭中彌補或抵銷這樣的缺失，例如相較其他國家能以較低的生產成本產出或是國家透過稅制加以資助等，使公司仍具有競爭力。因此現行公司結構下的既得利益者仍可能促使國家採取較無效率的法制，並將這些成本外部化⁵⁷，而繼續維持其過時及高成本的法制，以利現有公司結構的維持⁵⁸。

則上要求公開發行公司必須設置獨立董事，人數不得少於兩人。然而三讀通過的條文則改為「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事」，使原本強制設立變成得由主管機關及公司自行裁量。另外關於審計委員會的職權部分亦然，最終法案通過版本容許原本經審計委員會否決之事項，得以三分之二的董事表決通過，即可「敗部復活」，使審計委員會的存在意義大減。章友馨，前揭註 28，頁 95-96。

⁵⁶ Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 157-158.

⁵⁷ 例如國家對企業採取稅制上的優待，使公司產品仍有競爭力，而此等同將公司法制無效率之成本轉嫁由全體人民負擔。

⁵⁸ Bebchuk & Roe, *supra* note 35, at 160-161.



第三款、小結

對於最終各國公司所有權結構是否會趨於一致有著不同的看法。前述以路徑依賴的觀點，從國家過去的公司所有權結構及公司法制切入，討論其會對未來公司結構產生如何的影響，並突顯出公司結構的轉換是需要高昂的成本及充足的動機，因此所有權結構轉換是一件困難的事。然而亦有學者站在全球化競爭的觀點認為所有權結構將會深受影響⁵⁹，而可能趨近於一致。

特別是有見解認為最終公司結構會歸於如英美的分散型結構，但這樣的觀點可能是受到可利用性法則⁶⁰(availability heuristics)和稟賦效應(endowment effects)的影響，而受制於現今成功的英美分散型結構，及這些發展環境為學者平常所接觸及親近，因而認為分散式結構最終會成為各國公司的所有權結構圖像⁶¹。

此議題有著正反相對的看法，對於生活在當下的我們而言，似仍難加以定論。蓋現在仍在全球化的進程中，且隨著科技發展其腳步越走越快，競爭也越顯激烈，但至少可以確定現今各國的公司所有權結構仍有其差異，如何因應差異，選擇適合的公司法制，是我們現在可以做到的。

⁵⁹ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 439 (2001).

⁶⁰ 可利用性法則指在很多時候，人們只是根據他們對事件已有的信息，來確定該事件發生的可能性，因此容易被知覺到或回想起的事物被認為更容易出現。Availability heuristics, OXFORD REFERENCE, <http://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110803095436724> (last visited Oct. 8, 2017).

⁶¹ Hofstetter, *supra* note 15, at 601-602.

第三節、控制私利(private benefit of control)及控制權



取得目的和方式

第一項、控制私利及控制權取得目的

此部分將討論掌握公司控制權之動機。有認為取得控制權是為了取得控制私利，蓋不可否認，雖然皆為股東，但確實有部分利益為控制股東所能享有，但一般少數股東卻無法享有，然而此是否為取得控制權的主要原因？還是僅為取得控制權後的一種現象，又或者是否可能有其他動機？以下將先由控制私利及與其相對的控制成本開始論起。

第一款、控制私利(Private benefit of control)

一般情形下股東將資金以入股方式投資公司，於公司獲利時可以按持股比例得到公司因經營所生的利益(盈餘分配)，此可稱為共享收益(Shared benefit)，然而對控制股東而言，盈餘分配僅為其投資報酬的一部分，蓋其可藉由大量持股掌握公司之經營，決定經營方向並接觸公司資產、資源及機會，進而利用其控制地位，產生同樣皆為股權投資，但卻於控制股東與少數股東間產生不平等之利益回報或少數股東無法享有之利益，此等利益稱為控制私利⁶²。

有學者將控制私利區分為內部控制私利(Internal benefits of control)與外部控制私利(External benefits of control)⁶³：

⁶² 許秋蟬(2008)，《公司控制權交易價值之研究-兼論控制權移轉時對股東權益之保護》，頁51，國立臺北大學法律學系法律專業組碩士論文。

⁶³ Hofstetter, *supra* note15, at 617-618.



一、內部控制私利(Internal benefits of control):

公司為運作順利，除了股東金錢投資以外，對於公司執行業務的成果、相關資訊及機會，亦應屬於公司所有(無形資產)，在法律上多會限制股東任意利用⁶⁴。然而實際上在股東與公司間，何者屬於公司何者屬於股東，在運作上有時是難以劃界的。例如在集團企業中，控制公司與從屬公司為股東關係，但在實際執行業務時，往往多有資產混同使用的情況。當控制股東身為公司內部人，從公司內部取得之利益，包含財產、機會、資訊等有形及無形利益等，該等利益即稱為內部控制私利⁶⁵。

二、外部控制私利(External benefits of control)

我們可以觀察到控制股東會去追求公司盈餘分派以外的利益，為此他們可能扮演公司內部人(如董事)，以此接觸到與公司相關利益的機會。然而有時候利益追求行為屬於董事權限範圍內，亦即該行為在追求公司利益以外，亦同時在追求自身利益，如決定員工雇用與否及公司資金的流動。因此可能對於少數股東而言該決策為最佳的決定(如同意併購與否、修章與否)，但控制股東仍能透過表決權優勢強行通過之，而股價漲跌是唯一可能加以制衡的機制⁶⁶。

實際運作上並非所有時候都能清楚分辨內部或外部的控制私利。但至少可以清楚知悉，對控制股東而言，他能獲取一定利益，而此利益是當其非控制股東時，即無法再享有。這些利益可以是金錢，亦可以是非金錢，如於大企業中成為董事以獲取聲望。

⁶⁴ 如我國公司法第 209 條 1 項限制董事利用公司資訊及機會為競業行為。

⁶⁵ Hofstetter, *supra* note 15, at 617.

⁶⁶ *Id.* at 618.



第二款、控制成本(Private cost of control)

前述提及控制私利，與其相對的亦會有私人控制成本(Private cost of control)，而控制成本亦可分為內外部的控制成本：

一、內部控制成本(Internal costs of control):

此種情形特別發生在控制股東成為公司經理或是董事的時候，他們為公司帶來貢獻所支出的勞力、時間等相關成本。對於這些支出的成本，原則上會有相對應其貢獻所應該支付的報酬，此兩者通常是基於市場行情價格或協議(例如透過薪酬委員會)，原則上付出與得到會是對等的，不會有額外的支出成本⁶⁷。

二、外部控制成本(External cost of control):

控制股東承擔特定的風險和成本，此和其是否參與公司經營成為內部人無關。此成本源自於控制股東投入大量資金於公司，以維持其對公司控制權的穩定。這樣的成本實際上難以估計，然而這是對於控制股東而言能否分享控制私利的關鍵。因此對於此成本支出的補償可能是非金錢上的控制利益或是如金錢上的控制權溢價等⁶⁸。

控制股東需承擔資金欠缺流動性及多樣性的成本(資金集中於一)，同時亦產生為抑制此成本所付出監督公司經營的成本，因此有學者認為一定程度的控制私利的獲取是必須的，以促使有人願意承擔此種角色。只要當控制股東存在的效益能大於可能被奪取的控制私利及股權分散公司下經理人所造成的代理成本，則投資大眾可能會偏好有控制股東存在。因此以控制私利與控制成本為出發，把控制

⁶⁷ *Id.* at 619-620.

⁶⁸ *Id.*

股東之存在當作一種公司治理機制，如同獨立董事、併購一樣，而此種機制是否受歡迎則取決於所帶來的監督利益以及控制私利獲取間的平衡⁶⁹。



第三款、控制權取得目的

控制股東承擔龐大欠缺資金流動性及欠缺多元化的風險，為何仍想要持有大部分的股份以維持控制權，傳統答案多圍繞著控制私利。

一、少數股東徵用視觀點(The minority expropriation view)

此說認為，企業家掌握控制權是為了取得公司主宰地位，並且從投資者或是公司取得控制私利。例如透過自我交易、關係人交易或是雇用家族成員等手段獲得金錢上控制私利；或是追求非金錢上的控制私利，如對外表彰其具有可以影響公司決定之能力，以增加其社經地位。因此此種見解往往與該國法制不健全，致控制股東可以從少數股東處取得大量控制私利的概念相連結。

對於上述見解，有兩點問題。第一、此假定世界上大部分的控制股東皆為機會主義者，利用法制的健全無法保護少數股東而獲利。第二、此無法解釋於美國相對健全的法制國家中，仍然出現具代表性、傑出的股權集中公司⁷⁰；此外亦無法解釋為何實務運作上對於投資組合公司 (portfolio of firms)，將控制權保留由控股公司(如波克夏海瑟威公司 Berkshire Hathaway)或是私募股權基金等加以控制⁷¹。

二、激勵視觀點(The optimal-reward view)

⁶⁹ Gilson, *supra* note 21, at 1652.

⁷⁰ 如於下一章節所提到的雙層股權結構公司。

⁷¹ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560, 571-572 (2015).



此說由監督公司經營之觀點出發，為取代不完善的市場監督，投資者可以依靠控制股東來實現監督公司經營。控制股東在公司治理議題上扮演重要角色，蓋他們持有大量股份，促使他們比市場更有效率地監督公司經營。然而因為持有大量的股份，造成他們對公司盈虧承擔最多的風險及為維持其控制權而付出大量的成本，因此控制私利為對他們維持控制權並監督公司經營之補償，亦即少數股東支付控制股東一定的代價作為對控制股東的激勵以促使其監督公司。

此說存在個疑點，即為何監督公司經營需要個人擁有大量持股？可能的解釋是控制者大量持股的利益與少數股東之利益是相一致(如經營好股價上升或盈餘分派變多)，因此有較高的動機去監督公司經營。然而為何是依靠控制股東而非給予獨立董事或是監察人動機去有效經營、監督公司或是想辦法降低代理成本？答案可能是設計大量持股作為激勵措施太過艱難且成本昂貴。上述解釋於法制及市場機制較不完備的國家，需要強而有力的監督機制監督公司經營，或許可以解釋得通，然而此無法解釋為何一個國家內部(在同一法制下)如美國，對於公司股權結構上仍有其差異性。此外主張公司法制需要容忍控制者取得控制私利是值得懷疑的。蓋忠實義務下，禁止各方給予控制股東享有超出一般股東以外的利益，除非投資者衡量控制者的監督利益值得給與回報，且經過少數股東之同意，否則不應該有控制股東向少數股東偷偷竊取控制私利之行為⁷²。

三、 企業家精神觀點(The entrepreneur's idiosyncratic vision)

上述看法皆不脫離對控制股東而言，獲得控制私利是持有控制權的主要因素。於此想以另一個角度亦即企業家的觀點來看待控制權。從一位企業家擁有商業想法開始分析控制權的價值。企業家的商業想法可以是一個新商品的開發或是一個新的點子而有機會能賺到錢。或許最終點子會失敗，然而一般常理除了為了詐欺

⁷² *Id.* at 573-575.

以外，企業家通常深信能夠成功實現他的商業計畫，而計畫的實施將會產生超過其投入資源於市場上所應得的一般獲利率，即想像一個畫面，一位老闆願意在一條已經有 10 家鞋店的街上，開一家屬於他自己的鞋店，因為他相信能比其他的競爭者更為優秀⁷³。

如果他有足夠的錢創業，能以自己之力實現其點子，包含一開始產品之開發、生產、最後的行銷等等。其作為一位獨資者，掌握所有的營運收益及承擔所有經營上風險，並下所有的決定，因此其可以不受任何影響去追求其商業想法的實現，即使最後可能失敗亦然。然而假設今天創業家沒有足夠的資金，需要外部投資者加以資助，則必然必須決定到底由誰來下決策，亦即控制權究竟歸屬於投資者或是企業家。起初或許各方對控制權的分配並不這麼的重視，然而資訊不對稱問題的出現、雙方不同的想法及代理成本，使控制權對創業家與外部投資人具有價值⁷⁴。

現實上企業家的商業想法之價值有時往往無法被輕易觀察或確認，因為可能其分享了具體的計畫及想法將會破壞想法的價值(如競爭或是複製)，或是僅僅創業家能自信地向外部投資人展現其點子，使投資人們信服。因此企業家的點子將變成一種資訊不對稱，且對於企業家與投資者的歧見無法藉由增加監理、調查或是揭露加以克服。此外商業點子是需要花費時間去實踐，實踐過程中需要下許多的決定，從日常的經營到經營策略的選擇。假定企業家的成功使投資者信服而為投資，但其後無法準時提出產品或是未達一開始承諾的品質，則於接下來的募資，可能因為投資者的質疑(不論能力或點子)而變得更加困難(即使最終仍可能成功亦然)⁷⁵。對於前述的資訊不對稱及歧見將會使投資者中斷對企業家的投資或支持

⁷³ *Id.* at 577-578.

⁷⁴ *Id.* at 579-580.

⁷⁵ *Id.*

76，因此控制權的掌握對於企業家而言，是確保其商業計畫能夠確實實行的重要關鍵因素。



第四款、小結

上述以不同角度切入來看控制權的目的，不可否認控制權的取得伴隨著控制私利的獲取可能性，然而如果僅以此觀點去看，則豈非所有控制股東或企業家皆淪為投機者。因此企業家精神觀點可以提供另一種解釋方式，亦符合我們希望公司能不斷地創新及成長的期待。

第二項、控制權的取得方式

為獲取公司控制權，最理想的狀態即控制股東自身持有大量的股票，在一股一表權下，透過強大的投票力量取得公司控制權。在此種情況下現金流量權與控制權並無產生偏移，控制股東與公司利益會幾近一致，且同時亦能期待控制股東會好好監督公司經營。然而現實上，可能基於資金不足或為了減少取得控制權所付出的成本，控制股東可以透過特殊的公司所有權結構或契約協議，來強化其控制權，使該股東得行使超過其所持有股份的控制權，這些不同的強化控制權方式在學說上通稱為 CEMs(Control enhancing mechanisms)⁷⁷。

對於 CEMs 主要受到批評的地方在於，其造成現金流量權與控制權產生偏移，亦即控制股東並非透過持有過半的股份來控制公司，而是透過強化公司控制

⁷⁶ 有名的例子如史提夫·賈伯斯(Steven Paul Jobs)的失敗經歷。於 1985 年無法使蘋果的董事會認同他關於 Macintosh Office 的銷售策略，迫使其離開關於 Macintosh 的開發並離開公司。大紀元 (09/20/2013)，〈前蘋果 CEO:我當初是如何趕走喬布斯的〉，<http://www.epochtimes.com/b5/13/9/20/n3968210.htm> (最後瀏覽日：09/26/2017)。

⁷⁷ 方嘉麟、林郁馨 (2016)，〈複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例〉，《月旦民商法雜誌》，52 期，頁 44。

權機制，來達到以少數股權控制公司的目的。此造成控制者僅持有少數的股權，但卻可以全權作決定，由於控制者大幅降低承擔決定所帶來的風險，因此與少數股東利益與共的情形可能減少，也同時降低其積極監督公司經營的動機。此外控制者在 CEMs 的保護下，牢牢握有控制權，外人無法輕易透過併購手段來替換無效率的經營者，因此同時亦欠缺外部制衡機制。然而此種機制亦有其優點，蓋其可以幫助控制者抵抗短視近利的投資哲學，且穩定的經營環境也有助於控制者根據其獨到眼光追求長期投資，並創造長期的公司價值⁷⁸。現今常見的手段有三種：1. 交叉持股 2. 金字塔結構 3. 複數表決權股，下將一一介紹。

一、交叉持股：

交叉持股即二家以上之公司，基於特定目的之考量，互相投資持有對方所發行之股份⁷⁹。實際運作上，可藉由兩家公司的控制者，就投票權之行使達成一致之協議，使其無須持有大量股份即可享有公司控制權。

二、金字塔結構：

此種架構需要兩家以上的公司才能完成。公司控制者通過間接持股形成一個金字塔式的控制鏈實現對該公司的控制。在這種方式下，控制權人控制第一層公司，第一層公司再控制第二層公司，以此類推，通過多個層次的公司控制鏈，取得對目標公司的最終控制權。金字塔結構是一種描述其形象的說法，就是多層級、多鏈條的集團控制結構，其會造成現金流權與控制權的偏離。以三層金字塔結構為例，假設要穩固控制各層公司之控制權為 50% 的投票權，則控制權人只付出了 12.5% 的現金流，即掌握最下層的目標公司⁸⁰。

⁷⁸ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 77，頁 45-48。

⁷⁹ 如我國公司法第 156 條之 3 股份交換。

⁸⁰ Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295, 298-299 (RANDALL K. MORCK ED., 2000).



三、雙層股權結構

此架構是透過單一公司發行兩個或多個擁有不同表決權的股份，形成具有多層的股權結構。典型的雙層股權結構為發行 A 類股(擁有一股一表決權)給投資大眾，而保留 B 類股(通常擁有每股 10 表決權的股份)給管理階層。此為最簡易的方式，然而於亞洲，此結構相較金字塔結構與交叉持股是較為少見的，蓋各國公司法制多有限制或禁止之。

現今較知名的例子如 Google 與 Facebook，其於 IPO 前即發行複數表決權股建立雙層股權結構。此種方式對於新創事業之創業家而言具有重要性，蓋創業家往往有專業技術及創新商業點子，然而因欠缺資金而需要向外部股東尋求資金，如僅以出資比例來看，創業家的心血極有可能為重金投資的股東所控制，此將大幅度抑制創業家的創業動機⁸¹。這也是為何我國公司法增設閉鎖性公司專章開放複數表決權股，使公司得以建立雙層股權結構之原因。

第四節、小結

本章討論從公司所有權到公司控制權概念的出現，對應不同的股權結構而有不同的控制權圖像及代理問題。股權結構在路徑依賴影響下，現在及未來的公司所有權結構會深受過去的法制、公司股權結構影響。因此在公司股權結構不會大幅變動的情況下，我國屬於集中股權型態，對於此型態下所產生的控制私利，以不同的角度出發加以理解，跳脫出舊有控制私利角度，以創業家精神出發重新思考，能對為何想要掌握控制權有更深入的理解。於文末提出現今常見維持控制權

⁸¹ 邵慶平 (2015)，〈章程自治的界線：特別股類型限定的反省〉，《月旦法學雜誌》，247 期，頁 81。

的三種方式(交叉持股、金字塔結構、雙層股權結構)，此三種方式造成現金流量權與控制權產生偏離。



實證研究分析 2000 年台灣上市公司之資料顯示，有半數的最大股東以金字塔結構或交叉持股的方式，增加投票權並掌握董事會過半的席次⁸²。然而對於雙層股權結構，即本文所欲深入探討的制度，並未於我國上市公司中出現。在三種維護控制權的方式中，複數表決權股所建立的雙層股權結構是最清楚也是最好監控的類型，且持有複數表決權股多有移轉及身分上的限制(具有屬人性)，因此與金字塔結構及交叉持股最大的差別在於，控制權將可以被設計成不會在控制股東家族內世代交替，無須擔心既定接班人是否有能力經營公司的問題。此外對於複數表決權設置相關落日條款及附加限制亦較為簡便(於章程具體記載其權利義務)，且對於現今創造良好的創業環境亦有所助益，因此實無特別必要排擠複數表決權股存在之理。於下一章將具體論述複數表決權股此種制度之優點、缺失及存在必要性等。

⁸² 章友馨，前揭註 28，頁 94。



第參章、雙層股權結構介紹

本章將聚焦於雙層股權結構的介紹，包含如何建立雙層股權結構、現有的使用情況及其爭議點和優缺點，透過此章節深入探討雙層股權結構的運作，以期待能完整的了解此制度。

第一節、雙層股權結構的使用目的及狀況

第一項、雙層股權結構的使用目的

雙層股權結構能以多樣化的型態呈現，其中一般常見的型態是以複數表決權股創造出表決權高低不相同的股份。在許多典型的雙層股權結構公司，是以普通股作為低表決權股的 A 類股，而與之相對發行表決權較高的 B 類股。A 類股擁有一股一表決權，通常為投資大眾所持有；而 B 類股擁有複數的表決權，通常由公司創辦人、董事等公司內部人持有。除前述型態外，亦有其他種類型的雙層股權結構，例如發行對特定議案具有否決權的股份，或是發行得優先選舉董事會固定席次的股份等⁸³。

雙層股權結構的目的乃為了使公司內部人於公司公開發行後，仍能對公司經營握有控制。隨著公司發展，公司需要資金才能使公司成長，然而對於公司創辦人或是控制股東而言，替公司融資並非容易的事。一般而言，融資管道可分成兩類：債權融資及權益融資。債權融資往往需要公司資產為抵押，然而成長中的公

⁸³ Junzheng Shen, *The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective*, 46 HKLJ 477, 480 (2016).

司往往缺少可供抵押的資產，因此融資成本往往較高⁸⁴。相較於此，權益融資對於發展中的公司而言成本較低，然而此意味著創辦人於公司的股權將被稀釋，漸漸降低其對公司的控制力。因此雙層股權結構被設計出來的目的，即是為了使控制股東或創辦人能維持對公司的控制權，不因融資而失去，而能繼續有效地控制公司，追求其商業計畫的實現及公司長期價值。

第二項、雙層股權結構使用狀況

第一款、美國

以美國為例，雙層股權結構開始出現於 1920 年代，作為從投資大眾手中獲得資金，又能保有公司控制權的機制。它的出現引發很多對於股東權利的討論，但最終於 1940 年代受到 NYSE 的禁止⁸⁵。過了 40 多年後，在 1980 年代為了對抗敵意併購，雙層股權結構再次流行，蓋其可以以高投票權對抗收購問題，不論敵意併購者持有多少低投票權股，仍無法超過控制股東以高表決權股所展現的投票權，且因為高表決權股多有規範一旦移轉即轉換為普通股，而能預防併購者以高控制權溢價使持有高表決權股之股東叛逃，因此對於雙層股權結構公司之敵意併購自始不會產生。NYSE 雖然在 1980 年代仍禁止雙層股權結構公司上市，然而公司如欲採取雙層股權結構只須到 NASDAQ 上市即可，在證交所間競爭的壓力下，迫使 NYSE 最終採取開放態度⁸⁶。

⁸⁴ 黃臻（2015），〈雙層股權結構有效運作的條件——基於美國與香港的實證研究〉，《上海金融》，6 期，頁 60。

⁸⁵ Kishore Eechambadi, *The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward*, 13 NYUJL & Bus. 503, 510-511 (2016).

⁸⁶ *Id.*

SEC(Securities and Exchange Commission)在 1980 年代開始憂慮雙層股權結構公司的增加，可能造成的公司治理問題，因此於 1987 年 6 月頒布 Rule19c-4，限制於證交所上市的公司對股東投票權採取任何會造成投票權喪失或受限制的行為(如無表決權股或差別性表決權股)⁸⁷，然而此規定於其後因超出 SEC 自身的法律授權，而遭到 D.C. Circuit 所推翻。在此之後對於雙層股權結構的限制取決於各證交所的規範。最終證交所採取的解決方法為，若公司於 IPO 時已經擁有雙層股權結構者則允許，但公司已經上市者，則禁止使用對原有股東表決權造成差別性減少或限制之資本結構重組方式建立雙層股權結構，此模式持續到今日⁸⁸。

雙層股權結構公司在美國經濟上扮演重要角色(圖表三)，這些公司於美國主要的股價指數中具有重要性，其總市值到 2016 年 7 月為止超過 30 億美金⁸⁹。此外自從 2004 年 Google 採用雙層股權結構上市後，使用雙層股權結構上市的公司家數有上升的趨勢⁹⁰，且為其他科技產業所仿效，例如 Facebook、Groupon 及 Zynga 等。對於此種趨勢，亦有反對聲浪，例如機構投資理事會(The Council of Institutional Investor)，一個由超過 140 個工會和公司退休基金等組成的非營利性的公司治理及股東保護機構，其向證交所提出請願，要求採用一股一表決權的政策⁹¹。股東建議機構亦對雙層股權結構表達不滿，例如 ISS(Institutional Shareholder Services)收集 120 個機構投資人的意見，57%反對公司上市時擁有雙層股權結構，

⁸⁷ 蔡英欣(2009)，〈股東表決權分配之規範模式〉，《臺大法學論叢》，38 卷 2 期，頁 87。

⁸⁸ Eechambadi, *supra* note 85, at 511.

⁸⁹ Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 594 (2017).

⁹⁰ 於美國相較 2005 年只有 1% 的公司採用雙層股權結構上市，然而到 2015 年 133 家上市公司有 13.5% 的公司採用。Steven Davidoff Solomon, *Shareholders Vote with Their Dollars to Have Less of a Say*, N.Y. TIMES: DEALBOOK (Nov. 4, 2015), <https://www.nytimes.com/2015/11/05/business/dealbook/shareholders-vote-with-their-dollars-to-have-less-of-a-say.html>.

⁹¹ Letter from the Council of Institutional Investors to Edward S. Knight, Executive Vice President and General Counsel, NASDAQ OMX GROUP (Mar. 27, 2014), http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_nasdaq_one_share_one_vote.pdf.

並且譴責雙層股權結構為「一個獨裁的公司治理模式」⁹²，然而仍無法抵擋科技業選擇利用雙層股權結構上市⁹³。



圖表三⁹⁴:雙層股權結構公司在美國經濟上的重要性(2016年)

	S&P100	S&P500	Russell 1000	Russell 3000
Number	9	32	83	245
Percentage of Index	9%	6.4%	8.4%	8.2%
Total Market Cap (in Trillions)	\$2.26	\$2.79	\$3.18	\$3.35

第二款、其他各國

雙層股權結構公司在許多國家是被承認的，例如加拿大、丹麥、芬蘭、荷蘭、瑞典、瑞士等⁹⁵；亦有國家禁止或不鼓勵雙層股權結構公司上市，例如英國及德國即排除雙層股權結構的使用⁹⁶，然而前述地區隨著美國興起採用雙重股權結構

⁹² Marc Goldstein, *2016–2017 Annual Benchmark Voting Policy Survey*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Oct. 5, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/10/05/2016-2017-annual-benchmark-voting-policy-survey/>.

⁹³ Snap 公司於 2017 年透過公開發行無表決權普通股於紐約證交所上市，亦即市場上投資人對公司並無任何的表決權，這樣的型態是否會形成風潮，值得我們觀察。蓋於 2016 年 11 月 IAC 公司嘗試發行無表決權 C 類股進行資本結構重組，以維護內部人投票權，然而這樣的計畫經 CalPERS 提出股東集體訴訟加以嚇阻而中止。Blair Nicholas, Mark Lebovitch, Bernstein Litowitz Berger & Grossmann LLP, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, CalPERS v. IAC: Clear Win for Investors Protecting Shareholder Voting Rights*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (July 18, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/18/calpers-v-iac-clear-win-for-investors-protecting-shareholder-voting-rights/>.

⁹⁴ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 594.

⁹⁵ *Id.* at 599-600.

⁹⁶ *Id.*

之風潮後競相仿效，英國、德國等國家已成功採納劃分多個不同上市板塊或在上市板塊內細分不同市場的方法以引入「同股不同權」架構⁹⁷。



近期值得注意的香港證交所，於2014年面臨放寬一股一表決權限制之壓力，以避免阿里巴巴公司到其他區域上市。在當時為了回應阿里巴巴的要求，證交所曾探詢及研究放寬的可能性，但在市場監管者及機構投資人的反對下，仍維持對雙層股權結構公司上市之限制⁹⁸。然而2016年香港交易所再次推出設立創新板的市場諮詢，為引入「同股不同權」架構探索新的可能性，並於2018年4月發表雙層股權架構諮詢意見總結⁹⁹。

該意見總結提出如要求申請人須具備下列一項以上之特點方可以使用不同表決權股型態上市¹⁰⁰：

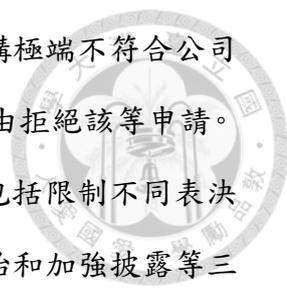
- 一、能證明公司成功營運有賴其核心業務應用了(1)新科技；(2)創新理念；及／或(3)新業務模式，亦以此令該公司有別於現有行業競爭者
- 二、研究及開發為公司貢獻一大部分的預期價值，亦是公司的主要活動並佔去大部分開支
- 三、能證明公司成功營運有賴其獨有業務特點或知識產權
- 四、相對於有形資產總值，公司的市值中無形資產總值極高。

⁹⁷ 香港交易所（04/2018），〈研究報告雙重股權架構與生物科技行業的上市制度改革—HKEx〉，頁10，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_c.pdf?la=en（最後瀏覽日：09/02/2018）。

⁹⁸ 劉連煜（2016），〈雙層股權結構與公司治理——從阿里巴巴上市案談起〉，賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會（編），《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁305-310，台北市：元照出版有限公司。

⁹⁹ 香港交易所，前揭註97，頁10。

¹⁰⁰ 香港交易所（04/2018），〈諮詢總結新興及創新產業公司上市制度〉，頁II-8，[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc_c.pdf?la=zh-HK](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc_c.pdf?la=zh-HK)（最後瀏覽日：09/02/2018）。



香港交易所亦保留否決之權利，若申請人的不同投票權架構極端不符合公司治理常態(例如普通股完全不附帶投票權)，可以不適合上市為由拒絕該等申請。同時證交所亦提出不同投票權公司上市後的投資者保障措施，包括限制不同表決權權利¹⁰¹、保障一股一表決權股東投票權的措施、加強企業管治和加強披露等三大要求，且不同表決權發行人的股份名稱結尾將要加上標記「W」，與其他發行人區分開來。此外不同投票權股份之持有人必須擔任公司董事，使其對公司的經營承擔法律規定的董事責任，且一旦其轉讓不同表決權股份，或他們身故、失去行為能力，及不再為董事時，其不同表決權即會失效，令不同表決權之股份受限於「自然的」日落條款，使其不會無限期地存在¹⁰²。

第三項、雙層股權結構建立方式

雙層股權結構通常透過兩種權利義務不同的股份所建立，其較具爭議性之建立方式主要可以分為下述三種：

一、換股要約(Exchange Offers)

換股要約是透過對現有公司股份進行分類來完成資本結構重組，此方法須經股東會決議發行新種類之股份，一般稱為 B 類股。B 類股的特點是每股享有複數表決權，而原來的普通股則稱為 A 類股仍維持一股一表決權，A 類股在一定期間內可按一比一之比例換成 B 類股，但換成 B 類股後便不得轉讓，否則被轉讓的 B 類股將自動轉換為 A 類股，且並不得再轉換回 B 類股。A 類股可以在市場

¹⁰¹ 如高表決權股表決權不得超過普通股 10 倍。

¹⁰² 香港交易所，前揭註 97，頁 10；另得參照香港聯合交易所有限公司證券上市規則，章數八 A 不同投票權。

上交易，同時為補償 A 類股因表決權減讓而蒙受的損失，通常 A 類股的分紅會按比例增加，或者 B 類股份的分紅按比例減少¹⁰³。



二、分派特種投票權股(Special Distributions)

此方法亦是將股份分為 A 類和 B 類股，與上述方法相異處在於公司直接將具複數投票權的 B 類股份，按持股的比例分配給現有股東。兩種股份的分紅權利相同，然而對 B 類股流通的限制與上述換股要約中對 B 類股的限制相同。B 類股的分配在最初不會影響公司內部的投票關係，但是隨著外部股東對 B 類股的轉讓，投票權可能最終集中在一部分股東手中¹⁰⁴。

三、投票權轉換(Voting Rights Alterations)

公司將股東持有股份之期間分為長期持有股和短期持有股兩種，股東持有之股份符合下列條件之一者即屬於長期持有股：一、在股東會決議發行不同種類股份前已持有公司股票，並在股東會決議後持有一定期間之股份；二、在公司發行不同種類股份後，購買且持續持有一定期間之股份。至於其他不符合前述條件之股份，則被稱為短期持有股。當一個股東持有的股份達到長期持有股份標準時，該股份自動獲得複數表決權，未達到該標準的股份則為短期持有股份為一股一表決權¹⁰⁵。

上述雙層股權結構的資本結構重組需要股東的同意，然而分析股東投票的過程顯示，雖然股東同意資本結構重組，但同意與否並非必然與股東財富增加有連帶關係。蓋內部人主張分離投票權與現金流量權，對於大眾股東而言實難以衡量該提案的優劣，且內部人亦可以採取策略性行為，使資本結構重組更為複雜，例

¹⁰³ 張雪真、陳怡靜、張婉婷（2015），〈堅不可摧的一股一權？淺介雙層股權結構制度〉，《證券服務》，639期，頁60。

¹⁰⁴ 張雪真、陳怡靜、張婉婷，前揭註103，頁60。

¹⁰⁵ 張雪真、陳怡靜、張婉婷，前揭註103，頁60。

如使資本結構重組與盈餘分派權相連結，使低表決權股能有較多的盈餘分派。基於評估資本結構重組之效益極為複雜，再加上股東共同行為的因素，很有可能會促使股東同意內部人的資本結構重組提案。另外，由於大眾股東持股較少，為了作出正確選擇，其為獲取充足資訊所支出的成本，往往超過其所能獲得的利益，因此很難期待股東能謹慎地下決定。此外，即使評估出同意該提案可能有損股東利益，然而採取反對立場所需支出的成本過於高昂，且就算成功否決該議案，其利益亦為股東所共享，支出的成本更無法向其他股東索取，因此股東往往沒有反對的動機¹⁰⁶。

上述問題以換股要約為例，換股要約雖然對於轉換高表決權股並沒有附加限制，但實質上仍可能促使股東放棄轉換成高表決權股。蓋如果眾多股東選擇轉換成高表決權股，則公司內部人將無法掌握公司控制權，而此時對於選擇拒絕轉換的股東而言獲利將變多，蓋其可能獲得較多的盈餘分派權，並於其他股東的努力之下搭了便車，因此轉換與否具有很高的投機性。此外在股東共同行為下，對於公眾股東最佳的選擇是維持其原本的低表決權股，蓋如果未有大多數股東一起選擇轉換成高表決權股的話，那對於外部股東最好的選擇是拒絕轉換，而內部人將因此掌握公司的控制權¹⁰⁷。

為何紐約證交所雖開放上市公司使用雙層股權結構，但限縮於上市時即已建立此機制者，其理由亦同，蓋股東往往會因公司提出的盈餘分派誘因而放棄聲明反對，且公開發行公司存有股東共同行為及合理的不關心問題¹⁰⁸，嚴重影響股東會決議之正當性及代表性。因此將允許範圍限於在 IPO 時已存有雙層股權結構

¹⁰⁶ Shen, *supra* note 83, at 504-507.

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ 蔡英欣，前揭註 87，頁 88。

的公司，能使投資人在充分理解該機制存在，進而充分評估股票價格後才認購之，在此情形下，此類型公司被認為不存在前述問題¹⁰⁹。



第二節、雙層股權結構爭議問題

雙層股權結構所有的爭議皆源自於股東間持有的股票具有不平等的表決權。表決權的不平等，使控制股東能以較少的股數握有公司的控制權。經濟利益與投票權的不一致，使控制股東無須完全承擔其所作決策的風險，因此傳統認為此結構增加了控制股東獲利動機與大眾股東不一致的可能性；此外高表決權股，亦會使市場監督公司經營之功能降低，使代理成本大幅上升，此皆為對於雙層股權結構常見的批評及討論，以下將各細述之。

第一項、股東平等原則及表決權是否為股東之固有權

雙層股權結構通常係藉由發行 A 類股及 B 類股來建構，A 類股為一股一表決權並由市場大眾持有，而 B 類股則為一股十表決權並由公司內部人持有，以 A 類股與 B 類股間表決權的差距維繫控制股東對公司的控制力。由形式來看，A 類股及 B 類股之表決權差異，即有可能違反股東平等原則。然而究竟何謂股東平等原則？表決權是否為股東所享有的固有權？以下一一論述之。

第一款、股東平等原則

股東平等原則係指公司對股東持有之每一股份給予平等之待遇，並非對每一股東不問其持股多寡皆平等對待，故嚴格言之，應為股份平等原則¹¹⁰。此原則為

¹⁰⁹ 然而對於股東是否有足夠的理性及知識評估雙層股權結構對公司經營的影響，及股價是否有充足的折價仍存有爭議(參考本章第三節第四項之討論)。

¹¹⁰ 劉連煜，前揭註 11，頁 362-363。

貫穿股份有限公司之普遍法理，為有效發揮其吸收社會游資、分散經營風險之功能，遂於其中有關自益權、表決權等設計上，放棄數人頭的股東平等，轉而採行依照出資比例的「股份」平等¹¹¹，其中最具體之展現即一股一表決權概念。

股東平等亦或股份平等對股東而言究竟為何等程度的權利，能否加以限制及適用上是否有其界限？我們可以肯定股東平等原則可以作為改善或強化現行公司治理之上位概念，但不可否認地，如過於形式地適用之，可能會產生規範過度僵化而與現今解除管制、尊重公司自治之趨勢相違背¹¹²。例如，與股東平等原則最密接的特別股規範，若採取最嚴格的股東平等原則要求，將失去特別股之意義，且股東間之協議若表現在章程及股東會決議，亦有被認定為無效之風險，此與契約自主、公司自治相違。

平等原則即使上至憲法¹¹³地位亦非絕對之保障，若於差別對待具有合理目的，且其手段與目的間具有合理關聯時，亦得認為差別待遇合憲。以我國大法官解釋憲法為例，釋字第 593 號解釋於其解釋理由書中表示：「如對相同事物為差別待遇而無正當理由，或對於不同事物未為合理之差別待遇，均屬違反平等原則。法規範是否符合平等原則之要求，其判斷應取決於該法規範所以為差別待遇之目的是否合憲，其所採取之分類與規範目的之達成之間，是否存有一定程度的關聯性，以及該關聯性應及於何種程度而定。」另外以釋字第 728 號解釋為例，其涉及祭祀公業(私法自治)與男女平等之嫌疑性分類標準，大法官認為：「設立人及其子孫所為之私法上結社及財產處分行為，基於憲法第十四條保障結社自由、第十五條

¹¹¹ 對此以持股數量多寡而有不同待遇之作法雖有合理性，但如果過於講求形式平等，導致股東間之實質平等受到危害時，就有必要再度回歸股東平等原則之適用，蓋股東平等原則，實係禁止公司對於股東間恣意或不平等的對待，其法理基礎源於衡平及誠實信用原則。黃銘傑（2011），〈[股東] 平等原則 vs.[股份] 平等原則--初探股東平等原則復權之必要性及可行性〉，《月旦民商法雜誌》，31 期，頁 12-13。

¹¹² 黃銘傑，前揭註 111，頁 20。

¹¹³ 憲法第 7 條：「中華民國人民，無分男女、宗教、種族、階級、黨派，在法律上一律平等」。

保障財產權及第二十二條保障契約自由及私法自治，原則上應予以尊重。是系爭規定實質上縱形成差別待遇，惟並非恣意，尚難認與憲法第七條保障性別平等之意旨有違，致侵害女子之財產權。」公司之設立，本質上亦為人民結社之一種，且複數表決權允許與否涉及財產權及當事人間私法自治，此本身並非憲法上嫌疑性分類¹¹⁴，因此可以預期此爭議即使上至憲法層級，亦會被放寬審查，為尊重當事人間的私法自治，有高度可能肯認複數表決權股並無違反平等原則。

此外以日本最高法院 2007 年 8 月 7 日作出的裁定¹¹⁵，涉及股東平等原則之適用爭議為例，其認為¹¹⁶：「股東平等原則是為了要保護各個股東利益而存在的，對公司而言，具有對應股東所擁有的股票權利義務內容及數量而公平對待之義務。一般而言公司無法存立及發展，則各該股東利益將不再存在。因此特定股東取得公司控制權時，對公司的存立及發展發生阻礙等，如減損公司價值及對公司的利益即股東共同利益有所損害之時，為了防止上述情事，即使對於股東存有差別對待，但只要該差別對待不違反衡平理念，且未欠缺相當性，則難以認為該差別對待違反股東平等原則」。

綜上所述，平等原則之適用，只要不妨礙公司利益之達成，有實現公司利益之正當事由或目的存在，且其實踐必須對特定股東予以一定的差別對待時，若該差別待遇手段與目的間具有合理關聯，且無其他手段可資運用或該差別待遇已經

¹¹⁴ 嫌疑分類如種族、血統、膚色、原國籍或者是準嫌疑分類生來不可改變之特徵，為區分標準者，應採嚴格審查基準。

¹¹⁵ 最高裁第三小法廷平成 23 年 4 月 19 日決定，民集 65 卷 3 號 1311 頁。

¹¹⁶ 原文：「株主平等の原則は，個々の株主の利益を保護するため，会社に対し，株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが，個々の株主の利益は，一般的には，会社の存立，発展なしには考えられないものであるから，特定の株主による経営支配権の取得に伴い，会社の存立，発展が阻害されるおそれが生ずるなど，会社の企業価値がき損され，会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合には，その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても，当該取扱いが衡平の理念に反し，相当性を欠くものでない限り，これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない」。

屬於最低限度之差別，而符合相當性與比例原則時，則該差別待遇情勢應可以被正當化¹¹⁷。回歸本文爭議，以複數表決權股建立之雙層股權結構是否有違反股東平等原則，則應視使用的目的是否正當，及是否符合侵害最小之手段來檢驗。本文認為雙層股權結構之使用多為欠缺資金，但具有想法及技術的創業家所需，為實現其計畫，避免募資後喪失對公司之控制權，致難以實現其經營策略，故有其正當性；而從雙層股權結構屬於 CEMs 中股權結構最簡明且最便於解消角度觀之，應屬於 CEMs 中侵害股東利益最小之手段。

此外從使用雙層股權結構時，多經過股東之協議或同意，且此涉及者為財產權爭議之觀點出發，本於私法自治及財產自由處分之理，自無法單以形式表決權不平等，逕認為違反股東平等原則¹¹⁸。

第二款、表決權是否為固有權

固有權係指立於股東身分而享有之權利中，有部分權利是無法以多數決加以限制或剝奪的¹¹⁹。此權利存在的意義在於，公司雖然與股東人格分離而擁有獨立的人格，但是公司本質為法人，仍是一個資本的集合體，需要有意思表示的機關及形成其意思之程序，例如經過董事會或股東會的決議後，向外展現其意思表示或向內集合股東之共同意思。然而有些時候雖然經過公司內部機關的多數決，但多數決之表決結果往往僅為股東個人利益之展現，在某種程度上有必要存在無法透過多數決加以否定之權利，以使任何人皆可以放心地對公司投資，無須畏懼成為公司的少數者，進而確保公司能順利募資¹²⁰。

¹¹⁷ 黃銘傑，前揭註 111，頁 21。

¹¹⁸ 參考經濟部(72)經商字第 11159 號函釋，似仍認為股東平等原則是股份有限公司之本質，發行複數表決權股仍然違背此原則。

¹¹⁹ 劉連煜，前揭註 11，頁 281。

¹²⁰ 村田敏一（2016），〈いわゆる株主の固有權と株主平等原則〉，《立命館法学》，367 期，頁 896。



然而究竟應如何認定哪些權利為固有權，有不同的看法¹²¹。第一種看法，股東的特別權利說，此說認為各個股東共通的權利是章程的反射，可以隨著章程的變更而改變，然而有些權利並非所有股東所共通，而是專屬於股東個人的權利，並無法透過章程加以變更，此即為固有權。學界對此看法存有很大的批評，蓋此說論理欠缺依據，無法解釋為何權利會有這樣的分別，且各股東共通的權利中仍可能有固有權的存在¹²²。第二種看法，認為股東的權利可以分為為了公司經營存續而享有的權利，及股東個人享有的權利，前者即為股東的固有權，蓋前者對於股東及公司存續具有重要性，然而此說受到批評的部分即為，對於重要性的判斷標準仍沒有畫出明確具體的界線¹²³。第三種看法，認為固有權與法律的強行規定一致，然而此見解仍存有問題，蓋法律上強行規定本身多出自於公益目的，與保護股東的出發點相異¹²⁴，且如單純以法律規定加以判斷，將產生法律規範不完整即保護不周的問題，此外法律上強行規定多係出於公益性而設，當事人即使同意亦無法拋棄該條文之適用，此與部分固有權經過股東本人同意即可放棄有所不同。

綜上所述，固有權的認定有不同的標準，但每種判斷標準都有值得批評之處，無論採取哪種見解皆無法得到滿意的答案，因此只能逐一加以解釋認定。回歸本文所探討之複數表決權股所建立的雙層股權結構，其本身雖未必剝奪股東的表決權，但例如以常見的比例而言，B類股 10 表決權對上 A 類股 1 股 1 表決權，其表決權差距為 10 倍，即已大幅降低表決權之實質功能。因此似不能單純以已給予表決權而認定無侵害固有權，而須回歸表決權本身是否為固有權加以探討。

¹²¹ 村田敏一，前揭註 120，頁 896-897。

¹²² 最明顯的反例即為現今學者認為原則上共益權多為固有權，然而共益權本質上即為各股東所共通享有的權利。

¹²³ 村田敏一，前揭註 120，頁 896。

¹²⁴ 村田敏一，前揭註 120，頁 897。

以我國為例，公司法第 157 條第 1 項第 3 款明文允許無表決權股存在，以因應公司籌措資金之所需。然此仍無法逕認為表決權非股東之固有權，蓋無表決權股為特別股，其存在並不影響普通股仍為一股一表決權之事實，且亦無法反映複數表決權股的存在確實大幅降低一股一表決權之效用。話雖如此，但至少就我國現今公司法開放非公開發行公司得發行複數表決權股之制度來看，可以確定的是，我國對於表決權是否為固有權之議題，逐漸採取較為寬鬆的見解。

第二項、投票權與經濟利益不一致

在一股一表決權下，一股之表決權與其所獲得的經濟利益相同，然而若以高表決權股建立雙層股權結構，將會使表決權與現金流量權產生偏移，控制者僅持有少數的股權，但卻可以全權作決定。在此情形下，由於控制者不會完全承擔其決定所帶來的風險，與少數股東利益不一致的機率因而上升，因此控制者可能會產生動機偏移，背離大眾股東的意思¹²⁵。上述想法皆是由一股一表決權、經濟利益與投票權相一致之前提為出發點來比較，因此本文將從為何公司表決權是給予股東，及為何認為一股一表決權能使股東動機相一致論起，並探討其面臨哪些挑戰。

第一款、一股一表決權之賦予

我們可以想像給予投票權的目的，本質上是為了凝聚團體內部的共識，而在公司組織中，這樣的權利係賦予給股東。若更深入思考此點會感到驚訝，蓋公司的正常運作係由各式各樣的角色參與而成，如董事、經理人、員工，還有其他雖在公司外部但仍與公司有利害關係的角色，如債權人、供應商、消費者等。然而

¹²⁵ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 77，頁 46-47。

在這些眾多的公司利害關係人中，卻只有股東有機會凝聚共識並呈現於公司決策上。



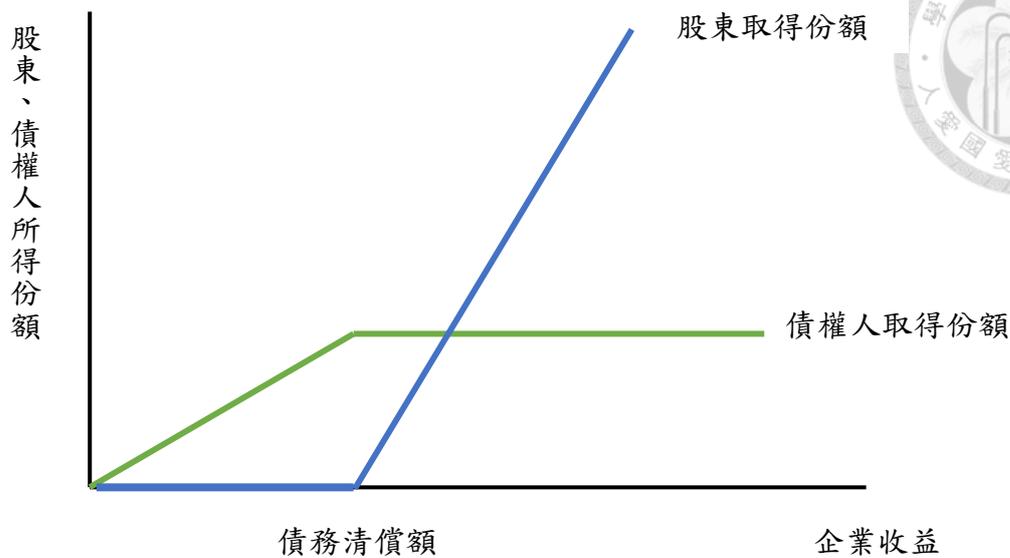
僅給與股東投票權的正當理由在於股東本位理論(Theory of shareholder primacy)。股東本位理論係指公司的出現是為了股東的利益，亦即公司經營的目的在於最大化股東財富，為了達成此目的因而給予股東投票權¹²⁶，然而為何係以股東利益為優先？此問題或許能以其為公司所有權人加以回答，亦可從另一角度切入。若以經濟上最有效率的觀點來看，最大化股東效益亦能產生最多的剩餘(surplus)，而能最大化整體社會效益。蓋股東為剩餘利益分配者，需等到在其之前受分配的公司利害關係人，如員工、債權人、顧客、供應商等所享有的契約利益滿足之後，始能分配到利益，故股東會盡其所能將利益最大化¹²⁷。相較於債權人、員工等所擁有的是固有請求權，其在乎的僅係公司是否破產，而無動機將公司利益最大化，將投票權給予股東的話，股東將會為了最大化其所能獲得的利益，而更有動機好好行使表決權影響公司經營¹²⁸(圖表四：公司剩餘利益分配)。

¹²⁶ Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, 30 CARDOZO L. REV. 445, 474-475 (2008).

¹²⁷ *Id.*

¹²⁸ 張心悌(2016)，〈股份表決權之彈性設計——從閉鎖性股份有限公司之立法談起〉，賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會(編)，《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁 534-535，台北市：元照出版有限公司。

圖表四¹²⁹:公司剩餘利益分配



一股一表決權亦為股東本位主義的展現，蓋一股一表決權係要求每股的投票權同一，因此投票權利將與剩餘分配權利相一致。如果投票權利與剩餘分配權利不一致，將會造成股東動機偏移，蓋如果擁有與剩餘利益不成比例的投票權，股東所享有之剩餘利益並不會隨著其努力及付出而增加或減少，此時股東亦不會作出最好的決策。因此以不成比例之投票權掌握公司經營者，在動機偏移之結果下有很大的動機去尋找其他手段使其自身利益最大化，而非股東的剩餘利益最大化，進而使社會利益亦無法同時達成最大化¹³⁰。

第二款、股東動機不一致性

股東本位主義的立足點在於給予股東表決權，並藉由一股一表決權確保其動機不會偏移而具有同質性，進而使公司在剩餘利益最大化的同時，亦使公司價值

¹²⁹ 得津晶 (2016)，〈上場会社における種類株式の新たな利用形態〉，《日本台湾法律家協會雜誌》，13期，頁59。

¹³⁰ Hayden & Bodie, *supra* note 126, at 474-475.

最大化。然而此假設在現實上並不可能，蓋股東的利益永遠不會具同質性，下將一一舉例說明之¹³¹。



一、控制股東與少數股東間:

如前章節所述，控制股東取得控制權可能產生獲取控制私利的動機，而控制私利本身即為控制股東握有控制權所能享有之利益，非一般大眾股東所能享有。當控制股東有為自己取得控制私利的動機時，其所下的決策即可能非達成股東剩餘利益分配最大化所應作的選擇。

二、衍生性金融商品之出現:

一般而言，投票權與股份相分離是被禁止的，然而隨著金融衍生產品的發展，使有意操作的股東在股東會選舉中能更容易地分離股份與投票權，使持有衍生性商品的股東，其利益與傳統領取盈餘分派的股東不同。例如「空洞投票(empty voting)」，投票權的行使即未與一般股東的利益相一致。

最簡單產生動機不一致的方式是購買股票的同時放空該股票。股票可以透過衍生性商品(如選擇權)加以放空，當股票價格下跌時，賣權的價值會上升。如此一來這類型的股票持有者，雖然享有剩餘利益分配權，但放空股票的利益會造成其有動機使股票價格下跌。如果放空利益過於強大，股東可能會有很高的動機作出與公司利益相反的事情，以促發股價下跌¹³²。

2004-2005 年在美國發生的 Mylan 藥廠與 King 藥廠合併案，即為與傳統股東利益相違之經典案例。Mylan Laboratories(以下簡稱 Mylan)，是美國主要的學

¹³¹ 張凱評(2018)，《法律經濟分析觀點下的表決權契約—以美國法制為借鏡》，頁 30-35，國立臺北大學法律學系一般生組研究所碩士論文。

¹³² Hayden & Bodie, *supra* note 126, at 474-475.

名藥製造商，有意購併另一家藥廠 King Pharmaceuticals(以下簡稱為 King)。2004 年 4 月雙方宣布合併協議，King 併入 Mylan 之內(吸收合併)，合併以換股方式進行，King 股東將會換得 Mylan 的股票，其換股比率是 King 的 1 股換 Mylan 0.9 股。由於換股比率太過優惠 King，Mylan 的股價在合併宣布之日即從 18.51 美元跌至 15.51 美元¹³³。

避險基金 Perry Capital LLC(以下稱為 Perry)本身是 King 的大股東，持有約七百萬股。可是他後來也買進 Mylan 的股票，在同年 11 月 29 日向證管會申報的資料中，已經持有 9.8%的股份¹³⁴。這裡產生一個利益矛盾之處：就此併購案身為 King 股東可獲得鉅利，但身為 Mylan 股東應該反對合併，那麼 Perry 為什麼要買進 Mylan 的股份？根據當時的新聞報導及學者的事後分析，Perry 在買進 Mylan 股份時運用了高度的避險技巧。他與投資銀行 Bear Stearns (貝爾斯登)與 Goldman Sachs(高盛證券)簽訂了股權交換契約(equity swap)¹³⁵。股權交換使得 Perry 享有股東的表決權，但股權的經濟風險(股價下跌的損失)卻完全免除，因此可說 Perry 投資於 Mylan 完全沒有經濟上的利害關係，則他在 Mylan 股東會投票時可以完全支持合併案，而有利於其身為 King 大股東的身分；即使 Mylan 股東會沒有通過合併案，對他也沒有經濟上的損失¹³⁶。因此可以說衍生性商品的出現，扭曲了股東最大化剩餘利益的動機。

¹³³ 易明秋(2008)，〈私募基金管理初探-從美國法觀察台灣制度之發展〉，《東吳法律學報》，20 卷 1 期，頁 256。

¹³⁴ Richard Dupery, *Will the SEC Trim the Hedges?*, THE MOTLEY FOOL (Jan. 12, 2006), <https://www.fool.com/investing/small-cap/2006/01/12/will-the-sec-trim-the-hedges.aspx>.

¹³⁵ 股權交換 (Equity Swap) 是指在固定期間內，交易雙方中至少有一方同意於約定日期，支付對方以某種股價指數為計算基礎的報酬率，而另一方的支付方式可根據固定利率、浮動利率或是另一股價指數的報酬率。此使投資者得以在簡單的一筆交易中，即達到投資整個股市的目的，為更有效的資產配置方式。投資者並不需要實際買入或售出股票等金融工具，即達到移轉資產之目的，節省了交易稅的問題。凱基權證網，<https://warrant.kgi.com/EDWebSite/Views/Home/EquitySwapDoc.aspx> (最後瀏覽日：09/27/2017)。

¹³⁶ 易明秋，前揭註 133，頁 257。

三、員工及退休基金成為股東:

員工持有公司股票作為股東之一員，亦會對其表決權的行使產生重大影響。我們可以了解個人收入具有多元性，員工在獲得薪水的同時，亦可能因員工分紅等因素持有公司股票，並因而獲得剩餘分派請求權。我們可以很清楚地知悉員工身為股東，其表決權的行使，與其工作是否受到影響有很大的關聯性。因此雖然股東與員工身分通常是不衝突的，都希望公司能表現良好，然而當投票權的行使與工作上的利益相關時，其投票權的行使動機，會受到嚴重的影響，例如公司該涉入多少投資風險、該給予多少員工分紅，或當涉及到公司併購可能影響到其工作如遭解雇或轉職時，其動機衝突將更明顯¹³⁷。

另外，退休基金作為股東之一員，亦會產生類似問題。退休基金近年在公司治理領域的活動越來越受到重視，常常和其他機構投資人一起積極參與公司治理議題，如提名董事或同意多少董事酬勞等。退休基金與一般的股東存有很大的不同，因為退休基金多是由公會所主導，使其在行使投票權時多會偏向勞工，而非關注公司經營及股價最大化。以 CalPERS 為例，其為美國加利福尼亞州政府及當地員工參與在內的退休基金，基金的董事成員係由參與者選舉及由州政府推舉¹³⁸，其在公司治理議題上非常地活躍，且有自己的「觀察名單」，會特別聚焦於在公司治理有爭議的公司上。然而 CalPERS 備受批評的地方在於其對勞工議題過於熱心，甚至超過對於公司獲利的關注，在此情形下，其行使表決權的動機即會與一般股東不同¹³⁹。

四、如何定義公司價值最大化:

¹³⁷ Hayden & Bodie, *supra* note 126, at 486.

¹³⁸ 鄧學修 (2008)，〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究年刊》，8 卷，頁 280-281。

¹³⁹ Hayden & Bodie, *supra* note 126, at 487.

我們假設一股一表決權原則，是預設股東有一致的動機使公司價值最大化。然而現實中除了前述股東動機不同外，仍面臨一個問題，即究竟何時才是股東利益最大化？事實上股東們對此問題的認知有著極大地不同。有些股東從公司 IPO 後，購入公司股票並持有終生，但是亦有股東持有一天、一周。此外亦有持有選擇權的股東，希望在選擇權行使日，公司價值是最高的，或是希望公司年度盈餘分派能達到一定標準。因此股東間存有不同的「利益最大化」定義。

舉一個例子而言，公司現在股價為 35 元，有公司想要對其收購，收購價格為 45 元，然而董事會認為如果進行多方交涉兩個月後的收購價可能到 50 元，或是董事會相信如果繼續維持公司現狀拒絕收購，公司持有的技術繼續研發，在兩年後股價可以到達 100 元，然而亦有技術研發失敗的可能，此時股價會僅剩下 20 元。上述案例，怎樣選擇會是公司利益最大化？相信採取短線的股東可能認為 45 元是最好的選擇，然而如果是願意等一會兒的股東可能認為董事會應該積極交涉，50 元會是最好的選擇，而如果是相信公司長期價值的股東，則很有可能希望拒絕這次收購，公司維持原樣繼續研發，期待之後到達 100 元的股價。因此現實上並無法定義到底何時對股東們而言才是利益最大化，定義股東利益最大化也將變成無意義¹⁴⁰。

此外擁有不同投資組合的股東，與僅聚焦投資於一家公司的股東，在利益最大化的定義上亦有很大的不同。就分散投資的股東而言，係偏好投資組合價值最大化而非單一公司價值最大化；相反地，聚焦於單一公司的股東，則多期待該單一公司價值能夠最大化，此兩者雖皆為同一家公司的股東，但動機完全不同。另外前述理論認為公司利益最大化，同時會使得社會利益最大化，然而事實上未必

¹⁴⁰ *Id.* at 493.

如此，蓋社會為多個公司所組成，雖然有時單一公司股東利益受損，但整體社會利益總和卻可能有所增加¹⁴¹。



第三款、小結

對雙層股權結構嚴厲的批評之一，即為高表決權股使持有者的表決權與經濟利益不一致，進而產生持有者動機與大眾股東相偏移的問題。然而如同上述所舉例，公開發行公司的股東類型眾多，且均抱持著不同的動機持有公司股票，因此要求股東同以剩餘利益分配最大化為目標本為難事，且究應如何定義何為利益最大化，亦隨著持有的目的及期待而有所不同。故似無法單純以雙層股權結構並非採一股一表決權，且投票權與經濟利益不一致的觀點，彰顯出控制股東因高表決權股所造成的動機扭曲問題，蓋即使採取一股一表決權之制度，亦無法解決此問題。

第三項、市場監督及股東問責機制失靈

高表決權股所彰顯對公司的控制力，使市場無法透過發起敵意併購及徵求股東委託書來替換無效率的經營者，亦無法對經營者造成喪失控制權之潛在壓力以降低代理成本。股權集中亦會有此問題，然而股權集中因為控制股東與公司利益與共，能大幅降低代理成本，相較之下，由於雙層股權結構之經濟利益與控制權分離，因此無法透過此種方式有效地降低代理成本。以下將以市場監督與股東問責出發，並針對代理成本問題作出回應。

¹⁴¹ *Id.* at 493-494.



第一款、市場監督失靈

上市公司的效率及經營成果會反映在公司股價上，當公司股東不滿意公司表現時，可以透過出售股票減少投資損失，如果大量股東們對經營不滿意，可能造成公司股價大幅下跌，因此傳統上認為經營無效率性可以透過股價下跌、敵意併購的難度降低，使經營者心生警惕以降低公司的代理成本。

然而在現實生活上針對上市公司的敵意併購是非常稀少的，不僅從全球又或是英美角度來看亦然¹⁴²，且敵意併購之動機通常不是來自於要矯正無效率的經營¹⁴³，而多有其經營策略相配合或是出於特定的目的。然而不可否認雙層股權結構使敵意併購發生機率大幅下降，一定程度迴避了市場監督。

第二款、股東問責

股東是公司的所有人，公司經營者對公司股東負責。股東透過表決權的行使參與公司經營，可對董事會成員選舉及公司決策具有一定影響力，並制衡公司控制股東及董事。然而雙層股權結構剝奪了股東對公司的影響力，使公司民主受到破壞¹⁴⁴。在現實上此論點受到一定的挑戰，即股東共同行為問題和股東行動主義的有效性爭議。

所謂股東共同行為(collective action)係指公開發行公司之一般股東，考量到行使表決權所需要的成本往往超過可獲取的利益，因此對於經營者所提出之委託書或提案，表現出合理之不關心，進而遵從委託書及提案之內容；或是股東即使

¹⁴² Shen, *supra* note 83, at 508-509.

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ 蔣昇洋(2015)，〈博弈視角下的激勵機制與雙層股權結構〉，《證券法苑》，15卷，頁313。

確信委託書中某些提案將損及自身利益，惟股東基於搭便車之心態¹⁴⁵，並未積極表明其反對立場，亦未付出努力監督公司經營¹⁴⁶。此時握有公司相對大量的持股且具有專業性的機構投資人即能有效解決此問題，成為展現股東行動主義的核心¹⁴⁷。

然而股東行動主義是否能對公司治理產生正面影響仍有爭議。Jonathan M. Karpoff 整理了當時 20 份實證研究¹⁴⁸，結論頗為兩極，有認為具有正面影響亦有認為不具影響力。支持者的論點是以監督角度出發，認為股東行動主義可以改善經營者動機及控制權問題，可以藉由特定行為，如撤銷毒藥丸、協助確定公司經營走向等方式以增加公司價值；而即使最終議案於股東會表決未通過，但仍可以向經營階層反映其對議題的反對意見，並使其心生警惕¹⁴⁹。

反對者的論點則傾向認為，股東行動主義會妨礙公司經營及表現，蓋股東們可能沒有該領域的專業知識及經驗，且多抱持短視觀點以公司的短期獲利為目標，而減損公司長期財務的健康。此外股東可能僅為追求自身目標而非將股東價值最大化，例如退休基金可能為了政治動機或是社會議題，而去影響公司的投資政策或是董事會選舉，以美國教師退休基金(TIAA-CREF)為例，其主張公司董事會須擁有女性或是少數民族身分者。另外機構投資人自身亦具有代理成本及控制權問題，而與其所投資的公司情況相同，如此的股東行動主義僅是機構經理人為了追求自身利益而展現，並非以改善公司為目標¹⁵⁰。

¹⁴⁵ 各股東雖然可以因為表明其反對立場而可能降低損失或獲取利益，但各股東往往假設其他股東能負擔其行使表決權之成本而採取行動，則該股東之獲利將比其自身行使表決權時更高，在此時不存在強制分擔成本機制下，股東無誘因去採取反對及監督公司之行為。

¹⁴⁶ 蔡英欣，前揭註 87，頁 89。

¹⁴⁷ 然而是否機構投資者在乎的是公司財務上好的表現，而非好的公司治理非無疑義。

¹⁴⁸ Jonathan M. Karpoff, *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings* (Aug. 18, 2001), <https://ssrn.com/abstract=885365>.

¹⁴⁹ *Id.* at 5-6.

¹⁵⁰ *Id.* at 6-7.

上述如此相異的見解，可能源自於：一、觀察不同的事件及不同的議案；二、對象不同，如私人退休基金、公家退休基金、私募基金；三、時點及時間長短不同；四、衡量標準不同，如以股價、公司表現衡量，則這些指標在短期間內往往無法產生明顯變化，長期又可能受到太多因素干擾，因此股東行動主義對公司是否有效，及是否具正面影響，仍無法明確下結論。

然而很清楚地，對於創辦人使用雙層股權結構是為了避免公司受到短期市場影響，此相當於主張脫免現階段股東大眾的監督，並且就公司內部之自主監督機制，如獨立董事或是監察人亦無法有效地發揮機能，蓋如果公司董事可以被個人或是一個家族決定其去留，對其實踐對公司及股東們的忠實義務將受到很大的影響。例如當時 Google 決定進行股票分割，分割出無表決權的 C 類股，以維護創辦人的控制權¹⁵¹，這對公眾股東的投票權及股價造成很大的影響，然而經過董事會 16 次討論後，仍全體一致無異議通過該議案。對於這次參與表決的董事們而言，他們可能只有同意議案這個選項，否則於將來的董事會選舉中可能不再被提名或支持¹⁵²。因此當董事會與公司控制股東是同一批人時，將難以期待他們站在全體股東利益之觀點下進行決議，且當公司內部自我監督機制無法發揮功能時，勢必使其監督成本外部化，轉由政府、主管機關及法院加以承擔¹⁵³。

第三款、重新看待雙層股權結構產生的成本

如同前述，雙層股權結構使市場監督及股東問責機制之效能降低，因此傳統多認為此將加深代理成本問題，並降低公司效率。此觀點僅以股東享有所有權，並將控制權交由經理人行使之角度出發，而認為由於經理人非股東本人，因此會

¹⁵¹ 此案例將於下一章節具體介紹之。

¹⁵² Tian Wen, *You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges*, 162 U. PA. L. REV. 1495, 1499 (2013).

¹⁵³ 劉連煜，前揭註 98，頁 316。

產生一定的代理成本，故如何抑制代理成本即成為公司法上重要議題。然而反面觀之，如果將公司控制權交由股東掌握及提高股東參與公司經營，難道就不會相對應增加公司經營上的成本嗎？實際上股東的共同行為問題、短視問題、專業性問題等等，皆仍有可能增加公司經營成本。因此以下將以 Zohar Goshen 及 Richard Squire 所提出的委託人成本理論¹⁵⁴(principal cost theory)來重新思考此議題。

第一目、傳統代理成本理論及其不足

股東投入資金於公司，而經理人利用股東的資金營運公司，使公司隨著規模變大，仍能有效率的日夜運作。但在此種模式下，經理人需將其努力後的成果，以公司盈餘分派之方式分配給股東。這樣經營所有分離的型態使經理人有動機去圖利自己，因而使公司價值有所減損。此外經理人與投資者分享公司獲利後，將可能使他的工作邊際回報低於休閒的邊際回報，此時經理人將可能不再有動機努力為公司工作¹⁵⁵。

上述型態所產生的成本，可以被類型化為三種成本¹⁵⁶：第一種、監督成本(Monitoring Cost)：指投資者為了要監督經理人所花費的成本，如參與股東會、閱讀公司財務報表；第二種、約束成本(Bonding Cost)：指經理人為了使投資者相信其會努力經營公司所付出的成本，如經理人製作財務報表、公司年報等；第三種、剩餘成本(Residual Cost)：指除了監督成本與約束成本外，其它無法避免的成本，例如權力鬥爭、粉飾太平等。如何降低上述成本成為公司法學者所重視的議題，其影響層面很廣包含經理人報酬、敵意併購、股東代位訴訟、機構投資人角色等，

¹⁵⁴ Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767, 767-829 (2017).

¹⁵⁵ *Id.* at 775-777.

¹⁵⁶ 彭凱璐 (2009)，〈從全球金融海嘯中重新檢視企業經營之代理問題—看「肥貓」的養成〉，《司法新聲》，81 期，<http://ja.lawbank.com.tw/treatise.aspx?id=101> (最後瀏覽日：09/21/2017)。

且進而引發學者主張，應該給予股東更多的權利以降低經理人所產生的代理成本，並將該理論適用於控制股東與少數股東間之衝突¹⁵⁷。



然而上述脈絡下，仍無法合理解釋為何在美國公開發行公司中，有公司會選擇設有董事分期改選制，以抑制股東解任董事之權限，或是建立雙層股權結構使股東的表決權弱化。蓋這些機制在代理成本的傳統脈絡下，將使代理成本增加，降低公司的營運效益及價值。因此傳統代理成本理論下，因其僅以經理人角度看待公司治理仍，故仍有其缺失，該理論忽視：第一、不論是由股東或是經理人來行使對公司的控制權，公司皆會產生成本；第二、不同的股權結構會產生不同的控制權分配，其治理成本會因為公司依其特殊性，採行最適合其自身的結構而降低。因此 Zohar Goshen 及 Richard Squire 提出一個新的看法：委託人成本理論(principal cost theory)。此理論主張每一家公司皆有對其最佳的治理結構，而得以最小化公司經營成本¹⁵⁸。

第二目、委託人成本理論及其看待雙層股權結構

Zohar Goshen 及 Richard Squire 所提出的委託人成本理論認為：公司經營所產生的控制成本包含委託人成本(principal cost)及代理成本(agent cost)，委託人成本係基於於股東行使其控制權如短視主義、股東間利益衝突、股東共同行為等所生的成本，而代理成本則係源自於經理人。兩種成本具有替代性，若將公司控制權重新分配於經理人或是股東，則會降低其中一類成本，但它類成本會有所增加。兩種類型間的替代率亦會因為公司的特殊性而有所不同，例如公司所採取的經營策略、產業、公司經理人及股東的人格特質等等，因此每一家公司具有適合其自

¹⁵⁷ Goshen & Squire, *supra* note 154, at 775-777.

¹⁵⁸ *Id.* at 773.

身的控制權分配模式，以降低兩種成本之總和(控制成本)¹⁵⁹。此意義象徵著法律所扮演的角色是允許公司去自由選擇最適合其自身的治理結構，而非強制選擇或禁止部分類型。



運用上述理論衡量委託人成本(principal cost)與代理成本(agent cost)後所產生的治理結構，其光譜一側為雙層股權結構，給予控制者(經營者)全面性的控制權，得以最小化委託人成本，但同時使代理成本最大化；光譜的另一側則為獨資或是合夥，公司本身即係由出資者自行營運，並掌握完全的控制，得以最小化潛在的代理成本，但同時使委託人成本最大化。而在光譜的正中央為最常見的股權分散結構，經理人擁有一定的權限，因而產生一定程度的代理成本，但股東可以透過行動主義或是拋售股票，以增加敵意併購發生可能性等方式加以制衡，並抑制代理成本。然而實務上敵意併購及股東行動主義所針對的目標，並非皆為無效率的公司，因此此時亦可能產生高昂的委託人成本¹⁶⁰。

上述理論具體分析雙層股權結構公司，其特色在於控制者握有高表決權股，而外部投資者僅持有低表決權股，因而無法干預公司的經營決策及替換公司的董事，他們僅能選擇將股票出售，而激進的機構投資人或是敵意併購，亦無法有效介入改變公司經營。此外因為表決權與經濟利益分離，經營者對其決策所產生的效益，不論好壞皆無須完全的承擔，因此潛在的代理成本很高。然而在另一方面委託人成本很低，經營者可以完全自由地追求其商業計畫的實現，而無須害怕公司短期表現不佳。因此雙層股權結構適合那些相對複雜且具變化性的產業，如資訊科技業(例如 Google、Facebook)，或是外部股東認為經營者具有獨特的經營能力及具有遠景的公司(如 Berkshire Hathaway)¹⁶¹。對這類型公司而言此時經營成

¹⁵⁹ *Id.* at 771.

¹⁶⁰ *Id.* at 772.

¹⁶¹ *Id.* at 806-807.

本(委託人成本及代理成本之總和)將可能會是最低，而對公司經營亦會是最有效率的。



第四項、股東的選擇自由

投資者是否要選擇投資具有雙層股權結構的公司，贊成者往往認為這是投資者的自我選擇自由，猶如在眾多投資工具中，選擇對自身最適合的商品，因此即使雙層股權結構可能產生潛在損害，亦僅存在於願意投資雙層股權結構公司的投資者上¹⁶²。蓋雙層股權結構公司在公開發行時即已經揭露其具有此種機制，在IPO時亦已經反映在股價的折價上，故投資者可以自行衡量其失去的投票權與股價是否對等，而決定是否投資，因此不會有實質上的經濟損失¹⁶³。

雖在理論上投資者可以選擇不投資，然而實際上仍有其他因素促使投資人無法理性地作出選擇。如機構股東服務公司(institutional shareholder services)即曾指出，在臉書IPO時出現過的霍布森選擇問題¹⁶⁴，即股東僅能選擇投資具有雙層股權結構的公司，或是失去在當時看起來很棒的商業模式投資機會，尤其當越來越多網路科技公司採用此種型態上市，此問題將更加嚴重¹⁶⁵。

此外投資者自我選擇論點具有一個很重要的前提，亦即在IPO時股價已完全反映出低表決權股的折價。承銷商在此扮演守門員的角色，評價該IPO是否符合市場價值，然而近幾年守門員的功能逐漸弱化為發行者的傀儡，對於潛在可能

¹⁶² James Kristie, *Dual-Class Stock: Governance at the Edge*, 36 DIRECTORS & BOARDS 37, 37-38 (2012) (summarizing the remarks of Charles Elson, Director of the Weinberg Center for Corporate Governance at the University of Delaware), <http://sites.udel.edu/wccg/files/2012/10/Dual-Shares-Q3-20121.pdf> (last visited Aug. 29, 2017).

¹⁶³ Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 ST. JOHN'S L. REV. 863, 868 (1994).

¹⁶⁴ Institutional Shareholder Services, *The Tragedy of the Dual Class Commons* 1 (Feb. 13, 2012), <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>.

¹⁶⁵ Wen, *supra* note 152, at 1505.

的名譽受損，藉由多家承銷商共同承銷加以分擔，更糟的情形是與發行者共謀，模糊投資者所獲取之相關資訊。例如在臉書 IPO 前 11 天，臉書在說明書中表示，愈來愈多使用者轉向行動平台，將使得臉書的廣告營收下降。負責承銷的摩根史坦利（Morgan Stanley）、高盛（Goldman Sachs）、摩根大通（JPMorgan Chase）、美國銀行（Bank of America）因此向下修正臉書的營收預測，但臉書與承銷銀行並未對一般投資人公布這項消息¹⁶⁶，反而調高 IPO 的規模跟承銷價¹⁶⁷。最終機構投資人有的即時退出 IPO 避免造成巨大的損失，或是對股票放空以獲利，而個別投資人則眼睜睜地看股價在 3 天內下跌近 2 成¹⁶⁸。

投資這些熱門科技公司的投資者越來越多，然而值得懷疑的是，股東及投資人是否有能力去評估，雙層股權結構公司在 IPO 時的股價是否合理。有可能許多投資者在決定購買這些股票時，是出自於避免失去如此受到廣泛炒作股票的認股機會，同時公司亦可能投機地利用此機會，使投資者不得不接受公司具有雙層股權結構，因此使承銷商確實承擔起守門員重責具有重要意義。

第三節、雙層股權結構之優點

第一項、使經營者追求公司長期價值及其遠景

雙層股權結構使控制股東能握有公司高表權股，主導公司經營策略追求公司長期價值，不受到外部短視投資者的影響。從 Google 於 2004 年 IPO 時，Larry Page 發表的公開信中，可以深刻了解此優點：

¹⁶⁶ 天下雜誌 (05/24/2012)，〈股價慘跌竟有內幕？臉書 IPO 的 4 大教訓〉，<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5033037> (最後瀏覽日:08/29/2017)。

¹⁶⁷ 公視新聞網 (05/24/2012)，〈臉書 IPO 幻滅 小股東憤怒集體提告〉，<http://news.pts.org.tw/article/211076?NEENO=211076> (最後瀏覽日:08/29/2017)。

¹⁶⁸ 公視新聞網，前揭註 167。



「公開發行階段我們建立這樣的結構，使外部人更難收購 Google 或是影響 Google 的決策及命運。這樣的結構使我們能更容易追求公司長期價值，及強調公司的創新...

對於這樣的結構主要的影響在於，特別是給予 Sergey Brin 及我掌握公司的決策及命運。新的投資者將會一同分享 Google 的長期成長，但相對於一般公開發行公司，對於公司決策的影響力較小。

雖然這樣的結構在科技業並不常見，但在媒體業是很常見的且具有重要性。媒體業的觀察家點出，使用雙層股權結構使這些公司可以聚焦於他們的核心，即使每季業績有所波動，但仍能保持對重要議題長期的關注。Berkshire Hathaway 公司亦使用相同的結構，享有相似的優勢。從追求公司長遠成功的觀點來看，提升公司的核心價值，是此結構很明確的優點¹⁶⁹。」

在現實上，為了讓投資大眾了解現在的經營狀態及經營者是最佳選擇，往往需要花費高昂的成本在資訊揭露上，且很多時候是不可能的。蓋越有價值的資訊基於競爭而需保密，或是其發揮效益往往會在未來而非當下。此外長期投資的回報往往會在未來而非當下，因此經營者時常必須選擇可以立即見效的投資而非最佳的選擇，此造成經營者較少為新的投資，且必須短視追求眼前的利益而非長遠價值。

另外公司經營者對於所需特定人力資源的投資亦然¹⁷⁰。由於每一間公司皆有其獨特及特定需要具備的專業及技能，而這些專業及技能因公司而有異，雖然具

¹⁶⁹ Google, Inc. Registration Statement (S-1) Letter from the Founders iii (April 29, 2004), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>.

¹⁷⁰ 於第四節第三項將具體地說明人力資源的投入及成本。

備這些技能及專業，將使公司經營產生更多的效益，但這些技能及專業的投入，卻非短期能見效的，再者公司價值若以短期來看往往容易受到突發事件所影響，因此當經營階層容易被替換時，對這些資源的投入動機將降低，然而長遠來看，這對公司會有很大的影響¹⁷¹。若採雙層股權結構使控制股東握有公司控制權能有效避免此問題，而以下將具體描述現今短視主義的興起及以控制私利角度切入探討，為何控制股東有動機追求公司長期的成長。

第一款、短視主義的批評

第一目、效率市場假說

為了了解對短視主義的批評，首先需了解效率市場假說，因此先討論之。效率市場假說認為，透過公眾市場大量地交易及在資訊自由流通下，股票能夠反映出公司最正確的價值。其基礎的邏輯是因投資人會介意其投資公司的未來價值，故在通常情況下，市場上的投資人立基於資訊自由流通，會去尋找最佳的投資，而購買價格即反映出資者對該公司未來的期待價值。效率市場假說要求市場對資訊反應快速，藉由投資者間激烈地競爭即時反應，以此推動並反映股票的價值及對公司未來的期待，因此超額評價的機率很低¹⁷²。

例如在不考慮成本及其他因素下，假設 A 公司擁有 1 百萬股在外部流通，公司未來總期待獲利為 5 千萬，因此每股最高可以被期待得到 50 元。如果此時市場 A 股股價每股少於 50 元，例如 30 元，則投資者們會湧向購買之，蓋僅花 30 元購買，卻可以期待得到 50 元，有獲利空間。投資者蜂擁而至會推動股價的

¹⁷¹ Shen, *supra* note 83, at 483.

¹⁷² Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, 40 DEL. J. CORP. L. 541, 554 (2015).

上升，這樣的過程會持續到股價達到 50 元，與期待獲利相同為止。同樣的動態亦可能反轉，如果現在 A 公司股價為每股 60 元，超過投資者們的獲利期待，則投資者會選擇出售股票，以多獲取超出預期獲利的 10 元。此時隨著股東出售股票，股價亦隨之下跌，直到與預期獲利相同為止¹⁷³。

如此在效率市場假說下，市場股價會準確地反映出未來公司的預期價值，而此亦包含那些近期尚未獲利，但遠期會獲利的期待在內。這樣的推論下：所有股東不論其投資期間長短，皆會希望經理人最大化公司長期價值。蓋如果公司股價能反應公司長期價值，且公司亦作出了發展長期價值的決策，則即使近期成本增加，且未來才能獲利，但公司股價亦會衡量未來發展性而上漲。相同地，如果短期能獲利，但有損公司未來價值，則亦會立即反映在股價的下跌。因此不論投資者究竟計畫何時出售股票，短期又或長期持有，皆會希望公司採取隨時間發展增加公司價值的決策¹⁷⁴。

然而效率市場假說存在幾個潛在的問題，例如世界上到底哪個市場是符合假說下的效率性¹⁷⁵？此外公司股價的準確性亦取決於投資人獲取資訊的能力，蓋公司可能不會明確地揭露壞消息，而是將壞消息隱藏在複雜且冗長的描述中，投資大眾是否有能力正確地收集資訊不無疑問。另外評價揭露的訊息亦是件難事，例如公司現在低獲利到底是源自於經營不善，又或是為了投資公司長期價值所必需之支出？相反亦然，如果公司現在獲利增加究竟是反映公司經營良善又或是犧牲長期價值換取短期獲利¹⁷⁶？

¹⁷³ *Id.*

¹⁷⁴ *Id.* at 555.

¹⁷⁵ 細分市場效率性一般分成三層：(1)弱勢效率（weak form of efficiency），認為市場只能反映過去歷史資訊；(2)半強勢效率（semi-strong form of efficiency），認為市場有能力反映全部已公開之資訊（all other published information）；(3)強勢效率（strong form of efficiency）認為市場能反映公開與未公開之資訊，未公開資訊如所謂內線消息等。廖大穎（2017），〈詐欺市場理論〉，《月旦法學教室》，177 期，頁 27。

¹⁷⁶ Dallas & Barry, *supra* note 172, at 556.



另外效率市場假說假設投資者皆是理性的，亦即股東是理性地去評估公司股價，來決定是否購買或出售股票進而影響市場。此假設使效率市場假說受到一定的質疑，以微觀的角度來看，並不是所有投資者皆是理性的，一些投資者的交易是依靠股價的波動及走勢或是參考他人意見而判斷，並非謹慎地分析公司加以判斷。這樣非理性處理資訊的方式會破壞投資者對公司預期獲利的準確性，且對新資訊可能會過度反應或反應不足。如果非理性投資者佔多數，則市場股價將不會反映出公司長期價值¹⁷⁷。

例如假設一樣為 A 公司現在交易股價為 60 元，但其未來預期每股獲利只有 50 元。如果投資人是理性的，即如同效率市場假說所假設，則 A 公司的股東會開始出售股票，並促使股價下跌。但假設有很多非理性的投資者想要購買 A 公司股票，則 A 公司股價將不跌反漲，而無法確實反映 A 公司的真實價值。更甚者，如果 A 公司的理性股東相信非理性的投資者將推高 A 公司股價，則其可能反而選擇買進 A 公司股票，以期待 A 公司股價上漲賺取價差。同樣地情形亦會發生在股價被低估的情況，換言之如果市場有夠多的非理性投資者，則理性投資者亦將不會採取如效率市場假說所假設的行為，反而是會更加推動股價，使股價與公司長期價值脫鉤¹⁷⁸。此時市場將出現短視的股東，且情況嚴重性與市場的無效率有所關聯，越無效率的市場造成資訊難以在短時間內反映在股價上，因而越可能有促使股價短期提高的行為出現，而間接摧毀股價與公司長期價值之關聯¹⁷⁹。

¹⁷⁷ *Id.* at 556-557.

¹⁷⁸ *Id.* at 557-558.

¹⁷⁹ *Id.* at 561.



第二目、短視的經理人與股東

短視的投資者往往無法忍受漫長的獲利過程，且獲利多來自買進與賣出時的股票差價，然而股價瞬息萬變，因此短視股東往往不論其行為是否會對公司長遠價值產生不利影響，仍較偏向喜愛那些可以在短時間內提升公司股價的經營行為及策略，並且促使公司如此經營。而機構投資人與其顧客如果亦為短線的投資人亦會有相同的動機及行為，且許多基金同意投資人贖回自己的投資，因此當基金經理人預期顧客可能會快速贖回，或是預期短期虧損將導致客戶贖回其投資時，則亦將聚焦於公司短期的股價¹⁸⁰。

短視的股東會促使公司有短視的行為，以符合他們的期待。公司經理人亦會因此而在意公司股價，蓋他代表股東經營公司，且他的報酬往往與股價相連動，因此經理人所做的各項決策，將會講求與股價產生關聯。當市場過度獎勵公司短期表現，此將促使經理人更關注短期成果勝於公司長期價值，則備受批評的短視主義，犧牲長期公司價值為獲取短期獲利之行為將會出現，如為了使這季營收高於或符合預測值，而減少公司研發或是解雇員工，以降低公司的支出，使公司短期的營收變好，然而長遠來看，此行為將使公司長期獲利降低，而有損於公司長期價值¹⁸¹。

第二款、控制私利與追求公司長期價值之關聯

第貳章討論學者們對控制私利的看法，傳統認為控制股東會為了獲取控制私利而壓迫少數股東，並且認為公司存有控制股東一事與該國公司法制落後有所關聯，然而如果單以此角度出發，無法解釋為何有這麼多存在控制股東的公司如

¹⁸⁰ *Id.* at 562.

¹⁸¹ *Id.* at 558-560.

BMW、Ikea、Google 等會如此地成功。對此合理的解釋除了第貳章所述，以企業家精神觀點來看待控制私利外，於此提出另外一種角度切入看待此議題，即控制私利與促進控制股東專注公司長期價值間具有關聯性。



為了要較好說明此議題，說明架構將一方面針對控制股東如何對公司帶來影響，另一方面說明控制股東又如何透過提取私人利益來分配公司資源。前者例如控制股東經營公司，使公司積極地投入研發、開發新產品，或是控制股東亦可積極監督公司經營，以好的經營管理改善公司表現。後者係指由於控制股東會影響公司，可能使公司成長及營收變好，然而控制股東在分配此成果時，選擇上並不限於按持股比例分配於所有股東，其可透過多種手段轉移現金流，例如使公司為關係人交易以移轉公司獲利。如果以比喻的方式說，前者影響蛋糕會有多大，而後者則決定到底有多少比例的蛋糕會被作為控制股東的控制私利¹⁸²。

如果要使控制股東與少數股東動機具有一致性，則控制股東需要持有一定股數，使其有動機使公司利益最大化。此外動機越一致會使控制股東追求控制私利的動機減少。當控制股東的獲利有部分源於取得控制私利，則會減少其促進公司表現提升的動機。然而在另外一方面，如果控制股東的回報主要源於公司的表現，且較少或是完全沒有源於控制私利，則此將使其有動機透過市場出售其持股，或是將控制權賣給第三方，以獲取高昂的獲利。這樣短期移轉股份的誘因，將降低控制股東對公司長期價值追求的動機。因此相反地，當越多部分的回報是源於不可移轉的控制私利，則他與公司的牽絆將越深，蓋如果失去控制權即代表失去控制私利。因此可以說控制私利越大，則控制股東越願意留在公司以追求長期回報並關心公司長期表現¹⁸³。

¹⁸² Albert H. Choi, *Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value*, 8 HARV. BUS. L. REV. 53, 57-58 (2018), <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2018/09/8.1-Choi.pdf>.

¹⁸³ *Id.* at 58.



為更清楚地說明，此處舉一個簡單的例子。想像一家公司股權足夠分散使一位股東擁有 10% 的股票，但卻可以事實上掌握公司控制權。每一年他可以選擇花費時間及精力去促使公司的表現變得更好，例如透過增加研發、開發更好的商品或是提升人力資本。然而在此同時，他亦可以選擇將這些資源花費在捐款上。雖然捐款並無法帶給公司利益，但可以滿足控制股東私人慾望，提升自身名譽並聲稱對公司形象有所幫助。在此例中，第一類選擇研發、開發新產品及提升人力資源等行為，能使所有股東皆獲利，然而第二類捐款行為，卻是花費公司資源為滿足自身利益，而利不及於其他股東大眾¹⁸⁴。

現在改變他的持股比例及增加控制私利來重新分析。控制股東的持股比例若從 10% 增加到 30%，他的利益將會與公司表現更加一致，且將會有較少的動機去隨意消耗公司資源，作出無法增加公司表現的行為(如前述的捐贈行為)，此即為控制權與現金流量權較一致的優點。然而在此同時，隨著私利的收縮，其更容易將所擁有的持股價值透過市場交易，或是出售與第三人之方式完成轉換，亦即當較少或是完全沒有私利時，其持股價值將幾乎完全取決於公司的表現，亦即股價，此時將使其更容易在短期內，透過市場交易或出售給第三人轉換持股完整的價值，且其為了讓短期價值能提升，往往可能有短視近利的行為。相反地，如果控制私利所占比例高，則市場價值基本上會少於控制股東自己握有持股的利益(包含未來的控制私利)，因此除非能得到足夠的控制權溢價，以彌補其失去的控制私利外，他將變得不願意出售其持股以維護控制權。不具流動性的控制權私利，使控制股東更難透過市場交易或是出售給第三人，以轉換全部的持股價值，因而使其更有動機保留持股並專注公司長期的發展，此即為控制私利存在的優點。因此持

¹⁸⁴ *Id.* at 59.

股比例與控制私利間的比例將有最佳的衡平，藉由使控制股東握有一定持股而關注公司營收同時，使其擁有控制私利而有動機關心公司長期的發展¹⁸⁵。

當我們願意承認控制私利與追求公司長期發展的關連性，則可以對雙層股權結構，此種分開控制權與現金流量權之機制給予正面評價。有時候分離控制權與現金流量權將能達到最佳的平衡，例如當創辦人資金不足，無法維持其控制權所必要的現金流量權，則此時強求現金流量權與控制權一致，將使其很容易成為敵意併購的目標，或是受到外部激進股東所取代而喪失控制權。另外若無控制私利，將使創辦人無心追求公司長期發展¹⁸⁶，因此有些公司創辦人即因擔心上述情況，因此有動機使用雙層股權結構機制，同時亦可以合理解釋為何在美國一些公司願意在 IPO 時使用之。

第二項、給予創辦人最佳融資模式及尊重當事人契約自由

當公司缺乏資金時，求助於資本市場是一個選項之一，然而高比例的股票發行，加上公司創辦人往往是缺少資金的一方，並無法期待其有足夠資金能同比例認購股票，因此此情況可能使創辦人的持股不斷地被稀釋，最終失去公司控制權¹⁸⁷。又即使創辦人擁有足夠資金，然而對於資金的投入相較公司外部股東，較無法有效地分散風險，形成創辦人按比例認股的阻礙因素¹⁸⁸，如強迫創辦人按比例認股，可能加劇其對風險的厭惡。此時創辦人為了避免使其個人投資負擔更多的風險，可能會選擇趨避對公司而言高風險及高報酬的投資，此外亦有可能擴大公司業務的類型，亦即追求與公司核心業務無關聯的投資，以多元化公司經營，降

¹⁸⁵ *Id.* at 60.

¹⁸⁶ *Id.* at 60-61.

¹⁸⁷ 劉連煜，前揭註 98，頁 305。

¹⁸⁸ Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. CHI. L. REV. 119, 139 (1987).

低其投資風險。這樣過度的風險趨避情況，會造成公司生產力降低¹⁸⁹。上述情況在公司投票權與現金流量權分離的架構下，可以得到緩解，蓋控制股東可以藉由出售現金流量權，降低其個人的投資風險。



又，若以「契約連鎖理論(nexus-of-contract theory)」來思考外部股東與公司創辦人間的關係，即企業為經濟上之活動者，為極大化共同福祉而自由進入契約關係所組成之組織，因此何人享有表決權及表決權多寡等，基本上能以契約約定加以分配¹⁹⁰。而當股東願意以較少的投票權，換取較低的認股價格，作為雙方的談判內容時，則法律自應尊重當事人間的私法自治及契約自由。

第三項、有利於人力資本的專用性投資

雙層股權結構使公司創辦人得以長期掌握公司，且可以預見控制權關係將激勵其毫無顧慮地向公司投入高強度及具特殊性的人力資本¹⁹¹。此外對於管理階層(經理人)而言，因在公司浸淫日深而獲得專屬於該公司的專業知識及技能，將使經理人在主導公司運作時，能作出更符合公司價值理念和商業定位之決策，讓公司能運行更順暢；另一方面，若使公司管理層的專屬技能及知識願意留在公司為公司所用，亦能減少潛在的公司運行成本，蓋如果人力資源頻繁地更換，則公司須經常承擔該周期內的「適應性」成本，而雙層股權結構能使公司經營層無須承擔被企業併購者解雇的風險，能有效地達到此效益¹⁹²。

¹⁸⁹ Shen, *supra* note 83, at 492.

¹⁹⁰ 張心悌，前揭註 128，頁 535。

¹⁹¹ 人力資本的特性:1.人力資本的專用性，一旦用於特定用途以後，很難再移作他用，例如專門為支持某一特定團隊的生產而進行的持久性知識和技能的投資。2.人力資本的投資週期性較長。從教育到培養成為專才往往需要多年，但經濟學家觀察到長期而言收益是大的，其收益往往超過其他物質領域的投資。秦志華（2014），《企業人力資源管理設計》，頁 146-147、152-154，北京市：清華大學出版社。

¹⁹² 劉連煜，前揭註 98，頁 305；蔣昇洋，前揭註 144，頁 305；蔡英欣，前揭註 87，頁 93。

第四節、雙層股權結構實證資料討論



現今有許多文獻探討雙層股權結構公司的表現，以彰顯此制度之好或壞，然而至今對於此制度在實證研究上之意見仍為分歧，下將討論之。

傳統的公司法理論認為，雙層股權結構公司的代理成本會高於單層股權公司，因此學者們使用很多種方式去探討雙層股權公司的鞏固問題(managerial entrenchment)及經營效益。第一個方式是當公司決定採用或是消除雙層股權結構時，對於公司的股價會如何反應。這個方法背後的理論基礎在於，股東接收到此項資訊後，在市場效率假說下，將會快速的對資訊評價並對公司的價值產生影響，如果股東們認為此改變對公司有正面影響，則股價會上漲，反之亦然。研究的結論頗為複雜，大部分針對雙層股權結構資本結構重組的研究，認為建立此結構對外部股東並不會造成損害¹⁹³，然而同時研究亦發現若消除現有的雙層股權結構，通常對公司的股價會有正面的影響¹⁹⁴。兩種發現放在一起考量的話看似頗為矛盾，蓋實施雙層股權結構不會造成公司價值減損，但消除雙層股權結構卻會增加公司價值。對此種結果可能的解釋是，雙層股權結構在某些情況下能創造價值，然而亦有某些情況會造成價值的減損，而當能為公司創造更多價值時，公司即有可能採取或放棄雙層股權結構¹⁹⁵。

¹⁹³ See, e.g., Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns*, 12 J. CORP. FIN. 342, 352-353 (2006); M. Megan Partch, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 J. FIN. ECON. 313, 333 (1987); Scott W. Bauguess et al., *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, 36 J. BANKING & FIN. 1244, 1247 (2012).

¹⁹⁴ See, e.g., Scott B. Smart et al., *What's in a Vote? The Short-and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values*, 45 J. ACCT. & ECON. 94, 97 (2008); Renée Adams & Daniel Ferreira, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, 12 REV. FIN. 51, 64 (2008).

¹⁹⁵ Dallas & Barry, *supra* note 172, at 583-585.

上述研究方法中，研究者能否準確地判斷股東是何時知悉訊息會嚴重影響其研究成果。例如假設雙層股權結構的資本結構重組，已有跡象或是早已洩漏，則造成市場股價之反應會早於公司正式宣布資本結構重組計畫之時，在這樣的情況下，如果研究者聚焦於公司正式發布時點，則無法精確地衡量雙層股權結構之資本結構重組對股價的影響，然而在現實上欲掌握正確的觀察時點是十分困難的。此外決定資訊是好或是壞往往是相對地，此取決於股東如何看待資訊公布前後的公司前景，例如即使股東認為雙層股權結構會減損公司價值，但是公司宣布雙層股權結構資本結構重組時仍可能造成股價上漲，蓋可能股東所預期的是更糟的情況，如資本結構重組後無法得到合理的補償(如享有較高的盈餘分派)；同樣地，決定使用或除去雙層股權結構對股價此訊息的評斷，亦會受到公司性質及其內部人影響，例如公司在決定採用雙層股權結構前，持股通常是由內部人占多數，在此種情況下，若假設公司正面臨快速成長而有高度的資金需求，而內部人決定採用雙層股權結構，避免募資後控制權被大量稀釋，則雖然當下股東們討厭雙層股權結構，但因為公司正在大幅成長，股價仍可能上漲¹⁹⁶。

第二個方式是比較雙層股權結構公司與單層股權結構公司之表現。學者們以股價或是 Tobin's Q 比率¹⁹⁷來衡量公司價值，其結果亦頗為複雜¹⁹⁸。與代理成本

¹⁹⁶ *Id.* at 585-586.

¹⁹⁷ Tobin's Q 比率是公司市場價值對其資產重置成本的比率。Tobin's Q 為 Tobin 於 1969 年提出，衡量公司資本財的市場評價與重置成本的比值。Tobin 主張如果資本財的市場評價高於重置成本，則公司會進行額外的投資增加公司的價值。如果資本財的市場評價小於重置價值，公司會在市場中賣掉公司的資產，追求公司的價值最大。歐育誠(2001)，《公司價值和系統風險關係之實證研究---以台灣上市公司為例》，頁 6，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。

¹⁹⁸ Dallas & Barry, *supra* note 172, at 586.

相關的研究通常發現雙層股權結構公司表現較差¹⁹⁹，但以公司營運表現為探討主題的研究，則多認為雙層股權結構公司前景樂觀²⁰⁰，且較少為短視的經營行為²⁰¹。

上述以單層股權公司與雙層股權公司作比較之研究方法會受到一定質疑，蓋控制股東採用雙層股權結構，係為確保其對公司的控制權，因此如果雙層股權結構是不被允許使用的機制，控制股東很有可能即會拒絕以單層股權結構，此種無法有效保護其控制權的股權結構加以公開發行。例如控制股東為維護其控制權，即使公司可能因此欠缺資金、錯失好的投資機會，但仍很有可能想要維持公司的非公開發行狀態，如此即使採用雙層股權結構公司，其表現劣於單層股權結構公司，但和其原始未採用雙層股權結構，即不願公開發行的狀態作比較，雙層股權結構機制仍有其存在價值及意義²⁰²。

此外上述方式中，如以公司整體價值作為衡量標準者，準確度亦會受到一定的質疑。蓋雙層股權結構公司的高表決權股是無法流通的，在缺少市場的情況下，高表決權股的價值難以被衡量。而一些研究直接假設高表決權股與低表決權股的價值相同，但這樣的假設在很多案例中可能低估了公司價值，此外亦有研究為了避免這樣的影響而僅聚焦於低表決權股，但這樣的方式亦無法完整地衡量公司價值²⁰³。

¹⁹⁹ See, e.g., Vishaal Baulkaran, *Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms*, 54 Q. REV. ECON. & FIN. 70 (2014); Francis Jennifer et al., *Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights*, 39 J. ACCT. & ECON. 329, 329 (2005); Masulis Ronald W. et al., *Agency Problems at Dual-Class Companies*, 64 J. FIN. 1697, 1722 (2009).

²⁰⁰ See, e.g., Dimitrov & Jain, *supra* note 193, at 363-364; David J. Denis & Diane K. Denis, *Majority owner-managers and organizational efficiency*, 1 J. CORP. FIN. 91, 91 (1994).

²⁰¹ Van Thuan Nguyen & Li Xu, *The Impact of Dual Class Structure on Earnings Management Activities*, 37 J. BUS. FIN. & ACCT. 456, 456-457 (2010).

²⁰² Dallas & Barry, *supra* note 172, at 590.

²⁰³ *Id.* at 589.

綜上所述不同研究方式及差異甚大的結果使雙層股權結構之好壞仍難以下結論，因此或許可以推測單層股權結構與雙層股權結構，其差異並非僅僅是股權結構的不同，而是有其他原因如經營者能力、公司業務特殊性等因素，造成各實證研究結果有所歧異。

第五節、小結

本章節具體討論關於雙層股權結構的使用及其各項爭議，並以其他不同觀點去看待各項質疑。本章節提出此制度的優點，然而依據前述可以明確地知悉，優點亦可能隨著時間發展，而效益逐漸降低或轉變為缺點，蓋可以想像雙層股權結構讓創辦人長期握有公司控制權，雖然使其能追求公司長遠發展不受短期股東的影響，然而此亦代表一般市場監督機制可能無法有效運作，而致生控制股東難以被取代。如果控制股東能永遠保有創新的商業計畫，不因產業競爭及變遷而失去其優勢，則效益確實能長存。然而這期待如浮雲般不切實際，蓋或許現在控制股東年僅 30 歲，其商業想法能在時下的競爭中脫穎而出，然而難以確保 20 年或是 30 年後，其想法仍然如此具有競爭力。因此雙層股權結構所給予的控制權，如果未有搭配落日條款，如一定期間或許 10 年或 20 年後，要求重新經過股東會之決議承認，以確保制度的有效性，則難以期待公司於長遠的未來，仍然能如此有效率地運作²⁰⁴。下一章將聚焦於雙層股權結構具體的案例，以期待透過具體發生的例子，說明雙層股權結構可能發生的缺點及突顯相關配套制度的重要性。

²⁰⁴ 此爭議將於第五章節加以討論。

第肆章、雙層股權結構具體案例



本章節欲討論兩個案例。一為 Google 採取股票分割²⁰⁵發行無表決權的 C 類股，以維護創辦人 Larry Page 及 Sergey Brin 對公司的控制力，提出此案例係意在指出雙層股權結構下，亦可能產生對少數股東壓迫的問題，其並非完美無缺之制度。另一個為一家日本企業 Cyberdyne，其在日本東京證交所上市，雖然日本並不承認複數表決權股，但其透過日本的特殊制度「單元株」建立創辦人對公司的控制力。提出此案例，欲帶出的是，日本如何運作此制度及其上市之相關規範。下將一一討論之。

第一節、Google 股票分割發行 C 類股

第一項、案例事實

Google 在 2014 年 4 月 4 日前已有雙層股權結構，A 類股為一股一表決權，由投資大眾所持有，而 B 類股為一股十表決權由創辦人 Serge Brin、Larry Page 和前 CEO Eric Schmidt 所持有，用以掌握公司經營權²⁰⁶。在當時 Serge Brin 與 Larry Page 僅握有 Google 15% 的經濟利益，卻因持有不能交易的 B 類股，而得以控制約 56.1% 的投票權(包含極少比例的 A 類股)²⁰⁷。然而隨著公司併購需求及給予員工獎勵，創辦人對公司控制力日漸降低，故於 2014 年 4 月 4 日進行股票分

²⁰⁵ 股票分割即將一張較大面值的股票拆成幾張較小面值的股票。在一般情況股票分割對公司的資本結構不會產生任何影響，只會使發行在外的股票總數增加。

²⁰⁶ TechOrange 科技報橘(04/11/2012)，〈年輕創業家，來看看 Google 分割股票手段之高明〉，<https://buzzorange.com/techorange/2014/04/11/google-is-splitting-its-stock-today-to-solidify-sergey-brin-and-larry-pages-domination/> (最後瀏覽日:08/29/2016)。

²⁰⁷ 在當時總共約有 2.71 億 A 類股，及 6100 萬 B 類股。其中 Larry Page 擁有 2490 萬 B 類股，Sergey Brin 擁有 2436 萬 B 類股。Google Inc., *Definitive Proxy Statement (Form DEF 14A)* (Apr. 24, 2013), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000130817913000248/lgoogle_def14a.htm.

割發出 C 類股，C 類股的股東可公平地享有同樣的經濟利益(如股息股利)，但沒有投票的權利。創設出 C 類股，代表 Google 可以在不稀釋創辦人控制權的情形下，發行 C 類股來募資及給與員工獎勵。更進一步來說，因為 C 類股份可能流動到市場，進而一定程度稀釋 A 類股和 B 類股股東的持股比例，相較之下對創辦人而言，其在賣出所持有的 C 類股時，既可以獲利，亦無須擔心其投票權被稀釋²⁰⁸。

在股東會投票決定是否發行 C 類股之前，為解決潛在利益衝突問題，Google 設立一個由獨立董事所組成的特別委員會與創辦人交涉。委員會討論出一些對 A 類股股東之保護，包含 1.移轉限制協議(TRA)，內容包含一個保證協議，強迫當創辦人賣出 C 類股股票時，需賣出相等股數的 B 類股。2.公平交易協定(ETA)要求當遇到控制權變更事件時，所有類型的股份均須受到相同的考量及對待，並將此納入公司章程內²⁰⁹。基於上述條款，特別委員會最終無異議通過推薦此資本結構重組，且其後 Google 的董事會亦無異議地通過提出於股東會。在 2012 年 6 月 21 日股東常會上，大多數 A 類股的股東投票反對資本結構重組的議案，然而最後當然仍因為創辦人的支持而通過²¹⁰。

創造出 C 類股，從許多方面觀察都將損害 A 類股的股東。第一、公平交易協定(ETA)是一個理論上的利益而非實際利益，因為 Google 本身巨大的市值²¹¹，及創辦人意圖維持控制權，其被收購的機率不大，因此該利益實現的可能性極低。第二、移轉限制協議(TRA)中，當創辦人的投票權降到 34% 以下時，可以將限制

²⁰⁸ Paul Lee, *Protecting Public Shareholders: The Case of Google's Recapitalization*, 5 HARV. BUS. L. REV. 281, 283-284 (2015).

²⁰⁹ *Id.* at 284-285; Opening Pretrial Brief of Google Inc. and Independent Director Defendants at 4, *In re Google Inc. Class C S' holder Litig.*, No. 7469-CS, 2013 WL 2728591 (Del. Ch. June 10, 2013).

²¹⁰ Opening Pretrial Brief of Google Inc. and Independent Director Defendants, *supra* note 209, at 23-24.

²¹¹ Google 市值 6870.93 億美元，跟瑞士的 GDP 差不多，全球可以排到 19 名。自由時報 (05/31/2017)，〈追不到 Apple、Google 台灣 GDP 跟微軟市值差不多〉，<http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/2083836> (最後瀏覽日：09/28/2017)。

協議拋棄，且此協議可由獨立董事過半數同意而免除或修改之，因此該限制協議有被架空的疑慮。最後非常實質的風險是，C類股於交易上因不具有表決權，因此相對A類股之價格將受到扣減；且如果使用C類股作為併購之對價及員工薪酬，則將嚴重稀釋A類股股東的經濟利益，而稀釋比例將取決於A類股價格扣減之大小²¹²。

在Google案中，所分割出來3.3億沒有投票權的C類股，雖然成功使創辦人重新奪回控制權，但亦造成原來A股股價腰斬等結果²¹³，引發股東不滿，並在美國提起集體訴訟阻止分割。在當時，被告Google及一些董事主張此制度對公司有正面影響：「雙層股權結構作為公司長期創新之手段，藉由投票權控制公司，隔絕管理上可能面對的短期表現壓力。Google需要找到一個方法去保護雙重股權結構，此對公司具有重要之價值²¹⁴。」然而除非贊成前述的論述，否則C類股只可能造成A類股之股價下跌而無上漲空間，在此情況下A類股股東恐怕仍難以接受此制度。

最終這場訴訟的原告方花費850萬美元的律師費，加上791652美元的訴訟費用開銷²¹⁵，換取創辦人與Google間之協議，加強創辦人所持有之C類股移轉限制²¹⁶及一個對C類股價格的「校準」協議作為回報²¹⁷，然而這樣的結局很可能仍無法解決控制股東控制權擴張，及資本股權結構上的不公平。

²¹² Lee, *supra* note 208, at 285.

²¹³ 香港矽谷(04/04/2014)，〈Google A類股2：1拆分，強化創始人對公司控制〉，<https://www.hksilicon.com/articles/438771> (最後瀏覽日:08/29/2016)。

²¹⁴ Opening Pretrial Brief of Google Inc. and Independent Director Defendants, *supra* note 209, at 16.

²¹⁵ Order and Final Judgment, *In re Google Inc. Class C S' holder Litig.*, No. 7469-CS, 2013 WL 5949928 at 8 (Del. Ch. Nov. 6, 2013).

²¹⁶ 本案法院Chancellor Strine亦對原始版本的移轉協議之可變動性感到擔憂，而對協議為調整。其修改移轉限制協議(TRA)，使其放棄或修改須符合1.被獨立董事所組成之委員會提出2.由董事會全體同意及3.大眾可以等待30天讓司法審查之，在此時Google及董事會將被強迫回顧整個標準是否公平。Lee, *supra* note 208, at 285.

²¹⁷ Lee, *supra* note 208, at 281.



第二項、創辦人與公司間之協議缺失與股東所受損失

第一款、創辦人與公司間之協議缺失

C 類股的創設，對創辦人而言，可以避免 Google 變成一個由公眾所控制的公司，但對公眾股東而言，卻會使其喪失投票權，而移轉限制協議(TRA)即試圖解決此問題，藉由強制 Google 創辦人在出售其所持有之無表決權 C 類股時，必須同時出售 B 類股，避免他們既得到股票出售利益，卻無相應減少投票權，然而移轉限制協議(TRA)仍非一個完美的制約。第一、只要創辦人所有之投票權低於 34%，移轉限制協議(TRA)即可以被拋棄²¹⁸，雖然 Google 的財務顧問認為低於此標準，創辦人即不會對公司有控制權²¹⁹，然而現實上控制權問題是難以界定的，因為仍需考量實際上有無其他大股東，如果沒有，則 34% 仍可以發揮事實上控制，進而影響公司決策，且同時仍可以出售 C 類股以換取資金流動²²⁰。此外另外一個漏洞是，當創辦人投票權低於 34% 時，移轉限制協議(TRA)將終止，且當創辦人再重新取得超過 34% 的投票權，移轉限制協議(TRA)亦不會回復，此使得 Page 及 Brin 可以藉由出售他們所持有的 B 類股，直到他們總合的控制權低於 34% 後，再自由出售 C 類股，以規避移轉限制協議，後續再藉由購買 A 類股重建他們的控制權，雖然創辦人可能不會玩弄此機制，但仍不可忽視此可能性²²¹。

²¹⁸ Opening Pretrial Brief of Google Inc. and Independent Director Defendants, *supra* note 209, at 23.

²¹⁹ Lee, *supra* note 208, at 286.

²²⁰ *Id.* at 286-287.

²²¹ *Id.*



第二款、股東所受損失

A 類股股東到底損失了什麼?最明確的損害是大眾股東之經濟利益損失，蓋股權將會因 C 類股使用於收購及員工獎勵時而被稀釋，進而減少分紅；且 C 類股因為無表決權，於市場上相對 A 類股價格將有所酌減。和解契約中的校準協議即是為避免此種情況所設置，然而校準協議僅有緩和作用，如果不創造 C 類股，根本不需要這樣的機制。

投票權價值或許能以控制權溢價來衡量，然而控制權溢價仍無法準確評估 Google 公眾股東所受到的損害，蓋持股所生的控制權溢價(股份內部價值)包含控制權之價值，此和公眾股東相較，他們的投票權價值只有在特定關鍵決定性投票始有意義(股份之外部價值)，兩者有所差別。本件股份分割案，受損害者為 A 類股股東，多非控制股東，故所損失者應屬未來股份的外部價值²²²。欲測量外部價值，可觀察 2014 年 4 月 4 號自股票分割發行後 A 類股於交易上相較 C 類股之價差，蓋雖然於大部分時候無法展現控制權，但股東仍願意多支付金錢，以換取有投票權之 A 類股。此種行為明顯給予擁有 C 類股的股東套利的機會，蓋如果持有股份之目的僅為了未來之收益，則 C 類股將比 A 類股更具有價值，蓋 C 類股不僅擁有相同的分紅金額，且可以得到額外的校準協議(圖表五:Google 案校準協議)下所為之給付²²³，因此在這樣推演下，可以彰顯出投票權仍然是具有很高的經濟價值²²⁴。

²²² *Id.* at 288.

²²³ *Id.*

²²⁴ 另外或許能以創辦人究竟應該支付多少代價給予股東，以換取控制權的延續。然而以此角度切入，實際上是難以衡量的，蓋稀釋發生的時點是無法被事先被觀察到的，因此延長創辦人的控制權期間是難以精確確定延長期間究為多長，故無法對未來的投票權價值進行折現。

圖表五²²⁵:Google 案校準協議

折價比例(%)	價差彌補(%)
低於 1%	0%
1%~2% 間	20%
2%~3% 間	40%
3%~4% 間	60%
4%~5% 間	80%
於 5%	100%
超過 5%	以差額 5% 為上限

依圖表六:Google A 類股跌幅所顯示，在 2012 年 4 月 12 日宣布資本結構重組後一周，A 類股跌幅為 7.9%。透過對比納斯達克綜和指數(Google 在此上市)，在此相同時期跌幅約為 1.6%。相反地，在 2013 年 10 月 28 日德拉瓦州法院宣布同意當事人和解的那一周(圖表七)，A 類股股價反而上升 1.1%。而相較納斯達克綜和指數在當時則處於平穩走向。消除市場波動後，可以看到在市場價格下，損失約為 109 億美金，而在和解後回復為 33 億美金，因此 A 類股股東總損失約為 77 億美金。此充分說明了 Google 資本結構重組之和解，並沒有徹底解決此次紛爭²²⁶。

圖表六:Google A 類股跌幅²²⁷

Date	Google		NASDAQ Composite
	Price	Market Cap	Price
April 12, 2012	\$651.01	\$169.2 bn	\$3.055.55

²²⁵ Lee, *supra* note 208, at 286; Google Inc., Current Report (Form 8-K), Ex. 99.1 Stipulation of Compromise and Settlement (Oct. 30, 2013), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312513418880/d618226dex991.htm>.

²²⁶ Lee, *supra* note 208, at 290-291.

²²⁷ *Id.* at 290.

Week Later	\$599.30	\$155.8 bn	\$3.007.56
% Change	-7.9%		-1.6%
Beta-Adjusted	\$608.79	\$158.3 bn	—
Beta-Adjusted Loss		\$10.9 bn	—

圖表七²²⁸:Google 案和解後股價變化

October 28, 2013	\$1,015.02	\$280.9 bn	\$3,940.13
Week Later	\$1,027.14	\$293.9 bn	\$3,936.59
% Change	1.1%		-0.1%
Beta-Adjusted	\$1,026.90	\$284.2 bn	—
Beta-Adjusted Loss		\$3.3 bn	—

第三款、股東壓迫行為與德拉瓦州法之適用

在 Google 案中，雖然股票分割形式上係按比例對待所有股東，然而在實質上仍然額外給予控制股東利益(控制權)，因此在德拉瓦州公司法制上有無機制可以解決如同本案此種控制股東壓迫之行為不無疑義。下將討論德拉瓦州法之相關適用，期待能作為借鏡。

遇到爭端時，德拉瓦州公司法提供兩個主要的標準審核公司所作的決策，第一個審查標準:商業判斷法則(Business judgment rule)，此原則係基於避免法院事後諸葛，且於商業上之判斷自認未必較董事為佳，因此授予董事廣泛的司法尊重，即當股東對董事起訴時，除符合一定要件外，法院拒絕為實體之審查。其要件簡而言之為，股東若能證明董事有以下情形，即董事係在自身有利害衝突、基於惡

²²⁸ *Id.* at 291.

意、或未於充分資訊下做出決定(具有重大過失)，則股東將能推翻對於董事為善意，且其係於充分資訊下為公司最佳利益作決定之推定，使舉證責任轉換到被告董事身上²²⁹。第二個審查標準:完全公平原則(Entire fairness standard)，在此標準下，被告必須證明系爭交易符合公平交易(Fair dealing)與公平價格(Fair price)，其中公平交易係在審查交易進行過程之公平性，包括發起交易的時點，該交易之發起、架構、協商等經過、如何向董事會揭露、及如何取得董事會及股東同意等等；公平價格則是從經濟及財務面，就該筆交易之對價是否公平進行審查²³⁰。由於此兩原則有極大的不同，因此到底應適用何種原則，在原被告間往往有激烈的爭執。

例如有控制股東參與在內的關係人交易，在這樣的利害衝突情況下，通常將適用完全公平原則，但當該交易已經由獨立董事所組成之委員會同意，或經過告知後利害關係人已迴避，而由非控制股東表決通過後，則可以將公平與否之舉證責任轉由股東負責²³¹。然而德拉瓦州法院在解釋股東交易是否具有利害衝突時，多以經濟角度觀察²³²，例如開創性的案件—Sinclair Oil Corp .v. Levien²³³認為:「自我交易係母公司自從屬公司處得到利益，且將從屬公司之少數股東排除在外，或造成他們的損害。」因此即使母公司因為現金需求，主導從屬公司分派大量的現金，且可能因此造成從屬公司倒閉，但因為「這筆錢少數股東可以按比例取得」，因此仍可被認為是沒有利益衝突的。若以上述的看法分析 Google 的資本結構重

²²⁹ 曾宛如(2010)，〈董事忠實義務於台灣實務上之實踐—相關判決之觀察〉，《月旦民商法雜誌》，29期，頁150。

²³⁰ 黃朝琮(2015)，〈受託義務審查規則與舉證責任分配〉，《中正大學法學集刊》，48期，頁127。

²³¹ 張心悌(2007)，〈控制股東與關係人交易〉，《台灣法學雜誌》，101期，頁80-82。

²³² Lee, *supra* note 208, at 294.

²³³ Sinclair(被告)是一家銷售、生產及勘探石油的控股公司。Sinclair擁有Sinclair委內瑞拉石油公司(Sinven)97%的股份，因此Sinclair掌握了Sinven的董事。Levien(原告)擁有約Sinven 12萬公開發行股份中的3000股。從1960年到1966年，Sinclair使Sinven支付過高的股息，比其盈利高出3800萬美元。此外，在1961年Sinclair設立Sinclair International公司以協調Sinclair的外國業務，並使Sinven以特定的利率將原油出售給Sinclair International。當Sinclair International未能履行與Sinven的契約時，Levien等股東提出訴訟要求解釋過度發放股利造成Sinven的損害及不執行與Sinclair International之間的契約問題。Sinclair Oil Corp. v. Levien (Del. 1971).

組，則適用完全公平原則審查本案是不太可行的，因為 C 類股不論在一開始的股票分割，或之後作為全體股東之分紅，皆是按比例進行的²³⁴。



上述結論可以從一個最接近本案的德拉瓦州最高法院之判決先例 *Williams v. Geier* 為進一步的討論。在本案中，Geier 家族為 Milacron 公司的控制股東之一，推動通過一個資本結構重組計畫 — 「Tenure voting」²³⁵，在此計畫中，符合資格的股東可以得到每股 10 表決權，但這樣的高投票權股在轉讓後將恢復為一股一表決權，直到新股東持有超過 3 年²³⁶。此行為之效果將給予 Geier 家族更多投票權，但法院於此仍然拒絕適用完全公平原則加以審查本案，因為雖然實際運作上將增強家族控制力，但在此資本結構重組中並沒有不按比例分配或有不成比例之利益歸於 Geier 家族²³⁷。此和 Google 的資本結構重組案非常相似，蓋 Google 資本結構重組為透過股票分割創設無表決權的 C 類股，此舉實際上雖延展 Google 創辦人的控制權期間，但形式上股票分割仍是按比例分配的。

前述具拘束力的判決先例 *Geier* 案，影響 Google 案 C 類股的和解協商。被告的律師在和解聽證會上指出：我們在此案中有很強的抗辯事由，因為商業判斷法則適用在 *Williams v. Geier* 案，本案亦應相同。原告律師承認：「我們最終決定考量我們可以得到甚麼是最好的，及如果我們輸了訴訟什麼是能更保護 A 類股股東利益，因為如果我們輸了訴訟，我們將無法給股東任何保護²³⁸」。另外在和解聽證會上，Chancellor Strine(本案法官)強調 *Geier* 案是作為他同意和解的原因之一，並備註 *Geier* 案是一個須被嚴正參考的案例，因此同意本案的和解²³⁹。

²³⁴ Lee, *supra* note 208, at 294.

²³⁵ 避免公司經營過於短視，忽視公司長遠的發展，因此給予股東在原有投票權數下，依持有股票之期間增加其投票權。

²³⁶ See *Williams v. Geier*, 1987, A.2d 1368, 1370–71 (Del. 1996).

²³⁷ *Id.* at 1378; Lee, *supra* note 208, at 295.

²³⁸ Lee, *supra* note 208, at 296.

²³⁹ *Id.*



第三項、小結

前述案例顯現出投票權之高價值性、公司控制股東所為的壓迫行為²⁴⁰，及公眾股東對壓迫行為的束手無策，在 Google 案中可一覽無遺。控制股東的壓迫行為不論於股權集中或是雙層股權結構公司皆有可能發生，蓋雙層股權結構僅為取得、維持控制權 CEMs 手段之一，其所造成控制權集中之結果，實與股權集中無異。因此對於股權集中與雙層股權結構所造成的少數股東壓迫行為之批評與救濟，實無必要特別分離討論，其壓迫行為的審查及救濟，仍應回歸董事有無違反其忠實義務加以判斷²⁴¹。

另外本案有部分爭點在於究竟應該採取怎樣的審查標準，美國審理商事案件時，會因應案件性質而採取不同的審查標準，如商業判斷原則或完全公平原則，兩種截然不同的審查標準。因此審查標準的選取往往成為當事人雙方爭執之處，同時亦可作為促使公司董事採取自我利害關係迴避之重要誘因。例如在公司併購案中，特別委員會的成立使董事有機會迴避完全公平原則之審查²⁴²，而將舉證責任轉換到原告²⁴³。在我國雖尚未承認商業判斷原則²⁴⁴，但實質上並不影響少數股東之保護。

²⁴⁰ 在美國如德拉瓦州衡平法院在 Little .v. Waters 案決發生後，開始探討對少數股東之壓迫行為，法院曾對「壓迫少數股東」作出定義：包括違反少數股東合理之期待，對公司某些股東有偏見，明顯背離公平交易之標準，違反股東對該公司之信任等等，均可以認為構成了壓迫行為。周信亨（2009），《控制權濫用下少數股東之保障—以壓迫行為為中心》，頁 33-34，國立東華大學財經法律研究所碩士論文。

²⁴¹ 此議題回到我國法討論，則值得思考的是我國對於何為壓迫行為並無明確定義，因此法院只能訴諸於公司法第 23 條第 1 項董事的忠實義務，加以解決可能的壓迫行為。然而在我國並無判例拘束原則之適用下，此可能將造成雖有案例存在，但相似個案間容許有見解之歧異，因此將更難定義何為控制股東之壓迫行為的樣態。

²⁴² 曾宛如（2014），〈半套公司治理移植經驗—以審計委員會與特別委員會為例〉，《月旦民商法雜誌》，43 期，頁 41。

²⁴³ 並非所有特別委員會的設置皆有此功能，而應視特別委員會的組成方式、擁有的權限，及決策過程。參：曾宛如，前揭註 242，頁 41。

²⁴⁴ 例如台北地院 92 年訴字第 4844 判決為例，有具體闡明：「商業判斷法則具有兩層內涵，一為程序上之推定，一為實體法上之規則，前者指在訴訟上推定具有善意與適當注意，後者指公司董事在授權範圍內，以善意與適當之注意而為行為，即便造成公司損害或損失，亦無庸承擔



最後比較本案一股一表決權的 A 類股與無表決權的 C 類股，具體表現出表決權是具有價值的。此亦呼應第參章第三節，低表決權股的存在使投資者能以較低的成本投資公司，然而同時亦引發爭執到底該折價多少算合理，與承銷商能否好好把關具重要關聯。

第二節、日本企業 Cyberdyne

為了完整了解本案例，需先了解日本關於股份的相關制度及相關市場規範，下將一一介紹之。

第一項、單元株之使用及建立對公司的控制

日本法對於股份有限公司採取一股一表決權原則²⁴⁵，但章程上亦可有例外之設計，例如對股東會所有議案皆無表決權之股份(完全無議決權股)，或是僅限於

法律上責任。然台灣程序法推定免責，應以法律明文規定為限，但並無此推定免責之規定，又公司法上之董事係適用民法委任關係為規範，且受任人處理委託事件具有過失或逾越權限，委任人得依委任關係請求賠償，而公司法上並無具體排除此項規定適用之明文，是不能採用商業判斷原則」。轉引自：曾宛如，前揭註 229，頁 150。

²⁴⁵ 会社法 308 條：「株主（株式会社がその総株主の議決権の 4 分の 1 以上を有することその他の事由を通じて株式会社がその経営を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令で定める株主を除く。）は、株主総会において、その有する株式一株につき 1 個の議決権を有する。ただし、単元株式数を定款で定めている場合には、一単元の株式につき 1 個の議決権を有する」。

對特定議案始有表決權之股份²⁴⁶，然而關於複數表決權股則不予以承認²⁴⁷。蓋傳統學說上認為以少量出資獲取控制權對公司治理會有負面影響²⁴⁸，因此無法單純如前述方式以複數表決權股建立對公司的控制力，需要以日本特有的制度「單元株」加以建立。

單元株制度是透過章程訂明一定數量的股份為「一單元」之股份，一單元之股份享有一個表決權，而一單元未滿之股份則不具有表決權²⁴⁹。對企業而言，雖然股份合併成一單元，造成出資單位之價格有提高的可能，但股份合併會使公司股份不得不整合在一起出售、換價，造成未滿一單元的零股價格有下降的困擾，因此上市公司對於股份的合併多抱持著觀望的態度²⁵⁰。在平成 13 年(2001 年)法律修正前，昭和 56 年(1981 年)修正的修正附則即定有「單位株」之規範，採用此制度之公司，未滿一單位的股份無法享有包含表決權在內之共益權，以節省管理公司股東之成本。在當時「單位株」制度僅是為了使將來法律制定股份合併時能順利進行，而預先設計的制度。直到平成 13 年(2001 年)的法律修正後，設計了「單元株」制度，以「單位株」為基礎作修正，此制度才不再只是為了股份合併作準備，而正式確立此制度於日本公司法內²⁵¹。

²⁴⁶ 会社法 108 條 1 項 3 号：「株式会社は、次に掲げる事項について異なる定めをした内容の異なる二以上の種類の株式を発行することができる。ただし、委員会設置会社及び公開会社は、第九号に掲げる事項についての定めがある種類の株式を発行することができない。

三 株主総会において議決権を行使することができる事項」；会社法 108 條 2 項 3 号：「株式会社は、次の各号に掲げる事項について内容の異なる二以上の種類の株式を発行する場合には、当該各号に定める事項及び発行可能種類株式総数を定款で定めなければならない。

三 株主総会において議決権を行使することができる事項 次に掲げる事項

イ 株主総会において議決権を行使することができる事項

ロ 当該種類の株式につき議決権の行使の条件を定めるときは、その条件」。

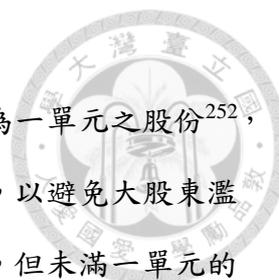
²⁴⁷ 江頭憲治郎（2017），《株式会社法》，7 版，頁 334-335，東京都：有斐閣。

²⁴⁸ 加藤貴仁（2015），〈1 株 1 議決権原則の意義を解明し、議決権配分の柔軟化の時代の到来に備える〉，《Mergers & acquisitions research report》，243 期，頁 28。

²⁴⁹ 会社法 188 條 1 項：「株式会社は、その発行する株式について、一定の数の株式をもって株主が株主総会又は種類株主総会において一個の議決権を行使することができる一単元の株式とする旨を定款で定めることができる」；308 條 1 項但書：「ただし、単元株式数を定款で定めている場合には、一単元の株式につき一個の議決権を有する」。

²⁵⁰ 江頭憲治郎，前掲註 247，頁 297。

²⁵¹ 江頭憲治郎，前掲註 247，頁 297。



使用單元株制度的公司須於章程訂明，以一定數量的股份為一單元之股份²⁵²，但是其一單元不得超過一千股及已發行股份總數 200 分之 1²⁵³，以避免大股東濫用。在採用單元株制度的公司，一單元的股份享有一表決權²⁵⁴，但未滿一單元的股份則不享有表決權²⁵⁵，且持有未滿一單元股份的股東，無法享有出席股東會之權利、訴請撤銷股東會決議等一切與股東會參與有關之權利²⁵⁶，以實現公司在股東管理成本上能有所削減之目的。

單元未滿的股份除表決權外，到底還有哪些權利會受到限制，此要取決於股東管理成本的削減，及考量對單元未滿股東權利之尊重，原則上以公司章程自治加以解決。然而有些權利涉及單元未滿股東之保障及核心權利，因此不能以章程加以剝奪²⁵⁷如：一、附有全部取得條件之特別股，其交付對價取得之權利²⁵⁸；二、附有取得條件股份，其交付對價取得之權利²⁵⁹；三、股份無償分配之受領權²⁶⁰ 四、單元未滿股份的收買請求權²⁶¹；五、公司清算時的剩餘財產分配請求權²⁶²；六、其他法務省所規定之權利²⁶³等，其多為股份經濟上之權利。

²⁵² 会社法 188 條 1 項。

²⁵³ 会社法 188 條 2 項：「前項の一定の数は、法務省令で定める数を超えることはできない。」；会社法施行規則 34 條：「法第百八十八條第二項 に規定する法務省令で定める数は、千及び発行済株式の総数の二百分の一に当たる数とする」。

²⁵⁴ 会社法 308 條 1 項但書。

²⁵⁵ 会社法 189 條 1 項：「单元株式数に満たない数の株式を有する株主は、その有する单元未滿株式について、株主總會及び種類株主總會において議決権を行使することができない」。

²⁵⁶ 江頭憲治郎，前掲註 247，頁 299-301。

²⁵⁷ 江頭憲治郎，前掲註 247，頁 301。

²⁵⁸ 会社法 171 條 1 項 1 号。

²⁵⁹ 会社法 107 條 2 項 3 号；108 條 2 項 6 号。

²⁶⁰ 会社法 185 條。

²⁶¹ 会社法 192 條。

²⁶² 会社法 504-506 條。

²⁶³ 会社法施行規則 35 條。

單元株制度除有上述削減股東管理成本之功能外，亦能以此建立對公司的控制，例如以普通股 1000 股為一單元，同時又發行為表決權與盈餘分派權與普通股相同的特別股，但卻是以 100 股為一單元。這樣的設計結果使特別股與普通股間表決權相差 10 倍，使持有特別股的股東能建立對公司的控制²⁶⁴。

第二項、單元株於日本公司法上可能的矛盾

在傳統日本公司法學說上，對於以少量出資鞏固公司控制權之行為，多抱持著否定的立場²⁶⁵。這樣的想法具體展現在公司法第 115 條中²⁶⁶，該條規定公開發行公司發行表決權限制股之總數不得超過股份總數 2 分之 1。其目的係為避免股東憑恃著其已持有未限制表決權之股份，而又對外發行表決權限制股，欲藉由表決權差距而得以少量出資獲取公司控制²⁶⁷。

然而上述論點於公司法自身，其邏輯上未必是一致的。第一、公司法第 115 條對於具有完整表決權之股份，其相應的具體出資並未更進一步加以規範。例如一間公司共發行 100 股 X 特別股及 50 股 Y 特別股，兩種類型股份於表決權上並無差異，但於盈餘分派上有所差別，Y 特別股相較 X 特別股可以領取高達 5 倍的盈餘分派，因此可以想像 Y 特別股之發行價格及市場價格將顯著高於 X 特別股。而 X 特別股中有 76 股由股東 Z 所持有，也就是說，Z 得以較少的出資獲取公司控制權。在這樣的情況下，因為沒有發行限制表決權股，因此不受到公司法第 115 條限制²⁶⁸。

²⁶⁴ 加藤貴仁（2007），《株主間の議決権配分：一株一議決権原則の機能と限界》，頁 31，東京都：商事法務。

²⁶⁵ 抱持否定立場之理由可參考前述第參章第二節雙層股權結構爭議問題。

²⁶⁶ 本條規定於昭和 13 年（西元 1938）商法修正以來存續至今。

²⁶⁷ 加藤貴仁（2015），〈議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？〉，收於：神作裕之（編）、資本市場研究会（編），《企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言 2015 年度版》，頁 159，東京都：資本市場研究会。

²⁶⁸ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 159。



第二個潛在矛盾之處，在公司法第 108 條 1 項 8 款允許公開發行公司發行於股東會或是董事會中具有否決權之特別股(黃金股)。否決權特別股與使用單元株掌握控制權相較，在出資與控制權不平衡之爭議點來看並無太大差別，且黃金股潛在被濫用的風險可能更高²⁶⁹。

綜上對於以少額出資穩固控制權一事，在公司法上似乎無法得到邏輯一致的見解。因此至少在現行公司法上利用單元株建立公司控制權一事仍屬於法規範模糊地帶，欲加以全面否定仍有其困難性²⁷⁰。

第三項、日本東京證交所上市規則

第一款、上市規則變遷

第一目、2008 年上市規則修正:開放表決權類型之特別股

在過去證交所僅有禁止發行比上市股票享有更多表決權之股份，並沒有針對表決權特別股有一系列之相關規範²⁷¹。然而隨著商法修正使特別股更加股彈性化，及對敵意併購之危機感升高之外²⁷²，對公司而言亦享有更多募集資金的機會，且對證交所而言亦能提高交易量，吸引外部投資人²⁷³，在此多重因素下，證交所於

²⁶⁹ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 160。

²⁷⁰ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 160。

²⁷¹ 在當時僅可能發行無表決權優先股，且僅限於已上市之公司始能發行，具體可參考:種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会(2008 年 1 月 16 日)，〈議決権種類株式の上場制度に関する報告〉，頁 4，<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/class-shares/tvdivq00000055y3-att/shurui.pdf> (最後瀏覽日:10/18/2018)。

²⁷² 戶嶋浩二(2014)，〈複數議決権方式による種類株上場の実務と展望〉，《旬刊商事法務》，2032 期，頁 82。

²⁷³ 酒井太郎(2017 年 10 月)，〈日本における議決権種類株式(class shares on voting rights)の上場〉，頁 12，發表於:《21 世紀商法論壇 第 17 回国際学術会議》，清華大學商法研究中心(主辦)，北京。

2006 年便開始著手上市規則修正計畫²⁷⁴，並於同年邀請學者、上市公司、機構投資人、證券商等組成上市制度懇談會，就上市規則及修正方向提出意見。該會於 2007 年 3 月提出中間報告，整理出表決權特別股之優點及缺點(圖表八²⁷⁵)，並認為：「表決權特別股之上市一事雖非是如此值得期待，但一律加以限制也並非妥當²⁷⁶」。在這樣的脈絡下，以既存股東保護觀點來看，原則上僅限於新上市公司得使用表決權特別股，此外對於使用表決權特別股之缺失，也應有適當的股東保護措施，而就該措施而言，並非僅是尊重股東權利，其是否公開、透明、，及其對市場的影響皆應予以留意。該會最後於 2008 年 1 月提出最終報告書(議決權種類株式の上場制度に関する報告書) 證交所並以此報告書意見為基礎 於 2008 年 7 月修正上市規則²⁷⁷。

圖表八:表決權特別股之優點及缺點

優點	缺點
1. 替成長中的企業提供多樣化的募資手段	1. 對控制權移轉造成限制
2. 給予投資者新的投資標的	2. 出資比例與控制權產生不對等情況
3. 強化日本資本市場於國際間之競爭力	3. 控制股東侵害少數股東之風險增加

上市規則深受最終報告書影響，因此本文就報告書中重要部分為介紹。首先，由於某些類型之表決權特別股²⁷⁸僅限於新上市公司，因此何謂新上市公司即有特別討論的必要。報告書認為應從股東保護觀點出發，公司是否存有一般股東、投

²⁷⁴ 東京証券取引所(2006年6月22日)，〈上場制度総合整備プログラム〉，<http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/01.html> (最後瀏覽日：10/18/2018)。

²⁷⁵ 林謙太郎(2014)，〈議決權種類株式に関する上場基準の概要〉，《証券アナリストジャーナル》，52卷11期，頁26。

²⁷⁶ 林謙太郎，前揭註275，頁26-27。

²⁷⁷ 酒井太郎，前揭註273，頁13。

²⁷⁸ 具體參照本項第二款之介紹。

資人，其保護之必要性即有所不同。例如已在其他區域上市，而後到東京證交所上市，這樣的情況雖然對東京證交所而言屬於新上市公司，但公司內部已存有外部股東；或是因為公司經營不善、併購等原因，而從東京證交所下市，而後又再次上市者，上述情況因公司內部已存有外部股東，故不應認為屬於新上市公司²⁷⁹。然而對於下市後經過少數股東現金逐出程序，使一般外部股東不存在，而後使用表決權特別股再次上市，即有討論的餘地²⁸⁰。

另外對於表決權特別股之上市，證交所要抱持著怎樣的立場亦有所討論。有認為證交所無需特別規範，僅交由投資者自由選擇及市場價格反映即可；然而由於證交所仍被期待著具有一定程度保護投資人之職責；且若無證交所的協助，投資者未必能立基於完整的資訊而下適當的判斷²⁸¹，蓋發行多種類股份之公司其利害關係較為複雜，當股東接收到資訊，對於何種類型股份會有怎樣的影響，判斷上有其困難性。因此如果證交所沒有作初步把關的話，對於一般投資大眾而言，該上市股票可能即不再是具有吸引力的商品，故最終結論從保護投資者觀點而論，認為證交所對於發行表決權特別股有特別規範的必要。

圖表九:報告中具體的三大保護方針²⁸²:

- | |
|--|
| <p>一、在一定情況下可以解消表決權特別股使用計畫</p> <ol style="list-style-type: none">1. 取得發行股份總數一定比例之股東出現時，解消表決權特別股計畫(緩衝條款)2. 失去、脫離使用表決權特別股計畫之目的或是該計畫目的不可能實現時，解消表決權特別股計畫(落日條款) |
|--|

²⁷⁹ 種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会，前掲註 271，頁 14。

²⁸⁰ 於報告書中特別提到，這樣的情況可以透過上市時的審查，或特別要求表決權特別股應轉換為普通股作為上市要件加以抑制此種情況發生，具體可參考：種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会，前掲註 271，頁 13。

²⁸¹ 種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会，前掲註 271，頁 13。

²⁸² 酒井太郎，前掲註 273，頁 14。

3. 享有表決權優勢之表決權特別股移轉時，其優勢之解消(移轉限制條款)

二、表決權特別股發行股數限制

1. 表決權相較劣勢之股份發行總數具有一定限制
2. 以單元株建立實質上複數表決權股之情況，其表決權比例(數)應有一定限制

三、公司重大議案中，表決權特別股與普通股各類股間之利害衝突防免措施

1. 議案影響該類股股東重大利益時，需要經過該類股股東組成之股東會決議²⁸³
2. 確保各類股股東之間不發生利害衝突之防免機制(例如控制股東與公司進行交易時之資訊揭露、確保控制股東獨立性之相關機關)

東京證交所接受上述意見後，於 2008 年 4 月發布議決權特別股上市制度整備要綱²⁸⁴。要綱中認為為尊重股東權利，有六個要件需要滿足²⁸⁵(詳細上市規則討論於本項第二款及第三款):

- 一、以極少出資控制公司之情況發生時，得解消表決權特別股計畫的相關措施。
- 二、各類股股東利害關係衝突發生時，確保各類股股東不受到不當侵害之保護政策。
- 三、當公司存有控制股東，而控制股東所為行為與公司利益相反時，對於少數股東之保護政策。
- 四、公司使用表決權較少之股份上市時，需有針對表決權較高股份之移轉限制，亦即當表決權較高之股份移轉時，將轉換成表決權較少之股份。
- 五、表決權特別股享有優先分派之權利時，公司原則上須將足以盈餘分配之現金等資源事前內入考量。
- 六、確保其他可能嚴重侵害投資者、股東權利之情事不會發生。

²⁸³ 亦即不論会社法 332 條 2 項有無排除股東會決議之可能，皆須經過該類股股東決議。

²⁸⁴ 議決權種類株式の上場に関する制度整備の要綱。

²⁸⁵ 酒井太郎，前掲註 273，頁 15。

第二目、2014 年上市規則再次修正:規範更加具體化



從 2008 年確立表決權特別股上市規範，至 2014 年 Cyberdyne 公司上市前，這將近 6 年的時間，並無任何一間公司使用單元株建立實質複數表決權股之型態上市。推其理由，市場環境可能是因素之一，蓋 2008 年上市規則修訂的同年 9 月爆發雷曼兄弟破產事件引發全球金融海嘯，間接影響市場活絡及投資動機，整體市場表現低迷。於 2009 年東京證交所新上市之公司僅有 20 家，2010 年亦僅有 18 家，持續至 2013 年才有 53 家新上市公司，市場至此始有漸漸回暖的趨勢²⁸⁶。

如同前述，在此近 6 年間除了 Cyberdyne 公司外，並沒有公司採用單元株建立實質複數表決權股之型態上市，因此證交所藉著 Cyberdyne 公司申請上市之契機，於 2014 年 2 月 5 日發布 IPO 活性化上市制度修正一案²⁸⁷，希冀透過這次修正能使上市審查更加明確。證交所於發布的說明中明確指出「表決權特別股之計畫使用必要性，及計畫使用相當性，需從股東共同利益觀點加以檢視」，並將「以極少出資控制公司之情況發生時，得解消表決權特別股計畫的相關措施(即日落條款或是緩衝條款)」及「轉讓條款限制」兩獨立要件同歸於使用相當性中加以審查，因此應對其中一個要件之措施不充足，但另一要件的對應措施足夠詳細確實的話，仍有被證交所認可上市之可能性²⁸⁸。

²⁸⁶ 戶嶋浩二，前揭註 272，頁 83。

²⁸⁷ 東京証券取引所（2014 年 2 月 5 日），〈IPO の活性化等に向けた上場制度の見直しについて〉，<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html>（最後瀏覽日：10/18/2018）。

²⁸⁸ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 183。

綜上於 2014 年修正上市規則後，其具體之審查項目，即可明確分成計畫的使用必要性、計畫的相當性，及少數股東保護，就此三大部分加以審查，而本文針對此三部分更具體的討論將於本項第三款有更進一步的說明。



第三目、小結

至 2018 年為止，使用單元株建立實質複數表決權股計畫之公司僅有 Cyberdyne 一間。如此低迷的使用情況，有認為可能是因為對日本企業而言，需求並不高，蓋仍然有其他不使用複數表決權股，但卻能達到相同目的之方法如交叉持股；此外日本為了回復國內景氣，長期採用零利率政策，造成公司相較發行股份募資，更偏好採用不影響公司控制權之方式，如發行公司債或是從銀行借入資金，來滿足公司需求²⁸⁹。

此外就日本經營者及投資者之心態而論，對於大型企業長期由特定人擔任經營者(控制股東)多抱持著觀望或不安的心態，市場上少有公司願意使用表決權特別股上市，投資者亦少有機會投資此種型態的金融商品。此情形造成比價及價格衡量更加困難，而相較於投資存有表決權特別股之公司，投資者更偏好投資一般常見僅發行普通股的公司²⁹⁰。故對於證交所一系列表決權特別股之上市規則修正，有認為其主要目的或許是為了使其在世界各證交所的競爭上不喪失競爭力而修正。

雖然東京證交所僅有一上市案例，但其規則及條款仍值得我國未來願意開放發行複數表決權股公司上市時之借鏡。於下第二款及第三款將更進一步具體介紹上市規則。

²⁸⁹ 酒井太郎，前揭註 273，頁 18。

²⁹⁰ 酒井太郎，前揭註 273，頁 18。



第二款、表決權特別股使用類型

現行東京證交所有關表決權的特別股，僅承認三種型態²⁹¹：一、公司僅發行一種附有表決權股份，其所發行相關具有表決權的股份；二、發行一種類以上(複數)附有表決權股份之公司，在股東會中有關選解任董事等重要的事項能行使一個表決權之股份，但有關盈餘分配請求權或是其他所能享有經濟上的利益高於其他具有表決權之股份(表決權較少的股份)；三、無表決權股。此外無表決權之股份於新上市或是已上市的公司皆可以使用，但對於表決權較少的股份僅限於新上市的公司使用，對於已上市的公司則無法發行之²⁹² (圖表十:東京證交所表決權特別股之承認類型)。

圖表十²⁹³:東京證交所表決權特別股之承認類型

	新上市公司	已上市公司
無表決權股	O	O
表決權較少的股	O	X
表決權較多的股 ²⁹⁴	X	X

因此欲透過特別股建立表決權差距以維護公司控制權，僅能於新上市時對外發行表決權較少的股份²⁹⁵。蓋如果發行相較已上市股份更多的表決權股時，於公

²⁹¹ 有価証券上場規程(東京証券取引所)205条1項9號の2:「新規上場申請に係る株券等が国内株券である場合は、原則として、次のaからcまでに掲げる株券のいずれかであること。この場合において、bに掲げる株券にあっては、当該株券以外に新規上場申請を行う銘柄がないこと」。

- a. 議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式
- b. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式
- c. 無議決権株式」。

²⁹² 宇賀村彰彦、生野聡、原木規江(2016)，〈特集 資本政策の選択肢を拓げる 種類株式の活用と法務・会計・税務〉，《旬刊経理情報》，1461期，頁15-16。

²⁹³ 宇賀村彰彦、生野聡、原木規江，前掲註292，頁16。

²⁹⁴ 指相較表決權較少股份以外之其他股份。

²⁹⁵ 本文後面介紹案例Cyberdyne公司即使用此種方式建立創辦人對公司的控制權。

司為發行股份決議時，即構成廢止上市之事由²⁹⁶。如此規範的主要原因在於，當發行較已上市股份更多的表決權股份時，將有可能侵害上市股票股東之投票權利及股票價格，而如果僅限於公司新上市時，因無外部股東即無必要特別顧慮之。因此在公司新上市時，持有表決權較多股份之人(創辦人)已為確定，此資訊將反映在對外發行表決權較少股份的價格上，且外部投資者可以立基於此資訊以決定是否投資²⁹⁷。

第三款、使用無表決權或是表決權較少股份之規範

第一目、計畫的使用必要性

對於發行無表決權或是表決權較少股份之公司，其於上市審查時必須遵守有價證券上場規程第 207 條 1 項 5 款「出於其他公益或是投資者保護觀點，證交所必須審查事項」所制定出的指導原則²⁹⁸。利用表決權較多之股份(當公司發行無表決權股時，係指其他有表決權之股份；或是當發行較少表決權股時，係指一般有表決權之股份)，使特定經營者的經營權能繼續維持時，須以股東共同利益之觀點來看是否具有必要性²⁹⁹，亦即維持特定經營者可以使公司價值提升。

公司價值之提升，具體而言係指在公司營運上具有不可或缺(屬人性)之能力³⁰⁰，例如事業發展、研究開發、人才採用等等³⁰¹，而這些事由須由過去實績加以

²⁹⁶ 有價證券上場規程 601 條 1 項 17 款及其施行規則 601 條 14 項 5 款。

²⁹⁷ 松尾健一(2014)，〈議決權種類株式上場に関する取引所規則の検討〉，《阪大法學》，64 卷 3・4 期，頁 947。

²⁹⁸ 上場審査等に関するガイドライン II 6(4)、(5)。

²⁹⁹ 例如公司控制權之人具有對公司而言不可或缺具專屬性之能力，具體如技術發明者創業成為經營者。松尾拓也(2014)，〈IPO 事例と改正東証ガイドラインにみる 議決權種類株式スキームの活用と留意点〉，《旬刊經理情報》，1390 期，頁 60。

³⁰⁰ 象徵經營公司之正當性已從過去單純持有較多股份，轉變為對於經營者屬人性能力之肯定。

³⁰¹ 然而亦有認為技術、研究開發等能力未必能與善於經營公司劃上等號。勝部伸夫(2017)，〈種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス：議決權種類株式を中心にして〉，《商學論究》，64 卷 3 期，頁 121。

具體說明，且此必要性並不僅是現在存在，未來亦須能預見³⁰²。此外使用表決權較多之股份，其目的不能僅是為了保障董事的地位，及作為公開收購之防衛手段³⁰³，就其使用之目的、必要性等計畫亦必須公開揭露³⁰⁴。



另外當特殊情況下，持有表決權較多之股東並非公司董事時，於審查時須多考量兩要素：第一、持有表決權較多之股東，其表決權行使的方針及目的，須符合計畫的使用必要性³⁰⁵，且須於公開說明書中具體揭露；第二、新上市公司若是從屬公司，則持有高表決權股之控制公司及其集團，須與從屬公司就業務、人事、交易等有所區別，而具有獨立性³⁰⁶。證交所過去以來對於從屬公司上市，多會要求其與控制公司間需要區隔，而具有獨立性，蓋控制公司與從屬公司間容易發生不平等的交易、控制公司可能干預子公司經營方針等，這些情況會使子公司的少數股東受到壓迫及損害，且此於使用表決權特別股建立的控制與從屬關係中，發生的風險將可能更高，因此於此要素審查時須更加的謹慎³⁰⁷。

第二目、計畫的相當性

公司所提出的計畫不能給予持有表決權較高的股東不正當的利益，且同時計畫亦須符合相當性³⁰⁸。所謂相當性，具體而言之考量包含(a)當特定經營者的經營

³⁰² 2018 新規上場ガイドブック（マザーズ編），頁 78。

³⁰³ 上場審査等に関するガイドライン II.6.(4)b: 「議決権の多い株式等を利用する主要な目的が、新規上場申請者の取締役等の地位を保全すること又は買収防衛策とすることでない」と認められること」。

³⁰⁴ 上場審査等に関するガイドライン II.6.(4)c: 「議決権の多い株式等の利用の目的、必要性及びそのスキームが、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていると認められること」。

³⁰⁵ 尤其當持有高表決權股之股東為公司(控制公司)時，由於公司自身亦有募資能力，欠缺資金時，應得向外募資，因此為何需特別使用表決權特別股以維持從屬公司之控制，其理由需特別說明。

³⁰⁶ 林謙太郎，前掲註 275，頁 32。

³⁰⁷ 林謙太郎，前掲註 275，頁 33。

³⁰⁸ 上場審査等に関するガイドライン II.6.(4)a: 「議決権の多い株式等（無議決権株式を發行している場合の議決権付株式及び議決権の多い株式（議決権の少ない株式以外の議決権付株式

權，維持的必要性消失時，對無表決權股及表決權較少的股份須有消除計畫(日落條款)³⁰⁹；(b)當以極少的出資比例取得公司的控制權時，如何解決此種情況之安排須於章程上定明(緩衝條款)³¹⁰；(c)表決權較多的非上市股份於轉讓後，將轉變為表決權較少的股份，此意旨須於章程中定明(轉讓限制條款)³¹¹。簡而言之，即在前述規範下，公司章程中對於以表決權差異所建立的控制權計畫，須有日落條款、緩衝條款及移轉限制之存在。

日落條款具體而言，係例如在表決權較多的股份上，附加公司可以向股東收回股份之權利(取得條項³¹²)；收回事由³¹³可以是特定人從董事之位退下，並以 1 高表決權股兌換 1 低表決權股作為取得對價³¹⁴，或是亦可訂明執行股東意思確認程序，以決定高表決權股使用計畫之存續與否³¹⁵。

而緩衝條款之目的，則在於避免經濟利益與公司控制權過度失衡³¹⁶，因此條款具體之明文化，可規定如當取得一定比例之股東出現時，高表決權股將轉換為低表決權股³¹⁷，而具體緩衝條款所設定的比例到底為多少，於 2018 上市指南中

をいう。以下同じ。)をいう。以下同じ。)により特定の者が経営に関与し続けることができる状況を確認すること等が、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、そのスキームが当該必要性に照らして議決権の多い株式等の株主を不当に利するものではなく相当なものであると認められること」。

³⁰⁹ 上場審査等に関するガイドラインⅡ.6.(4)a.(a):「当該必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームを解消できる見込みのあること」。

³¹⁰ 上場審査等に関するガイドラインⅡ.6.(4)a.(b):「極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消される旨が定款等に適切に定められていること」。

³¹¹ 上場審査等に関するガイドラインⅡ.6.(4)a.(c):「当該新規上場申請に係る内国株券等が議決権の少ない株式である場合には、議決権の多い株式について、原則として、その譲渡等が行われるときに議決権の少ない株式に転換される旨が定款等に適切に定められていること」。

³¹² 会社法 108 条 1 項 6 号。

³¹³ 会社法 108 条 2 項 6 号イ、107 条 2 項 3 号イ。

³¹⁴ 会社法 108 条 2 項 6 号ロ。

³¹⁵ 2018 新規上場ガイドブック(マザーズ編)，前掲註 302，頁 79。

³¹⁶ 勝部伸夫，前掲註 301，頁 116。

³¹⁷ 2018 新規上場ガイドブック(マザーズ編)，前掲註 302，頁 80。

的 Q&A 認為³¹⁸，鑑於公司法第 115 條限制表決權股發行股份數，只能為已發行股份總數的 1/2，代表當這些限制表決權股皆為無表決權股時，僅須持有發行股份總數 25%(股東會過半數)具表決權之股份即可控制公司，因此緩衝條款之持股比例應設定低於已發行股份總數 75%，亦即當有股東持有超過 75%(可容忍最大比例)時，高表決權股應轉換為低表決權股。

又移轉限制條款之目的，在於確保公司經營上不可或缺的屬人性能力未有變動(即確保計畫使用必要性)。蓋投資者願意持有表決權較少的股份，乃是基於控制股東具有對公司而言不可或缺的屬人性能力，因此如高表決權股移轉後，即有很高的可能性違反股東原有投資期待，而有必要加以限制。其中唯一可能的例外，是高表決權股係在之共同創辦人之間移轉³¹⁹，蓋此時並未完全破壞股東原始投資期待，而有轉圜的餘地。另外對於以讓與以外方式移轉股份，例如繼承等，證交所認為原則上亦在移轉限制條款的限制範圍內，僅有在極為限定的情況下充分說明合理之理由始有可能，且將會慎重地審查之³²⁰。另外如以法人持有高表決權股之方式維持公司控制者，其極有可能將法人之控制權移轉於他人，且此時基於法人格獨立，法人之控制權移轉並非公司移轉限制條款所能及，因此證交所認為³²¹，這樣實質移轉公司控制的行為，亦需要特別加以注意並謹慎審查³²²。

第三目、少數股東保護

若決定發行特別股，即可能因各類股之股東權利不同，而有利害關係對立發生的可能，因此公司法第 322 條第 1 項規定，因公司行為致某一類股股東之

³¹⁸ 2018 新規上場ガイドブック(マザーズ編)，前掲註 302，頁 89。

³¹⁹ 松尾健一，前掲註 297，頁 955。

³²⁰ 2018 新規上場ガイドブック(マザーズ編)，前掲註 302，頁 89。

³²¹ 2018 新規上場ガイドブック(マザーズ編)，前掲註 302，頁 89。

³²² 此能解釋為何後述 Cyberdyne 案例中，當高表決權股移轉與山海財團法人時，需進行股東意思確認程序。

利益受損時，須經由該類股股東組成的股東會決議通過後，始發生效力，藉由這樣的方式來調節各類股股東可能發生的利害衝突。然而公司法第 322 條第 2、3 項，授權公司得於章程中訂明排除股東會決議之要求，在此情況下即有必要特別探討對於表決權較少股東的保護方法。

具體情況可能因公司狀況、發行股份總類而有異，但證交所認為對於下列各情況需有相對應的措施。第一、當股票的分割合併、盈餘轉增資等權利變動時，各類股股東應受到平等對待之意旨應事前於章程訂明³²³。第二、當進行公司合併，且發行高表決權股之公司為消滅公司時，以合併經股東會決議為觸發事由，高表決權股將全數轉換為低表決權股之意旨，應事前於章程訂明，蓋事後當進行合併時，高表決權股與低表決權股間可能因有利害衝突，而損及低表決權股股東的權益³²⁴。

另外高表決權股股東亦可能利用自己表決權之優勢，對低表決權股股東造成損害，例如透過與公司訂立不利的交易條件以獲取控制私利，進而損害少數股東權益。因此證交所要求當公司與其母公司、控制股東、控制股東表決權持有過半數之公司及其子公司等³²⁵為交易時，須要有保護少數股東之相關機制，例如交易需經過具獨立性的董事或獨立委員會審查交易合理性，並於必要時諮詢少數股東之意見等。這些少數股東保護機制需於上市時向證交所提出，且當公司與控制股東進行關係人交易時，若未顧及少數股東之權利，將可能構成廢止上市之事由³²⁶。

³²³ 例如事前於章程訂明當進行股票分割時，各類股應平等地同類股同比例地分割。

³²⁴ 2018 新規上場ガイドブック（マザーズ編），前掲註 302，頁 84。

³²⁵ 太田洋、松原大祐、水島淳、尾崎美和（2017），〈米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係る M&A [上]〉，《金融・商事判例》，1509 期，頁 4。

³²⁶ 2018 新規上場ガイドブック（マザーズ編），前掲註 302，頁 85。



圖表十一:使用表決權特別股之上市審查

計畫必要性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 為使特定經營者的經營權能繼續維持時，須以股東共同利益之觀點來看是否具有必要性，且使用目的不能是為了保障董事的地位，及作為公開收購之防衛手段。 2. 提出的計畫不能給予持有表決權較高的股東不正當的利益。
計畫相當性 (限制條款)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 特定經營者的經營權，其維持必要性消失時，對無表決權股及表決權較少的股份須有消除計畫（日落條款）。 2. 以極少的出資比例取得公司的控制權時，解決此種情況之安排須於章程上定明（緩衝條款）。 3. 表決權較多的非上市股份於轉讓後，將轉變為表決權較少的股份，此意旨須於章程訂明（轉讓限制條款）。
少數股東保護	<ol style="list-style-type: none"> 1. 各類股股東間之利害關係及對立發生的時候，須設置使持有上市股票之股東不受到不當侵害的保護措施。 2. 當與控制公司或是控制股東為關係人交易時，對於少數股東可能受到的侵害，須要事前有相關的保護計畫。

第四項、案例介紹

第一款、發行 B 類股計畫概要

Cyberdyne 是一家開發醫療看護機器人的公司，2014 年 3 月 26 日在東京證交所「マザーズ(Mothers)」板上市³²⁷。公司理念為「科技是為了對人類及社會能

³²⁷ マザーズ(Mothers)板是東京證交所特別設立給新創事業募資的平台，相較於要求公司的穩定度，此板更注重公司之發展性，因此即使公司現階段虧損，但只要具有充分的發展性亦有獲准

有所助益」。該公司的事業以照顧看護為中心，希望透過先進技術的活用，使人體機能獲得改善、輔助、再生等，此符合高齡化來臨的社會需求，亦為該公司所追求的長期企業價值。然而另一方面，公司擁有的先進技術，同時亦可能用於開發會對人類造成傷亡的武器及兵器，使公司朝向軍事產業等非和平使用技術之領域發展。為了確保公司隨著向資本市場募資後，其先進技術仍能和平地被利用，因此決議發行 B 類股³²⁸。

從公司屬人性觀點觀之，Cyberdyne 的創辦人山海嘉之是 Cybernics 技術³²⁹的開發者，亦是此技術研發的核心。為了能更進一步使此創新的技術對社會有所貢獻，並使企業價值能加以提升(股東共同價值)，有必要使創辦人山海嘉之能繼續穩定地經營公司³³⁰。

B 類股與上市的普通股在盈餘分派等經濟利益方面享有同一權利，但是對於多少股為一單元則有所不同。普通股為 100 股一單元，B 類股則為 10 股一單元，此使持有 B 類股的股東相較持有普通股的股東，於表決權上有 10 倍的差距(圖表十二: Cyberdyne 公司發行股份類型)。B 類股的股東目前僅有山海嘉之、以山海嘉之為代表理事的財團法人山海健康財團及山海科學技術振興財團(下稱財團法人)。山海嘉之至 2017 年事業年度終了時³³¹，持有以已發行的普通股及

上市的可能。マザーズ(Mothers)取名自「Market Of The High-growth and Emerging Stocks (高成長新興股票市場)」，具有希望投資人如同母親般照顧新創事業的意涵在內。

³²⁸ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，頁 26。

³²⁹ 本於人體有其極限及高齡社會的來臨，而開發此結合訊息處理技術、機器人工程、腦科學、神經科學、生理學、行為科學、心理學、法律、倫理學及情感合為一體的新型科學研究領域。Cybernics 官方網站，<http://www.cybernics.tsukuba.ac.jp/outline/index.html> (最後瀏覽日：09/24/2017)。

³³⁰ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前揭註 328，頁 26。

³³¹ 事業年度:2017 年 4 月 1 日-2018 年 3 月 31 日。

B 類股共 38%(普通股 3,042,000 股及 B 類股 77,696,000 股)，並握有 85%的表決權³³²。



圖表十二³³³:Cyberdyne 公司發行股份類型

	普通股	B 類股
盈餘分派	同順位、同額	
一單元股數	100 股 (100 股一個表決權)	10 股 (10 股 1 個表決權)
轉讓限制	無	須經董事會承認
股東請求公司收回股份之權利 ³³⁴ (取得請求權)	無	有 (B 類股 1 股換 A 類股 1 股)
公司向股東收回股份之權利 ³³⁵ (取得條項)	無	有 (B 類股 1 股換 A 類股 1 股)
上市	上市	非上市

圖表十三:Cyberdyne 公司收回高表決權股(取得條項)事由³³⁶

	取得事由	取得效力發生日
1	併購: Cyberdyne 公司為消滅公司之合併、股份轉換等，相關議案經當事人雙方公司股東會決議	該合併、股份轉換、股份轉移基準日前一日。

³³² Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2017 年 4 月 1 日-2018 年 3 月 31 日)，頁 23-24。

³³³ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前掲註 328，頁 26。

³³⁴ Cyberdyne 公司章程第 17 條。

³³⁵ Cyberdyne 公司章程第 18 條。

³³⁶ 太田洋、松原大祐、水島淳、尾崎美和，前掲註 325，頁 5。

	通過 (如無須經過股東會決議,則以董事決議通過)。	
2	<p>緩衝條款:</p> <p>當公開收購發生,其收購結果使收購者最終取得已發行股份總數³³⁷4分之3。</p>	<p>公開買付報告書³³⁸提出 日後第90日。</p>
3	<p>落日條款(股東意思確認程序):</p> <p>在股東意思確認程序中 B 類股以 100 股為一單元,其表決權與普通股相同加以計算,當出席表決權數達總表決權數 3 分之 1 且出席之表決權數中有 3 分之 2 以上贊同。股東意思確認程序事由包含:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 山海嘉之從董事卸任後,自卸任之日起 1 年內事業年度終了之股東常會完結前。 2. 前述股東意思確認程序之後 5 年以內事業年度終了後 3 個月內。 	<p>自股東意思確認程序後 第 90 日。</p>
4	<p>移轉限制條款:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. B 類股股東以外之人,因轉讓而持有 B 類股。 2. B 類股股東以外之人持有 B 類股向公司請求承認³³⁹。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 請求承認移轉股份之日。 2. 公司通知收回股份。 3. 以公告方式為之者,自公告之日起經 2 周後之日。

³³⁷ Cyberdyne 公司所持有不含。

³³⁸ 依據金融商品取引法公布公開收購內容及結果之文書。

³³⁹ 会社法 136 條、137 條。

<p>3. 自 B 類股股東死亡後經過 90 日(但從其他的 B 類股股東處繼承或是遺贈而持有 B 類股，或是 90 日內從其他 B 類股股東處受讓 B 類股除外)。</p>	<p>1. 死亡後 90 日 2. 公司通知收回股份 3. 以公告方式為之者，自公告之日起經 2 周後之日</p>
---	---

第二款、技術和平使用與股東利益最大化潛在衝突

Cyberdyne 公司為了使公司技術能和平地被使用，故將公司之控制權賦予創辦人，並認為此能更進一步使創新的技術對社會有所貢獻，並使企業價值能有所提升(股東共同價值)。然而就技術和平地被使用此目的而言，是否與股東利益最大化有所衝突不無疑義。蓋如果使用於軍事開發將使公司獲得之利益，大於未善盡企業社會責任、企業評價降低之不利益時，股東利益最大化即有可能無法實踐³⁴⁰。

然而上述論點於現今講求社會責任之時代，股東利益最大化原則應該與公司所有利害關係人之利益相調和。此外於日本明文禁止的僅有股東之盈餘分派及清算分派剩餘財產之權利不得被剝奪³⁴¹，對於股東利益最大化原則，於法規範上未必有強而有力的拘束性³⁴²。

另外由契約角度觀之，Cyberdyne 公司於章程中載明技術和平被使用之意旨，因此市場投資人在知悉對公司而言技術和平被使用之重視程度遠大於公司

³⁴⁰ 大崎貞和 (2014)，〈議決權種類株式と上場制度のあり方〉，《内外資本市場動向メモ》，243 期，頁 6(註 6)；轉引至：加藤貴仁 (2015)，〈議決權種類株式は資本市場を破壊するのか？〉，收於：神作裕之 (編)、資本市場研究会 (編)，《企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言 2015 年度版》，頁 148，東京都：資本市場研究会。

³⁴¹ 会社法 105 條 2 項。

³⁴² 加藤貴仁，前揭註 267，頁 149。

違反時所能獲得之利益，而仍願意加以投資。因此對於願意投資之投資者而言，技術和平地被使用優先於公司獲利，故應不能認為有違反股東最大利益原則³⁴³。



然而如果單純從證交所上市規則觀之，要求從股東共同利益觀點加以審查 B 類股使用合理性，其他以外之點例如為了公益、新聞自由等並不予以承認。技術和平地被使用是否能直接與股東共同利益連結不無疑義³⁴⁴，因此於審查及定義上似乎仍有模糊空間³⁴⁵。

第三款、限制條款:計畫相當性

第一目、B 類股轉讓限制條款

B 類股的發行目的，是為了確保公司之先進技術能和平地被使用，因此設有防止 B 類股股東變更之相關機制，故公司章程上記明:第一、B 類股股東以外之人，因轉讓而持有 B 類股時，須經過董事會的承認³⁴⁶；第二、B 類股股東以外之人持有 B 類股向公司請求承認³⁴⁷(讓渡承認請求)之時，及自 B 類股股東死亡後經過 90 日，該 B 類股將全部以 1 比 1 之比例轉換成普通股(但從其他的 B 類股股

³⁴³ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 149。

³⁴⁴ 如同前述技術用於軍事開發上可能使公司能有更大獲利，使股東享有更多盈餘分派。

³⁴⁵ 松尾健一，前揭註 297，頁 949。

³⁴⁶ Cyberdyne 公司章程第 16 條。

³⁴⁷ 会社法 136 条:「讓渡制限株式の株主は、その有する讓渡制限株式を他人(当該讓渡制限株式を發行した株式会社を除く。)に譲り渡そうとするときは、当該株式会社に対し、当該他人が当該讓渡制限株式を取得することについて承認をするか否かの決定をすることを請求することができる」；会社法 137 条 1 項:「讓渡制限株式を取得した株式取得者は、株式会社に対し、当該讓渡制限株式を取得したことについて承認をするか否かの決定をすることを請求することができる」。

東處繼承或是遺贈而持有 B 類股，或是 90 日內從其他 B 類股股東處受讓 B 類股者除外)³⁴⁸。



其中選擇以 B 類股股東以外之人持有 B 類股，向公司請求承認(讓渡承認請求)之時點，作為轉換發動事由之一。蓋 Cyberdyne 公司並未發行實體股票，對於取得 B 類股之人而言，必須向公司請求更改股東名簿，否則即不得以其轉讓對抗公司及第三人³⁴⁹，且 B 類股因附有轉讓限制，須公司對其移轉加以承認始得變更股東名簿³⁵⁰，因此以向公司請求承認之時點作為轉換發動事由之一具有合理性³⁵¹。

此外為使公司之技術能持續被運用於和平之目的上，不因創辦人過世或卸任而改變，因此創辦人山海嘉之所擁有的 B 類股將於前述時點發生後，一部分無償轉讓給財團法人。財團法人為了達到前述目的，及防止企業價值有所減損，其表決權的行使須符合表決權行使規範。該規範要求財團法人所持有的 B 類股，於股東會或是特別股股東會，對於下列議案須行使表決權時，其表決權應為反對之表達：一、當判斷該董事選解任議案，會妨礙先進技術和平地被使用，或是涉及以減損企業價值的經營方式經營公司；二、關於其他議案，當判斷該議案通過會妨礙公司先進技術和平地被使用或是對企業價值有所減損時。此外當表決權行使規範有所變更時，亦須經財團法人之理事會決議通過，且應以財團法人所規定之形式加以公開³⁵²。

³⁴⁸ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前掲註 328，頁 27；Cyberdyne 公司章程第 18 條 2 項 2 款。

³⁴⁹ 会社法 130 條 1 項。

³⁵⁰ 会社法 134 條 1 款及 2 款。

³⁵¹ 當轉讓之人為 Cyberdyne 公司所認可之人，公司僅需於行使移轉同意請求(讓渡請求)權前，對 B 類股之取得加以同意即可。

³⁵² Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前掲註 328，頁 27。

綜上所述，對 B 類股之移轉限制反應出，欲持有 B 類股掌握公司經營之人，需有一定之資格(屬人性)，亦即投資人投資 Cyberdyne 公司，實質上等同是對創辦人山海嘉之本人進行投資，因此可以認為移轉限制條款，具有當山海嘉之及財團法人以外之人取得 B 類股時，投資人一開始投資之前提即不復存在，而有解消控制力之意涵在內³⁵³。

第二目、緩衝條款

以極少的出資比例取得公司的控制權時，解決此種情況之安排須於章程上定明，以避免此制度被濫用。在 Cyberdyne 公司章程中，對 B 類股之使用計畫亦有緩衝條款之設置，其要求當公開收購發生，且收購結果使收購者最終取得已發行股份總數(Cyberdyne 公司所持有不含)4 分之 3 時，B 類股將全部轉換成普通股³⁵⁴。

上述這樣形式的緩衝條款係源自於歐盟公開收購指令³⁵⁵第 11 條，該條規範認為當收購者持有股份總數達 75% 以上時，除無表決權股外，複數表決權等表決權特別股將失去其效力。此條文規範的意義在於使公司控制權回歸於市場機制並使資源更有效率的運作，具有突破各國家中使用特殊表決權股機制，並促進歐盟範圍內各國家政治及經濟一體化的特殊意涵在內³⁵⁶。

然而緩衝條款亦具有其矛盾性，一方面使用特別股穩定公司之經營，使其脫離市場制約，但又同時使用緩衝條款使公司有受敵意併購之可能，而於一定程度

³⁵³ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 176。

³⁵⁴ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前揭註 328，頁 27；Cyberdyne 公司章程第 18 條第 1 項 2 款。

³⁵⁵ Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids (2004/25/EC (2004)).

³⁵⁶ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 182。

回歸市場機制。在 Cyberdyne 公司中這樣的緩衝條款具有促使控制股東持有一定數量普通股之功能，以緩和 control 股東與一般投資大眾動機不一致的可能性，然而以如此目的出發，實無必要以公開收購為前提。



至 2017 年事業年度³⁵⁷終了為止，創辦人山海嘉之持有已發行的普通股及 B 類股共 38%(普通股 3,042,000 股及 B 類股 77,696,000 股)，握有 85% 的表決權³⁵⁸。因此就目前為止，緩衝條款無觸發可能性，山海嘉之無須為了迴避條款而多持有普通股，但未來隨著公司發行更多普通股，其將會產生持有更多普通股的需求。

第三目、日落條款

日落條款係指當 B 類股使用計畫目的完了，或是特定事由發生被視為計畫目的完了之時，能將計畫解消之條款。Cyberdyne 公司章程中定明，當創辦人山海嘉之卸任或是死亡後，為了使 B 類股使用計畫及目的能加以延續，因此於前述時點 B 類股將部分無償轉讓給財團法人。然而為了確保山海嘉之從董事之職卸任後，對於由財團法人行使 B 類股一事，能得到包含普通股股東在內的所有股東一致的共識，因此山海嘉之從董事卸任後，公司須自卸任之日起 1 年內，且於該事業年度終了之股東常會完結前，實施股東意思確認程序；而於前述股東意思確認程序之後 5 年以內事業年度終了後 3 個月內，亦應再次實施，以確認普通股及 B 類股等全體股東的意思。在確認程序中，B 類股以 100 股為一單元，故其表決權與普通股相同，以此標準加以計算，當出席表決權數達總表決權數 3 分之 1，且出席之表決權數中有 3 分之 2 以上贊同時，B 類股將全部轉換成普通股³⁵⁹。

³⁵⁷ 事業年度:2017 年 4 月 1 日-2018 年 3 月 31 日。

³⁵⁸ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2017 年 4 月 1 日-2018 年 3 月 31 日)，前掲註 332，頁 23-24。

³⁵⁹ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前掲註 328，頁 28；Cyberdyne 公司章程第 18 條第 1 項 3 款。



本條款突顯 B 類股之存在，與創辦人山海嘉之經營 Cyberdyne 公司之事實緊密結合，當山海嘉之不再繼續經營公司時，外部投資人一開始願意投資 Cyberdyne 公司之前提即不復存在，因此需要進行股東意思確認程序，以確認股東們是否願意在山海嘉之不再繼續經營公司的情況下，仍願意讓 B 類股繼續存在。

然而亦有對股東意思確認程序的正當性持有懷疑態度者，蓋在 B 類股是否轉換一事上，B 類股股東與普通股股東之想法及利害關係均有很大的不一致，若僅以單純統計贊成與否即作成決定，其適當性不無疑義³⁶⁰。此外在股東意思確認程序中，持有 B 類股之股東是否要迴避，亦有正反不同看法。認為需要迴避者，乃立基於 B 類股股東為意思確認程序結果之潛在獲益者，故不宜參與股東意思確認程序，以共同決定 B 類股存續對公司是否有正面影響³⁶¹。然而亦有從經濟角度來看，認為 B 類股股東無須迴避者，蓋 B 類股在經濟利益上與普通股相同，若 B 類股在股東意思確認程序中之表決權亦與普通股相同，兩者立於平等競爭下，即無必要要求迴避³⁶²。

第四款、利害衝突與少數股東保護

控制股東與少數股東間(一般股東大眾)，會有利益相反發生的可能性，且亦有控制股東為追求控制私利，而影響少數股東權益之風險，因此需要建立對少數股東的保護措施。在 Cyberdyne 公司中對少數股東之保護主要可分成三部分：

一、普通股股東權益變動應行程序(經普通股股東會決議)受到排除，對此相關之

³⁶⁰ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 179。

³⁶¹ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 179。

³⁶² 詳細討論於第五章第二節之第一項。

股東保護措施³⁶³

Cyberdyne 公司為了避免妨礙 B 類股之使用計畫及便利性，因此於章程中排除普通股股東權益變動時，所應行的普通股股東決議程序³⁶⁴。但是依照其章程第 19 條規定，如對普通股及 B 類股進行股票合併³⁶⁵、股份轉換³⁶⁶、單元株之股數變動時³⁶⁷，仍需同時同比例進行，因此公司仍無法恣意變更 B 類股與普通股間之比例³⁶⁸。

此外當隨著對外募資發行普通股，B 類股之效益將隨之遞減，此時公司亦無法恣意發行 B 類股，蓋現在 Cyberdyne 公司於章程上載明，公司得發行之 B 類股股份數已全數發行，因此欲增加 B 類股發行股數，仍必須經過股東會決議通過，此時即使章程載明排除普通股股東會決議，但依日本公司法第 322 條 1 項 1 號八及 3 項但書，排除效力不及於此，因此仍須經過普通股股東會決議始得為之。

另外依 Cyberdyne 公司之章程第 18 條 1 項 1 款當公司進行合併 Cyberdyne 公司作為消滅公司或是以股份轉換成為完全從屬公司，當合併議案經過承認時，合併效力發生前 B 類股將全數轉換成普通股，以避免發生合併時，控制股東與股東大眾之間有不平等之利益或利害衝突。

二、公司與筑波大學交易、產學合作時，需經過董事會排除與筑波大學關聯之董事 5 名進行決議³⁶⁹

³⁶³ Cyberdyne 有価証券届出書，頁 57；Cyberdyne 公司章程第 15 條及第 19 條。

³⁶⁴ 会社法 322 條 2 項；Cyberdyne 公司章程第 15 條。

³⁶⁵ 会社法 322 條 1 項 2 号~6 号。

³⁶⁶ 会社法 322 條 1 項 13 号。

³⁶⁷ 会社法 322 條 3 項但書括弧書。

³⁶⁸ 例如僅 B 類股進行分割或 B 類股與普通股同時進行股票分割，但 B 類股分割比例較普通股高。

³⁶⁹ Cyberdyne 有価証券届出書，前掲註 363，頁 52。

此措施是針對 Cyberdyne 公司與筑波大學進行交易、產學合作時，加重公司內部管理之應行程序。蓋山海嘉之除於筑波大學擔任教授外，公司技術源屬於筑波大學所擁有，公司僅在授權期間享有獨佔技術之使用權而加以實用化，因此 Cyberdyne 公司需支付筑波大學銷售淨額 3% 的技術使用費，且雙方亦締結產學合作契約³⁷⁰。

從 Cyberdyne 公司經營存續與筑波大學緊密連結觀點來看，這樣的內部程序規範似仍有所不足³⁷¹。蓋雖然需經過外部無關連董事決議，但外部董事本身的選任與解任與否，皆源於山海嘉之對公司的控制力，因此外部董事是否能立於全然客觀角度，判斷交易合理性不無疑義。此外此程序並未記載於章程，因此潛在有經過董事會決議即可自由變更的風險存在³⁷²。

三、公司與持有 B 類股之股東進行交易時，需經外部董事及監察人所組成的委員會事前承認始得提出於董事會³⁷³。

此措施主要為避免創辦人山海嘉之利用公司控制力，進行與股東大眾利益相反的關係人交易而設。目前山海嘉之與股東間之潛在利益衝突並不嚴重，蓋第一、B 類股與普通股經濟利益相同，因此當公司價值提高時，B 類股與普通股股東將可以公平地依持股比例共享之；第二、山海嘉之與其財團法人並無保有其他事業，故掠奪公司機會、進行不平等關係人交易之機率低，因此原則上山海嘉之除了從公司處獲取董事報酬外，難有其他潛在因與公司交易而獲取利益的可能³⁷⁴。另外，就以獲取董事報酬之方式而獲取私人利益而言，由於在日本上市企業的董事報酬，不如美國上市企業如此之高，因此在現行環境下，如果山海嘉之從公司處獲取高

³⁷⁰ Cyberdyne 有価証券届出書，前掲註 363，頁 61。

³⁷¹ 另有可能的見解認為筑波大學為公立學校，因此透過與 Cyberdyne 公司進行交易獲取不平等利益之可能性較低。

³⁷² 加藤貴仁，前掲註 267，頁 189。

³⁷³ Cyberdyne 有価証券届出書，前掲註 363，頁 80。

³⁷⁴ 加藤貴仁，前掲註 267，頁 188。

額董事報酬，將成為市場注目焦點，進而影響山海嘉之本人之名譽與公司股價，因此以董事報酬的方式，獲取高額且不平等利益之可能性低³⁷⁵。



第五款、B 類股使用計畫潛在風險

B 類股的使用，將使持有 B 類股的股東能以較低的成本取得對公司的控制權，因此於 Cyberdyne 的年度報告中，亦揭露 B 類股的使用，會對普通股股東造成哪些潛在風險³⁷⁶：

一、受到 B 類股股東強大的投票權影響

如同前述，創辦人山海嘉之擁有公司 85% 的表決權，其大量的表決權對公司經營有很強大的影響力，同時造成普通股股東的表決權對公司之影響力下降。此外當 B 類股股東行使表決權之考量，是為了使公司技術能和平地被使用，此時與普通股股東之利益亦有可能相反。

二、妨礙公開收購

B 類股之使用計畫，使持有 B 類股的股東表決權，相較普通股股東有 10 倍的差距。而公司章程雖設有緩衝條款及日落條款，但緩衝條款要求公開收購者最終須持有已發行股份總數(含 B 類股)4 分之 3 的普通股；日落條款亦要求在股東意思確認程序中，須有 3 分之 2 以上股東的贊成，滿足上述條件之一者，B 類股始轉換為普通股。因此對於普通股股東而言，享有公開收購之機會有可能減少。

三、普通股股東權益發生變動時無須經過普通股股東決議

³⁷⁵ 加藤貴仁，前揭註 267，頁 188 註 62。

³⁷⁶ Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016 年 4 月 1 日-2017 年 3 月 31 日)，前揭註 328，頁 29。

當日本公司法第 322 條第 1 項³⁷⁷所列各款，對普通股股東權益有損害可能時，亦無須經過普通股股東會之決議，因此普通股股東之意思可能無法有效反映給公司。



四、B 類股轉換普通股

章程訂有 B 類股於特定情況下(前述)會轉換成普通股，使上市的普通股股數會有所增加，對普通股的股價有可能產生影響。

³⁷⁷ 公司法 322 條 1 項:「種類株式發行会社が次に掲げる行為をする場合において、ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるときは、当該行為は、当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会（当該種類株主に係る株式の種類が二以上ある場合にあっては、当該二以上の株式の種類別に区分された種類株主を構成員とする各種類株主総会。以下この条において同じ。）の決議がなければ、その効力を生じない。ただし、当該種類株主総会において議決権を行使することができる種類株主が存しない場合は、この限りでない。一次に掲げる事項についての定款の変更（第百十一条第一項又は第二項に規定するものを除く。）

イ 株式の種類を追加

ロ 株式の内容の変更

ハ 発行可能株式総数又は発行可能種類株式総数の増加

一の二 第百七十九条の三第一項の承認

二 株式の併合又は株式の分割

三 第百八十五条に規定する株式無償割当て

四 当該株式会社の株式を引き受ける者の募集（第二百二条第一項各号に掲げる事項を定めるものに限る。）

五 当該株式会社の新株予約権を引き受ける者の募集（第二百四十一条第一項各号に掲げる事項を定めるものに限る。）

六 第二百七十七条に規定する新株予約権無償割当て

七 合併

八 吸収分割

九 吸収分割による他の会社とその事業に関して有する権利義務の全部又は一部の承継

十 新設分割

十一 株式交換

十二 株式交換による他の株式会社の発行済株式全部の取得

十三 株式移転」。

第五項、小結

此處藉由日本 Cyberdyne 公司作為案例，介紹日本公司法制及相關上市規範。日本雖不承認複數表決權股的存在，但實質上可以透過單元株機制，達到類似於雙層股權結構之效果。

東京證交所允許上市之公司類型，包含透過單元株維護公司控制權之公司，然其上市規範要求公司必須擁有維護其控制權之必要性及相當性，並具體落實於章程，而形成所謂緩衝條款及日落條款，以減緩此種機制可能失去外部市場制衡之缺失。此種規範之建立值得我們參考，並思考是否有相關配套措施可減緩雙層股權結構之弊端下，可以適度放寬我國複數表決權股的使用範圍。本文下一章將具體討論日落條款之必要性及相關設計，期待能作為解決無效率雙層股權結構之方法，防免雙層股權結構如脫韁野馬一般不受控制。

第五章、雙層股權結構之制衡——從時間觀點切入

雙層股權結構透過高表決權股與低表決權股之表決權差距，實現控制股東對公司的控制。具體而言，此種機制為一種取得控制權的手段，如同交叉持股、金字塔結構等；其所造成的結果亦如同股權集中公司一般，即由控制股東獲取公司控制權，因此股權集中公司所可能造成的控制股東壓迫少數股東問題，亦可能在雙層股權結構公司中發生。

對此解決雙層股權結構之濫用，可以分成內外兩個層次來探討。外層為針對雙層股權結構之使用，可能產生的不利結果，即控制權濫用造成的壓迫問題之解決。針對此議題常見的討論，如建構完整的董事忠實義務，及為避免控制股東脫免責任而設的事實上董事與影子董事之規範³⁷⁸；為了使股東能請求法院介入公司，訴追董事責任的股東代位訴訟的建構³⁷⁹；或是解決不當經營的不公平侵害救濟制度之建立³⁸⁰；能迅速解決公司經營爭端的商業法院³⁸¹等等，皆為協助少數股東受到壓迫後，能有效快速解決爭執，並給予少數股東應有的保護措施。內層則係針對雙層股權結構本身，預見其未來隨著時間發展可能不再具有效率時，如何透過事前條款之設計，有效地減緩雙層股權結構自身可能的缺失，或是消除無效率的雙層股權結構，使其不被濫用。

³⁷⁸ 如我國公司法第 8 條 3 項前段。此議題更深入的探討可參考：郭大維（2015），〈我國公司法制對事實上董事及影子董事之規範與省思〉，《臺北大學法學論叢》，96 期，頁 45-83。

³⁷⁹ 如我國公司法第 214 條。對現行此制度之批評可參考：陳彥良（2017），〈股東會股東權現代化之建構——由民間公司法全盤修正委員會修法建議出發〉，《月旦法學雜誌》，268 期，頁 55-56。

³⁸⁰ 計畫主持人：邵慶平、計畫助理：周芳如、曾冠樟、黃永吉（2016 年 5 月），國發會委外研究——強化保護少數股東法制之研究，頁 44-56，http://theme.ndc.gov.tw/EoDB/News_Content.aspx?n=AFEBABF1498F4391&s=9B73505BAB1869FA（最後瀏覽日：10/5/2017）。

³⁸¹ 可參考王志誠（2016），〈德拉瓦州商業法院之設立及啟發〉，《月旦法學雜誌》，250 期，頁 5-13。

外層涉及整個公司相關法制之建構，範圍過於廣泛，且其解決之道與股權集中公司潛在的外部問題(壓迫行為之出現)同一，已有多位學者及碩士論文探討相關之爭議。因此本文將聚焦於內層，即針對雙層股權結構本身可以有哪些配合的條款為輔助，並以時間因素切入探討，說明事前於章程設置條款之必要性，並例示可能之條款設計。

第一節、考慮時間因素之必要性

雙層股權結構之優點，及其相關爭議於第參章已具體說明，然而在討論上，尚未將「時間因素」納入考量，即該制度的優點及缺失，可能隨著時間而改變。因此以下先透過一具體案例，說明時間因素的重要性，其後並具體說明時間因素會為雙層股權結構帶來怎麼樣的影響。

在 1990 年代 Viacom 是一家具有雙層股權結構的媒體公司，此結構使控制股東 Sumner Redstone 持有少數股份即可以掌握公司的控制。當時 Redstone 在好萊塢已經是最成功的人士之一，其大膽及精明的經營方式使 Viacom 成為一家總市值 400 億美金的娛樂帝國，旗下包含 Paramount movie studio、CBS、MTV 及 Showtime television network，因此投資人在 1990 年代合理地認為 Redstone 可以成為好的公司舵手帶領公司成長³⁸²。

然而 26 年過後到了 2016 年，93 歲的 Redstone 面對一場由 Viacom 的前 CEO 所提出的訴訟。其在訴訟中主張：「Redstone 的身體及精神為疾病所困，已經幾近一年沒有出現在公眾場合，他幾乎不能站不能走不能寫及說，且需要他人餵食，

³⁸² Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 587; Michael J. de la Merced, *How Sumner Redstone Went from Army Cryptographer to Media Mogul*, N.Y. TIMES (May 5, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/05/06/business/media/how-sumner-redstone-went-from-army-cryptographer-to-media-mogul.html>.

自主意思受到其女兒所控制³⁸³，已不適任為公司經營決策。」而在訴訟中 Redstone 就連詢問其姓名也無法好好回應。一些觀察者認為，公司經營將因為此爭議的爆發而跛腳。然而對於公眾投資人(幾乎持有 Viacom 90%股份)而言，仍然無力挑戰，並影響公司的經營權³⁸⁴。

另外一家公司 Snap Inc.，此為一家手機 APP 公司，於 2017 年掛牌上市。該公司亦具有雙層股權結構，使公司創辦人 Evan Spiegel 及 Robert Murphy 能一生對公司享有控制。換句話說，現在 26 及 28 歲的他們，可能在未來 50 幾年或是更長的時間均能掌握公司經營權。在 Snap 公開發行時，投資大眾雖認同他們為公司的舵手帶領公司成長(IPO 當日股價即上漲，市值達 283 億美元³⁸⁵)，然而縱使在 2017 年及未來幾年，他們能以優秀的才能、獨到的眼光，替公司獲取大量收益，但這仍無法肯定他們在未來皆能適任。蓋科技業環境變化快速，一時的成功並不一定代表在未來的變化中，皆能帶領著公司成長³⁸⁶，因此現在 2017 年的適任，並不代表 2037 年、2047 年、2057 年遙遠的未來皆為適任，但 Snap 的股權結構鎖住了公司控制權，為公司帶來治理上的風險³⁸⁷。

從上述兩個例子中，一為公司控制股東已邁入老年無法有效率經營公司，但其仍對公司擁有絕對的控制力；另一為剛成立的公司，控制股東尚年輕，但可預

³⁸³ Emily Steel, *Viacom Chiefs Take Trust Battle to Court*, N.Y. TIMES (May 24, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/05/24/business/viacom-ceo-sumner-redstone-competency-lawsuit-philippe-dauman.html>.

³⁸⁴ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 588.

³⁸⁵ 騰訊科技 (03/03/2017)，〈Snap 上市首日股價大漲 44%，市值達 283 億美元〉，<https://www.inside.com.tw/2017/03/03/snapchat-ipo> (最後瀏覽日：10/05/2017)。

³⁸⁶ 例如 Snap 在第一季受到公開募股(IPO)的相關支出影響，淨虧損達 22.1 億美元，此外 Snap 的首季收入較去年同期大幅提升，由 3,880 萬美元提升至 1.496 億美元，但仍低於分析師預估水準。科技新報 (05/11/2017)，〈Snap 上市後首季財報不理想，盤後股價大跌 23%〉，<https://finance.technews.tw/2017/05/11/snap-lost-2-2-billion-in-2017-q1/> (最後瀏覽日：10/05/2017)。

³⁸⁷ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 589.

見其在尚未有相關條款配合下，將成為第一個案例之翻版，因此有必要將時間因素納入考量，思考其對雙層股權結構之影響。



第一項、時間因素對雙層股權結構之影響

控制股東利用雙層股權結構鎖住控制權，然而當其不再是公司最適任的經營者時，此結構所造成的成本會隨著時間增加。在 IPO 時點，創辦人的獨特技術、對產業的看法及知識，使其適合成為公司的掌舵者，因此在 IPO 階段得允許其使用雙層股權結構以維護對公司的控制權，然而此並不代表其可以無條件地永久享有此機制之優待。蓋即使現階段創辦人相較任何人而言，是最適合經營公司者，然而 20 年或 30 年後是否仍如此適合？恐怕沒有定見。事實上在 IPO 多年後，隨著時間及產業的競爭和變遷，創辦人的優秀能力之削減或消失的可能性反而較高。此時當創辦人不再如此適合公司，或是有其他更適合的人選時，創辦人因鎖住控制權而造成的經營無效率問題，及其所衍生的成本，如鞏固問題(managerial entrenchment)及替換公司經營者所造成的成本，都將大幅增加³⁸⁸。

另外，雙層股權結構在 IPO 階段給予創辦人最佳融資模式之效益，亦會因時間因素而逐漸降低。起初採用雙層股權結構，係為解決公司創辦人在草創階段因欠缺資金而對外募資，但又可能因外部資金進入而無法繼續主導公司發展之問題，此時雙層股權結構可以為資力不足之創辦人，帶來同時兼顧公司發展及取得公司控制權之效益。然而很清楚地，此效益必隨著時間降低，當創辦人有足夠資力補足所欠缺之持股時，此理由將無法再正當化給予創辦人優待。

追求公司長期利益此優點，亦會受時間因素影響，蓋只有在控制者是適合公司時，此優勢才能繼續維持。當控制者不再適任，則不論長期或短期，其所作出

³⁸⁸ *Id.* at 604-605.

的決策皆不再是最適合公司，然而此時卻因為雙層股權結構，使其握有公司經營權，而無法透過市場力量加以替換或制衡，最終結果將會是適得其反。

相較於雙層股權結構，私募股權基金的合夥機制中³⁸⁹，普通合夥人(經理人)雖係全權管理基金資產，但僅有一定期間(通常為 10 年³⁹⁰)，這種期間的限制似乎暗示著，經營者優秀的能力會隨著時間而褪去³⁹¹。蓋對普通合夥人而言，其當然希望投資者在基金到期後，於下一次新基金成立之時，仍願意將資產交由其管理，但這之間仍需要經過投資者的同意，而此到期後之同意，即象徵著對於普通合夥人潛在經營能力下降之風險控制³⁹²。此種設計值得我們回來思考，應如何面對時間因素對雙層股權結構所造成的風險，及應該如何抑制之³⁹³。

第二項、控制股東可能減少持股

雙層股權結構讓控制股東能在降低其持股負擔的同時，免於失去控制權的風險，此使控制股東有動機出售自身持股，以多元化其資產配置，降低個別投資的風險。舉例而言，在 IPO 階段，控制股東通常會藉由維持一定的持股數或是握有高表決權股以維護其控制，例如當控制股東握有 80% 的投票權時，其仍可出售

³⁸⁹ 私募股權投資的基本組織形式是有限責任合夥制，在這個體制下設立私募股權投資基金，由投資者(有限合夥人)和投資經理(一般合夥人)雙方簽訂契約所組成。

³⁹⁰ 大多數私募股權投資基金的存續期為 7~10 年，一般可延長 1 年，期滿後所有基金的資產包括現金和證券必須清算。台灣併購與私募股權協會，
http://www.mapect.com/knowledge_about_industry01.php (最後瀏覽日：10/06/2017)。

³⁹¹ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 606-607.

³⁹² *Id.*

³⁹³ 然而亦有學者認為，從投資者保護密度觀點來看，不應將私募股權基金與雙層股權結構相比較，蓋投資者將資金投入私募股權基金後，原則上在基金成立年限內，其資金即不具流動性，此與 IPO 後，雙層股權結構公司的股票具流通性，能於市場上交易有所不同；此外資訊揭露部分，上市的雙層股權結構公司，需要符合證交所相關之上市規範，而強制將公司資訊加以揭露，然而私募股權基金，多僅能依靠投資人與私募股權基金間之合約。Andrew William Winden, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, 2018 COLUM. BUS. L. REV. 852, 918-919.

一部分持股，只要最終不低於 50% 的投票權即可。這樣的情形在使用雙層股權結之公司更加明顯，蓋出售持股造成失去控制權之潛在風險，已透過持有高表決權股加以移轉。



前述情勢會隨著時間而更加嚴重。以美國市值前十大的雙層股權結構公司的股權結構變化為例(圖表十四)，此表顯示從公司 IPO 後³⁹⁴到 2015 年，這段期間內各公司控制股東的持股變化。如同前述，控制股東持股比例有所下降，在 IPO 時各公司平均有 30%，但到了 2015 年僅有 11.6%。此現象從傳統公司治理觀點來看是不樂見的，蓋傳統上認為控制權與經濟利益間之差距越大，動機偏移問題將越嚴重，造成的代理成本也會越高。此外更嚴重的問題是，雙層股權結構存在套利空間，除了單純隨著公司募資而造成持股比例降低外，控制股東很可能會在具有資金需求時出售股票，或是在股價高點出售股票以獲利，造成非雙層股權結構本旨之行為出現。

圖表十四³⁹⁵:美國市值前十大的雙層股權結構公司的股權結構變化

Company Name	Date of First Available Filing	Initial Holdings	Holdings as of 2015
Berkshire Hathaway	1999	32%	20%
Facebook	2012	28%	15%
Google	2004	28%	12%
Comcast Corporation	1978	42%	0.4%
NIKE	1984	68%	31%
Ford Motor Company	1969	7.1%	1.8%
Regeneron Pharmaceuticals	1991	7%	5%
Twenty-First Century Fox	2005	16%	15%
CBS Corporation	1995	26%	8%
Broadcom Corporation	1999	45%	8%

³⁹⁴ 如果數據在 IPO 時尚未公開，則以其第一次在 SEC 揭露之資訊為準。

³⁹⁵ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 608-609.

Average:		30%	11.6%
----------	--	-----	-------



第三項、無效率的雙層股權結構難以自行轉換

前述已說明雙層股權結構機制可能隨著時間發展，效率逐漸降低。或許有人會認為毋須設計相關的條款加以解決，蓋當雙層股權結構不再有效率時，可以透過事後公司內部自治，自主移除此機制。然而這現實上是有難度的，因此以下介紹兩種常見移除雙層股權結構之手段以加以說明：第一、將整個公司出售給第三人；第二、控制股東自願放棄高表決權股，統一股權結構。

第一款、將公司出售給第三人

雙層股權結構可以透過將整個公司出售給第三人加以消除。當雙層股權結構公司經營無效率時，股價會連帶受到影響而下跌，並有低於公司潛在價值的可能，此時外部買家可能會出現，以高額溢價收購公司，結束原有的雙層股權結構。在這樣的觀點下，公司併購被期待用來結束無效率且低股價的雙層股權結構公司³⁹⁶。然而併購雙層股權結構公司是否能真的成功，很大程度取決於控制股東之意思，而其同意與否涉及所能獲取的利益大小，亦即控制權溢價的分配，究竟應該平等分配與各股東，還是控制股東能獨享控制權溢價。

此爭議在各國有不同的處理方式。以美國為例，現今實務原則上允許控制股東能獨享控制權溢價³⁹⁷，蓋控制股東在創建公司初期花費額外成本，並且負擔持續經營及監督企業的責任，這些成本提供控制股東有正當理由保留其「出售溢價」。此外控制股東在進行併購行為時，都冒有成功與不成功的風險，且在進行併購過

³⁹⁶ *Id.* at 614.

³⁹⁷ 章友馨（2008），〈齊頭式公平是真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定〉，《月旦財經法雜誌》，13期，頁140。

程中付出的時間及精力，此時只有在最後給予控制股東毋庸與少數股東分享的溢價，才能作為承擔這些風險及付出努力的報酬，因此若事前要求控制股東須分享該溢價，則會減少有效率併購交易的發生³⁹⁸。然而在現實上，由於將公司出售給第三人之交易中，控制股東與少數股東間往往會產生利益衝突，即控制股東很可能為了使交易成功，或獲得更多利益，在控制權交易過程中，侵害少數股東的持股價值。因此如果交易無平等地對待所有股東的話，法院於審查交易時，往往會採用完全公平原則加以回顧³⁹⁹，使控制股東獲取控制權溢價仍有一定程度之限制。

相較於美國，我國法雖然未明確規範，究竟控制權溢價是否應該在股東間平等分享，但依證券交易法第 43 條之 1 第 3 項，要求任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者⁴⁰⁰，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之，因此學者認為在我國法規範下，基於股東平等之精神，控制權溢價應該平等分配與股東⁴⁰¹。在此脈絡下，對於以少數持股建立公司控制的控制股東而言，即使係能使公司價值提高的收購案，其可能仍不願意接受。蓋收購後其將失去控制私利，然而作為補償的效率利益往往是依持股比例分配給所有股東，因此在控制股東僅能獲取一小部分利益的情況下，其往往沒有同意收購案之動機。

為更了解上述說明，以下舉一具體例子。假設雙層股權結構使控制股東持有 10% 的股數即可握有公司控制權，而在當時因為經營無效率，公司市值只有 10 億元。此時有外部買家願意以超過 10 億的價格 P 收購之，對此控制股東同意與否，除了會考量溢價外，尚包含因收購而會失去的控制私利價值。假設控制股東所擁

³⁹⁸ 章友馨，前揭註 397，頁 140-141。

³⁹⁹ Goshen & Hamdani, *supra* note 71, at 615-616.

⁴⁰⁰ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之」。

⁴⁰¹ 劉連煜（2018），《新證券交易法實例研習》，15 版，頁 187-188，台北市：元照出版有限公司。

有的控制私利為公司價值的 5%(5000 萬元)，則此例子中，控制股東所擁有之總利益為公司市值 10 億元之 10%(持股比例)，及控制私利 5000 萬元(總共 1 億 5000 萬元)，如果其接受收購，則可以獲得 10% 的 P，但將喪失所有的控制私利。因此即使此次收購能使公司更有效率、價值上升，但只要在本案中 10% 的 P 沒有超過 1 億 5000 萬元，控制股東將沒有動機接受此收購⁴⁰²。

前述舉例並非認為解決無效率雙層股權結構之收購皆不會發生，而是指收購接受與否，很大程度源自於控制股東所得到的控制私利及其自身持股比例。當控制股東所能獲取的控制私利越大，則越沒有動機將公司出售給外部買家；此外當控制股東持股越低，其獲利多集中來自控制私利的獲取時，對接受收購之動機亦會造成嚴重影響，蓋其幾乎無法享有按照持股比例分配的效率利益，因此收購很容易胎死腹中，而無法作為有效率解決雙層股權結構之手段。

第二款、控制股東自願結束雙層股權結構

另外一個方式，即控制股東願意主動消除無效率的雙層股權結構，使公司股權結構回歸單一結構。通常來說，即使消除雙層股權結構能使公司更有效率、價值上升，但控制股東多半無動機，蓋此舉幾乎等同前述將公司出售給第三方一樣，其僅能獲得部分的效率利益，但將會完全失去控制利益⁴⁰³。

上述見解，於一份關於歐洲統一雙層股權結構之研究中，亦有相類似的看法，其認為當控制股東擁有低持股利益與高控制私利獲取可能時，則較不可能統一公司的股權結構⁴⁰⁴。此外觀察 2005 到 2014 年間 Russell 3000 的公司中，其中有 25

⁴⁰² Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 614-615.

⁴⁰³ *Id.* at 616-617.

⁴⁰⁴ Benjamin Maury & Anete Pajuste, *Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications*, 32 *MANAGERIAL & DECISION ECON.* 355, 355-356 (2011).

家公司於股東會議案中，有關於統一股權結構之提案，這些議案雖平均得到 71% 的股東支持，然而控制股東(經營者)仍然拒絕為統一股權結構之相關行動⁴⁰⁵。

使控制股東同意放棄雙層股權結構，可能的辦法是少數股東或大眾股東同意給予控制股東足夠的補償，使其產生動機，願意使股權結構回歸單一。然而除非公司屬於非公開發行公司，否則達成這樣的協議需要支出大量的交易成本。再者，控制股東藉由雙層股權結構獲取控制權之正當性，本源於股東之同意及授權，則何以當回歸原始狀態(單層股權結構)時，股東或公司需要支出額外之補償，這樣的協議在本質上可能欠缺其正當性。此外德拉瓦州法院對於這樣的交易，亦課予獲取對價之控制股東相當之限制，即法院將透過完全公平原則審視這項交易之公平性及合理性⁴⁰⁶。

前述說明並非主張所有控制股東自願消除雙層股權結構之情形皆不會發生，而是強調發生機率很大程度仍受到控制私利大小及持股比例多寡所影響，除非轉換為單一股權結構後，市值能大幅上升，且以控制股東持股比例所能獲得之利益，能夠超出原有控制私利加上原持股之價值，控制股東始有動機自願放棄雙層股權結構⁴⁰⁷。

第三款、小結

前述兩種為常見結束雙層股權結構之方式，雖然並非不可能出現，但很大程度取決於控制股東之利益，且少數股東往往僅能被動地等待，蓋控制股東握有高表決權股，其意見能主宰上述兩種情況發生與否。雙層股權結構之使用，本質上

⁴⁰⁵ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 617-618.

⁴⁰⁶ *See, e.g.,* Levco Alt. Fund Ltd. v. Reader's Digest Ass'n, 803A.2d 428 (Table), 2002 WL 1859064, at *2 (Del. Aug. 13, 2002).

⁴⁰⁷ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 616-617.

源於股東會的授權並定明於章程後，公司始能發行複數表決權股，建立雙層股權結構，因此當雙層股權結構無效率，或是股東有意結束授權時，自應有機制使股東能化被動為主動，並使雙層股權結構非如脫韁野馬般無法掌控，而應有相對應之制衡機制。因此條款的設計即具有重要性，下將具體介紹三種條款類型。

第二節、條款設計

第一項、固定期間型條款

固定期間型條款，即事先在章程訂明一個固定期限，例如公司 IPO 後 10 年，當期間屆滿時，高表決權股將自動轉換成普通股，藉以統一公司股權結構。當然如果此時雙層股權結構可能仍具有效率性，可事前增訂保留條款，延後轉換期日，使雙層股權結構機制可以再持續一定年限，不過延後使用期限，需要經過股東會絕對多數決通過，以確保續存的雙層股權結構仍符合股東之期待⁴⁰⁸。

目前美國有些公司於 IPO 階段時，已採用此類型條款，例如 Fitbit⁴⁰⁹設定期限為 12 年、Groupon⁴¹⁰為 5 年、Kayak⁴¹¹及 Yelp⁴¹²為 7 年，然而採用這類日落條款的公司仍為少數，且在 S&P 1500 指數中，並沒有任何一家公司採用此類型條款⁴¹³。此條款可能的爭議點在於持續期間究竟應設定多長，及保留條款於表決時，持有高表決權股之股東是否需要迴避之問題，下將依序討論之。

⁴⁰⁸ *Id.* at 619.

⁴⁰⁹ Fitbit, Inc., Registration Statement (Form S-1) 10, (May. 7, 2015), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1447599/000119312515176980/d875679ds1.htm> (last visited Oct. 16, 2017).

⁴¹⁰ Groupon, Inc., Amendment No. 7 to Registration Statement (Form S-1) 6, (Nov. 1, 2011), <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=8213893> (last visited Oct. 16, 2017).

⁴¹¹ KAYAK software corporation, Amendment No. 12 to Registration Statement (Form S-1) 122 (Jul. 9, 2012), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1312928/000119312512296709/d117777ds1a.htm> (last visited Oct. 16, 2017).

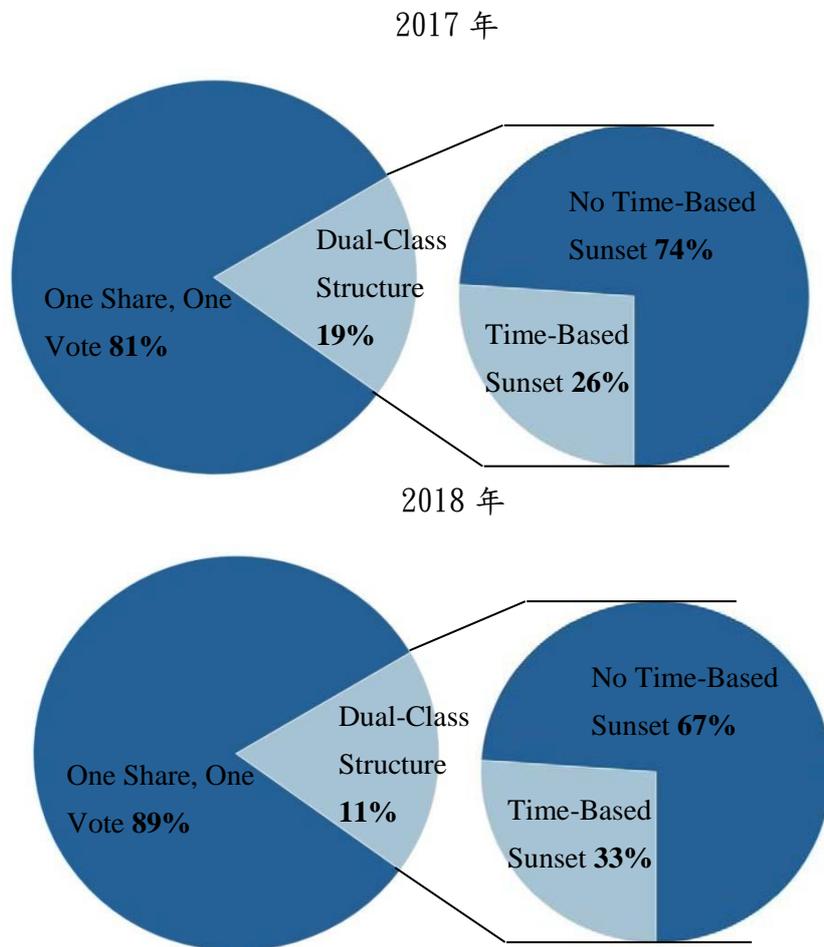
⁴¹² YELP INC., Amendment No. 4 to Registration Statement (Form S-1) 9, (Feb. 16, 2012), <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=8420100> (last visited Oct. 16, 2017).

⁴¹³ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 619.

圖表十五:2017 及 2018 美國 IPO 公司使用雙層股權結構及固定期間型條款情況
414

	2017 年 124 家 IPO 公司	2018 年 140 家
1 股 1 表決權公司數	101 家 (81%)	125 家 (89%)
使用不同表決權數建立雙層股權結構	23 家 (19%)	15 家 (11%)
雙層股權結構中有使用固定期間型條款	6 家	5 家

圖表十六:2017 及 2018 美國 IPO 之雙層股權結構公司使用固定期間型條款比例
415



⁴¹⁴ Council of Institutional Investors, *Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2018 Statistics*, <https://www.cii.org/files/2018Y%20IPO%20Stats%20for%20Website.pdf> (last visited Sep. 2, 2018).

⁴¹⁵ *Id.*



第一款、存續期間

期間問題包含兩個層次，即自雙層股權結構建立後，存續期間究竟要給予多長，及如果股東願意延長雙層股權結構，則幾年後又要再次進行確認程序。這問題的答案十分複雜，無法單純平均計算公司內部一個計劃從發起到決策、執行、檢討等，完成全部流程究竟該花多少時間，蓋計畫期間有長有短，且公司為一個持續運作的組織體，每天都有可能出現新的計畫及必須作的決策，因此可能的方式仍是交由立法者衡量企業規模與公司平均壽命（圖表十七：2016 年台灣中小企業家數及比率－按經營年數），及考量企業生命週期，訂立期間上限後交由公司自治⁴¹⁶。

圖表十七：2016 年台灣中小企業家數及比率－按經營年數⁴¹⁷

2016 年		
	中小企業	大企業
家數總計	1,408,313 家	32,645 家
成立未滿 1 年	6.77 %	0.51 %
1-2 年	7.04 %	1.82 %
2-3 年	5.92 %	2.06 %
3-4 年	5.85 %	2.35 %
4-5 年	4.93 %	2.27 %
5-10 年	18.31 %	13.28 %
10-20 年	25.81 %	33.25 %
20 年(含)以上	25.37 %	44.47 %

⁴¹⁶ 固定期間型條款，其時間長短多為爭執之所在，有學者從企業家精神看待控制權之觀點出發（第貳章第三節第一項），認為固定期間條款是不必要的，蓋固定期間條款事前於 IPO 時，估計創業家實踐其創業藍圖所需時間，然而其僅為估計值，與實際所需年限可能有所差異。此外，固定期間條款本質上與創業者之經營成效好壞並無直接關聯，而無法有效兼顧維護創業家控制權，與解決投資者所擔心的公司經營不善問題。Winden, *supra* note 393, at 917.

⁴¹⁷ 經濟部中小企業處 2017 年中小企業白皮書，頁 63，

http://book.moeasmea.gov.tw/book/doc_detail.jsp?pub_SerialNo=2017A01295&click=2017A01295#（最後瀏覽日：10/10/2017）。表中所稱中小企業，係按〈中小企業認定標準〉規範之製造業、營建工程業、礦業及土石採取業之實收資本額在新臺幣 8 千萬元(含)以下；其他行業前 1 年營業額在新臺幣 1 億元(含)以下者。當然在未來規範上，對於企業之規模，不必然須採取與前述相同之分類方式，可以考量股東人數、資本額等重新劃分。

圖表十八:美國上市公司採用固定期間型條款之存續期間⁴¹⁸

公司	IPO 時點	年限
EVO Payments	2018	3 年
Texas Roadhouse	2004	5 年 (2009 年已轉換為 1 股 1 表決權股)
Groupon	2011	5 年 (2016 年已轉換為 1 股 1 表決權股)
MuleSoft	2017	5 年 (2018 年被 Salesforce 收購)
Bloom Energy	2018	5 年或高表決權股數低於總股數 5%
MaxLinear	2010	7 年 (2017 年已轉換為 1 股 1 表決權股)
Yelp	2012	7 年或高表決權股數低於總股數 10% (2016 年已轉換為 1 股 1 表決權股)
Kayak Software	2012	7 年(2013 年被 Priceline 收購)
Mindbody	2015	7 年
Apptio	2016	7 年或高表決權股數低於總股數 25%
Twilio	2016	7 年
Smartsheet	2018	7 年或高表決權股數低於總股數 15%
Veeva Systems	2013	10 年
Castlight Health	2014	10 年
Pure Storage	2015	10 年或高表決權股數低於總股數 10%
Stitch Fix	2017	10 年或高表決權股數低於總股數 10%
Alteryx	2017	10 年或高表決權股數低於總股數 10%
Hamilton Lane	2017	10 年或創辦人及員工所持投票權低於 25%
Okta	2017	10 年
Zuora	2018	10 年或高表決權股數低於總股數 5%
Altair Engineering	2017	12 年
Fitbit	2015	12 年
Nutanix	2016	17 年
Workday	2012	20 年或或高表決權股數低於總股數 9%

第二款、表決時利害關係人迴避與否

針對保留條款，於雙層股權結構存續期間屆至後，股東會表決是否繼續延長使用期限，於表決過程中，控制股東及利害關係人究竟是否需要迴避之爭議，有

⁴¹⁸ Council of Institutional Investors, *Time-Based Sunset Approaches to Dual-Class Stock*, <https://www.cii.org/files/Board%20Accountability/7-13-18%20Time-based%20Sunsets.pdf> (last visited Sep. 2, 2018).

認為需要迴避者⁴¹⁹，推其理由可能為，雙層股權結構公司的經營是否仍具效率性，本應由公司經營者以外之人加以評斷始為公正(雙層股權結構公司中，控制股東多身兼公司董事或經理)，且如使持有高表決權股之股東參與表決，其持有之高表決權股，所能發揮的投票力量將使表決程序喪失意義。

在我國法上亦可能有類似之爭議，依公司法第 178 條，股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時不得加入表決，所謂會議事項有特別利害關係，係指因事項之決議，該股東特別取得權利或負義務，又或喪失權利或新負義務之謂⁴²⁰。然而前述說明似過於抽象，且表決迴避在本質上與多數決制度相對立，因此於判斷上學者主張應符合「具體」、「直接利害關係」致有害於公司利益之虞⁴²¹。此外關於董事解任之表決，董事是否需要迴避，有採肯定說者，認為議案與董事間具有利害關係應迴避表決，然而此見解會使董事持股越多，對自己之董事職位防衛能力相對降低之不合理現象，且解任與否難以直接謂有害公司利益⁴²²，因此學者認為毋庸迴避較為合理⁴²³。

前述看法可以適當地套用在當保留條款觸發後，股東會表決中持有高表決權股之股東究竟是否需要迴避之爭議上。雙層股權結構爭議之核心，即投票權與經濟利益不一致之問題，如要求持有高表決權股之股東迴避，將使其無動機在雙層股權結構存續期間，盡力減緩表決權與經濟利益之差距(如購買普通股)，且高表決權股與普通股間於經濟利益上相等，差異僅在表決權上，因此基於給予持有高表決權股之股東，對此議題表達意見之機會，似乎僅要求在議案表決中，回復一股一表決權即足。

⁴¹⁹ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 619.

⁴²⁰ 大理院 11 統字 1766 號。

⁴²¹ 劉連煜，前揭註 11，頁 396-397。

⁴²² 林國全（1999），〈股東會決議解任董監事之研究〉，《月旦法學雜誌》，47 期，頁 110-111。

⁴²³ 劉連煜，前揭註 11，頁 480。



此外雙層股權結構存續之好壞，有很多考量標準，如持有高表決權股之股東成為公司經營者，其經營績效好壞及是否仍有足夠知識、能力、才能，使公司持續維持高競爭力，非僅能以消除雙層股權結構可能使股價上漲為理由，即加以否認其存續之效益。蓋表決權本質上具有經濟價值⁴²⁴，當高表決權股回復為一股一表決權後，將使一股一表決權的普通股表決權價值上升，此結果會顯示在股價上，此時市場上極有可能出現炒短線之股東，在此議案表決前購入股票，而於議案表決後即出售股票，如果議案通過，即可在股價相對高點出售股票以賺取差價；如果議案未通過，對其亦無具體的損失。因此，此時如無法給予持有高表決權股之股東有自我防衛之機會(參與表決)，以對抗這些可能出現的短視近利股東，則表決時所考量者便可能流於股價上漲與否，而非持有高表決權股之經營者，其經營好壞及未來願景。因此基於股東自我防衛之心態，及尊重持有高表決權股股東表達意見之權利，持有高表決權股之股東似乎僅須於表決時回歸一股一表決權即足，而無庸迴避。

第二項、觸發型條款

此類型條款係指當觸發特定事件時，高表決權股須轉換成普通股，以統一股權結構，而所謂特定事件例如公司創辦人失能、死亡、屆齡退休或是不再擔任公司經營職位(如董事、經理人)等等⁴²⁵。這類條款目的多在避免創辦人將公司控制權傳給其繼承人，蓋股東允許控制股東持有高表決權股，多係出於其有優秀能力及獨到的想法，然而其繼承人未必能符合這樣的條件，因此設置此種條款以確保

⁴²⁴ 參第肆章 Google 案所述。

⁴²⁵ 此類條款多同時配合移轉限制條款，以避免持有高表決權股之股東能在觸發事由發生前移轉股份，進而造成條款實質被架空。

高表決權股之持有須者具有特定適格(屬人性)⁴²⁶。有這類條款的公司例如 Google、Groupon、LinkedIn 及 Zynga 等⁴²⁷。



這類型條款雖然符合雙層股權結構屬人性之要求，然而如果將時間因素納入考量，則仍有不足之處。蓋對於公司創辦人現為青壯年者，雙層股權結構的存續期間可能過長，例如創辦人現在為 40 歲，若預計於 70 歲退休，如無其他條款搭配，則雙層股權結構將維持 30 年之久。誠如前述，雙層股權結構之成本可能會隨時間而增長，效益亦會隨時間遞減，因此以一個人一生而言，此期限似乎過長⁴²⁸。

第三項、持股比例型條款

這類型條款規定當創辦人持股低於預定之一定持股比例時，高表決權股將轉換成普通股，其設計目的在於要求創辦人持有一定股數，使其利益能與大眾股東較為一致，以減緩控制權與經濟利益相差過大，可能造成的動機偏移問題。此外對於控制股東可能仗著持有高表決權股，出售普通股以套利之問題，或是發行過多股份用於併購及員工薪酬，進而稀釋普通股股東權益等行為，亦能有效地加以抑制⁴²⁹。

對於持股比例之要求標準為何，可交由立法者制定下限，如建立雙層股權結構時，所持股數之三分之二，又或要求設立雙層股權結構後，持有高表決權股之股東，不得出售現所持有之普通股，除非等比例的出售高表決權股以為制衡。此

⁴²⁶ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 620.

⁴²⁷ HONG KONG EXCHS. & CLEARING LTD., CONCEPT PAPER, WEIGHTED VOTING RIGHTS 47, <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf> (last visited Oct. 16, 2017).

⁴²⁸ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 89, at 620.

⁴²⁹ *Id.* at 621-622.

外亦可隨時間進程，要求持有高表決權股之股東提高持股數，以達到漸進減緩控制權與經濟利益差距之目的。然而針對時間因素，此類條款仍無法有效地加以反映，蓋當控制股東持有高表決權股所能獲得之利益大於其持股之成本時，其仍會遵守條款之要求。

第三節、小結

本文以時間因素會影響雙層股權結構之效率性觀點切入，並以前述三種類型條款為代表加以討論。現存可能的爭議是，條款之設置應交由公司自治，又或由立法者要求作為創設雙層股權結構之附加條件。本文認為條款內容之設計，本質上為公司自治之展現，具體表現於章程上，其條款之寬嚴程度可能係多方相互妥協後之結果，因此原則上應尊重公司自治，使公司自由選擇。然而在現實上，雙層股權結構之使用，會使持有高表決權股之股東無法有效地受到市場及內部機制(股東會、監察人)之監督，其所造成的成本外部化結果，給予了立法者要求使用雙層股權結構之公司，須於章程訂立相關基本限制條款之合理理由。

而就如何認定為基本限制，可以從時間因素切入探討，蓋雙層股權結構本質上係為緩和創辦人資金之不足，同時又能兼顧其商業想法、計畫的實現，並具有鼓勵創業者創業之目的，不因其缺少資金，即造成未來成果需拱手讓人之飲恨結果，故該結構本質上為一種過渡性質之機制，無法合理化創辦人能永遠握有公司控制權，而無法受到除了股價下跌以外，任何針對控制權之質疑及挑戰。因此固定期間型條款尤為重要，使此結構能在適當時期落幕，同時透過保留條款之搭配，促使創辦人在雙層股權結構存續期間內，願意提高普通股之持股數以減緩現金流量權與控制權之差距，並且給予股東重新考核其替公司所帶來的貢獻，以決定雙



層股權結構是否可繼續維持。因此在前述三種類型條款中，本文認為固定期間型條款應為設置雙層股權結構之前提條件⁴³⁰。

觸發型條款之設置，多以創辦人失能、死亡及屆齡退休為高表決權股轉換為一股一表決權普通股的觸發條件，其存續期間多為一人之工作年限，似過於長久而無法有效反應時間因素。但其反映出雙層股權結構之本質，即對於公司控制權交付之該人，為股東確信具有優秀能力、特定經營才能之人，使公司控制權不淪為創辦人家族世代繼承之標的，因此仍具有考量時間因素之意涵在內，故亦應為設置雙層股權結構之前提條件⁴³¹。而持股比例型條款，具有緩解持有高表決權股之股東出售股票以套利之問題，為避免濫用雙層股權結構之設計，然而其無法具體反映出時間因素，因此若由時間因素切入思考，則此條款是否為創設雙層股權結構之附加條件，似可交由立法者加以裁量。

前述僅舉出三種可能的主要類型條款設計，而無法加以詳盡列舉，蓋條款內容本質上為公司自治下，股東間相互妥協後之產物。因此本文於圖表十九:可能之條款設計，舉出目前於美國上市之雙層股權結構公司所使用過的條款，並推論是否將時間要素考量在內以為參考。

圖表十九:可能之條款設計⁴³²

條款名稱	條款內容及目的	例子	時間因素
高表決權股移轉	1.高表決權股如果移轉給非原持有高表決權股之人,則該股份將轉換為一股一表決權之普通股。	Facebook LinkedIn Zynga	X

⁴³⁰ 是否因為公司大小而有異，將於第陸章第三節具體討論之。另外，針對固定期間型條款作為前提條件之看法，亦有學者抱持反對意見，其認為雙層股權結構的條款設計，於公司 IPO 前創辦人與潛在投資者(如投資銀行)之間多有會談，評量創辦人之經營能力、公司前景、控制權與現金流量權之偏離比例，及投資者的意見能否有效傳達至公司等因素綜合考量後，設計出最適合公司之限制條款，因此條款設計上需具有靈活性。Winden, *supra* note 393, at 909-911.

⁴³¹ *Id.* at 924.

⁴³² HONG KONG EXCHS. & CLEARING LTD., *supra* note 427, at 46-48.

	<p>2. 目的在配合高表決權股之屬人性，蓋持有之正當性，係源自於股東認同其特殊專業及經營能力，因此此條款能確保持有者為股東所認可之人。</p>		
<p>持股比例</p>	<p>1. 持有高表決權股期間內，其總持股比例，不能低於一定門檻。</p> <p>2. 目的在避免持有高表決權股之股東，出售普通股獲取利益，但對公司之控制權，卻不會相對應減少之問題，並具有減緩現金流量權與控制權偏離之問題。</p>	<p>AMC Entertainment Holdings, Inc</p>	<p>X</p>
<p>控制權移轉</p>	<p>1. 當公司控制權移轉時，高表決權股轉換為一股一表決權之普通股。</p> <p>2. 當公司控制權移轉後，高表決權股即失去其存在目的，因此轉換為一股一表決權之普通股。</p>	<p>Autohome</p>	<p>X</p>
<p>觸發特定事件</p>	<p>1. 當持有高表決權股之股東過世、無行為能力、離職等事件發生時，高表決權股將轉換為一股一表決權之普通股。</p> <p>2. 目的除配合持有高表決權股之屬人性要求外，尚可避免公司控制權淪為家族世代交替之財產。</p>	<p>Google Zynga LinkedIn Groupon</p>	<p>O</p>
<p>高表決權股所占總股數比例</p>	<p>1. 當高表決權股之股數佔所有股份之一定比例以下，則高表決權股將轉換為一股一表決權之普通股。</p> <p>2. 目的在限制發行過多普通股，而過度稀釋普通股股東之經濟利益。</p>	<p>LinkedIn Zynga</p>	<p>X</p>
<p>高表決權股表決選擇轉換</p>	<p>1. 經持有高表決權股東之多數決，使高表決權股轉換為一股一表決權之普通股。</p> <p>2. 目的在給予持有高表決權股之股東們，能主動解消雙層股權結構之機會，</p>	<p>Facebook Groupon</p>	<p>X</p>

	並且亦能作為持有高表決權股股東間衝突之解決機制。		
固定期間	<p>1.特定期日屆至後，則高表決權股轉換為一股一表決權之普通股。</p> <p>2.目的在解決雙層股權結構於運作上，很有可能隨著時間發展，使得成本增加而效益降低，但卻無法自我消除無效率雙層股權結構之問題。</p>	<p>Fitbit Groupon Kayak Yelp</p>	<p>O</p>



第陸章、分析現況及立法建議

本文第貳章節從控制權的出現，及控制權所代表的意義談起，並於第參章切入現行常見的爭議點如：經濟利益與表決權不一致、代理成本增加、違反股東平等原則等等，嘗試提出不同的觀點去看待這些問題，並整理相關實證資料，彰顯現行對於雙層股權機制之好壞仍無定見，因此立法者應廣泛開放公司得採用的股權型態，使公司自行選擇其最適合之結構，以達到經營的最佳效率。

第肆章透過 Google 股票分割案顯示雙層股權結構公司，如同股權集中公司一樣，亦可能發生股東壓迫問題；另透過日本上市企業 Cyberdyne，表達鄰近國家雖然在法制度上無法使用複數表決權股，但其透過特殊的單元株制度，建立類似於雙層股權結構之控制型態，並探討日本上市規範要求設立落日條款及緩衝條款，此值得我國於思考放寬雙層股權結構之使用範圍時，作為相關防範機制之參考，並啟發本文於第伍章探討相關可能的限制條款類型。第伍章以時間觀點切入，探討雙層股權結構之優缺點可能隨時間而改變，突顯針對時間因素設立相關條款以約束雙層股權結構之重要性。

本章節將先從我國現狀談起，包含複數表決權股允許使用之範圍，及討論公司法並未隨著開放使用複數表決權股而為相關配套修正，此結果將限制使用雙層股權結構之效果。此外本章將說明前幾章節之看法將如何具體落實於我國法制，以表達本文對此制度未來之展望。



第一節、雙層股權結構適用範圍

第一項、複數表決權股之使用變遷

一、西元 1980 年公司法至西元 2015 年公司法：禁止使用複數表決權

此段期間公司法第 157 條對於特別股之立法模式，係採用第 1 到第 3 款列舉，並於第 4 款概括授權股東會自治之模式，據此特別股之權利義務內容係屬於公司自治範疇無誤，因此是否使用複數表決權，公司似乎得依其內部權利義務分配及股權結構而自行決定。

然而當時經濟部之函釋⁴³³認為：「公司法第一百七十九條第一項規定『公司各股東，除有第一百五十七條第三款情形外，每股有一表決權。』參照同法第一百五十七條第三款規定『公司發行特別股時，應於章程中訂定特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。』條文中所稱『行使表決權之限制』固不能解釋為每股享有數表決權，『行使表決權之順序』亦僅在分別普通股股東與特別股股東，或二種以上特別股股東對同一事項決議之先後，而與表決權之多寡應無關連，故依現行法應不能容有每股享有數表決權之特別股發行。」前述看法似乎是立基於公司法對於能否發行複數表決權股並未明文，因此依文義加以禁止之⁴³⁴。另外，對於第 4 款特別股權利、義務其他事項之解釋，經濟部函釋則認為⁴³⁵，其解釋必須不違反股份有限公司之本質及法律強制或禁止規定，而股東平等原則按經濟部見解仍認為屬於股份有限公司之本質，因此公司不得發行複數表決權股，即表決權高於一股一表決權普通股之特別股⁴³⁶。

⁴³³ 經濟部(72)經商字第 11159 號函釋。

⁴³⁴ 邵慶平，前揭註 81，頁 79。

⁴³⁵ 經濟部(93)經商字第 09302318110 號函釋。

⁴³⁶ 劉連煜，前揭註 11，頁 320。

二、西元 2015 年公司法至西元 2018 年 7 月公司法:設計專章開放複數表決權股

隨著強調公司自治及法制彈性化的潮流，特別為因應高風險、高報酬，及以人力資本為主的創業投資需求下。創業家與投資人間，或是投資人彼此間，需要更為彈性、因應其高風險、高報酬、知識密集之特性，創業家與投資人間，需要有更周密、更符合企業特質之權利義務安排，因此有放寬複數表決權股使用之必要⁴³⁷。然而仍須考量主管機關若驟然變更立場、推翻過去函釋見解，可能對市場及股東間引發衝擊，蓋現存之公司及股東參與公司經營、投資時，彼此間的權利義務的安排，均是以現行有效的法令與函釋為基礎，因此必須顧及經營者、股東、利害關係人就既有法制之信賴，而須有相關配套措施，否則多數派極有可能運用其控制力發行複數表決權股，大幅擴張其對公司的表決權，而使少數股東成為制度變革之犧牲者⁴³⁸。因此最終在不大幅變動現行體制之前提下，增訂「閉鎖性股份有限公司」專章加以區隔，並使閉鎖型公司得發行複數表決權股⁴³⁹。

三、西元 2018 年 7 月公司法修正

主管機關為了提供非公開發行公司之特別股有更多樣化的選擇，並使企業有充足之自治空間，故參考閉鎖性股份有限公司專章中有關特別股之立法模式，修正公司法第 157 條，使非公開發行公司亦有使用複數表決權股之機會。

然而為避免持有複數表決權股之股東同時掌控董事及監察人席次，造成監察人與董事為同一派人馬，致生監督公司成效不彰之問題，因此於公司法第 157 條第 2 項明文規定，於監察人選舉時，複數表決權股之表決權數與普通股股東之表決權相同，以降低複數表決權股股東同時掌控董事及監察人席次之風險⁴⁴⁰。

⁴³⁷ 公司法第 356 條之 7 立法理由，立法院公報，104 卷 54 期(4253)公報第一冊，頁 177，https://lci.ly.gov.tw/LyLCEW/communique1/final/pdf/104/54/LCIDC01_1045401.pdf (最後瀏覽日:11/28/2017)。

⁴³⁸ 邵慶平，前揭註 81，頁 81。

⁴³⁹ 公司法第 356 之 7 第 3 款。

⁴⁴⁰ 公司法部分條文修正草案條文對照表(1061221 版)，經濟部商業司公司法修法專區，頁 40-41，<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/subclassNAction.do?method=getFile&pk=851>。



綜上所述，於現行公司法制下，以複數表決權股建立之雙層股權結構，只能在閉鎖公司及非公開發行公司中使用，而公開發行公司目前並無法使用此種制度以建立對公司之控制。

第二項、使用範圍放寬

第一款、放寬至非公開發行公司一少數股東之保護

台灣經濟之發展現況，按 2016 年經濟部中小企業處之統計，總共有 1,440,958 家公司，其中有 1,408,313 家為中小企業⁴⁴¹，其比例佔全部之 97.73%⁴⁴²，由此可知，台灣係以中小企業為主力，而對於適用於這些企業之法規範應如何彈性化即為重要的課題。因此 2018 年 7 月公司法修正案通過，開放使用複數表決權股後，這些公司於選擇股權結構時，將有更自由的空間。

然而值得注意的是，過去特別設立專章，將法規彈性限縮於閉鎖性股份有限公司，除為了便利新創事業引入資金外，尚有為了避免在無相關配套措施下突然地開放，造成多數派利用複數表決權股加強對公司之控制，使少數派無招架之力⁴⁴³。為解決法制彈性化下，少數股東可能受到的壓迫問題，故須探討相關的緩衝機制，而股份收買請求權機制即值得我們參考。

股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一重要且具基礎性變更的行為時，給予股東請求公司以公平價格收買之權利。支持股份收買請求權存在

⁴⁴¹ 中小企業係依據中小企業發展條例之中小企業認定標準加以分類，凡礦業及土石採取業、製造業、營造業之實收資本額在新臺幣 8 千萬元以下者；其他業別前 1 年之營業額在 1 億元以下者均屬之。

⁴⁴² 經濟部中小企業處網站，中小企業家數—按行業別分，2016 年中小企業重要統計表，<http://www.moeasmea.gov.tw/ct.asp?xItem=14250&ctNode=689&mp=1> (最後瀏覽日:11/29/2017)。

⁴⁴³ 邵慶平，前揭註 81，頁 81。

的兩個主要理論：一為不同意股東原投資期望破裂說；另一則為重要之公司交易可能對股東有不公平對待說⁴⁴⁴。不論採取哪種見解，此種機制給予少數股東於某些控制權交易，及公司經營發生重大變更時，能有退出公司之機會。



觀察我國股份收買請求權之規範，係規定於公司法第 185 條 1 項及第 186 條，其基於公司經營狀態有重大變更，不符原股東之預期，且公司與股東間之意見產生嚴重分歧時，給予不同意之股東，在公司讓與主要營業或財產時，有請求公司收買股份之權利；此外公司法第 317 條 1 項及企業併購法第 12 條 1 項，亦給予少數股東於控制權交易時，得請求公司收買其股份之權利，以迴避因經營權變更可能造成的損害。

從閉鎖性公司開放使用複數表決權股，發展至一般非公開發行公司亦在允許之列，其產生最大的問題，即現存之非公開發行公司，其內部所有權結構皆係立基於不得使用複數表決權股之法制狀態下所協議而成，因此對於開放使用複數表決權股一事，並無法期待當事人就此種狀態事先達成合意，或是就控制權之擴張先為預防，因而在過渡期間給予少數反對股東有股份收買請求權，似乎是較好的解決方式⁴⁴⁵。由控制權變更的角度觀之，併購行為係積極地轉讓、變更經營權，而發行複數表決權股則係加強現有經營者之控制權，兩者皆對經營權現狀有重大影響，且本質上皆為控制權上之變動(複數表決權股之使用將使控制權更加集中，現時的經營者更難以被替換)，故給予少數股東股份收買請求權以為保護，應尚屬合理。

⁴⁴⁴ 劉連煜，前揭註 11，頁 168。

⁴⁴⁵ 廖健君(2016)，《論複數表決權股兼評公司法修正》，頁 114，國立政治大學法律學系碩士論文。



第二款、放寬至公開發行公司

第一目、僅限於 IPO 前已使用雙層股權結構之公司

公開發行公司使用雙層股權結構得分成兩種情況，一為由已公開發行之公司建立雙層股權結構；另一為公司在尚未公開發行前，即建立雙層股權結構而後公開發行者。此兩種情況有極大的差別，前者在公開發行狀態下建立雙層股權結構，涉及大眾股東有共同行為、搭便車等問題，因此紐約證交所限制此種類型之公司使用雙層股權結構⁴⁴⁶；後者之公司在公開發行前即擁有雙層股權結構機制，其後於公開發行時，投資者係在知悉此資訊之前提下自我判斷是否投資，因此允許此種狀態之公司上市⁴⁴⁷。

本文贊同前述模式，即只限於在尚未公開發行前已擁有雙層股權結構，而後公開發行之公司得使用雙層股權結構，蓋若在公司公開發行狀態下建立雙層股權結構，應如何確保股東之投票意志不受到股東共同行為及搭便車問題之影響，現行尚無有效的機制能加以解決。

⁴⁴⁶ 參第參章第一節。

⁴⁴⁷ 參第參章第一節。



第二目、雙層股權結構為 CEMs 中最容易監管之機制

截至 2017 年 10 月，台灣上市櫃公司總共有 1646 家⁴⁴⁸，整體中有 320 家公司具有集團交叉持股的現象⁴⁴⁹，及 402 家公司有金字塔結構⁴⁵⁰，其中最終控制權者平均股份盈餘偏離倍數⁴⁵¹為 2.88，僅使用交叉持股之公司，其平均股份盈餘偏離倍數為 1.19，而僅使用金字塔結構之公司，其平均股份盈餘偏離倍數為 10.54，同時使用交叉持股及金字塔結構之公司，其平均股份盈餘偏離倍數為 5.25⁴⁵²。由此可以認為，上市櫃公司中將近有 1/4 的公司存有 CEMs 機制，且僅具有金字塔結構之公司其偏離程度為 10.54，相較雙層股權結構使用複數表決權股，若設計為 1 股 10 表決權，其偏離倍數僅為 10，金字塔結構之公司偏離程度反而更高。

現行我國公開發行公司並無法使用複數表決權股建立雙層股權結構，因此實務上，控制股東多使用交叉持股及金字塔結構加強對公司的控制。交叉持股及金字塔結構其影響層面廣，蓋至少須兩家以上之公司相互配合始有可能。此外金字塔結構藉由各控制鍊取得公開發行公司之控制權，除控制鍊之維持需要經常性地資金挹注，使最終控制者可能利用高槓桿行為確保有足夠資金⁴⁵³外，各控制鍊公司之間很有可能發生利益輸送問題，即控制權者利用各公司間現金流量權之不一

⁴⁴⁸ 參考 TEJ 資料庫。

⁴⁴⁹ 公司與所屬同一集團旗下之其他公司彼此相互持股。TEJ 系統中對於集團定義是以「最終控制者相同之公司」為條件。最終控制者相同之公司，包括下列狀況：1. 主要股東相同或為同一家族成員(主要股東係指前 10 大股東或持股超過 5% 以上之股東) 2. 董監事之組成三分之一以上相同 3. 主要經營階層相同，董事長或總經理相同 4. 具有控制或從屬關係，具有實質控制力(公司法第 369 條之 1) 5. 具有相互投資關係(公司法第 369 條之 1)。TEJ 集團企業公司治理模組，<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=367> (最後瀏覽日:12/05/2017)；TEJ 資料庫控制持股與董監結構，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm> (最後瀏覽日:12/05/2017)。

⁴⁵⁰ 最終控制者透過集團旗下上市(櫃)公司持有集團旗下他公司股份，TEJ 資料庫控制持股與董監結構，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm> (最後瀏覽日:12/05/2017)。集團定義參考 TEJ 資料庫。

⁴⁵¹ 股份控制權/盈餘分配權，TEJ 資料庫控制持股與董監結構，<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm> (最後瀏覽日:12/05/2017)。

⁴⁵² 參 TEJ 資料庫。

⁴⁵³ 陳韋辰(2016)，《雙層股權結構之法律研究》，頁 89，國立政治大學法律學系碩士論文。

致，將資源從現金流量權低之公司移轉到現金流量權高之公司，以此增加自己的利益⁴⁵⁴。相較於此，以複數表決權股建立之雙層股權結構多不會有前述問題，蓋對公司的控制力是以章程載明發行複數表決權股所致，其控制力所及僅該單一公司，且複數表決權股之權利限制亦可在事前以條款之方式明訂於章程，藉此降低雙層股權結構潛在的風險⁴⁵⁵。此外擔心雙層股權結構股份盈餘偏離倍數過大的問題，亦只要透過降低複數表決權股之表決權數即可解決。

第三目、雙層股權結構需求多在公司公開發行階段

閉鎖性股份有限公司專章開放複數表決權股，有很大的目的在於使新創事業主能在募資與公司經營安排上有更多的彈性，進而達到鼓勵創業之效果。但仔細思考，其實雙層股權結構於創業初期之需求不大，蓋創業者有其創意及技術，只是缺少資金，因此需要外部創投、天使投資人之資金挹注，使技術及創意能足夠成熟而得以商業化。在此階段，創業者並不需要雙層股權結構確立其對公司之控制，蓋他們是公司之核心且無人能取代。而對創投及天使投資人而言，享有經營權亦無太大實益，因為他們所重視的是創業者能盡快將技術、創意加以商業化而獲利，故相較於取得對公司的控制，反而會要求在董事會占有一席，或對特定議案有否決權，以保護自身權益⁴⁵⁶，因此創業者對於雙層股權結構的需求，往往會在公司公開發行後，而其仍欲保有對公司控制力之情況。

⁴⁵⁴ Yohanes E Riyanto & Linda A Toolsema, *Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership*, 32 J. BANK. FINANCE 2178, 2178-2179 (2008).

⁴⁵⁵ 參第五章。

⁴⁵⁶ 方嘉麟、林郁馨，前揭註 77，頁 59-60。



第四目、雙層股權結構公司之資訊揭露

允許公司以雙層股權結構公開發行有很重要的前提，即投資者係在享有充足資訊的前提下判斷是否投資，因此雙層股權結構在公開發行時之資訊揭露，應包含使用雙層股權結構之目的、優缺點及對投資人的影響等，且該資訊需能充分地傳達予投資者⁴⁵⁷。此外公司持續性的揭露，亦應包含持有高表決權股之股東，其高表決權股股數之變化，以下將逐一討論這些主張在現行法下之可行性。

一、公開發行時之揭露

我國證券交易法第 30 條 1 項明文，公司募集、發行有價證券應另行加具公開說明書，次依第 30 條 2 項⁴⁵⁸的授權，主管機關增訂「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，明文規範公開說明書之形式及內容。其中就雙層股權結構之使用目的及對投資人之影響，基於複數表決權股多由內部控制股東所持有，通常為非公開發行狀態，故在現行法架構下，應得以現行準則第 13 條 4 款規定：「上市或上櫃公司發行未上市或未上櫃特別股者，應揭露發行目的、不上市或上櫃原因、對現有股東及潛在投資人權益之影響及未來有無申請上市或上櫃之計畫。」，直接作為要求雙層股權結構公司於公開發行時應揭露之規範。

揭露雙層股權結構之使用目的，應可包含如在科技業中，為因應該產業環境日新月異，需要給予創辦人能快速應對市場變化，及追求公司長期發展之空間；在新聞媒體業中，可能係為確保公司能追求新聞之獨立性及公益性不受短期市場影響；也可能係為確保公司技術能妥善和平地使用在非軍事事業上等等。而揭露對投資人的潛在影響，應可包含使大眾股東對公司之影響力降低、敵意併購發生機率大幅下降等。

⁴⁵⁷ 參第參章第一節。

⁴⁵⁸ 證券交易法第 30 條 2 項：「前項公開說明書，其應記載之事項，由主管機關以命令定之」。



二、持續性之揭露

證券交易法第 25 條 1 項，要求公司對於董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東，應將其所持有之公司股票種類及股數，向主管機關申報並公告之。此規範目的係為了確認全體董監是否符合證券交易法第 26 條所規定持有一定記名股票成數之要求；及有助於偵測是否違反證券交易法第 157 條短線交易及第 157 條之 1 內線交易⁴⁵⁹。使用雙層股權結構公開發行之公司，亦能透過此揭露規範，使市場投資者知悉公司雙層股權結構仍存續，以作為其是否投資之判斷要素。

另外值得一提的是，於雙層股權結構公司中，複數表決權股之持有者本身多會身任公司之董事、經理人，以主導公司經營，實現其商業計畫及遠景，然而仍不排除其有退居幕後之可能，因此認定何人屬於大股東亦具有重要性。現行法係以持有「股份總額」百分之十為標準，但雙層股權結構中的複數表決權股乃是藉由高表決權建立對公司的控制，因此股份總額並不會有相對應的變化。為保險起見，本文認為應以「表決權總數」加以計算。

第三款、小結

在 2018 年 7 月修法後，現行公司法架構允許，非公開發行公司得使用複數表決權股建立雙層股權結構，惟這樣的法規變動，對於原先按既有法秩序安排之股東間股權結構，亦產生重大影響，蓋可以想像得到多數派將很有可能透過其表決權之優勢，強行發行複數表決權股，造成對少數股東而言，有保護不周之可能。因此本文認為於放寬複數表決權股使用之同時，應配合給予少數股東股份收買請求權以為保護，使不同意之股東有脫離公司之可能。

⁴⁵⁹ 曾宛如（2012），《證券交易法原理》，頁 184-186，台北市：元照出版有限公司。



就公開發行公司使用複數表決權股部分，公司法修法理由認為，公開發行公司股東眾多，為保障所有股東權益，並避免濫用特別股，產生萬年董事或監察人，導致不良的公司治理及代理問題，且鑑於亞洲大多數國家對於發行複數表決權股仍採較嚴謹之規範⁴⁶⁰，因此尚不開放公開發行公司使用複數表決權股。惟本文認為制度本身有其優缺點，如果能設計相關機制降低其缺失，使效益大於缺失時，則仍不失為一個好的制度，故政府應抱持著開放的觀點，並思考如何降低制度可能產生之風險，而非大筆一揮加以禁制。因此本文於第參章論述現今常見對雙層股權結權制度的批評及討論，並提出不同的觀點及角度重新審視之，而於第伍章提出設計條款限制之可能性，以期待降低於制度使用上可能產生的風險⁴⁶¹，從而認為現行法下，雖然無法有效解決公眾股東的共同行為及搭便車問題，但至少於公司 IPO 時，由於此時投資大眾能自我判別是否投資，且股東的共同行為及搭便車問題尚非嚴重下，應得開放使用雙層股權結構。

圖表二十:雙層股權結構使用範圍

	閉鎖公司	非公開發行之股份有限公司	尚未公開發行前已使用雙層股權結構，其後公開發行	現已公開發行之股份有限公司
2018年7月修法前的公司法	O	X	X	X
現行公司法	O	O	X	X
本文見解	O	O	O	X

⁴⁶⁰ 行政院會通過「公司法」部分條文修正草案(新聞稿)，公司法部分條文修正草案條文對照表，頁 40-42，
https://www.ey.gov.tw/News_Content2.aspx?n=F8BAEBE9491FC830&s=066DC33C5ABD6020 (最後瀏覽日:12/25/2017)。

⁴⁶¹ 如第伍章以時間角度出發，提出固定期間型條款，以解決萬年董事及監察人問題。

第二節、修正以股份總數為計算標準



公司法修正開放使用複數表決權股，於使用上仍有矛盾尚未作處理，該矛盾即由於複數表決權股為一股多表決權，如以舊有一股一表決權概念下的「股份總數」為計算標準，則無法發揮其效用。

影響最大者為公司法第 174 條股東會決議之定足數要求⁴⁶²。依公司法第 174 條規定，股東會決議之定足數標準係以「已發行股份總數」過半之股東出席為標準，而非「已發行表決權總數」，此造成在運作上可能使持有複數表決權股之股東雖已掌握過半的表決權，但在以股份總數計算之要求下，仍需要其他股東配合開會始能通過開會定足數⁴⁶³，此時議案可能受到其他股東以「不出席的方式」加以杯葛，使複數表決權股原先欲達成加強對公司控制力之本旨不達。

其他在現行公司法下，以「已發行股份總數」為計算標準之條文亦會受到影響，如公司法第 13 條 1 項公司轉投資之限制、第 185 條公司重大行為決議、第 199 條董事之決議解任、第 240 條以發行新股分派股利、第 277 條變更章程，第 316 條公司解散、分割及合併等。可能之解決方案是，於公司法第 157 條增訂款項，針對複數表決權股造成股東會決議計算之問題，作出統一之規範。

第三節、條款限制之適用範圍

本文於第伍章以時間觀點切入，認為隨著時間經過，雙層股權結構有很高的可能性產生使用效益遞減，及使用成本增加之情形。因此本文認為須設定固定期

⁴⁶² 方嘉麟、林郁馨，前揭註 77，頁 55-56。

⁴⁶³ 德拉瓦州公司法第 216 條指出除了法規特別規範其定足數外，原則上得交由公司自治，自行決定該議案之定足數，但任何議案之定足數不得低於已發行有表決權股份的 3 分之 1。Del. Code tit. 8 (2017), <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/> (last visited Dec. 25, 2017).

間型條款，使股東於經過一定期間後，得審核控制者之經營表現，並確認是否再繼續允許其持有複數表決權股；亦可設定觸發型條款，於公司控制者過世、失能、退休時，強制使複數表決權股回復為一股一表決權之普通股，以確保公司不會成為家族世代交替之產物。由於雙層股權結構會使控制者對公司握有絕對之控制力，導致內部制衡機制(獨立董事、監察人)往往無法發揮其應有功能，而轉為需要依靠外部的機制，如法院、主管機關等以進行監督。本文立基於此內部監督成本外部化之結果，合理化上述兩類型條款作為使用複數表決權股之限制，然而此仍存在一爭議，即前述兩種類型之限制條款，是否不區分公司是否為公開發行狀態均同一適用。

第一項、公開發行公司

公司法制於設計上，可能會考量公司對整體經濟之影響範圍、股東人數多寡等因素，再參酌公司類型及公開發行與否，而有不同程度的彈性化設計。由於公開發行公司涉及投資市場之安定及信賴，且基於股東人數眾多、資本密集等因素，因而通常認為公開發行公司所享有之公司法制彈性較低，而需受到較嚴格之規範。因此，如公開發行公司得使用複數表決權股建立雙層股權結構，於法制上應可強制公司對其複數表決權股附加固定期間型及觸發事件型之條款限制，而於條件成就時，轉換為一股一表決權之普通股，此舉除能有效降低潛在的成本⁴⁶⁴外，尚與我國針對公開發行公司要求股權分散之政策⁴⁶⁵相呼應。此外，由市場投資者之角度出發，由於其僅有投資與否兩種選擇，無法期待公司股東之間就內部權利義務等細節為磋商，且亦可能產生霍布森選擇問題⁴⁶⁶，因此出於保護投資大眾之立場，

⁴⁶⁴ 參第五章。

⁴⁶⁵ 我國證券交易法第 22 條之 1 及第 28 條之 1 強制公開發行公司股權分散。

⁴⁶⁶ 參第參章第二節。

亦能正當化主管機關及立法者對 IPO 時使用複數表決權股建立雙層股權結構之公司，課與相當之限制。



第二項、非公開發行公司及閉鎖公司

相較前述公開發行公司，一般認為非公開發行公司及閉鎖公司涉及的股東人數較少，且股東間之權利義務多能依靠彼此相互協調，因此法制上會給予較多彈性，使股東享有較大的公司自治空間。就此或許可認為毋庸強制其對複數表決權股設立條款限制，而應留給當事人自治。然而若從使用雙層股權結構所造成的監督成本外部化來思考，不論公司公開發行與否皆會有如此之情況，差異僅在外部化所造成的潛在成本大小不同⁴⁶⁷。此外非公開發行公司的股票多不具備流動性，因此當少數股東受到大股東的壓迫或不公平待遇時⁴⁶⁸，少數股東並無法如公開發行公司之股東，於市場上出售其持股，因而當股東間協商不成時，勢必需要向法院尋求解決⁴⁶⁹，其對法院的依賴度可能遠遠超過公開發行公司。

此外從法律規範角度出發，現行公司法制下，公司法第 23 條第 1 項董事之忠實義務僅係針對董事對公司之義務，就控制股東與少數股東間的爭執，並無法有效地適用本條而解決紛爭⁴⁷⁰。又公司法第 189 條股東會之召集程序或其決議方法有瑕疵而請求撤銷，及第 191 條股東會決議違反法令或章程無效之規定，可以作為基本的保護框架，避免控制股東恣意操弄股東會程序及決議，然而仍無法作為積極有效解決壓迫問題之手段。

⁴⁶⁷ 如發生爭訟時，非公開發行公司可能股東人數較少，法院所花費的時間成本較少，且相較公開發行公司，非公開發行公司即使股東間發生爭執亦不會影響市場穩定，主管機關所付出的監督成本亦較低。

⁴⁶⁸ 控制股東可能假藉公司之名，但實質上卻是為了圖利特定股東或侵害其他股東權益。例如控制股東濫用資本多數決，使小股東無法分派股息及紅利。

⁴⁶⁹ 林郁馨（2014），〈閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障〉，《月旦法學雜誌》，231 期，頁 133。

⁴⁷⁰ 林郁馨，前揭註 469，頁 150。



因此公司法第 11 條第 1 項裁定解散公司可能成為最終的手段，然而現行條文中，「公司之經營，有顯著困難或重大損害」之要件過於抽象，實際運作上需由法官衡量具體個案下判斷。此外條文救濟效益亦可能過於薄弱，除了在少數股東無意解散公司時無法發揮效用外，在雙層股權結構公司中，當股東間發生爭執或是意見不合時，控制股東仍可以透過複數表決權股強大的表決權，選任符合自己意見之董事，或是強行通過股東會決議，使公司運作上並不會產生僵局致生經營顯著困難或重大損失。因此條文之適用範圍可能僅在當公司有重大虧損，或是因外部環境致公司業務無法開展之時，此結果將造成在少數股東受壓迫的問題上，本條無法發揮積極的解決效果。

從而，透過法制要求公司於使用複數表決權股建立控制的同時，須設有固定期間型條款及觸發型條款，將使少數股東能在期限屆至或條件觸發時，有機會解消控制股東透過高表決權股建立對公司之控制。因此就非公開發行公司而言，從保護少數股東之觀點來看，亦應於立法上將前述條款限制作為發行複數表決權股之必要要件。

第三項、小結

本文認為發行複數表決權股建立對公司控制的同時，不論公司是否公開發行，皆應將固定期間型及觸發型條款作為發行複數表決權股之必要條件。而對於其他條款限制，如要求持有高表決權股之股東需有一定持股比例、高表決權股股數不得低於總股數一定比例等各式各樣的條款限制，則得交由公司內部自治，或是由立法者授權主管機關觀察實務運作情況，給予制定相關條款限制之權限，以降低運作上可能產生的弊端。

第七章、結論



雙層股權結構常見的型態，係利用複數表決權股與一股一表決權之普通股，兩者所產生的表決權差距來建立對公司之控制。因此針對此議題，本篇論文主要分為四大部分加以切入探討：第一、理解公司控制權之角度(第貳章)，此會影響到探討雙層股權結構之切入觀點；第二、雙層股權結構使用上可能造成的優點及缺失(第參章及第肆章)；第三、針對潛在的缺失及風險是否有方法能加以抑制(第伍章)；第四、回歸我國現狀並提供相關之立法建議(第陸章)。

第一部份理解公司控制權之角度，有學者從與控制權密不可分之控制私利觀點出發，認為公司內部人獲取公司控制權，係為了取得一般股東大眾所不能獲得之控制私利；而同時亦有認為控制私利係作為一種激勵機制，促使控制股東用心經營公司。相較前述以控制私利出發之觀點，有不同的看法認為以控制私利出發，探討控制權將使所有控制股東被視為投機者，且在忠實義務下，並無法合理化不同股東之間所獲取之利益不相等。因此看待控制權應回歸本質，即企業家精神觀點，此觀點認為握有控制權之股東可以決定公司經營方向，帶領公司朝自身所規畫之藍圖成長，此看法同時呼應創業者為何想要握有公司控制權，我們可以想像得到公司隨著成長會有資金需求，然而在對外募資的同時，創業者對公司之股權將被稀釋，因此創業者將陷於幫助公司成長及控制力降低之兩難，此時雙層股權結構之活用得暫時緩解此衝突，使創業者在追求公司成長的同時，亦能握有公司控制權，以確保公司照其所規畫之遠景發展。本文以此觀點出發探討公司控制權，進而正面看待控制權維護機制(雙層股權結構)，而肯認其使用價值。

第二部分雙層股權結構的優點及缺失，其所有的爭議皆源於不同股份間之表決權差距。控制股東利用表決權差距建立對公司的控制，使其無須以大量出資即

可以握有公司控制權，給予創辦人最佳的融資模式。此外，此機制亦使公司得避免短期股東可能出現之短視近利行為，以維護公司長期價值。然而，同時亦會造成市場監督及股東問責機制失靈，使公司代理成本增加。



對此代理成本問題，學者 Zohar Goshen 及 Richard Squire 提出委託人成本理論重新看待代之。他們認為公司經營所產生的成本，包含委託人成本(principal cost)及代理成本(agent cost)，委託人成本係源自於股東行使其控制權，如短視主義、股東間利益衝突等，而代理成本係源自於經理人。兩種成本間具有替代性，即將公司控制權重新分配於經理人或是股東，會降低其中一類成本，但它類成本則會有所增加，而兩種類型間的替代率也會因為公司的特殊性而有所不同，例如公司所採取的經營策略、產業、公司經理人及股東的人格特質等等，因此每一家公司具有符合其自身最佳的控制權分配模式，以降低兩種成本之總和(控制成本)。此理論告訴我們，單以代理成本出發看待公司經營，可能有所不足，並且彰顯出立法者及主管機關所扮演的角色，應廣泛地承認各種不同種類的控制權分配模式，使公司自行尋找最適合其自身的形式，而此亦包含開放雙層股權結構的使用。

第三部份針對潛在的缺失及風險，探討是否有方法能加以抑制。公司使用雙層股權結構最大的難題即萬年董事問題，因此本文將時間因素納入考量，由於雙層股權結構的使用，只有在控制者是適合公司時，維持控制股東控制權之優勢才能繼續維持。當控制股東不再適任，則不論長期或短期，其所作出的決策皆不再是最適合公司，然而此時卻因為雙層股權結構，使其握有公司經營權，而無法透過市場力量加以替換或制衡，最終結果將會是適得其反。針對此問題，可以回歸雙層股權結構之特性尋找解決方法，由於雙層股權結構是透過複數表決權股加以建立，其權利之根源皆源於章程對於此種特別股之設計，因此我們若於事前設計出相應的條款，便可大幅降低此問題。本文於第五章提出三種可能的條款設計:1.

固定期間型條款 2.觸發型條款 3.持股比例型條款，其中本文認為最重要的為固定期間型條款之搭配。



固定期間型條款即事先在章程訂明一個固定期限，例如公司 IPO 後 10 年，當期間屆滿時，高表決權股將自動轉換成普通股，藉以統一公司股權結構。當然此時雙層股權結構可能仍具有效率性，因此可事前增訂保留條款延後轉換期日，使雙層股權結構機制可以再持續一定年限，不過延後使用期限仍需要經過股東會絕對多數決通過，以確保續存的雙層股權結構仍符合股東之期待。此種條款能有效地使外部股東化被動為主動，決定雙層股權結構之存續與否，並降低萬年董事之爭議。本文於第伍章例示幾種條款使用之可能性，彰顯出現行主管機關及立法者所擔心的潛在問題，其實係可以透過條款設計，事前加以防免，並降低實際使用時可能產生的風險。

第四部份回歸我國法現狀，現行公司法開放非公開發行股份有限公司得使用複數表決權股建立雙層股權結構，然而就公司法其他章節，並未配合此為相關修正。最明顯的例子即公司法第 174 條股東會決議之定足數標準，係以「已發行股份總數」過半之股東出席，而非「已發行表決權總數」，此造成在運作上可能使持有複數表決權股之股東已掌握過半的表決權，但在以股份總數計算之要求下，仍需要其他股東配合開會始能通過開會的定足數⁴⁷¹。在此情形下，議案可能受到其他股東以「不出席的方式」加以杯葛，使複數表決權股原先欲達成加強對公司控制力之本旨不達。

此外，2018 年 7 月公司法雖修正開放非公開發行公司得使用複數表決權股，然而此法制彈性並不及於初次公開發行之公司。在實際運作上，公司於新創期間，

創業者並不急需雙層股權結構確立其對公司之控制，蓋他們是公司的核心並無人能取代，且此時對創投及天使投資人而言，享有經營權亦無太大實益，因為他們所重視的是創業者能盡快將技術、創意加以商業化而獲利，因此實際上雙層股權結構使用效益最大化之時點，將會在公司欲向公眾募資時，然而此時點就現行公司法觀之，尚不在得使用複數表決權股之允許範圍內。

對於立法理由提及限制公開發行公司使用雙層股權結構之原因，乃立基於公開發行公司股東眾多，為保障所有股東權益，並避免濫用而產生萬年董事或監察人之情形，導致不良之公司治理及代理問題，因而禁止之。然而如同本文前述，對於使用上可能產生之潛在風險，主管機關及立法者得要求公司於使用雙層股權結構時，須配合擬訂固定期間型條款等限制條款，以降低產生萬年董事或監察人之風險，因此尚非無法解決此問題。

最後，本文始終認為制度本質具有中立性，缺失及風險的產生皆源自於使用此制度之人，而非制度本身，因此不應在制度具有其他優點及效益的情形下，仍全面性地加以禁止，而應抱持著開放的觀點，並積極面對在人為濫用下可能產生的潛在風險。雙層股權結構搭配條款限制，是一種積極面對制度使用風險之可能手段，希冀主管機關未來能在考量有降低使用風險之可能性下，能抱持較開放之觀點看待此制度，而放寬雙層股權結構之使用。

參考文獻

中文文獻



(一)中文專書

1. 秦志華 (2014)，《企業人力資源管理設計》，北京市：清華大學出版社。
2. 曾宛如 (2012)，《證券交易法原理》，台北市：元照出版有限公司。
3. 劉連煜 (2018)，《現代公司法》，13 版，台北市：新學林出版股份有限公司。
4. 劉連煜 (2018)，《新證券交易法實例研習》，15 版，台北市：元照出版有限公司。

(二)祝壽論文集

1. 張心悌 (2016)，〈股份表決權之彈性設計——從閉鎖性股份有限公司之立法談起〉，收於：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會 (編)，《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁 533-562，台北市：元照出版有限公司。
2. 劉連煜 (2016)，〈雙層股權結構與公司治理——從阿里巴巴上市案談起〉，收於：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會 (編)，《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，頁 297-319，台北市：元照出版有限公司。

(三)期刊論文

1. 林郁馨 (2014)，〈閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障〉，《月旦法學雜誌》，231 期，頁 131-155。

- 
2. 方嘉麟、林郁馨 (2016)，〈複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例〉，《月旦民商法雜誌》，52 期，頁 42-61。
 3. 王文宇 (2005)，〈從股權結構論公司治理法制〉，《月旦民商法雜誌》，10 期，頁 5-24。
 4. 王志誠 (2016)，〈德拉瓦州商業法院之設立及啟發〉，《月旦法學雜誌》，250 期，頁 5-13。
 5. 王育慧 (2007)，〈機構投資人股東權之行使——以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，97 期，頁 137-209。
 6. 甘培忠 (2005)，〈公司控制權正當行使的制度經緯〉，《私法》，5 輯 2 卷，頁 155-209。
 7. 易明秋 (2008)，〈私募基金管理初探——從美國法觀察台灣制度之發展〉，《東吳法律學報》，20 卷 1 期，頁 237-281。
 8. 林郁馨 (2014)，〈閉鎖性公司之公司治理與少數股東權之保障〉，《月旦法學雜誌》，231 期，頁 131-155。
 9. 林國全 (1999)，〈股東會決議解任董監事之研究〉，《月旦法學雜誌》，47 期，頁 107-117。
 10. 林國全 (2002)，〈股份有限公司之董事資格，選任與解任〉，《台灣本土法學雜誌》，36 期，頁 91-110。
 11. 邵慶平 (2015)，〈章程自治的界線：特別股類型限定的反省〉，《月旦法學雜誌》，247 期，頁 78-87。
 12. 張心悌 (2007)，〈控制股東與關係人交易〉，《台灣法學雜誌》，101 期，頁 76-99。
 13. 張雪真、陳怡靜、張婉婷 (2015)，〈堅不可摧的一股一權？淺介雙層股權結構制度〉，《證券服務》，639 期，頁 59-67。

- 
14. 梁洪學 (2008)，〈公司控制權的演進及其本質〉，《江漢論壇》，2008 卷 10 期，頁 10-14。
 15. 章友馨 (2008)，〈齊頭式公平是真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定〉，《月旦財經法雜誌》，13 期，頁 135-169。
 16. 章友馨 (2010)，〈從解決核心代理問題角度思考兩岸公司治理未來發展方向〉，《法學新論》，23 期，頁 67-113。
 17. 郭大維 (2015)，〈我國公司法制對事實上董事及影子董事之規範與省思〉，《臺北大學法學論叢》，96 期，頁 45-83。
 18. 陳彥良 (2017)，〈股東會股東權現代化之建構——由民間公司法全盤修正委員會修法建議出發〉，《月旦法學雜誌》，268 期，頁 45-58。
 19. 黃臻 (2015)，〈雙層股權結構有效運作的條件 — 基於美國與香港的實證研究〉，《上海金融》，6 期，頁 60-66。
 20. 曾宛如 (2010)，〈董事忠實義務於台灣實務上之實踐—相關判決之觀察〉，《月旦民商法雜誌》，29 期，頁 145-156。
 21. 曾宛如 (2014)，〈半套公司治理移植經驗—以審計委員會與特別委員會為例〉，《月旦民商法雜誌》，43 期，頁 33-47。
 22. 黃朝琮 (2015)，〈受託義務審查規則與舉證責任分配〉，《中正大學法學集刊》，48 期，頁 121-192。
 23. 黃銘傑 (2011)，〈[股東] 平等原則 vs.[股份] 平等原則--初探股東平等原則復權之必要性及可行性〉，《月旦民商法雜誌》，31 期，頁 5-22。
 24. 廖大穎 (2017)，〈詐欺市場理論〉，《月旦法學教室》，177 期，頁 25-28。
 25. 蔡英欣 (2009)，〈股東表決權分配之規範模式〉，《臺大法學論叢》，38 卷 2 期，頁 71-129。
 26. 蔣昇洋 (2015)，〈博弈視角下的激勵機制與雙層股權結構〉，《證券法苑》，15 卷 2 期，頁 301-319。

27. 鄧學修（2008），〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究
年刊 Economic Research》，8 卷，頁 273-297。
28. 賴英照（1983），〈企業所有與企業經營之分合〉，《法學叢刊》，28 卷 4
期，頁 26-36。



(四)學位論文

1. 周信亨（2009），《控制權濫用下少數股東之保障—以壓迫行為為中心》，
國立東華大學財經法律研究所碩士論文，花蓮縣。
2. 林怡秀（2007），《從公司治理與代理理論論股東提案權制度》，中原大學
財經法律研究所碩士論文，桃園縣。
3. 張凱評（2018）《法律經濟分析觀點下的表決權契約—以美國法制為借鏡》，
國立臺北大學法律學系一般生組研究所碩士論文，新北市。
4. 許秋嬋（2008），《公司控制權交易價值之研究-兼論控制權移轉時對股東權
益之保護》，國立臺北大學法律學系法律專業組碩士論文，新北市。
5. 陳韋辰（2016），《雙層股權結構之法律研究》，國立政治大學法律學系碩
士論文，台北市。
6. 廖健君（2016），《論複數表決權股兼評公司法修正》，國立政治大學法律
學系碩士論文，台北市。
7. 歐育誠（2001），《公司價值和系統風險關係之實證研究---以台灣上市公司
為例》，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文，高雄市。

(五)網路資料

1. 股份控制權/盈餘分配權，TEJ 資料庫控制持股與董監結構，
<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm>。

- 
2. 經濟部商業司網站，閉鎖性公司名錄，
<http://gcis.nat.gov.tw/mainNew/closeCmpyAction.do?method=list&d-16496-p=1>。
 3. TechOrange 科技報橘 (04/11/2012)，〈年輕創業家，來看看 Google 分割股票手段之高明〉，<https://buzzorange.com/techorange/2014/04/11/google-is-splitting-its-stock-today-to-solidify-sergey-brin-and-larry-pages-domination/>。
 4. TEJ 集團企業公司治理模組，
<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=367>。
 5. TEJ 資料庫控制持股與董監結構，
<http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm>。
 6. 大紀元 (09/20/2013)，〈前蘋果 CEO:我當初是如何趕走喬布斯的〉，
<http://www.epochtimes.com/b5/13/9/20/n3968210.htm>。
 7. 公視新聞網 (05/24/2012)，〈臉書 IPO 幻滅 小股東憤怒集體提告〉，
<http://news.pts.org.tw/article/211076?NEENO=211076>。
 8. 天下雜誌 (05/24/2012)，〈股價慘跌竟有內幕？臉書 IPO 的 4 大教訓〉，
<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5033037>。
 9. 台灣併購與私募股權協會，
http://www.mapect.com/knowledge_about_industry01.php。
 10. 自由時報 (05/31/2017)，〈<追不到 Apple、Google 台灣 GDP 跟微軟市值差不多>〉，
<http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/2083836>。
 11. 行政院會通過「公司法」部分條文修正草案(新聞稿)，公司法部分條文修正草案條文對照表，
https://www.ey.gov.tw/News_Content2.aspx?n=F8BAE9491FC830&s=066DC33C5ABD6020。

- 
12. 科技新報 (05/11/2017)，〈Snap 上市後首季財報不理想，盤後股價大跌 23%〉，<https://finance.technews.tw/2017/05/11/snap-lost-2-2-billion-in-2017-q1/>。
 13. 香港交易所 (04/2018)，〈研究報告雙重股權架構與生物科技行業的上市制度改革—HKEx〉，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_c.pdf?la=en。
 14. 香港交易所 (04/2018)，〈諮詢總結新興及創新產業公司上市制度〉，[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc_c.pdf?la=zh-HK](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc_c.pdf?la=zh-HK)。
 15. 香港矽谷 (04/04/2014)，〈Google A 類股 2：1 拆分，強化創始人對公司控制〉，<https://www.hksilicon.com/articles/438771>。
 16. 凱基權證網，
<https://warrant.kgi.com/EDWebSite/Views/Home/EquitySwapDoc.aspx><https://warrant.kgi.com/DER/SN/EquitySwapDoc.aspx>。
 17. 彭凱璐 (2009)，〈從全球金融海嘯中重新檢視企業經營之代理問題—看「肥貓」的養成〉，《司法新聲》，81 期，
<http://ja.lawbank.com.tw/treatise.aspx?id=101>。
 18. 經濟部中小企業處網站，中小企業家數—按行業別分，2016 年中小企業重要統計表，
<http://www.moeasmea.gov.tw/ct.asp?xItem=14250&ctNode=689&mp=1>。
 19. 騰訊科技 (03/03/2017)，〈Snap 上市首日股價大漲 44%，市值達 283 億美元〉，<https://www.inside.com.tw/2017/03/03/snapchat-ipo>。

(六)判決判例

台北地院 92 年訴字第 4844 判決。
大理院 11 統字 1766 號。



(七)行政機關函釋

經濟部 (72) 經商字第 11159 號。
經濟部 (93) 經商字第 09302318110 號。
經濟部 (100) 經商字第 10002403260 號。

(八)其他

1. 公司法全盤修正修法委員會，修法建議。
2. 公司法第 356 條之 7 立法理由，立法院公報，104 卷 54 期(4253)公報第一冊，
https://lci.ly.gov.tw/LyLCEW/communique1/final/pdf/104/54/LCIDC01_1045401.pdf。
3. 公司法部分條文修正草案條文對照表(1061221 版)，經濟部商業司公司法修法專區，
<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/subclassNAction.do?method=getFile&pk=851>。
4. 台灣積體電路製造股份有限公司 2016 年年報。
5. 社團法人中華公司治理協會 (2013)，〈公司治理年度調查-董事會組成及獨立性之探討〉結果分析〉。
6. 計畫主持人:邵慶平、計畫助理:周芳如、曾冠樟、黃永吉 (2016 年 5 月)，國發會委外研究-強化保護少數股東法制之研究，
http://theme.ndc.gov.tw/EoDB/News_Content.aspx?n=AFEBFAF1498F4391&s=9B73505BAB1869FA。

7. 經濟部中小企業處 2017 年中小企業白皮書，

http://book.moeasmea.gov.tw/book/doc_detail.jsp?pub_SerialNo=2017A01295&click=2017A01295#。



日文文獻

(一)日文專書

1. 加藤貴仁（2007），《株主間の議決権配分：一株一議決権原則の機能と限界》，東京都:商事法務。
2. 加藤貴仁（2015），〈議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？〉，收於：神作裕之（編）、資本市場研究会（編），《企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言 2015 年度版》，頁 142-191，東京都:資本市場研究会。
3. 江頭憲治郎（2017），《株式会社法》，7 版，東京都:有斐閣。

(二)期刊論文

1. 宇賀村彰彦、生野聡、原木規江（2016），〈特集 資本政策の選択肢を拡げる 種類株式の活用と法務・会計・税務〉，《旬刊經理情報》，1461 期，頁 9-25。
2. 加藤貴仁（2015），〈1 株 1 議決権原則の意義を解明し、議決権配分の柔軟化の時代の到来に備える〉，《Mergers & acquisitions research report》，243 期，頁 27-38。
3. 戸嶋浩二（2014），〈複数議決権方式による種類株上場の実務と展望〉，《旬刊商事法務》，2032 期，頁 81-92。

- 
4. 勝部伸夫（2017），〈種類株式の多様化とコーポレート・ガバナンス：議決権種類株式を中心にして〉，《商学論究》，64 卷(3)期，頁 101-129。
 5. 松尾健一（2014），〈議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討〉，《阪大法學》，64 卷 3・4 期，頁 943-966。
 6. 松尾拓也（2014），〈IPO 事例と改正東証ガイドラインにみる議決権種類株式スキームの活用と留意点〉，《旬刊経理情報》，1390 期，頁 58-62。
 7. 村田敏一（2016），〈いわゆる株主の固有権と株主平等原則〉，《立命館法学》，367 期，頁 888-907。
 8. 太田洋、松原大祐、水島淳、尾崎美和（2017），〈米国および我が国における複数議決権株式の設計と複数議決権株式発行会社に係る M&A[上]〉，《金融・商事判例》，1509 期，頁 2-14。
 9. 得津晶（2016），〈上場会社における種類株式の新たな利用形態〉，《日本台湾法律家協会雑誌=Japan-Taiwan lawyers review》，13 期，頁 56-73。
 10. 林謙太郎（2014），〈議決権種類株式に関する上場基準の概要〉，《証券アナリストジャーナル》，52 卷 11 期，頁 25-34。

(三)判決判例

最高裁第三小法廷平成 23 年 4 月 19 日決定，民集 65 卷 3 號 1311 頁。

(四)網路資料

Cybernetics 官方網站，<http://www.cybernetics.tsukuba.ac.jp/outline/index.html>。

(五)其他

1. 2018 新規上場ガイドブック（マザーズ編）。
2. CYBERDYNE 有価証券届出書。

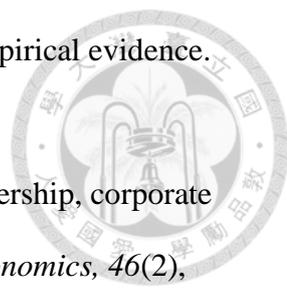
- 
3. Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2016年4月1日-2017年3月31日)。
 4. Cyberdyne 株式会社有価証券報告書(事業年度:2017年4月1日-2018年3月31日)。
 5. 東京証券取引所(2006年6月22日),〈上場制度総合整備プログラム〉, <http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/01.html>。
 6. 東京証券取引所(2014年6月22日),〈IPOの活性化等に向けた上場制度の見直しについて〉, <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/140205.html>。
 7. 酒井太郎(2017年10月),〈日本における議決権種類株式(class shares on voting rights)の上場〉,發表於:《21世紀商法論壇 第17回国際學術會議》,清華大學商法研究中心(主辦),北京。
 8. 種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会(2008年1月16日),〈議決権種類株式の上場制度に関する報告〉, <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/class-shares/tvdivq00000055y3-att/shurui.pdf>。

英文文獻

(一)書之篇章

1. Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. In R. K. Morck (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (pp. 295-318). Chicago, IL: University of Chicago Press.

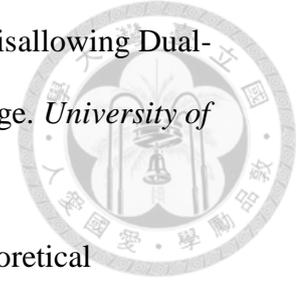
(二)期刊論文

- 
1. Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One share-one vote: The empirical evidence. *Review of Finance*, 12(1), 51-91.
 2. Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.
 3. Ashton, D. C. (1994). Revisiting Dual-Class Stock. *St. John's Law Review*, 68, 863-960.
 4. Bauguess, S. W., Slovin, M. B., & Sushka, M. E. (2012). Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1244-1253.
 5. Baulkaran, V. (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(1), 70-81.
 6. Bebchuk, L. A., & Kastiel, K. (2017). The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock. *Virginia Law Review*, 103(4), 585-6301.
 7. Bebchuk, L. A., & Roe, M. J. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, 52(1), 127-170.
 8. Dallas, L. L., & Barry, J. M. (2015). Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting. *Delaware Journal of Corporate Law*, 40(2), 541-646.
 9. Denis, D. J., & Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 91-118.
 10. Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2006). Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 342-366.

- 
11. Eechambadi, K. (2016). The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward. *New York University Journal of Law & Business*, 13(2), 503-534.
 12. Ericson, K. M. M., & Fuster, A. (2014). The Endowment Effect. *Annual Review of Economics*, 6(1), 555-579.
 13. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
 14. Fischel, D. R. (1987). Organized exchanges and the regulation of dual class common stock. *The University of Chicago Law Review*, 54(1), 119-152.
 15. Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 329-360.
 16. Gilson, R. J. (2005). Controlling shareholders and corporate governance: Complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, 119(6), 1641-1679.
 17. Goshen, Z., & Hamdani, A. (2015). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Journal*, 125(3), 560-617.
 18. Goshen, Z., & Squire, R. (2017). Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance. *Columbia Law Review*, 117, 767-829.
 19. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000)., The Essential Role of Organizational Law. *Yale Law Journal*, 110(3), 387-440.
 20. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The end of history for corporate law. *The Georgetown Law Journal*, 89(2), 439-468.
 21. Hayden, G. M., & Bodie, M. T. (2008). One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity. *Cardozo Law Review*, 30, 445-505.

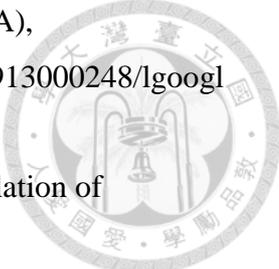
- 
22. Hofstetter, K. (2005). One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies. *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 31(3), 597-663.
23. Jiraporn, P., & DaDalt, P. J. (2009). Does founding family control affect earnings management? *Applied Economics Letters*, 16(2), 113-119.
24. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
25. Lee, P. (2015). Protecting Public Shareholders: The Case of Google's Recapitalization. *Harvard Business Law Review*, 5, 281-299.
26. Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1697-1727.
27. Maury, B., & Pajuste, A. (2011). Private benefits of control and dual-class share unifications. *Managerial and Decision Economics*, 32(6), 355-369.
28. Nguyen, V. T., & Xu, L. (2010). The impact of dual class structure on earnings management activities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(3-4), 456-485.
29. Partch, M. M. (1987). The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 313-339.
30. Riyanto, Y. E., & Toolsema, L. A. (2008). Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2178-2187.
31. Shen, J. (2016). The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective. *Hong Kong Law Journal*, 46(part 2), 477-510.
32. Smart, S. B., Thirumalai, R. S., & Zutter, C. J. (2008). What's in a vote? The short-and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 94-115.

33. Wen, T. (2013). You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchange. *University of Pennsylvania Law Review*, 162, 1495-1516.
34. Winden, A.W. (2018). Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures. *Columbia Business Law Review*, 2018(3), 852-951.



(三) 網路資料

1. Council of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2018 Statistics, <https://www.cii.org/files/2018Y%20IPO%20Stats%20for%20Website.pdf>.
2. Choi, A. H. (2018). Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value. *Harvard Business Law Review*, 8(1), 53-99, <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2018/09/8.1-Choi.pdf>.
3. Council of Institutional Investors, Time-Based Sunset Approaches to Dual-Class Stock, <https://www.cii.org/files/Board%20Accountability/7-13-18%20Time-based%20Sunsets.pdf>.
4. Delaware Code Online, General Corporation Law, <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/>.
5. Emily Steel .(May 24, 2016). Viacom Chiefs Take Trust Battle to Court, N.Y. Times, <https://www.nytimes.com/2016/05/24/business/viacom-ceo-sumner-redstone-competency-lawsuit-philippe-dauman.html>.
6. Fitbit, Inc. .(2015). Registration Statement (Form S-1) , <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1447599/000119312515176980/d875679ds1.htm>.
7. Google Inc. .(2012). Registration Statement (S-1) Letter from the Founders, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>.

- 
8. Google Inc. (2013). Definitive Proxy Statement (Form DEF 14A), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000130817913000248/lgoogle_def14a.htm.
 9. Google Inc. (2013). Current Report (Form 8-K), Ex. 99.1 Stipulation of Compromise and Settlement, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312513418880/d618226dex991.htm> .
 10. Groupon, Inc. .(2011). Amendment No. 7 to Registration Statement (Form S-1), <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=8213893>.
 11. Hong Kong Exchs. & Clearing Ltd., Concept Paper, Weighted Voting Rights, <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>.
 12. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, CalPERS v. IAC: Clear Win for Investors Protecting Shareholder Voting Rights, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/18/calpers-v-iac-clear-win-for-investors-protecting-shareholder-voting-rights/>.
 13. Institutional Shoulder Services. (2012). The Tragedy of the Dual Class Commons , <http://online.wsj.com/public/resources/documents/facebook0214.pdf>.
 14. Karpoff, J. M. (2001). *The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings*, <https://ssrn.com/abstract=885365>.
 15. KAYAK software corporation .(2012). Amendment No. 12 to Registration Statement (Form S-1), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1312928/000119312512296709/d117777ds1a.htm>.
 16. Kristie, J. (2012). Dual-Class Stock: Governance at the Edge. *Directors & Boards*, 36(5), 37-44, <http://sites.udel.edu/wccg/files/2012/10/Dual-Shares-Q3-20121.pdf> .
 17. Letter from the Council of Institutional Investors to Edward S. Knight. (2014). Executive Vice President and General Counsel, NASDAQ OMX Group, http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_nasdaq_one_share_one_vote.pdf.

- 
18. Marc Goldstein. (2016). 2016–2017 Annual Benchmark Voting Policy Survey, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg., <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/10/05/2016-2017-annual-benchmark-voting-policy-survey/>.
 19. Michael J. de la Merced .(May 5, 2016). How Sumner Redstone Went from Army Cryptographer to Media Mogul, N.Y. Times, <https://www.nytimes.com/2016/05/06/business/media/how-sumner-redstone-went-from-army-cryptographer-to-media-mogul.html>.
 20. Richard Dupery. (2006). Will the SEC Trim the Hedges , <https://www.fool.com/investing/small-cap/2006/01/12/will-the-sec-trim-the-hedges.aspx>.
 21. Solomon, S. D. (Nov. 4, 2015). Shareholders Vote with Their Dollars to Have Less of a Say. *N.Y. Times: DealBook*, <https://www.nytimes.com/2015/11/05/business/dealbook/shareholders-vote-with-their-dollars-to-have-less-of-a-say.html>.
 22. Wade, P. R., & Dabla-Norris, E. (2001). *Rent Seeking and Endogenous Income Inequality* (International Monetary Fund Working Paper No.01/15), <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Rent-Seeking-and-Endogenous-Income-Inequality-3981>.
 23. YELP INC. .(2012). Amendment No. 4 to Registration Statement (Form S-1), <http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=8420100>.

(四)判決判例

1. Levco Alt. Fund Ltd. v. Reader’s Digest Ass’n, 803A.2d 428 (Table), 2002 WL 1859064, at *2 (Del. Aug. 13, 2002).
2. Williams v. Geier, 1987, A.2d 1368, 1370–71 (Del. 1996)

(五)其他

1. Opening Pretrial Brief of Google Inc. and Independent Director Defendants, In re Google Inc. Class C S' holder Litig., No. 7469-CS, 2013 WL 2728591 (Del. Ch. June 10,2013).
2. Order and Final Judgment, In re Google Inc. Class C S' holder Litig., No. 7469-CS, 2013 WL 5949928 (Del. Ch. Nov. 6, 2013).

