誰讓投機一再得逞

——企業與金融法制的共業

謝易宏

目次

壹、前言

貳、得逞

- 一、美國弊案災情
- 二、台灣弊案浩劫

參、投機

- 一、組織「多層化」
- 二、法人代表與利益衝突
- 三、不實揭露與審計風險

四、剝削小股東權益

- 五、董監持股質押與經營風險移轉

肆、反省

- 一、人民的感受
- 二、緩不濟急的修法

伍、展望

壹、前言

企業之興衰，彷彿人生聚散。不論長短，但願精彩。是非成敗，更繫乎「股民」心意之向背，容有起伏更迭，惟仍以穩健為要。金融之旨，乃以「金流」融通成全「物流」交易之給付，除供輸企業成長的養分，更維繫企業經營之永續。企業與金融之間，彷彿紅花與綠葉的結緣，合則兩麗，分則雙垂。附麗法制之良窳，更牽動產業發展與政策的落實。深究其義，投機者玩法弄權，掏空公司資產，摧毀投資信心，對企業與金融法制之斲傷，莫此為甚。有鑒於此，本文擬就近年來企業與金融法理錯結的弊案中所涉法制的諸多問題臚列臧否，縱然修辭魯鈍且囿於篇幅，仍不揣淺陋提出芻見，或能藉此角落之議，靜待愚公移山之效。

貳、得 逞

近年來台灣企業弊案中的投機者究竟對社會造成了多大的影響？或許從實務統計與文獻報導中得以管窺，許多企業弊案掏空的資產數額顯然估算保守，但加總後卻仍然驚人。為利對照說明，謹就具最豐富企業弊案處理經驗的美國與台灣近年來的案例，摘要例舉經檢調機構依證據資料所推估之犯罪金額，期能透過統計數字突顯驚人的「商業不正義」(Business Injustice)¹現況，並藉此思索因應之道。

¹ See ROBERT C. ILLIG, *Minority Investor Protections As Default Norms: Using Price To Illuminate The Deal In Close Corporations*, 56 AM. U.L. REV. 275, December, 2006. available at <http://www.lexisnexis.com>, last visited on September

一、美國弊案災情

回顧美國近年來的著名企業弊案，除了智慧犯罪手法迭有更新，造成的投資人損害，更是屢創新高，茲舉其大要，臚列如次：

自2001年起陸續發生的弊案計有：賓州的著名保險公司reliance insurance co.因破產遭求償約3.5億美元；美國證券交易所（AMEX）因管理疏失遭求償約100萬美元；五家德國銀行因聯合定價行為遭處約9,000萬美元；美林（merrill lynch）證券公司子公司mercury asset management因管理退休基金發生疏失遭求償1.1億美元；瑞富期貨經紀商（Refco. inc.）因交易員不當交易遭處4,300萬美元；韋伯證券經紀商（Paine Webber）因營業員詐欺客戶遭處4.3億美元；雷曼兄弟證券商（Lehman Brothers）因所屬業務員侵占客戶帳款，遭處1.15億美元；位於北卡羅萊納州的來禮公司因職員私自虛設外國人頭帳戶掏空公司資金，遭起訴求償1,500萬美元；信貸銀行（Credit Bancorp.）因經理人涉嫌以假交易詐騙客戶2.1億美元遭到起訴等，顯示美國的企業弊案如洪水般四處成災²。

今（2007）年初截至8月底止，美國證管會對於涉及包括內線交易在內的企業弊案總計就已有提起超過35件的起訴案³，其中包括Magnum Hunter Resources Inc.、Taro Pharmaceutical Industries、UBS、Morgan Stanley and Bear Stearns Cos、Amkor Technology Inc.、Barclays等企業；

22, 2007. 該文中對於有關企業弊案所造成商業不正義之深入檢討，多所著墨，實值我國企業經營與監理設為參考之殷鑑。

² See JERRY W. MARKHAM, A FINANCIAL HISTORY OF MODERN U.S. CORPORATE SCANDALS: FROM ENRON TO REFORM, M.E. SHRPE INC. NEW YORK, AT 29-32 (2006).

³ See CHRONOLOGY-MAJOR US INSIDER TRADING CASES THIS YEAR, REUTERS, AUGUST 29, 2007.

著名的美林證券公司（Merrill Lynch & Co.）更遭一家達拉斯無線電話服務供應商MetroPCS Communications正式具狀指控涉嫌欺詐、疏忽以及違反信託責任，違背了客戶投資於低風險、高流動性資產的要求，而將該公司1.339億美元現金投資於十種拍賣利率證券⁴，導致鉅額損失⁵。若再加上爆發在2001-2002年間的安隆（Enron）案求償金額約350億美元、世界通訊（Worldcom）案求償約650億美元、泰可（TYCO）案求償金額約5億7,500萬美元、英克隆（Inclone）案求償金額約1億5,000多萬美元、環球通訊（Global Crossing）案求償金額約22億5,000萬美元、阿德菲爾（Adephia）案求償金額約25億美元、默克藥廠（Merck）案求償金額約140億美元以及向以科技創新聞名的全錄（xerox）案和解金額約1,000萬美元等弊案，受害投資人數與金額都非常驚人。

二、台灣弊案浩劫

弊案背後，難脫日積月累的沉痾疏失，考量新舊世代間經濟犯罪的手法迥異，為利區別與敘明，爰以故鄉人民自新紀元以來所目睹不勝枚舉、不公不義的投機設為觀察標的，更以媒體報導大起大落、忽冷忽熱之間，逐漸「習慣」了企業弊案的掠奪為例；據此，謹就經台灣司法所認定的企業犯罪，臚列統計其要，以突顯人民蓄積多年的焦慮：

⁴ 這種證券被認為是一種低風險投資，通常被企業用於管理閒置資金。其中9種是由美林承銷的債權抵押證券，並由抵押貸款和其他資產作為擔保。

⁵ 詳情請參見「美林因高風險投資損失遭起訴」，華爾街日報（電子版），2007年10月19日。

年份	涉案法人 / 家數	涉案自然人 / 次	起訴金額 / 億
2000	5	35	265.6
2001	8	81	466
2002	13	27	323.3
2003	12	15	236.6
2004	9	11	190.5
2005	6	38	45
2006	14	63	74
2007	15	97	1,146.3
總計	92	367	2,767

資料來源：作者自行整理⁶

參、投 機

弊案之所由生，必以制度之設，有縫得鑽，有機可趁，乃能僥倖既遂。倘能察其徵兆，或能防微杜漸。囿於篇幅，謹就我國企業實務中值得再予檢討的重點例舉如次：

一、組織「多層化」

企業經營的法制環境本應允有一定的彈性，法律容認企業得藉由最適的組織態樣，遂其營利所圖，中外法制皆然。自從1888年美國新澤西州制訂公司法，首次允許公司得透過持有另一公司股份而成為跨州經營

⁶ 詳細資料請參照本章後附「二十一世紀台灣企業弊案」表，其中所載統計數字轉錄自法務部網站資料，所有內容迨以經檢方調查結果所認定之犯罪事實及推估涉案金額為據，表中所援引今（2007）年部分，係指至本文截稿為止之最新統計，為明文責，併此補述。

公司的控股公司後⁷，雖曾經歷強大的反對聲浪⁸，但基於商人「隨利而居」的本質，企業組織無不以擴充渠等法律結構成為「多層化」組織型態（Multi-divisional Form）⁹，而享經營或控制上之便利。¹⁰

承前所述，組織多層化究竟何患之有，值得特別著墨檢討？按組織多層化對於經營與競爭力的影響，論者或有異見¹¹，但對於小股東與

⁷ SUPRA NOTE 2, AT 253.

⁸ ID. 美國新澤西州州長GOVERNOR WOODROW WILSON曾於任內倡議立法禁止該州前已存在允許控股公司的公司法，並名之為七姐妹改革法案（Seven Sisters Reform Legislation），不料卻使得許多原本在該州註冊登記的大公司紛紛撤離該州，改往臨近的德拉瓦州（Delaware）註冊登記，新澤西州公司商務自此遠遠落後德拉瓦州，也造就了德拉瓦州公司法實務領先美國其他各州的歷史契機。有關史實的詳細發展顛末，請參見前揭註同頁所述。

⁹ See CHOPPER, COFFEE & GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS, Aspen Publishers, 6th Ed., at 28 (2004). 國內近期論述亦曾針對國內大型企業展開實證研究，分析大規模企業的組織架構—即U-form、H-form與M-form等三種管理架構，所呈現高階主管和部門經理人之間的委託—代理關係、管理特性與效率作比較，分析分權化的利益與成本，並依據高階主管與部門經理之間決策權分配的程度，來分析現代大規模多角化的企業組織架構的最適化選擇。請參見彭榮明，中國石油公司組織變遷之研究，國立中山大學經濟學研究所碩士論文，2004年6月。

¹⁰ 美國企業在20世紀中較早採取多層化組織方式的著名案例，舉其大要者例如通用汽車公司General Motors，杜邦化學公司DuPont，標準石油公司Standard Oil and Sears-Roebuck等，都迅速將渠等企業版圖成功擴張海外，足證多層化組織對於企業經營所提供的彈性，適於在組織橫切面因「主體分離」（Corporate Separateness）本質而使企業個體間責任得以切割，組織縱剖面卻仍能有效貫徹由上而下（top-down）的控制力，並藉此結構靈活運用組織資金。See John Backman, *The M-Form Organization Dysfunction*, THE POLICY CENTER, New York, 1999, available at <http://policycenter.sunyit.edu/organization/mform.htm>, last visited on September 16, 2007.

¹¹ 有關多層化企業組織的「交易成本」對於企業經營之影響，相較於一般企業組織而言究竟有何優勢？美國法律界在70年代中期曾出現著名的學者論辯，亦即傳頌多時的「蘭得斯與波斯納的交易成本爭辯」Transaction

債權人瞭解經營資訊（資訊知情權¹²）所造成的可能阻絕，實務上卻屢見不鮮。質言之，企業利用多層化的法律架構，讓原本相對於管理階層居於資訊不對稱地位的小股東與債權人，無從即時獲悉營業細節與資金流向，以作成投資取舍的正確判斷，恰好培養了大股東與關係人趁機不法移轉企業資產的絕佳環境；而多層化所形成的企業集團（Corporate Groups）在組織多層化的法律包裝下，運用「主體分離」（Corporate Separateness）¹³的風險隔離設計，營業資金的供輸更形靈活但卻巧妙

Cost Analysis and the Landers-Posner Debate)，詳見Christopher W. Frost, *Organizational Form, Misappropriation Risk, and the Substantive Consolidation of Corporate Groups*, 44 HASTINGS L.J. 449, March 1993, available at website <http://www.lexisnexis.com/us/lacademic>, last visited on Sept. 15, 2007.

¹² 按企業法制上所設的「股東資訊知情權」（Stockholder's right to know），係由財務會計報告查閱權、賬簿查閱權和檢查人選任請求權等權利所組成。上述權利行使的內容雖然或有不同，但皆係針對股東對公司事務知曉的權利而設，質言之，都是為了能使股東獲得充分的資訊，作成最正確的投資判斷。在美國即屬於企業資訊揭露法制（disclosure system）的一環，歐盟國家中亦曾有多份重要探討文獻可資參考，例如歐洲議會（EC）業於2006年1月5日接受歐盟法制委員會所提出公司股東權指令（Shareholder's rights directive）的立法要求，並開始審議，其中第13條特別針對新型態的企業持股應如何貫徹股東知情權行使，多所著墨。詳細內容請參見網站資料：www.ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/recomm_annex_en.pdf+shareholder，最後瀏覽日：2007年9月20日。此外，德國上市公司同業公會（The Association of the Exchange-listed Corporations）於2006年2月法蘭克福所舉辦的公司治理研討會中發表了有關股權與責任之報告，其中關於股東知情權有詳細介紹，詳細內容請參考該協會網站資訊所載內容：www.icgn.org/conferences/2006/frankfurt/discussion_paper.pdf+shareholder，最後瀏覽日：2007年9月20日。

¹³ See Michael C. Keely, Barbara A. Bennett, *Corporate Separateness*, FRBSF WEEKLY LETTER, February 3, 1988. 按美國聯邦理事會舊金山分處所發行之週刊報導（FRBSF Weekly Letter），1988年2月號（February 3, 1988）當期內容，詳細介紹有關「主體分離」理論的探討，翔實嚴謹並具啟發效果，堪稱早年的經典文獻，應值我國企業實務與監理工作進一步參考。有關美

地脫免了法律上的責任¹⁴。學理上，多層化企業組織易於經由企業間交叉持股方式造成股權實質集中，惟渠等架構下，原本抑制控制股東道德危險行為的方式主要係透過「聲譽」（Reputation）及「法規範」（Legality）¹⁵的雙重嚇阻。

實務上對於集中型股權結構下所可能發生的代理成本，往往較為瞭解，因此多層化組織中居於控制股東地位而對外募集營運資金時，就需為公開此等資訊而備受質疑，反之控制股東倘能以其經營理念在獲取市場正面評價時，則能降低此外界質疑而以較低成本取得資金。凡此迨多取決於控制股東的自律，若市場無法提供誘因時，控制股東的法令遵循常需面臨更嚴苛的檢驗。按市場規範原係保護少數股東的最後防線，易言之，更嚴謹的法律建構，將使得控制股東更不易剝削少數股東之權益¹⁶。然而部分企業控制股東之所以掌握公司經營權，並非透過持有足夠之股權，而是利用其他方法（例如多層化組織架構、交叉持股等）取得不對稱之表決權數，從而此種公司即出現「股權」與「控制權」背離之現象，因此有稱之為「少數控制股東結構」（Controlling-Minority Structure, CMS）以有別於股權分散型（Dispersed Ownership）

國金融法制中所涉有控股公司模式，渠等如何歸責迨多與「主體分離」理論密不可分，相關敘述與分析內容，敬請瀏覽或下載該分處網站文獻資料檔案區available at: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/1988/el88-23.pdf>, last visited on September 23, 2007.

¹⁴ *Id.*

¹⁵ See Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, And Dual Class Equity: The Creation And Agency Costs Of Separating Control From Cash Flow Rights*, As Published In *Concentrated Corporate Ownership*, R. Morck, Ed., 13-15, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590, last visited on Sept. 15, 2007.

¹⁶ See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around The World*, 54 (2) J. FIN, at 512 (1999).

或絕對控制型（Controlled Structure）¹⁷的股權結構。此種具「利益衝突」本質的「少數控制股東型」，其代理成本更勝於其它股權結構。實務上此種結構的控制股東更易於做出利於自己但卻不利於公司之經營決策，或有為公司控管考量，而不予分派或限制分派公司年度盈餘，而係透過轉增資方式擴大企業規模；甚至在經營權移轉有利於公司價值提升時，控制股東仍抗拒經營權的移轉¹⁸。反觀我國企業弊案中的投機者，幾乎沒有例外的利用組織多層化設計，操作租稅規畫（Tax Planning）與風險隔離（Risk Allocation）的法律布局，嚴重悖於企業內控避免利益衝突之原則。現行企業法制暨監理機關未能對渠等遂行「監理套利」（Regulatory Arbitrage）¹⁹採取有效遏止的措施，對於因為弊案而身心嚴重受損的投資大眾，實難辭其咎。綜前所陳，爰擬就國外立法例簡要提出制度性比較，以供實務參考；

（一）影子董事（幕後董事、垂簾董事）

影子董事（Shadow Director）之設，係源於英國；按依英國1985年公司法（British Companies Act 1985）第741條第1項規定：「本法所稱『董事』者，包括任何擔任董事職務者，而不論其稱謂」²⁰；同法第2項則規定：「影子董事係指公司董事經常依其命令或指示行事之人。然

¹⁷ See LUCIAN ARYE BEBCHUK, REINIER KRAAKMAN & GEORGE G. TRIANTIS, NOTE 15, AT 1-2.

¹⁸ *Id.*, AT 8-13.

¹⁹ 係指利用監理密度不同的法域間所存在的監理落差從事脫法行為的現象，關於監理套利的探討，雖多有為文討論，但近年來最值注意的一篇文獻應首推Amir N. Licht, *Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets*, VIRGINIA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW, Vol. 38, at 563-635, 1998.

²⁰ See British Companies Act 1985, s741 (1): "of the provision In this act , 'director' includes any person occupying the position of director by whatever name called."

不包括本於專業給予公司董事建議之情形在內」²¹。在Re Unisoft Group Ltd (No 3) 一案中²²，主審的Harman法官裁示，影子董事之構成要件，需持續在一段時間內影響公司董事之各種決策，並已成為慣例之情形 (As a Regular Course of Conduct)²³。質言之，英國實務上對於影子董事之認定，必須證明1.擔任公司名義上或實質上之董事職務；2.該名影子董事確有指示公司董事會成員作成決策與執行業務；3.董事們依照其指示而作成決策與執行公司業務；4.已形成慣例²⁴。易言之，個案中必須先證明董事會之行為，確符合該等情狀，再確認董事會為決策與業務行為時，放棄獨立之裁量與判斷 (did not exercise any discretion or judgment of its own)，而僅依指示而執行公司業務²⁵。

反觀我國現行企業法制中，尚無明文承認隱身違法公司法人幕後操縱的法人董事，亦需對於幕前被控制之法人所造成損害負擔民事賠償之責，刑事責任部分亦因法人董事無法認定犯罪故意而無法以刑責相繩。面對訴訟上日益嚴謹的法律要件舉證，企業實體法似應全面檢討植入前揭影子董事之設，以資因應新型態的企業脫法布局。

(二) 「揭穿」v.「反向揭穿」公司面紗

美國衡平法實務上所發展出來的「揭穿公司面紗原則」 (Doctrine

²¹ See British Companies Act 1985, s741 (2): "In relation to a company, 'shadow director' means a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act. However, a person is not deemed a shadow director by reason only that the directors act on advice given by him in a professional capacity."

²² See Re Unisoft Group Ltd (No 3), 1 BCLC 609, 620 (1994).

²³ See Caroline M Hague, *ANALYSIS: Directors: De Jure, De Facto, or Shadow?*, 28 HONG KONG L.J. 304, at 307-308 (1998).

²⁴ *Id.*

²⁵ See note 23, at 308.