

肆、股權結構探討

本章將對國內外之股權結構相關文獻作回顧，接下來比較兩岸之公司法與股權結構之制度，而中國大陸壽險公司之股權結構十分特殊，在中資壽險公司部分多為國家股或中國當地之法人股集中掌握股權，而合資壽險公司則為中方股東與外資股東各持股 50%的情況，因此，特別針對中國大陸壽險公司之股權結構可能會隱含之問題作一分析與探討。

一、股權結構相關文獻回顧

公司股權結構對公司價值及績效的影響的理論基礎在於公司所有者與管理者分離因利益不一致所產生的代理問題，不同的股權結構所能降低的代理問題程度有所不同，進而影響公司的價值與績效。

在國外文獻的部份，Shleifer和Vishny(1986)以Fortune 500的456家公司為樣本，研究發現一定程度的股權集中度有利於公司之績效表現，因為當公司績效表現良好時，大股東可從中獲得可觀的利益，因此大股東較有做好監督公司經理人工作的動機。而Brickley、Lease和Smith(1988)則將公司股權持有主體分為機構法人、大股東持股、小股東持股以及管理人持股四類，其指出機構投資者的股權比率對公司之價值與績效有正面影響。McConnell和Servaes(1990)則是以在NYSE及AMEX掛牌的上市公司為樣本，研究機構投資者持股比例與大股東持股比例對公司績效之影

響，McConnell和Servaes認為機構投資者與大股東由於持有股份較高，其監督誘因及能力皆會比小股東高，其研究實證結果發現機構投資者與大股東持股比例與公司績效起初成正相關，但持股比例超過50%以後則呈負相關，此篇研究支持股權結構與公司績效之間的非單調性關係。

而台灣在相關文獻探討的部份，有張訓華(1991)以1989年台灣119家上市公司為樣本，採逐步回歸方式探討公司主要股東持股比率、董監事持股比率、重要管理者持股比率、法人機構持股比率與公司經營績效之關係，實證結果發現：(1)股權集中度愈高與經營績效成正比；(2)法人持股比率與公司經營績效呈正比；(3)公司主要經營者持股比率與公司經營績效無顯著關係。楊俊中(1997)以台灣地區1991年至1996年之99家上市公司為樣本，探討其股權結構與經營績效之相關性，並將股權結構分為經營團隊、機構法人及個人三方面加以探討。實證結果發現，經營團隊(董監事)持股比例與經營績效呈顯著正相關。而葉銀華(1999)以1994年上海交易所169家上市公司為樣本，並將樣本依資產規模大小分為四等級，探討股權結構對公司價值與績效的影響，實證結果發現，國有股因無法有效執行內部監督工作，而使得國家持股比率與公司價值與績效呈負向關係，此負向關係在大規模的公司群中尤為明顯，而法人股則為公司實質內部監督者，因此法人持股比率與公司價績效呈正向關係，此正向關係在大規模公司群中尤為明顯。

由以上股權結構相關文獻可知大股東因持股比例高，使得監督公司管理者的動機升高，相對之下其監督成本也較低，因此股權集中度對公司經營機績效普遍

具有正面影響。另外關於大陸股權結構之探討則有葉銀華(1999)以及王智明(2001)，其主要說明大陸法人股對公司價值及經營績效有正面影響，國家股則有負面影響，但前者所研究之對象為1994年上海交易所之上市公司，而後者所研究之對象僅為12家電子類上市公司，因此在大陸股權結構方面應該可以再做進一步之研究討論。尤其在壽險市場方面，其股權結構乃是大陸市場異於各國之一大特色，在中資壽險公司部分多為國家股或中國當地之法人股集中掌握股權，而合資壽險公司則為中方股東與外資股東各持股50%的情況，因此，針對壽險公司之股權結構與經營績效之分析於第五章實證分析章節會有詳細之探討。

二、大陸股權結構相關規範

中國公司若依最終控制人來區分，則可分成民營企業與國營企業，而就中國之公司法(參考下表 9)來看，其規範的公司為有限責任公司與股份有限公司兩類。中國大陸自 1978 年開始進行改革開放，而民營企業在開放後呈現迅速之發展趨勢，其生產總值約佔中國國內生產總值之 50%，而部分民營企業紛紛經過改制或收購後成為上市公司，但上市公司大部分仍以非民營公司為主，而非民營上市公司包括國家直接控股上市公司、國有企業控股上市公司、集體控股上市公司與集體企業控股上市公司四種，因此大陸上市公司企業型態具有複雜化之特性。

在董事會的建立方面，大陸公司法有規定董事之設置，但對於董事人數、身份、選舉方式等規範則依公司性質、大小有不同之規範。而在獨立董事方面，則

是隨著中國證監會 2001 年頒佈「關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見」後開始實施與重視，依據該規定，於 2003 年 6 月 30 日前，上市公司董事會成員中應至少包括三分之一的獨立董事，而新修訂之公司法亦將獨立董事制度納入，但並未對獨立董事之地位與作用明確載明。

董事會對股東負責，可行使以下職權：

1. 召集股東會會議，並向股東會報告工作
2. 執行股東會的決議
3. 決定公司的經營計畫和投資方案
4. 制訂公司的年度財務預算方案、決算方案
5. 制訂公司的利潤分配方案和彌補虧損方案
6. 制訂公司增加或減少註冊資本以及發行公司債券之方案
7. 制訂公司合併、分立、解散或變更公司形式之方案
8. 決定公司內部管理機構的設置
9. 決定聘任或解聘公司經理及其報酬事項，並根據經理的提名決定聘任或解聘公司副總經理、財務負責人及其報酬事項
10. 制訂公司之基本管理制度
11. 公司章程規定之其他職權

而在監事的部分，大陸公司法同樣的規定監事之設置，但對於監事人數、身

份、選舉方式等規範也依公司性質、大小有不同之規範。設置監事之目的主要是希望監事具有法律、會計等方面之專業知識或工作經驗，並確保監事會能獨立且有效的行使對董事、經理和其他高級管理人員及公司財務之監督與檢查。依據中國公司法第五十四條規範，監事主要具有以下職權：

- 1.檢查公司財務
- 2.對董事、高級管理人員執行公司職務的行為進行監督，對違反法律、行政法規、公司章程或股東會決議之董事、高級管理人員提出罷免的建議
- 3.當董事、高級管理人員之行為損害公司利益時，要求董事、高級管理人員予以糾正
- 4.提議召開臨時股東會會議，在董事會不履行公司法規定之召集和主持股東會會議職責時，召開和主持股東會會議
- 5.向股東會會議提出提案
- 6.依照公司法第一百五十二條之規定，對董事、高級管理人員提起訴訟
- 7.公司章程規定之其他職權

而在資訊透明度方面，中國證監會於 2001 年所頒佈之「上市公司治理準則」之第七章有規範相關之訊息披露與資訊透明度要求，其規範持續揭露信息為上市公司之責任，上市公司除按照強制性規定披露信息外，應主動、即時地披露所有可能對股東和其他利益相關決策者產生實質性影響之訊息，並保證所有股東有平等的機會獲得信息。由上市公司董事會秘書負責信息披露事項，任何機構及個人

不得干預董事會秘書之工作。此外，公司治理之相關信息也需依法披露，並按照相關規定及時披露持有公司股份比例較大的股東以及一致行動時可以實際控制公司的股東或實際控制人之詳細資料。而當控股股東增持、減持或質押公司股份，或控制權發生轉移時，亦應及時準確地向全體股東披露相關信息。

接下來，根據梁宇賢等(1998)與吳立信(2006)對於兩岸公司法規制度之研究結果，將兩岸之公司治理與股權相關規範整理如下表 10、11、12：

表 10 兩岸公司法比較(1)

	臺 灣	中 國
基 本 要 素		
公司之資格	需為社團法人	需為企業法人
公司之種類	1.無限公司 2.有限公司 3.兩合公司 4.股份有限公司	1.有限責任公司 ²⁵ 2.股份有限公司
成立	須經以下主管機關批准： 中央為經濟部 省為建設廳 直轄市為建設局	須經國務院授權的部門或省級人民政府批准
分公司	可設置分公司，為受本公司管轄之分支機構	可設立分公司，分公司不具企業法人資格，其民事責任由公司承擔
子公司	無明確規範	可設立子公司，子公司具有企業法人資格，依法獨立承擔民事責任
主要規範法律	公司法 證券交易法	公司法 證券法

²⁵ 有限公司包含國家授權投資的機構或部門所單獨投資設立之國有獨資公司，而外資企業亦納入有限公司之範疇

表 11 兩岸公司法比較(2)

	臺 灣	中 國
有 限 公 司		
組成	<ul style="list-style-type: none"> ● 5 個以上 21 個以下股東組成 ● 半數具中華民國國籍且在國內有住所 ● 出資額超過公司資本額二分之一 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2 個以上 50 個以下股東組成
股東表決權	無論出資多寡，均有一表決權，可依章程另外訂定之	按照出資比例行使表決權
董事之設置 (法定必設)	<ul style="list-style-type: none"> ● 至少 1 人，至多 3 人 ● 由有能力之股東中選任之 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 人至 13 人 ● 董事長 1 人、副董事長 1-2 人
監事之設置	不執行業務之股東，均得行使監察權	<ul style="list-style-type: none"> ● 規模較大者 監事會成員不得少於 3 人，應在其組成人員中推選一名召集人(由股東代表和適當比例的公司職工代表組成) ● 規模較小者 1-2 名監事 董事、經理及財務負責人不得兼任監事

表 12 兩岸公司法比較(3)

	臺 灣	中 國
股 份 有 限 公 司		
組成	<ul style="list-style-type: none"> ● 7 人以上為發起人 ● 半數於國內有住所 	<ul style="list-style-type: none"> ● 5 人以上為發起人 ● 半數於中國境內有住所
股東會	<ul style="list-style-type: none"> ● 股東常會(每年至少一次) ● 股東臨時會(必要時召集之) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 股東大會(每年召開一次) ● 臨時股東大會
股東會決議方法	1.過半數股東出席，且出席股東表決權過半數同意 2.解散、合併之特別決議則需四分之三以上股東出席，過半數同意	1.出席股東表決權過半數同意 2.公司合併、分立、解散修改章程需出席股東表決權的三分之二以上通過
董事之選任	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 人以上，由股東會就有行為能力之股東中選任之 ● 公司與董事間為委任關係 	<ul style="list-style-type: none"> ● 5-19 人
董事任期	<ul style="list-style-type: none"> ● 不得逾 3 年 ● 連選得連任 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不得超過 3 年 ● 連選得連任
監察人(監事會)	<ul style="list-style-type: none"> ● 股東會就股東中選任之 ● 至少 1 人在國內有住所 ● 公司與監察人為委任關係 ● 監察人不得兼任董事、經理人或其他職員 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 人以上 ● 成員間推選一位召集人 ● 由股東代表和適當比例之公司職工代表組成 ● 董事、經理及財務負責人不得兼任監事
監察人任期	<ul style="list-style-type: none"> ● 不得逾 3 年 ● 連選得連任 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 年 ● 連選得連任
獨 立 董 事 相 關 規 範		
獨立董事席次比例	<ul style="list-style-type: none"> ● 兩席獨立董事 ● 公開發行公司董事會設有常務董事者，常務董事中獨立董事人數不得少於 1 人，且不得少於常務董事席次五分之一 	<ul style="list-style-type: none"> ● 三分之一
兼任其他公司董事上限	不得超過 3 家	原則上最多 5 家
職責	與一般董事、監察人職責相同	與一般董事職責相同

三、大陸壽險公司股權結構之隱含問題

(一)合資壽險公司組織結構之制度缺陷：過度利用中國大陸股東之市場支配力

合資壽險公司制度缺陷即為迅速佔領市場、取得基本業務量、降低展業成本，往往利用股東在某個領域的市場支配力，強制或不公平的開展業務。對於合資壽險公司之結構，於文章一開始有提到，按照中國現行法律和行政法規，中外合資壽險公司僅能採取有限公司的組織型態，而依照中國公司法之規定，有限公司可以由兩個以上股東共同出資建立，而股份有限公司則應當有五人以上為發起人。但目前中國之合資壽險公司皆少於五個股東，只能屬於公司法規定之有限責任公司，其組織結構與中國現行的保險法律和行政法規相悖。

但在這樣的架構下，合資壽險公司之中方股東多是在某領域有壟斷性或是競爭優勢之企業，諸如：國家郵政局、中國石油、首都機場等企業，這種具有競爭優勢的企業會利用其股東優勢或壟斷地位來控制保險市場資源，這樣的舉動對於其他壽險公司都是不公平的，中意人壽(詳見附錄三)便是藉由這樣的模式，簽訂了其中方股東中海油之團險大單。而中美大都會人壽也想透過中方股東首都機場公司的實力來壟斷航空意外險。這樣的行為嚴重破壞了原本自由競爭的市場。

(二)合資壽險公司之撤資行爲

安聯大眾人壽、中保康聯人壽紛紛因連年虧損²⁶，而使中方股東欲抽身撤資，這些事件顯示合資壽險公司長久之回收年限問題，一家保險公司在新進入的市場上欲實現營利至少要 7 至 8 年的經營期，當公司業務拓展到一定的規模後，增資是無可避免的策略，但是中方股東是否能跟的上增資策略是一大隱憂。當激烈的競爭使各家壽險公司的保費收入增長幅度受限時，若保費收入不足以支持網點擴張時，償付能力問題就可能出現。

而當償付能力不足之情形發生時，可能會有兩種結果出現，一種結果是外資股東不想繼續賠錢而火速撤資，等待保險市場完全開放後再進入。另外一種結果是中方企業因無法追加資本金而抽身，當中方股東撤資時，會有兩種結果，第一種，由市場上其他中資企業買下原中方股東之股權。第二種則是由合資之外方股東買下原中資股東之股權。而第二種解決方法無疑是爲外資股東創造了獨資進入中國保險市場之機會。

(三)參股中資壽險公司股權稀釋或股權轉換之問題

許多國際大企業都透過參股的方式入股中資保險公司，但隨著中資保險公司積極從事股份改造與海外上市之政策下，外資股東常面臨到股份稀釋之風險，例

²⁶ 資料來源：北京保險理財網，「合資壽險問題'婚姻'：危險的隱性絆馬」，2005 年 8 月 27 日，<http://www.bjbaoxian.com/show.aspx?id=562&cid=30>

如中國平安上市之前，入股之外資企業如高盛集團、摩根史坦利之股份皆約 7% 左右，但此兩集團於中國平安在香港上市後，放棄優先認股權，因此股權被稀釋至 5.47%和 4.67%²⁷。

而近年來大陸中資壽險公司，紛紛以海外上市為發展目標，因此許多參股中資壽險公司之外資股東皆面臨股權轉換之問題，例如：太平洋保險集團²⁸暫定於 2007 年下半年要在香港公開招股上市，但太平洋保險集團與其最大的外國投資者凱雷集團(The Carlyle Group)進行談判，希望凱雷集團可以將所持有的太平洋人壽保險股權，置換為較小比例的太平洋保險股份，對凱雷集團而言，股權轉換問題可能會影響其日後退出大陸市場，以及價格問題。

(四)控股權與利益衝突

由於合資壽險公司之中方與外資股東各持有股權的 50%，因此，在重要政策決定時，雙方並無絕對的主導權。一般合資壽險公司之董事長基本上皆由中國大陸企業指派，而總經理則是由外資保險業者指派，各業務部門中，與保險業務有關的營銷、業務、培訓等部門主管多由外資保險業者指派，而財務、人事等業務部門則多由中方股東指派，加上中外股東在合資壽險公司之利益並不一致，考核之標準也不同，因此，對於公司整體發展方針常有不同之主張，在實務業務開展

²⁷ 資料來源：「中國平安再演香港今年最大 IPO」，中國證券報，黃立峰，2004 年 6 月 18 日

²⁸ 資料來源：「太平洋保險明年來港上市」，大公網新聞，2006 年 11 月 8 日

過程中，雙方部門主管易在業務戰略、業務模式等問題上產生衝突。同時，由於合資壽險公司中，中方股東大部分不具壽險經營經驗，因此公司經營主要是由外資股東主導，因此，中資股東與外資股東雙方在企業經營上往往會造成較大之衝突。這些現象在一定程度上會影響公司經營戰略之執行，而影響公司之經營績效。