

交叉持股對公司治理之影響

洪秀芬 陳貴端

逢甲大學財經法律研究所

摘要

近幾年來在台灣頻傳上市（櫃）公司發生財務危機情事，對國內證券金融市場造成嚴重衝擊，而在一連串的企業財務危機事件中，可觀察到為數甚多之企業係利用交叉持股炒作股價套利及股票質押借款方式來從事財務操作，此種融資循環方式在股市衰退時極易引發公司財務危機。除此之外，交叉持股公司可互相透過所持有股份之表決權來配合經營階層行使，使得經營者（董事會）可操縱股東會，有效支配公司，排除股東會對董事的監督，使公司選任董監事之機制及監督功能喪失，破壞了股東平等原則。鑒於交叉持股所引起之弊端，促使台灣立法部門於2001年修改公司法，在第一六七條增訂從屬公司不得將控制公司股份收買或收為質物，但仍嫌不足。本文即是在探討企業運用交叉持股所產生之利弊、台灣現行交叉持股的規範及其缺失，並提出筆者建議，以供各界參考。

關鍵字：公司治理、所有權、交叉持股、表決權、交叉表決權、股東平等原則

壹、 公司治理之意義

Corporate Governance 之課題，因現代股份有限公司規模龐大、股東人數眾多、股權結構分散、企業組織運作複雜、各利害關係人間之互動頻繁，乃至公司經營績效與盈餘分配等諸問題，而備受各界矚目。公司治理有多重涵義，可從公司治理的具體形式，公司治理制度的功能，公司治理的理論基礎，公司治理的基本問題，以及公司治理潛在的衝突等各方面來進行界定。有學者從管理效能譯為「公司管理」，有從管理與監督兩層意義譯為「公司監控」¹，有從私法自治譯為「公司治理」，亦有從公司治理「機構」、「體系」和「控制機制」譯為「公司治理結構」。美國經濟學家瑪格麗特·M·布萊爾將「公司治理」歸納為「一種法律、文化和制度性安排的有機整合」，這一整合決定公司可以做什么？誰來控制？控制如何進行？及其從事營運活動產生之風險與報酬如何分配？這些安排包括公司股東會及董事會行為，經理人營運管理、公司融資、證券發行、交易和破產、法律對金融機構行為的控制、勞工關係、契約合同、產權及報酬制度、內部信息和控制體系等方面。「公司治理」所界定之範圍不僅是公司與所有者的關係、企業組織方式，控制機制，利益分配等關係，還包括公司與相關利益集團的關係如雇員、顧客、供貨廠商、所在社區等等之所有法律、機構、文化和制度的安排。

易言之，公司治理涵蓋了不同形式的制度安排（法律、經濟、文化），公司內部和外部不同的制度結構（內部組織機構和外部市場等），各種關係人（股東、董事、政府或社區、勞工等），不同的手段和機制（約束和激勵等），這些係藉由公司經營目標與法律規範予以貫穿，連結起來，表現於公司營運管理活動。OECD²（Organisation for Economic Co-operation and Development，國際經濟合作暨發展組織）對公司治理之定義為：「公司治理係公司管理階層、董事會、股東及其他利害關係人等相互間關係之組合，公司治理提供公司制定目標，達成目標手段（方法）及訂定經營績效之衡量的架構。良好的公司治理須對董事會及管理者提供適當的激勵因子，以有效達成公司及股東利益之目標，並使得公司資源之運用更具效率。」OECD 於一九九九年五月二十六日至二十七日的部長級理事會議，批准下列五項公司治理原則，作為企業體執行及落實公司治理制度之參考

¹ 參考如黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論 - 超越「獨立董事」之迷思，台灣大學法學論叢第二十九卷第四期，2000年7月，頁159-208。

² OECD 網站：<http://www.oecd.org/>。

基準：(1) 公司治理架構應保護股東的基本權利和決策參與權。(2) 公司治理架構應確保公平對待所有大小股東及外國股東，任何股東在其權利受到損害時都應能得到有效的法律幫助。(3) 公司治理架構應尊重企業參與者之法定權益，並且鼓勵公司與利害關係人積極合作，以創造財富、工作機會及維持企業的健全財務。(4) 公司治理架構應確保有關公司財產、績效、財務狀況、所有權及經營者結構等資訊能及時且詳盡的被揭露公開。(5) 公司治理架構應確保公司董事會的策略性指導、對經營者的有效監督，及經營者對公司和股東的說明責任³。

貳、 公司治理之本質與機制⁴

公司股東如何確保自己的投資是安全的？如何保證自己的資產能得到最佳的運用，獲得最大之收益？如果將公司視為一個實現利潤最大，企業價值極大而存在之組織形式，則如何使公司在不同利益群體間，如大股東與小股東之間，股東與董事會之間，董事會與經理人及員工之間，公司與股東及債權人之間，透過一種制度安排來協調不同利益群體間的衝突，以保障公司決策及營運的有效性，進而使公司達到利潤極大，企業價值極大之目標？此一制度安排即為公司治理所要解決的問題。

本質上公司是由許多契約相互交錯而成的組合體，公司於內部有股東、員工、經理人、董監事，於外部亦有各類型的債權人，這些不同的參與者或族群與公司依不同的契

³ OECD Principles of Corporate Governance：「I. The Rights of Shareholders：The corporate governance framework should protect shareholders' rights. II. The Equitable Treatment of Shareholders：The corporate governance framework should ensure the equitable treatment of all shareholders, including minority and foreign shareholders. All shareholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation their rights. III. The Role of Stakeholders in Corporate Governance：The corporate governance framework should recognize the rights of stakeholders as established by law and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises. IV. Disclosure and Transparency：The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and governance of company. V. The Responsibilities of the Board：The corporate governance framework should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management by the board, and the board's accountability to the company and the shareholders.」

⁴ 本文所指之公司，以股份有限公司為限。

約來維持彼此之間的權利義務⁵，而這些契約的組合或集合架構就是公司治理結構，公司治理的目標即是在透過好的法律安排來使公司營運能順暢且具有效率，以產生巨大的經濟利益，並公平而合理地與不同之利益群體分享。

作為一連串契約的組合或集合，則公司治理結構需具有下列的機制：

一、權力配置與提高決策效率與營運效益之機制：須能對公司權力做明確的配置，公司治理就是如何在股東、董事、經理之間進行控制權之配置，使其能對公司資產作有效運用，創造利潤極大，使企業價值極大化。其做法：(1) 通過制度和程序化的決策方式來提高業務執行效率：除股東會法定或章定職權外⁶，對公司業務之決策及執行事項應由董事會決議行之，然而董事會係會議體之機關，不能經常開會，故公司得設常務董事，於董事會休會時，以集會之方式經常執行公司業務。此外，公司亦得依章程之訂定，設置經理人，以輔佐董事會管理公司業務。而公司之經營，若屬於公司重大業務決策事項者，應經董事會決議，若屬通常一般業務之執行，則可授權由董事長、常務董事會或經理人直接決定執行，以明確建立起內部決策程序與權力分工體系；(2) 透過重大業務決策事項的議決，來過濾經營者的決策不當風險。公司治理機制需要制定完整的內部權力分配體系與決策程序，使公司內部權力能有效的配置，以保證決策的科學化、規範化，從而提高決策效益，並進而實現公司經營目標。

二、制衡與監督機制：公司須有監督機制，能對董事會、經營管理者進行監督功能。實施監督制衡功能者，除公司股東會外，在英美法系國家係由不執行業務之獨立董事組成審計委員會來執行內部監督，在大陸法系國家則設有監察人或監事會（監察人會）來執行內部監督工作。此外，尚可透過外部監督機制如獨立會計師來執行外部監督工作。而為了能達成監督機制有效的運作，須建立以下制度：(1) 公開、公正和公平的信息披露制度；(2) 股東同股同權利原則與實施制度；(3) 董事會的獨立

⁵ See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, at 12 (Harvard University Press 1991).

⁶ 依公司法第二二條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會議決之事項外，均應由董事會決議行之。」

制度，並要求董事會成員應當立足於公司發展及對全體股東負責的角度來行使其被賦予的權利；(4) 其他有關保護小股東權益的法規及公司內部關係之契約和條款。

三、激勵機制：為提高人力資本之使用效益，並發揮經理人的創造性，應由股東大會與董事會代表的公司治理主體，對由經理人與高階主管代表的公司管理主體，一方面發揮監督和指導作用，另一方面創造在權力責任對等範圍內的激勵機制，以使人力資本能發揮最大之使用價值。因此，公司治理之作用，不但期使公司經營者、員工完成任務外，並須設置激勵因子，以誘發其工作動力與積極性。激勵機制可分為貨幣式激勵與非貨幣式激勵。而貨幣式激勵，係指給予短期或長期物質利益，前者包括有調薪、獎金、津貼及各種福利，後者則包括股票紅利、股票期權計劃，社會保險購買等，藉以鼓勵公司管理者建立長期目標，關心公司長期發展。而非貨幣式激勵，則包括名譽獎勵及職位晉升等。

綜合言之，公司治理係一套制度安排，以確立調和公司各相關人間的關係。

若從公司監控的角度來看公司治理機制，則可分為內部與外部監控機制。內部機制，是指在公司體制內，建立完善的監督或監視制度，令經營者、管理者沒有機會做出危害公司利益或道德危險的行為。外部機制，乃藉由資本市場、人力資源市場、經理人市場、企業併購等外部壓力，迫使經營者、管理者放棄私利，追求公司利益。內部機制包括股東（會）、股東訴訟權利、董事會（獨立董事）、監察人（會）、經理人、內部控制系統（內部牽制系統、內部稽核系統）、員工等⁷。外部機制包括公司債權人、股份敵對公開收購、股東會委託書、投資人、簽證會計師、強制資訊公開揭露、專業經理人勞動市場等⁸。

⁷ 參考黃銘傑，前引註 1，頁 183-195；易明秋，公司治理，台北：弘智文化事業有限公司，2003 年，頁 15。

⁸ 參考黃銘傑，同上註，頁 179-183；易明秋，同上註。

參、 公司所有權與支配權之關係

如前段所述，就公司治理（監控）機制而言，其中一項重要機制即為股東會之健全運作，股東可就其持有之具有表決權股份行使表決權利，作成公司決議，以形成公司意思來支配公司。因此，純就公司法理而言，股東出資成立公司，擁有公司所有權，股東理應能透過其股份表決權之行使來支配公司，但隨著市場經濟發展及國際化、自由化政策，使得公司愈往大型化發展，形成集團企業、跨國企業，致使公司股權結構日趨複雜，而現代大型公司通常擁有為數眾多股東，若公司所有經營決策皆須由股東決定，將導致無效率之經營，因而公司不再由股東直接控制和經營，而是由股東於股東會選舉董事及監察人，由董事組成董事會負責公司重大決策之決定，任命總經理並授權其經營公司，監察人則代表股東監督公司之經營，股東只能透過股東會以選舉董事及監察人等方式來間接影響公司之經營，故公司經營權限僅委由少數人（經營者），由其進行經營決策執行公司一般業務，股東則僅能就其經營行為來進行監督，導致公司所有權與公司支配權（經營權）逐漸分離，由於所有權與經營權隨公司規模擴大而逐步分離，乃產生委託代理理論⁹。委託代理理論的基本思想是：公司股東是公司的所有者，即委託代理理論中的委託人、本人，經營者是受託人、代理人。代理人是自利的經濟人，具有與公司所有者不同的目標與目的，有機會主義的行為傾向，所以「公司治理」的中心問題就是解決委託代理問題，即是如何促使代理人維護委託人利益的問題，如何建立起對經營者有效的監督激勵機制，促使經營者為所有者（股東）的利益最大化來服務。

台灣之股票公開發行公司大體上尚屬股權集中型¹⁰，但大型化、國際化公司有逐漸成為股權分散型公司之趨勢¹¹，因此，台灣公司經營者所能掌控之股權多寡通常會直接影響

⁹ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976). 收錄於 Richard A. Posner & Kenneth E. Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, at 40 (Litter, Brown and Company 1980).

¹⁰ 依據台灣證券交易所公佈之資訊，至 2003 年 8 月，統計台灣 665 家上市公司董監事持股成數，持股比例在 5% 以下者有 10 家，超過 5% 10% 者有 97 家，超過 10% 20% 者有 214 家，超過 20% 50% 者有 311 家，超過 50% 以上者有 33 家。相關資料可查詢證券交易所網站：<http://www.tse.com.tw/>中之公開資訊觀測站所公佈之資料。

¹¹ 台灣公司股權分散的速度並不是很快，主要是受法令規範之影響，依證券交易法第 26 條規定，董事、監察人的持股須符合一定成數，而該成數係依證期會所發布之「公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則」第二條第一項規定。此外，公司申請上市時，依據證券交易所之上市審查準則規定，對申請上市之公司的董事、監察人以及持股超過已發行股份總額百分之十之股東（科技業或資訊軟體業則為持股超過已發行股份總額百分之五之股東）的持股有部分強制集中保管的規定。居於上述法令相關要求或限制，使台灣公司股權分散程度或速度並非很快。

其對公司經營支配力之強弱，故經營者大多相當程度的持有一定數量的股份。雖說公司法為減弱大股東對公司的支配力（影響力），在修正前的第一七九條第一項但書規定，公司章程應對持股達公司已發行股份總數百分之三以上之股東，限制其表決權之行使，但實務上，公司往往為了能符合此一規定，而在公司章程中規定，持股達百分之三以上股東之表決權行使，以其持股數之百分之九十幾計算（有時甚至高達以百分之九十九計算，例如亞洲水泥公司¹²），使得該規定形同具文，因此，在 2001 年公司法修正時，已刪除該條文第一項但書規定。其修法理由乃謂，該但書規定違反一股一權之原則，且外國立法例均無此項限制，而實務上該但書限制，反增加計算上之紛擾，因此加以刪除。台灣公司經營者為保有或強化其經營之權力，往往會藉由法律手段來增加其可掌控之股權，或提高其本身持股之影響力，其中常見手段之一，為徵求股東會委託書，藉由委託書來取得代理其他股東行使表決權，以提高本身對公司之支配力，因此，近年來，台灣企業經常在改選董事、監察人前，上演委託書爭奪大戰。公司經營者另一慣用手段來強化其經營之權力，乃藉由交叉持股之便來增加其可掌控的股權，以達到穩定經營權之目的，然而交叉持股所引發之爭議不斷，其對公司監控（公司治理）之影響好壞亦見仁見智說法不一，因此實有釐清之必要。美商麥肯錫台灣分公司的吉伯（Gregory D. Gibb）先生表示，公司治理的四個核心議題為資訊揭露、董事會結構、所有權結構、資本市場和規範，其中是否充分與即時的財務資訊揭露、董事會中獨立董事的參與，都成為過去二、三年大家探討公司治理的焦點，但他認為，「所有權結構」才是亞洲地區公司治理的最關鍵議題，過去卻很少人注意，麥肯錫公司分析亞洲地區一些上市公司時，常發現有公司透過交叉持股的策略，出現實質所有權集中在一個最終所有權人手上的現象。吉伯先生進一步指出，在 1997 年的亞洲金融風暴中，高交叉持股的公司，後來也證明確實面臨較大的財務危機，因此，依其看法，應對「所有權結構」的相關問題，包括交叉持股，及如何讓最終所有權人資訊透明化將是未來的公司治理重點¹³。此外，台灣大學管理學院在經過

¹² 相關資訊，參閱陳錦旋，從我國集團企業之現況探討關係企業之立法規範相關問題（上），證券市場發展季刊第十一期，1991 年 7 月，頁 12。

¹³ 經濟日報（2002.11.28），吉伯（麥肯錫台灣分公司合夥人）：亞洲企業所有權集中 公司治理難題，第 4 版。

五年研究後，設計透過5個構面、17項指標¹⁴，對現行多家上市上櫃公司進行公司治理績效評比，這5個構面與17項指標中包括了交叉持股，而且它被列為負項評分¹⁵。再者，世界第一大信用評等機構 - 標準普爾公司(Standard & Poor's)在2001年做了2個有關亞太地區公司透明度與揭露的調查，其中亦將公司交叉持股比例列為調查內容之一¹⁶。

肆、 交叉持股之利弊

所謂交叉持股，顧名思義，即二個以上之公司，基於特定目的之考量，互相投資而彼此持有對方所發行之股份，因此互相成為股東之情形。如果公司與他公司相互投資都各達對方有表決權之股份總數三分之一以上者，則成為公司法關係企業章中所稱之「相互投資公司」。企業間互相轉投資，不外乎基於經營權穩定、企業策略聯盟、或財務操作等需求，雖企業交叉持股在企業經營上有其正面功能，但也伴隨引發弊端之可能。各界對交叉持股常論及之利弊，整理說明如下¹⁷：

一、交叉持股之利

(一) 有利於企業之多角化發展¹⁸

當一家企業經營規模達到一定程度，為求持續成長因而進行轉投資，此為擴大經營

¹⁴ 這五個構面分別是董監事組成、股權結構、管理型態、超額關係人交易、大股東介入股市。17項指標包括，最大股東成員、專業管理者、其他股東擔任董事席位比率，最大股東成員與其他人股東擔任監察人席位比率，監察人席位數目、最大股東現金流量、投票權偏離現金流量權、金字塔結構與交叉持股、最大股東成員擔任董事長/總經理、次大股東股比率、關係人股權交易比率，超額關係人資金往來比率、銷(進)貨比率、應收(付)帳款比率，大股東股權質押比率、上市公司成立投資公司家數等。詳見經濟日報(2003.03.19)，公司治理研討會七月舉行 台大管理學院主辦 將推動成立亞太研究中心，第4版。

¹⁵ 經濟日報(2002.11.04)，公司治理評等系統 台灣版機制創立，第4版。

¹⁶ 參閱易明秋，前引註7，頁227-236。

¹⁷ 參閱董廣平，關係企業交叉持股之利害與因應，會計研究月刊第一五九期，1999年2月，頁18-23；黃銘傑，交叉持股 vs. 公司監控，台灣大學法學論叢，第三十卷第一期，2001年1月，頁201-247；許振明，企業交叉持股與改善之道，證交資料第四五二期，1999年12月，頁1-8；廖大穎，論交叉持股制度，月旦法學雜誌第四十五期，1999年2月，頁89-98；林宜男，關係企業交叉持股之弊端研討，台灣大學法學論叢，第三十二卷第二期，2003年3月，頁105-166。

¹⁸ 參閱董廣平，前引註17，頁19。

規模最直接的方式，而交叉持股為轉投資策略中之一環。何謂轉投資，公司法並未對該詞下定義，但依據第十三條規定，應指一公司對他公司投資，而持有他公司之股份或出資額。當公司持有他公司之股份或出資額達相當程度時，則可因此參與或影響該他公司之經營，進而使自己公司之經營層面擴大，達到企業多角化經營之目標。

(二) 維持或強化企業間之合作¹⁹

企業為能確保物料來源、順暢銷售通路、從事技術研發合作、使成本降低、或增加彼此對外競爭力，而進行策略聯盟，約定互相轉投資持有對方股份，以交叉持股來維持雙方合作關係。例如，中國鋼鐵向經濟部提出之公股釋股案，擬洽韓國浦項鋼廠、日本新日鐵、住友等大鋼廠釋股，藉此與其形成交叉持股或是策略聯盟，使彼此關係更密切，以對產業發展有所助益，且因此在釋股時能盡量排除私人財團的覬覦，避免中國鋼鐵陷入財團掌握，造成財團私利凌駕整體產業利益，而對鋼鐵業造成傷害²⁰。

(三) 維護公司經營權²¹

在資本自由化的風潮下，股份轉讓容易，經營者為避免他人利用股權收購方式，取得公司支配權，因此公司間藉由交叉持股，建立相互持股聯盟，互相支持對方公司之經營者，則經營者即能以較少資金去控制更多的股份，藉以維持經營權之穩定，而經營者也因此更能專心於公司之經營²²。

¹⁹ 參閱前引註 17，黃銘傑，頁 211、212；許振明，頁 2、4；廖大穎，頁 89、90。

²⁰ 詳見經濟日報（2002.11.21），聯外策略 一舉兩得，第三版；聯合報（2002.11.21），中鋼擬與日韓等大廠交叉持股，第 22 版。

²¹ 同註 19。

²² 日本在經濟高度成長期時，金融機構與企業間的交叉持股盛行，對金融機構及其主要往來企業而言，具有穩定經營環境，防止股票被大量收購、排拒外資介入而危及經營權之功能，尤其當股價上揚時，並可帶來鉅額之未實現利益，詳參閱高超陽／盧世勳，日本企業與金融體系危機—企業與金融機構交叉持股問題，中央銀行季刊第二十一卷第一期，1999 年 3 月，頁 79-81。

(四) 維持或穩定公司股價²³

當公司股價非正常下跌時，公司可適時透過交叉持股企業介入股市，以穩定公司股價²⁴，尤其在交叉持股之雙方皆面臨股價下跌的窘況時，更有可能雙方互約為對方公司護盤，以穩定彼此股價。

(五) 靈活集團企業財務操作²⁵

交叉持股企業因互相轉投資之合作關係，在資金供需上可互相調度週轉，使財務操作更為靈活，並降低資金調度的成本。

二、交叉持股之弊

(一) 操縱股東會，排除公司監控機制

交叉持股公司可互相透過所持有股份之表決權來配合經營階層行使，使得董監事可操縱股東會，有效支配公司²⁶。藉由交叉持股雖可維護公司經營之穩定，但卻也使公司的監控機制不能有效發揮，舉例來說，AB兩家公司互相持有對方股份各百分之三十左右，兩家公司經營階層互相協議將持有對方股份之表決權配合對方董事會意願來行使（交叉表決權），若A公司董事會成員已持有公司股份百分之二十五，再加上B公司持有A公司股份之百分之三十，A董事會成員所能取得使股東會議決基礎的成數將大為提高，削弱其他股東對公司參與經營的決策權，稀釋股東的權利²⁷，並有效排除股東會對董事的監

²³ 同註 19。

²⁴ 參閱林宜男，前引註 17，頁 131。

²⁵ 參閱黃銘傑，前引註 17，頁 213、214。

²⁶ 參閱陳春山，企業管控與投資人保護 - 金融改革之路，台北：元照出版公司，2000年5月，頁 20。

²⁷ A公司經營者之所以能掌握百分之五十五股份的表決權，係緣於B公司之配合，而B之所以配合，則是因為AB兩公司間的協議或默契，亦即A公司所持有的B公司股份之表決權也會支持B公司的經營者，此具有稀釋其他股東權利的效果，因為A公司取得B公司股份乃利用公司資金取得，亦即利用A公司全體股東之投資來取得B公司股權，但取得的股權卻被拿來利用與B公司經營者作交換，A公司經營者因此能掌控B公司手中所持有的A公司股權，而使自己所掌控的股權從百分之二十五增加到百分之五十五，若非因為交叉持股雙方的協議或默契，A公司經營者不一定能獲得B公司所持有的這百分之三十股份的表決權，則A公司經營者實際僅能掌握百分之二十五的股份，而其他股東（不含B的情況下）則有百分之四十五，尚能有效透過股東會議決來參與公司之經營決策，並適時改選董事、監察人。

督，甚至形成萬年董、監事²⁸，使公司選任董監事之機制及監督功能喪失，破壞了股東平等原則。甚至 AB 兩家交叉持股公司即是由同一批董監事所掌控，雖公司法第二二二條規定：「監察人不得兼任公司董事、經理人或其他職員。」，但並未規定不得兼任公司所轉投資之他公司的董事，因此可能 A 公司的監察人同時擔任 B 公司的董事，而 A 公司的董事則同時擔任 B 公司的監察人，因為 AB 兩家公司的監察人，在對方公司均為被監督的董事，使得彼此易互相姑息，而造成 AB 兩家公司監察人的監督功能都無法發揮。

(二) 公司資本空洞化

備受各界批評之交叉持股另一弊端為，在公司現金增資發行新股時，相關企業互相轉投資認股，使得公司帳面上虛增資本，但實際上未有資金挹入。舉例來說，AB 兩家公司各增資二億元，A 增資發行之新股由 B 出資認購，B 投資 A 之二億係 B 增資取得，而 B 增資發行之新股則由 A 出資認購，而 A 認股資金乃由增資取得，其所增資發行之新股，如上述由 B 出資認購，結果形成 AB 互相投資二億，雖兩公司之帳面上都各增資二億，但實際上未有資金增加，形成虛增資本現象，有違公司資本充實原則²⁹，影響公司債權人及投資大眾之權益。

(三) 操縱股票市場價格

藉由交叉持股，股份籌碼被鎖定，法人長期大量持有公司股份，影響證券市場公司股份之供需及價格，尤其是集團企業常透過其轉投資之公司來炒作自己公司股票³⁰，或是與他公司協議互相炒作對方公司股票，藉此彼此拉抬對方公司股價，影響證券市場之正常運作，一旦股票市場行情無法繼續維持，先前蓄意炒高之股價，將可能一瀉千里，跌入谷底，使投資人、公司債權人都遭受重大損失及損害³¹。

²⁸ 參閱高禎祥 / 陳永明，董事、監察人持股與經營權影響之研究（上），證券公會雙月刊第二十八期，2000 年 9 月，頁 28、29。

²⁹ 參閱賴英照，論公司轉投資，收錄於公司法論文集，證券暨期貨市場發展基金會編印，1994 年，頁 61-69；謝碧珠 / 胡峰寶，公司轉投資與交叉持股問題探討，實用稅務，2000 年 2 月，頁 80。

³⁰ 自從 2001.11.14 以後，依據公司法第 167 條第 3、第 4 項規定，集團企業就不能再藉由其所轉投資而出資或持股過半之子公司來買進母公司股票，但是如果出資或持股未過半則仍是未受限制。

³¹ 例如台鳳公司在民國 86、87 年間分別利用其子公司買回台鳳股票，或與其他公司如遠東倉儲、高林實業等公司進行交叉持股，互相拉抬彼此股價，使得台鳳公司雖然在未有堅強之本業經營成效下，但其股票卻可在短短不到一年內，從 66 元炒作到 257 元，相關細節詳閱林宜男，前引註 17，頁 132-141。

(四) 增加公司財務風險

集團企業常藉由交叉持股虛增資本之股票向銀行質借資金，再轉投資外圍公司，然後藉由轉投資之外圍公司炒作公司股價，或是公司與他公司協議互相炒作彼此間的公司股價，而炒作購買來之股票再向銀行質借資金，所取得之資金則再繼續投入互相炒作股價，如此循環不斷，造成公司不務正業，追求短期股票差價，不但影響公司本業發展，且因過度運用財務槓桿之操作下，當股市下跌時，更可能影響公司之財務調度，嚴重時，為取得資金投入股市護盤，甚至可能挪用公司資產，使公司陷入財務危機，例如著名之漢陽集團、東隆五金案³²。

(五) 不法利益輸送

在 2001 年 10 月公司法第 11 次修正案未通過實施前，公司可以藉由其轉投資之子公司來買進自己公司（亦即母公司）股票，造成所謂母子公司交叉持股現象，此一運作方式容易引發不法的利益輸送。例如母公司藉子公司來買賣炒作母公司股價，而且可能事先透露予相關人士知情，讓相關人士先買進母公司股票（內線交易），之後再由子公司去買進母公司股票，而這些先前以低價買進股票的相關人士此時就可賣出股票賺取差價，至於子公司之買股資金則來自於母公司，藉由此種運作方式，就能將母公司之資產不法輸送給相關人士³³。或者，當母公司大股東股票被套牢時，經由子公司買進母公司股票，使母公司內部及其相關人士解套³⁴，特別是在借殼上市案³⁵更容易發生此種弊端。在借殼

³² 例如漢陽集團利用集團旗下轉投資公司炒作其所控制之國揚實業公司之股票案，東隆五金利用其轉投資之東華公司投資炒作東隆股票案等，相關案件可參閱高禎祥／陳永明，前引註 28，頁 45-53；陳春山，前引註 26，頁 5-7 及其附錄七；董廣平，企業財務危機之防與治 - 由東隆五金案談起，會計研究月刊第 157 期，頁 31-35。

³³ 例如台肥案，台肥公司在 1999 年 9 月 1 日民營化，9 月 10 日在董事長主導下成立四家子公司，成立目的表面上是為了企業多角化經營，實際上卻是用來炒做台肥公司股票。此四家子公司資本額分別為各約二億元，台肥公司對其持股均高達 99.9%，公司成立後這四家子公司各向母公司台肥公司借款十億元，名義上是為了拓展事業。在子公司尚未開始買進母公司股票前，台肥董事長向多位中央級民代、內外圍金主、法人等透露，投資台肥至少每股有十元價差可賺，知情之相關人士紛紛以當時市價 50 多元購進台肥股票，隨後台肥的這四家子公司就開始買進台肥股票，台肥股票在短時間內由 52 元上漲到 68.5 元，子公司所取得成本價平均約為 62 元，共計約有三億多元股票買賣差價利益落入知情之相關人士口袋，而台肥公司民營化後不到一個月現金減少三十幾億。相關資訊可參閱自由時報 1999.10.13 第七版及 1999.10.21 第四版之新聞記事。

³⁴ 參閱董廣平，前引註 17。

³⁵ 所謂借殼上市乃指未上市企業透過取得已上市公司之經營權，以便享有上市後之各種優勢。

上市案中，許多借殼上市成功後，新經營者通常在很短的時間內辦理現金增資以便取得大眾資金³⁶，而募集來之資金用途卻和原先申報之資金用途不符，現金增資取得之資金流入該被借殼上市公司所轉投資之子公司，再透過子公司買進母公司股票，一方面可替新經營者為取得經營權所買入的股票解套，一方面又可用來穩固經營權及維護股價，實是一舉數得，但在股市下跌時，極易使母子公司皆陷入財務危機³⁷，因此現行公司法已禁止子公司可買母公司股票(母子公司交叉持股或稱為控制從屬公司的交叉持股)，以杜弊端

(六) 危害股東盈餘分派之權利

企業間為穩固彼此的商業穩定關係而運用交叉持股者，若其交叉持股嚴重，證券市場股票籌碼減少，將有礙於強調投資收益之國外投資法人、機構投資人對這些企業的投資，容易造成這類以穩固商業關係而交叉持股的企業不會特別強調轉投資收益，因此不會以股東身分去積極要求轉投資公司的股利分配，使得公司其他股東之盈餘分派權利受到壓抑或危害³⁸。

伍、 交叉持股規範之改革

一、 交叉持股之規範

在 2001 年 10 月公司法第 11 次修正後，現行公司法第一六七條第三項 第四項規定：「被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，不得將控制公司之股份收買或收為質物。前項控制公司及從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合計超過半數者，他公司亦不得將控制公司及其從屬公司之股

³⁶ 例如被借殼之上市公司順大裕、台芳、普大、民興紡織、新燕、三晃、亞瑟、廣宇、國揚實業等，資料來源為公司之公開說明書、證期會的線上整合資料庫。證期會網站：<http://www.sfc.gov.tw/>。

³⁷ 參閱洪秀芬/黃君葆，「借殼上市」財務及法規範之研究，東海大學法學研究第十六期，2001.12，頁 111-141。

³⁸ 日本這類以穩固商業關係而交叉持股的情況盛行，因此造成交叉持股企業不會積極對提高股利分配施加壓力，使得日本企業發放股利比率一向低於美國。但在日本泡沫經濟崩潰後，企業間已逐漸降低交叉持股比例，而國外投資人及機構投資人則持股逐漸增加，由於股東結構改變，因此公司股東漸漸強調投資收益，此不僅影響到公司股價、股利政策、籌資方式、企業財務運作方式，甚至影響到企業雇用員工的方式及員工與企業的關係，參閱高超陽/盧世勳，前引註 22，頁 82、83。

份收買或收為質物。」本規定乃為避免控制公司利用從屬公司，將控制公司股份收買或收為質物，可能滋生上述弊端，故參考外國立法例³⁹，禁止被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，不得將控制公司之股份收買或收為質物，且為求周延，對於轉投資之從屬公司，其再轉投資之其他公司，亦受本規定之限制，故現行公司法已禁止資本直接或間接參與過半之母子公司的交叉持股（或稱為控制從屬公司交叉持股），但是如果未達被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之公司（在此稱為被投資公司）則仍是可購買該投資公司的股份。易言之，不屬於公司法第一六七條第三項、第四項規定之其他公司間的相互投資交叉持股，仍為現行法律所允許，惟鑒於相互投資交叉持股的公司仍是有虛增資本及董監事利用交叉持股方式來控制其股東會之缺點，是以公司法中的「關係企業」專章規定，對公司轉投資他公司達到他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上者，課以公司有通知被投資公司之義務，而受通知之公司（即被投資公司）應於收到通知後五日內將被通知之相關事項予以公告，以使投資狀況公開化（公司法第三六九條之八），而且公司間之相互投資交叉持股若各達對方有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上者（此在公司法稱為「相互投資公司」），則公司在行使所持有的被投資公司股份之表決權時，不得超過被投資公司已發行有表決權股份總數或資本總額的三分之一（公司法第三六九條之十），以避免交叉持股可能發生之弊端及相互投資現象之擴大，但以盈餘或公積增資配股所得之股份，不計入三分之一的行使限制中，此部分仍得行使表決權，以免矯枉過正，妨礙公司正常運作。再者，依公司法第三六九條之十二規定：「公開發行股票公司之從屬公司應於每會計年度終了，造具其與控制公司間之關係報告書，載明相互間之法律行為、資金往來及損益情形。公開發行股票公司之控制公司應於每會計年度終了，編製關係企業合併營業報告書及合併財務報表。前二項書表之編製準則，由證券管理機關定之。」本條文規範應編制之關係報告書、合併營業報告書及合併財務報表被稱為「關係企業三書表」，其編製目的在於明瞭控制公司與從屬公司間之法律行為，及其他關係，以確定控制公司對從屬公司之責任，且為便於主管機關管理及保護少數股東與債權人。惟此編制

³⁹ 依該條立法理由說明，本規定乃參考日本立法例。

義務僅限於具有控制從屬關係之公司⁴⁰，對於未達控制從屬關係之相互投資公司或交叉持股公司則並不適用，且編制義務人僅限於公開發行股票之公司，若是非公開發行股票之控制與從屬公司，則亦無此編制義務⁴¹。此外，若是上市公司者，尚須注意股權過度集中之下市規定，依台灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條之一第一項第十五款規定，若是上市公司為另一已上市（櫃）之公司持有股份逾其已發行股份總數或資本總額百分之七十以上者，則證券交易所應依證券交易法第一百四十四條規定，將該股權過度集中之上市公司，報經證券暨期貨管理委員會核准後，終止其上市。

二、現行規範之缺失與改進建議

（一）相互投資公司表決權行使限制之加嚴

現行規範並未能有效防止交叉持股所引發之弊端。首先，當公司間有互相投資彼此交叉持股時，公司法對表決權行使之限制，須當雙方交叉持股均各達對方有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上時（相互投資公司）方受規範⁴²，而低於該比例之交叉持股者並不受規範，此規定門檻過高，備受各界質疑其規範之成效。因為在台灣實務上實際僅須持有三分之一左右的表決權即可有效控制公司，因此，現行規範並無法有效防止公司經營者，利用相互投資機制，來操縱股東會排除公司監控機制，並以此來永保其經營權⁴³。有鑑於此，對相互投資公司表決權行使之限制似乎應該要更嚴格，建議應再降低可行使之比例，例如降到四分之一（德國股份法規定四分之一⁴⁴）或五分之一⁴⁵。而且為

⁴⁰ 本條所指之控制從屬公司，當然包括第三六九之二、之三所規定之控制公司與從屬公司，以及達於控制從屬關係之相互投資公司，而非僅限於因持有他公司有表決權之股份或出資額，超過他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額半數所形成之控制從屬公司才適用。

⁴¹ 第三百六十九條之十二所規定之編製義務，僅限於公開發行股票公司，此乃立法當時考量關係企業立法尚屬初創，且為降低中小企業的帳務處理成本，故將該條之適用範圍限為公開發行股票之從屬公司及控制公司。

⁴² 公司法第三六九之十第一項規定：「相互投資公司知有相互投資之事實者，其得行使之表決權，不得超過被投資公司已發行有表決權股份總數或資本總額之三分之一。但以盈餘或公積增資配股所得之股份，仍得行使表決權。」

⁴³ 參閱王仁宏，我對是次公司法修正之批判，收錄於「新修正公司法解析」，台北：元照出版公司，2002年1月，頁13。

⁴⁴ 德國股份法第三二八條第一項規定，相互參與企業（Wechselseitig beteiligte Unternehmen，類似我國之相互投資公司）其表決權之行使以他企業已發行股份總數四分之一為限。

⁴⁵ 參閱許振明，前引註17，頁8。

避免相互投資公司之間利用交叉持股互相配合來長期掌控公司，似乎亦可考慮如德國股份法對相互參與企業（Wechselseitig beteiligte Unternehmen，類似我國之相互投資公司）所定之規範，其除了規定相互參與企業表決權行使以他企業已發行股份總數四分之一為限外，且若是相互參與企業中有上市公司者，與該上市公司相互參與（交叉持股）之他企業在該上市公司股東大會選舉監察人時，不能行使選舉權，以避免透過交叉持股互相支持運用選舉權來左右監察人選舉，進而可操縱公司董事會成員之選任⁴⁶。

（二）從屬公司持有控制公司股份之疑義

依公司法第一六七條第三項、第四項之規定，從屬公司不得收買或收質控制公司股份，但若原本已為互相投資但未達控制從屬關係之公司，其中一方進一步取得對方股份或出資額而成為控制公司者，是否會違反規定呢？根據第一六七條第三項、第四項，乃規定從屬公司不得收買、收質控制公司股份，惟在此時之情況並非從屬公司有收買控制公司股份之行為，蓋其所持有之控制公司股份，乃在成為從屬公司之前已取得，而之後才成為從屬公司，因此並未違反規定。居於上述之認知，在實務上遂出現控制公司為使其從屬公司能買進該控制公司之股票，而先將其對從屬公司之出資或持股轉讓到未達過半之情況，之後原為從屬公司者即可購買原先其控制公司的股票，然後後者再又買進前者的股票，則又再回復為有持股過半的控制公司，以此來規避第一六七條第三項、第四項之禁止規定。此外，第一六七條第三項所規定之從屬公司與公司法「關係企業」章中所規定之從屬公司範圍不盡相符，因此控制公司仍是可利用未受到規範之其持股或出資未過半之其他類型的從屬公司來買回自己之股份。

控制從屬公司間交叉持股的另一個重點為，若從屬公司違反第一六七條第三項、第四項規定而取得控制公司股份者，該違法取得之效果為何？第一六七條是基於資本充實原則而禁止公司或透過其轉投資之從屬公司取得自己股份，因此違反該規定者，應係違

⁴⁶ 依據德國股份法第八十四條規定，董事會成員由監察會來選任。

反法律禁止規定，依民法第七十一條規定，原則上應屬無效⁴⁷，買賣雙方應負回負原狀責任。惟若公司為股票上市（櫃）公司者，因其股票之買賣係透過證券經紀商以行紀方式進行⁴⁸，一旦公司委託經紀商買進自己公司或控制公司股票成交，其並不知是何人將股票賣給他，蓋買賣皆係透過電腦集中撮合交易，因此股票取得人無法得知買賣成交時，是市場上哪位人所賣出，即使真能將電腦撮合之買賣資料透過繁瑣比對，找出可能賣出股票之交易相對人，而來向該人主張買賣違反第一六七條規定無效，但此舉將使證券市場交易安全大受影響，投資人將無法信賴市場交易，因為投資人將不確定其所賣出之股票，是否會因在電腦撮合成交時，剛巧與一家違反公司法第一六七條規定之公司交易，而使該交易無效。居於上述實務之運作方式，因此對違反公司法第一六七條規定所買回之自己公司上市（上櫃）股票，或是從屬公司買進控制公司上市（上櫃）股票時，應例外解為有效，方能維護證券市場之交易安全，而在本情況下，只能依同條第五項規定，由違反規定之公司負責人對公司因此所受損害負賠償責任。然而如果公司未受到損害，則似乎對公司負責人即無能追究其違反規定之責任，因此在證券市場上控制公司違法利用從屬公司來收買自己股份之情形仍所在多有。

綜合而論，公司法第一六七條規定之效果不佳，控制公司經營者仍是可輕易用合法或非法方式透過從屬公司收買控制公司股份，再使從屬公司所取得之控制公司股份表決權配合控制公司經營者之意願來行使，進而達到掌握股東會之目的，因此建議應規定從屬公司所持有之控制公司股份無表決權⁴⁹。

⁴⁷ 取得效力究為如何？有不同見解，但國內多數學者及實務上採無效說，例如 72 年台上字第 289 號民事判決；71 年台上字第 1912 號民事判決；87 年訴字第 1414 號地方法院民事判決；梁宇賢，公司法論，台北：三民書局，1993 年，頁 293；劉甲一，公司法要論，修訂初版，台北：五南書局，1980 年 10 月，頁 92。採有效說，如梅仲協，商事法要義，自版，1961 年，頁 65；武憶舟，公司法論，自版，1984 年，頁 278。另有採無效說為原則，當事人不得請求契約履行，惟若物上行為已完成，則其行為本身有效，僅公司負責人處罰之問題，見施智謀，公司法論，自版，1991 年，頁 124；原則無效，例外可解為有效，見柯芳枝，公司法論（上），增訂五版，台北：三民書局，2002 年 11 月，頁 223。

⁴⁸ 依證券交易法第十五條、第十六條規定，證券經紀商乃從事有價證券買賣之行紀、居間、代理等業務，而其受客戶委託在集中市場、店頭市場買賣上市、上櫃股票者，係以行紀方式進行。

⁴⁹ 類似的規定在各國立法例上有例可循，參閱劉連煜，關係企業中子公司取得母公司股份及其表決權行使問題之研究，收錄於公司法理論與判決研究（一），1995.01，頁 101 至 112；高禎祥／陳永明，董事、監察人持股與經營權影響之研究（下），證券公會雙月刊第二十九期，2000.11，頁 34；廖大穎，前引註 17，頁 93。

(三) 公司內外監控機制之改進與配合

依前述作者之建議，不論是相互投資公司表決權行使限制更趨於嚴格，或是使從屬公司所持有之控制公司股份無表決權，對改善交叉持股所引發之操縱股東會、排除公司監控機制及破壞股東平等原則等弊端，雖能相當程度達到改善的效果，但仍是不足以杜絕弊端。因為即使依本文作者建議而停止部分表決權行使的前提下，藉由精密計算，原先無法取得控制地位的經營者，仍是可藉著此等雖會被停止表決權股份之購買，而將其維繫控制權所需的股份成數降低。因此，除了表決權行使的限制外，尚須輔以公司的各種監控機制來避免公司經營者的濫權，例如，監察人或獨立董事的監督、公司其他內部或外部監控機制的發揮等，以使交叉持股的弊端能降至最低，並發揮交叉持股的正面功能。

(四) 財務資訊之充分透明化

一家企業之公司治理好壞，與企業資訊之透明度與時效性有著密不可分的關係，但依現行公司法第三六九條之十二規定，僅須於每會計年度終了，由公開發行股票之從屬公司編製關係報告書，公開發行股票之控制公司編製關係企業合併營業報告書及合併財務報表（被稱為關係企業三書表）即可。因企業之財務報表僅在年度終了時，方須編製控制從屬公司一起之合併財務報表，但對其平時所提出之半年度財務報告、季財務報告，則僅是公司自己本身的個別財報，而不要求應編製合併報表，導致企業所提出之財報透明度不夠，備受各界質疑⁵⁰，因此應該要求不論是年度、半年度或季財務報告，都應提出合併報表。此外，企業資料處理已電腦化，似乎可要求各財報之公佈時間提早，以增進企業財務資訊之時效性⁵¹。

⁵⁰ 例如經濟日報（2003.09.04），資訊透明 接軌國際，第8版；經濟日報（2003.09.06），《公司治理 台灣企業的世紀革命（6）》資訊透明度 公司治理核心，第6版等之新聞記事。

⁵¹ 參閱吳燕瑛，從財務資訊使用者立場探討交叉持股，東吳大學商學院會計系「探討企業交叉持股」綜合研討會，2000年10月27日，頁10。

陸、 結論

台灣之股票公開發行公司大體上屬股權集中型之公司，但當公司逐漸大型化、國際化時，其股權就會逐漸分散，因此，公司經營者為保有或強化其經營之權力，往往會藉由法律手段來增加其可掌控之股權，或提高其本身持股之影響力。而其中常見手段之一，乃藉由交叉持股之便來增加可掌控的股權，以達到穩定經營權之目的。持平而論，企業為策略聯盟或從事多角化經營而進行之交叉持股，我們不能一概否定其帶給企業經營之正面功能，也不能全盤推翻企業藉由交叉持股聯盟來穩定公司經營環境以使經營者可專心公司業務推展之重要性，但同樣也不能忽視公司透過交叉持股策略，將公司實質所有權集中在經營者掌控上所引發之弊端，並因過度的財務槓桿運用，而使公司面臨高度的財務風險。因此，對最受人質疑之控制從屬公司間的交叉持股不但應該加以禁止，且對不論是否為違法或合法情況下的從屬公司所持有的控制公司股份，應修法規定從屬公司一律不得行使表決權。至於未達控制從屬關係之公司間的交叉持股雖仍被允許，但應使其交叉持股關係透明化，並降低其可行使之表決權比例，使弊端發生之機率降至最低。除此之外，還應加強公司各種內外監控機制功能的發揮，尤其應注重公司資訊的透明化與及時揭露，以避免公司經營者之濫權，使公司治理之目標得以達成。

參考文獻：

一、書籍

1. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press 1991)。
2. Richard A. Posner & Kenneth E. Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation* (Litter, Brown and Company 1980)。
3. 王仁宏，我對是次公司法修正之批判，收錄於「新修正公司法解析」，台北：元照出版公司，2002年1月。
4. 易明秋，*公司治理*，台北：弘智文化事業有限公司，2003年。
5. 武憶舟，*公司法論*，自版，1984年。
6. 柯芳枝，*公司法論（上）*，增訂五版，台北：三民書局，2002年11月。

7. 施智謀，公司法論，自版，1991年。
8. 梅仲協，商事法要義，自版，1961年。
9. 梁宇賢，公司法論，台北：三民書局，1993年。
10. 陳春山，企業管控與投資人保護 - 金融改革之路，元照出版公司，2000年5月。
11. 劉甲一，公司法要論，修訂初版，台北：五南書局，1980年10月。
12. 劉連煜，關係企業中子公司取得母公司股份及其表決權行使問題之研究，收錄於公司法理論與判決研究（一），1995年1月。
13. 賴英照，論公司轉投資，收錄於公司法論文集，證券暨期貨市場發展基金會編印，1994年。

二、期刊

1. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976)。
2. 林宜男，關係企業交叉持股之弊端研討，台灣大學法學論叢，第三十二卷第二期，2003年3月，頁105-166。
3. 洪秀芬/黃君葆，「借殼上市」財務及法規範之研究，東海大學法學研究第十六期，2001年12月，頁111-141。
4. 高超陽/盧世勳，日本企業與金融體系危機—企業與金融機構交叉持股問題，中央銀行季刊第二十一卷第一期，1999年3月，頁79-88。
5. 高禎祥/陳永明，董事、監察人持股與經營權影響之研究（上），證券公會雙月刊第二十八期，2000年9月，頁1-70。
6. 高禎祥/陳永明，董事、監察人持股與經營權影響之研究（下），證券公會雙月刊第二十九期，2000年11月，頁1-49。
7. 許振明，企業交叉持股與改善之道，證交資料第四五二期，1999年12月，頁1-8。
8. 陳錦旋，從我國集團企業之現況探討關係企業之立法規範相關問題（上），證券市場發展季刊第11期，1991年7月，頁4-24。
9. 黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論 - 超越「獨立董事」之迷思，台灣大學法學論叢第二十九卷第四期，2000年7月，頁159-208。
10. 黃銘傑，交叉持股 vs. 公司監控，台灣大學法學論叢，第三十卷第一期，2001年1月，頁201-247。

11. 董廣平，關係企業交叉持股之利害與因應，會計研究月刊第一五九期，1999年2月，頁18-23。
12. 董廣平，企業財務危機之防與治 - 由東隆五金案談起，會計研究月刊第一五七期，1998年12月，頁31-35。
13. 廖大穎，論交叉持股制度，月旦法學雜誌第四十五期，1999年2月，頁89-98。
14. 謝碧珠 / 胡峰賓，公司轉投資與交叉持股問題探討，實用稅務，2000年2月，頁79-87。

三、研討會論文

1. 東吳大學商學院會計系「探討企業交叉持股」綜合研討會，2000年10月27日。

四、判決

1. 71年台上字第1912號民事判決。
2. 72年台上字第289號民事判決。
3. 87年訴字第1414號地方法院民事判決。

五、新聞記事

1. 經濟日報 (2002.11.04)，公司治理評等系統 台灣版機制創立，第4版。
2. 經濟日報 (2002.11.21)，聯外策略 一舉兩得，第3版。
3. 經濟日報 (2002.11.28)，吉伯 (麥肯錫台灣分公司合夥人)：亞洲企業所有權集中 公司治理難題，第4版。
4. 經濟日報 (2003.03.19)，公司治理研討會七月舉行 台大管理學院主辦 將推動成立亞太研究中心，第4版。
5. 經濟日報 (2003.09.04)，資訊透明 接軌國際，第8版。
6. 經濟日報 (2003.09.06)，《公司治理 台灣企業的世紀革命 (6)》資訊透明度 公司治理核心，第6版。
7. 聯合報 (2002.11.21)，中鋼擬與日韓等大廠交叉持股，第22版。
8. 自由時報 (1999.10.13)，第七版之新聞記事。
9. 自由時報 (1999.10.21)，第四版之新聞記事。

六、網站

1. OECD 網站：<http://www.oecd.org/>
2. 證券交易所網站：<http://www.tse.com.tw/>
3. 證期會網站：<http://www.sfc.gov.tw/>