

《公平交易季刊》
第 27 卷第 1 期（108/1），頁 169-198
©公平交易委員會

水平持股與市場競爭

杜建衡*
馬泰成

摘要

金融創新使得投資機構成為市場主流。該等機構為避免個股價格波動影響持股獲利，必須分散投資標的以保護投資人權益，因而在特定市場內，往往持有多家（甚至所有）公司股票。但由於水平持股會使其經營目標傾向整體產業利潤最大，而非個別公司利潤最大，渠等自不樂見被持股公司間之相互競爭，影響產業利潤，甚至會藉著出席董事會或股東大會，直接或間接反對個別公司削價競爭，以致減損市場競爭。然而就競爭法規範而言，此等水平持股並不同於結合或聯合，問題根源只是在於金融上的風險分散導致了競爭上的威脅，從而超越了傳統競爭法所能夠解決的範圍。基於管制效率的考慮，本文主張政府對水平持股的規範宜採取「管制機關為主，競爭機關為輔」原則：除非出現人為合意壟斷市場，否則競爭機關最好能夠尊重管制機關的權限。

關鍵詞：反托拉斯、水平持股、投資機構、市場競爭、管制

一、前言

眾所週知，美國休曼法（Sherman Act）¹又稱反托拉斯（anti-trust）法。其中托拉斯（trust）一詞是直譯英文而得，貼切的翻譯應是信託，即股票所有人為自己或他人利益，將公司股權移轉予專業的投資機構代管牟利，並取得信託憑證作為請求分配孳息的依據。本質上，信託為一立意良善的金融機制，具有相當效率意義。但是，美國國會何以要反信託呢？答案必須回溯到 19 世紀時期，美國油品與製酒等卡特爾常利用信託作為壟斷市場的管道，由參與者合資成立許多信託公司，並要求成員將股票交付信託，由信託機構控制各公司股票，而信託之上又有一個總信託持有下層信託的受益權利，成為一個金字塔形結構，使得總信託成為卡特爾總部，以協商、監督各種減產與漲價措施。此一作法自然導致產業高度集中，嚴重折損競爭機制。因此當時休曼法的立法目標為規範以信託持股方式壟斷市場的卡特爾行為²，甚至使得反托拉斯成為美國競爭法的代名詞。

由於卡特爾公開承接信託成員公司股票，執法機關很容易取得直接證據，因此休曼法施行後，美國執法當局確實有效地遏阻了此等反競爭的信託行為。再加上其後的克萊頓法更是直接規範事業的結合與持股³，有效地遏阻了美國卡特爾利用信託壟斷市場的行為。然而一個世紀之後，近年來由於金融創新而出現的各式投資信託與共同基金（下稱投資機構），卻又衍生出截然不同的競爭問題。

投資機構的職責為客戶精選同一產業內多家廠商股票，以分散投資風險，避免單一個股價格波動影響持股獲利，以保護投資人權益。但在特定市場內，由於投資機構同時持有多家公司股票，會使其經營誘因傾向追求整體產業利潤最大，而非個別公司利潤最大，因而不樂見被持股公司間的相互競爭，影響整體產業利潤，甚至可能在公司董事會議中，杯葛經理人所提的強化競爭策略，從而減損市場競爭。值得注意的是，該等水平持股（horizontal shareholding）對競爭之不利影響，隨著金

¹ 該法於 1890 年由美國參議員休曼（John Sherman）與霍爾（George Hoar）領銜提出。又因前者時任參院財委會主席且推動最力，該法案因而稱為休曼法。

² The Our Documents, “Sherman Anti-Trust Act (1890),” https://www.ourdocuments.gov/print_friendly.php?flash=true&page=&doc=51&title=Sherman+Anti-Trust+Act+%281890%29, last visited on date: 2017/12/7.

³ 顏廷棟主持，公平交易法對企業集團事業之結合管制，公平交易委員會 103 年度委託研究報告，30（2014）。

融市場的發展愈趨嚴重。以美國股市為例，投資法人占股市比重由 1950 年的 7% 快速增加到 2017 年的 70-80%。雖然在事前階段，投資機構基於財務權益之考慮，係看好公司獲利前景，才會投資，也沒有干涉公司經營之誘因；然而在事後階段，一旦投資機構在某特定產業大量投資，以致出現水平持股，從而擁有多家互為競爭對手事業的股票，投資機構自然傾向於追求所有廠商的聯合利潤，而非個別廠商利潤。該等策略自然使得被持股廠商的經營目標，由追求公司利潤或銷售額最大的積極競爭方向，轉為追求整體產業利潤最大的消極競爭，此非但形成類似聯合行為的協同效果，導致產品價格上漲，更不利於消費者福利與經濟成長。

問題重點是，無論是投資機構之間或是被持股公司之間，均不存在任何明示或默契壟斷市場的約定，不構成聯合行為的合意要件。問題根源是金融機構基於財務上的風險分散導致了競爭上的威脅，此非但不同於上世紀卡特爾利用信託壟斷市場的聯合行為，也超越了傳統競爭法所能解決的範圍。由於該等趨勢乃肇因於近十餘年來全球金融市場發展與所得分配不均所導致的財富集中，並未引起學界廣泛重視，因此目前僅有 Elhauge、Azar et al. Posner et al. 等少數歐美競爭法文獻針對水平持股問題有所著墨。就國內文獻而言，據作者們瞭解，至今仍未有研究探討水平持股對市場競爭之影響。為彌補此一缺口，本文乃針對此一課題，首先說明水平持股對市場競爭的影響，接著以金融效率與市場競爭取舍的觀點，提出現階段政府對水平持股的規範宜採取「管制機關為主，競爭機關為輔」原則：除非出現人為合意壟斷市場，否則競爭機關最好能夠尊重管制機關的權限。

二、水平持股的發展、本質與對市場競爭之影響

（一）水平持股的快速發展

為避免名詞造成混淆，以下謹以投資機構代表銀行、保險公司、投資公司、私募基金、投信機構、共同基金等可能採行水平持股的金融機構。自 1990 年代之後，由於金融創新與各國放寬金融管制，使得各式信託投資與私募基金成為市場主流。以美國股市為例，投資法人占股市比重由 1950 年的 7% 快速增加到 2017 年的 70% 至 80%。其中，光是貝萊德資產管理（下稱 BlackRock）、先鋒集團（下稱 Vanguard）、道富環球投資（下稱 State Street）三大基金就是美國四成上市公司的

最大股東⁴。單就 S&P 500 指數而言，三大基金合計更是 500 家公司中 438 家（將近九成）的最大股東⁵。至於其投資對象從電信到可樂產業，雖然包羅萬象，但均具相同特徵：市場高度集中（特別是銀行與航空業）⁶。由於投資機構以分散投資標的為營業宗旨，特別是產業型基金（sector specific fund）根本就是針對特定市場內各廠商廣泛投資所設計，因而形成其控股市場內多數廠商的水平持股現象。例如：Elhauge 曾以美國經濟為對象，並發現：如針對某特定產業，隨機抽樣市場內兩家競爭廠商的股東名單，則在 2014 年，投資機構同時持股兩家股份超出 5% 成為大股東的機率，已由 1999 年的 16% 快速增加到 90%⁷。以航空市場為例（2013 年至 2015 年），美國七大投資機構合計持股占聯合航空（United Airlines）資本額達 60%、達美航空（Delta Air Lines）27.5%、捷藍航空（JetBlue Airways）27.3%、西南航空（Southwest Airlines）23.3%，而所有投資機構法人（2001 年至 2013 年）合計占航空業資本額比重更達 77%⁸。

自然人卻由於各類衍生性金融商品大量出現而分散其投資標的，以致上市公司股權相當分散，投資機構即使僅擁有少數股權，依然能夠影響公司營運。例如：美國上市公司單一股東最大持股至多不超出 5%，但投資機構擁有股權超出 5% 的公司占上市公司比重，已由 1980 年的 10% 一路增加到 2014 年的 60%⁹，意味著投資機構幾乎能控制六成的美國上市公司。更有趣的是，如果隨機抽樣美國兩家上市公司，則兩者有相同投資機構股東的機率竟由 1999 年的 20% 增加到 2014 年的 90%¹⁰，而微軟與蘋果的前四大股東甚至完全重疊，顯示水平持股的普遍。至於歐

⁴ Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, "A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors," *81(3) Antitrust Law Journal*, 6 (2017).

⁵ *Id.*, at 2.

⁶ Organisation for Economic Co-operation and Development (下稱 OECD), *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition - Note by the United Kingdom*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 2 (2017).

⁷ Einer Elhauge, "The Increasing Evidence that Horizontal Shareholding Is Distorting Our Economy," <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/29/the-increasing-evidence-that-horizontal-shareholding-is-distorting-our-economy/>, last visited on date: 2017/12/7.

⁸ Einer Elhauge, "Horizontal Shareholding," *129 Harvard Law Review*, 1267 (2016).

⁹ OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition, Background Note by the Secretariat*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 12 (2017); Jie He & Jiekun Huang, "Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings," *30(8) Review of Financial Studies*, 41 (2016).

¹⁰ José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, "Anti-Competitive Effects of Common Ownership," *73(4) Journal of Finance*, 2 (2018).

洲所面臨的水平持股問題雖不若美國嚴重，但仍普遍存在於市場集中度較高的產業，例如：在英國的金融業，BlackRock 就是滙豐銀行（HSBC）、德意志銀行（Deutsche）、維琴察人民銀行（Banca Popolare di Vicenza）、西班牙對外銀行（Banco Bilbao Vizcaya Argentaria）等銀行最大股東（2016 年資料）；此外投資機構除持有德國化工業上市公司約 60% 股份，甚至也擁有冰島電信業 50% 與建築業 35% 的股權¹¹，因此投資機構水平持股對市場競爭的影響實不容忽視。

另一方面，水平持股所導致的市場壟斷程度非但不利於所得分配，也使得近十餘年來美國公司的獲利與投資嚴重脫節¹²。例如：紐約大學教授 Gutiérrez 與 Philippon 蒐集了 1,000 多筆美國產業與廠商資料，發現市場集中度與水平持股是導致投資不振的主要原因¹³。有鑑於此，OECD 遂於 2017 年 12 月間邀集各國產、官、學代表，分別就股價指數交易、公司經營、如何修正歐盟競爭法與美國休曼法等角度，討論如何藉由赫氏指數之修正以精確衡量水平持股對競爭的影響。雖然會議僅止於初步討論與交換意見，但也顯示此一問題確實引起各國廣泛重視¹⁴。特別是，各國應如何修正處理結合案的審查內容與標準，以減緩水平持股對市場競爭的影響¹⁵。

由於美國法並未禁止投資機構派駐董事監督公司經營，僅基於保護投資大眾與避免內線交易、圖利與背信之考慮，規範投資機構派駐董事與被持股公司間之利益衝突¹⁶，並未規範水平持股所形成之競爭顧慮¹⁷，因而便利該等機構利用水平持股影響市場競爭。但是，我國法規則對投資機構參與持股公司之經營則有較多限制（例如：記錄董事投票支持對象），其中，投資信託機構甚至依法不得介入公司經營與

¹¹ OECD, *supra* note 9, 14-15.

¹² Einer Elhauge, “New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding,” <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/14/new-evidence-proofs-and-legal-theories-on-horizontal-share-holding/>, last visited on date: 2018/12/25.

¹³ Germán Gutiérrez & Thomas Philippon, “Investment-Less Growth: An Empirical Investigation,” *48(2) Brookings Papers on Economic Activity* (2017).

¹⁴ OECD, “Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition,” [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf), last visited on date: 2018/12/25.

¹⁵ Neil Campbell, “A Competition Law Analysis of Common Shareholdings,” <https://www.competitionpolicyinternational.com/wp-content/uploads/2018/10/CPI-Campbell.pdf>, last visited on date: 2018/12/25.

¹⁶ 美國無聯邦公司法，公司法係由各州自行立法，因此寬嚴程度不一，以德拉瓦州公司法為例，該法第 141 條（b）項明文規定，公司每名董事皆須為自然人。因此，投資機構只能派駐自然人董事，無法成為法人董事。參見 Delaware General Corporation Law, §141 (b) (2008). http://blog.sina.com.cn/s/blog_b9c8a3d90101aka8.html, last visited on date: 2018/10/5.

¹⁷ 楊志文，「從公司治理論董事利益迴避制度（下）」，[證交資料](#)，第 564 期，6-7（2009）。

直接擔任董事、監察人等職務¹⁸。然而投資機構企圖影響公司經營的重大決策，不一定非進入董事會不可，根據 Fichtner et al. 一文的實證顯示，三大基金（BlackRock、Vanguard、State Street）會在一年一度股東大會的投票行為上採取聯合一致行動，因此這些大股東即使沒有進入董事會，也會透過在股東大會的「不贊同」投票行為，對經營階層直接或間接的造成壓力，達到影響公司的經營方針的目的。我國投資機構不若歐美普遍，因此，該等水平持股對我國之市場競爭影響尚屬有限。但隨著金融創新的加速與國際資本的迅速流動，目前我國股市法人（包括外資）持股占上市公司比重，已由 1987 年的不到 30% 快速增加到將近 60%（圖 1），此等趨勢相信未來也很難避免。以個別產業而言，金融、電子，甚至 KTV 等產業，也存在相當程度的水平持股或交叉持股現象，例如：近來寶佳機構持有多家銀行股權與握有董事席次，已引起金管會留意其是否違反「金金分離」原則，唯恐進

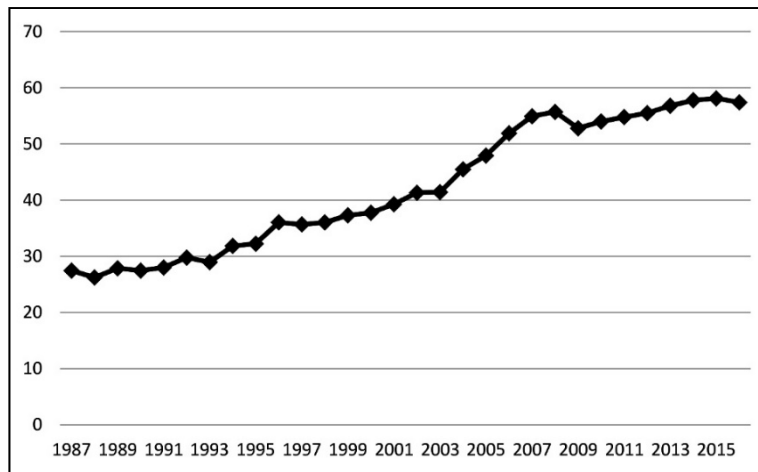


圖 1 我國法人持股占上市公司資本來源比重（不含政府，%）

資料來源：歷年上市公司資本來源統計表年報，臺灣證券交易所，
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=256>，最後瀏覽日期：2017/12/7。

¹⁸ 根據證券投資信託及顧問法第 78 條第 2 項，投資信託公司不能擔任公司董事、監察人或經理人等職務。

一步衍生出減損市場競爭、競業禁止與營業秘密外洩等問題¹⁹。再以外資投資臺灣個股為例：根據臺灣經濟新報資料庫 2018 年 6 月 1 日的資料顯示（如表 1），臺灣五十成分股中除中租控股屬境外公司不計外，外資持股比重超過 50%的 10 家都集中在電子類股，排名前三家的台積電（78.9%）、日月光（71.2%）、可成（70.8%）均超過 70%，這種現象與美國近年來股權高度集中於投資機構有雷同之處，因此外資水平持股國內電子產業是否會影響市場競爭，也是值得關注的議題。

表 1 臺灣五十成分股中外資持股比率排名前十的公司

排行	證券名稱	股權總數（千股）	外資持股（千股）	外資合計（比率）
1	台積電	25,930,380	20,448,303	78.9%
2	日月光	8,739,735	6,224,449	71.2%
3	可成	770,391	545,172	70.8%
4	華碩	742,760	483,223	65.1%
5	台達電	2,597,543	1,658,557	63.9%
6	國巨	350,739	214,311	61.1%
7	聯發科	1,581,459	951,786	60.2%
8	大立光	134,140	71,067	53.0%
9	聯電	12,624,319	6,559,078	52.0%
10	光寶科	2,350,867	1,210,947	51.5%

資料來源：台灣經濟新報資料庫（TEJ）

（二）水平持股與市場競爭

1. 水平持股不等同聯合或結合

儘管水平持股存在反競爭風險，但卻不等同結合或聯合。首先，就結合而言，傳統競爭法所規範的水平結合僅限於廠商絕對控制競爭對手，以取得其利潤的最極端方式。但在事業結合與彼此獨立之間，存在許多模糊地帶。例如：投資機構水平持股由於僅持有少數股權，除非被持股公司股權高度分散，否則很難對公司經營有

¹⁹ 例如：寶佳目前持有台新金、永豐金超過 5% 以上股權，持有三信商銀股權更接近一成。2018 年台新金董監事改選，寶佳也決定競選，預估可獲得一席以上董事，參見「顧立雄：寶佳恐違『金金分離』」，經濟日報，A2 版（2017/11/23），<https://udn.com/news/story/7239/2834615>，最後瀏覽日期：2017/12/7。

「絕對」控制權，因此並非完整的結合。圖 2 依據投資機構對公司控制力大小，列出水平持股對市場競爭的影響與競爭機關的管制權限。在光譜最左端的是純粹財務權益（silent financial interests），指投資機構持股純粹基於財務投資（例如：ETF）且投資標的只有優先股沒有普通股，對被持股事業經營沒有影響力，雙方僅有財務權益上的股利關係。至於光譜右端的絕對控制則指投資機構持有事業多數股權，或即使僅有少數股權，但因公司股權分散，因而對事業經營與人事有絕對控制權。依據我國競爭法制，本部分適用結合管制，殆無疑義。

其次，就水平持股與聯合行為的關係而言，投資機構為保護自己在各公司持股利益，自然傾向於追求整體產業利潤極大，反對個別公司採取降價競爭策略，影響市場價格與其他持股廠商利潤，以致減損市場競爭。但由於各信託機構之間或是各該公司主事者之間者並無壟斷市場之合意與訊息交換，因而很難構成聯合行為要件。除非投資機構透過董事會傳達競爭對手的減產善意，或是作為交換各該公司產銷資訊的中樞，才有可能構成聯合要件。

最後（也是本文的研究重點與目的），就是處於中間、不等同結合或聯合的灰色地帶。而該等由水平持股所形成之灰色地帶與休曼法制定前的托拉斯不同之處在於後者是廠商組成卡特爾，刻意成立信託機構以控制自己公司股票，其唯一目的就是壟斷市場，屬於絕對違法的核心卡特爾。反之，前者則是金融機構為分散投資組合，降低單一個股拖累整體投資組合的風險，以保障投資人資產安全，具有高度的效率意義。

故政府如欲提高金融效率並健全公司治理，就必須：(1)允許投資機構透過投資組合管理，將投資標的擴大到產業內多數廠商，藉以對沖個股風險與提高投資效率，並避免個別股價格波動影響持股獲利，以保護投資人權益；(2)允許投資機構積極參與公司治理並出任公司董監事，利用其專業知識以防止經理人道德危機、避免不對稱資訊影響小投資人權益。問題只是金融效率提升與風險分散須以競爭減損為代價。亦即投資機構之水平持股會使其經營目標傾向整體產業利潤最大，而非個別公司利潤最大，渠等自不樂見被持股公司間之相互競爭，影響產業利潤，甚至導致自己在各個持股公司的投資虧損。但重點是事業間並未刻意透過合意壟斷市場，因而超越了傳統競爭法對聯合行為所能規範的範圍。就政府治理而言，由於該等灰色地帶的水平持股牽連極廣，並涉及金融效率（金融市場與公司治理）與市場競爭間之取捨、競爭政策與產業政策間之競合。

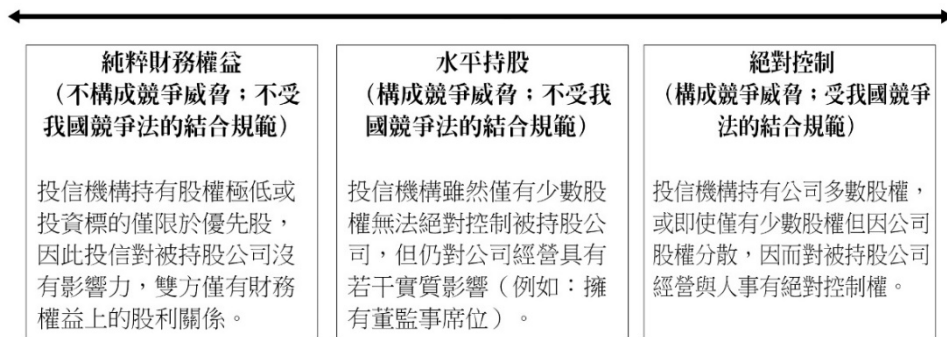


圖 2 水平持股對競爭的影響與競爭機關的管制權限

資料來源：本研究整理

2.水平持股對市場競爭之影響

(1)單邊效果

在正常的競爭市場，事業間相互獨立，廠商會依據市場供需，決定對自己最有利的價格與產出。如果降價求售能夠掠奪對手客戶，就會立即降價以追求利潤，不會考慮競爭對手之利潤減損。然而一旦市場出現水平持股，使得投資機構同時成為數家公司股東，且有能力影響該等公司經營時，則甲公司降價掠奪市場雖能增加其對甲投資之獲利，但卻減損對乙投資之獲利。就投資機構而言，甲公司的積極競爭非但使自己利潤一得一失，意義不大；甚至可能引發價格戰，導致市場價格普遍下降，使自己在甲與乙的投資利潤全部減少。因此投資機構只會考慮整個產業的聯合利潤，而非個別事業利潤，因而傾向反對削價競爭。例如：密西根大學教授 Martin Schmalz 就曾在 Posner 的部落格貼文，提供例證說明投資機構董事（類似母親角色）為避免引起價格戰（類似兄弟鬩牆），如何在董事會反對公司降價競爭，甚至連加強研發以提升競爭力的提案都可能遭其反對²⁰。

水平持股對市場競爭的影響主要來自投資機構為減少投資風險，必須分散投資標的，以致同時擁有多家互為競爭對手事業的股票，因而傾向關切所有廠商的聯合

²⁰ Martin C. Schmalz, "How passive funds prevent competition," <http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/>, last visited on date: 2017/12/7.

利潤，而非個別廠商利潤。事實上，依據 Elhauge²¹的調查，約有 63%的基金管理人坦承曾告知公司經理人，該基金關切者係整體產業獲利而非個別公司獲利，其中有一位基金管理人甚至明白要求管理階層不得從事價格競爭，以免影響其他公司利潤。另一方面，公司經營者也瞭解，基金股東由於持有競爭對手的股票，因而不樂見公司採取降價競爭策略，以免影響其他投資標的（亦即自己的競爭對手）獲利，此等顧慮自然使經營者傾向採取消極策略，不輕言降價競爭，以換取基金董事對自己在薪資報酬、公司重大決策的投票支持，甚至一旦自己經營權面臨接管威脅時，更需要其支持。如此一來，水平持股所形成廠商間的利潤關聯，自然損及市場競爭機制²²。事實上，Azar 針對公司經營行為的所為之數學模型已發現：一旦經營者以追求自己薪資與連任為目標，就會傾向於追求整體產業（而非自己公司）獲利最大²³。另外，一項針對美國跨產業 CEO（公司經營者）超過 40,000 筆薪資資料的實證分析也顯示，水平持股程度愈高的產業，經營者報酬愈是決定於競爭對手公司的利潤、愈不是決定於自己公司的利潤。特別是，該等統計推論的顯著性非超過 99%²⁴，而且只要水平持股比例超出 5%，就能顯著地使 CEO 報酬決定於競爭對手公司的股票收益²⁵。

中小企業若是家族經營，由於管理權與所有權合一，產品定價還是以自身利潤最大為目標，問題不大。但就所有權與管理權高度分離的大企業而言，由於股權實在太過分散，多數自然人股東可能僅持有一、二張股票，缺乏意願與能力關切公司經營，因而容易發生：投資機構只要能廣泛持有各公司超出 1% 股權，就能影響到各該公司決策，並減少廠商間之相互競爭。文獻上最早提出此一顧慮的是 Reynolds 與 Snapp 兩位學者²⁶，他們認為傳統競爭法所規範的水平結合只能用於管制廠商將競爭對手歸納為己有，以取得其利潤最極端的方式。但在結合併購與獨立經營之間

²¹ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1270-1271.

²² Einer Elhauge, *supra* note 12.

²³ José Azar, "Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm," <https://media.iese.edu/research/pdfs/WP-1170-E.pdf>, last visited on date: 2017/12/7.

²⁴ Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné & Martin Schmalz, "Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives," *1328 Ross School of Business Working Paper, 511 European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper*, 1, 5-6, 26-28, 53, Table 4 (2017).

²⁵ Lantian Liang, "Common Ownership and Executive Compensation," *University of Texas at Dallas Working Paper* (2016).

²⁶ Robert J. Reynolds & Bruce R. Snapp, "The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures," *4(2) International Journal of Industrial Organization*, 141-153 (1986).

其實存在許多灰色地帶，例如：水平持股或交叉持股。為探討此等因素對競爭之影響，渠等利用一個 Cournot 寡占模型，在市場存有進入障礙之前提下，假設市場上有 5 家成本相同之廠商，並且沒有聯合合意。此時，如果該 5 家廠商藉著彼此相互持股 10%，建立起利潤的相互依存關係，就能將外部的市場競爭內部化，使產業產出減少 10%。

即使投資機構對被持股公司的控制力受持股比例影響，但實際控制程度仍取決於公司股權結構是否分散而定²⁷，例如：投資機構擁有被持股公司 49% 股權，但只要股權集中，且另一持股人持股比重達 51%，則其對公司控制力為零；反之，持股僅有 1%，但只要股權分散，持股事業仍可能控制或影響被持股事業。更何況某投資機構對某公司即使持股僅及 1%，假設市場內有 5 家投資機構，並且都採取分散風險的投資策略，對產業內所有公司均各自持股 1%，則個別公司經理人勢須面臨合計達 5%、高度關切整個產業獲利的股東，從而影響其採取削價競爭的意願。因此無論在何種情況下，只要投資機構能夠持股市場內多家事業（即使持股數量不多），也可能會影響市場競爭²⁸。

至於水平持股是否能對競爭產生重大影響，必須滿足兩個先決條件：a. 投資機構在特定產業內必須普遍持股，最好是能持股所有廠商；b. 投資機構對各廠商持股數量必須平均，變異程度必須低。例如：每家均持有 2%，或是每家持股 1%；但不能僅針對特定廠商大量持股 20%，而其他家僅 1%。此可以相關文獻²⁹最常使用作為衡量水平持股影響競爭的集中度的指標做一說明。該指標為 Bresnahan and Salop³⁰所提出之修正赫氏指數（Modified HHI，MHHI）模型：

$$MHHI = HHI + \Delta MHHI = HHI + 10,000 \cdot \sum_j \sum_{k \neq j} s_j s_k (\sum_i \beta_{ij} \beta_{ik} / \sum_i \beta_{ij}^2) ;$$

其中， β_{ij} (β_{ik}) 是第 i 家投資機構所持有第 j (k) 家廠商的股份比例， s_j (s_k) 為第 j (k) 家廠商的市占率。基本上，MHHI 就是原本的市場集中度

²⁷ Steven C. Salop & Daniel P. O'Brien, "Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control," *67(3) Antitrust Law Journal*, 559-614 (2000).

²⁸ *Id.*, at 594-599.

²⁹ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1267-1317; David Flath, "Horizontal Shareholding Interlocks," *13(1) Managerial and Decision Economics*, 75-77 (1992); David Gilo, Yossi Moshe & Yossi Spiegel, "Partial Cross Ownership and Tacit Collusion," *37(1) RAND Journal of Economics*, 81-99 (2006); Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *supra* note 4.

³⁰ Timothy Bresnahan & Steven C. Salop, "Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures," *4(2) International Journal of Industrial Organization*, 155-175 (1986).

(HHI) 再加上水平持股所提高的集中度 (ΔMHHI)，亦即 $\text{MHHI}=\text{HHI}+\Delta\text{MHHI}$ 。舉例說明：在不考慮水平持股的情形下，市場如果只有 1 家廠商完全獨占，則 $\text{HHI}=10,000$ ；但如有 4 家規模相同的廠商寡占，且該 4 家廠商的經營相互獨立，則 HHI 降到 2,500。此時，如果投資機構能透過水平持股，絕對控制該 4 家廠商，使渠等目標相同，皆為追求產業利潤最大，則市場集中度 (MHHI) 又回到 10,000。

MHHI 大小取決於投資機構的持股結構，亦即只要投資機構持股愈普遍（例如每家投資機構均持有市場內所有廠商股票）、持股愈對稱（例如每家投資機構對每家廠商的持股比例相同），對市場競爭影響愈嚴重，因而導致的 MHHI 也愈高。以下，謹以兩個假設為例說明之：

（假設一）：某市場內有 4 家廠商，且市占率皆為 25%；

（假設二）：有 4 家基金且每家基金都擁有的這 4 家廠商股票，且該 4 家基金持股總和能夠控制 4 家廠商。這會使得 4 家基金經營目標都在於整體產業利潤最大。

只要每家基金對每家廠商都擁有相同比例的股份（例如：甲基金持有 4 家事業股權比重，每家持股皆為 2%；乙基金皆為 3%；丙基金皆為 4%；丁基金皆為 5%），則 MHHI 將達 10,000 ($\Delta\text{MHHI}=7,500$)，與完全獨占相同。

$$\begin{aligned}\text{MHHI} &= \text{HHI} + \Delta\text{MHHI} = 2,500 + 10,000 \cdot \sum_j \sum_{k \neq j} s_j s_k \left(\frac{\sum_i \beta_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \beta_{ij}^2} \right) \\ &= 2,500 + 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{0.02^2 \times 12 + 0.03^2 \times 12 + 0.04^2 \times 12 + 0.05^2 \times 12}{0.02^2 \times 4 + 0.03^2 \times 4 + 0.04^2 \times 4 + 0.05^2 \times 4} \right) \\ &= 2,500 + 7,500 = 10,000.\end{aligned}$$

只要每家基金都擁有產業內所有廠商的股權、各家基金對各公司持股比例相同、所有基金股份加總可以控制各該公司，則市場獨占就會出現。弔詭的是，如果投資機構針對某家廠商持股比重很高，但其他家持股很低，則該機構會高度專注持股較高事業的獲利，不會考慮其他廠商與整個產業的獲利。例如：若甲機構在第 1 家廠商擁有 20% 股權，在其他 4 家僅各擁有 1%，則甲會傾向鼓勵第 1 家廠商採取削價競爭的策略，以掠奪其他 4 家市場，提升自己獲利，因而使得 ΔMHHI 較低。

在 Posner et al.³¹ 文章的例子（4 家基金且每家基金都擁有的 4 家廠商股票）中，若投資機構甲僅針對特定廠商 A 持股較高，例如：5%，但對其他 3 家廠商 B、C、D 則僅持股 1%；投資機構乙僅針對廠商 B 持股較高（5%），對其他 3 家廠商 A、C、D 僅持股 1%；投資機構丙僅針對廠商 C 持股較高（5%），對其他 3 家廠商僅持股 1%；投資機構丁僅針對廠商 D 持股較高（5%），對其他 3 家廠商僅持股 1%。此時，各該投資機構會特別關注自己持股較高廠商的獲利，並傾向鼓勵該廠商降價競爭，進而使 ΔMHHI 由聯合獨占的 7,500 降到 3,214³²。又如果每家機構對特定廠商持股比例由 5% 提高到 10%，但其他 3 家持股比重仍維持 1%，則 ΔMHHI 會進一步降到 1,602³³。在極端的情形下，如果每家法人基金只擁有 1 家事業股份，則 ΔMHHI 降到 0。因此，只要投資機構持有股份的事業數目愈多、持有股份比例愈平均，則 ΔMHHI 愈高，對市場競爭的影響也就愈大。

(2) 協同效果 (coordinated effect)

投資機構透過董事會議，一則能夠聯繫協調各公司定價政策，形成壟斷市場合意；再則能居中交換敏感性訊息，促進價格透明化。此等行為自然構成聯合行為要件，不需贅述。本文真正關切者還是在於競爭機關應如何處理右列議題：「即使信託機構間或被持股公司間不存在壟斷市場合意，且投資機構僅是基於分散投資風險，透過水平持股以追求廠商聯合利潤極大，所導致的限制競爭效果」。

雖然此等結構聯繫類似美國司法部 (Department of Justice) 結合指導準則第 2.1 節中所提的協同效果³⁴，但不同之處在於結合或聯合的協同效果僅限於相同產銷階段的事業。反之水平持股的協同效果卻僅發生於投資機構與被持股事業，而且投資機構間、被投資事業間均無壟斷市場的合意，市場競爭的減損只是出於公司管理階層迎合大股東希望整體產業獲利提升的偏好，因而刻意採取消極的競爭策略。

³¹ Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *supra* note 4, 14.

³² $\Delta\text{MHHI} = 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{(0.05^2 \times 6 + 0.01^2 \times 6) \times 4}{(0.05^2 \times 1 + 0.01^2 \times 3) \times 4} \right) = 3,214$

³³ $\Delta\text{MHHI} = 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{(0.1^2 \times 6 + 0.01^2 \times 6) \times 4}{(0.1^2 \times 1 + 0.01^2 \times 3) \times 4} \right) = 1,602$

³⁴ US Merger Guidelines (2.1): “Coordinated interaction is comprised of actions by a group of firms that is profitable for each of them only as a result of the accommodating reactions of the others. This behavior includes tacit or express collusion ...” 協同效果是指：在相同產銷階段（同一產業）的廠商彼此都期待其他廠商能夠訂出一組價格讓所有人都獲利，而且實際上各個廠商也果真以該等價格出售產品。

(三) 投資機構影響市場競爭的證據

隨著投資信託成為股市主流，學者陸續發現許多事證（特別在美國）顯示，投資機構因持有同一產業內多家公司股票，經營目標成為追求產業利潤最大，而非個別公司利潤最大，因而不樂見被持股公司間之相互競爭，使得許多公司治理規範損及市場競爭（特別是績效敘薪的誘因設計）。

1. 管理階層報酬決定於整體產業的利潤表現，而非個別事業獲利

投資機構是否能夠控制公司經營行為，以減少同業競爭，可視管理者的經營報酬是否決定於產業整體利潤而定³⁵。例如：Elhaug 引用 Bebchuk & Fried 的資料³⁶並發現：美國有 70% 上市公司經理人的報酬係決定於整體產業獲利績效，僅有 30% 者決定於自己公司獲利。此等敘薪標準非但減損管理者追求利潤之誘因，影響其他股東權益，也對市場競爭造成不利影響。即使學界極力呼籲各公司應以扣除整體產業利潤的方式，設計股票期權制（executive stock options），規定只有在自己公司獲利超出產業平均獲利的條件下，管理階層才能領取紅利³⁷。然而實質控制美國多數公司的投資機構依然不為所動，顯見此等報酬制度係立基於投資機構不樂見管理者採取低價競爭的經營模式，導致市場過度競爭，影響自己在其他公司的投資獲利。

論者或謂，該等紅利發放標準也有可能係因公司派在股東會的力量過強，允許其得以推行對自己有利的薪酬制度。但 Elhaug 進一步引用 Jenter & Kanaan 資料³⁸指出：在 1993 年至 2009 年這段期間，公司股東驅逐經理人的案例，幾乎都是肇因於整體產業獲利過低，而非個別公司獲利過低。此時，如果管理者果真能夠壓倒所有者，使得經營報酬能夠依照產業利潤計算，而非按照公司經營績效，管理者何至於慘遭驅逐？因此，較為合理的解釋應是投資機構不可能不瞭解正確的計薪標準應以公司績效為本，而非產業利潤。只是渠等投資標的遍及產業內所有廠商，因而必

³⁵ Einer Elhaug, *supra* note 8, 1278-81; Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné & Martin Schmalz, *supra* note 25, 1 (2017).

³⁶ Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Pay Without Performance*, 1st ed., Harvard University Press, 138 (2004).

³⁷ Bengt Holstrom, "Moral Hazard in Teams," *13(2) Bell Journal of Economics*, 324-340 (1982).

³⁸ Dirk Jenter & Fadi Kanaan, "CEO Turnover and Relative Performance Evaluation," *70(5) Journal of Finance*, 2155-2166 (2015).

須追求產業利潤，以提升投資績效。此時，個別公司經營者如果勇於任事，積極創新、增產以擴大市場占有率，導致市場激烈競爭，形成價格下跌並損及產業利潤，自然違反投資機構利益，而慘遭減薪或驅逐³⁹。Elhauge 的資料進一步顯示：在 1990 年代之前（投資機構尚未成為市場主流），美國管理階層多因自家公司獲利過低或是虧損，被逐出公司。反之，1990 年代之後，則演變成爲整體產業與個別公司獲利不理想，各占一半。更重要的是，有 53% 的投資機構坦承會將被持股公司是否採取「減少競爭以提高產業獲利」的經營策略，作為是否繼續支持經理人續任的考慮因素⁴⁰。Antón et al. 的調查問卷也指出：某位基金管理人甚至曾威脅公司如不配合減少，則該基金有權能於明天裁員 5,000 人（We can tell a company to fire 5,000 employees tomorrow）⁴¹。

論者或謂：公司經理人被逐出的案例極少，因此管理階層應該不會在意此一風險而順從投資機構。但同理，政客被罷免的機率更低，何以政客仍會盡力討好選民形成民粹？其理甚明：即使被罷免或驅逐的機率不大，但為爭取連任與未來發展，無論是政府或公司的管理者都會努力迎合選民或股東的要求。更重要的是，就行為誘因而言，公司經營者必須付出相當努力與犧牲，提高管理效率與產品競爭力，方能有實力採取競爭策略，開拓市場。而此等努力與付出，即使連所有者要求，管理者都不見得能做到，遑論在所有者默認不須過度競爭的情形下！因此，經營者多數會偏向利己利人，採取怠惰的消極競爭策略。

2. 經營報酬的計算方式與投資機構的發展

Elhauge 進一步引用 Jenter & Kanaan 的資料⁴²並發現：1980 年代之前，法人基金尚未普遍，美國投資機構持股僅占股市普通股總額 34%（1980 年資料），當時美國公司管理者報酬與去留多數取決於公司利潤而非整個產業利潤，符合商場經營原則。而產業利潤之所以能夠成爲計薪標準，乃出現於 1990 年代投資機構發展成爲市場投資主流之後，例如：2010 年美國投資機構持股高達股市普通股總額 67%。按時間相關性推論：以產業獲利作爲敘薪標準的制度性原因應該是：投資機構的快速

³⁹ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1279.

⁴⁰ Einer Elhauge, "The Growing Problem of Horizontal Shareholding," 3 *Antitrust Chronicle*, 4 (2017).

⁴¹ Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné & Martin Schmalz, *supra* note 25, 2.

⁴² Dirk Jenter & Fadi Kanaan, *supra* note 38, 2158-2159.

發展。

(四) 水平持股對物價安定與總體經濟之影響

1. 水平持股不利於物價穩定

投資機構追求產業獲利提升，難免減損市場競爭機制並導致物價上漲。Azar et al.⁴³曾以美國銀行與航空業為研究對象，並發現水平持股確實導致產品費率上漲。例如：投資機構對美國銀行業水平持股所導致的產業集中度每提高一個標準差，將使銀行帳戶管理費增加 2.1%；貨幣市場存款帳戶利率差提高 1.6 個百分點。並且投資機構對航空公司的水平持股亦使得美國各航線費率上漲約 3%至 10%⁴⁴。值得注意的是，渠等研究同時發現，MHHI 與價格的相關程度，亦遠高於傳統 HHI 與價格的相關⁴⁵，而且 MHHI 也較 HHI 更能精確地衡量市場集中度。更重要的是，投資機構水平持股透過反競爭效果所導致之物價上漲僅侷限於 HHI 超出 2,500 的高集中度產業。

Antón et al.進一步以美國 2,000 家公開上市公司為樣本，分別計算相關產業的 MHHI 與 Δ MHHI，並發現在 1993 年到 2014 年這段期間，美國產業的 Δ MHHI 已提高超過 600 個百分點，且其反競爭效果隨著投資機構的快速發展而日益嚴重⁴⁶。

2. 水平持股不利於整體經濟成長

水平持股也不利於經濟成長。Elhauge⁴⁷甚至利用水平持股解釋最近美國企業獲利迅速成長，但資本投資與勞工就業卻仍裹足不前的謎團。理論上，企業獲利成長理應擴大投資、增加產出、僱用勞工，以掠奪同業市場，擴大市場占有率。依據熊彼得的創造性破壞（creative destruction）理論，該等掠奪同業的競爭精神正是新產品創新、新生產方法與新市場開拓的主要動機，也是企業家精神（entrepreneur）的

⁴³ José Azar, Sahil Raina & Martin C. Schmalz, "Ultimate Ownership and Bank Competition," *Ross School of Business Working Paper*, 18-19 (2016).

⁴⁴ José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *supra* note 10, 2.

⁴⁵ *Id.* 特別是在航空業，HHI 與價格變化之間根本沒有相關。

⁴⁶ Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné & Martin Schmalz, *supra* note 25, 2.

⁴⁷ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1281-1285.

基礎。然而即使近年來美國公司稅後利潤快速成長至目前的 1.8 兆美元（2017 年），使得 2010 年利潤占 GDP 比重由 1990 年代的 5% 快速提升到 10%，達到 60 年來之歷史最高⁴⁸，但 2012 年至 2015 年美國公司資本設備投資占 GDP 比重卻整整較 2000 年下跌 10 個百分點，連同期間的設備利用率 77.7% 也低於長期平均值 80.1%⁴⁹。

就增加僱用勞工而言，即使近年來美國失業率連番下降；但追根究柢，其實只是反映由於人口老化所導致的勞動參與率下降，亦即失業率減少的原因是找工作的人減少，而非工作機會增加，亦即如果勞動參與率維持不變並與歐巴馬政府時代相當，則當前美國失業率會飆升到 10.8%⁵⁰。

因此問題還是在於，投資機構經營目標在追求產業利潤最大，即使個別公司利潤大幅成長，但也不會將利潤用於增加投資與擴大產出，以掠奪同業市場，因而使其設備投資與僱用勞工，無法與利潤呈同比例增加。Elhauge 因而指出，實體經濟與企業獲利的脫鉤，源自投資機構的經營目標係為追求產業獲利最大，而非個別事業獲利，因而使事業管理階級的經營目標（追求公司利潤或銷售額最大）不同於所有者經營目標（追求整體產業利潤最大）。值得憂慮的是，此一分歧將使大企業逐漸喪失冒險創新的投資精神（即使連家族企業也難脫逃該等趨勢），以致企業家的創新精神逐漸被公司官僚與指導原則等公式化的決策取代。甚至可能導致熊彼得於其巨著《Capitalism, Socialism and Democracy》的預言：資本主義發展到盡頭，因金融投機當道所造成的企業家精神喪失，將導致資本主義崩潰⁵¹。

⁴⁸ 美國聖路易斯聯邦準備銀行（St. Louis Federal Reserve Bank）經濟分析處網站：<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=fPLQ>，最後瀏覽日期：2017/12/7。

⁴⁹ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1282.

⁵⁰ Brad Plumer, “Three Reasons the U.S. Labor Force Keeps Shrinking,” *The Washington Post Democracy* (2013/9/6), https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/09/06/the-incredible-shrinking-labor-force-again/?noredirect=on&utm_term=.a10e017cfff14, last visited on date: 2017/12/7.

⁵¹ Joseph Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, 1st ed., Harper and Brothers, 87-143 (1942).

三、水平持股與競爭法制

(一) 水平持股與聯合管制

投資機構以美國股市最為普遍，文獻研究也多以美國為對象。休曼法第 1 條開宗明義就「禁止任何限制交易之契約、以信託或其他方式做成之結合或共謀（every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy）」⁵²。依此而論，該條款對於聯合行為的規範僅以合意為要件，不問合意事業是否處於相同產銷階段。因此哈佛大學法學教授 Einer Elhauge 曾在一場 OECD 舉辦的一場公聽會中指出，投資機構與被持股公司間的聯合要件主要取決於「水平持股是否對市場競爭產生限制效果」，只要執法機關能夠證明水平持股確實導致公司採取怠忽競爭的經營策略，即已構成限制競爭的違法要件⁵²。他也認為歐盟運作條約（Treaty on the Functioning of the European Union, TFEU）第 101 條也有相同的法律概念，例如：在 Philip Morris 案中，他認為歐洲法院（European Court of Justice，下稱 ECJ）處分少數股權影響市場競爭的案例，即能適用於水平持股案件⁵³。

(二) 水平持股與結合管制

就法律規範而言，歐美元法確實能夠事後透過聯合行為管制，規範水平持股對市場競爭的威脅。因此文獻的政策建議多集中於政府應如何在事前利用結合管制，避免水平持股影響產業結構惡化，並極力呼籲美國司法部與聯邦交易委員會（下稱 FTC）能夠援引克萊頓法（Clayton Act）第 7 條授權，嚴格規範投資機構的水平持股行為⁵⁴。即使如此，基於前述競爭與管制間之矛盾與取捨，歐美競爭機關迄今仍未針對水平持股表明立場；在聯合與結合的管制上，亦無具體個案。以下謹就文獻對於水平持股案件的結合規範建議整理如下：

⁵² OECD, *Tackling Horizontal Shareholding: An Update and Extension to the Sherman Act and EU Competition Law*, Hearing on Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 15-18 (2017).

⁵³ *British American Tobacco v Commission (Philip Morris)*, [1987] E.C.R. 4487, at 45.

⁵⁴ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1267-1317; Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *supra* note 4, 34-45.

1. 個案審查原則

哈佛大學教授 Elhauge 主張美國司法部與 FTC 應依據克萊頓法第 7 條，建立兩條警戒線，針對超出警戒的結合案件，採取個案審查：(1) 結合後使 MHHI 增加幅度超出 200 個百分點；(2) 案關產業的 HHI 超出 2,500⁵⁵。

2. 通案規範原則

芝加哥大學教授 Posner 等三位學者則主張政府援引相同的克萊頓法條款，採取通案處理原則，一律規定投資機構的水平持股方案必須二擇一：(1) 同一產業內僅能持有一家事業股票，但無持股比例限制；(2) 如持有數家股票，則各公司持股不得逾越 1%⁵⁶。

就法律規範而言，歐美競爭機關雖有足夠的執法工具，能於事前與事後規範信託持股對市場競爭的影響。只是本文認為上開的管制建議，過於強調競爭面的生產效率，但忽略了金融與公司治理效率。特別是，我國由於水平持股不若歐美普遍、所得分配惡化亦不若歐美嚴重，倘政府嚴格管制水平持股，恐將矯枉過正，損及金融效率與小投資人權益。更何況就政策工具而言，相對於歐美的法制對水平持股的法規齊全，我國現有的競爭法制很難能夠有效規範這類行為。

（三）我國競爭法制對水平持股的規範

1. 事前對產業結構的管制（結合）

美國⁵⁷與歐盟⁵⁸的競爭法制對結合的定義主要針對該等行為對市場競爭的影響，而非投資機構對被投資公司的持股數量多寡，因而賦予競爭機關充分權柄，將水平持股認定為結合行為，進而展開調查，甚至能夠限制投資機構在特定市場的水平持

⁵⁵ Einer Elhauge, *supra* note 8, 1301-1311.

⁵⁶ Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *supra* note 4, 34-45.

⁵⁷ Allen Grunes & David L. Meyer, *Overlapping Ownership by Institutional Investors: A Legal Perspective*, Transportation and Energy Industries Committee, American Bar Association Section of Antitrust Law, 21 (2015); *Denver & Rio Grande Western Railroad Co. v. United States*, 387 U.S. 485, 501 (1967) (quoting 15 U.S.C. § 18).

⁵⁸ OECD, *supra* note 52, 18-20.

股。

我國公平交易法（下稱公平法）第 10 條對結合的認定卻必須以投資機構持股數量能夠控制被持股公司為前提，然而投資機構基於分散風險之考量，多將投資標的平均分散在產業內多家公司，因而對特定事業持股很少超出 5%。因此，投資機構即使可能對被持股事業具有相當影響力，但卻無法達到第 10 條第 1 項第 2 款所要求持股數量超出股份總數三分之一以上之標準。此外，持有少數股權的投資機構亦不見得能控制被投資事業之業務經營或人事任免（第 5 款），因而很難符合結合要件。

2. 事後對廠商行為的管制（聯合）

(1) 聯合行為

水平持股對市場競爭最明顯的威脅在於涉案業者採取類似上世紀美國卡特爾的作法，合資成立信託機構，並要求參與成員將股票交付信託，由信託機構控制各公司股票，建立起壟斷市場的托拉斯；或是由投資機構居間協調其所投資的各事業的定價策略；或是由各事業提供資訊交由投資機構彙整與分析，並進行間接訊息交換。由於以上皆屬於典型的聯合行為並受公平法規範，不再贅述。本文重點則是在於圖 2 所列示的灰色地帶，亦即投資機構的少數股權對市場競爭所形成的限制，該等限制效果主要源自投資機構同時擁有市場內多家廠商所產生類似聯合行為的協同效果。

(2) 類似聯合的協同效果（coordinated effects）

投資機構水平持股對競爭的影響尚包括許多類似聯合行為的協同效果，例如：投資機構董事提案或支持以產業利潤作為紅利發放依據、支持鴿派董事與經營團隊、經營團隊刻意逢迎基金股東採取消極競爭策略等。此等行為雖然著眼點在於增加產業利潤，但卻多屬公司內部經營理念或管理決策，很難認定為事業間之合意。更何況依據公平法第 14 條之規範意旨，聯合行為須以同一產銷階段之水平聯合，足以影響市場者為限。因此，即使有美國學者於 OECD 的聽證會中，提醒我國應以聯合行為規範水平持股案件⁵⁹，但依現行我國競爭法制，投資機構與被持股公司間

⁵⁹ *Id.*, at 21.

即使存有合意，也不構成同一產銷階段之水平聯合，無法適用於公平法對聯合行為的規範。除非出現投資機構合意組成卡特爾，相互協調投資標的與投資額度，使每家投資機構都擁有產業內所有廠商的股權、且對各公司持股比例相同⁶⁰，促成卡特爾影響力得以涵蓋全體產業；或是協議如何影響持股公司經營；或是作為中樞協助各廠交換訊息，否則單憑公司經營者迎合大股東希望整體產業獲利提升的偏好，採取消極競爭策略以致減損競爭，很難構成聯合行為要件。

(3) 榨取性濫用

依我國競爭體制，公平交易委員會（下稱公平會）唯一能用於直接規範水平持股的工具就是公平法第 9 條對獨占事業榨取性濫用的規範與第 25 條的概括規定，以認定其是否涉有減損市場競爭，導致商品價格高於合理價格⁶¹。然而合理價格本身即為一抽象之理論概念，涉及複雜之心證，政府很難設計出一套符合效率與公平的計價公式，據以判定業者實際售價是否過高，而有競爭法上的非難性。更何況交由先天任務在於維護市場機制的競爭機關負責干預市場機制的任務，本身即有矛盾之處。因此美國法律即對榨取性濫用採取當然合法原則，而歐盟執委會對於榨取性濫用的管制亦極為審慎，迄今僅有四件（General Motors、United Brands、British Leyland 與 Deutsche Post II⁶²）榨取性濫用案例遭執委會處分，其中 General Motors 與 United Brands 二件處分，尚遭 ECJ 撤銷，顯示競爭機關減少對事業定價之管制已蔚為全球潮流⁶³。因此除非遇有重要民生必需品因水平持股導致競爭減損，以致價格高漲而有影響民生之虞時，競爭機關方宜介入。

就公平法第 25 條對欺罔或顯失公平行為的規範而言，該條款雖能補充公平法規範之不足，便利執法機關查處行為人未達獨占事業認定標準、無事證顯示事業間

⁶⁰ 參閱前述水平持股對市場競爭的單邊效果影響。

⁶¹ 就執法實務言，從公平會歷年來處理「九二一震災期間哄抬不銹鋼水塔價格案」（公平會(88)公處字第 128 號處分書）、「SARS 疫情期間哄抬口罩價格案」（公平會公處字第 092120 號處分書）、「中部地區 11 家砂石事業惡意囤積以哄抬價格案」（公平會 95 年 5 月 11 日第 757 次委員會會議決議）等案例觀之，公平會認定哄抬價格之違法性，均係各該事業之定價超過合理價位，即構成足以影響交易秩序之顯失公平行為。參見馬泰成主持，國內油品產業結構、廠商行為與競爭法規範，公平交易委員會 95 年度委託研究報告，130（2006）。

⁶² COMP/C-1/36.915 - Deutsche Post II, [2001] OJ L 331/40, para. 159-167。該案經執委會處分後，Deutsche Post 並未上訴 ECJ。

⁶³ 馬泰成，「榨取性濫用之管制：政策理念與實務困境」，公平交易季刊，第 17 卷第 1 期，54（2009）。

存有聯合合意等案件。但基於人民營業自由係受憲法第 23 條之保障，政府如為維護公共利益，限制人民營業自由時，就必須以法律定之，又即使該等限制得由法律授權以命令補充規定者，但授權目的、內容及範圍，也必須具體明確。依此觀之，公平會如以第 25 條的概括性規定作為法律依據，將投資機構為分散投資風險與保障投資人權益所為之水平持股，認定為「顯失公平」之違法行為類型，並定位其不當性在於「悖於商業倫理或公序良俗」，恐欠缺法律授權依據。因此，參酌歐美經驗與法律保留原則，公平會對榨取性濫用或物價之管制手段，必須是「非常時期」方能採行之「非常手段」。更重要的是，就管制效率而言，競爭機關亦宜尊重管制與管制分工之基本精神，盡力減少對商品價格之管制。

競爭機關雖可藉由對限制競爭行為之規範，實現競爭法立法目標。但為實踐保障消費利益與促進經濟安定與繁榮，競爭法制並非唯一之手段，特別是在水平持股等無從藉由市場競爭以達成金融效率與生產效率之場合，政府應考慮採行產業管制以取代競爭管制。例如廖義男教授就指出：「經濟之安定與繁榮為公平法之政策目標，維護市場之競爭秩序則為達成此種目標之一種政策手段。促進經濟之安定與繁榮之政策手段並不限於競爭，其他如公用事業之獨占專營權、景氣政策、繁榮政策、結構政策、貿易平衡政策，為達成經濟安定與繁榮之終極目標，其政策手段之價值與維護市場競爭秩序並無分軒輊⁶⁴。」因此，本文主張有效解決投資機構水平持股的競爭限制問題，政府宜採以「管制機關為主，競爭機關為輔」的規範策略。

（四）管制機關為主，競爭機關為輔

我國事業多屬家族經營的中小企業，依據曾煌鈞⁶⁵所整理的臺灣董事學會資料：2016 年家族企業占臺灣上市及上櫃總家數 70%，占整體總市值 63%，因而不同於美國有將近八成上市公司股權皆由投資機構掌握。由於家族企業的管理權與所有權合一，且經理人的敘薪制度亦多按個別公司獲利計算，而非整體產業獲利。因此，國內大多數事業之定價策略還是在於追求自身利潤最大，水平持股對市場競爭的影響並不嚴重。並且：

投資機構具有金融中介功能，能代表投資人監督公司治理，避免事前逆選擇與

⁶⁴ 廖義男，公平交易法之釋論與實務（第一冊），初版，自刊，2（1994）。

⁶⁵ 曾煌鈞，「淺談家族企業之治理」，證券暨期貨月刊，第 35 卷第 9 期，32（2017）。

事後道德危機所導致的資訊不對稱，以保障投資大眾權益、促進金融發展與經濟成長，政府不宜過度干預⁶⁶。

投資機構廣泛持有市場內多家公司股票，以分散投資風險，減緩經濟與股市波動所帶來的系統性風險，有助於維護金融穩定，避免因單一個案危機所導致之金融風暴。

各國執法與相關文獻迄今未對水平持股之規範形成一致看法，亦無具體案例。並且 Elhauge 與 Posner 所主張：「限制投資機構結合，落實產金分離，以解決水平持股問題」。在執法實務上，因涉及市場範圍界定、執行成本過高等問題，迭遭質疑有其窒礙難行之處⁶⁷。在金融實務上，由於股票市場變化詭譎，投資機構的投資組合必須隨時因應匯率、股價、甚至天災人禍等因素影響而調整。即使競爭機關設定投資機構持股上限（例如：1%）；但因投資機構持股數量（分子）與被持股公司市值（分母）隨時會因事件干擾而波動，因此在持股上限的認定與監管等實務作業上，亦有其難處。

水平持股對市場競爭之不利影響主要發生於所得分配不均、金融監理強調自由放任的英美法系國家，但對我國與多數歐陸法系國家之影響，至今尚不明確。

綜上所述，水平持股的監管涉及效率與管制之取捨、競爭與合作之競合等多方複雜關係。就現階段而言，公平會似無須過度介入管制，並應將施政重點置於：蒐集並彙整各國關於水平持股之立法例以掌握國際脈動，並觀察其可能之發展與影響，不宜過度積極躁進。即使政府基於事前防範之必要，須對投資機構持股做重點式管制，但在管制效率與正當性上，最好能以特別立法方式，將管制交由管制機關（金管會）負責，而非競爭機關。原因在於：1.管制機關業務範圍僅限於單一產業，因而得以終日浸淫於特定產業，並能透過學習效果，累積執法經驗，並精確掌握產業供需狀況。而競爭機關掌理不特定產業，業務範圍過於廣泛，備多力分，很難熟稔特定產業。故就管制能力而言，競爭機關甚難超越管制機關⁶⁸；2.管制機關對於價格管制有專責之特別法規可供依循，因此管制標準與權責分明，非但管制效率較高，也能減少事業經營所面臨之不確定性；3.競爭機關不宜也缺乏能力日復一日

⁶⁶ OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance*, OECD Publishing, 40-50 (2011).

⁶⁷ Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, "Antitrust for Institutional Investors," *82(1) Antitrust Law Journal* (2018).

⁶⁸ 馬泰成，前揭註 63，47-49。

地監管投資機構的持股價值與投資組合上限；4.水平持股除財務的風險分散外，尚包括其他層面的效率因素，例如：最近的實證資料就顯示投資機構法人有更強的專業能力監督公司管理當局，非但能使受控事業更重視聯合研發與合資，並有較高的創新生產力；甚至能透過外溢效果，連帶使整體產業獲得較高的成長率、利潤與股價⁶⁹，然而該等效率之認定必須仰賴管制機關之專業判斷。

就特別法優於普通法之法律競合觀點，公平會前針對公平法 46 條（舊法條文）之處理原則／行為主體與適用基準（105 年 8 月 4 日公法字第 10515605372 號令）解釋，事業關於競爭之行為同為公平法及其他法律所禁止，應依特別法優於普通法等法律適用原則，於具體個案分別判斷適用公平法或適用其他法律。此外，亦於同基準中明訂：判斷其他法律或法規命令之解釋與執行是否牴觸公平法立法意旨時，應參酌各項因素綜合判斷，如產業主管機關適用管制法規之理由，例如基於職權審酌產業政策確有應優先於競爭政策適用之正當理由（如管制機關執法效率優於競爭機關）、相關市場競爭情形，以及產業主管機關對豁免於公平法適用之領域有無進行適當必要之監督以及有無採取其他盡可能確保競爭機制之手段等。由此適用基準可看出，現行法律於執行上已部分考慮到管制機關與競爭機關之競合與法規適用條件。

因此公平會宜將水平持股所引發的競爭限制視為管制議題，建立起「管制機關為主，競爭機關為輔」的施政原則，將此等涉及競爭與管制雙重特性的水平持股案件，交由管制機關優先進行疏處，以釐清競爭機關與管制機關間之權責⁷⁰，並由管制機關專責第一線的查處工作。事實上，金管會也早已開始監管寶佳水平持股多家銀行股權與握有董事席次，對市場所可能形成之影響競爭。並且金管會基於銀行法授權亦早已於 2009 年頒定「同一人或同一關係人持有同一銀行已發行有表決權股份總數超過一定比率管理辦法」，按該辦法第 5 條規定：「同一人或同一關係人擬單獨、共同或合計持有同一銀行已發行有表決權股份總數超過 10%者，應…向主管機關申請核准。」該會因而有充分權責針對水平持股提出金金分離等金融監理構想，只要投資機構或金控在兩家或更多銀行持有一定董事席次，不利於銀行健全經

⁶⁹ Jie He & Jiekun Huang, *supra* note 9, 1.

⁷⁰ 就執法實務而言，公平會曾參酌美國案例與日本公正取引委員會「有關行政指導在獨占禁止法上之處理原則」等經驗，提出二階段檢驗原則，亦即當競爭與管制機關間發生管轄競合時，競爭機關應優先將案件交由管制機關辦理。只有在管制機關無管轄權，且無管制機關主張管轄後，競爭機關方宜介入事業定價案件。參見馬泰成主持，前揭註 61，107-111。

營與市場競爭時，均列為該會監管重點。因此管制機關實較競爭機關有更充分的權限與能力處理水平持股案件。

四、結論與建議

本文研究水平持股對市場競爭的影響發現：投資機構同時持有市場內多家公司股票，可能導致其經營偏向追求整體產業利潤最大，而非個別公司利潤最大，而使其不樂見持股公司間之相互競爭，影響整體產業利潤，甚至傾向於杯葛公司管理者所提的積極競爭策略，從而減損市場競爭。雖然該等現象特別盛行於所得分配不均、政府治理強調自由放任的英美法系諸國，對我國等歐陸法系國家之影響，並不明顯；並且我國事業多屬家族企業，不同於美國有將近八成上市公司股權皆由投資機構掌握，且經理人的敘薪制度亦多按公司獲利與產品發展潛力計算，而非產業獲利。因此，目前水平持股情形並不嚴重。然而有鑒於水平持股為金融市場全球化下的必然趨勢，國內包括外資在內的投資機構，不見得透過進入董事會企圖影響公司的經營，亦可透過大股東在股東大會的聯合行為影響公司的經營方針，政府仍不宜輕忽此一現象。另一方面，由於水平持股對市場競爭之限制主要肇因於金融市場的風險分散導致了競爭上的威脅，事業間並未刻意透過合意壟斷市場，因而超越了傳統競爭法所能規範的範圍。因此，除非市場存在明顯的人為壟斷因素或進入障礙，鑒於管制效率的考慮，公平會宜尊重管制機關權限。

由於維護市場機制乃競爭機關天職，為防止水平持股對市場競爭造成不利影響，公平會仍宜按現有法規授權加強與水平持股相關的結合與聯合管制。首先，公平會應加強結合管制，期能於事前導正產業結構，並依據公平法第 10 條與第 11 條授權，從嚴認定並規範投資機構的水平持股行為。至於在具體作法方面，本文建議：公平會於審理水平持股相關的結合案件中，考慮以 MHHI 代替 HHI 作為判定市場集中度的指標，一旦發現結合將導致 MHHI 提高 200 個百分點，或是使 MHHI 超出 2,500 時，即啟動處理機制，進一步調查結合案對物價可能造成之影響⁷¹。

其次，公平會應針對投資機構大量持股的產業，加強聯合管制，期能於事後矯正廠商行為，並嚴格取締由投資機構主導或是廠商透過投資機構所進行之聯合行為。特別是，公平會應將執法重點置於廠商透過共同的投資機構股東，進行垂直型

⁷¹ 參考 OECD 對各國競爭機關所建議之審查基準。參閱 OECD, *supra* note 9, 31-32.

態的訊息交換與溝通協調，所形成之軸輻路網效果（**hub-and-spoke effect**）。雖然此等迂迴的（甚至是單方面）訊息交換或是合意型態係以垂直方式進行，但其實質影響卻表現於水平層面，因而仍能視為聯合行為並予以取締。

參考文獻

中文部分

- 馬泰成主持，國內油品產業結構、廠商行為與競爭法規範，公平交易委員會 95 年度委託研究報告（2006）。
- 馬泰成，「榨取性濫用之管制：政策理念與實務困境」，公平交易季刊，第 17 卷第 1 期（2009）。
- 曾煌鈞，「淺談家族企業之治理」，證券暨期貨月刊，第 35 卷第 9 期（2017）。
- 楊志文，「從公司治理論董事利益迴避制度（下）」，證交資料，第 564 期（2009）。
- 廖義男，公平交易法之釋論與實務（第一冊），初版，自刊（1994）。
- 顏廷棟主持，公平交易法對企業集團事業之結合管制，公平交易委員會 103 年度委託研究報告（2014）。

外文部分

- Antón, Miguel, Ederer, Florian, Giné, Mireia & Schmalz, Martin, “Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives,” 1328 Ross School of Business Working Paper, 511 European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper (2017).
- Azar, José, Raina, Sahil & Schmalz, Martin C., “Ultimate Ownership and Bank Competition,” Ross School of Business Working Paper (2016).
- Azar, José, Schmalz, Martin C. & Tecu, Isabel, “Anti-Competitive Effects of Common Ownership,” 73(4) Journal of Finance (2018).
- Bebchuk, Lucian & Fried, Jesse, Pay Without Performance, 1st ed., Harvard University Press (2004).
- Bresnahan, Timothy & Salop, Steven C., “Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures,” 4(2) International Journal of Industrial Organization

- (1986).
- Elhauge, Einer, “Horizontal Shareholding,” *129 Harvard Law Review* (2016).
- Elhauge, Einer, “The Growing Problem of Horizontal Shareholding,” *3 Antitrust Chronicle* (2017).
- Flath, David, “Horizontal Shareholding Interlocks,” *13(1) Managerial and Decision Economics* (1992).
- Gilo, David, Moshe, Yossi & Spiegel, Yossi, “Partial Cross Ownership and Tacit Collusion,” *37(1) RAND Journal of Economics* (2006).
- Grunes, Allen & Meyer, David L., *Overlapping Ownership by Institutional Investors: A Legal Perspective*, Transportation and Energy Industries Committee, American Bar Association Section of Antitrust Law (2015).
- Gutiérrez, Germán & Philippon, Thomas, “Investment-Less Growth: An Empirical Investigation,” *48(2) Brookings Papers on Economic Activity* (2017).
- He, Jie & Huang, Jiekun, “Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings,” *30(8) Review of Financial Studies* (2016).
- Holstrom, Bengt, “Moral Hazard in Teams,” *13(2) Bell Journal of Economics* (1982).
- Jenter, Dirk & Kanaan, Fadi, “CEO Turnover and Relative Performance Evaluation,” *70(5) Journal of Finance* (2015).
- Liang, Lantian, “Common Ownership and Executive Compensation,” *University of Texas at Dallas Working Paper* (2016).
- OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance*, OECD Publishing (2011).
- OECD, *Tackling Horizontal Shareholding: An Update and Extension to the Sherman Act and EU Competition Law*, Hearing on Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee (2017).
- OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition - Note by the United Kingdom*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee (2017).
- OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition*,

Background Note by the Secretariat, Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee (2017)

Posner, Eric A., Morton, Fiona Scott & Weyl, E. Glen, “A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors,” *81(3) Antitrust Law Journal* (2017).

Reynolds, Robert J. & Snapp, Bruce R., “The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures,” *4(2) International Journal of Industrial Organization* (1986).

Rock, Edward B. & Rubinfeld, Daniel L., “Antitrust for Institutional Investors,” *82(1) Antitrust Law Journal* (2018).

Salop, Steven C. & O'Brien, Daniel P., “Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control,” *67(3) Antitrust Law Journal* (2000).

Schumpeter, Joseph, *Capitalism, Socialism and Democracy*, 1st ed., Harper and Brothers (1942).

Horizontal Sharing and Market Competition

Tu, Chien-Heng*

Ma, Tay-Cheng

Abstract

Financial innovation has transformed institutional investors into the mainstream of the market. Since these institutions seek to diversify their portfolios to avoid the risk of a single stock's underperformance so as to protect the interests of investors, it is not unusual for a group of institutional investors to own significant shareholdings in corporations that are horizontal competitors in a product market. From the viewpoint of market competition, these kinds of horizontal shareholdings may induce them to place more emphasis on industry-wide profits rather than individual corporate benefits, since more aggressive competition by a firm is likely to come at a cost to its competitors. Other things being equal, one should expect there to be less competition in a market characterized by common ownership compared to the counterfactual of separate ownership or firms ignoring incentives from common ownership. Hence, this issue is basically related to the trade-off between the benefits of portfolio diversification and the costs of competition restrictions. Owing to the fact that a horizontal shareholding neither constitutes a merger nor a collusion, it is difficult to regulate it under the current Fair Trade Act. This article suggests that it is more efficient for regulatory agency to regulate horizontal shareholdings than a competition agency.

Keywords: Anti-trust, Horizontal Shareholding, Institutional Investors, Market Competition, Regulation.

Date submitted: April 19, 2018

Date accepted: January 4, 2019

* Tu, Chien-Heng, Associate Professor, Department of Finance and Information, National Kaohsiung University of Science and Technology; Ma, Tay-Cheng, Professor, Department of Economic, Chinese Culture University.