

東海大學法律學研究所

碩士論文

指導教授：卓俊雄 博士

股東表決權限制之研究—

兼論保險法第 146 條之 1 妥適性

A Study on the Restrictions of Shareholders' Voting  
Rights—Based on the Article 146-1 of the Insurance Law



研究生：黃 俐 撰

中華民國一〇四年六月



## 摘要

保險法於民國 103 年修正，其重點包括以下數點：保險業持股單一公司維持實收資本額百分之十上限，並限制董監改選表決權；壽險業投資寶島債金額、外幣計價股權或債券，符合一定條件的海外併購案等，都不計入壽險業投資海外市場百分之四十五限制等。其中本次保險法修正第 146 條之 1 第 3 項第 2 款，限制保險業投資上市櫃公司，不得行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，是本次修正案最受關注的焦點，對保險業以及我國金融市場影響極為重大。其修法理由為「避免於董監事改選時，採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險」，此修正限制保險業對於被投資公司的部份表決權，然是否妥適，容有疑問。蓋表決權乃股東重要權利，透過表決權的行使，股東得表達自身意見，參與公司經營，此權利應予保護。然而綜觀我國公司法、證券交易法等商事法規，不乏對於股東表決權部分限制之立法。限制股東表決權之立法是否符合正當性、必要性及妥當性，是否符合現今國際趨勢，對於我國保險業之發展將產生何種影響，種種疑問，容有探討之必要。

本文第二章從股東表決權制度談起，介紹股份制度、股東權利、股份平等原則、股東表決權基礎理論等，第三章介紹我國公司法制關於股東表決權限制之現行規範，建立完整體系；又保險業具有機構投資人之特色，故第四章論述機構投資人於公司治理之角色、我國機構投資人表決權行使之規範，輔以國際原則如聯合國責任投資原則(PRI)、保險業永續發展原則(PSI)、保險核心原則，以及外國實務運作如表決權行使政策(Voting Policy)之介紹。第五章關於保險業表決權行使限制之探討乃本文討論核心，從保險監理談起，依序介紹此次保險法修正第 146 條之 1 之案例背景、修法重點、比較法論述及相關學術實務見解，並提出本文評析，第六章則為建議與結論。

關鍵字：股東表決權限制、機構投資人、保險法第 146 條之 1



# 簡目

摘要	i
簡目	iii
詳目	iv
表目錄	viii
第一章 緒論	1
第二章 股東表決權制度介紹	5
第三章 我國法制關於股東表決權限制之規範	41
第四章 機構投資人表決權行使之介紹	99
第五章 保險業表決權行使限制之探討	171
第六章 建議與結論	219
參考文獻	230



# 詳目

摘要	i
簡目	iii
詳目	iv
表目錄	viii
<b>第一章 緒論</b>	<b>1</b>
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究範圍與研究方法	2
第三節 論文研究架構	3
<b>第二章 股東表決權制度介紹</b>	<b>5</b>
第一節 從股份有限公司談起	5
第二節 股東表決權乃股東權之一種	8
第一項 股份與股東權	8
第二項 股東權之基本原則	12
第三項 股東權概述	14
第三節 股東平等原則於表決權之展現	19
第一項 概述	19
第二項 股東平等原則與股份平等原則	20
第三項 立法例之比較	22
第四項 股東平等原則與表決權	24
第四節 股東表決權基礎理論	27
第一項 股東表決權之概念	27
第二項 股東表決權之享有數	27
第三項 股東表決權之出席規定	28
第四項 股東表決權之行使方法	29
第五項 股東表決權與股東會決議	32
第五節 小結	39
<b>第三章 我國法制關於股東表決權限制之規範</b>	<b>41</b>
第一節 股東表決權規範模式	42
第一項 絕對無表決權	42
第二項 相對無表決權	43
第二節 特別股制度	46
第一項 普通股與特別股	46
第二項 特別股之種類	47
第三項 表決權特別股	49

第一款 複數表決權特別股	49
第二款 優先或劣後表決權特別股	49
第三款 限制表決權或無表決權特別股	50
第四項 特別股股東權益之保障	51
第四節 公司適法持有自己股份	55
第一項 概說	55
第二項 公司適法取得自己股份之類型	57
第三項 表決權行使之限制	62
第五節 關係企業交叉持股	65
第一項 概說	65
第二項 從屬公司持有控制公司股份	66
第三項 表決權行使之限制	67
第六節 董事、監察人持股設質	70
第一項 概說	70
第二項 表決權行使之限制	71
第七節 股東代理出席	72
第一項 概說	72
第二項 股東代理出席之規定	73
第三項 表決權行使之限制	74
第八節 股東利益迴避	77
第一項 概說	77
第二項 要件解釋	77
第三項 表決權行使之限制	78
第四項 立法妥適性	79
第九節 表決權放棄行使	82
第一項 概說	82
第二項 表決權行使之限制	82
第三項 立法評析與本文見解	84
第十節 經法院假處分之股東	87
第一項 概說	87
第二項 表決權行使之限制	89
第十一節 小結	94
<b>第四章 機構投資人表決權行使之介紹</b>	<b>99</b>
第一節 機構投資人在公司治理之角色	100
第一項 公司治理之介紹	100
第二項 機構投資人之介紹	113
第二節 我國機構投資人表決權規範之介紹	118
第一項 三大法人	118

第二項 四大基金	128
第一款 公務人員退休撫卹基金	129
第二款 勞工退休基金	131
第三款 勞工保險基金	133
第四款 郵政儲金	136
第三項 金融機構	137
第一款 金融控股公司	138
第二款 銀行業	141
第三款 保險業	144
第三節 國際原則與外國實務運作	146
第一項 聯合國責任投資原則(PRI)	146
第一款 概說	146
第二款 PRI 於台灣之萌芽	148
第二項 表決權行使政策 (Voting Policy)	151
第一款 概說	151
第二款 Franklin Templeton Investments(富蘭克林坦伯頓投資)	151
第三款 Fidelity Investment (富達投資企業)	157
第四款 J.P. Morgan Asset Management (摩根資產管理企業)	159
第五款 Allianz Asset Management (安聯資產管理暨人壽保險)	161
第四節 保險業永續發展原則 (PSI)	163
第一項 概說	163
第二項 永續發展原則詳述	163
第五節 小節	166
<b>第五章 保險業表決權行使限制之探討</b>	<b>171</b>
第一節 保險業之投資與監理	173
第一項 概說	173
第二項 保險監理之特殊性	175
第三項 保險業資金運用限制之原因	177
第二節 保險業資金運用及表決權行使之相關規範	182
第一項 現行法令介紹	182
第一款 投資範圍	182
第二款 投資額度	183
第三款 利益迴避與資訊公開	186
第二項 修法背景	186
第一款 國寶人壽與龍邦集團	186
第二款 南山人壽與中信金	190

第三款 其他	-----	191
第四款 影響	-----	192
第三項 修法介紹	-----	192
第四項 修法歷程	-----	196
第三節 比較法概述	-----	197
第一項 日本保險業法	-----	197
第二項 歐盟指令	-----	198
第四節 國內學說見解介紹	-----	200
第一項 對保險業投資持開放立場之論點	-----	200
第二項 對保險業投資持保守立場之論點	-----	206
第五節 保險法修正本文評析	-----	209
第一項 從股東平等原則角度切入	-----	209
第二項 從表決權內涵與合憲性檢驗角度切入	-----	210
第三項 從機構投資人角度切入	-----	212
第四項 從相關法規與比較法角度切入	-----	214
第五項 從立法目的角度切入	-----	216
<b>第六章 建議與結論</b>	-----	<b>219</b>
<b>參考文獻</b>	-----	<b>230</b>



## 表目錄

表 1：公司法及相關法規中股東表決權之限制	95
表 2：我國公司治理重要推動歷程	110
表 3：2004 年與 2014 年我國集中交易市場成交金額投資人類別比例表	115
表 4：四大基金總規模	128
表 5：我國機構投資人表決權行使限制相關規範	166
表 6：保險業保費收入統計表	174
表 7：103.104 年保險法重點修法內容	195
表 8：我國保險業表決權行使政策揭露情形	225



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

保險業可以運用的資金十分龐大，為促使保險業資金能妥善運用，我國自保險法第 146 條以下，規範多元化資金運用管道，有助於提升保險業資金運用效益，穩定金融體系，強化我國保險業之國際競爭力。然而保險資金具有大眾資金性質，考量到投資風險問題，保險公司應避免介入被投資公司之經營權，故保險法對於保險業資金運用設有許多限制，例如保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款即規定，保險公司購買企業所發行之股票，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十

保險法於民國 103 年修正，重點包括以下數點：保險業持股單一公司維持實收資本額百分之十上限，並限制董監改選表決權；壽險業投資實島債金額、外幣計價股權或債券，符合一定條件的海外併購案等，都不計入壽險業投資海外市場百分之四十五限制等。其中「保險業投資上市櫃公司，對董監事改選議案不得行使表決權」，是本次修正案最受關注的焦點，對保險業以及我國金融市場影響極為重大。

從公司法角度觀之，保險業之表決權係其財產權的延伸，因投資股票取得股東地位因而享有的股東權利之一。保險業身為股東，表決權的行使係其於股東會上表達意見的重要手段，若無正當理由，立法不應任意予以限制。然而綜觀公司法、證券交易法以至保險法等，可發現立法者時常透過限制股東表決權的方式來達成所希冀之立法目的，股東表決權逐步遭到蠶食鯨吞，與股份有限公司「資合」之本質大相違背，立法妥適性令人存疑。

本文前半部探討股東平等原則與股東表決權體系，以及公司法及其相關法規對於股東表決權之限制。該限制類型有超過十種之多，分散於公司法各處，立法零碎，難觀全局。本文嘗試整理、分析、體系化公司法上股東表決權限制之類型，以供學術及實務界參考。本文後半部則以保險法第146條之1「保險業股東表決權於董監選舉之限制」為探討中心，從保險業監理的角度出發，比較其他機構投資人相關法規，參考聯合國原則、外國立法例與實務運作，深入分析本次保險法修正之案例事實、相關討論，最後提出本文分析及立法建議，希冀能對未來股東表決權行使限制之相關立法有所助益。

## 第二節 研究範圍與研究方法

本論文研究範圍僅以公司法上股東表決權限制之類型整理以及探討保險法上保險業對於被投資公司董監選舉議案之表決權限制為限。從公司法上股東平等原則為出發點，體系化公司法上股東表決權限制之法規，延伸介紹關於我國機構投資人表決權限制之相關法規及國際原則，最後深入探究本次保險法修正關於保險業股東表決權限制之立法妥適性。

本文研究方法係採取文獻分析法、比較研究法、案例研究法。就文獻分析法方面，蒐集關於股東表決權限制之我國及外國立法例、法令規章、專書、教科書、期刊論文、學位論文、新聞報導與網路資料等文獻，加以整理、歸納、分析，以了解股東表決權限制於公司法的體系由來、相關立法，保險業「特殊監理性」、贊成或反對保險業投資的立論基礎，以及保險業第146條之1修正之立法背景與歷程。

就比較研究法方面，以同屬機構投資人性質為中心，比較保險業與其他三大法人、四大基金、金融機構之立法規範相同或相異之處；以聯合國原則與外國實務經驗如聯合國責任投資原則(PRI)、表決權行使政策(Voting Policy)、保險業永續發展原則(PSI)、國際保險監理官協會發布之保險核心原則及各國立法例等作為比較基礎，對我國保險業股東表決權之立法現況進行比較分析，提出符合國際趨勢的立法建議。

就案例分析法方面，以我國近期實務上國寶人壽投資龍邦集團、南山人壽投資中信金等保險業投資企業案例為出發點，討論案例事實、相關爭議，深入探究該案例對與保險法修正之影響。

### 第三節 論文研究架構

本文共有六章，摘要說明如下：

第一章「緒論」，指出本文研究動機與目的，以點出所欲探討的問題，說明研究方法與研究範圍，最後介紹本文研究架構。

第二章「股東表決權制度介紹」，從股份有限公司之本質談起，延伸介紹股份制度、股東權利及股份平等原則，最後介紹本文核心概念—股東表決權基礎理論，論述股東表決權的定義、態樣、行使限制、行使方法，其於股東會決議之功能與重要性等，建立完整股東表決權的體系概念，奠定本文後續各章論述之基礎。

第三章「我國法制關於股東表決權限制之規範」，首先介紹表決權的規範模式，以限制表決權所帶來的不同法律效果，做初步的分類。接下來各

節則針對公司法、證券交易法等法規規範或實務形成的各種股東表決權限制類型做一通盤介紹。各節中詳述該條文之完整體制脈絡、立法時空背景、立法理由以及法律效果，最後整理相關學說見解，輔以實務看法以及本文意見，建立現行公司法制關於「股東表決權限制」之體系。

第四章「機構投資人表決權行使之介紹」，因保險業具有機構投資人之性質，本章首先介紹機構投資人之內涵與功能、其於公司治理所扮演的角色，後續介紹我國機構投資人包括三大法人、四大基金、金融機構及其相關法規，有助於了解我國立法於其他機構投資人投資的規範界線與表決權行使之限制，最後介紹現今各種國際原則，包括聯合國責任投資原則(PRI)、保險永續發展原則(PSI)等，以及外國機構投資人之表決權行使政策(Voting Policy)，例如富蘭克林坦伯頓投資、富達投資企業、摩根資產管理、安聯資產管理暨人壽保險等，其公開揭露、透明化公司資訊，以保障關係人權益，其公司治理精神與實務運作值得我國企業效仿。

第五章「保險業表決權行使限制之探討」，為本文核心重點，首先介紹我國保險業投資概況與保險監理特殊性，以及我國保險法關於保險業資金運用及表決權行使限制之規範，針對保險法第146條之1修正之案例背景、立法歷程、修法內容做深入介紹。另外介紹日本保險業法及歐盟人壽保險第三指令等規範，並整理我國學說對於保險業投資正反立場之論點，以供比較參考。

第六章「建議與結論」，針對本次修法提出本文評析與立法建議，希冀對日後相關法律之制定有進一步的助益。

## 第二章 股東表決權制度介紹

本章針對股東表決權制度從各個面向做一完整的介紹。股東表決權是股份有限公司特有的股東權利，沒有股份就沒有基於股份而生的各類股東權，故無股份制度的無限公司、有限公司、兩合公司，即非本文討論重點。本章第一節從股份有限公司的本質談起，論述股份有限公司的特點，包括其構成員資格、出資型態及責任歸屬，帶出股份制度。第二節深入介紹股東權的內涵、基本分類、上位原則，臚列公司法賦予股東的各種股東權，最後導引出本文所欲討論的重點—股東表決權。股東表決權的上位概念係股東平等原則，本章第三節即介紹股東平等原則於股東表決權之展現，詳述股東平等原則與股份平等原則的異同、國內外立法例以及股東平等原則與股東表決權的緊密關聯性。第四節介紹本文討論重心—股東表決權基礎理論與制度，論述股東表決權的定義、享有數、態樣、行使限制、行使方法、於股東會決議所扮演的重要角色等，建立完整股東表決權的體系概念，以奠定本文後續各章論述的基礎。

### 第一節 從股份有限公司談起

依現行公司法第 2 條第 1 項第 4 款規定：「股份有限公司：指二人以上股東或政府、法人股東一人所組織，全部資本分為股份；股東就其所認股份，對公司負其責任之公司。」從以上規定可歸納出股份有限公司的三點特徵，析之如下：

**一、構成員資格：股份有限公司係由二人以上股東或政府、法人股東一人所組織之公司**

按股份有限公司原係以聚集多數人之資金而形成大資本，以應大規模企業之需要而產生<sup>1</sup>。股份有限公司主要的構成員即為股東。依據現行公司法第 2 條第 1 項第 4 款，若構成員全是自然人股東，則該股份有限公司至少需由二名自然人以上股東所組織；若構成員是政府或法人股東，則僅有該政府或法人股東一人即足。從法條文義可知，公司法對股份有限公司之股東資格並未多加限制，凡有權利能力者，均得為股東<sup>2</sup>。故自然人不論有無行為能力，法人不問其法人或私法人，均得為股東。惟現行公司法第 128 條第 2 項對股份有限公司的發起人資格做有限制，依該條規定，無行為能力人或限制行為能力人，不得為發起人。則上述之人自不得以發起人身分成為該股份有限公司的股東。

相較於現行公司法第 2 條所規定的其他三種公司類型，股份有限公司與其股東間之關係有其特殊性。股東雖然是公司的構成員，但公司有其獨立的法人格，股東與公司乃兩個經濟上不同之主體，各有其權利義務<sup>3</sup>。股份有限公司性質上屬資合性公司，股東對公司僅負有限責任，即公司股東僅就其所認股份對公司負繳納股款之義務。公司對於債權人之債務應以公司財產清償之，不得另令股東負清償之義務。此乃股東有限責任原則。

## 二、出資型態：股份有限公司之全部資本需分為股份

公司資本係公司對外進行營業與對內管理組織之重要財產基礎，亦是公司債權人藉以評估公司債信的標準之一<sup>4</sup>。股份有限公司的全部資本，需分為股份，此乃股份有限公司的特徵所在。股份有限公司的資本全部轉換為股份，股東投入公司的資金，成為取得股份的對價。股份每股具有一定金額，而其金額需「歸於一律」，現行公司法第 156 條第 1 項前段即規定：

<sup>1</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，九版，頁 123。

<sup>2</sup> 參閱王文宇，公司法論，元照出版，2008 年 9 月，四版，頁 203。

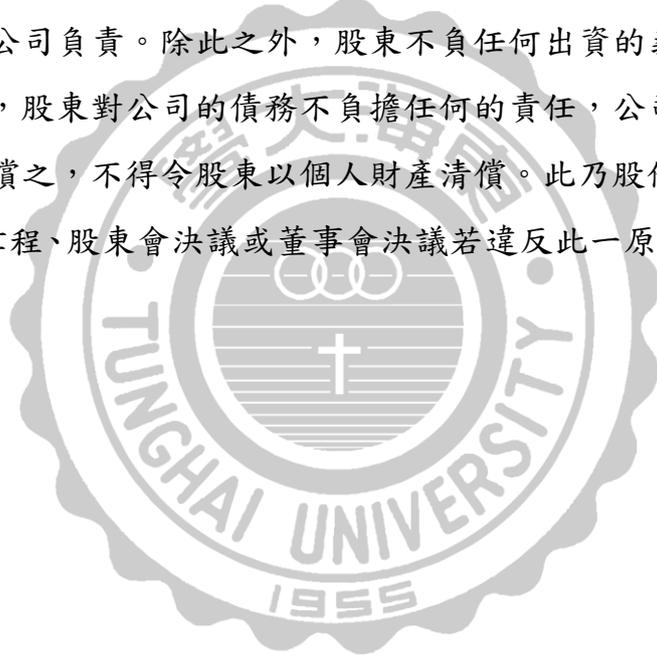
<sup>3</sup> 同上註。

<sup>4</sup> 參閱王文宇，公司法論，元照出版，2008 年 9 月，四版，頁 203-204。

「股份有限公司之資本，應分為股份，每股金額應歸一律。」所謂歸於一律，表彰我國採票面金額股制度，即每張股票票面的金額需相同，並未如美國和日本，採無票面金額股制度（non-par-value stock）。

### 三、責任歸屬：股份有限公司之股東就其所認股份對公司負其責任

現行公司法第 154 條第 1 項規定：「股東對公司之責任，除第二項規定外，以繳清其所認股份之金額為限。」故原則上股份有限公司之股東僅就其所認股份對公司負責。除此之外，股東不負任何出資的義務。在股東有限責任原則下，股東對公司的債務不負擔任何的責任，公司的債務完全以公司的財產清償之，不得令股東以個人財產清償。此乃股份有限公司之基本原則，公司章程、股東會決議或董事會決議若違反此一原則，一概無效。



## 第二節 股東表決權乃股東權之一種

### 第一項 股份與股東權

股份有限公司性質上為資合公司，不像人合公司注重股東個人的條件，係以資本為中心的團體，企業所有者與企業經營者分離，股東與公司間的關係極為淡薄。股份乃股份有限公司設立之主要條件，除了股東之出資係以股份為計算單位外，股利的分派、表決權的行使，亦皆以股份為基準。

股份之意義有二：一、資本之成分；二、表彰股東權<sup>5</sup>。所謂資本之成分，依現行公司法第2條第1項第4款、第156條第1項前段規定，股份有限公司之全部資本，應分為股份，每股金額應歸一律。由此可知，股份乃資本的成分，係構成資本之均等金額單位。每股金額應歸一律，故每一股份均代表一定之金額，不得為無票面金額股。

又所謂表彰股東權，乃股份所代表重大之意義，特別介紹如下：

#### 第一款 股東權之內涵

股東權，係指股東基於其股東的身份得對公司主張權利的法律地位。亦即股東因投資持有股份而取得股東地位，而基於股東地位得依公司法規定享受權利、負擔義務<sup>6</sup>。按照公司法規定，各股東對於公司有依認股數額繳納股款之出資義務，股東出資後雖喪失對資金之所有權，惟實際上該資金所有權已轉化變形為股東權，股東原對資金使用、收益、處分之權能，形式上亦有所改變。其使用權能因股份有限公司採經營與所有分離原則而脫離股東，由實際執行公司業務的董事會行使。收益及處分權能則成為

<sup>5</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013年9月，九版，頁159。

<sup>6</sup> 參閱蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985年11月，修訂版，頁24。

股東權的重要內容—自益權與共益權，係股東參與公司事務不可或缺的重大權利。

股東權既係股東基於股東地位對公司享有之權利，其與股東地位有不可分離之關係。從而股東權不得與股份分離而單獨轉讓、出質或扣押，亦不因時效經過而消滅。當股份轉讓時，股東權當然移轉於受讓人。

## 第二款 股東權之分類

股東權依不同的分類可分以下數種，此基本概念影響諸多公司法上制度的運作，概述如下：

### 一、自益權與共益權

依「股東權行使之目的」為分類標準，可區分為自益權與共益權。

#### (一) 自益權

凡專為股東個人之利益而行使之股東權，尤其是以私有財產為股東權行使的內容<sup>7</sup>，即屬自益權。例如公司法第 157 條第 1 款及第 232 條第 1 項規定之盈餘分派請求權、第 234 條第 1 項規定之建設股息請求權、第 235 條第 1 項規定之股利分派請求權、第 267 條第 3 項規定之新股認購權、第 157 條第 2 款及第 330 條本文規定之剩餘財產分派請求權。

#### (二) 共益權

---

<sup>7</sup> 參閱廖大穎，公司法原論，三民書局，2013 年 9 月，六版，頁 126。

股東權行使之目的，除為股東個人利益外，亦兼有參與公司之管理、營運之目的者，即屬共益權。如股東參與公司經營、管理的權利，或是為了防止公司之不當經營而尋求法律上的救濟等<sup>8</sup>。如公司法第 172 條之 1 第 1 項規定之股東提案權、第 173 條第 1 項規定之請求召集股東會與自行召集股東會之權利、第 179 條第 1 項規定之參與股東會行使表決權、第 189 條規定之請求判決撤銷股東會決議權、第 214 條、第 227 條及第 324 條規定之提起股東代表訴訟權、第 200 條及第 227 條規定之訴請裁判解任董事、監察人之權、第 210 條第 2 項及第 229 條規定之帳簿查閱請求權、第 245 條第 1 項規定之請求檢查公司業務及財產狀況之權利、第 323 條規定之請求解散清算人之權等規定。

## 二、單獨股東權與少數股東權

依「股東權行使之方法」為分類標準，可區分為單獨股東權與少數股東權。

### (一) 單獨股東權

只要股東一人基於其股東的資格，即可單獨行使的權利，謂之單獨股東權。此種權利的行使與股東持有股份數的多寡無關，只要具備股東資格即可行使。例如公司法第 179 條規定之參與股東會行使表決權、第 232 條第 1 項規定之盈餘分派請求權、第 157 條第 2 款及第 330 條規定之剩餘財產分派請求權。另公司法第 194 條規定之董事會違法行為制止請求權亦屬單獨股東權，惟需單一股東繼續持股一年以上始得行使。

### (二) 少數股東權

<sup>8</sup> 參閱劉連煜，現代公司法，新學林出版，2009 年 9 月，五版，頁 216。

股東持有之股份數需達公司已發行股份總數一定比例(如百分之一、百分之三、百分之十等)始得行使的權利，謂之少數股東權。其僅注重股份持有的比例，股東人數多寡在所不問，各股東得集合自身所持有的股份數合併計算而行使該權利。少數股東權原先的規範目的在於，惟恐大股東專橫公司經營，為了保護公司及其他股東之利益，特賦予少數股股東之權利，以濟多數決原則濫用的制度。惟為避免小股東濫行此等權利，阻礙公司正常經營，有違股份有限公司之資合本質，故限制需持股達一定比例始得行使。如公司法第 173 條規定之請求召集股東會權利，即要求需繼續一年以上、持有已發行股份總數百分之三以上股份之股東，始得行使；同法第 214 條、第 227 條規定之請求對董事、監察人訴訟權利，要求需繼續一年以上、持有已發行股份總數百分之十以上之股東，使得行使等。

### 三、固有權與非固有權

依「股東權得否予以剝奪」為分類標準，得區分為固有權與非固有權。

#### (一) 固有權

固有權係指依法律所定而不容以章程或股東會之決議予以剝奪或限制之股東權利，亦稱不可剝奪權，或法定股東權<sup>9</sup>。固有權的概念，係限縮多數決原理的適用範圍，以確保各股東之基本利益，與股東平等原則同具有重大意義。至於何種權利係固有權，應依股份有限公司之本質及法律規定，各別決定之<sup>10</sup>。原則上，共益權皆為固有權，但依公司法第 157 條第 3 款規定發行之特別股，得以章程加以限制或剝奪其表決權，為其例外。

<sup>9</sup> 參閱蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985 年 11 月，修訂版，頁 139。

<sup>10</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，九版，頁 163。

## (二) 非固有權

非固有權係指得以公司章程或股東會決議予以剝奪或限制之股東權利，故亦稱可剝奪權或非法定固有權<sup>11</sup>。原則上，自益權多為非固有權。惟自益權中之股份轉讓權、不同意股東之股份收買請求權、新股認購權等，其性質上不能依章程剝奪或限制之，屬固有權。

## 第二項 股東權之基本原則

股份有限公司之股東為公司股份的所有者。股東權者，乃因持有股份而基於股東之地位，對公司享有一定之權利、負有一定義務之集合體，而非單一之權利。關於股份有限公司股東之權利義務，在公司法上有下列重要之原理原則：

### 第一款 股東有限責任原則

公司法第 154 條第 1 項規定：「股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限。」故股份有限公司之股東僅對公司有出資義務，且其出資義務的履行，僅限於所認股份金額之繳納，以利公司募集多數股東，籌措資本。除此之外，股東對於公司及公司其他債權人不負任何責任。公司章程、股東會決議或董事的行為違反該原則者，皆為無效。依此原則，不得課以股東除了出資繳納股款以外的任何義務。

股東有限責任制度在現代股份有限公司體制上有著舉足輕重的地位，除理論上不應令無控制權限者負擔他人經營活動的責任外，其亦擁有諸多

---

<sup>11</sup> 同上註。

經濟社會的功能，而可以從實際功能面肯定其存在的必要性，整理如下<sup>12</sup>：

(一)減低投資風險、促進多角化投資；(二)自由選擇適當投資組合、鼓勵新創事業設立；(三)減少監控成本；(四)確保股份同質性、促進證券市場之發達；(五)促使經營者為有效率之經營等。總而言之，股東有限責任原則乃股份有限公司之上位原則，為各國股份有限公司法制所共同承認。

## 第二款 股東平等原則

股東平等原則，係指股份有限公司的各股東，基於其股東的身分，在法律上應受相同的待遇；意即股東對公司之權利義務關係，每一股東間皆屬平等的地位。然所謂股東平等之原則，並非意指各股東間，不問其持股之多寡而一律平等的意思，而係公司對各股東持股的每一股份，給予平等對待的地位<sup>13</sup>。

關於股東平等原則，將於本章第三節再行深入討論。

## 第三款 企業所有與企業經營分離原則

在無限公司，其係股東間相互信賴為基礎而組成，依公司法第 45 條第 1 項本文、第 56 條第 1 項後段規定，各股東均有公司代表權及執行業務的權利，故於無限公司，企業之所有人與經營者結合；在有限公司，雖依公司法第 99 條規定，各股東對於公司之責任，僅以其出資額為限，惟依同法第 102 條第 1 項本文規定，每一股東不問出資多寡，均有一表決權，人

<sup>12</sup> 參閱黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯，元照出版，2001 年 11 月，一版，頁 72-81。究竟基於何種理由，吾人方可排除自己行為責任之鐵律，而承認有限責任的存在呢？基本上，根據有二：第一、由於經濟活動風險過大且超出個人所能掌握的範圍，若不承認有限責任，將使得是項經濟活動萎靡不振，海商法第二十一條規定所承認船舶所有人之有限責任，即為此例之典型。第二、在多數人共同參與的集團經濟活動中，因為無法參與其間的營運方針決定，而不能對該團體的活動行使控制或影響力時，得承認其僅負有限責任，謂擁有業務執行權限的股東僅負有限責任之依據，即因此而來。

<sup>13</sup> 參閱廖大穎，公司法原論，三民書局，2013 年 9 月，六版，頁 122。

合性質濃厚，且同法第 111 條訂有股東轉讓股份需經其他股東同意之限制，股票並不公開發行，股東較為固定，股東與公司關係密切，故企業之所有與經營大致上結合。

而股份有限公司乃資合公司之典型，尤其在公開發行公司，因股本大、股權極度分散，所有股東皆參與公司經營的可能性微乎其微，股東僅能於股東會時行使表決權，平時對公司的經營難以參與，公司經營大多由董事負責，此乃企業所有與企業經營分離之原則，形成「資本固為全體股東所有，但其經營權卻非操諸全體股東之手<sup>14</sup>」之情形。

#### 第四款 個人經濟與企業經濟獨立原則

如前所述，股份有限公司的股東對公司以其所認股份為限負有限責任，則對於企業的危險，亦僅於該範圍內負責，除此之外，公司的債務與該股東個人的經濟毫無關聯，股東個人的經濟與公司的經濟各自獨立，互不影響，則股東敢放心投資，公司亦因而可長久經營。此乃個人經濟與企業經濟獨立原則。

### 第三項 股東權概述

關於股東所享有的權利之規定散落在公司法各處，其立法目的在於保障股東投資後，為防止或降低投資風險的產生，因而賦予其股東權以適時保障自身利益。股東應深入了解股東權利之內容，公司負責人經營、管理公司時亦需尊重股東權利的存在。公司法規定之股東權利種類甚多，皆可謂重要，略述與本文相關之權利如下：

---

<sup>14</sup> 參閱蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985 年 11 月，修訂版，頁 144。

## 第一款 股份自由轉讓權

公司法第 163 條第 1 項前段規定：「公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。」故股東有股份自由轉讓權。股份自由轉讓權係股東保障其他股東權益之不可或缺的權利。蓋股份有限公司並未有像無限公司之退股制度<sup>15</sup>，股東若欲收回投資，股份轉讓係最直接、主要的方法。

## 第二款 股息紅利分派請求權

公司係營利法人，分派股利乃股東投資之主要目的。公司法第 232 條第 1 項、第 2 項規定：「公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。」故公司於彌補虧損及提出法定盈餘公積後，若仍有盈餘，應分派股息及紅利。又依公司法第 235 條第 1 項規定，股息及紅利之分派，除公司章程另有規定外，以各股東持有股份之比例為準，此為股東平等原則之展現。

民國 98 年以前之舊法公司法第 232 條第 2 項後段原規定：「但法定盈餘公積已超過實收資本額百分之五十時，得以其超過部分派充股息及紅利。」則公司雖無盈餘，但為了維持股票的價格，避免因未分派股利而造成股價跌落致影響公司營運的情形發生，法律允許公司在符合一定的條件下亦可分派股息紅利。然現今公司法已將該條第 2 項後段予以刪除。修正理由認為，公司在無盈餘甚至嚴重虧損的狀態下，未將法定盈餘公司用以彌補虧損，卻仍分發股息紅利，將不利於公司之經營。故在現行法下，原則上公司僅得於有盈餘的狀況，始得分配股息紅利。

---

<sup>15</sup> 詳閱公司法第二章第四節「退股」制度。

上述原則的少數例外情形即為建設股息的分派。公司法第 234 條第 1 項規定：「公司依其業務之性質，自設立登記後，如需二年以上之準備，始能開始營業者，經主管機關許可，得以章程訂明於開始營業前分派股息於股東。」如上所述，原則上公司無盈餘即不得分派股利。惟公司有盈餘之產生，以開始營業為必要。某些股份有限公司因營業性質特殊，如礦業、水利事業<sup>16</sup>；鋼鐵、造船或高鐵、捷運等基本交通建設，需大量的資本匯集，且創業準備期間較長，若未有盈餘收入前不分配股息，恐降低大眾的投資意願，募股困難，對長遠的經濟發展不利<sup>17</sup>。為獎勵投資，公司法第 234 條第 1 項規定，公司依業務性質需二年以上準備期間始能營業者，經主管事業機關的許可，得以在章程中明文訂定在開始營業前分派股息給股東。此為公司法第 232 條之例外情形。

### 第三款 新股優先認購權

公司法第 267 條第 3 項規定：「公司發行新股時，除依前二項保留者外，應公告及通知原有股東，按照原有股份比例儘先分認，並聲明逾期不認購者，喪失其權利；原有股東持有股份按比例不足分認一新股者，得合併共同認購或歸併一人認購；原有股東未認購者，得公開發行或洽由特定人認購。」故公司發行新股時，原有股東享有新股優先認購權（Pre-emptive right），且該股東之新股認購權，屬於固有權及自益權性質，公司不得以章程或股東會決議限制或剝奪之。

本條的立法意旨在於保護原有股東的權益，避免原有股東之股權因發行新股而稀釋。蓋公司若向原有股東以外之人發行新股，則原有股東的持股在公司已發行股份總數中之比例將降低，可能失去對公司營運之影響力

<sup>16</sup> 參閱潘維大著，黃心怡修訂，公司法，三民書局，2010 年 8 月，四版，頁 227。

<sup>17</sup> 參閱王文字，公司法論，元照出版，2008 年 9 月，四版，頁 379。

<sup>18</sup>。原有股東的新股認購權只有在通常發行新股始有適用，特殊之發行新股，如公司為合併他公司或以「將轉換公司債轉換為股份」為目的而發行新股，則無新股認購權。

#### 第四款 贖餘財產分配請求權

公司法第 330 條規定：「清償債務後，贖餘之財產應按各股東股份比例分派。但公司發行特別股，而章程中另有訂定者，從其訂定。」故股東對公司有請求贖餘財產分配之權。股東雖按其所認股份有出資義務，然資本歸屬公司運用，股東僅得按持有股份比例，享受公司利益，承擔公司虧損。公司的存續期間，非依法律規定，不得向公司請求退股或收購其持有的股份<sup>19</sup>。公司解散後，依公司法第 330 條，若公司對外負有債務，清償債務後，贖餘之財產應按各股東股份比例分派。

#### 第五款 股東表決權

股份有限公司之股東因出資而對公司擁有支配權能，但因股東人數眾多，難以使每位股東皆參與公司營運，故設立股東會此一法定機關，透過多數決的方式形成公司之意思，決定公司之經營方向<sup>20</sup>。股東會之決議，係由股東行使其表決權所合致，股東享有表決權，又稱股東決議權或股東參與公司管理權 (right to participate in management)。公司法第 193 條第 1 項規定：「董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。」股東會為公司最高意思機關，股東藉由表決權的行使，決定公司之重大營業方針，並享有董事、監察人任免權、會計表冊承認權、董事責任追究權等重大權利。

<sup>18</sup> 參閱王文宇，公司法論，元照出版，2008 年 9 月，四版，頁 440。

<sup>19</sup> 參閱蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985 年 11 月，修訂版，頁 154。

<sup>20</sup> 參閱王泰銓、王志誠，公司法新論，三民書局，2007 年 1 月，四版，頁 441。

股東表決權是股東參與公司經營的重大權利，蓋於企業經營與企業所有分離原則下，非董事之股東難以實際參與公司管理，只能於股東會時以表決權表達自身意見，故股東表決權乃股東意思之表示，如欲以法令限制之，需有正當的理由方得為之，此乃本文所欲討論的重點，容待後述。



## 第三節 股東平等原則於表決權之展現

### 第一項 概述

所謂股份平等性，係指股份有限公司的每一股份金額相同，每一股份代表一股東地位，享有一表決權，如果一個股東持有數股份時，則有數股東地位，享有數表決權。有學者<sup>21</sup>認為，公司法採用股份平等原則的理由，主要是為了方便計算股東權、簡化分配股利的手續、便利市場買賣、且便於公司帳簿登載。

如前所述，股東平等原則係公司法重要之法理基礎，指股份有限公司之股東基於其股東地位對公司所享有的權利、負擔的義務，均應予以平等待遇。有學者<sup>22</sup>言，股東平等的思想，意味著在股份有限公司與股東間、股東與股東間之法律關係中，所有股東依其所持股份的性質、內容和持股比例數額，享受平等的待遇，且免受不合理的不平等待遇。而股份的內容可解釋為股東享有的權利、利益以及股東因擁有該股份而承受的風險程度。歐盟公司企業法第二號指令第 42 條亦規定：「為貫徹該指令，諸會員國的法律應當確保處於相同地位的全體股東獲得相同的對待」。該「處於相同地位」之文字即徹底詮釋了股東平等原則的精神。

簡而言之，股東平等原則之法理基礎在於禁止公司對於股東間恣意或不公平的差別待遇。蓋在企業所有與企業經營日漸分離的情形下，董事的經營權日益膨脹，惟其在法律上僅扮演受託人的角色，只需對股東負公司法第 23 條之忠實義務、善良管理人義務，若其在股東間有恣意或不公平

<sup>21</sup> 參閱潘維大著，黃心怡修訂，公司法，三民書局，2010 年 8 月，四版，頁 139。股份平等性主要表現在兩個方面：一是公司發行股份時，同次發行且發行條件相同的股份（例如無表決權的參加分派特別股），每股的價格應相同；二是公司各股東，除了無表決權的特別股及公司持有自己的股份外，原則上每股有一表決權。

<sup>22</sup> 參閱劉俊海，論上市公司良治的六大核心特徵，月旦民商法雜誌第 39 期，2013 年 3 月，頁 28。

的差別待遇，依公司法第 23 條無法令其負責。若無股東平等原則的拘束，經營者對待股東厚此薄彼的行為恐更加肆無忌憚<sup>23</sup>。此法理基礎之貫徹有助於充分有效地保護股東的財產利益和參與公司治理的利益，規範和制約公司經營者的行為。

現行公司法中，與股東平等原則有關之規定，如公司法第 179 條第 1 項規定之「公司各股東，除有第 157 條第 3 款情形外，每股有一表決權」之一股一表決權規範、第 235 條第 1 項前段規定之「股息及紅利之分派，除章程另有規定外，以各股東持有股份之比例為準」之盈餘分派比例平等規範、第 267 條第 3 項規定之「公司發行新股時，除依前二項保留者外，應公告及通知原有股東，按照原有股東比例儘先分認……」之股東優先認股權比例平等分派規範、第 330 條規定之「清償債務後，賸餘之財產應按各股東股份比例分派」以及第 168 條第 1 項後段規定之「……減少資本，應依股東所持股份比例減少之」之減資比例平等規範等。其中，最重要者，當屬公司法第 179 條之一股一表決權規定，將在本節第四項予以介紹。

## 第二項 股東平等原則與股份平等原則

關於股東平等原則與股份平等原則間之關係，有學者<sup>24</sup>認為，就股份有限公司的本質而言，係指公司對股東持有之每一股份予以平等待遇。嚴格說來，股東平等原則即為股份平等原則。實務<sup>25</sup>亦有採此見解者，認為「…股東平等原則，就股份有限公司之本質而言，係指公司對股東持有之每一股份概予平等待遇，並非對每一股東不問其持有股份多寡均予平等待遇，故嚴格言之，應屬股份平等原則。」

<sup>23</sup> 同上註，頁 31。

<sup>24</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，九版，頁 205。

<sup>25</sup> 參閱士林地方法院 92 年度訴字第 162 號民事判決。

另有學者<sup>26</sup>認為，將股東平等原則等同於股份平等原則之見解，固有其正面意涵。蓋股東對於風險資本的投入，若無法依照其投入的比例進行回收，而係依照人頭數分配獲利的話，理性之人勢必不會從事投資。故股東為了確保投入的資金得以合理回收，其因出資而衍生相關的股東權，包括參與公司經營所享有之一股一表決權，自亦應依其出資比例予以分配。惟若過份強調「形式上股份平等」，當公司大股東對公司達控制性持股時，即可藉由資本多數決，掌握公司經營，為了謀求自身利益，恐做出損害少數股東或公司利益的濫權行為。此時股份平等原則、資本多數決反而成為大股東正當化其濫權行為的藉口。雖股東形式上的股份平等獲得保障，但實質的權利可能受到不當剝奪。

另外，從公司法規定中，亦可看出公司法對於股東權利之規範，並非完全遵循「形式上股份平等」概念；時而亦在單獨股東權或少屬股東權上，貫徹「股東平等主義」的精神。舉例而言，公司法第 172 條之 1 規定之股東提案權、第 173 條規定之臨時股東會召集請求權、第 192 條之 1 規定之董事候選人提名權、第 194 條規定之董事會違法行為制止請求權、公司法第 200 條及第 227 條規定之裁判解任董事、監察人請求權、第 241 條規定之股東提起代位訴訟之權等規定，均係公司法為了修正股東會上多數決理論所生的缺陷、緩和傳統上股東權絕對不可侵犯之設計，進而實質保護公司股東應有之利益<sup>27</sup>。不問股東持股比例多寡，不容許公司以資本多數決之股東會、董事會決議，剝奪少數股東應享有權利。

之所以有上述資本多數決原則的界線，係因該等股東權利屬於股東主動參與公司經營的共益權，在大股東濫權的情形，少數股東得請求制止其

<sup>26</sup> 參閱黃銘傑，「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，月旦民商法雜誌第 31 期，2011 年 3 月，頁 10。

<sup>27</sup> 參閱廖大穎，公司法原論，三民書局，2013 年 9 月，六版，頁 128。

違法行為，或以提起股東代表訴訟的方式加以監督，請求改善其行為；非董事的股東亦可藉由股東提案權、董事提名權積極參與公司事務。共益權的妥善行使令公司全體受益，故不應僵守「形式上股份平等」，僅以持股比例認定是否有該等權利。

事實上，公司法規定之共益權中，只有一股一表決權原則係堅守「股份平等原則」，其他類型的共益權則彰顯了「股東平等原則」。至於自益權，乃股東被動性的由公司分配其盈餘、剩餘財產或收買其股份，該權利行使僅與個別股東的自身利益有關，與公司整體及其他股東並無關聯，則依股份平等原則，依其出資比例定所應得之利益，符合股份有限公司之本質，並無疑義。

綜上所述，「股東平等原則」於股東主動改善公司治理、積極增進公司利益、追求股東間實質公平等事項上，較「股份平等原則」有更高之層次及內涵。學者<sup>28</sup>認為，股東平等原則專為處理公司與其股東間之內部法律關係，要求公司必須基於平等或衡平考量，公平對待各股東。相較於司法實務肯定的權利濫用、公序良俗、誠信原則等原理原則，更為具體、明確。本文於探討公司法中關於股東表決權之限制時，將考量上述股東平等原則的規範理念，做更深入的分析。

### 第三項 立法例之比較

股東平等原則在公司治理中扮演重要角色，外國公司法亦陸續承認該原則。依據日本公司法學者森本滋教授<sup>29</sup>的見解，股東平等原則規範或適

<sup>28</sup> 參閱黃銘傑，「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，月旦民商法雜誌第 31 期，2011 年 3 月，頁 12。

<sup>29</sup> 同上註，轉引自森本滋，会社法の下における株主平等原則，商事法務，1825 號，2008 年 2 月，頁 7。

用之對象，於公司與股東間的法律關係，包含下列五種類型：(一)以所投入資金之盈餘或出資回收為目的之自益權；(二)為確保該自益權而生之經營參與權(表決權)；(三)股東代表訴訟、違法行為制止請求權、會計表冊閱覽權等經營監督權；(四)股東名簿閱覽請求權等其他附隨性權利；(五)應對團體成員公平且妥當對待之公司義務。其基本精神與我國股東平等原則大致相同。

在 1920 年代，德國法院曾在判決中運用公序良俗原則代替股權平等原則<sup>30</sup>。1978 年德國修改股份法時增列第 53a 條「在同樣條件下應平等對待股東」。經濟合作暨開發組織(Organization for Economic Co-Operation And Development, OECD)於 OECD 公司治理原則 (OECD Principles of Corporate Governance) 第二章中，亦將「股東平等對待」(The Equitable Treatment of Shareholders) 列為公司治理六項要素之一，要求「公司治理組織應確保所有股東（包括少數股東與外國股東）都能受到平等待遇<sup>31</sup>」。

中國之中華人民共和國公司法（下稱中國公司法）中，並未明確規定股東平等原則，惟股東平等原則的精神亦落實於各法律條款中。如 2014 年 3 月 1 日實施之中國公司法第 127 條規定：「股份的發行，實行公平、公正的原則，同種類的每一股份應當具有同等權利。同次發行的同種類股票，每股的發行條件和價格應當相同；任何單位或者個人所認購的股份，每股應當支付相同價額。」及第 104 條第 1 項前段規定：「股東出席股東大會會議，所持每一股份有一表決權。」，即表彰一股一表決權之股東平

<sup>30</sup> 參閱劉俊海，論上市公司良治的六大核心特徵，月旦民商法雜誌第 39 期，2013 年 3 月，頁 30。

<sup>31</sup> 「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 of their rights.」(OECD Principles of Corporate Governance, Part Two Annotations to the OECD Principles of Corporate Governance, III. The Equitable Treatment of Shareholders)

等原則（又稱「股權平等原則」）。

中國公司法正在經歷公法私法化（國家股東權從行政權力變為民事權利）革命<sup>32</sup>。該法第 127 條第 2 項後段規定，任何單位或者個人所認購的股份，每股應當支付相同價額，即指國家的股東與其他股東一樣，地位均為平等。中國公司法乃民法之特別法，其「民法通則」和「合同法」等民事法律均有確立平等原則之概念，則公司法在無明文排除平等原則的情形下，應可援用相關概念補足成文法律不足之處。學者<sup>33</sup>建議未來中國公司法修改時，應在總則明文規定股東（權）平等原則。在法律未明文前，解釋上法院亦可援引該原則及有關係款作為判決之依據。

#### 第四項 股東平等原則與表決權

股東會係公司意思的形成機關，而表決權則是股東就股東會之議決事項為同意或否決之意思表示，藉股東表決權之行使，以形成公司整體意思表示的權利。如此一來，在所有與經營分離原則之下，雖公司業務執行權屬於董事會，股東仍得透過表決權的行使間接支配公司。

股東平等原則為一上位概念，公司法中關於一股一表決權、盈餘比例分派等即為該原則具體實踐於成文法中之展現。股份有限公司本質上為資合公司，其資本結構體是以區分為均等單位的股份所構成，使股東得按其所持股份的多寡享受利益，公司法第 235 條 1 項規定之盈餘分派即係以持股比例為基準；則股東對於公司支配力的大小亦宜與其對公司投資之多寡成比例，始符合資本公司本質之要求<sup>34</sup>。是以享有的表決權數量亦應以所

<sup>32</sup> 參閱劉俊海，論上市公司良治的六大核心特徵，月旦民商法雜誌第 39 期，2013 年 3 月，頁 30。

<sup>33</sup> 同上註，頁 31。

<sup>34</sup> 參閱柯芳枝，公司法專題研究，國立台灣大學法律學系法學叢書編輯，1976 年，頁 95 以下。

持有之股份數為決定標準。

公司法第 179 條第 1 項規定：「除有本法第 157 條第 3 款之情形外，每一股擁有一表決權。」則公司各股東除特別股股東之表決權依章程規定受有限制、或無表決權者外，原則上皆依其持有之股份數而享有與其股份數同額的表決權<sup>35</sup>，此即表決權平等原則，係股東平等原則的具體展現。

關於表決權平等原則，除了依公司法第 179 條規定，形式上賦予每一股份相等之表決權外，更應實質上保障每一表決權得自由行使、自由表達意思。實務上，台灣高等法院高雄分院 91 年度上字第 58 號判決理由指出：「欲保障全體股東之權益，非僅形式上賦予每一股份相等之表決權為已足，而應實質上以公平之方式實施決議方式，使每一股份於行使其表決權時，得以自由表達其意思，不受不當之干擾或限制，否則即有違背每一股份均有一表決權，每一股份表決權利平等之原則，亦即一次整批表決解任多數董事，不能表達參與表決股東對各被解任董事之個別意思，會產生不公平之結果。如公司形式上雖符合每一股有一表決權，但於實質上違背股東以公平方式表達其意見，而影響表決之結果，其決議方式應認係違反股份平等原則，其決議方法所得結果無效。」本案件上訴後，最高法院 93 年度台上字第 417 號判決亦認為：「股份有限公司為典型之資合公司，股東對其所出資之公司之重要事項有表示意見之權利，且係透過召開股東會開會方式溝通，如股東間之意見分歧，即經由表決之方式決定。……如公司形式上雖符合每一股有一表決權，但於實質上違背股東以公平方式表達其意見，影響表決之結果，其決議方式應認為違反股份平等原則。」

綜上所述，表決權平等原則的上位精神，是讓股東對其出資公司之重要事項得藉由「表決權的行使」以「自由、公平」的「表達意見」，以保

---

<sup>35</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，九版，頁 225。

障其財產上的權益。若公司形式上並未剝奪股東表決的權利，也遵守一股一表決權的原則，但實際上並未提供其公平行使權利的環境與機會，最終造成不公平的結果，法院認為其仍違法違反股份平等原則。如同公民參與政治最直接、有效的手段係行使投票權，股東行使表決權是其最直接、有效參與公司經營事項的方式，故表決權屬於股東權中最重要權利之一，應無疑問。

股東權既為股東財產權之變型，其亦屬憲法保障人民的權利之一。大法官釋字第 400 號解釋理由書指出：「憲法第 15 條關於人民財產權應予保障之規定，旨在確保個人依財產之存續狀態行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害，俾能實現個人自由、發展人格及維護尊嚴。」人民的權利並非不能以法律或規定予以剝奪，惟其目的需正當，所採取的手段需適當且符合比例原則，否則無法通過違憲審查。公司法除了第 157 條明文對特別股之表決權做出限制外，於某些特定立法目的下亦有對股東表決權做出限制。本文將於下一章介紹股東平等原則之例外——關於表決權行使限制之各種規定。

## 第四節 股東表決權基礎理論

### 第一項 股東表決權之概念

股東表決權係股東對於股東會之議決事項得參與決議、表達意見的權利<sup>36</sup>。股東行使表決權，對股東會的議決事項為同意或否決之意思表示，藉以形成公司整體意思。

股東表決權對於股東之所以重要，係因股份有限公司的潮流趨勢著重企業所有與企業經營分離，董事會掌管公司業務執行權，一般股東並不享有公司業務執行權，則股東最直接有效參與公司事務的管道，即是透過表決權的行使，對公司的議決事項及董監事的任免表達意見，如此一來，股東透過表決權的行使，間接享有支配公司的權利，實踐「股東乃公司所有人」之公司治理模型。

### 第二項 股東表決權之享有數

關於股東表決權之享有數，現行公司法第 179 條第 1 項規定：「公司各股東，除有 157 條第 3 款之情形外，每股有一表決權。」由此可知，除特別股股東之表決權依章程的規定受限制或無表決權外，公司各股東所享有之表決權數等同其所持有之股份數，兩者數額相同。持有一股者享有一表決權，持有兩股者享有兩表決權，以此類推。股東享有之表決權數依其持有之股份數而為計算，每股有一表決權，稱為表決權平等原則，為股東平等原則的具體展現。

之所以規定「每股有一表決權」，而非「每股東有一表決權」，緣於股

<sup>36</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，九版，頁 225。

份有限公司之資合本質。依據公司法第 156 條第 1 項規定，股份有限公司之資本應分為股份，每股金額應歸一律，股份有限公司係由股份所構成之資本構成體。股東出資購買股份，以其出資購買的股份數額決定其享受的利益，而其對於公司的支配力，亦應以其所持有的股份數額為標準。故若某公司股東持有該公司一股，則公司盈餘分派時，其享有一股份所應分得之利益，股東會決議時其享有一表決權。如前述章節所言，股份的意義在於表彰股東權，故每一股東所享有的權利自應以其所持有的股份數為判準，此乃資合公司與人和公司最大的不同所在。有學者<sup>37</sup>主張，「股份有限公司係採取資本多數決及每股一表決權之立法設計，其內涵乃是股東權係依照股東出資額度之多寡比例而享有其權益，故股東會決議之計算基準是以股份數，而非以股東數為據，股東係依持股比例決定公司之總意…」，其意相同，值得參考。

### 第三項 股東表決權之出席規定

現行公司法第 176 條規定：「無記名股票之股東，非於股東會開會五日前，將其股票交存公司，不得出席。」蓋持有無記名股票之股東資料並未記載於公司股東名簿上，其持有的股數多寡，公司無從知曉，除依公司法第 172 條規定公告股東會之召集外，無法書面通知。然公司需於開會前大略預估可能出席的無記名股東所持有的股數及所得行使的表決權數，方能計算公司法第 174 條規定之股東出席定足數及股東表決權定足數，以便為開會做準備，故規定持有無記名股票之股東，需於股東會開會五日前，將其股票交存公司，以換取出席證等證件，否則不得出席股東會。既然無法出席股東會，則當然無法行使表決權。本條單純為了公司方便而設，其性質應屬任意規定。至於記名股東，因於公司股東名簿上有記載，公司依公

<sup>37</sup> 參閱廖大穎，限縮股東表決權迴避行使之適用範圍—臺灣高等法院九十三年度上字第九二八號民事判決，月旦裁判時報，2011 年 10 月，頁 36。

司法第 172 條對其發通知書，無上述出席之限制。

除此之外，關於股東表決權行使限制之規定，散見於公司法各章節，例如公司法第 178 條規定之利益股東迴避、第 179 條第 2 款之公司持有自己股份或母公司股份之規定、第 197 條之董事、監察人設質規定等，將於本文第三章做詳細介紹。

。

## 第四項 股東表決權之行使方法

關於股東表決權之行使方法，計有股東親自行使、股東以書面或電子方式行使、由他人代理行使等三種，以下介紹之。

### 第一款 股東親自行使

股東表決權乃股東所享有之重要權利之一，原則上享有股東權的股東，皆得出席股東會行使表決權。而關於股東親自行使表決權，公司法第 160 條規定，股份為數人共有時，共有人應推定一人行使股東的權利。又公司法第 181 條第 1 項、第 2 項規定：「政府或法人為股東時，其代表人不限於一人。但其表決權之行使，仍以其所持有之股份綜合計算。前項之代表人有二人以上時，其代表人行使表決權應共同為之。」政府或法人為股東時，其代表人可以有一人以上，惟其本質上仍是代表政府或法人，故其行使表決權應共同為之，避免代表人間有意見分歧之情形，其享有之表決權數以其所持有之股份綜合計算。又公司法第 181 條第 3 項規定：「公開發行公司股東係為他人持有股份時，股東得主張分別行使表決權。」如此一來使保管機構、信託機構、存託機構或綜合專戶的表決權行使，得依其個別投資人的指示，分別為贊成或反對之意思表示。

股東親自行使表決權時，關於同一議案之表決，除了公司法第 198 條、第 227 條規定於選舉公司董事、監察人時，得按董事、監察人人數集中選舉一人或分配選舉數人外，在其他議案的情形，同一股東所得行使的表決權應集中於同一意見之表達，不得部分投贊成票、部分投反對票。蓋表決權表彰股東個人意見，原則上不得割裂行使。

## 第二款 股東以書面或電子方式行使

現行公司法第 177 條之 1 第 1 項規定：「公司召開股東會時，得採行以書面或電子方式行使其表決權；其以書面或電子方式行使表決權時，其行使方法應載明於股東會召集通知。但證券主管機關應視公司規模、股東人數與結構及其他必要情況，命其將電子方式列為表決權行使管道之一。」由此可知，公司召開股東會時，得自行選擇、或由證券主管機關規定，採行書面或電子方式作為股東行使表決權的管道。其立法意旨在於，近年來上市上櫃公司之年度股東會日期，有過度集中的現象，致股東無法一一出席股東會、行使表決權，影響股東權益甚鉅；且電子投票平臺已由證券主管機關協助業者建制完成，為落實電子投票制度，鼓勵股東參與公司經營，以強化股東權益之保護，遂有但書之設。公司違反本項但書規定者，股東得依公司法第 189 條規定訴請法院撤銷股東會決議。

關於股東以書面或電子方式行使表決權的效力，公司法第 177 條第 2 項規定：「前項以書面或電子方式行使表決權之股東，視為親自出席股東會。但就該次股東會之臨時動議及原議案之修正，視為棄權。」故股東若選擇以書面或電子方式行使表決權，其效力視為親自出席股東會。惟關於該次股東會開會時所提出的臨時動議及原議案的修正，該股東因無法事先得知相關內容，亦無法表達意見，為使會議順利進行，關於該等議案，該股東視為棄權。

關於股東以書面或電子方式行使表決權的方式，公司法第 177 條之 2 第 1 項規定：「股東以書面或電子方式行使表決權者，其意思表示應於股東會開會二日前送達公司，意思表示有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前意思表示者，不在此限。」故股東以書面或電子方式行使表決權時，其意思表示應於股東會開會二日前送達公司，意思表示有重複時，若有聲明撤銷前意思表示者，以後送達者為準；若無聲明撤銷意思表示，則以最先送達者為準，以避爭議。

若股東採書面或電子方式行使表決權後，欲親自出席股東會，公司法第 177 條之 2 第 2 項規定：「股東以書面或電子方式行使表決權後，欲親自出席股東會者，應於股東會開會二日前，以與行使表決權相同之方式撤銷前項行使表決權之意思表示；逾期撤銷者，以書面或電子方式行使之表決權為準。」則股東以書面或電子方式行使表決權後，欲親自出席股東會者，需於股東會開會二日前，以與行使表決權相同的方式，撤銷前項行使表決權的意思表示。如原先採書面方式行使表決權，則需以書面方式撤銷之前的意思表示；如原先採電子方式行使表決權，則需以電子方式撤銷之前行使表決權的意思表示。若逾期撤銷，為方便公司作業，則仍以書面或電子方式行使之表決權為準。有論者批評，認為即便股東沒有於股東會開會二日前撤銷以書面或電子方式行使之意思表示，而選擇於當天直接出席股東會，股東親自出席行使表決權屬直接行使表決權，其效力應大於以間接方式行使表決權。此見解值得傾聽。

若股東以書面或電子方式行使表決權，又同時以委託書委託代理人出席之情形，公司法第 177 條之 2 第 3 項規定：「股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，以委託代理人出席行使表決權為準。」為避免爭議，法律明文規定於此種情形，以委託代理人出席行表決權為準。

### 第三款 表決權代理行使

關於股東表決權的代理行使，公司法第 177 條第 1 項規定：「股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。」由此可知，公司法允許股東以出具委託書的方式，委託代理人，代替其出席股東會。又同法第 177 條第 3 項規定，委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。然學者<sup>38</sup>主張，此種法律效果造成本人到場開會之效力小於代理人到場效力之奇異現象，予人「本尊不如分身」之譏，應明定為：「本人出席股東會並自行參與表決者，前所為之代理權授權視為撤回。」本文亦贊同此見解。

關於表決權代理行使之限制，於本文第三章第七節「股東代理出席」詳細介紹之。

### 第五項 股東表決權與股東會決議

現行公司法第 193 條第 1 項規定：「董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。」及公司法第 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。」由此可知，經過歷年來之修法變遷，現今股份有限公司原則上由董事會握有通常業務執行權，股東會僅對於公司法或章程規定由股東會決議之事項，有決策權限。故一般未擔任董監事的股東得參與會議表達意見、行使表決權的

<sup>38</sup> 參閱劉連煜，股東表決權行使與公司治理，公司法理論與判決研究（四），2006 年 04 月，頁 122-123。

場合僅限於股東會。學者<sup>39</sup>認為，股東會是公司企業私法人組織中最高權力機構，係所有資金來源增減、章程組織變更、業務擴展減縮的核准機關。股東既是公司的實質所有人，整體股東會的決議，代表其所投資挹注資金的事業經營體的營業方向，對公司經營影響重大而深遠。

股份有限公司之股東對於公司僅負較輕之間接有限責任，且因股東人數眾多，除了一人股份有限公司外，原則上股東會決議採多數決<sup>40</sup>，不需全體股東一致之同意，僅其表決通過的比例依決議事項的重要程度而有所區別。公司法對於由股東會決議之事項，依重要程度設有不同的決議門檻，對於公司經營影響程度越大的議案，需要越多股東的同意才能行之。股東會達成決議的方式及門檻分為普通決議、特別決議及假決議；針對董事、監察人選舉另有累計投票制。以下將介紹不同的決議方式以及對於股東表決權的要求標準。另外，公司法有關股東會決議的條文中以「已發行股份總數」及「出席股東表決權數」為計算基準，本文將介紹其定義及計算方式。

### 第一款 已發行股份總數

公司法第 174 條關於股東會普通決議之規定、第 175 條關於股東會假決議之規定以及其他關於股東會特別決議之規定，皆以公司「已發行股份總數」作為決議出席門檻的計算標準。公司「已發行股份總數」係相對於「未發行股份總數」之概念。從公司法第 156 條第 2 項可知，我國對於股份有限公司採授權資本制，即股份有限公司於設立時，只需在章程中載明股份總數或資本總額，然無需就章程所定的資本全數發行，得於設立後分

<sup>39</sup> 參閱余耀順，公司法精義—理論與實踐，五南書局，2005 年 10 月，頁 37。股東大會的決議，代表其所投資挹注資金的事業經營體的營運方向，必須詳列於會議章程之中，若是章程有任何的調整修正，必須經由該股東大會決議通過之。簡而言之，股東大會具有章程及帳內涵「實質確認」的重要職能。

<sup>40</sup> 柯芳枝著，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，修訂九版，頁 237。

次發行。董事會得得公司實際的資金需求，依公司法第 266 條規定，彈性決議發行新股，無需經由股東會變更章程等複雜程序，有助於公司成立、方便公司籌措資金。則公司已經發行的股份數稱為「已發行股份總數」，而章程有記載但未發行的股份數稱為「未發行股份總數」。未發行股份總數對於股東會決議並無影響，故公司法關於股東會普通決議、特別決議、假決議等出席門檻標準，皆以「已發行股份總數」為計算標準，未發行股份則不在其中。

公司法第 180 條第 1 項規定：「股東會之決議，對無表決權股東之股份數，不算入已發行股份之總數。」公司所發行的無表決權股份，雖亦為公司已發行股份，但因其性質特殊，持有該股份的股東不享有表決權，故股東會之決議，對無表決權股東之股份，在計算出席門檻時，不算入已發行股份之總數。

## 第二款 出席股東表決權數

公司法第 174 條關於普通決議之規定、第 175 條關於假決議之規定以及其他關於特別決議之規定，皆以「出席股東表決權數」作為決議通過門檻的計算標準。關於出席股東表決權數的計算，是以出席股東會之股東所持有的表決權數為計算標準，若有股東未出席，則其持有的表決權則不能算入。總而言之，出席股東表決權數係指「已發行股份總數」中「有出席股東會之股東」的表決權數。依經濟部見解<sup>41</sup>，不論是否有股東中途離席，該表決權過半的計算標準以「出席股東」的表決權過半為計算標準，非以

<sup>41</sup> 經濟部商業司 64 年 4 月 13 日經商字第 02367 號函：「查公司為公司法（舊法）第一八五條第一項之行為，依該項規定應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決定行之其他決議方法亦有類同規定，即出席股東代表之股數合於上開前段規定，則召開之股東會已足法定數額，可以開會，至其表決，則依上開後段規定，即就出席股東表決權計算之，不以表決時實際出席股數為準。若於每次行使表決前有出席之股東中途退席未參與表決，而扣除該退席股東之股數已不足股份總數三分之二時，由於公司法既無不得為決議之規定，故經股東會出席股東表決權之過半數決議，自屬適法有效。」

表決時實際出席的表決權過半為計算標準。

舉例而言，公司法第 180 條第 2 項規定：「股東會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。」此種公司法明文規定「不算入已出席股東之表決權數」之股份數，即不得算入已出席股東之表決權數。惟其性質僅為不得行使表決權，並非無表決權，故仍應算入已發行股份總數，無適用公司法第 180 條第 1 項之餘地。若不應算入已出席股東之表決權數而竟算入，則為股東會決議方法之瑕疵，難謂合法。惟如其決議，縱扣除該不應算入已出席股東之表決權數後，尚超過其餘出席股東表決權數之過半數，實務見解<sup>42</sup>認為此時應適用公司法第 189 條之法理，認為對決議無影響，得駁回其撤銷股東會決議之請求。

### 第三款 普通決議

股東會決議出席門檻均採「定足數」，即出席股東所代表的股份數應達法定最低出席數額。股東會的決議通過係採多數決，即決議應取得出席股東表決權過半數或三分之二同意<sup>43</sup>。公司法第 174 條規定：「股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。」股東會之決議，除公司法另有規定外，原則上應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意，此稱為普通決議。而所謂「除本法另有規定」之情形，係指公司法明文規定該事項需以特別決議通過，故若公司法未明文，則該事項以普通決議通過即可。

<sup>42</sup> 參閱高等法院 97 年上字第 1062 號判決。判決理由書摘錄如下：「顯見被上訴人縱有違反公司董事及乙○○應迴避不得加入系爭臨時動議提案表決之情形，然其事實非屬重大，且於系爭決議無影響，依公司法第 189 條之 1「法院對於前條撤銷決議之訴，認為其違反之事實非屬重大且於決議無影響者，得駁回其請求」規定，仍應駁回上訴人之請求。」

<sup>43</sup> 參閱曾淑瑜，公司法實例研習，三民書局，2004 年 1 月，頁 253。

所謂應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，稱為出席法定足數(quorum)，又稱法定最低出席額，即需有代表已發行股份總數過半數之股東出席，該股東會會議始為合法召開。基於股份有限公司之資合本質，是否達到股東會召開標準，係以「出席股份數」達到公司已發行股份總數過半數為準，而非「股東人數」達到公司股東人數過半數為準。以股份數為依據，非以股東人數為依據，股東僅為股份之行使人而已。故若某公司大股東持有公司過半已發行股份總數，即便只有該股東一人出席，該股東會所作成的決議仍屬有效。

所謂出席股東表決權過半數之同意，稱為表決權定足數，即需有出席股東的表決權過半數同意，該普通決議事項才算通過。依據公司法第 180 條規定：「股東會之決議，對無表決權股東之股份數，不算入已發行股份之總數。股東會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。」關於無表決權股份的計算方式，將於第三章做完整介紹。

公司法規定得以股東會普通決議之事項列舉如下：一、第 168 條第 1 項之減少資本議案；二、第 168 條之 1 之財務報表及虧損撥補議案；三、第 182 條之延期或續行集會議案；四、第 184 條之盈餘分派或虧損撥補議案；五、第 196 條、第 227 條之訂定董事及監察人報酬議案；六、第 209 條第 5 項之對董事行使歸入權議案；七、第 212 條之對董事起訴議案；八、第 225 條之股東會對監察人起訴及另行選任訴訟代表人議案；九、第 230 條第 1 項之會計表冊承認議案；十、第 237 條第 2 項之另提特別盈餘公積之議案；十一、第 315 條第 2 項前段之章定解散事由發生後，股東會決議變更章程繼續經營議案；十二、第 322 條、第 323 條第 1 項之清算人選任及解任議案；十三、第 326 條第 1 項、第 331 條第 1 項之清算表冊承認議案；十四、第 173 條第 1-3 項、第 331 條第 1、2 項之檢查人選任議案。

#### 第四款 特別決議

特別決議係指公司法明文規定，某股東會決議事項應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席，以出席股東表決權過半數之同意。此類事項性質上屬於對公司營運有重大影響之事項，應提高出席股東所代表股份總數及同意表決權數門檻，以表慎重。

而在公開發行股票之公司，因股東人數眾多，股東會召集不易，為使規模較大的公開發行股票公司遇有特別議案時，股東會易於召開，爰參考日本商法第 343 條之規定而予以增訂，公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額時，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上行之。在不違反多數決議之原則下，緩和股東收購委託書的壓力，保障大眾投資者的權益<sup>44</sup>。

公司法規定需股東會特別決議之事項列舉如下：一、第 13 條之公司轉投資他公司議案；二、第 156 條第 3 項後段、第 4 項之公開發行股票公司申請停止公開發行議案；三、第 185 條之公司營業或財產重大變更議案；四、第 199 條、第 227 條之董監事決議解任議案；五、第 209 條之董事競業行為許可議案；六、第 240 條之股份股息分派議案；七、第 241 條之公積撥充資本議案；八、第 267 條第 8 項、第 9 項之公開發行股票公司發行「限制員工權利新股」議案；九、第 159 條、第 277 條之變更章程議案、八、第 316 條之解散、合併或分割議案；九、第 334 條準用第 84 條第 2 項但書之同意清算人將公司營業包括資產負債轉讓於他人之議案。

#### 第五款 假決議

---

<sup>44</sup> 參閱民國 72 年公司法第 159 條修正理由。

現行公司法第 175 條規定：「出席股東不足前條定額，而有代表已發行股份總數三分之一以上股東出席時，得以出席股東表決權過半數之同意，為假決議，並將假決議通知各股東，於一個月內再行召集股東會，其發有無記名股票者，並應將假決議公告之。前項股東會，對於假決議，如仍有已發行股份總數三分之一以上股東出席，並經出席股東表決權過半數之同意，視同前條之決議。」此乃公司法關於假決議之規定。因股東會召集不易，為避免股東會已有持有一定數量股份之股東出席，卻未達過半數門檻而流會之遺憾，故有此權宜之計，當有代表已發行股份總數三分之一以上股東出席時，得以出席股東表決權過半數之同意，為假決議，並將假決議通知各股東，於一個月內再行召集股東會。而再次召集之股東會，對於假決議，如仍有已發行股份總數三分之一以上股東出席，並經出席股東表決權過半數之同意，視同前條之決議。以避免股東會一再的開不成，耽誤公司營運及發展。

假決議此一制度僅為股東會討論一般事項之權宜措施，公司法第 175 第 1 項將假決議成立之前提限制在出席股東不足「前條」定額，也就是公司法第 174 條普通決議之情形，故假決議僅得適用於普通決議。如果是公司法明文規定需特別決議之情形，如第 185 條之公司營業或財產重大變更議案、第 199 條、第 227 條之董監事決議解任議案等情形，該決議通過與否對公司影響甚鉅，不得準用公司法第 175 條作成假決議的方式行之。

## 第五節 小結

股東表決權係股東基於股東地位所享有的重要權利之一。股東對公司重要決議事項，得藉由表決權的行使以自由、公平的表達意見，以保障其財產上的權益，此為股東平等原則於股東表決權之展現。股東表決權行使於股東會決議之中，公司法對於由股東會決議之事項，依重要程度設有不同的決議門檻，對於公司經營影響程度越大的議案，需要越多股東的同意才能行之。股東會達成決議的方式及門檻分為普通決議、特別決議及假決議，皆以出席股東表決權數作為決議通過門檻的計算標準。

股東既是公司的實質所有人，整體股東會的決議，代表其所投資挹注資金的事業經營體的營業方向，對公司經營影響重大而深遠。表決權行使係股東最直接有效參與公司事務的管道，其因表決權的行使間接享有支配公司的權利，實踐「股東乃公司所有人」之公司治理模型。本文認為，應先清楚認知股東表決權對於股東權利保護的重要性，方能深入探討我國立法對股東表決權行使限制之立法妥適性。



### 第三章 我國法制關於股東表決權限制之規範

我國法關於股東表決權行使之限制，不論於公司法、證券交易法或其他金融相關法規，皆未見特定章節予以體系化規範。公司法僅第 179 條第 1 項明文規定一股一表決權原則、股份有限公司章第三節「股東會」中提及股東會決議之門檻標準、第 180 條排除計算無表決權及不得行使表決權之股份數等，其餘關於股東表決權限制之具體規定，散見於公司法、證券交易法等各章節中，體系零碎且紊亂，有全盤檢視之必要。

照理來說，在業務執行權操控於董事會的情形下，股東表達意見最「直接、迅速、有力」的方式，就是於股東會中按個人自由意思行使表決權，如同公民行使投票權般，股東表決權是股東於公司治理中少數強而有力的重大權利。若其表決權被限制、剝奪，則股東對於公司決策經營所帶來的後果，除了轉讓股票外，幾乎沒有解套方法。理論上，股東表決權係其財產權的延伸，受憲法第 15 條所保障，不得任意剝奪。然而從本文介紹十種以上股東表決權限制之規範可知，股東表決權似乎「很容易」就受到限制，而限制的原因常草草於立法理由中帶過。該立法是否正當、妥當、符合股份有限公司之本質以及第二章所介紹的上位原則，仍有待檢視。

本章首先介紹表決權的規範模式，從表決權限制所帶來的不同法律效果，做一初步的分類。接下來針對公司法、證券交易法等相關法規或實務形成的各種股東表決權限制類型做一通盤介紹。各節中詳述該條文代表的完整體制脈絡、立法時空背景、立法理由以及法律效果，最後整理相關學說見解、實務看法，輔以本文意見，歸納出立法者於此議題上所抱持的態度及趨勢，建立現行法制關於股東表決權限制的初步體系

## 第一節 股東表決權規範模式

以公司法為例，公司法關於股東表決權限制之規定，不僅「東藏西藏」於龐大且零碎的公司法體系中，連相關法律效果的用語也未有一致，容易造成理解上的困境。茲整理相關法律效果的用語如下<sup>45</sup>：

(一) 明定無表決權者。

(公司法第 179 條第 2 項、第 3 項)

(二) 明定表決權不予計算者。

(公司法第 177 條第 2 項、證交法第 25 條之 1 第 2 項)

(三) 明定不得加入表決者。

(公司法第 178 條)

(四) 超過一定法定比例不能行使表決權者。

(公司法第 369 條之 10 第 1 項)

(五) 明定不得享有股東權利，而致無法行使表決權者。

(公司法第 167 條之 1 第 3 項、證交法第 28 條之 2 第 5 項)

上述用語雖然看似各不相同，但其實最終的法律效果僅有二者：絕對無表決權與相對無表決權。絕對無表決權，係指對股東會任何議案都無表決權。相對無表決權，則係指對股東會的特定議案無表決權<sup>46</sup>。以下將針對兩者做闡述，上述舉例條文則於後續章節介紹之。

### 第一項 絕對無表決權

<sup>45</sup> 參閱鐘協候，論股份有限公司股東會決議之效力，國立政治大學法律學系碩士論文，2002 年，頁 87。

<sup>46</sup> 參閱黃虹霞，無表決權股東與股東會，萬國法律 109 期，2002 年 2 月，頁 84。

絕對無表決權即常見之「無表決權」，指對股東會任何議案都無表決權。依經濟部解釋，係指「自始即無表決權」<sup>47</sup>。公司法典型的類型如下：

- (一)無表決權之特別股。(第 157 條第 3 款)
- (二)公司依法持有自己股份。(第 179 條第 2 項)
- (三)持有已發行股份總數百分之三以上股東，依章程被限制之表決權。(舊法第 179 條第 1 項但書，現已刪除)
- (四)相互投資公司所持有超過被投資公司有表決權股份總數三分之一部份之股份(第 169 條之 10 第 1 項)
- (五)違反「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」所取得之委託書所代理之股份。(證券交易法第 25 條之 1)
- (六)股東權被停止中之股東所持有之股份，例如被法院假處分禁止行使股東權者。

絕對無表決權之股份既然對於股東會任何議案都無表決權，依公司法第 180 條第 1 項規定，股東會之決議，對無表決權股東之股份數，不算入已發行股份之總數。蓋若使無表決權之股份數算入已發行股份總數，則「已發行股份總數」此母數會變大，但因無表決權股東沒有表決權，其出席意願因而降低，出席股份數變少，股東會達到二分之一或三分之二的出席門檻難度相對增高。故立法排除無表決權股份數之計算。

## 第二項 相對無表決權

相對無表決權，本文認為即常見之「不得行使表決權」，即仍有表決權，但行使受有限制者<sup>48</sup>。相對無表決權係指對股東會特定議案並無表決權，

<sup>47</sup> 參閱經濟部 93 年 10 月 8 日經商字第 09300173390 號函。函釋內容如下：「一、按公司第一百五十七條第三款、一百七十九條第二項規定之「無表決權」係指自始即無權參與表決者，不算入已發行股份總數，同法第一百八十八條第一項訂有明文。」

<sup>48</sup> 參閱林國全，股東會決議定足數與多數決之計算，台灣本土法學雜誌 65 期，2004 年 12 月，

並非所有的議案都無表決權，換句話說，在特定議案不能行使表決權，在其餘議案則可以行使表決權，為一相對概念。公司法第 180 條第 2 項亦使用「對依第 178 條規定不得行使表決權之股份數」等用語，可供參考。公司法典型的類型舉例如下：

(一)對於會議事項有自身利害關係者之股份。(第 178 條前段)

(二)該有自身利害關係股東，所代理之股份。(第 178 條後段)

相對無表決權的情形，集中在股東對於會議事項有自身利害關係之情況，蓋同次股東會可能有數項議案，某股東甲對 A 議案有公司法第 178 條前段利益迴避之情形，而依該條規定，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，則股東不得加入 A 議案的表決，即在 A 議案中不得行使表決權，換句話說，其對於 A 議案「無表決權」。相對的，甲股東對 B 議案並無利益迴避之情形，則無公司法第 178 條前段適用餘地，甲股東對 B 議案可行使表決權，其對 B 議案「有表決權」。故在公司法第 178 條的情形，股東有無表決權的概念是相對的。

公司法第 180 條第 2 項規定：「股東會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。」其立法意旨即與同條第 1 項相同。以普通決議為例，需以普通決議通過的議案，依公司法第 174 條規定需有出席股東表決權過半數之同意，若將不得行使表決權的股份算入出席股東表決權數，則「出席股東表決權數」此分母變大，然該股份因不得行使表決權為同意的意思表示，將其算入無異視該股份為「不同意」，對議案的通過與否將產生不合理的現象。故立法排除不能行使表決權之股份，使其不會影響投票的結果。附帶一提，公司法第 180 條第 2 項僅涉及表決權數的計算，並無同條第 1 項適用<sup>49</sup>，在涉及公司之已發行

---

頁 201-203。

<sup>49</sup> 參閱經濟部 93 年 10 月 8 日經商字第 09300173390 號函。函釋內容如下：「按公司第一百五十

股份總數及股東會出席股份數時，仍應將「相對無表決權」的股份算入，始為合法。

公司法、證交法及相關法規關於股東表決權之限制，皆可以「絕對無表決權」或「相對無表決權」之概念為分類標準，再分別適用公司法第 180 條第 1 項或第 2 項之法律效果。



---

七條第三款、一百七十九條第二項規定之「無表決權」係指自始即無權參與表決者，不算入已發行股份總數，同法第一百八十條第一項訂有明文；另同法第一百七十七條第二項、第一百七十八條規定之表決權係指限制表決權，即不算入已出席股東之表決權數，同法第一百八十條第二項訂有明文。二、至公司法第一百七十六條係規定持有無記名股票之股東出席股東會之權利，與表決權係屬二事。」

## 第二節 特別股制度

### 第一項 普通股與特別股

特別股乃普通股的相對概念。所謂普通股，係指代表公司分割之所有權利益之重要單位<sup>50</sup>。其名稱可能不同，如 common shares、common stock、capital stock，或僅稱 share 或 stock 等，皆代表基本之股東所有權單位，可泛稱之普通股。普通股有兩個基本特徵：(一)享有表決權。持有普通股的股東，對於公司選舉董事、監察人及其他提出於股東會的議案，有行使表決權的權利；(二)享有盈餘分派請求權及贖餘財產分派請求權。公司於存續期間中，持有普通股的股東，得請求公司淨資產的分派，即公司法第 235 條第 1 項所規定之股息及紅利之分派；公司解散時，依公司法第 330 條，公司清償債務後贖餘的財產，應按各股東股份比例分派，故持有普通股的股東對公司享有贖餘財產分配請求權。

相對於普通股者，即為特別股，其係指股份所表彰的股東權，其表決權、盈餘分派請求權或贖餘財產分派請求權異於普通股者。簡單來說，所謂的特別股，係指持有該種類之股份之股東所享受的權利，比普通股股東更有利或更不利<sup>51</sup>。特別股制度是股東平等原則的例外，特別股股東相較於普通股股東，對公司享有特別的權利與義務。基於公司自治原則，我國公司法允許公司得發行特別股，蓋公司若身處急於籌措資本的情形，可先發行優先股，吸引投資；公司營業狀況良好，盈餘充足時，則可考慮發行劣後股等，是切合實務而為之制度設計。依公司法第 156 條第 1 項規定：「股份有限公司之資本，應分為股份，每股金額應歸一律，一部分得為特別股；其種類，由章程定之。」即為公司得發行特別股之明文。公司若發行特別股，需將特別股之相關事項及特別股股東之權利義務詳細載明於章

<sup>50</sup> 參閱王文宇，公司法論，元照出版，2008 年 9 月，四版，頁 250。

<sup>51</sup> 參閱潘維大著，黃心怡修訂，公司法，三民書局，2010 年 8 月，四版，頁 147。

程，以保障特別股股東之權益。公司法第 157 條即規定：「公司發行特別股時，應就左列各款於章程中訂定之：…（餘略）」故若公司未於章程中訂定公司法第 157 條規定的各款事項，則該股份僅為普通股，非特別股。

## 第二項 特別股之種類

公司法第 157 條規定：「公司發行特別股時，應就左列各款於章程中定之：一、特別股分派股息及紅利之規定、定額或定率。二、特別股分派公司賸餘財產之順序、定額或定率。三、特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。四、特別股權利、義務之其他事項。」關於特別股分類之方式，學說間稍有差異，本文以公司法第 157 條所列之順序為分類標準<sup>52</sup>，概述如下。

### 第一款 盈餘分派之特別股

盈餘分派特別股又可細分為盈餘分派優先股與盈餘分派劣後股。盈餘分派優先股，是指公司有盈餘時，依公司法規定彌補虧損、提存盈餘公積後，依照章程的規定，優先股應優先享有盈餘分派，待優先股分派完畢後，普通股始受盈餘分派。此時公司盈餘若不夠分派所有股份，優先股因為得優先受分配，對股東有較大的保障，此乃其優點所在。公司通常於營業不振，亟需籌措資本時，發行此類優先股，以吸引投資。

而盈餘分派劣後股，則係於公司分派盈餘時，必俟普通股分派盈餘完畢後，始得接受分派之股份。此種特別股相較於普通股處於不利之待遇，縱然發行，一般大眾認購機率不大，實際上此種股份的發行多為發起人或

<sup>52</sup> 分類標準參閱劉渝生，商事法，三民書局，2009 年 3 月，八版，頁 80-81。

董事、監察人自行認股。在外國立法例，此種股份多由發起人認購以作為特別利益之用，亦有稱發起人股<sup>53</sup>。或者公司通常在經營狀況甚佳，盈餘較多時，發行此種股份。

盈餘分派優先股因享有較多的盈餘分派機會，多吸引僅對投資收益有興趣而對參與公司經營無興趣的投資股東，故此種特別股發行之內容可能欠缺表決權、但得優先受盈餘分派，乃實務運作下之產物。

## 第二款 贖餘財產分派之特別股

贖餘財產分派特別股又可細分為贖餘財產分派優先股與贖餘財產分派劣後股。贖餘財產分派優先股係指，公司於解散後清算，若清償債務後還有剩餘財產，持有優先股之股東優先於普通股股東受分派。反之，持有剩餘財產分派劣後股之股東則需等普通股股東分派完後始受分派。贖餘財產分派特別股與盈餘分派特別股性質類似，公司發行該特別股的時機與可能認購人亦與盈餘分派特別股差異不大。

除了優先股與劣後股外，公司亦得發行「混合股」，此種股份一部分的股東權優於普通股，另一部分股東權卻劣後於普通股；例如某種混合股在盈餘分派的股東權部分優於普通股，得優先受盈餘分派，惟在贖餘財產的股東權部分劣於普通股，需俟普通股分派完後始受贖餘財產分派。

## 第三款 表決權之特別股

關於表決權之特別股，乃本文所欲討的重點，將於下一項詳述。

---

<sup>53</sup> 參閱王泰銓、王志誠著，公司法新論，三民書局，2007年1月，四版，頁367。

### 第三項 表決權特別股

公司法第 157 條第 3 款規定：「公司發行特別股時，應就左列各款於章程中定之：…三、特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。」故相較於普通股之一股一表決權原則，公司得依章程規定，對特別股表決權行使之順序、內容甚至權利之有無予以限制。實務上常見類型如下：

#### 第一款 複數表決權特別股

所謂複數表決權股，即一股有數個表決權之特別股。複數表決權的制度起於德國，一次世界大戰後的德國欲抵制外資之侵略，故容許德國人所持有的每股享有數表決權，以維持公司經營權。其後企業家又利用之以節省資本參加，達到控制他公司的目的，於是該制度逐漸流行於其他國家。近年來因複數表決權股制度有被濫用的趨勢，各國漸有遏阻之勢<sup>54</sup>。

我國當時主管機關經濟部以 72 年 3 月 23 日商字 11159 號函說明：「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。」明確指出股份有限公司不得於章程中規定特別股每股享有數表決權。學者普遍亦採此見解，認為如對特定股東，如董事、監察人等，給予多數表決權之股份，有違股東平等原則，原則上不應容許此種股份之發行。

#### 第二款 優先或劣後表決權特別股

<sup>54</sup> 柯芳枝著，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，修訂九版，頁 175。

所謂優先表決權特別股，指公司特別事項，優先表決權特別股之股東得優先行使表決權；而普通股股東殿後行使或甚至無表決權之股票。反之，所謂劣後表決權特別股，即公司特別事項，特別股股東行使表決權的順序則後於普通股股東。

### 第三款 限制表決權或無表決權特別股

除了上述對表決權順序之特別規定外，公司法第 157 條第 3 款亦容許對特別股股東之表決權加以限制或剝奪，例如發行某種特別股，其一股之表決權為一般普通股表決權打八折計算；又例如發行某種特別股，規定其無表決權可行使。

表決權為股東重要權利之一，股份既表彰股東權，其權利內容上，理應享有表決權的行使。股份若不具表決權，曾被認為違反股份制度的本質，當屬無效。然第一次世界大戰後，公司企業趨於大規模化，股東結構發生變動，異於以往。無表決權股制度濫觴於美國，其在美國風行的理由有二<sup>55</sup>：(一)吸引僅對投資有興趣、在意股票價格之高漲、盈餘分派額之增多，而厭煩於出席股東會、參與表決權的股東，鼓勵其投資公司企業；(二)使有興趣於公司經營而享有表決權的股東，以較少之投資成本達到掌握公司經營之目的。既然對投資有興趣的股東來說，表決權並無存在實益，遂導致享有優先盈餘分派或剩餘財產分派而欠缺表決權之「無表決權特別股」應運而生。

我國公司法關於無表決權特別股於民國 69 年修法增訂。原舊法第 157 條第 3 款及第 179 條規定以及解釋，公司不得以章程訂定無表決權之特別

<sup>55</sup> 參閱梁宇賢，公司法論，三民書局，2003 年 11 月，五版，頁 316。

股。惟無表決權特別股實有助於公司籌募資金。蓋股東依其出資目的，有所謂企業股東、投資股東、投機股東三者之分。其中投資股東取得股票，目的僅在投入資本，賺取股息紅利等，其關心者乃股息紅利之多寡，對於參與企業經營並無太大興趣。若公司發給其股息紅利或其他權利有高度定額或定率之優先股份，更能符合其投資期待。至於有無表決權可行使，並非其期待的重點。而對公司來說，毋庸給其表決權，可使公司經營趨簡易，此乃股份有限公司特色之一，即企業所有與企業經營分離之典型表現。另外，公司法第 159 條第 1 項對特別股股東的權益亦有特別保障，則特別股股東依章程之訂定，於普通股東會無表決權，要無重大實害之可言。故公司法爰於新法第 157 條第 3 款增訂特別股之股東無表決權之規定<sup>56</sup>。

德國法及日本法亦有採無表決權制度。德國股份法第 139 條規定，股份於分派盈餘時有受優先分配及事後補發權者，得排除其表決權<sup>57</sup>。日本舊商法第 242 條第 1 項亦規定，公司發行數種股份時，章程得規定，就盈餘分配有優先內容之股份，其股東無表決權。西元 2002 年後日本新商法第 222 條第 5 款甚至容許公司單獨發行無表決權股份，即「盈餘分配條件仍等同普通股，惟該股份無表決權」，蓋此類特別股的發行通常可以較低價格發行，對其表決權不關心之股東投資上有利；亦應因實務上需求，允許發行「對某議案無表決權，對其他議案則有表決權」之特別股<sup>58</sup>。

#### 第四項 特別股股東權益之保障

現行公司法第 157 條第 3 款規定雖允許公司得依章程發行無表決權特別股，惟表決權是股東參與公司經營最直接有效的方式，無表決權特別股

<sup>56</sup> 參考民國 69 年公司法 157 條修正理由。立法院法律系統：

[http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw?@46:1804289383:f:NO%3DE04517\\*%20OR%20NO%3DB04517\\$11\\$\\$\\$PD%2BNO](http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw?@46:1804289383:f:NO%3DE04517*%20OR%20NO%3DB04517$11$$$PD%2BNO)。(最後瀏覽日：2014/7/27)

<sup>57</sup> 參閱梁宇賢，公司法論，三民書局，2003 年 11 月，五版，頁 317。

<sup>58</sup> 參閱陳文智，我國公司法特別股規範之檢視—以日本商法特別股規範最新修訂為材料，全國律師雜誌 9 卷 12 期，2005 年 12 月，頁 4。

股東購買此類股份縱係出於自願放棄表決權的行使，但該股東享有之其餘股東權益仍不容許其他有表決權股東任意以章程或股東會決議剝奪之。公司法第 159 條規定：「公司已發行特別股者，其章程之變更，如有損害特別股股東之權利時，除應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數股東之出席，並應經特別股股東會之決議。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上同意行之，並應經特別股股東會決議。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。特別股股東會準用關於股東會之規定。」故若章程變更有損害特別股股東權益之可能，除需經股東會特別決議外，尚需經特別股股東會之決議，始得為之。此時，無表決權之特別股股東對該特別股股東會之決議應有表決權。

美國法例上既承認得發行無表決權股、公司由有表決權股股東支配的結果，則為了防止權利濫用，侵害無表決權股股東之正當權利，其認為有表決權股東與無表決權股東間存有「信賴關係」(Fiduciary relationship)，基於此「信賴關係」，有表決權的股東負有為公司股東全體利益而行使表決權的義務<sup>59</sup>，不得濫用其表決權以致侵害無表決權股東之利益。

---

<sup>59</sup> 參閱梁宇賢，公司法論，三民書局，2003 年 11 月，五版，頁 316。

### 第三節 大股東持股

公司法第 179 條第 1 項規定：「公司各股東，除有第 157 條第 3 款情形外，每股有一表決權。」原則上一股具有一表決權。然民國 90 年修正前舊法同條第 1 項但書規定：「但一股東而有已發行股份總數百分之三以上者，應以章程限制其表決權。」則公司持有已發行股份總數百分之三以上股東，公司「應」以章程限制其表決權，是為限制表決權股，係一股一表決權之例外。

上述條文的立法目的，在保障弱勢股東的權益，防止持有多數股份的大股東操縱公司業務之流弊，侵害其他小股東之利益。惟法條只規定「應以章程限制其表決權」，並未規定其應行限制之折算率，然而實務上，由於多數公司的大股東與公司的業務關係本就密切，許多公司根本不願意對大股東的權利打折，但為符合舊公司法規範，只好「形式合法」，各公司章程對此項折算率的規定，僅採打八折或九折計算，甚或打「九九九折」方式因應<sup>60</sup>，限制的程度過寬，對少數股東的保護難收立法預期之效果。且股份有限公司屬資合本質，股東的地位及表決權應與其出資額的股份數成比例計算，此條規定反而造成出資額越多的股東，權利越受限，造成不利影響，影響企業的健全發展。學者<sup>61</sup>認為，關於小股東權利的保護，重點應在於公司機構權限的調整，加強公司經營及會計的監督，而非限制大股東權利的行使。

基於上述原因，民國 90 年公司法修正，刪除第 179 條第 1 項後段「但一股東而有已發行股份總數百分之三以上者，應以章程限制其表決權」之規定。刪除理由係因該條但書規定違反一股一權原則，且外國立法例均無

<sup>60</sup> 參閱宋宗信，新公司法案例解析，聯經出版，2002 年 4 月，頁 93。「一股一表決權，不再打折」。更何況，由於股權打折後，大股東的表決權會產生很多「非整數」股權，既難以計算，又易生錯誤，糾紛很多。

<sup>61</sup> 參閱蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985 年 11 月，修訂版，頁 68。

此項限制，實務上，以章程限制其表決權者占絕大部分，該項但書限制，並無實益，反增加計算上紛擾，爰予刪除。表決權的行使不應因股東持股數額之多寡而受限，始符合一股一權之股東平等原則。若因擔心大股東濫行表決權而事先予以絕對性的限制，似乎過於因噎廢食。



## 第四節 公司適法持有自己股份

### 第一項 概說

公司法第 167 條第 1 項規定：「公司除依第 158 條、第 167 條之 1、第 186 條及第 317 條規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物。但於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。」立法確立股份回籠禁止原則。原則上公司不得持有自己發行的股份，惟公司法亦有例外容許之情形，如公司法第 158 條、第 167 條第 1 項但書、第 167 條之 1、第 186 條及第 317 條等。證券交易法第 28 條之 2 第 1 項<sup>62</sup>亦有相類似之規定。此種公司依法取得自己股份之情形，依公司法第 179 條第 2 項第 1 款規定，該股份無表決權。

學說<sup>63</sup>認為，股份有限公司本質係社團法人，不能同時成為自己的構成員（即股東）。當公司設立或發行新股之際，理論上不能依認股程序而原始取得自己股份。惟此說法過度強調股份之股東權特性，現已不續獲德國法學支持<sup>64</sup>。在公司成立後或新股發行生效後，透過股票的作成，股份成為具有流通性的有價證券，而有獨立之財產價值，公司並非不得透過票據轉讓繼受取得自己股份。此外，有價證券之市場價值係依市場供需決定之，並不因公司或他人持有而增減其價值，該立論依據顯有不足之處。

<sup>62</sup> 證券交易法第 28 條之 2 第 1 項規定：「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：一、轉讓股份予員工。二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。」

<sup>63</sup> 參閱柯芳枝，公司法專題研究，國立台灣大學法律學系法學叢書編輯，1976 年，頁 50 以下。

<sup>64</sup> 參閱劉渝生、王志誠、洪秀芬、林克敬、羅國華合著，公司法修正議題論文集，神州圖書出版，2002 年 3 月，頁 166-167。蓋公司所發行之股份除表彰股東權外，股份透過股票之發行亦成為一具有流通性之有價證券，而此一有價證券公司於取得後，自亦能再經由市場，如集中市場出售之。

惟公司取得自己股份，容易發生弊端，恐對公司、股東、公司債權人、甚至一般投資大眾之利益造成不利影響。基於法律政策上的要求，各國原則上禁止公司取得自己股份。其禁止的理由，大略如下：

### **一、維持公司資本，以保障公司債權人利益**

股份有限公司具有典型資合公司的特性，公司信用全在於公司的財產，公司債權人決定是否與公司交易，公司財產之多寡是重要參考依據，資本維持原則即係確保公司現實財產的依據。若公司以資本有償買回自己股份，在經濟上與出資之返還有同樣的效果，而股票之價格變化劇烈難測，再出售時不一定能收回其取得之價格。此時恐將影響公司資本的充實，對公司債權人保障不周。

### **二、防止擾亂證券市場<sup>65</sup>，以保障一般投資大眾及公眾利益**

蓋公司營運欠佳時，公司經營者會大量購買公司股票，避免股價下跌，惟此舉隱瞞公司財務實際狀況，影響一般投資人的正確判斷，造成證券市場的混亂。若董事得恣意決定是否以公司資本買進自己股份，以操縱股票價格，恐造成投機行為。

### **三、維護股東平等原則，保護股東利益。**

股東平等原則於此之實踐，即公司應提供股東取得公司均等之應買資訊，此涉及公司告知之方式、告知期限及告知內容等，是否足使其做成應買之決定。公司買回自己股份時，董事會原則上應嚴守中立態度，並確保

---

<sup>65</sup> 參閱賴源河，股份有限公司得否收回、收買或收質自己股份，月旦法學雜誌 0 期，1995 年 4 月，頁 67。

股東應買機會均等<sup>66</sup>。公司買回自己股份時，若方法及對價不同，將造成對特定股東予以優惠待遇的結果，違反股東平等原則。如前所述，公司買回自己股份性質上形同股東出資的返還，而在公司蒙受虧損的情形，公司負責人常以有利於特定股東(通常是自己及其親友)的價格儘先購入其所持有之股份，則該特定股東得脫免投資風險，其他股東僅能於剩餘的資本下承擔公司經營不善的風險，極有可能血本無歸，造成股東間不公之情形。

## 第二項 公司適法取得自己股份之類型

如前所述，公司法原則上禁止公司取得自己股份，惟例外依法律規定得取得自己股份，此時之取得，稱為適法取得。公司法、證券交易法、企業併購法關於公司適法取得自己股份均有規定，以下簡述之。

### 第一款 公司法規定

一、於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務(公司法第 167 條第 1 項但書)

此條係破產法第 99 條之例外規定。所謂「股東清算」指的是公司或公司以外之其他法人為股東之情形，而「股東受破產時之宣告」指的是自然人、公司、公司以外其他法人為股東之情形。本條立法意旨在於，股東若已進行清算或破產程序，其欠公司的債務顯然不能清償，而其人格一旦因

<sup>66</sup> 參閱劉渝生、王志誠、洪秀芬、林克敬、羅國華合著，公司法修正議題論文集，神州圖書出版，2002 年 3 月，頁 169-171。上市、上櫃公司於集中市場或店頭市場買回自己股份者，依上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 2 條規定，應於董事會決議之日起 2 日內公告，公告之內容應包括該辦法第 2 條第 1 項各款所訂事項。上市、上櫃公司如以公開收購方式買回自己股份，公開收購公開發行公司有價證券管理辦法對於公司告知方式、告知期限及告知內容亦訂有類似之規範。但公司如屬未公開發行公司或未上市上櫃之公開發行公司，公司法或證交法對之並無任何規範。因此公司法修正草案應考慮增訂相關規定，要求上述公司對記名股東書面通知，對無記名股東公告之，並應訂定充足之期限及規範重要公告之內容，使股東得以做應買之反應。

清算承續終結而消滅、或於破產程序終結後，公司將無從取償。故容許公司於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份。而依同條第 2 項前段規定，公司因此取得的股份應於六個月內按市價出售，公司之債權因此得獲得些許受償，對公司誠屬有利。

## 二、收回公司所發行之特別股(公司法第 158 條)

特別股規定係股東平等原則之例外。既為例外，公司應避免該狀態永久存在，故容許公司得收回特別股，收回時應兼顧特別股股東按章程應有之權益保障。民國 100 年公司法修正，已刪除「得以盈餘或發行新股之股款收回之」等字樣，意味者對於公司以何種財源收回特別股不再限制，使公司財務運用更具彈性。

## 三、以轉讓員工為目的而收買自己股份(公司法第 167 條之 1)

關於員工庫藏股，證券交易法第 28 條之 2 第 1 項第 1 款針對上市或上櫃公司已另有規定，故公司法第 167 條之 1 僅適用於未公開發行股票之公司及未上市、上櫃之公開發行股票公司。民國 90 年修正該條之立法意旨，公司得以未分派之累積盈餘及已實現之資本公積，收買一定比例之股份為庫藏股，用以激勵優秀的員工，使其經由取得股份對公司產生向心力，促進公司發展。依據本法第 167 條之 3 規定，為轉讓員工為目的而收買股份者，得限制員工在一定期間內不得轉讓，希望員工長期持有股份而繼續留在公司服務，以貫徹員工庫藏股之立法精神；惟為兼顧股份轉讓自由原則，其限制期間最長不得超過二年。

## 四、依第 186 條規定，應反對股東收買請求權之行使而收買其股份(公司法第 167 條第 1 項本文)

在企業所有與企業分離的前提下，一般正常營業行為應由董事會決之，但在公司為公司法第 185 條第 1 項第 3 款之行為時，係屬「非正常營業」之重大處分或締約行為，因對股東權益影響重大，應由股東會特別決議為之。若有股東於決議前，依公司法第 186 條規定，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，則其對公司有要求以當時公布價格收買其所有股份之股份收買請求權。當股東行使此一權利時，公司法第 167 條第 1 項本文規定即容許公司收買自己之股份。

#### 五、依第 317 條規定，應反對股東收買請求權之行使而收買其股份(公司法第 167 條第 1 項本文)

依據公司法第 317 條第 1 項規定，公司分割或與他公司合併時，股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄者，得放棄表決權，請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。此乃公司法賦予異議股東之股份收買請求權。故當異議股東行使該權利時，公司自有收買該股東所持有股份之權利及義務。

#### 六、從屬公司應反對股東股份收買請求權之行使而收買股份(公司法第 316 條之 2 第 2 項)

民國 90 年 11 月公司法增訂第 316 條之 2 簡易合併之規定，立法理由指出：「基於關係企業控制公司合併其持有大多數股份之從屬公司時，對公司股東權益較不生影響，為便利企業經營策略之運用，參照美國模範公司法§11.04 關於簡易合併之規定，控制公司及從屬公司得不召開股東會，以節省勞費，爰增訂第一項，為簡易合併之規範」。依公司法第 316 條之 2 第 1 項規定，控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份，而欲與

從屬公司進行合併時，得經控制公司及從屬公司之董事會以三分之二以上出席，出席董事過半數之決議為之，不需經股東會特別決議，此稱簡易合併。

因簡易合併不需經股東會開會決議，為保護從屬公司股東權益，公司法第 316 條之 2 第 2 項規定，從屬公司董事會為決議之合併後，應即通知其股東，並指定三十日以上期限，聲明其股東得於期限內提出書面異議，請求從屬公司按當時公平價格，收買其持有之股份。此乃公司法賦予從屬公司股東之股份收買請求權，故當從屬公司異議股東行使該權利時，公司有收買該股東所持有股份之權利及義務。

## **第二款 證券交易法規定**

依證券交易法第 28 條之 2 第 1 項規定，股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣(上櫃)之公司，有該條項規定之三種情形者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，買回該公司股份，不受公司法第 167 條第 1 項「公司原則上不得自將股份收回、收買或收為質物」之限制。該條規定之三種例外情形如下：

### **一、轉讓股份予員工**

**二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用**

**三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理消除股份者(又稱護盤式庫藏股)**

為避免公開發行公司無限制買回公司股份，證券交易法第 28 條之 2 第 2 項規定，第 1 項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股

份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現資本公積之金額。

### 第三款 企業併購法規定

#### 一、企業併購法第 11 條

企業併購法第 11 條第 1 項<sup>67</sup>規定，公司進行併購時，公司與股東間得以書面契約合理限制數款事項，包括股東轉讓持股時，應優先轉讓公司(第 1 款)、公司得優先承受其他股東所持有股份(第 2 款)等。依同條第 2 項規定，未公開發行股票之公司亦得以章程記載該等事項。依此，公司得以書面契約或依章程規定適法買回公司股份。又企業併購法第 11 條第 5 項規定，公司依同條第 1 項第 1 款或第 2 款買回股份之數量併同依其他法律(如公司法第 167 條之 1、證券交易法第 28 條之 2 等)買回股份之總數，不得超過該公司已發行股份總數百分之二十，且不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。

#### 二、股東之股份收買請求權(企業併購法第 12 條)

<sup>67</sup> 企業併購法第 11 條規定：「公司進行併購時，得以股東間書面契約或公司與股東間之書面契約合理限制下列事項：一、股東轉讓持股時，應優先轉讓予公司、其他股東或指定之第三人。二、公司、股東或指定之第三人得優先承購其他股東所持有股份。三、股東得請求其他股東一併轉讓所持有股份。四、股東轉讓股份或將股票設質予特定人應經公司董事會或股東會之同意。五、股東轉讓股份或設質股票之對象。六、股東於一定期間內不得將股份轉讓或股票設質予他人。未公開發行股票之公司得以章程記載前項約定事項。(第一項) 第一項所指合理限制，應符合下列原則：一、為符合證券交易法、稅法或其他法令規定所為之限制。二、其他因股東身分、公司業務競爭或整體業務發展之目的所為必要之限制。(第二項) 公開發行股票之公司進行併購發行新股而受第一項股份轉讓或股票設質之限制時，應依證券交易法規定於公開說明書或證券主管機關規定應交付投資人之書面文件中載明。(第三項) 公司法第一百六十三條第一項不得以章程禁止或限制股份轉讓及同條第二項發起人之股份於公司設立登記一年內不得轉讓之規定，於第一項及第二項情形不適用之。(第四項) 公司依第一項第一款或第二款買回股份之數量併同依其他法律買回股份之總數，不得超過該公司已發行股份總數百分之二十，且其收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。(第五項)」

關於公司合併，企業併購法第 12 條規定：「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、…(餘略)」亦規定股東之股份收買請求權。又依企業併購法第 2 條規定，公司之併購，優先適用企業併購法之規定。故若股東依企業併購法第 12 條之規定向公司行使其股份收買請求權，公司有收買該股東所持有股份之權利及義務。

#### **第四款 其他未明文規定之情形**

##### **一、無償取得**

除上述法律明文規定公司適法取得自己股份之情形外，公司亦可能因受贈與、遺贈或股東拋棄其持有之股份，而取得自己股份。蓋公司無償取得股份不會導致公司資產減少，並無違反資本維持原則，無理由禁止其無償取得自己股份。

##### **二、依減少資本之規定，為了銷除股份而取得**

公司為減少資本之決議後，為了銷除股份而先取得股份的行為，自應容許之。

### **第三項 表決權行使之限制**

公司適法持有自己股份期間，該股東權效力為何？多數學者採「股東權利休止說」<sup>68</sup>，認為公司仍取得股東權，即股東權仍全面存續，惟此時

<sup>68</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，修訂九版，194 頁。

股東權處於休止或停止的狀態，其行使受到限制。蓋公司係法人，需有公司以外之構成員之股東存在，公司縱使取得自己股份，依法理也不可能成為自己股東。而當公司將股份轉讓予第三人時，其限制即告解除，股東權效力恢復。公司法第 167 條之 1 第 3 項規定：「公司依第 1 項規定收買之股份，不得享有股東權利。」證交法第 28 條之 2 第 5 項<sup>69</sup>規定：「公司依第 1 項規定買回之股份…於未轉讓前，不得享有股東權利。」企業併購法第 13 條第 2 項<sup>70</sup>亦有規定：「公司依本法規定買回之股份…於未出售或註銷前，不得享有股東權利。」我國在公司適法取得自己股份之情形，似乎亦採股東權利休止說。

關於公司取得自己股份之表決權行使，公司法第 179 條第 2 項第 1 款明文規定：「公司依法持有自己之股份，無表決權。」理由略有數點：法理上，公司既為法人，應由其構成員即股東代表決定之自己意思，公司本身不得也不應參與該決定。且實際上係由董事會掌握公司的決策權，若允許公司持有自己之股份有表決權，可能導致董事以公司的名義大量收購股

<sup>69</sup> 證券交易法第 28 條之 2 規定：「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：一、轉讓股份予員工。二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。（第一項）前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。（第二項）公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法、及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。（第三項）公司依第一項規定買回之股份，除第三款部分應於買回之日起六個月內辦理變更登記外，應於買回之日起三年內將其轉讓；逾期末轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。（第四項）公司依第一項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。（第五項）第一項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者亦同。（第六項）」

<sup>70</sup> 企業併購法第 13 條規定：「公司依前條規定買回股份，應依下列規定辦理：一、消滅公司自合併後買回股東之股份，應併同消滅公司其他已發行股份，於消滅公司解散時，一併辦理註銷登記。二、前款以外情形買回之股份，得依下列規定辦理：（一）依合併契約、股份轉換契約、分割計畫或其他契約約定轉讓予消滅公司或其他公司股東。（二）逕行辦理變更登記。（三）於買回之日起三年內，按市價將其出售，屆期未經出售者，視為公司未發行股份，並辦理變更登記。（第一項）公司依本法規定買回之股份，不得質押；於未出售或註銷前，不得享有股東權利。（第二項）」

票以操縱股東會決議的流弊，例如利用庫藏股來永保自己派之董監職位等不合理情形發生。最後，從法律層面來看，公司對所有的議案都屬有自身利害關係而需迴避表決權的行使，故允許其行使表決權亦無實益可言。綜上所述，公司依法持有自己之股份，其股東權利受到限制，該股份無表決權。

又民國 94 年公司法修正第 179 條第 2 項，該條第 1 款「公司依法持有自己之股份無表決權」係由原條文移列而來，條文用語原為「依本法」，惟解釋下來未能涵蓋公司依證交法第 28 條之 2 第 5 項及企業併購法第 13 條第 2 項適法持有股份之情形，為求周延將「依本法」修正為「依法」。由此立法沿革可知，公司法第 179 條第 2 項第 1 款的適用範圍不僅限於公司法規範之情形，若公司因證券交易法及企業併購法之規定合法持有自己股份，則該股份亦無表決權，併予敘明。



## 第五節 關係企業交叉持股

### 第一項 概說

公司法第 167 條第 3 項、第 4 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。前項控制公司及其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份收買或收為質物。」此乃公司法禁止從屬公司持有控制公司股份之相關規定。

關係企業，亦稱集團企業或企業集團(Corporate Groups)，一般指企業間存有特定關係。在台灣，關係企業結合的基礎，除資本參與(公司轉投資)外，各企業負責人間也普遍存在親屬關係及董事兼充(Inter-locking Directorate)之現象<sup>71</sup>。我國公司法第六章之一「關係企業章」即有關關係企業之完整規範。公司法第 369 條之 2 第 1 項規定：「公司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者為控制公司，該他公司為從屬公司。」此稱為資本控制型關係企業，若一家公司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額半數，則此家公司為控制公司，他公司即為從屬公司。同條第 2 項規定：「除前項外，公司直接或間接控制他公司之人事、財務或業務經營者亦為控制公司，該他公司為從屬公司。」此稱為實質控制型關係企業，若一家公司得以直接或間接控制他

<sup>71</sup> 參閱鄭玉波著，劉連煜增訂，公司法，三民書局，2004 年 10 月，七版，頁 241。公司法第 369 條之 1 規定：「本法所稱關係企業，指獨立存在而相互間具有下列關係之企業：一、有控制與從屬關係之公司。二、相互投資之公司。」本條所稱「獨立存在」，係指法律上之人格獨立存在而言，而現行法另以具有控制或從屬關係，以界定關係企業的範圍。事實上，一般所謂之關係企業並不以此兩種型態為限，其他如公司受同一機構之指揮監督者，亦是通常所稱之關係企業，但由於主管機關考量「關係企業立法初創階段為免過於複雜」，遂以本條明定關係企業之範圍包括有控制與從屬關係之公司及相互投資公司。

公司之人事、財務、業務經營，則此家公司亦為控制公司，他公司為從屬公司。另外，若有公司法第 369 條之 3 之兩款情形：「公司與他公司之執行業務股東或董事有半數以上相同者」、「公司與他公司之已發行有表決權之股份總數或資本總額有半數以上為相同之股東持有或出資者」，推定其有控制與從屬關係。

關於相互投資公司，公司法第 369 條之 9 規定：「公司與他公司相互投資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，為相互投資公司。相互投資公司各持有對方已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數者，或互可直接或間接控制對方之人事、財務或業務經營者，互為控制公司與從屬公司。」依此，相互投資公司的定義，需兩公司投資各達對方有表決權之股份總數或資本總額三分之一以上。惟現行公司法第 167 條第 3 項已禁止從屬公司購買控制公司之股份或收為質物，故公司法第 369 條之 9 第 2 項「互為控制公司與從屬公司」之情形，已難透過公司自行買賣股票而形成。

## 第二項 從屬公司持有控制公司股份

依據公司法第 167 條第 3 項、第 4 項修正時行政院草案所提說明，公司法禁止從屬公司持有控制公司股份，係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，產生弊端。可能產生的問題如虛增資本、董事、監察人利用轉投資以控制母公司股東會，導致股東會功能盡失<sup>72</sup>。蓋如前所述，公司法原則上禁止公司取得自己股份，公司將自己股份收回、收買或收為質物，無論採取何種方式，都是用公司的資本所換來的，勢必會形成公司資本減少，如不加以限制，甚至可使公司股份全部收回，變成

<sup>72</sup> 參閱余耀順，公司法精義—理論與實踐，五南書局，2005 年 10 月，一版，頁 126。

沒有資本，勢將損害債權人之權利<sup>73</sup>。若公司因轉投資他公司而對他公司具有控制關係，而控制公司又透過從屬公司買回控制公司股份，豈不與控制公司買回自己的股份無異？如此迂迴規避公司法第 167 條第 1 項之脫法行為，公司法應與以禁止，爰參考日本立法例，增訂第 3 項。為求周延，控制公司及其從屬公司若再轉投資之其他公司，仍應避免其上述的脫法行為，併受相關原則之規範，因而增訂第 4 項規定。

故為求公司資本之充實、保障公司債權人及投資大眾之權益，我國公司法禁止公司收買、收質自己股份，亦不能透過轉投資之從屬公司收買、收質控制公司股份，避免資本灌水或虛胖行為<sup>74</sup>。若從屬公司違反公司法第 167 條第 3 項、第 4 項之規定，該收買行為效力為何？經濟部 94 年 1 月 26 日經商字第 09402010650 號函認為：「另參照最高法院 72 年度台上字第 289 號司法判解，禁止取得自己股份，如違反規定行為，應屬無效，而同條第 3、4 項係指從屬公司不得將控制公司股份收買情事，其均屬第 167 條規定不得收買事項，如違反禁止規定，宜認為其行為無效。」依上述函釋意旨，從屬公司違反公司法第 167 條第 3、4 項規定，係違反法令禁止的規定，原則上依民法 71 條規定，該收買行為無效。另外，同條第 5 項並規定：「公司負責人違反前四項規定，將股份收回、收買或收為質物…應負賠償之責。」則從屬公司之負責人應負賠償之責。

### 第三項 表決權行使之限制

#### 第一款 控制公司與從屬公司

<sup>73</sup> 參閱洪秀芬，收買控制公司股份之效力，月旦法學教室 26 期，2004 年 12 月，頁 34。

<sup>74</sup> 參閱黃銘傑，公司法七十二變！（六）—下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室第 5 期，2003 年 3 月，頁 77。

民國 90 年公司法修正，增訂第 167 條第 3 項、第 4 項規定，從屬公司不得收買控制公司之股份或收為質物，若有該違法行為，行為無效。然實務上產生爭議，於公司法修正前，從屬公司所收買控制公司之股份，修法後，該股份得否算入出席股數？得否行使表決權？經濟部 94 年 1 月 26 日經商字第 09402010650 號函認為：「按 90 年 11 月 12 日公司法修正後，增訂第 167 條第 3、4 項規定，依法律不溯及既往原則，在上開法條增列前，有該條項規定之情事，尚無該條項之適用，…是以，如係新法施行前之行為，則尚無前揭規定之適用，自得行使表決權。」從此函釋可知，行政主管機關認為，從屬公司於 90 年公司法修正前，所取得控制公司的股份，得行使表決權。

惟民國 94 年公司法修正，第 179 條第 2 項新增第 2 款及第 3 款，推翻上述函釋之結論。公司法第 179 條第 2 項第 2 款、第 3 款規定：「有左列情形之一者，其股份無表決權：…二、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，所持有控制公司之股份。三、控制公司及其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之他公司，所持有控制公司及其從屬公司之股份。」其立法理由指出，公司法於民國 90 年 11 月 12 日修正公布時，於第 167 條第 3、4 項增訂禁止控制公司持股過半之從屬公司，將控制公司之股份收買或收為質物之規定；控制公司及其從屬公司再轉投資之其他公司，亦同受規範，以防止公司利用建立從屬公司之控股結構以持有公司自己之股份而生流弊。惟對於修法前既已存在交叉持股情形，本法為避免影響層面太大，並未強制其賣出，採取「只能賣，不能買」之彈性做法。鑑於從屬公司就其對控制公司之持股，在控制公司之股東會中行使表決權時，實際上與控制公司本身就自己之股份行使表決權無異，此與公司治理之原則有所違背，是以，有限制其行使表決權之必要。又控制公司及其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

之他公司所持有控制公司之股份，亦應納入規範。另第 2、3 款股份表決權受限制之情形，除因收買而持有者外，因合併、收購等事由而持有之情形，亦包含在內。

由上可知，公司法新增第 179 條第 2 項第 2 款、第 3 款，雖承認第 167 條第 3 項、第 4 項修法前從屬公司持有控制公司股份的合法性，惟該交叉持股之股票並無表決權，以避免控制公司實際上行使自己股份之表決權。

## 第二款 相互投資公司

關於相互投資公司行使表決權之限制，民國 86 年我國公司法增訂第 369 條之 10 第 1 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。但以盈餘或公司增資配股所得之股份，仍得行使表決權。」其立法理由認為，為避免相互投資公司可能發生之弊端及相互投資現象之擴大，明定其表決權行使之限制，惟公司以盈餘或公積轉為資本所得之股份，並非股東所能決定，故此項限制不適用於從盈餘或公積轉為新增資本而獲得之新增股份，以免矯枉過正，妨礙公司正常營運，爰訂定第 1 項。又同條 2 項規定：「公司依第 369 條之 8 規定通知他公司後，於未獲他公司相同之通知，亦未知有相互投資之事實者，其股權之行使不受前項限制。」則公司已為第 369 條之 8 之通知後，於未獲得他公司相同通知或知有相互投資之事實前，不宜限制其表決權之行使，否則公司行使表決權後，始接獲他公司通知或才知有相互投資之事實時，如仍就上述已行使之表決權為第 1 項之限制，將徒增困擾，爰訂定第 2 項。

## 第六節 董事、監察人持股設質

### 第一項 概說

民國 100 年公司法修正，新增訂第 197 條之 1 第 2 項關於公開發行股票之公司董事以股份設定質權時表決權行使之限制。條文規定如下：「公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。」又依據公司法第 227 條之規定，第 197 條之 1 第 2 項規定對監察人亦有適用。

規範董事及監察人股票質押比例的原因在於，股票質押比例越高，顯示該公司董事、監察人私人財務操作越複雜，當其需要資金周轉時，以股票作為擔保品向銀行借錢係屬最快方式之一；若依公司治理觀點而言，董事、監察人股票質押比例越高，顯示其個人資金需求越高，越容易增加公司之財務風險，故有必要事先規範董監事股票質押比例<sup>75</sup>。

公司法第 197 條之 1 第 2 項立法理由亦指出，發生財務困難之上市、上櫃公司，其董事多將持股質押以求護盤，使持股質押比例往往較一般公司高；但股價下跌時，為免遭銀行催補擔保品，又再大肆借貸利守股價，惡性循環之結果導致公司財務急遽惡化，損害投資大眾權益。為健全資本市場與強化公司治理，實有必要對設質比重過高之董事加強控管。監察人亦同。因此增訂公司法第 197 條之 1 第 2 項規定，藉此杜絕企業主炒作股票之動機與歪風，及防止董監事信用過度膨脹，避免多重授信。

<sup>75</sup> 參閱立法院公報院會記錄，100 卷 63 期，2011 年 10 月 25 日，133 頁。

## 第二項 表決權行使之限制

公司法第 197 條之 1 第 2 項規定，規範主體係公開發行股票之公司董事，其規範時點係以「選任當時」所持有股份數額為計算標準，若公開發行股票之公司董事，以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，法律效果為其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。本項規定使得公開發行公司董事及監察人因持股設質的行為及數額而影響其表決權的行使，影響可謂不小。

有學者認為，本條的修訂仍有討論的空間。其一，恐有違反股東平等原則之嫌<sup>76</sup>。蓋本條文利益雖屬良善，然股份設定質權與股份轉讓仍有本質上的不同，股份設定質權屬權利質權，係屬擔保物權之一種，設定質權之股東並未因此喪失其股東地位，依法理仍享有其身為股東之權利。現行規定使得公開發行公司之股東擔任董監持，其持股設質的行為，將可能面臨其股東權利的行使反而弱化於未擔任董監事之股東，此結論有違股東平等原則而有缺乏適當法理基礎之疑慮。其二，董事為避免股份設質過高使表決權行使受限之不利後果，可能選擇以公司資產作為過渡性替代擔保品來暫時解除其股份之質權設定，反讓公司資產暴露在更高的風險中<sup>77</sup>。

綜上所述，為避免董監事持股設質比例過高而影響公司利益及投資大眾的權益，公司法第 197 條之 1 第 2 項及第 227 條規定，對於公開發行股票公司之董事、監察人以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，以法律限制其超過之股份表決權的行使。惟董事、監察人設質超過該標準是否必然對公司造成不利的影響？以限制其表決權為手段是否屬必要且適當，仍有斟酌餘地。

<sup>76</sup> 參閱洪秀芬，董事設質股份表決權行使的限制，月旦法學教室第 116 期，2012 年 6 月，頁 29 頁。

<sup>77</sup> 同前註。

## 第七節 股東代理出席

### 第一項 概說

公司法第 177 條第 1 項規定：「股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。」此為股東會代理出席制度，亦稱委託書（proxy）制度。原則上，出席股東會是股東基本權利之一，非股東不得出席。股東藉由出席股東會行使其股東權，此乃股東企業參與之方式，亦是股東企業監控之重要機制所在<sup>78</sup>。但實際上，考量到地理、時間因素的不便，或是股東參加意願的高低，難以期待所有的股東皆會參與股東會，尤其在股權分散的公開發行股票公司召開股東會時，此情形更為明顯。

股東代理出席制度之發生，主要有下列幾點原因<sup>79</sup>：一、股東散居國內各處，距離股東會開會場所較遠之股東，出席會議不便，降低其出席意願。二、股東會開會當天，股東未必有時間出席。三、小股東持股數量有限，縱使出席，對股東會決議恐難產生重大影響，致影響其出席意願。四、投機性股東志在賺取股票差額，無出席股東會意願。而公司法第 177 條第 1 項規定股東代理出席制度（即委託書制度），意在便利股東會之召集，使得未能親自出席股東會的股東，得出具委託書載明委託範圍，委託代理人出席股東會，代替自己為意思表示。一來可以維護股東出席股東會的基本權益，使其透過便捷之方法行使表決權，二來解決了股東會開會不足法定人數的困擾。

股東代理出席制度立意良善，實務上卻出現大股東為操縱股東會，意圖支配公司經營，而大量收購委託書之情形，制度被變相利用，委託書變

<sup>78</sup> 參閱廖大穎，公司法原論，三民書局，2013 年 9 月，六版，頁 196-198。

<sup>79</sup> 參閱潘維大著，黃心怡修訂，公司法，三民書局，2010 年 8 月，四版，頁 180-181。

成公司經營權爭奪戰的工具，股東會的監督功能因此大為降低。為避免此情形發生，針對委託書之代理出席制度，公司法第 177 條嚴格限制表決權代理行使之要件，證券交易法第 25 條之 1 第 1 項亦明文公開發行股票公司之管理政策，授權主管機關制定相關出席股東會使用委託書規則，以維持股東會的運作<sup>80</sup>。

## 第二項 股東代理出席之規定

股東出席股東會行使股東權，最核心的乃屬表決權的行使。股東若授權代理人行使表決權，則代理人得代理股東行使其享有之表決權，稱為表決權的代理行使。其前提要件，係授權股東得正常行使表決權，其代理人始得代理其行使表決權。如果是無表決權之特別股股東，自不得委託他人行使表決權。

關於代理人的資格，公司法並無限制，故非公司的股東亦得為代理人。如公司章程規定「代理人必須是本公司股東」，顯不合法<sup>81</sup>。自然人股東委託法人為代理人出席股東會，於法亦無不合<sup>82</sup>。惟依公司法第 178 條第 2 項後段規定：「對於會議事項有自身利害關係致有害於公司利益之虞之股東，則不得代理他公司行使表決權。」蓋有利害關係之股東依公司法第 178 條第 1 項規定於行使自身表決權時本應迴避，若為他股東之代理人，難以期待成為他人代理人時會為公正之判斷，仍有為個人利益著想而為行使之虞，基於相同立法意旨，應加以禁止。故對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞之股東，既不得加入表決，自不得委託他人代理行使表決權。相同的如果是無表決權之特別股股東，或是公司依法持有之股份無表決權的情形，公司依公司法第 179 條第 2 項第 1 款規定「公司依

<sup>80</sup> 參閱廖大穎，公司法原論，三民書局，2013 年 9 月，六版，196-198 頁。

<sup>81</sup> 參閱經濟部民國 72 年 3 月 30 日商字第 11957 號函釋。

<sup>82</sup> 參閱經濟部民國 85 年 5 月 16 日商字第 85208705 號函釋。

法自己持有之股份無表決權」，則公司本身亦不得為代理人，亦不得委託他人行使表決權。

公司法第 177 條第 3 項規定：「一股東以出具一委託書，並以委託一人為限，應於股東會開會五日前送達公司，委託書有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前委託者，不在此限。」由此可知，股東委託他人行使表決權，以委託同一人為限，避免表決權計算上的困擾。又股東得於每次股東會出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人出席股東會。其所以規定載明授權範圍，乃為尊重股東之意思而保障其權益，如其不記明委託事項，則等於對授權範圍未加限制，除法令另有規定外，該受委託人於當次股東會，得就委託股東依法得行使表決權之一切事項代理行使表決權<sup>83</sup>。

### 第三項 表決權行使之限制

公司法第 177 條第 2 項規定：「除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權百分之三，超過時其超過的表決權，不予計算。」此乃股東代理出席行使表決權之限制。其立法目的係避免大股東於股東會開會前大量收買委託書，而操縱會議之弊<sup>84</sup>。故除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權百分之三，超過時其超過的表決權，不予計算。反面解釋，一人僅受一股東委託時，其代理之表決權則不受「超過百分之三」的限制<sup>85</sup>。

<sup>83</sup> 參閱經濟部民國 71 年 12 月 20 日商字第 47593 號函、法務部 71 年 12 月 10 日法(71)律 14894 號函。

<sup>84</sup> 參閱鄭玉波著，劉連煜增訂，公司法，三民書局，2004 年 10 月，七版，頁 120。

<sup>85</sup> 參閱經濟部民國 55 年 12 月 21 日商字第 29822 號函。

至於信託事業或股務代理機構同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不受已發行股份總數百分之三之限制。信託業法第 16 條第 3 款規定：「信託業經營之業務項目如下：…三、有價證券的信託。」故有價證券的信託是信託事業營業項目之一，其受同一公司二股東以上委託乃該事業營業項目下當然之結果，基於其信託的本旨，不應受公司法第 177 條第 1 項之限制。又公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 14 條第 1 項規定：「股務代理機構亦得經由公開發行公司之委任擔任該公開發行公司股東之受託代理人；其所代理之股數，不受已發行股份總數百分之三限制。」此係為了有效解決公開發行公司股權分散，股東眾多，造成股東會召集困難之困境而設<sup>86</sup>，故股務代理機構得經公開發行公司之委任而擔任該公司股東之受託代理人，該條項但書亦規定其所代理之股數不受已發行股份總數百分之三之限制，故公司法第 177 條第 1 項亦明文排除股務代理機構之適用情形。

公司法第 177 條第 2 項所謂「已發行股份總數表決權」係指實際得行使表決權之股份，故同法第 157 條第 3 款規定之「無表決權之特別股」及第 179 條第 2 項規定之「公司依本法自己持有之股份」依法既無表決權，自不包括在總表決權數之內<sup>87</sup>。另依證券交易法第 25 條之 1 規定而訂頒之「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第 22 條 1 項亦詳細規定「使用委託書有下列情事之一者，其代理之表決權不予計算」之十種情形，可供參考。

綜上所述，關於股東代理出席及委託書等制度，主管機關早期所重者乃屬公司穩定經營之維持或股東會得以順利召開等目的，近年來則兼有強調徵求之書面及廣告應揭露董事被選舉人經營理念等資訊的趨勢<sup>88</sup>，使股

<sup>86</sup> 參閱民國 90 年公司法第一七七條修正理由。

<sup>87</sup> 參閱經濟部民國 56 年 1 月 26 日經臺(56)商字 02007 號函。

<sup>88</sup> 參閱劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如，股東會委託書之管理，2007 年 5 月，一版，頁 10。

東委託他人出席股東會前對公司經營及決議事項有完整透明之資訊，以求  
慎重。



## 第八節 股東利益迴避

### 第一項 概說

公司法第 178 條規定：「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者，不得加入表決，並不得代理其他股東行使表決權。」又依公司法第 206 條，此項規定準用於董事會之決議。此乃股東會決議事項與股東有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，股東表決權應迴避行使之規定。其立法理由在於，股東對於會議事項既有自身利害關係，難以期待其為公正之決策，為避免該股東因各人利害關係之考量而選擇犧牲公司利益，造成公司其他股東及債權人的損害，故限制該股東或代理他股東對於有自身利害關係之事項行使其表決權。

### 第二項 要件解釋

依公司法第 178 條、第 206 條，股東或董事表決權行使之迴避需符合下列要件：一、有自身利害關係；二、致有損及公司利益之虞。然股東與股東會決議事項間，如何之情形得謂「有自身利害關係」而「致損及公司利益之虞」？判斷標準為何？公司法並未有明確規定，司法實務的判斷亦難預料。因該規定涉及重大股東權-表決權行使之限制，其判斷標準應使股東可預見為宜。長久以來實務及學說皆試圖具體明確化「有自身利害關係」之要件，且從嚴解釋<sup>89</sup>的傾向，避免動輒剝奪股東表決權，違反資本多數決的精神。

有學者<sup>90</sup>認為，本條所謂「有自身利害關係」，係指與一般股東之利益無涉，而與某特定股東有利害關係而言。早期司法解釋大理院 11 年統字

<sup>89</sup> 參閱邵慶平，董事會決議與表決迴避，月旦法學教室第 115 期，2012 年 5 月，頁 24。

<sup>90</sup> 參閱柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013 年 9 月，修訂九版，頁 227。

第 1766 號解釋則認為，「有自身利害關係」應限縮於「因其事項之決議，該股東特別取得權利或免除義務，又或喪失權利或新負義務」的解釋，亦即該決議事項會導致該特定股東發生權利義務之變動，始該當股東表決權迴避行使之要件。另有學者<sup>91</sup>主張應進一步限縮，在有「具體、直接利害關係」致有害於公司利益之虞的情形，始符合本條之要件。

經濟部 99 年 5 月 5 日經商字第 09902408910 號函釋認為，「公司法第 178 條有自身利害關係致有害於公司利益之虞之認定，應依事實個案認定之，如有爭議，允屬司法機關認事用法範疇。」由此可知，是否該當公司法第 178 條表決權行使迴避之要件，應依事實情節之不同而由法院具體個案判斷，並無一定需迴避或一定不需迴避之情形。故即使具有「委任關係」亦非絕對該當「有自身利害關係致有害於公司利益之虞」，兩者係屬二事，是否有應迴避之情形應個案判斷，避免過度限制股東表決權的行使。

所謂「致有害於公司利益之虞」，經濟部函釋<sup>92</sup>認為應依個案判斷，股東或董事對系爭會議事項具有自身利害關係外，是否可能對公司利益「造成損害」之情形。亦即股東或董事對於股東會或董事會會議事項縱有自身利害關係，尚必須審酌公司利益有無受損害之虞，且公司縱有受損害之虞，該受損害之虞亦須與股東或董事具備之利害關係兩者間具有因果關係。

### 第三項 表決權行使之限制

依據公司法第 178 條、第 206 條之規定，股東或董事對於會議之事項，若有自身利害關係致有害於公司利益之虞，其法律效果為不得加入表決，即關於該決議事項需迴避，不得行使表決權。惟同次股東會中若有數決議事項，僅與該股東或董事有「自身利害關係致有害於公司利益之虞」之事

<sup>91</sup> 參閱劉連煜，現代公司法，新學林，2009 年 9 月，增訂五版，頁 317。

<sup>92</sup> 經濟部 91 年 12 月 16 日商字第 09102287950 號函。

項才需迴避，其餘「無自身利害關係」或「有自身利害關係但不致有害於公司利益之虞」之事項則毋須迴避，避免過度限制股東或董事之表決權。此有臺灣高等法院民國 82 年度上字第 1678 號民事判決<sup>93</sup>可資參考。另外，學者<sup>94</sup>認為，股東之表決權依章程應受限制者，未經限制而計入表決權數者，係股東會決議之方法違反法令，得依公司法第一八九條撤銷之。

又公司法第 178 條後段規定：「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者…，並不得代理他股東行使表決權。」故有迴避事由的股東，亦不得代理他股東行使表決權。蓋本條立法目的係避免有自身利害關係之股東行使表決權，支持對自己有利但有害公司利益之事項，造成其他股東或債權人之損害。若允許該股東代理他股東行使表決權，難以期待其公正性，故亦明文禁止該股東代理他股東行使表決權。

#### 第四項 立法妥適性

關於公司法第 178 條表決權迴避行使之規定，國內諸多學者提出批評，分述如下：一、構成要件不明確。本條關於構成要件「有自身利害關係」、「有害公司利益之虞」之定義，於公司法並未明確規定，股東或董事對於自己是否可行使表決權難以預見，恐生爭議。二、與股份有限公司具有資合的本質相違。股東出資係以追求自身最大利益為目的，若股東會決議事項與股東本身有利害關係，其反而不能行使表決權以支持對自己有利之事項，恐違背其出資目的，與情不符。三、股東身分與公司利益相關。股東因出資而成為公司之所有人，法理上，任何股東會之決議皆與股東及公司之利益相關，則本條究竟在何種情況才能適用，成為一大難題。四、迴避結果難以證明更有利於公司。與自身有利害關係之股東參與股東會決議，

<sup>93</sup> 臺灣高等法院民國 82 年度上字第 1678 號民事判決：「…所謂不得加入表決，……公司董監事於股東常會決議承認各項表冊時，應否迴避，…胥以各該董監事自身與該表決事項，有無…為斷，非指董監事對於該表決事項均應迴避，此觀上開規定自明。」

<sup>94</sup> 參閱曾淑瑜，公司法實例研習，三民書局，2004 年 1 月，頁 297-298。

其結果是否真的「有害公司利益之虞」，事前難以判斷；縱使迴避，也難以確保其餘股東做出的決議較為公正或有利於公司。五、與資本多數決原則不合。若迴避的結果反而導致少數股東即可作成股東會決議，與資本多數決的精神不符。六、需具有公司外部的純粹個人利害關係。若某大股東持有公司絕大部份的股票，於解任該董事之議案，若因有自身利害關係而需迴避，反而無法替自己行使權利，與理不合，故學者認為公司法 178 條必須加上一基準：「該股東具有公司外部的純粹個人利害關係」，始足當之，例如公司像大股東買賣土地，該大股東即需迴避。至於解任董事議案，因並非公司外部關係，不合於「自身利害關係」要件，故不需迴避表決。

有學者<sup>95</sup>建議利害股東迴避條款應參考日本商法第 831 條第 1 項第 3 款規定，將事前限制改為事後救濟，增加「對股東大會等決議，因有特別利害關係者行使表決權，已做出明顯不當之決議時」，股東得此為理由訴請撤銷決議<sup>96</sup>，以平衡「防止濫用股東權之弊」及「肯認一股一表決權之股份有限公司基本精神」這兩者相對利的價值。另有學者<sup>97</sup>亦建議儘速廢除本條的不合理規定，同時應調整不當決議的事後救濟法制。

綜上所述，公司法第 178 條之立法初衷固然好意，但動輒限制出資人權利，與股東最初的經濟期待相違背。而本條的立法未盡完善，使得股東會在決定何人需迴避上恐會耗費過多交易成本。實務上，具利害關係之股東通常對交易事項有較深入的了解，只要其行為不致損害公司或其他股東，通常應會為公司帶來利益，並減少交易成本支出，若一味以抽象的概念要求利害關係人迴避，未必對公司有利，也無法鼓勵商業行為的進行<sup>98</sup>。期

<sup>95</sup> 參閱劉連煜，現代公司法，新學林，2009 年 9 月，增訂五版，頁 318。

<sup>96</sup> 參閱陳文智，論我國公司法第一七八條「自身利害關係」之概念，萬國法律 143 期，2005 年 10 月，頁 62-64。

<sup>97</sup> 參閱廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理—兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌 99 期，2003 年 8 月，頁 253。

<sup>98</sup> 參閱簡榮宗、羅雅蘭，公司治理制度與董事之利益迴避，台灣法律網，資料來源：[http://www.lawtw.com/article.php?template=article\\_content&area=free\\_browse&parent\\_path=,1,1573,&job\\_id=199636&article\\_category\\_id=2049&article\\_id=117476](http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&parent_path=,1,1573,&job_id=199636&article_category_id=2049&article_id=117476)。

待立法者能檢視本條所帶來的不便與缺點，參酌學說意見，略加修正不  
宜之處。



## 第九節 表決權放棄行使

### 第一項 概說

公司法規定「異議股東(dissenting shareholder)的收買請求權 (appraisal remedy; appraisal right)」此一股東退場機制，其立法目的在使反對與他公司合併之股東，有退出公司、收回其投資之機會，以保障其投資權益，不至於被困在於與原先預期投資理念不同的公司。如此一來，投資人在投資之初，不需擔心未來會承擔超出其想像的投資風險或未來投資方向被迫變更，而影響其投資的意願。公司法第 317 條第 1 項規定關於異議股東股份收買請求權：「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」此條立法目的在保護異議股東權益，若股東會決議公司分割或與他公司合併時，股東得在集會前或集會中，以書面表示意義，或以口頭表示異議經紀錄者，得於該議案放棄表決權，請求公司按當時公平價格，收買其持有的股份。值得探討的是，法條明文「股東在集會前或集會中…得放棄表決權…」，其立法意旨在於促使公司合併易於成功，鼓勵公司為合併之決議。此條規定似乎代表股東得自行決定要不要以「放棄表決權」做為表達意見的一種手段。法條用語係「得」而非「應」，並非強制規定。有疑問的是，若異議股東未放棄表決權，是否得請求公司按當時公平價格收買其持有的股份？此種前提限制是否適當？又若股東放棄表決權，表決權數應如何計算？

### 第二項 表決權行使之限制

除了公司法第 317 條第 1 項規定，相類似的條文還有公司法第 186 條

少數股東收買請求權，規定如下：「股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份。但股東會為前條第一項第二款之決議，同時決議解散時，不在此限。」此處條文只稱「於股東會已為反對者」為請求收買股份的前提要件，並未有「放棄表決權」之要求。異議股東只要於該議案還未決議時，先以書面為反對之意思表示，並於股東會時繼續反對，即可取得異議股東之股份收買請求權。學者<sup>99</sup>認為，立法者並未要求股東放棄表決權，甚至應表決反對。本文亦認為公司法第 186 條並未限制股東表決權的行使。

反觀企業併購法第 12 條第 1 項各款，關於股東請求公司買回股份之要件規定：「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。(中間略)… 六、公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。」<sup>100</sup>該條文中的每一款，皆明文規定股東請求公司收買其持有股份的前提，需符合下列要件：一、於決議分割之股東會集會前或集會中；二、書面表示異議；三、放棄表決權。故股東必須在

<sup>99</sup> 參閱洪秀芬，股東會股份數及表決權數之計算，月旦法學教室第 42 期，頁 31。

<sup>100</sup> 企業併購法第 12 條第 1 項規定：「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。二、公司進行第十八條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。但公司依第十八條第六項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。三、公司進行第十九條之簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會依第十九條第二項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者。四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。六、公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。」

當次股東會決議放棄表決權，才能行使股份收買請求權。然而，若股東依企業併購法第 12 條第 1 項之規定放棄表決權，其持有之股份數是否仍應算入出席股東表決權數，公司法並無明文規定，恐造成計算上的疑問。對此，經濟部函釋<sup>101</sup>肯認，公司進行併購時，異議股東除了需於該議案作成決議之股東會「集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄」外，還需「放棄表決權」。是以，「放棄表決權」之股東即「不得參加表決」，進而類推適用公司法第 180 第 2 項規定，該放棄之表決權數，不算入已出席股東之表決權數。學者亦<sup>102</sup>認為，股東為了能依法行使股份收買請求權，必須放棄表決權的行使，已屬於「表決權行使之限制」，應與第 178 條規定不得行使表決權之效果相同，即應適用公司法第 180 條第 2 項之規定，宜列為不計入已出席股東之表決權數較為妥當。

### 第三項 立法評析與本文見解

關於上述學者認為，應將股東表決權放棄行使評價與公司法第 178 條所規定之法律效果相同之見解，本文大致贊同。蓋股東即使放棄表決權，亦僅針對企業併購法第 12 條第 1 項各款所規定的議案，並非當次股東會的議案皆無表決權，屬於「相對無表決權」，故在立法用語模糊的情況下，應類推適用同性質的公司法第 178 條之法律效果，即公司法第 180 條第 2 項，股東會之決議，對依企業併購法第 12 條第 1 項各款規定放棄表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數，方屬適當。

<sup>101</sup> 參閱經濟部 96 年 12 月 13 日經商字第 09602431140 號函。另外經濟部 2012 年 03 月 27 日發佈新聞稿指出：「依公司法第 317 條規定，公司與他公司合併時，不同意之股東表示異議者，得放棄表決權並請求公司收買其持股；企業併購法第 12 條亦規定，公司進行併購時，股東表示異議者，應放棄表決權並請求公司收買其持股。雖然公司法及企業併購法均有規定，惟要件不同，企業併購法是公司法的特別法，應優先適用企業併購法之規定。本部 94 年 11 月 17 日經商字第 09402177540 號函係針對公司法第 317 條所為函釋，而 96 年 12 月 13 日經商字第 09602431140 號函係針對企業併購法第 12 條所為之函釋。是以，公司進行合併時，異議股東行使股份收買請求權時，其表決權之計算，自應適用企業併購法及本部 96 年 12 月 13 日經商字第 09602431140 號函釋辦理。」網址如下：

[http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=1&menu\\_id=40&news\\_id=24933](http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=1&menu_id=40&news_id=24933)（最後到訪日：2014/12/08）

<sup>102</sup> 參閱洪秀芬，股東會股份數及表決權數之計算，月旦法學教室第 42 期，頁 31。

至於前述公司法第 317 條第 1 項「得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份」之用語，應如何解釋？經濟部函釋<sup>103</sup>認為，依上開規定，放棄表決權之股東，其表決權仍計入公司已出席股東之表決權數，惟不計入同意之表決權數。有學者<sup>104</sup>持不同看法，認為公司法第 317 條第 1 項之意義，應係依法表示異議之股東，「得」「放棄表決權而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份」。亦即，反對合併之股東行使股份收買請求權之前提要件，係需先放棄表決權。且經放棄之表決權數，應自出席股東之表決權數中扣除。如此一來，贊成之表決權數不變，而出席股東表決權數減少，則股東會決議成立將相對容易，符合公司法鼓勵公司合併之立法精神。本文則認為，若解釋成需先放棄表決權，才能行使股份收買請求權，公司法第 317 條第 1 項與企業併購法第 12 條第 1 項性質相近，應援用公司法第 178 條、第 180 條第 2 項之法理與法律效果，來解釋立法未明之處。

關於公司法第 317 條之立法妥適性部分，有學者<sup>105</sup>認為公司法此種要求異議股東放棄表決權為行使股份收買請求權的前提，使其喪失行使表決

<sup>103</sup> 參閱經濟部 94 年 11 月 17 日經商字第 09402177540 號函：「按公司法第 317 條第 1 項規定：『公司分割或與他公司合併時...股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。』依上開規定，放棄表決權之股東，其表決權仍計入公司已出席股東之表決權數，惟不計入同意之表決權數。」

<sup>104</sup> 林國全，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌第 52 期，1999 年 9 月，頁 12-13。其理由在於，「蓋此之『放棄表決權』，應非單純就該合併決議不行使表決權之意。因股東會決議成立之多數決要件，僅問出席股東表決權中，『同意』之表決權數是否達到法定（或章定）之多數基準。亦即，棄權而未行使之表決權數既不能算入『同意』之表決權數，其實質效果，即與不放棄表決權而反對，並無兩樣。若『放棄表決權』之效果，僅止於此，則此一要件，將不具實質意義。本文認為，此之『放棄表決權』應有其進一步之法律效果。即，該經放棄之表決權數，應自出席股東表決權數中扣除。」

<sup>105</sup> 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年 1 月，頁 68。我國股份收買請求權有行使程序冗長的問題。可參考美國修正模範商業公司法規定，要求反對股東在要求公司收買時，即應將股票交付，公司即應支付兩造同意部分的價格，就未能達成協議的差額，由公司統一向法院提出核定價格的聲請。避免股東投機，一方面聲請核定價格，一方面在市場賣出股票。當核定價格高於市價，則自市場買進以供交付，如市場價格高漲，則撤回聲請。同時也得簡化股份收買請求權的行使，並可降低期交易成本，發揮股份收買請求權的真正效益。

權以阻止合併案通過的機會，並非妥當。蓋股東的表決權為股東對抗不當或不利益的合併或其他重大交易的主要工具，透過表決，股東得以拒絕法制上需要股東同意的交易。我國現行法要求異議股東應放棄表決權，剝奪股東決議權，顯然錯誤。

本文亦認為現行法規未欠周延。企業併購法第 12 條第 1 項條文已將行使股份收買請求權侷限在需先「放棄表決權」的框架裡，若股東不願意放棄表決權，就不能行使股份收買請求權，無疑是要股東在兩者間做取捨，限制了股東的權利。回歸到「表決權乃股東意思表示之行使」的概念，若股東本對於併購的決議有異議，而其行使表決權「將有機會」否決此議案的成立，那股東直接行使表決權即可達成其心中目標，又何必捨表決權不為，等到決議通過後再行使股份收買請求權？如此一來輕重失衡，此項立法矛盾之處顯而易見。如此「二僅能擇一」的立法，迫使股東需事先評估、猜測行使表決權與放棄表決權何者獲得的效益較大，已間接的侵害、限制股東表決權的行使。

## 第十節 經法院假處分之股東

### 第一項 概說

股東權的行使，乃股東參與及監督公司經營之重要途徑，股東借由股東權的行使，不僅可參與法定及章定重要事項的決策，亦可監督公司經營機關之業務。然除了前述所提及法令明文之限制外，實務上，股東有可能基於某些特定事由，致其「事實上」無法行使股東權，例如其股權被債權人聲請「定暫時狀態假處分」，造成股東權被凍結之情形。本節探究經法院定暫時狀態假處分之股東得否出席股東會，及出席股東會後如何計算股東會之出席定足數及表決權數等問題。

我國實務上，公司遇有經營權爭奪時，假處分制度乃雙方常用的手段之一，借此凍結對方的權利，以利己方的策略安排<sup>106</sup>。「市場派」或「公司派」股東互相角力，蓋欲取得、鞏固公司的經營權，必須贏得公司董事會多數席次的領先，方能實質掌控公司營運權。為避免對手於股東會時「偷襲」，股東通常會事先向法院聲請定暫時狀態假處分，避免錯失先機。著名的案例如大華公司與利安公司之經營權之爭<sup>107</sup>、金鼎證與開發金的經營權之爭<sup>108</sup>等。其中以「定暫時狀態假處分」所造成的影響最大，透過定暫時狀態假處分，聲請人可迅速取得與本案勝訴判決相近的效果，故有「假處分的本案化」之稱。因假處分對於債務人之權利義務影響甚大，故法院的審理必須謹慎為之，避免造成難以彌補的後果。

<sup>106</sup> 參閱劉連煜，公司經營權爭奪與假處分之制度，台灣本土法學雜誌 90 期，2007 年 1 月，頁 234。然而，假處分如審理長期化的結果，必將造成「假處分的本案化」，隨之保全程序的暫定性、附隨性與迅速性等特色便隨之消滅，形成法院的兩難。

<sup>107</sup> 參閱最高法院 95 年度台上字第 984 號判決及其歷審判決。

<sup>108</sup> 詳情參閱臺灣臺北地方法院 98 年度全字第 37、39 號裁定、臺灣高等法院 98 年度抗字第 1077 號民事裁定。網路新聞：《開發金對金鼎證聲請假處分 北院核准》，自由時報，2009 年 6 月 22 日，資料來源：<http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/231662>。（最後瀏覽日：2014 年 12 月 11 日）。網路新聞：《開發金假處份 金鼎證抗告成功》，自由時報，2009 年 8 月 13 日，資料來源：<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/326983>。（最後到訪日：2014 年 12 月 11 日）

關於定暫時狀態假處分，民事訴訟法第 538 條訂有明文：「於爭執之法律關係，為防止發生重大之損害或避免急迫之危險或有其他相類之情形而有必要時，得聲請為定暫時狀態之處分。前項裁定，以其本案訴訟能確定該爭執之法律關係者為限(第一項)。第一項處分，得命先為一定之給付(第二項)。法院為第一項及前項裁定前，應使兩造當事人有陳述之機會。但法院認為不適當者，不在此限。(第三項)」由此可知，定暫時狀態假處分係就當事人的權利給予暫時性的保護，以濟訴訟程序曠日廢時、無法迅速給予當事人適時審判之窮。學理上，依類型又可區分為「規制性假處分」與「滿足性假處分」，前者之目的在於，就當事人間有關占有之爭執，由法院一職權介入並予以規制，以防止急迫的危險或重大之損失發生；後者的目的在於，就有爭執的法律關係，能迅速獲得相當於本案於本案判決勝訴之救濟，尤其是對於工商業社會發達後伴隨而生之社會弱勢者，就其撫養費、薪資、退休金等繼續性之金錢給付，承認得藉由假處分為一定之滿足，以避免不可回復之損害發生或擴大。因具體個案情事的不同，請求的內容也有差異，例如禁止董事(長)行使職權、制止董事(會)違法行為、禁止行使股東權、禁止妨礙股東權行使、禁止股東會召集等<sup>109</sup>。歸納目前實務上的案例，於公司經營權爭奪戰中利用定暫時狀態假處分之情形，法院皆有給予規制性假處分及滿足性假處分之例子，而 95 年度台上字第 984 號判決似乎傾向「規制性假處分」類型。

基於股東平等原則，股東不論持股多寡，只要符合法定要件，皆可提起假處分的執行名義，定暫時狀態或提起民事訴訟<sup>110</sup>。而被假處分禁止行

<sup>109</sup> 參閱沈冠伶，我國假處分制度之過去與未來—以定暫時狀態之假處分如何衡平保障兩造當事人之利益為中心，月旦法學雜誌第 109 期，2004 年 6 月，頁 52-53。「定暫時狀態假處分」之目的係為兼顧兩造利益、維持法秩序之和平。為聲請人之利益，得為滿足性假處分，並得供擔保補釋明之不足；為兼顧相對人之利益，應使兩造陳述意見或辯論。

<sup>110</sup> 參閱余耀順，公司法精義—理論與實踐，五南書局，2005 年 10 月，一版，頁 59。公司法放寬股東之表決權限制，刪除原先百分之三以上持股者應予限制之規定，而保障一股一份權利之原則，並促進投資活絡。此項之設計使得一股一份權利均可提起假處分的執行名義，訂暫時狀態或提起民事訴訟。法院可基於此項革新，在公司企業治理前提下，不論是大或小股東在股東會表決

使股東權的股東，性質上屬於「有表決權」但「不得行使」的概念。蓋法律並賦予法院以假處分制度僅能暫時限制股東行使表決權，而非永久剝奪其表決權。接下來本文將討論被假處分之股東可否出席股東會之爭議，若能出席，其所代表的股份將如何計算之問題。

## 第二項 表決權行使之限制

最高法院 95 年度台上字第 984 號判決為股東被定暫時狀態假處分之經典案例，整理判決書重點<sup>111</sup>如下：一、出席股東會，是股東基於股東之身分參與公司治理，非行使權利。經假處分禁止行使股東權之股東及股數，股東身分依然存在，仍得出席股東會。二、經假處分禁止行使股東權之股數，如應算入「已發行股份總數」，亦應算入「出席股份數」，避免阻礙股東會之召集。本案係大華公司與利安公司之經營權之爭，歷經一審、二審、三審、更審共四審才告確定，耗時數年，各審關於被假處分禁止行使股東權之股份於股東會開會時之計算方式，見解歧異，本文在此僅就最高法院的見解做討論。

### 一、經假處分之股東可出席股東會

---

之後的法定訴訟權限一股一份權利之基準，更可公平行使嚴謹之裁判審理。

<sup>111</sup> 判決理由書原文摘錄如下：「按股東權，乃股東基於其股東之身分得對公司主張權利之地位，如表決權之行使者即所謂股東權利之一。而出席股東會者，當屬股東基於股東之身分而參與公司之治理而言，尚非有權利主張。故遭禁止行使股東權之股東及股數，仍得出席股東會，僅不得行使股東權利（如行使表決權者）而已。又經假處分不得行使股東權者，在本案訴訟判決確定前，其股東身分依然存在，且股東會之股東，依股東名簿上之記載，在尚未確定股東身分不存在前，依股東名簿所載仍為具有公司股東身分之股東，當然得出席股東會。再者，經假處分禁止行使股東權之股數，如應算入「已發行股份總數」，即應認其得出席算入出席股份數，以維法律體系解釋之一貫。否則，既認經假處分禁止行使股東權之股數，應算入「已發行股份總數」，卻又認其不得出席股東會而不算入出席數，則股東會召集所需股份數之計算即明顯失衡，使少數股東得藉假處分之方式影響出席股份數，阻礙公司股東會之召集。又經假處分禁止行使股東權者若禁止其出席股東會，可能影響公司股東會決議機制無法及時發動，造成對於公司業務不當影響，有悖於公司法所設股東會召開與決議之公益本旨。」

陳前所述，本案定暫時狀態假處分的內容，為禁止利安公司行使股東權，性質上應屬「規制性假處分」<sup>112</sup>。最高法院認為，被假處分禁止行使股東權的股東，仍可出席股東會，肯定被假處分股東的「出席權」。關於股東的「出席權」，是否為股東的基本權利，可從修法脈絡尋之。公司法舊法第172條原規定，董事會召集股東會時，對於無表決權之股東無需通知。後來民國90年11月12日公司法修正時，將該條文刪除之，其立法理由係以無表決權股僅無表決權，而非喪失出席權，其出席股東會參與討論及詢問係基本「知的權利」。由此修法軌跡可知，即使是無表決權股東，其出席權仍受法律保障，則不得行使表決權的股東和有表決權的股東，亦應有出席股東會的權利。有學者<sup>113</sup>進一步認為，承認股東出席股東權之意義，並非單純允許「出席」本身而已，亦包括可於股東會行使「發言權」或「意見表達權」，蓋既強調公司內部民主機制，加強股東會公司治理之參與，若准其出席卻不許發言，將失去出席之實際意義。另有學者<sup>114</sup>持不同意見，認為被假處分之股東若得出席股東會可能造成公司法程序控制設計無用化，而認為該股東將不得參與股東會的出席亦不計入出席股數。

對此，本文則認為，假處分僅為暫時性權利保護機制，其目的是要預

<sup>112</sup> 參閱王志誠，股東權行使之限制與定暫時狀態假處分—最高法院95年度台上字第984號判決之評釋，月旦法學雜誌第155期，2008年4月，頁248。其要件，首為本案所涉之士林地院9年度裁全字第4094號裁定是否存有「爭執之占有關係」。本案大華公司之所以會對訴外人利安公司所取得之股東權聲請定暫時狀態假處分，乃因大華公司董事會決議增資發行新股有出席董事人數不足法定門檻之瑕疵，致利安公司取得股份之原因發生爭議。該二次董事會所為之增資決議，固因違反公司法第二六六條第二項及第二〇六條第一項而無效，但是否致使利安公司無法取得股份及行使股東權，則有疑問。此即為該件聲請中所存在之「爭執之占有關係」。

<sup>113</sup> 參閱戴銘昇，股東會決議成立要件相關問題之研究，華岡法粹35期，2006年7月，頁282。

<sup>114</sup> 參閱林國彬，被假處分禁止行使股東權之股東得出席股東會對公司法造成之潛在威脅—評最高法院九十五年台上第九八四號判決，月旦法學雜誌186期，2010年11月，頁232-237。筆者以公司董事會席次數與股東持股數（包括可控制股權數）間之關係，進行模型假設與試算，其結果顯示被假處分之股東在持股數量超過二分之一時，將有相當強烈之誘因（反面言之，亦只有持股少數的會有誘因對持股多數的股東進行假處分，而且此誘因會與其所能經由假處分增加董事席次數之多寡成正比），利用最高法院九十五年度台上第九八四號判決之意旨，以拒絕出席股東會而達到其繼續控制公司超過一屆以上之目的，亦即將可使其控制權在假處分本訴判決確定前，繼續控制公司董事會之多數；而若被假處分之股權數並未超過公司已發行有表決權數股份之半數者，除非有其他股東願意與其配合而達到抵制股東會之召開，否則其他股東群體將因被假處分股東不得行使股東權，而可增加其在董事會之席次，進而增加其事實上參與公司經營之能力，則其何樂而不為！

防股東會決議發生不可回復之結果，除此之外，其效力不應大於本案判決。畢竟假處分存有事後被撤銷、或本案判決結果與假處分不同之可能，被假處分之股東的權益應予兼顧，不應完全剝奪。而其表決權被禁止行使，已達到避免影響表決結果之目的，不得再剝奪其出席股東會、以口頭表達意見的基本權利，故被假處分之股東有權出席股東會。有學者<sup>115</sup>亦持相同見解。

## 二、經假處分之股東，其股份數應算入出席定足數

關於股東會出席定足數之計算，係以「有表決權<sup>116</sup>」之已發行股份總數作為分母，再以股東會當日實際出席之股份數作為分子，故計入已發行股份總數之依據，應以表決權之有無為準。依經濟部見解<sup>117</sup>，公司股東遭法院以假處分禁止行使股東權，與自始無表決權情形尚屬有別，仍應算入已發行股份總數。本文認同之。

而是否應算入「出席股份數」，上述最高法院 95 年度台上字第 984 號判決認為，遭假處分禁止行使股東權之股份，如應算入已發行股份總數，則其出席亦應算入出席股份數，以維法律體系解釋之一貫。否則，既認其應算入已發行股份總數，卻又認其不得出席股東會而不算入出席數，則股東會召集所需股份數之計算即明顯失衡，使少數股東得藉假處分之方式影響出席股份數，阻礙公司股東會之召集。換句話說，當「某種類型」的股

<sup>115</sup> 參閱王志誠，股東權行使之限制與定暫時狀態假處分—最高法院九十五年度台上字第九八四號判決之評釋，月旦法學雜誌第 155 期，2008 年 4 月，頁 253。按定暫時狀態假處分既名為「暫時」，即表示其效力部會永遠存續，應隨將來本案判決結果而有所改變。在本案訴訟確定之前，受處分人仍可合理期待藉由訴訟程序取得勝訴結果，並解除該股東權遭凍結之狀態。換言之，其仍有機會成為實質股東。職是之故，在股東權凍結狀態解除前，期仍可以本於股東之身分，行使股東會出席權，參與公共事務，特別是對其他股東與公司兼具利益者，而與賦予無表決權股東具有出席權或列席權之目的，並無二致。

<sup>116</sup> 公司法第 180 條規定：「股東會之決議，對無表決權股東之股份數，不算入已發行股份之總數。」

<sup>117</sup> 93 年 9 月 29 日經商字第 09302149450 號函：「公司法第 180 條第 1 項規定『無表決權股東』係指自始即無表決權之股東而言，如公司股東為法院以假處分禁止行使股東權與自始無表決權情形尚屬有別；至於經法院假處分禁止行使股東權，仍應算入已發行股份總數。」

份，既算入已發行股份總數，則必然擴大已發行股份總數此一母數，若該股份之股東出席股東會，卻不能算入出席數，則勢必提高股東會召開之難度。假處分制度僅為保全必要性而賦予司法體系的暫時性手段，並非用來操控、影響股東會的工具，故在利用此制度的同時，宜避免干預原有公司法治理模型。前述既已承認被假處分之股東仍有出席股東會之權利，則其出席時所代表的股份數亦應算入出席股份數，方屬妥適。

### 三、經假處分之股東，其股份數不算入出席表決權數

最後，關於股東會之表決權數如何計算，公司法第 180 條第 2 項規定：「股東會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。」係指依公司法第 178 條規定，有利害關係之股東，致有害於公司利益之虞者，不得行使表決權，其股份數不算入已出席股東之表決權數。而遭法院假處分禁止行使股東權者，經濟部認為其性質與有自身利害關係近似，宜類推適用公司法第 180 條第 2 項之法律效果，不算入已出席股東之表決權數。<sup>118</sup> 本文認同此看法，蓋既然經假處分禁止行使股東權，自包括表決權在內，其性質屬「不得行使表決權」，故不算入已出席股東之表決權數，始符合假處分之目的。

另外，倘遭法院假處分禁止行使股東權之股東，其股東表決權違法算入已出席股東表決權數時，該決議效力如何？本文認為，該決議係屬決議方法違反法令，依公司法第 188 條，其效力應為得撤銷。學者<sup>119</sup>持相同看法，若假處分的內容係「禁止行使表決權的假處分」，而被假處分之股東仍參與股東會表決，或「不得妨礙行使表決權的假處分」，而公司拒絕被允許行使表決權之股東參與表決，皆是股東會決議方法違反法令，同屬撤

<sup>118</sup>參閱戴銘昇，股東會決議成立要件相關問題之研究，華岡法粹 35 期，2006 年 7 月，頁 278。轉引自經濟部 93 年 9 月 10 日研商「公司登記及法規疑義有關事宜」會議決議。

<sup>119</sup>參閱葉大殷、陳錦隆、李貞儀、賴中強、江如蓉、黃馨慧合著，公司經營權爭奪與假處分，元照出版，1999 年 12 月，頁 150-151。

銷股東會決議之訴的原因。



## 第十一節 小結

針對本章介紹各種公司法、證券交易法、企業併購法等股東表決權之限制，本文整理如下表。由前可知，立法者限制股東表決權，其理由在學者或實務眼中並非皆為妥適，亦有法條刪除之前例。本文肯認立法者於必要時適當限制股東表決權，但應有其界線，不宜違背股份有限公司資合之本質、股東平等原則等上位概念，以免過度侵害股東權益。

值得注意的是，2015年4月行政院通過公司法部分條文修正草案，增訂「閉鎖公司專章」<sup>120</sup>。為鼓勵新創及中小型企業之發展，營造更有利之商業環境，另因應科技新創事業之需求，賦予企業有較大自治空間，爰引進英、美等國之閉鎖性公司制度，於第五章「股份有限公司」增訂「閉鎖性股份有限公司」專節，讓新創及中小型企業使用此種公司型態時，在股權安排及運作上更具彈性。未來需要以技術或勞務出資的公司，科技新創企業，都可申請登記為閉鎖公司，可吸引國內外創業者在我國設立公司。

閉鎖性公司因企業規模變大，股東人數擴張至50人以上，經股東會特別決議，可變更為非閉鎖的股份有限公司，但需辦理變更登記，回歸公司法對一般股份有限公司的規範，未變更者將被要求限期改善並按次處罰，情節重大可命令解散。為因應新創企業需求，閉鎖公司有諸多彈性的利多好處，包括可引進無票面金額股制度，並由公司自行選擇採行票面金額股或無票面金額股，同時允許透過章程規定，發行複數表決權特別股、對於特定重大事項有否決權的特別股設計。依據公司法修正草案第356條之7<sup>121</sup>

<sup>120</sup> 中華民國經濟部。資料來源：

[http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=2&menu\\_id=41&news\\_id=42171](http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=2&menu_id=41&news_id=42171)。（最後瀏覽日：2015/6/10）

<sup>121</sup> 104年公司法修正草案第356條之7：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：一、特別股分派股息及紅利之順序、定額或定率。二、特別股分派公司積餘財產之順序、定額或定率。三、特別股之股東行使表決權之順序、限制、無表決權、複數表決權或對於特定事項之否決權。四、特別股股東被選舉為董事、監察人權利之事項。五、特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式。六、特別股轉讓之限制。七、特別股權利、義務之其他事項。」

第3款規定，閉鎖公司得發行特別股，並於章程中訂明特別股之股東行使表決權之順序、限制、無表決權、複數表決權或對於特定事項之否決權，以及特別股轉讓之限制。其修正草案理由指出，「本於閉鎖性之特質，股東之權利義務如何規劃始為妥適，宜允許閉鎖性股份有限公司有充足之企業自治空間。此外，就科技新創事業而言，為了因應其高風險、高報酬、知識密集之特性，創業家與投資人間，或不同階段出資之認股人間，需要有更周密、更符合企業特質之權利義務安排，爰特別股之存在及設計，經常成為閉鎖性股份有限公司（特別是科技新創事業）設立及運作過程中不可或缺之工具。美國商業實務上，新創事業接受天使投資人或創投事業之投資時，亦多以特別股為之。是以，除第一百五十七條固有特別股類型外，於第三款及第五款放寬公司可發行複數表決權之特別股、對於特定事項有否決權之特別股、可轉換成複數普通股之特別股等；第四款允許特別股股東被選舉為董事、監察人之權利之事項；另如擁有複數表決權之特別股、對於特定事項有否決權之特別股、可轉換成複數普通股之特別股，得隨意轉讓股份，對公司經營將造成重大影響，是以，第六款允許公司透過章程針對特別股之轉讓加以限制。」此次修正，可視為複數表決權股特別股及對於特定事項有否決權之特別股於公司法制之大復活，對於現行公司法體制將帶來不小的衝擊，未來相關發展，容待觀察。

表 1: 公司法及相關法規中股東表決權之限制

(資料來源：自行整理)

	公司法規定	股東表決權限制	立法限制理由
1	特別股制度 (公司法第157條第3款)	公司發行特別股時，應就左列各款於章程中定之：…三、特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。	投資性股東取得股票，目的僅在賺取股息紅利，對於股東表決權之有無，並不介意；發行特別股有助於公司籌募資金。如有損害特別股股東權利之虞，原則上應經特別股股東會之決議，足以保護其

			權益。
2	大股東持股 (公司法舊法 第 179 條第 1 項但書)	一股東而有已發行股份 總數百分之三以上者，應 以章程限制其表決權。	保障弱勢股東權益，防止 持有多數股份的大股東 操縱公司業務之流弊，避 免其仗著高持股侵害其 他小股東之利益  刪除理由：違反一股一表 決權之原則，且外國立法 例均無此項限制
3	公司適法持 有自己股份 (公司法第 179 條第 2 項 第 1 款)	有左列情形之一者，其股 份無表決權：一、公司依 法持有自己之股份。	若允許公司持有自己之 股份有表決權，可能導致 董事以公司的名義大量 收購股票以操縱股東會 決議的流弊，例如利用庫 藏股來永保自己派之董 監職位等不合理情形發 生。
4	關係企業交 叉持股(公司 法第 179 條 第 2 項第 2 款、第 3 款)	有左列情形之一者，其股 份無表決權：…二、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，所持有 控制公司之股份。三、控 制公司及其從屬公司直 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 半數之他公司，所持有控 制公司及其從屬公司之 股份。	從屬公司就其對控制公 司之持股，在控制公司之 股東會中行使表決權 時，實際上與控制公司本 身就自己之股份行使表 決權無異，此與公司治理 之原則有所違背。又控制 公司及其從屬公司直接 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 數之他公司所持有控制 公司之股份，基於相同立 法意旨，亦應納入規範。
5	關係企業交 叉持股(公司 法第 369 條 之 10 第 1 項)	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	為避免相互投資公司可 能發生之弊端及相互投 資現象之擴大，明定其表 決權行使之限制，惟公司 以盈餘或公積轉為資本 所得之股份，並非相互投

		司增資配股所得之股份，仍得行使表決權。	資公司股東所能決定，故此項限制不適用於從盈餘或公積轉為新增資本而獲得之新增股份，以免矯枉過正妨礙公司正常營運。
6	董事、監察人持股設質(公司法第197條之1第2項、第227條)	公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。	杜絕企業主炒作股票之動機與歪風，及防止董監事信用過度膨脹，避免多重授信。
7	股東代理出席(公司法第177條之2)	除信託事業或經證券主管機關核准之服務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權百分之三，超過時其超過的表決權，不予計算。	避免大股東於股東會開會前大量收買委託書，而有操縱會議之弊。
8	股東利益迴避(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者，不得加入表決，並不得代理其他股東行使表決權。	股東對於會議事項既有自身利害關係，難以期待其為公正之決策，避免該股東因各人利害關係之考量而選擇犧牲公司利益，造成公司其他股東及債權人的損害。
9	表決權放棄行使(公司法第317條第1項) (相類似法規：公司法第186條、企業併購法第12條第1項各款)	公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股	促使公司合併易於成功，鼓勵公司為合併之決議。

		份。	
10	經法院假處分之股東(民事訴訟法第538條)	經假處分之股東，不得行使表決權。	由法院一職權介入並予以規制，以防止急迫的危險或重大之損失發生。於股東會，避免經營權之爭造成難以回復之結果。



## 第四章 機構投資人表決權行使之介紹

機構投資人(Institutional investors)，係指以投資為專業，匯集來自大眾的龐大資金，分別投資於不同公司及其相關商品之法人或組織，但不包括一般相互投資或交叉持股之公司。相較於一般中小型股份有限公司，保險業更具有「機構投資人」之特質。本章第一節從公司治理之內涵與沿革出發，介紹聯合國 OECD 公司治理原則。而機構投資人於公司治理上扮演重要角色，其對於證券市場具有指標性的影響，能發揮買方的影響力，引導企業的行為。

第二節介紹我國機構投資人表決權行使規範。我國機構投資人可分為三類，第一類係有「三大法人」之稱的專業投資機構，包含外國機構投資人、證券投資信託事業以及自營商。第二類係有「四大基金」之稱的政府基金，包括公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金以及郵政儲金。第三類為金融機構，包含銀行業、保險公司以及金融控股公司。本節詳細介紹各機構投資人之相關法令及表決權行使之限制，有助於分析比較保險法對於保險業表決權行使限制之妥適性。

第三節重點著墨於國際原則與外國實務經驗，介紹近年來的熱門議題——聯合國責任投資原則(PRI)。另外，以美國數家著名機構投資人之表決權行使政策為例，可看出機構投資人「資訊揭露及公開」之重要性，得做為我國保險業相關法規制定之參考。第四節介紹保險業永續發展原則(PSI)，該原則進一步細緻化全球保險業者追求永續發展的方向及標準，值得我國保險業者及主管機關參酌採用。

## 第一節 機構投資人在公司治理之角色

### 第一項 公司治理之介紹

#### 第一款 內涵與沿革

「公司治理」(corporate governance)概念為大眾廣泛知悉，惟明確的定義與範圍，並無定論，我國法律亦無明文規定。OECD (Organization for Economic Co-operation and Development，經濟合作發展組織)對公司治理所下的定義，謂係「一種對公司進行管理和控制的體系，不僅規定公司的各個參與者(如董事會、經理階層、股東和其他利害關係人)的責任和權利分配，而且明確了決策公司事務時所應遵循的規則和程序」。另參酌財團法人中華公司治理協會於2002年之決議結論，「公司治理是一種指導及管理的機制並落實公司經營者責任的過程，藉由加強公司績效且兼顧其他利害關係人利益，以保障股東權益。」公司治理所涉及之參與者範圍甚廣，若由狹義的角度觀之，公司治理係指存在公司股東、董事會、內部監察機關、管理階層間有關參與決定公司管理及經營之關係。而廣義的公司治理則不止探討股東或內部監控機關對管理者的制衡，更進一步將「利害關係人」(stakeholder)的角色及功能納入討論，諸如員工、客戶、供應商、債權人等。有學者<sup>122</sup>則從法律觀點，認為「公司治理係在企業所有權與企業經營權分離之現代公司組織體系下，如何透過法律的制衡管控設計，有效監督企業組織活動之機制。在此意義下，最廣益之概念為，凡是涉及公司組織活動之法規範，皆屬公司治理法制之一環。」由上可知，目前為止公司治理的確沒有一個公認的定義，但其內涵大同小異，本文簡單歸納結論，公司治理應是「管理與監督公司的制度設計，重點放在公司股東與經營階層間之監控關係，其最大目的是保障股東、債權人和利害關係

<sup>122</sup> 參閱林國全，公司治理法制，月旦法學雜誌第39期，2013年3月，頁6。

人之利益。」

## 第二款 濫觴於美國

現代公司治理理論可追溯起源於美國 1930 年代，當時美國大型股份有限公司中，股東人數大量增加，股權結構相當分散，公司所有權與經營權分離之概念萌芽，促使公司所有與經營分離成為主流，進而形成經營者支配的現象，如何避免經營者為己身利益而損及股東權益，成為此階段公司治理主要問題。到了 1970 至 80 年代，美國實務爆發連串的企業醜聞和弊案，諸多公司經理人利用製作假帳及公布不實財務資訊等方式，欺騙公司董事會及投資大眾，情況之嚴重，使得公司治理議題再度受到重視，意識到現有的公司法制度無法有效監督公司經營，公司治理實務守則(Code of Best Practice)、獨立董事、審計委員會等公司治理制度應運而生。

當世界各國爭相仿效美國的公司治理制度時，2001 年卻爆發美國企業史上最大弊案—安隆案(Enron)。安隆公司當時是世界上最大的電力、天然氣以及電訊公司之一，曾列美國第七大企業，安隆宣告破產，堪稱美國史上最大規模的企業崩盤。2000 年 8 月間安隆股價達到高峰，每股最高達到 90 美元，但是自安隆的財務問題於 2001 年 10 月曝光以後，情勢急遽惡化，股價從 90 美元連續跌至低於 1 美元，安隆集團從新經濟概念股一下子變成了水餃股，最後不得已在 2001 年 12 月 2 日申請破產保護，成為美國有史以來最大宗的破產案，這結果嚴重衝擊美國的資本及金融市場，以及全球的投資市場，連累了許多銀行、基金，以及社會投資人；而公司無辜的員工除了賠上個人職涯之外，還賠上退休金，其衝擊不可謂不大<sup>123</sup>。安隆自此成為貪婪與貪污腐敗的同義詞，一系列企業崩盤風潮中最醜惡的

<sup>123</sup> 參閱 安隆事件的反思，Cheer 雜誌第 20 期，2001 年 5 月，資料來源：  
<http://www.cheers.com.tw/article/article.action?id=5025444>。(最後瀏覽日:2015/1/5)

濫觴<sup>124</sup>。此後數年，美國發生了一連串知名大企業破產、倒閉的事件，泰科 (Tyco)、世界通訊 (WorldCom)、全錄 (Xerox)、默克藥廠 (Merck) 等跨國性大型企業紛紛傳出令人膽戰心驚的弊案醜聞，偽造收支、浮報營收、虛偽交易等企業非法傳聞陸續浮上檯面，重創美國投資大眾對證券市場的信賴。原有的公司治理制度受到嚴重的挑戰，國際間開始重新省思檢討現有的公司治理制度，其重要性逐漸深植人心。投資人開始理解，華麗帳目及高漲股價並非賺大錢的保證，公司治理制度的完備才能真正確保其投資報酬能合理回收。依據美國麥肯錫公司 (McKinsey & Company) 與投資人協會所作之調查結果顯示，在拉丁美洲國家，超過百分之八十的投資人，願意支付溢價給公司治理制度健全之公司，因為他們了解公司治理的重要性<sup>125</sup>。公司治理的良窳對股價有關鍵性的影響，股東普遍認為公司治理差的公司對其權益保障較低，而不願投資，使得該公司股價降低，可見完善公司治理制度對現代投資市場影響力的重要性。

### 第三款 亞洲各國之情形

亞洲 1997 年經歷金融風暴，泰國、馬來西亞、印尼等國家股市遭到重創，當初許多財務報表數字亮麗的企業陷入重整或破產的困境，整體股票市場受到外國機構投資人極度的不信任<sup>126</sup>。而我國即便有政府大力支撐股市，仍難以避免金融危機對股市所造成的影響。依照證券暨期貨市場發展基金會統計，自 1998 年開始，經檢察官起訴的地雷股與炒作案件達四十件以上，投資人遭受損失更超過一千七百餘億元，其根源多在於公司治理機制的疏漏，使得公司經理階層或控制股東枉顧小股東利益，掏空公司資

<sup>124</sup> 參閱 美國史上最大弊案—安隆案，經理人月刊編輯部，2007 年 1 月 15 日，資料來源：<http://www.managertoday.com.tw/articles/view/405>。(最後瀏覽日：2015/1/5) 這起美國有史以來最大宗的企業破產案，讓人們看清楚了企業為了攫取利益，可以如何地玩弄會計和財務報表，並且從事許多不可思議又猖獗的違法行為，甚至不惜以員工的退休金為代價。

<sup>125</sup> 參閱洪文玲，法令規範、產業景氣對公司治理的影響—以台灣電路板廠商為例，國立中央大學管理學院高階主管企管碩士班碩士論文，92 年 7 月，頁 11。

<sup>126</sup> 參閱 政府持股事業之公司治理與績效關聯性研究，國家發展委員會，2005 年 4 月 27 日，頁 3。資料來源：<http://www.ndc.gov.tw/ml.aspx?sNo=0008785#.VKmicuUe1Q>。(最後瀏覽日：2015/1/5)

產而未被察覺<sup>127</sup>。著名的弊案例如民國 93 年博達科技掏空案、陞技科技<sup>128</sup>掏空案、訊碟科技掏空案；民國 95 年力霸東森掏空案等，其手法類似，以製作不實財報、虛增營業額方式，再透過海外交易掏空公司資產，公司的董事長等人因內線交易而得事先出脫持股、避免損失，而事先不知情的股東或債權人知曉時已無力回天，只能承擔血本無歸的無奈結果。一而再、再而三的弊案使得股東及利害關係人對證券金融市場失去信心，此非大眾所樂見之情形。其中公司董監事功能不彰、會計師查核疏失、獨立董事並非萬靈丹等成為檢討的焦點，傳統的監控機制宣告失靈，學者及相關單位討論、研究相關議題的態度轉而積極<sup>129</sup>，盼能透過建立更良好完善的公司治理制度，健全我國企業經營，保障投資人權益，避免公司經營者違法涉弊的事件再次發生。如何做好公司治理，已成為政府、業界、投資人等關心的重要議題。

金融風暴突顯出亞洲家族企業及集團化企業所隱含財務業務不透明的嚴重性，各國開始認知到經營者之不當行為將會導致投資人、債權人及利害關係人權益受損害，學者及國際組織陸續提出應強化經營者責任之公司治理紀律與效能訴求。國際知名投資機構如里昂證券公司（CLSA Emerging Markets）<sup>130</sup>、世界性權威金融分析機構標準普爾公司（Standard & Poor's）<sup>131</sup>等為加深各國對公司治理體系之重視，將推行公司治理列為選股的重要

<sup>127</sup> 同前註。

<sup>128</sup> 現更名為欣煜科技。

<sup>129</sup> 行政院於 92 年 1 月 7 日核定成立「改革公司治理專案小組」，並於同年 11 月 18 日通過「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，所推動之各項具體措施是以循序漸進方式進行，根據國內企業之特性、組織型態及產業屬性，區分為短、中、長期等三個階段來推動。證期會亦組成「公司治理推動小組」推動計畫相關事宜。

<sup>130</sup> 里昂證券公司（CLSA Emerging Markets），歐洲最富盛名的投資銀行。其於民國 92 年 4 月底就其對新加坡、香港、印度、台灣、韓國、馬來西亞、泰國、中國大陸、菲律賓及印尼等十個市場之調查結果，發布二〇〇三年亞洲新興市場公司治理評鑑報告，並於亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association）所舉辦之研討會上發表該報告內容。評分結果顯示，我國被抽樣企業公司治理評分排名前十名者計有一家，排名第二十一名至第三十名者計有三家。其中就所有市場之整體評分而言，得分較高者之得分關鍵主要係透明度及公平性二項得分較高，而得分較差者主要係獨立性及責任二項之評分較差。

<sup>131</sup> 標準普爾（Standard & Poor's，或譯為史坦普），是一家世界權威金融分析機構，總部位於美國紐約市，由亨利·瓦納姆·普爾（Mr Henry Varnum Poor）於 1860 年創立。國外最早的公司治理

評估指標，各國政府紛紛參考經濟合作與發展組織(OECD)、世界銀行(World Bank)及歐盟組織(EU)等發表之原則，推動公司治理<sup>132</sup>。

#### 第四款 OECD 公司治理原則

關於公司治理最有代表性的規範是經濟合作發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)於1999年公布、2004年修正之「OECD 公司治理原則(OECD Principles of Corporate Governance)」<sup>133</sup>。此原則發展初期，致力於發展一套能普遍適用於各國經濟、社會、法律及文化環境的法規架構，以作為各國立法者重新檢視、評估原有制度的參考基準，建立符合各國國情與市場實務的法規範，並對交易市場、投資人利害關係人提供有關公司治理的指導原則及建議。2004年修正版本則以更宏觀的視野來審視公司治理的制衡議題，關注公司中環保、反貪汙和倫理等議題的決策過程，並將利害關係人的範圍擴大到國際投資機構<sup>134</sup>。此原則不論對會員國或非會員國均無國際法之拘束力，然而世界各國多以此原則為框架範本，訂定國內有關公司治理的規範。

OECD 公司治理原則<sup>135</sup>揭示一個健全的公司治理需符合的六大核心原則。附帶一提的是，此 OECD 公司治理原則係著重在公開發行公司之公司治理問題，但針對非公開發行公司，學者<sup>135</sup>認為亦自有適用之餘地。以下將針對此六大原則分述之(除基本介紹外，另摘錄與本文相關部份)。

#### 一、確立有效公司治理架構之基礎 (Ensuring the Basis for an

---

評價系統是1998年美國標準普爾所建立的公司治理服務系統。

<sup>132</sup> 參閱財團法人中華公司治理協會官方網站，資料來源：<http://www.cga.org.tw/default.aspx>。(最後瀏覽日：2015/1/5)

<sup>133</sup> 參閱劉坤億、蔡淑美著，*公司治理*，2004年，資料來源：<http://www.ntpu.edu.tw/pa/news/93news/attachment/931105-5.pdf>。(最後瀏覽日：2015/1/6)

<sup>134</sup> 參閱 OECD Principles of Corporate Governance。資料來源：<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

<sup>135</sup> 參閱姚思遠，*OECD 公司治理原則* (2004)，*華岡法粹*第32期，2004年12月，頁63-96。

## Effective Corporate Governance Framework)

公司治理架構應促進透明化及高效率的市場，且必須與法律規定相符，在不同的監督、管理與執行等機關間有清楚明確的責任劃分。

The corporate governance framework should promote transparent and efficient markets, be consistent with the rule of law and clearly articulate the division of responsibilities among different supervisory, regulatory and enforcement authorities.

## 二、股東權益及重要所有權功能 (The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions)

強調公司治理架構應該保護和協助股東行使股東權利。公司應便利公司包括機構投資人在內的所有股東，行使其股東權利。

The corporate governance framework should protect and facilitate the exercise of shareholders' rights. The exercise of ownership rights by all shareholders, including institutional investors, should be facilitated.

機構投資人基於其受託人責任，應全面揭露其就被投資公司之治理策略，及與其投資相關之投票決策，包括其行使投票權的適當程序。

Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose their overall corporate governance and voting policies with respect to their investments, including the procedures that

they have in place for deciding on the use of their voting rights.

機構投資人基於其受託人責任，應揭露如何解決被投資公司行使主要股東權利時，所面對實質利益衝突之問題。

Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose how they manage material conflicts of interest that may affect the exercise of key ownership rights regarding their investments.

公司治理架構中應賦予包含機構投資人在內之股東，在其所享有之基本權利存有爭議時，彼此得進行討論之機會；但例外時亦得限制股東的行使，避免濫用。

Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights as defined in the Principles, subject to exceptions to prevent abuse.

值得一提的是，此原則並未強制要求機構投資人參與投票表決。然學者<sup>136</sup>認為，機構投資人作為受託人，有義務主動揭露對其投資的所有公司治理與行使表決權策略，包括其決定行使表決權之程序。機構投資人亦應揭露當其面臨重大利益衝突的處理方式。股東，包括機構投資人，應被准許能就有關其基本股東權利的議題，作相互的溝通。關於機構投資人在公司治理所扮演的角色及義務，本文將於下一小節詳細討論。

---

<sup>136</sup> 參閱王育慧，從公司治理論機構投資人股東權之行使－以公共基金為中心，國立政治大學法律研究所碩士論文，2007年，頁12-13。

### 三、股東平等對待 (The Equitable of Treatment of Shareholders)

公司治理架構應能確保所有股東(包括少數股東與外國股東)都能被平等對待。所有股東在其權利被侵害時能獲得有實益的救濟管道。

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 of their rights.

股東之表決權，若係委由股務保管機構或其他代理人代為行使，該機構或代理人應依循與受益所有人(beneficial owner of the shares)約定之方法行使表決權。

Votes should be cast by custodians or nominees in a manner agreed upon with the beneficial owner of the shares.

### 四、利害關係人在公司治理中扮演的角色 (The Role of Stakeholders in Corporate Governance)

公司治理架構應認知由法律或經由相互協議所賦予利害關係人的權利，並鼓勵公司與利害關係人間進行積極合作，以創造財富、就業機會以及維持企業財務健全。

The corporate governance framework should recognize the rights of stakeholders established by law or through mutual agreements and encourage active co-operation between corporations and

stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises.

利害關係人參與公司治理的過程中，應確保其得適時且定期取得充分且正確可信賴之公司相關資訊的管道。

Where stakeholders participate in the corporate governance process, they should have access to relevant, sufficient and reliable information on a timely and regular basis.

#### **五、資訊揭露與透明 (Disclosure and Transparency)**

公司治理架構應確保所有與公司相關的財務情形、績效表現、股權與公司治理等重大事件，都能及時且正確的揭露。

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 the company.

#### **六、董事會責任 (The Responsibilities of the Board)**

公司治理架構應確保董事會善盡指導公司策略、有效監督管理階層之責，以及強調董事會對公司與股東應負之責任。

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.

如前所述，OECD 公司治理原則被各國作為公司治理改革的原型範本，包括我國後來的立法亦以此作為藍圖。本文後述章節關於保險業者轉投資時所應有的保障及限制，亦不脫 OECD 公司治理原則所闡述種種原則之範疇。

### 第五款 我國後續改革發展

經歷亞洲金融風暴及接二連三重大金融弊案的慘痛教訓，基於國際對公司治理之高度重視，我國順應世界潮流揚起公司治理改革的風帆。2002 年成立中華公司治理協會，並於同年 10 月發佈由財政部證券暨期貨管理委員會（證期會）所核定之證券交易所及櫃台買賣中心的上市上櫃公司治理實務守則，2003 年又陸續公布證券商公司治理實務守則、期貨商公司治理實務守則，我國公司治理制度明文化雛型至此確定。

行政院則於 2003 年(民國 92 年)核定成立改革公司治理專案小組，並於同年通過「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，所推動之各項具體措施，以循序漸進方式進行，根據國內企業之特性、組織型態及產業屬性，區分為短、中、長期等三個階段來推動<sup>137</sup>。證期會則配合上開行動方案，參酌學者及公司負責人意見，會同證交所、櫃買中心、證基會、公司治理協會、券商公會<sup>138</sup>等五大工商團體，組成公司治理推動小組，推動計畫相關事宜<sup>139</sup>。執行的重要成果包括配合獨立董事或審計委員會制度之建立，

<sup>137</sup> 參閱 規劃落實推動我國公司治理制度計劃方案之成果報告，證期會公司治理推動小組，2003 年，頁 1-3。

<sup>138</sup> 五大工商團體即臺灣證券交易所股份有限公司（簡稱證交所）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（簡稱櫃買中心）、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會（簡稱證基會、社團法人中華公司治理協會（簡稱公司治理協會）及中華民國證券商業同業公會（簡稱券商公會）。

<sup>139</sup> 其計畫目標，參酌國際潮流趨勢、融納國情實務、採鼓勵自願及循序漸進方式規劃落實推動

研修證券交易法、授權法規及相關函令；在發揮市場監督機制及增進資訊透明度方面，建置資訊揭露評鑑系統，定期辦理公司資訊揭露評鑑，公布資訊揭露評鑑結果，提供投資人及市場管理者參考；檢討年報及公開說明書應行記載事項準則，充實公開資訊觀測站網站之內容；檢討修正重大訊息揭露相關規定，加強企業轉投資及海外投資之揭露；其他還有推動電子投票、強化關係人交易之決策過程與揭露、引進投資人保護措施及提高公司資訊透明度等。102 年金管會並成立公司治理中心，辦理相關業務事項。關於我國公司治理的重要推動歷程整理如下表。

**表 2：我國公司治理重要推動歷程**

(資料來源：整理自公司治理中心網站(<http://cgic.twse.com.tw/front/aboutCorpGov>))

年度	事項
1998	開始宣導「推動公司治理」
2002	IPO 設置獨立董事 公開資訊觀測站上線 公佈公司治理原則
2003	行政院專案小組通過「強化公司治理政策綱領暨行動方案」
2005 至 2010	法規修訂 • 公司法修訂(2005) • 證券交易法修訂(2006、2010) • 公布企業社會責任守則、誠信經營原則
2013	強化公司治理藍圖 證交所成立公司治理中心 擴大採行電子投票、設置獨立董事、審計委員會之範圍

為加強股東參與公司決策之權利，推動建構完善公司治理方案之意旨，立法院於 2005 年通過公司法修正草案，增訂董事、監察人候選人提名制

我國公司治理制度計畫方案，期達成下列目標：(一) 協助企業建立公司治理文化及制度。(二) 強化公司內部控制與內部稽核。(三) 提升董事會專業經營能力。(四) 發揮市場監督機制。(五) 增進資訊透明度。(六) 促進公司治理制度國際化。(七) 健全企業會計制度。

度，遠距股東會、電子投票等措施，增列股東會提案權等。此次修正順應國際趨勢，強調公司治理、股東行動主義之展現。然雖有前述的改革方案與立法修正，我國近年來仍有部分公司為經營權涉有不當使用公司資源或損害股東權益之情事，突顯我國公司治理還有待努力改善之處。目前我國公司治理可能面臨的挑戰如下<sup>140</sup>：

**一、企業之公司治理文化與制度未普及：**我國推動公司治理已有 10 年以上，相關法制及執行上雖有一定進展，但多數公司僅遵守法令，缺少自發性主動改善公司治理之行動，且民間機構或非營利組織之資源尚未有效整合，致公司治理之推動效率及效果有限。

**二、董事、監察人獨立性仍不足：**我國本土中小企業董監事仍有多由家族成員擔任之情況，外界常批評其功能欠佳，決策受到少數人操縱，監督機制未能彰顯。

**三、資訊透明化、便利度需配合實務加強：**國外機構投資人投資時，非常重視資訊透明化程度，我國資本市場漸趨國際化，應再充實公開資訊觀測站內容及強化資訊之質量，有助於提昇我國證券市場資訊透明度，吸引更多國外機構投資人投資。另外，部分公司揭露之資訊流於形式化，尤其針對非財務資訊之揭露，因內容不完整，投資人不易掌握重點或瞭解判斷，另部分公司治理事項缺乏統計資料，不易瞭解整體變化，皆需再加強。

**四、股東行動不足：**小股東重視短期收益，對參與公司事務並不熱衷；機構投資人亦未能積極行使投票權及發揮影響力，是以亟須提升及實踐股東行動主義之部分。

---

<sup>140</sup> 整理自 規劃落實推動我國公司治理制度計劃方案之成果報告，證期會公司治理推動小組，2003 年，頁 6-8。2013 強化我國公司治理藍圖，金融監督管理委員會，頁 1-5。

**五、治理執法有效性待提升：**公務機關受依法行政之約束，往往對未遵守法令者無法給予立即且有效之輔導、遏阻或制裁行動，政府除應強化法令外，更應善用機制鼓勵民間力量協助監督。另執法資訊之揭露有遏阻及防範違法行為之效果，應加強其即時性。

總而言之，公司治理應採內部機制與外部機制併行，內部機制係指公司透過內部自治之方式，管理及監督公司業務而設計的制度。包括董事、監察人監督(分單軌制與雙軌制)、股東監督(例如機構投資人參與、股東代表訴訟、股東提案制度)等方式，建構股東之知悉權、決策參與權，及賦予董事、監察人獨立行使職權之能力<sup>141</sup>；外部機制透過外部壓力，如行政監督、司法監督、市場監督等方式，迫使經營者放棄私利，全心追求公司利益，例如透過政府法規的建立、市場競爭機制之發揮(例如購併、公開收購、委託書徵求等)及民間專業機構之參與。

針對上述待改進目標，金融監督管理委員會 2013 年規劃「強化公司治理藍圖」，特別設立公司治理中心，專門負責相關業務。另外為了辦理資訊揭露評鑑及公司治理評鑑，延聘各界學者專家組成資訊揭露評鑑委員會及公司治理評鑑委員會，專責審議評鑑系統之建置與後續評鑑結果發布等相關業務。「強化公司治理藍圖」所揭櫫之願景為：「建立公司治理文化，創造共利企業價值」，期望透過完備法治、企業自省及市場監督三者之共同力量，鼓勵企業及投資者積極參與公司治理，最終達到創造多方共同利益及促進企業之永續發展<sup>142</sup>。並提出形塑司治理文化、促進股東行動主義、提升董事會職能、揭露重要公司治理資訊、強化法制作業等五大計畫及十三項具體措施。其他目標包括強化公司內部控制與內部稽核、發揮市場監督機制、促進公司治理制度國際化等，作為推動公司治理政策之指引。希

<sup>141</sup> 參閱吳惠如，機構投資人參與公司治理宣導說明會紀實，證券櫃檯月刊，第 90 期，2003 年，頁 23-27。

<sup>142</sup> 參閱 公司治理中心簡介—使命願景，台灣證券交易所公司治理中心，資料來源：<http://cgc.twse.com.tw/front/about>。(最後瀏覽日：2015/1/13)

冀憑藉更具體的措施，由政府帶頭推動，整合政府、民間、證券周邊單位及媒體之力量，與上市櫃公司、民間及社會積極對話，破除以往由主管機關發動改革措施之模式，讓企業深入了解公司治理之價值後，自發性採行非法令強制規定之公司治理措施，鼓勵企業及投資者積極參與公司治理，形塑良好公司治理文化。另透過國際互動宣揚我國公司治理成效，提升國際形象與市場價值。

## 第二項 機構投資人之介紹

### 第一款 內涵與沿革

機構投資人(Institutional investors)，係指以投資為專業，匯集來自大眾的龐大資金，分別投資於不同公司及其相關商品之法人或組織，但不包括一般相互投資或交叉持股之公司<sup>143</sup>。在西方國家，機構投資人有廣義與狹義之分，狹義包括投資中介機構（共同基金、投資銀行、私募基金等）、契約性儲蓄機構（社會福利基金、保險基金等）、存款機構（商業銀行等）等。廣義則再加上社會慈善機構及教堂宗教組織。囿於篇幅，本文討論重點聚焦於狹義機構投資人。

證券市場上投資人可區分為一般投資人及機構投資人，一般投資人個人資金有限，僅能投資少數標的或持有少數股權，無法達到分散投資風險。相較之下，機構投資人藉由信託方式取得一般投資人之資金，以匯集所得的龐大資金進行高度專業化、多元化的投資，包含購買公司股份、債券或公司所發行之金融商品等，藉此達到分散投資風險之優勢。一般人投資人與機構投資人間，其法律關係原則上為信託關係，機構投資人身為受託人，

<sup>143</sup> 參閱余雪明，證券交易法，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年6月，頁115。

得代替委託人行使股東權，以保護其權益。因此，機構投資人在其所投資的公司中，往往成為持股多數的大股東，對於各該被投資公司經營、決策的過程具有實質重大的影響地位，公司對於機構投資人的意見十分重視，若其能積極行使被委託的股東權利，必定能在公司治理中發揮一定之作用<sup>144</sup>，提升公司治理的品質。

美國 1980 年代後期，機構投資人逐漸成為美國資本市場的主要參與者，透過在資本市場上購買上市公司股票，機構投資人成為被投資公司之大股東。因為其持有大量股份，能否獲利與公司經營成敗有重大關連，致使機構投資人開始有足夠動機、誘因積極參與公司治理。美國機構投資人逐漸了解，欲出脫那些績效不佳的公司股票並不容易，迫使機構投資人必須適度放棄短期獲利之投資傾向，轉為著眼於中長期投資發展，進而關注公司治理議題<sup>145</sup>。

我國機構投資人主要可分為投資銀行、保險公司、外資、證券投資信託事業，以及包含統稱為四大基金之公務員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金與郵政儲金。相較於美國於 1990 年代大型機構投資人取代了一般投資人在股票市場主要地位之情形，我國發展則相對緩慢。蓋我國資本市場特色之一係中小企業及家族企業多，經營決策易有不透明或不利於小股東之情況，投資人又以散戶居多，其較重視短期收益，忽略企業長期永續之經營價值，因此導致部分企業亦重短期績效、欠缺落實公司治理之動機，甚至出現經營危機或不法情事。

然而近年來由於政府的推動，我國已有證券市場法人化的趨勢。根據

---

<sup>144</sup> 參閱鄭珮琪，*公司治理之研究—機構投資人參與為中心*，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文，2010 年，頁 112。

<sup>145</sup> 同前註，頁 199。

金管會 2014 年 11 月之統計<sup>146</sup>，我國機構投資人在證券交易集中市場之投資比例為 17.2%，外國機構投資人之投資比例為 23.9%，兩者投資比例總和為 41.4%，而國內散戶投資比例為 58.9%。相較於 2004 年我國機構投資人在證券交易集中市場之投資比例僅為 11.6%，外國機構投資人之投資比例為 10.9%，兩者投資比例總和為 22.5%，散戶投資人高達 75.9% 之投資比例，機構投資人之持股比例十年來增加約 18.9%，且有持續上升的趨勢。尤其是外國機構投資人投資比例有明顯的變化，增加約 20%，我國散戶投資人則降低了 17%，由此可見機構投資人在我國資本市場的地位越來越重要。

表 3：2004 年與 2014 年我國集中交易市場成交金額投資人類別比例表

(資料來源：自行整理)

年	我國機構投資人	外國機構投資人	我國散戶投資人	外國散戶投資人
2004 年	11.6	10.9	75.9	1.6
	兩者相加 22.5			
2014 年	17.2	23.9	58.9	0.0
	兩者相加 41.4			

本文認為，近十年來機構投資人於我國資本市場投資比例逐年增加的現象，與我國政府於 2003 年正式推動公司治理改革有極大的關連。近年來，公司治理相關法制如公司法、證券交易法已配合增修；陸續公布上市上櫃之公司治理實務守則、企業社會責任實務守則及誠信經營守則等，供國內企業遵循；公開資訊觀測站、公司治理評鑑、資訊揭露評鑑等資訊透明制度建立完備，皆有助於提升我國公司治理之國際地位，提高國外機構投資

<sup>146</sup> 參考 證券暨期貨市場 103 年 11 月份重要指標—九、集中交易市場成交金額投資人類別比例表 (17)，金融監督管理委員會證券期貨局，資料來源：[http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109&mcustomize=important\\_view.jsp&semo=201412150001](http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109&mcustomize=important_view.jsp&semo=201412150001)。(最後瀏覽日：2015/1/15)

人投資意願。

## 第二款 機構投資人之功能

研究<sup>147</sup>指出，相較於一般投資人普遍持股數量不高，對公司影響力薄弱，導致其缺乏足夠動機長期關心公司經營，機構投資人持股數量較多，股權亦較為集中。基於其專業能力，機構投資人能提供較深入的投資分析，對於證券市場具有指標性的影響，其專業能力及分析資源通常較個人投資者強，影響公司的力量相對較高，能發揮買方的影響力，引導企業的行為，產生保障其他投資者的效果。相對的，較佳之公司治理，亦能擴大投資人之價值，降低公司治理不善之風險，因而吸引更多機構投資人甚至一般投資人投資，如此一來，促使公司推行更佳之公司治理，形成良性循環。

機構投資人基於其專業形象及資源之優勢，徵求委託書成功機率高，再加上本身即持有較多股份數量，其能要求公司管理階層以效率且競爭力之方式去經營公司，或爭取擔任董事職務，若公司經營績效不佳，機構投資人亦能以其擁有多數表決權之優勢，迫使公司撤換經理人或改變其經營策略。除此之外，有研究認為<sup>148</sup>，相較於一般投資人，機構投資人的「情緒」更能影響公司管理者之股利發放意願，蓋一般投資人雖非少數，但其會參考機構投資者的投資動向決定自身投資意願。基於此，公司經營者為了吸引機構投資者來購買自己公司股票，其股利發放意願因而提高。由此可知，機構投資人扮演主導公司經營走向的重要角色。

---

<sup>147</sup> 參閱吳惠如，機構投資人參與公司治理宣導說明會紀實，證券櫃檯月刊，第 90 期，2003 年，頁 23-27。

<sup>148</sup> 參閱陳信憲、蘇麗雯著，投資人情緒與臺灣上市公司股利發放因素之研究，臺灣銀行季刊第 62 卷第 3 期，頁 231。本研究運用迎合理論來探討臺灣上市公司的管理當局是否會隨著不同族群的投資人情緒而影響股利的發放。實證結果得出，(1) 當市場整體情緒高昂時，為了吸引更多投資人購買該公司股票，故公司管理當局會傾向迎合市場整體投資人發放股利。(2) 在前述結論的前提下，機構投資人情緒較散戶投資人情緒更能影響公司管理當局的股利發放意願，且機構投資人情緒愈高昂時，公司管理當局更傾向發放股利。(3) 當公司的總應計項目愈高、公司規模愈小、負債比率愈小、每股盈餘愈大以及獲利率愈高時，公司管理當局更傾向發放股利。

根據前述我國集中交易市場成交金額投資人類別比例表可知，我國機構投資人的規模日益擴大，惟相較於外國機構投資人，其對於證券市場標的公司治理影響力仍有發揮的空間。鑒於機構投資人對公司股東及受益人負有「對投資標的要求強化公司治理」之法律上受託人義務，機構投資人應要求公司資訊透明、實施評鑑制度，落實審計委員會及獨立董事制度，實際追訴對不法經營者之法律責任，以保護受託人之權益。更進一步，機構投資人應審慎評估投資標的公司治理風險，保障長期合理的報酬；要求投資標的公司需符合一定程度的治理標準，制定公司治理及表決權行使標準，例如公司治理政策、表決權行使程序、最佳實務手冊等<sup>149</sup>，利用其身為機構投資人之實質影響力，宣示對標的公司治理的原則要求，成為引導企業改進公司治理的市場力量。



---

<sup>149</sup> 參閱吳惠如，機構投資人參與公司治理宣導說明會紀實，證券櫃檯月刊，第 90 期，2003 年，頁 23-27。

## 第二節 我國機構投資人表決權規範之介紹

我國機構投資人可分為三類：(一)有「三大法人」之稱的專業投資機構，包含外國機構投資人、證券投資信託事業以及自營商。(二)有「四大基金」之稱的公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金以及郵政儲金。(三)金融機構，包含銀行業、保險公司以及金融控股公司。從前述資料顯示，機構投資人之投資佔我國整體證券集中交易市場的比重，雖然有逐年成長之趨勢，然相對於美國、日本而言，機構投資人對於我國上市公司的持股比例仍偏低，對於公司治理所能發揮的影響力不如外國。其中一個可能的主要原因，在於我國法令對於機構投資人進行投資或行使股東權利設有過多嚴格限制。例如：金融機構轉投資之上限、強制分散持股及行使表決權之限制等。此觀銀行法第 74 條、金融控股公司法第 37 條可知。

民國 103 年新修正保險法第 146 條之 1，關於保險業投資及表決權行使限制之相關規定，係本文討論的核心重點，將於第五章做深入討論。相較於本文於第三章介紹公司法對於一般投資人表決權行使之限制，本節將重點擺在與保險業者同屬機構投資人性質的其他法人、金融機構於進行投資或行使股東表決權時，所應遵循的規範，以及對於機構投資人參與公司治理可能產生限制之相關法令。

### 第一項 三大法人

一般股市所稱「三大法人」，係指外國機構投資人、證券投資信託事業以及自營商等三類專業投資機構。這三大法人在證券市場扮演舉足輕重的角色，其以龐大資金進出股市，其投資行為易對股價造成重大影響，引起

一般散戶投資人的跟進，因而備受市場矚目。其亦是我國證券市場持股比例最高的機構投資人。

## 第一款 外國機構投資人

### 一、概述

依據我國證券交易所之說明，一般股市所稱三大法人，指的是外國機構投資人(簡稱外資)、證券投資信託事業(簡稱投信)、自營商。外資係指依華僑及外國人投資證券管理辦法及大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法，辦理登記之投資人。而依華僑及外國人投資證券管理辦法第2條<sup>150</sup>第1項規定：「華僑及外國人得依下列方式投資證券：…(餘略)」、同辦法第3條第2項、第3項規定：「境外華僑及外國人，指在中華民國境外之華僑及外國自然人或外國機構投資人。外國機構投資人，指在中華民國境外，依當地政府法令設立登記者，或外國法人在中華民國境內設立之分公司。」由此可知外資包括華僑、外國人及外國機構投資人，其中又以外國機構投資人為我國資本市場的主要參與者，其餘所佔比例甚低，故通常稱外資指的是外國機構投資人。

我國引進外資投資國內證券，主要係依據行政院於1982年核定之引進僑外資投資證券計畫，採取逐步開放之三階段作法<sup>151</sup>。第一階段從1983年

---

<sup>150</sup> 華僑及外國人投資證券管理辦法第2條：「華僑及外國人得依下列方式投資證券：  
一、投資由國內證券投資信託事業發行並於國外銷售之證券投資信託基金受益憑證(以下簡稱國外受益憑證)。  
二、投資國內證券。  
三、投資由發行公司在國外發行或私募之公司債(以下簡稱海外公司債)。  
四、投資由發行公司參與在國外發行或私募之存託憑證(以下簡稱海外存託憑證)。  
五、投資由發行公司在國外發行、私募或交易之股票(以下簡稱海外股票)。」

<sup>151</sup> 以下整理自國家發展委員會網站，資料來源：

<http://www.ndc.gov.tw/m1.aspx?sNo=0012494#.VL-JCEeUe1Q>。(最後瀏覽日：2015/1/21)

5月26日開始，開放證券投資信託公司赴海外募集基金，允許華僑及外國人買賣國內投資信託事業在海外發行之受益憑證，以間接的方式投資國內證券市場。第二階段從1990年12月28日起，政府擴大外資流入管道，開放外國專業機構投資人(Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱QFII)得直接投資國內證券市場，QFII又可分為基金管理機構、保險公司、銀行、證券商、其他投資機構(包括政府投資機構、共同基金、退休基金、單位信託及投資信託)五大類別。第三階段則從1996年3月1日起，除了原有的外國專業投資機構外，全面開放一般境外法人及自然人(General Foreign Institutional Investors，簡稱GFII)直接投資國內證券。2003年9月30日起為配合加速金融改革，擴大我國證券市場規模及加速證券市場國際化，取消QFII制度，將外資區分為「外國機構投資人」(Foreign Institutional Investor，簡稱FINI)及「華僑及外國自然人」(Foreign Individual Investor，簡稱FIDI)兩類，FINI即本文討論的外國投資機構人，開放至此，外資投資我國國內證券已完全無額度限制。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

關於外國機構投資人之投資範圍，規定於華僑及外國人投資證券管理辦法第4條第1項<sup>152</sup>。關於投資額度之限制，1995年2月已全面取消投資額度的限制。關於單一公司的投資上限，依據華僑及外國人投資證券管理辦法第5條第1項規定：「華僑及外國人得投資證券之國內發行公司，除法律禁止外國人投資之事業或其他法令定有華僑及外國人投資比例上限

<sup>152</sup> 華僑及外國人投資證券管理辦法第4條第1項：「境外華僑及外國人投資國內證券，其投資範圍，以下列為限：

- 一、上市、上櫃公司及興櫃股票公司發行或私募之股票、債券換股權利證書及臺灣存託憑證。
- 二、證券投資信託基金受益憑證。
- 三、政府債券、金融債券、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債。
- 四、受託機構公開招募或私募受益證券、特殊目的公司公開招募或私募資產基礎證券。
- 五、認購(售)權證。
- 六、其他經金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)核定之有價證券。」

者外，得不受行政院核定負面表列禁止及限制華僑及外國人投資業別規定之限制。」亦即除非法律另有規定，原則上外國機構投資人對於我國單一公司持股比例並無限制，鼓勵外國機構投資人來台投資，便利國內公司透過資本市場籌措資金，隨著投資比例的增加，無形間亦可提高外國機構投資人積極參與國內公司治理之意願。

關於外國投資機構人表決權行使之限制，僅於華僑及外國人投資證券管理辦法第16條第4項規定：「境外外國機構投資人持有公開發行公司之股份者，其表決權之行使，除法令另有規定外，應指派國內代理人或代表人出席為之。」故現行法僅要求外國機構投資人指派國內代理人或代表人出席行使表決權，並未限制其行使表決權的內容。其立法目的，乃鑑於我國證券市場外國機構投資人之持股比重逐漸增加，為求公司股東會順利召開，適度要求機構投資人參加股東會，實有其必要性，遂規範之。惟是否出席股東會，本屬股東自己意願表達之一種方式，為避免過度剝奪外國機構投資人選擇不出席股東會之權利，並便利其行使表決權，行政院金融監督管理委員會民國95年2月3日金管證八字第0950000538號函<sup>153</sup>指出，在不違背上開規定之立法旨趣之下，大幅放寬外國機構投資人於特定情形，得不指派代理人或代表人出席股東會，以免過度限制其權益而影響投資意願。

## 第二款 證券投資信託事業

<sup>153</sup>民國95年02月03日金管證八字第0950000538號函，要旨為規範境外外國機構投資人持有股票表決權之方式，全文內容：境外外國機構投資人依下列方式行使持有公開發行公司股份之表決權者，得不受華僑及外國人投資證券管理辦法第十六條第四項所定「應指派國內代理人或代表人出席為之」之限制：一、依公司法第一百七十七條之一規定以書面或電子方式行使或指派符合「公開發行股票公司股務處理準則」第三條第二項規定條件之公司行使之。二、除依前點規定行使持有股份之表決權外，於持有公開發行公司股份未達三十萬股者，得不指派人員出席股東會；於持有公開發行公司股份達三十萬股以上者，其表決權之行使，得由指定之國內代理人或代表人依境外外國機構投資人之授權，指派國內代理人或代表人以外之人出席為之。三、境外外國機構投資人依第一點規定指派符合「公開發行股票公司股務處理準則」第三條第二項規定條件之公司或依前點規定指派國內代理人或代表人以外之人員出席股東會，均應於指派書上就各項議案行使表決權之指示予以明確載明。四、本會九十四年一月十二日金管證八字第○九四○○○○一六四號令自即日起廢止；本令自即日起生效。

## 一、概述

證券投資信託事業簡稱投信事業，依據證券投資信託及顧問法第 3 條第 1 項、第 2 項之定義，所謂證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。而證券投資信託事業，指經主管機關許可，以經營證券投資信託為業之機構。透過匯集多數人的資金成立共同基金，委由專業投資機構負責經營管理，所得利益由全體基金受益人共享，風險亦歸由全體受益人共同承擔，藉以達到專業經營、分散投資風險之目的，其中負責基金管理之專業機構即為證券投資信託事業<sup>154</sup>。

為了配合早期引進外資投資我國股市政策，藉由證券投資信託事業於海外發行受益憑證，便利外資間接投資台灣股市，我國於 1983 年 5 月公布證券投資信託事業管理規則，同年 10 月開放設立第一家證券投資信託事業—兆豐國際證券投資信託股份有限公司。而後加入世界貿易組織，金融市場越趨國際化、自由化，配合外資之全面開放政策，證券投資信託事業亦隨之開放，歷經 20 年的發展，截至 2015 年 1 月，我國已有 37 家證券投資信託事業<sup>155</sup>，基金呈現大規模成長。證券投資信託事業已由原先間接引進外資投資國內證券市場之功能，轉為在國內證券市場中，扮演專業投資機構之重要角色。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

<sup>154</sup> 參閱黃懷慶，臺灣股市三大機構投資人（外資、投信與自營商）投資行為之實證研究，朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文，2000 年，頁 7-8。

<sup>155</sup> 參閱 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，資料來源：  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201>。（最後瀏覽日：2015/1/23）

關於投信事業投資國內有價證券之種類及範圍，以證券投資信託基金管理辦法第 8 條第 1 項<sup>156</sup>規定者為限。關於投信事業投資公司股票之額度上限，證券投資信託基金管理辦法第 10 條第 1 項第 8 款、第 9 款規定，每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過該基金淨資產價值之百分之十。每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十。

依據證券投資信託及顧問法第 5 條第 1 項第 1 款至第 3 款定義：「證券投資信託契約：指由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人間權利義務之信託契約。(第 1 款)基金保管機構：指本於信託關係，擔任證券投資信託契約受託人，依證券投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付證券投資信託基金，並依本法及證券投資信託契約辦理相關基金保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。(第 2 款)受益人：指依證券投資信託契約規定，享有證券投資信託基金受益權之人。(第 3 款)」據此，關於證券投資信託事業及基金保管機構之關係，明文定位為「信託關係」，概無疑義。而受益人並非證券投資信託契約之當事人，僅係以證券投資信託契約規範受益人之權利義務部份<sup>157</sup>。為了避免契約約定之不足，故將投信事業

<sup>156</sup> 證券投資信託基金管理辦法第 8 條第 1 項：「證券投資信託事業募集基金，應依基金之種類及性質投資有價證券，其投資國內有價證券之種類及範圍以下列為限：

- 一、上市有價證券。
- 二、經本會公告於證券商營業處所買賣之有價證券（以下簡稱上櫃有價證券）。
- 三、經本會核准或申報生效承銷有價證券。
- 四、政府債券及募集發行之公司債或金融債券。
- 五、證券投資信託事業發行之基金受益憑證。
- 六、經本會核准之國際金融組織債券。
- 七、其他經本會核准得投資項目。」

<sup>157</sup> 參閱 證券投資信託基金保管機構法律關係之研究，中道法律事務所，2008 年 11 月，頁 88，資料來源：<http://www.trust.org.tw/files/9711report.pdf>。（最後瀏覽日：2015/1/23）

對受益人之義務明文規定於證券投資信託基金管理辦法第 23 條中，受益人得據此向投信事業主張權利。

關於證券投資信託事業行使股東表決權之具體內容，證券投資信託事業管理規則第 23 條規定：「證券投資信託事業行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，除法令另有規定外，應由證券投資信託事業指派該事業人員代表為之(第 1 項)。證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事(第 2 項)。證券投資信託事業於出席基金所持有股票之發行公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業，作成說明(第 3 項)。證券投資信託事業應將基金所持有股票發行公司之股東會通知書及出席證登記管理，並應就出席股東會行使表決權，表決權行使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年。(第 4 項)證券投資信託事業出席證券投資信託基金所持有基金之受益人會議，應基於該證券投資信託基金受益人之最大利益行使表決權，並準用前 2 項之規定。(第五項)」此條修正於民國 97 年 3 月，本文認為此次修正對於證券投資信託事業的受託人權益保障有突破性的進展。

本文認為，證券投資信託事業管理規則第 23 條可稱為「機構投資人資訊公開透明條款」，投信事業出席股東會行使表決權，須遵守下述規定：

- (一)應由證券投資信託事業指派該事業人員代表為之。
- (二)應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事。
- (三)出席基金所持有股票之發行公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業，作成說明。
- (四)應將基金所持有股票發行公司之股東會通知書及出席證登記管理

，並應就出席股東會行使表決權，表決權行使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年。

(五)出席證券投資信託基金所持有基金之受益人會議，應基於該證券投資信託基金受益人之最大利益行使表決權，並準用前二項之規定。

據此，投信事業行使表決權應以受益憑證持有人之最大利益為依歸，不得有直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事，而證券投資信託基金受益人亦得於事先透過表決權之評估分析作業說明，得知投信事業所欲行使表決權的方向，充分落實機構投資人參與被投資公司之公司治理時，應為資訊揭露之義務。一切公開透明化，受益人方能確保其權益未受損害，此立法值得嘉許。

2004年10月所訂定之舊證券投資信託事業管理規則第23條第2項原規定：「證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，支持持有股數符合證券交易法第26條規定成數標準之公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人。但發行公司經營階層有持股不符合證券交易法第26條規定成數標準或不健全經營而有損害公司或股東權益之虞者，應經該事業董事會之決議辦理。」此規範立法目的係為穩定被投資公司之經營權，避免非經營派之股東聯合投信事業，任意爭奪公司經營權。然而，這樣的規範卻使得投信事業恐淪為公司經營階層決策背書之橡皮圖章，削弱其身為股東身分所具備之監督功能，機構投資人於公司治理所扮演的重要角色功能因而失靈，而支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人是否真符合受益憑證持有人最大利益，亦難以證明。在沒有充分合理的理由下，證券投資信託事業的表決權行使不應任意遭到限制。因此，民國97年3月17日行政院金管會發布金管證四字第09700081761號令，修正證券投資信託事業管理規則第23條第2項條文，將上開限制刪除，新法僅要求投信公司行使表決權，應基於受益憑證持有人之最大利

益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事等，不再要求其行使表決權需支持公司經營派。此一修正符合現今國際上強調公司治理落實、機構投資人監督的趨勢，為未來其他機構投資人相關規範之修訂立下良好示範。

### 第三款 證券自營商

#### 一、概述

依據證券交易法第 16 條規定，證券商分為證券承銷商、證券自營商、證券經紀商。本文討論的機構投資人係指證券自營商。依據證券交易法第 15 條第 2 款規定，證券自營商係指「經營有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務者」。相較於證券承銷商主要經營有價證券之承銷業務，證券經紀商主要經營有價證券買賣之行紀、居間、代理，證券自營商的重點在有價證券之自行買賣，與其他二者證券商最大不同點在於，證券自營商並非單純為證券交易雙方當事人為中間人或仲介，其本身並不接受投資人委託代客買賣證券。依據證券交易法第 83 條規定，證券自營商得為公司股份之認股人或公司債之應募人，故證券自營商係以自己名義，為自己利益之計算，毋庸透過證券經紀商的仲介，得直接在證券市場中，而為有價證券的買賣行為，藉由買賣交易差價賺取利潤的金融機構，並因此成為公司的股東或債權人，積極參與公司治理。又依證券商管理規則第 30 條規定：「證券商經營自行買賣有價證券業務或出售承銷所取得之有價證券，應視市場情況有效調節市場之供求關係，並注意勿損及公正價格之形成及其營運之健全性」，故證券自營商除了前述為自己利益從事有價證券之買賣外，並負有維持市場功能之任務，因其為機構投資人，資本雄厚，其投資買賣行為對市場影響力大，故特別規定其負有「勿損及公正價格之形成及其營運之健全性」之責。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

關於證券自營商之資金運用，以證券商管理規則第 18 條第 1 項<sup>158</sup>規定者為限。關於證券自營商投資於單一公司股份之上限，規定在證券商管理規則第 19 條第 1 項<sup>159</sup>，即持有任一我國公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額之百分之十。關於證券自營商行使表決權之具體內容，依據證券商管理規則第 20 條第 2 項規定，證券商行使持有公開發行公司股票之表決權，除法令另有規定外，應由證券商指派人員代表出席為之。又依證券商管理規則第 20 條第 1 項規定，證券商除經本會核准之轉投資事業外，其取得公司股份股權之行使應基於公司之最大利益，不得直接或間接參與該發行公司經營或有不當之安排情事。故證券商管理規則無如同舊證券投資信託事業管理規則第 23 條第 2 項「證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，支持持有股數符合證券交易法第二十六條規定成數標準之公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人」等規定，惟亦不像新證券投資信託管理規則第 23 條「機構投資人資訊公開透明條款」，對於受益人有請求公開透明權利之保護。

<sup>158</sup> 證券商管理規則第 18 條第 1 項規定：「證券商之資金，除由金融機構兼營者另依有關法令規定辦理外，非屬經營業務所需者，不得貸與他人或移作他項用途，其資金之運用，以下列為限：

- 一、銀行存款。
- 二、購買政府債券或金融債券。
- 三、購買國庫券、可轉讓之銀行定期存單或商業票據。
- 四、購買符合經本會規定一定比率之有價證券。
- 五、其他經本會核准之用途。」

<sup>159</sup> 證券商管理規則第 19 條第 1 項規定：「證券商除由金融機構兼營者依有關法令規定外，其經營自行買賣有價證券業務者，應依下列規定辦理：

- 一、持有任一本國公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額之百分之十；持有任一本國公司所發行有價證券之成本總額，並不得超過該證券商淨值之百分之二十。
- 二、持有任一外國公司股份之總額，不得超過該公司已發行股份總額之百分之五；持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。
- 三、持有單一關係人所發行股權性質有價證券之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之五；持有所有關係人所發行股權性質有價證券之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。但辦理認購（售）權證及結構型商品之履約與避險操作，以及指數股票型證券投資信託基金之受益憑證及該受益憑證所表彰股票組合之避險者，不在此限。
- 四、持有單一證券商所發行普通公司債之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之五；持有所有證券商所發行普通公司債之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。」

## 第二項 四大基金

我國一般所稱四大基金，係指實際上較常在市場投資的政府基金，包括公務人員退休撫卹基金(簡稱退撫基金)、勞工退休基金(勞退基金)、勞工保險基金(勞保基金)、郵政儲金等四個基金，分別隸屬在考試院銓敘部、行政院勞委會與交通部郵匯局之下，管理機制皆為監管分離。因其規模龐大，簡稱政府四大基金。其中勞退基金及公務人員退撫基金屬信託基金，性質上為勞工階層和軍公教人員退休(或撫卹)準備；勞保基金附屬於勞工保險局(營業基金)，為資產性基金，郵政儲金的資金來源為一般民眾存款及壽險準備金，為郵政總局所屬郵政儲金匯業局之營運資金，因為不停累積的關係規模與日俱增，其績效影響民眾福祉與國庫支出<sup>160</sup>。以下介紹四大基金及其相關法規、基金投資運用時表決權行使之限制等規定。

表 4：四大基金總規模

(資料來源：自行整理)

	總規模	資料統計
退撫基金	5,947 億	統計至民國 103 年 12 月 31 日 來源：公務人員退休撫卹基金監理會
勞退基金	1 兆 2,821 億	統計至民國 103 年 11 月 30 日 來源：勞動部勞動基金運用局
勞保基金	6,163 億	統計至民國 103 年 11 月 30 日 來源：勞動部勞動基金運用局
郵政儲金	5 兆 2,109 億	民國 102 年度郵政年報 來源：中華郵政全球資訊網

<sup>160</sup> 參閱林成蔭，籌碼(一)：何謂四大基金，2011年11月23日，資料來源：<http://www.caizischool.com/blog/11187>。(最後瀏覽日：2015/1/29)

## 第一款 公務人員退休撫卹基金

### 一、概說

公務人員退休撫卹基金，簡稱退撫基金，係配合中華民國公務人員（軍公教，即軍人、公務員、教師）退休撫卹制度而設立。原為「恩給制」，由政府負擔退撫經費，自民國 60 年組成專案小組進行研究，歷時多年方完成改革方案，確定退撫制度改為「儲金制」，依 2010 年新修正之公務人員退休法第 14 條第 2 項規定，退撫新制實施後之公務人員退休金，應由政府與公務人員共同撥繳費用建立之退休撫卹基金支給，並由政府負最後支付保證責任。依據公務人員退休撫卹基金管理條例第 2 條，設立管理單位，即考試院銓敘部下轄之公務人員退休撫卹基金管理委員會，負責基金之收支、管理及運用；監理單位為考試院公務人員退休撫卹基金監理委員會，負責基金之審議、監督及考核。關於退撫基金之提撥，基金之運用得委託經營之，即依據公務人員退休撫卹基金委託經營辦法之規定，委託專業之資產管理機構代為投資有價證券。到民國 103 年 12 月為止，我國撫卹基金總規模為 5947 億。

### 二、相關法令及表決權行使之限制

關於退撫基金之投資運用範圍，公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條第 1 項<sup>161</sup>設有規定。另關於退撫基金投資股票之限制，在投資策略與選股標準上，依據公務人員退休撫卹基金上市（櫃）公司股票投資作業規定第 2 點規定，基金購買上市（櫃）公司股票，以中長期投資為主，短期投

<sup>161</sup> 公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條第 1 項：「本基金之運用範圍如下：一、購買公債、庫券、短期票券、受益憑證、公司債、上市公司股票。二、存放於本基金管理委員會所指定之銀行。三、與第一條所定人員福利有關設施之投資及貸款。四、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資。五、經本基金監理委員會審定通過，並報請考試、行政兩院核准有利於本基金收益之投資項目。」

資為輔，並詳細規定選股標準，即應將上市（櫃）公司股票分別以其基本面、報酬率、成長率及評價等各項指標進行檢核，並將其分別評定為最具投資價值、具投資價值、注意觀察、減碼及積極賣出等五級，其中評等列為注意觀察以上者，方得列為選擇標的。立法明文規定撫卹基金的投資需以中長期為主，並需慎選符合標準的投資標的，有助於促使退撫基金積極參與公司治理，且對於基金的投資利用更為審慎小心。

另外，關於基金個股投資上限，依據公務人員退休撫卹基金上市（櫃）公司股票投資作業規定第 3 點（四）「其他應注意事項」中規定，財務組應每日檢視持股分佈狀況，對於單一個股之投資淨額以不得超過年度基金運用組合規劃表中可投資於股票金額上限之百分之十為限，且對投資個股之持股總數則不得超過該公司已發行股數之百分之十，俾符投資之風險分散原則。退撫基金若委託專業之資產管理機構代為投資者，依據公務人員退休撫卹基金委託經營辦法第 12 條第 1 項第 6 款、第 7 款規定，基金管理會與受託機構所訂委託契約，除應參照一般委託經營之慣例議訂外，並應明定投資於任一上市（上櫃）公司股票、債券或其他有價證券總金額之限制以及投資於任一上市（上櫃）公司股票占該公司已發行股份總數比率之限制。其立法目的亦為投資之分散風險原則。

關於退撫基金參與股東會之出席規定，依據民國 92 年修正之公務人員退休撫卹基金有關上市（櫃）公司股權行使作業規定第 2 點規定，退撫基金持有之單一個股，其投資淨值超過退輔基金之股票總投資淨值百分之一或占該股發行股份總數達百分之三以上者，其股東會以派員出席為原則，並於必要時就有關本基金權益之議案表達意見，其餘各股得指派該公司代表出席或不出席。關於退撫基金對其所投資公司之股東表決權行使具體內容，該作業規定第 4 點規定，被投資公司股東會若進行董監事改選時，退撫基金對其持有之股東表決權之行使原則，有官股代表時，優先支持官股

代表；無官股代表時，在維護本基金權益立場下，支持正派經營之公司大股東；若公司存有經營權之爭時，得棄權保持中立。由上可知，退撫基金若持股達一定額度時，對於公司經營占有一定之地位，原則上應出席股東會，並於必要時就有關本基金權益之議案表達意見，促使其積極參與公司治理，監督公司經營。然此作業規定修正發布於民國 92 年，其規定退撫基金於被投資公司股東會進行董監事改選時，應優先支持官股代表、正派經營之公司大股東，最後始得棄權保持中立。惟支持官股是否屬最適當的選擇？正派經營之公司大股東係指何者？係公司大股東皆推定為正派經營，抑或需再經判斷其為「正派經營」？由何人判斷？又棄權保持中立是否是最後手段？難道不能支持非官股或正派經營大股東以外之股東？種種疑問，未有合理解釋，難以適用。相較於民國 97 年修正之證券投資信託事業管理規則第 23 條，即本文所稱之「機構投資人資訊公開透明條款」，公務人員退休撫卹基金有關上市（上櫃）公司股票行使作業規定第 4 點限制仍較嚴苛，建議參考上述條款，配合現代趨勢予以修正。

## 第二款 勞工退休基金

### 一、概說

勞工退休基金簡稱勞退基金，屬信託基金，性質上為勞工階層退休做準備。其宗旨為增進勞工退休生活保障，加強勞雇關係，促進社會及經濟發展，主管機關為行政院勞工委員會。民國 93 年 6 月勞工退休金條例經立法院三讀通過，並於 94 年 7 月 1 日起開辦，102 年修正。依該條例第 6 條規定，雇主應為適用本條例之勞工，按月提繳退休金，儲存於勞保局設立之勞工退休金個人專戶。依該條例第 4 條規定，由行政院勞工委員會（簡稱勞委會）組成勞工退休基金監理會，負責其審議、監督及考核等事項，並將舊制勞工退休基金之監管業務納入統籌辦理。至 103 年 11 月 30 日為止，我國勞退

基金總規模為1兆2821億。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

依據勞動基準法第 56 條第 3 項<sup>162</sup>規定，勞退基金得由中央主關機關會同財政部委託金融機構辦理，若有虧損由國庫補足之。關於勞退基金投資運用範圍，規定於勞工退休基金收支保管及運用辦法第 6 條第 1 項各款<sup>163</sup>，其中包括存放國內外之金融機構；以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資支出之用；投資國內外上市、上櫃或私募之權益證券等。同條第 2 項則規定投資上限，即投資國內外上市、上櫃或私募之權益證券及投資外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位之國內投資比率，合計不得超過本勞退基金淨額百分之四十，避免勞退基金有過於虧損影響權益之情事。

民國 103 年 7 月勞動部廢止「勞工退休基金資金運用作業要點」及「勞工保險基金管理及運用作業要點」，統合訂定「勞動基金運用作業要點」。依據該要點第 7 點，投資國內外權益證券前，包含上市、上櫃或私募之股票等，投資單位應制定投資權限、額度等相關作業規定。舊制勞退基金投

<sup>162</sup> 勞動基準法第 56 條第 3 項：「前項基金之收支、保管及運用，由中央主管機關會同財政部委託金融機構辦理。最低收益不得低於當地銀行二年定期存款利率之收益；如有虧損，由國庫補足之。基金之收支、保管及運用辦法，由中央主管機關擬訂，報請行政院核定之。」

<sup>163</sup> 勞工退休基金收支保管及運用辦法第 6 條第 1 項：「本基金之運用範圍如下：  
一、存放國內外之金融機構。  
二、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資支出之用。  
三、投資國內外上市、上櫃或私募之權益證券。  
四、投資國內外債務證券。但投資國外債務證券者，以經國際知名或證券主管機關核准，經營信用評等事業之機構評等為 A 級以上，由國家或機構所保證或發行之債券為限。  
五、投資國內公開募集或私募之證券投資信託基金、期貨信託基金之受益憑證、共同信託基金受益證券或集合信託商品。  
六、投資外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位。  
七、投資國內外不動產之證券化商品。  
八、投資國內外商品現貨。  
九、從事國內外衍生性金融商品。  
十、從事有價證券出借交易。  
十一、其他經監理會審議通過，並報請主管機關核准有利於本基金收益之項目。」

資國內單一權益證券之總成本，不超過投資當時基金淨額百分之五。勞退基金及勞保基金投資於任一權益證券之總額，不超過各該權益證券已發行總額百分之十。若依勞工退休金條例第 33 條第 2 項「勞工退休基金之經營及運用，監理會得委託金融機構辦理」之規定，勞退基金從事委託經營業務，依據勞動基金委託經營要點第 10 點第 1 項<sup>164</sup>，勞動基金運用局與受託機構應定委託契約，並規定契約中應包含的內容，包括受託機構應負之責任與忠實義務；投資於任一上市、上櫃公司股票、債券或其他有價證券總金額之限制；投資於任一上市、上櫃公司股票占該公司已發行股份總數比率之限制等。除此之外，依勞動基金運用作業要點第 18 條，各該基金委託其他金融機構運用時，其委託投資契約應包括勞動基金運作要點之相關規定。

關於勞退基金投資公司參與股東會行使表決權之限制，勞動基金運用作業要點、勞動基金委託經營要點目前並無相關規定，實務運作上之情形容待觀察。

### 第三款 勞工保險基金

<sup>164</sup> 勞動基金委託經營要點第 10 點第 1 項：

「十、基金運用局與受託機構所定委託契約，其文字應以中文為之。但依約需要以外文為之者，應附中文譯本，並以中文版本為主。契約之解釋，以雙方約定之法律為準據法。前項契約應包含下列內容：

- (一) 受託機構應遵循利益迴避原則。
- (二) 受託機構經營基金運用局委託事項，以基金運用局指定之金融機構為基金保管機構，辦理基金資產、投資所得保管、買賣交割及帳務處理等事宜。
- (三) 受託機構運用受託基金買入有價證券，屬記名證券者，應依各該基金名義或基金運用局之名義登記。但投資於國外之有價證券應依國外受託保管契約辦理。
- (四) 受託機構經營受託基金採獨立之會計處理，會計報表之製作、提供審閱與相關憑證、帳簿及報表應保存年限，以及基金運用局得實地查核事項。
- (五) 受託機構應基金運用局要求定期將受託基金淨值、投資明細變動情形送基金運用局。
- (六) 受託機構應負之責任與忠實義務。
- (七) 投資於任一上市、上櫃公司股票、債券或其他有價證券總金額之限制。
- (八) 投資於任一上市、上櫃公司股票占該公司已發行股份總數比率之限制。
- (九) 受託基金淨資產價值及收益率之計算方式。
- (十) 解除契約及終止契約情事。
- (十一) 解決糾紛之仲裁條款或管轄法院。
- (十二) 其他依該委託契約經營性質，認為有必要訂定之事項。」

## 一、概說

勞工保險基金簡稱勞保基金，係我國政府四大基金之一。為建立完善勞工保險年金保障體系，提供被保險人或其遺屬長期生活照顧，爰參酌各界意見、我國國情及先進國家年金制度實施經驗，同時規劃失能、老年及遺囑年金制度。勞保年金施行後，除了將殘廢給付名稱改為失能給付外，失能、老年及死亡三種給付更增加了可以每個月領年金的方式，也就是老年年金、失能年金和遺屬年金三種給付<sup>165</sup>。有了年金，勞工將獲得更完善的勞保保障。勞保基金是由勞保局代管運用的基金，新勞工保險條例已於103年修正公布，依據勞工保險條例第5條，勞工保險由中央主管機關統籌全國勞工保險業務，設勞工保險局為保險人，辦理勞工保險業務。為監督勞工保險業務及審議保險爭議事項，由有關政府代表、勞工代表、資方代表及專家各佔四分之一為原則，組織勞工保險監理委員會行之，行使監督權，並設置勞工保險基金管理與運用諮詢委員會以妥善利用。至103年11月30日為止，我國勞保基金總規模為6,163億。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

關於勞工保險基金來源，依據勞工保險基金管理與運用辦法第3條，包括創立時政府一次撥付之金額、保險費及其孳息之收入與保險給付支出之結餘、保險費滯納金、基金運用之收益、其他經核定之收入。民國92年公布之舊勞工保險基金管理與運用辦法第6條第1項第2款規定，上市、上櫃公司股票、證券投資信託基金受益憑證、上市、上櫃公司現金增資股票或初次上市、上櫃公司之公開銷售股票等，屬於該條例第4條第5款規定之政府核准有利於本基金收入之投資，得為勞保基金投資運用之範圍。

<sup>165</sup> 參閱勞動部勞工保險局網站，資料來源：<http://www.bli.gov.tw/default.aspx>。(最後瀏覽日：2015/1/31)

民國 95 年新修正勞工保險基金管理與運用辦法第 5 條第 1 項第 4 款，修正文字為「國內外證券集中交易市場、店頭市場交易或承銷之權益證券」，此範圍涵蓋舊辦法第 6 條第 1 項第 2 款之類型。

關於勞保基金國內投資之限制，依據勞工保險基金管理與運用辦法第 6 條第 1 項第 1 款規定，投資於單一權益證券之總成本，不得超過投資當時本基金總額百分之五；單一債務證券或單一國內基金之總成本，亦同。投資於單一債務證券累計總額，公司債不得超過投資當時發行公司淨值百分之十；金融債券不得超過投資當時發行金融機構淨值百分之二十。投資於單一權益證券之總額，不得超過各該證券發行總額百分之十。投資於單一國內基金之總額，不得超過該基金已發行受益權單位數百分之十。同條第 3 項並規定，投資標的需為「准經營信用評等事業之機構評定為一定等級以上者」，此規定基於提倡公司治理立場，有助於保障勞退基金之權益。

在強調資訊公開透明、公司治理方面，勞工保險基金管理與運用辦法第 10 條第 1 項規定，勞保基金之運用，勞保局應擬訂投資政策書，於年度開始前擬編基金運用計畫，經監理會審議通過，報請中央主管機關核定。投資於國內外之債務證券、國內外證券集中交易市場、店頭市場交易或承銷之權益證券、國內基金、境外基金、外幣存款、衍生性金融商品、國內外資產證券化商品及對於被保險人之貸款者，其種類、金額及收益，應於實施次月提報監理會。

前述「勞動基金運用作業要點」與「勞動基金委託要點」之規定亦適用於勞保基金。關於勞保基金投資公司參與股東會行使表決權之限制，勞動基金運用作業要點、勞動基金委託經營要點等目前並無相關規定，實務運作上之情形亦暫待觀察。

## 第四款 郵政儲金

### 一、概說

郵政儲金之資金來源為一般民眾存款與壽險準備金。依據郵政儲金匯兌法第 2 條規定，郵政儲金匯兌事務，由中華郵政股份有限公司辦理，由交通部匯兌局主管，受金融監督管理委員會監督業務。郵政儲金種類含存簿儲金、定期儲金及劃撥儲金，旨在利用郵政機構普及之特性，服務全國國民，配合政府鼓勵國民節約及儲蓄，匯集游資，協助國家重大建設及穩定金融市場。基於多年來穩健之經營，歷經金融風暴、經濟不景氣、產業及資金外流等因素衝擊，郵政儲金之存款戶數及結存金額仍居國內金融機構之冠<sup>166</sup>。根據 102 年郵政年報，目前我國各種儲金總結存金額計新臺幣 5 兆 2,109 億元。

### 二、相關法令及表決權行使之限制

關於郵政儲金之運用範圍，規定於郵政儲金匯兌法第 18 條第 1 項<sup>167</sup>，其中包括投資受益憑證及上市(櫃)股票。郵政儲金投資受益憑證及上市(櫃)股票管理辦法第 2 條<sup>168</sup>進一步說明其內容。另外，該辦法第 4 條規定，

<sup>166</sup> 參閱 102 年郵政年報，中華郵政全球資訊網，資料來源：

<http://www.post.gov.tw/post/internet/Group/default.jsp>。(最後瀏覽日：2015/1/31)

<sup>167</sup> 郵局儲金匯兌法第 18 條：「郵政儲金之運用範圍如下：

- 一、轉存中央銀行。
- 二、轉存中央銀行以外之其他金融機構。
- 三、投資公債、公司債、金融債券及短期票券。
- 四、投資受益憑證及上市(櫃)股票。
- 五、參與金融同業拆款市場。
- 六、提供(中長期)資金轉存金融機構辦理政府核准之重大建設及民間投資計畫。
- 七、其他經交通部、財政部及中央銀行核准者。」

<sup>168</sup> 郵政儲金投資受益憑證及上市(櫃)股票管理辦法第 2 條：「郵政儲金得投資下列國內外受益憑證及上市(櫃)股票：

- 一、經依各國法令核准公開發行之證券投資信託基金、共同信託基金受益憑證及其他經各國主管機關核准之受益憑證。
- 二、上市(櫃)股票。(包括以特定人身分，參與認購上市(櫃)企業原股東及員工放棄認購之

郵政儲金投資國內外上市（櫃）股票之限額，包括股票投資總額不得超過郵政儲金百分之十；每一發行公司之股票投資總額不得超過郵政儲金百分之一及該發行股票之公司實收資本額百分之十。該辦法第 5 條第 1 項、第 2 項規定，郵政儲金不得投資由中華郵政股份有限公司負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行之股票、新股權利證書及證券投資信託基金受益憑證。但報經交通部洽商行政院金融監督管理委員會核准派任其負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行者，不在此限。中華郵政公司之負責人或職員不得擔任被投資上市（櫃）股票之公司負責人，但報經交通部洽商行政院金融監督管理委員會核准者，不在此限。此立法目的在於利益迴避，以免郵政儲金成為追求個人利益的工具。除此之外，現行相關法規對於郵政儲金投資公司是否應派代表人參與股東會、表決權行使的具體內容與限制，並無明確規範，實際運作情形尚待觀察。

### 第三項 金融機構

近年來，隨著經濟發展蓬勃，我國金融機構一直處於過度競爭（overbanking）的狀態，銀行業經營陷入困境。為協助銀行業突破經營困境，政府次第效法先進國家銀行經營管理模式，考慮開放跨業經營。2000 年政府首先頒布金融機構合併法、銀行法修正案等，鼓勵金融機構合併，並開放銀行轉投資金融相關事業。2001 年政府參酌美日模式，訂定金融控股公司法，開放設立金融控股公司，容許其跨業經營銀行、證券及保險等業務，以擴大經營規模，提升競爭力；同年保險業及證券業相關法規亦經修訂，陸續開放轉投資金融相關事業<sup>169</sup>。金融機構投資事業主要係以投資

---

增資股份及核准上市（櫃）之承銷中股票）及新股權利證書。」

<sup>169</sup> 參閱楊綦海，我國金融機構轉投資相關問題之探討，中央銀行季刊，第 30 卷第 2 期，民國 97 年 6 月，頁 45。早期我國銀行的管理傾向分業或產品區隔的管理制度，致銀行經營的業務主要限制在存放款與匯兌方面。後來，銀行的這些特許業務受到非銀行業務的衝擊，如放款業務受到商業本票或公司債等直接金融工具發行的影響，存款業務則受到債券型基金、貨幣市場基金或人壽保險年金等競爭的衝擊，致銀行特許權利的經濟價值日漸衰退，嚴重影響銀行的經營利潤

子公司為目的所為之長期投資，典型金融機構投資事業例如銀行業、證券業、保險業、金融控股公司等機構投資人，此等金融機構從委託人、被保險人及存款戶等一般投資大眾身上取得龐大之資金，在法律規定之限度內，從事多元化的投資活動。關於證券投資事業已於前述三大法人中論述之。本文以下將詳細介紹金融控股公司、銀行業、保險業等金融機構投資人，探討其轉投資相關規範及表決權行使之限制。

## 第一款 金融控股公司

### 一、概說

金融控股公司(finance holding company；簡稱「金控公司」)，指成立一間控股公司並透過控股等間接方式下轄各種多元化的金融機構，進行金融業跨業整合。金融控股公司法第4條定義如下：「係指對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依金融控股公司法設立之公司」，主管機關為行政院金融監督管理委員會。所謂控制性持股，指持有一銀行、保險公司或證券商已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之二十五，或直接、間接選任或指派一銀行、保險公司或證券商過半數之董事。該法所稱之金融機構，即銀行、保險公司或證券商<sup>170</sup>。依據金融控股公司法36條第1項<sup>171</sup>規定，金融控股公司應確保其子公司業務之健全經營，其業務範圍以投資及對被投資事業之管理為限。即金融控股公司不得直接從事金

---

及經營風險。

<sup>170</sup> 金融控股公司法第4條第1項第3款：「三、金融機構：指下列之銀行、保險公司及證券商：（一）銀行：指銀行法所稱之銀行與票券金融公司及其他經主管機關指定之機構。（二）保險公司：指依保險法以股份有限公司組織設立之保險業。（三）證券商：指綜合經營證券承銷、自營及經紀業務之證券商，與經營證券金融業務之證券金融公司。」

<sup>171</sup> 金融控股公司法第36條第1項至第3項：「金融控股公司應確保其子公司業務之健全經營，其業務以投資及對被投資事業之管理為限。（第一項）金融控股公司得向主管機關申請核准投資之事業如下：一、金融控股公司。二、銀行業。三、票券金融業。四、信用卡業。五、信託業。六、保險業。七、證券業。八、期貨業。九、創業投資事業。十、經主管機關核准投資之外國金融機構。十一、其他經主管機關認定與金融業務相關之事業。（第二項）前項第二款所定銀行業，包括商業銀行、專業銀行及信託投資公司；第六款所定保險業，包括財產保險業、人身保險業、再保險公司、保險代理人及經紀人；第七款所定證券業，包括證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業；第八款所定期貨業，包括期貨商、槓桿交易商、期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業。（第三項）」

融業務或其他商業，但它可投資控股的範圍極廣，包括其他金融控股公司、銀行業、票券金融業、信用卡業、信託業、保險業、證券業、期貨業、創業投資事業、外國金融機構等，整合後並可透過交叉行銷，在同一個行銷通路上販賣保險、證券、債券、信用卡等各種金融商品以產生綜效。

銀行跨業經營型態以往主要是銀行內直接兼營、銀行轉投資經營等類型。而與一般銀行為控股公司再轉投資其他金融機構相較，金融控股公司旗下各金融機構的關係平等，經營業務時也較不致產生利益衝突的問題。金融控股公司強調專業分工及經營效率，在組織、管理及財務運用方面彈性化，擴大金融經濟規模及範疇，並有助於金融跨業經營合併監理。在金融業務朝向全球化發展，銀行、證券、保險間業務區隔及差異漸趨模糊之際，金融控股公司已逐漸成為國際性金融集團演進及整合趨勢。到 2015 年初為止，我國已有十六家金融控股公司<sup>172</sup>，且逐年增加中。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

金融控股公司法之立法目的為發揮金融機構綜合經營效益，強化金融跨業經營之合併監理，促進金融市場健全發展。金融控股公司係指對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依金融控股公司法設立之公司。而所謂控制性持股，指持有一銀行、保險公司或證券商已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之二五，或直接、間接選任或指派一銀行、保險公司或證券商過半數之董事。而關於金融控股公司投資總限額，金融控股公司法未明定，回歸公司法第 13 條規範，即其轉投資總額不得超過公司實收資本的百分之四十。但金融控股公司得透過章程或經股東會特別決議，提高投資總額。

<sup>172</sup> 我國目前的金融控股公司為臺灣金融控股公司、華南金融控股公司、富邦金融控股公司、國泰金融控股公司、中華開發金融控股公司、玉山金融控股公司、元大金融控股公司、兆豐金融控股公司、台新金融控股公司、新光金融控股公司、國票金融控股公司、永豐金融控股公司、中國信託金融控股公司、第一金融控股公司、日盛金融控股公司、合作金庫金融控股公司等十六家。

關於金融控股公司對各機構之投資額度，依據民國 99 年公布之金融控股公司管理辦法第 2 條規定，除其他法規另有規定外，金融控股公司依金融控股公司法第 36 條第 2 項第 1 款至第 9 款所為之首次投資，對金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應取得控制性持股，對其他被投資事業應取得已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之五十。故金融控股公司最高得持有子公司百分之百的股權，最低為百分之二五或百分之五十，以達到長期持有、全盤控股之目的。而依金融控股公司法第 37 條<sup>173</sup>第 1 項規定，若金融控股公司欲投資該法第 36 條第 2 項所定事業以外之「其他事業」，需向主管機關申請核准投資；金融控股公司及其代表人，不得擔任該事業董事、監察人或指派人員獲聘為該事業經理人。但經主管機關核准者，不在此限。同法第 37 條第 3 項規定，對該其他事業之投資總額，不得超過金融控股公司淨值百分之十五。同法第 37 條第 4 項規定，對其他事業之持股比率，不得超過該被投資事業已發行有表決權股份總數百分之五。同法第 37 條第 5 項規定，金融控股公司及其子公司對其他事業之持股比率，原則上合計不得超過該被投資事業已發行有表決權股份總數百分之十五。法條並未禁止金融控股公司投資第 36 條規定以外之其他事業，惟對於其投資的額度有所限制，避免抵觸金融控股公司設立的宗旨。金融

---

<sup>173</sup> 金融控股公司法第 37 條：「金融控股公司得向主管機關申請核准投資前條第二項所定事業以外之其他事業；金融控股公司及其代表人，不得擔任該事業董事、監察人或指派人員獲聘為該事業經理人。但經主管機關核准者，不在此限。（第一項）金融控股公司申請投資前項其他事業時，主管機關自申請書件送達之次日起三十個營業日內，未表示反對者，視為已核准。但於上述期間內，金融控股公司不得進行所申請之投資行為。（第二項）金融控股公司對第一項其他事業之投資總額，不得超過金融控股公司淨值百分之十五。（第三項）金融控股公司對第一項其他事業之持股比率，不得超過該被投資事業已發行有表決權股份總數百分之五。（第四項）金融控股公司及其子公司對第一項其他事業之持股比率，合計不得超過該被投資事業已發行有表決權股份總數百分之十五，但下列情形，不在此限：一、金融控股公司之子公司依其業別所適用之法令訂有較高之持股比率者。二、該其他事業屬非上市或上櫃公司，且金融控股公司及其子公司中，僅有創業投資事業子公司參與投資，且投資未逾一定金額者。（第五項）前項第二款所定之一定金額及投資應遵行事項之辦法，由主管機關定之。（第六項）本法中華民國九十七年十二月三十日修正之條文施行前，金融控股公司及其子公司對第一項其他事業之持股比率未符合第五項規定者，主管機關應於修正施行後限期命其調整。（第七項）前項調整期限最長為二年。必要時，得申請延長一次，並以一年為限。（第八項）金融控股公司向主管機關申請核准投資第一項或前條第二項所定之事業者，其申請應檢附之書件、申請程序、審查條件及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。（第九項）」

控股公司法第 38 條復規定，金融控股公司之子公司或子公司持有已發行之表決權股份總數百分之二十以上或控制性持股之投資事業，不得持有金融控股公司之股份。此條與公司法第 167 條之 3 意旨相同，避免交叉持股帶來的弊端。

關於金融控股公司參與股東會行使表決權之限制，金融控股公司法尚無相關規定。本文認為，應回歸適用公司法關於表決權限制之相關規定。

## 第二款 銀行業

### 一、概說

早期美國銀行業者的業務範圍，除了涵蓋目前商業銀行的傳統業務外，亦兼營證券買賣和承銷業務，故稱之為「投資型銀行」。隨著金融環境的急速變遷，投資型銀行推出的金融產品日新月異，從併購、創業投資、利益交換及資產證券化等，均屬投資型銀行的業務<sup>174</sup>，扮演促進金融市場變革的重要角色。

依據銀行法第 20 條第 1 項規定，我國銀行分為下列三種：(一) 商業銀行；(二) 專業銀行；(三) 信託投資公司。所謂商業銀行，依銀行法第 70 條規定，謂以收受支票存款、活期存款、定期存款，供給短期、中期信用為主要任務之銀行。而專業銀行成立之目的，依銀行法第 87 條規定，為便利專業信用之供給，中央主管機關得許可設立專業銀行，或指定現有銀行，擔任該項信用之供給。所謂信託投資公司，依銀行法第 100 條規定，謂以受託人地位，按照特定目的，收受、經理及運用信託資金與經營信託

<sup>174</sup> 參閱謝劍平，現代投資銀行，三版，2010 年 5 月，資料來源：  
[www.bestwise.com.tw/\\_trial\\_files/52MFF03103/ch01.pdf](http://www.bestwise.com.tw/_trial_files/52MFF03103/ch01.pdf)。(最後瀏覽日 2015/2/5)

財產，或以投資中間人之地位，從事與資本市場有關特定目的投資之金融機構。銀行法第 104 條、第 105 條並規定，信託投資公司收受、經理或運用各種信託資金及經營信託財產，應與信託人訂立信託契約，並負善良管理人之責。故信託投資公司係專門從事投資之金融機構。國內知名信託投資公司例如亞洲信託投資公司、國泰信託投資公司、華僑信託投資公司、台灣第一信託投資公司、中聯信託投資公司等。

除此之外，依據銀行法第 74 條第 1 項、第 2 項、第 4 規定，商業銀行亦得向主管機關申請投資於金融相關事業。如果是非金融相關事業，為配合政府經濟發展計畫，經主管機關核准者，得投資於非金融相關事，但不得參與該相關事業之經營。而所謂金融相關事業，指銀行、票券、證券、期貨、信用卡、融資性租賃、保險、信託事業及其他經主管機關認定之金融相關事業。而依據銀行法第 115 條之 1 規定，同法第 74 條關於商業銀行投資範圍之規定，於信託投資公司準用之。

## 二、相關法令及表決權行使之限制

關於商業銀行之業務範圍，依銀行法第 71 條第 1 項規定<sup>175</sup>，得經營的

<sup>175</sup> 銀行法第 71 條第 1 項：「商業銀行經營下列業務：

- 一、收受支票存款。
- 二、收受活期存款。
- 三、收受定期存款。
- 四、發行金融債券。
- 五、辦理短期、中期及長期放款。
- 六、辦理票據貼現。
- 七、投資公債、短期票券、公司債券、金融債券及公司股票。
- 八、辦理國內外匯兌。
- 九、辦理商業匯票之承兌。
- 十、簽發國內外信用狀。
- 十一、保證發行公司債券。
- 十二、辦理國內外保證業務。
- 十三、代理收付款項。
- 十四、代銷公債、國庫券、公司債券及公司股票。
- 十五、辦理與前十四款業務有關之倉庫、保管及代理服務業務。
- 十六、經主管機關核准辦理之其他有關業務。

業務中包括投資公債、短期票券、公司債券、金融債券及公司股票。關於投資限制，依銀行法第 74 條第 3 項規定，投資總額不得超過投資時銀行實收資本總額扣除累積虧損之百分之四十，其中投資非金融相關事業之總額不得超過投資時銀行實收資本總額扣除累積虧損之百分之十。投資金融相關事業，其屬同一業別者，除配合政府政策，經主管機關核准者外，以一家為限。商業銀行投資非金融相關事業，對每一事業之投資金額不得超過該被投資事業實收資本總額或已發行股份總數之百分之五。關於有價證券之投資，依據銀行法第 74 條之 1、商業銀行投資有價證券之種類及限額規定，其中第 2 點詳細規定商業銀行投資境內及境外有價證券之種類、第 3 點規定商業銀行投資境內及境外有價證券之限額<sup>176</sup>。

關於信託投資公司之業務範圍，規定在銀行法第 101 條第 1 項<sup>177</sup>，其

<sup>176</sup> 商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 3 點第 1 項：「三、商業銀行投資境內及境外有價證券之限額如下：

(一)商業銀行投資於集中交易市場與店頭市場交易之股票及特別股、新股權利證書、私募股票、私募公司債、依各國法令規定發行之基金受益憑證、認股權憑證及認購(售)權證之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之二十五。但其中投資於店頭市場交易之股票與認股權憑證、認購(售)權證及新股權利證書、特別股、私募股票及私募公司債之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之五。

(二)商業銀行投資於無信用評等或信用評等未達主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上之短期票券(不含國庫券及可轉讓銀行定期存單)、金融債券、公司債、受益證券及資產基礎證券之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之十。但該短期票券、金融債券、公司債無信用評等者，其發行人、保證人或承兌人之信用評等達上述等級以上者，或受益證券、資產基礎證券無信用評等者，其保證人之信用評等達上述等級以上者，不在此限。

(三)銀行投資於第二點第一項各種有價證券之總餘額，除我國政府發行之公債、國庫券、中央銀行可轉讓定期存單及中央銀行儲蓄券外，不得超過該銀行所收存款總餘額及金融債券發售額之和百分之二十五。

(四)銀行兼營證券商依證券交易法第七十一條規定所購入之有價證券，於購入一年後仍未賣出者，應計入前三款投資有價證券之限額內。

(五)銀行以附賣回條件買入短期票券及債券之餘額，不計入第一款至第三款投資有價證券之限額內。以附買回條件賣出短期票券及債券之餘額，則應計入。

(六)商業銀行投資於每一公司之股票、新股權利證書及債券換股權利證書之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數百分之五。

<sup>177</sup> 銀行法第 101 條第 1 項：「信託投資公司經營左列業務：

- 一、辦理中、長期放款。
- 二、投資公債、短期票券、公司債券、金融債券及上市股票。
- 三、保證發行公司債券。
- 四、辦理國內外保證業務。
- 五、承銷及自營買賣或代客買賣有價證券。
- 六、收受、經理及運用各種信託資金。
- 七、募集共同信託基金。

中第 2 款規定包括辦理中、長期放款；投資公債、短期票券、公司債券、金融債券及上市股票；承銷及自營買賣或代客買賣有價證券等。本條將其所得投資之股票僅限於上市股票，尚不得投資上櫃公司之股票。依據銀行法第 115 條之 1 規定，同法第 74 條關於商業銀行投資限制的規定，於信託投資公司準用之。

關於銀行業投資關係人之限制，商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 5 點本文規定，商業銀行不得投資於該銀行負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行之股票、新股權利證書、債券換股權利證書、公司債、短期票券、基金受益憑證及特別股，避免有利益衝突之情形。以上為限制銀行業投資行為之部分，而關於銀行業於被投資公司股東會表決權行使之限制，目前法無明文規定。本文認為，應回歸公司法關於表決權限制之相關規定。

### 第三款 保險業

在金融業全球化的經營模式下，保險業已經是金融業重要的一環，保險公司的業務經營深入金融市場，尤其是以機構投資人的角色參與金融業務，保險公司業務經營的榮衰不僅攸關被保險人、受益人的權益，更會影響國民經濟的發展，甚至全球經濟的發展<sup>178</sup>。保險公司於金融市場所扮演角色不可小覷。保險業除可投資保險相關事業及一般資金運用外，尚可作大量國外投資及專案運用、公共及社會福利事業投資，因此，保險業得投

- 
- 八、受託經管各種財產。
  - 九、擔任債券發行受託人。
  - 十、擔任債券或股票發行簽證人。
  - 十一、代理證券發行、登記、過戶、及股息紅利之發放事項。
  - 十二、受託執行遺囑及管理遺產。
  - 十三、擔任公司重整監督人。
  - 十四、提供證券發行、募集之顧問服務，及辦理與前列各款業務有關之代理服務事項。
  - 十五、經中央主管機關核准辦理之其他有關業務。」

<sup>178</sup> 參閱陳麗娟，Solvency II 指令：歐盟保險監理趨勢之探討，月旦財經法雜誌第 28 期，2012 年 3 月，頁 44。

資的項目及範圍較銀行業及證券業為廣<sup>179</sup>。關於保險業投資規定，在保險法第 146 條、第 146 條之 1 至 146 條之 9。而保險業表決權行使之限制乃本文所欲討論核心重點，將於本文第五章詳細做完整介紹。



---

<sup>179</sup> 參閱楊綦海，我國金融機構轉投資相關問題之探討，中央銀行季刊第 30 卷第 2 期，民國 97 年 6 月，頁 68。

### 第三節 國際原則與外國實務運作

由前述可知，立法者以法律明文對機構投資人之投資標的做限制、強制機構投資人分散持股、限制其持股的比例及表決權行使的方向等，不僅削弱機構投資人於公司治理角色中的強度，對一般投資人及機構投資人做有不一致的限制，未有充分的理由可證明能達到主管機關原有的目的，已非現今立法潮流。政府希冀機構投資人在主宰市場的同時又不會過度破壞市場平衡，法規限制的方式過於表面而僵化，僅能治標不能治本。世界各國已經陸續採用法規限制以外的方式來解決問題，頗有成效，值得我國借鏡。以下將介紹近年來的熱門議題—聯合國責任投資原則，以及舉美國數家著名機構投資人的表決權行使政策為例，最後介紹美國現行關於企業投資人投資之規範及原則，作為本文討論核心—保險法第一四六條之一保險業表決權行使限制之參考。

#### 第一項 聯合國責任投資原則(PRI)

##### 第一款 概說

2006年4月27日，聯合國秘書長科菲安南(Kofi A. Annan)與全球代表管理資產超過2兆美金的16個國家大型投資機構，在美國紐約證交所聯合發表「聯合國責任投資原則」(Principles for Responsible Investment, PRI)，是全球最大的永續投資倡議活動，屬於公司治理議題的延續與再實踐，目前已有50餘國、超過1265家金融機構與投資企業參與，管理全球總計45兆美元的資金<sup>180</sup>。

<sup>180</sup> 參閱聯合國責任投資原則發布2015-2018策略，產業永續發展整合資訊網，2014年12月1日，資料來源：<http://proj.ftis.org.tw/isdn/News/Detail/BC4C4A46C3F763DF?dataIndex=1>。(最後瀏覽日：2015/3/4)

聯合國責任投資原則主張，機構投資人（如公共退休和保險基金等）有責任將企業社會責任議題納入投資分析及決策的過程，以追求投資者最佳的長期利益。簽署責任投資原則的機構投資人於投資公司前，需審慎評估該被投資公司是否達到該原則所要求的標準。考量到環境、社會與公司治理(environmental, social and corporate governance, ESG)議題將會影響投資之長期績效，PRI 建議將下列關於 ESG 之六大原則納入投資原則內：

- (一) 將 ESG 議題納入投資分析及決策制定過程。
- (二) 將 ESG 議題整合至所有權政策與實務。
- (三) 要求投資機構適當揭露 ESG 資訊。
- (四) 促進投資業者接受及執行 PRI 原則。
- (五) 建立合作機制強化 PRI 執行之效能。
- (六) 報告執行 PRI 之活動與進度<sup>181</sup>。

責任投資原則的目標是設計一套全球通行的架構，供投資人在進行投資分析與行使所有權之時，納入環境、社會與治理等層面的檢驗標準。此原則共列出六大原則下共三十五項可行性方案，供機構投資人作為投資參考準則，簽署此一原則的機構投資人，需公開承諾採用及執行本原則，將責任投資納入它們的投資策略當中。在此種責任投資理念下，環境、社會及公司治理議題(ESG)將會影響投資組合的績效表現；另一方面，採用責任投資的諸原則，可使得投資活動能與更寬廣的社會目標（如勞工權益保護和永續發展等）結合在一起<sup>182</sup>。每年新簽署的投資機構人以將近20%的幅

---

<sup>181</sup> Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes. Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices. Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest. Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry. Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles. Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.( Principles for Responsible Investment)

<sup>182</sup> 參閱曾昭明報導，責任投資的時代來了，中國時報，2009年11月2日，資料來源：

度增長中，顯示PRI背後所代表的ESG原則越來越受金融市場的重視。

## 第二款 PRI 於台灣之萌芽

2009年我國勞工保險局宣布，勞保基金首度明確將「企業社會責任」(Corporate Social Responsibility, 簡稱CSR)列入投資股票選股原則，要求委外業者應將如環保、勞資關係、勞工權益等企業社會責任事項納入選股原則，並列入每季檢討報告。對於違背企業社會責任的公司，則採不投資或減碼策略。勞保基金此次的政策宣示，是我國政府基金首度宣布將企業社會責任納入投資選股原則<sup>183</sup>，其內容也顯示聯合國推動的責任投資原則精神在我國的萌芽與實踐，在國際引起相當關注。

在勞委會所核定之勞保基金投資政策書(民國99年至103年)中論及：「勞工保險成立宗旨為保障勞工生活、促進社會安全。社會保險除注重安全性、收益性、福利性外，並應關切公益性，所以藉由一種投資組合設定特定價值的應用方法或哲學之社會責任投資，表現出對社會公義、經濟發展及環境保護之關注。在選取投資標的時，除了考量財務分析外，還加上環境績效與社會績效等多面向的考量(包括制度與管理、利害關係人溝通、治理面責任、環境面責任、社會面責任、資訊揭露、財務績效等)，使得社會責任型投資可以同時產生財務性及社會性的利益，希望投資行為能對永續發展理念產生實質影響，為社會盡一份力。」由此可知，我國政府開始正視政府基金對於公益性的關注力與影響力，選取投資標的不再以賺錢為唯一考量，還需注重環境、社會等多方面向，希望投資行為對於永續發展理念產生實質影響力。勞保局依循聯合國責任投資原則所建議之行動事項，將企業社會責任議題納入投資政策聲明書，實乃符合國際潮流之一大進步。

---

[http://www.civictaipei.org/about/Director/a1\\_459\\_1.html](http://www.civictaipei.org/about/Director/a1_459_1.html)。(最後瀏覽日：2015/3/4)

<sup>183</sup> 參閱陳素玲報導，勞保基金選股 首納「企業社會責任」，聯合晚報，2009年12月22日。

勞保基金提出責任投資政策，對鼓勵我國企業積極提升企業社會責任有前導車的帶領作用，亦促使國外同樣採取責任投資原則的機構投資人，更加重視台灣資本市場在責任投資上的表現和機會，有助益提高我國金融市場的國際競爭力。學者<sup>184</sup>對此有一番建議，對於責任投資原則於我國之擴大適用、投資標的分析、決策制定的專業化及細緻化、企業資訊揭露的標準化等給予進一步的建議，殊值傾聽：

(一) 政府應依循勞保基金的案例，陸續推動其他政府基金如勞退基金和公務人員退休基金等，建立明確的社會責任投資政策，加大上市上櫃公司提高企業責任表現的動力，激勵民間業者去發展責任投資型的金融商品。

(二) 勞保局以及其他政府基金後續應共同支援開發與企業社會責任相關之分析工具和評量方法，強化內部和外部的投資管理者將企業社會責任議題整合入投資分析和決策的能力，要求並協助投資服務提供者（如財務分析師、諮詢顧問、仲介商及評等機構等）將企業社會責任因素整合入研究及分析中，並對投資專業人士進行企業社會責任分析與評估的訓練。

(三) 我國在企業社會責任資訊揭露上與國際水準尚有一段距離，政府單位與公民社會組織應敦促公共基金所投資的企業，加大和加深企業社會責任議題「資訊揭露幅度」。相關單位和組織可要求企業採國際通行或主管機關鼓勵的企業社會責任報告書標準，發布標準化、可供比較的企業責任報告，或要求企業在年度財務報告中納入企業社會責任資訊，甚而支援促進企業責任資訊揭露的股東行動及決議。

---

<sup>184</sup> 參閱曾昭明，責任投資的時代來了，曾昭明，中國時報，2009年11月2日，資料來源：[http://www.civictaipei.org/about/Director/a1\\_459\\_1.html](http://www.civictaipei.org/about/Director/a1_459_1.html)。（最後瀏覽日：2015/3/4）

與上述學者的建議相呼應，金管會於民國 103 年 10 月 03 日發布金管證發字第 1030039119 號函釋，其要旨為「為發揮機構投資人對市場的影響力，企業履行公司治理及企業社會責任情形應列為投資重要參考標準，並建議將非財務性資訊納入投資決策，且於 104 年 6 月底前於公開資訊觀測站發布企業社會責任報告書，首次依國際通用指引編製者則最晚應於明年 12 月底前發布。」金管會認為，考量機構投資人意見與動向對市場具相當高之影響力，若能引導企業健全公司治理，除能提升企業競爭力外，亦得以確保投資人之權益。為強化我國公司治理，並鼓勵企業善盡社會責任，機構投資人於從事投資及選擇業務往來對象時，應將標的企業履行公司治理及企業社會責任情形列為投資之重要參考標準，並建議對外揭露上開投資選股策略，及持續關注所投資公司之治理情況，以市場力量共同促進公司提升公司治理。企業之財務性資訊及非財務性資訊均係投資人重要參考資料，近年來國際上對於與企業攸關之環境、社會、公司治理等非財務性資訊重視程度日增，因其往往影響企業面臨之挑戰、經營策略及營運績效，其結果最終亦將反映在企業的財務面。投資機構若能將上開非財務性因素納入投資決策，一方面可提高投資效益，另一方面亦可健全市場與社會之發展及維護環境之永續性，達成責任投資之目的。金管會於民國 103 年 9 月 18 日發布新聞表示，將要求上市（櫃）食品工業、金融業、化學工業及實收資本額為新臺幣 100 億元以上之公司，應編製企業社會責任報告書，以提升直接面對民眾公司之社會責任，重振消費者與供應鏈廠商對此類上市（櫃）公司之信心，上開公司最快於明年（民國 104 年）6 月底前於公開資訊觀測站發布其企業社會責任報告書，首次依國際通用指引編製者則最晚應於明年 12 月底前發布。

由前可知，政府對於機構投資人投資標的之控管，已不再墨守成規於投資的對象或數額比例限制，轉而要求投資標的公司是否有符合責任社會原則所設的六大原則。

## 第二項 表決權行使政策 (Voting Policy)

### 第一款 概說

在講求資訊公開揭露、強調股東知悉權潮流下，現今外國公司普遍在公司網站上公開其表決權行使政策 (Voting Policy)，聲明表決權行使的方向、具體內容、利益衝突時解決方法等，讓股東得事先知悉，保障其投資權益。每家公司的表決權政策略有不同，並無一致。在此以全球知名的跨國大企業如 Franklin Templeton Investments (富蘭克林坦伯頓投資企業)、Fidelity Investments (富達投資企業)、J.P. Morgan asset management (摩根資產管理公司)、Allianz Global Investors (安聯全球投資暨人壽保險) 等為例，介紹其表決權行使政策，可供國內企業遵循參考。

### 第二款 Franklin Templeton Investments (富蘭克林坦伯頓投資)

以下介紹富蘭克林坦伯頓投資公司表決權行使政策和程序<sup>185</sup> (General Voting Policies and Procedures)：

SEBI (Securities and Exchange Board of India，印度證券交易委員會) 於 2010年3月15日發布公告，要求資產管理公司原則上應於公司網

---

<sup>185</sup> Franklin Templeton Asset Management (India) Private Limited General Voting Policies and Procedures。資料來源：<http://www.franklintempletonindia.com/downloadsServlet?docid=hx190eqe>。(最後瀏覽日：2015/5/19)

站及發予基金持有人之2010-2011年財政年度年報中，揭露公司對於其所持有股份之表決權行使政策和程序<sup>186</sup>。

據此，富蘭克林坦伯頓資產管理公司（Franklin Templeton Asset Management (India) Private Limited，“FTAMIL”）對於富蘭克林坦伯頓基金計畫之表決權行使政策與程序如下：

### 一、於上市公司治理之角色與表決權指導原則

FTAMIL 認知其對客戶負有受託責任。受託責任包括就其代表客戶所持有之被投資公司股份為客戶之利益行使表決權的義務<sup>187</sup>。

為盡到受託責任，FTAMIL對於欲表決的提案皆予以檢視（儘管這些提案可能被認為是日常事務），並且為客戶的最佳利益行使表決權。每項提案係參考相關事實與情況而為考量。當出現特殊情事時，FTAMIL將可能做出偏離表決權政策與程序之決定，以保障客戶的利益，並將該決定報告董事會。公司治理議題多樣且持續地發展，FTAMIL付出大量的時間與資源來關注這些變化<sup>188</sup>。

被投資公司經營管理的質量與深度，係FTAMIL決定投資於該公司主要

---

<sup>186</sup> **SEBI Requirement:**

SEBI has vide circular dated March 15, 2010, *inter alia*, required asset management companies to disclose their general policies and procedures for exercising voting rights in respect of shares held by them on their website as well as in annual reports distributed to unitholders from financial year 2010-11.

<sup>187</sup> FTAMIL understands its fiduciary responsibilities towards its clients. These responsibilities include the duty of exercising voting rights in the interest of its clients in respect of the shares held by it on behalf of clients in investee companies.

<sup>188</sup> In keeping with its fiduciary responsibilities, FTAMIL reviews all proposals put up for voting even though they may be considered to be routine matters and exercises the votes in the best interest of clients. Each proposal is considered based on the relevant facts and circumstances. FTAMIL may deviate from the general policies and procedures when it determines that particular facts and circumstances warrant such deviation to protect the interests of its clients. Such deviations, if any, would be reported to the Board of Directors. Corporate governance issues are diverse and continually evolving and FTAMIL devotes significant time and resources to monitor these changes.

考量的因素之一。因此，該公司經營管理階層於任何議題上的意見，將可能影響FTAMLA表決權之行使。惟該意見不能完全主宰FTAMLA所做出的最終決定。實務上，大多數議案的表決權行使係根據被投資公司經營管理階層的主張而投。然而每個議題都有其利益價值，當被投資公司經營管理階層的決定對公司股東的投資利益將造成不利影響時，此時FTAMIL將不會支持公司經營管理階層的主張<sup>189</sup>。

FTAMIL得藉由獨立第三方專業機構取得對於提案之深入分析與表決權行使之建議，亦可能將表決權管理事務委託富蘭克林坦伯頓集團內之專業機構<sup>190</sup>。

## 二、表決權行使程序

FTAMIL了解其表決權行使的決定將會影響股東之利益。因此FTAMIL嘗試去處理每一項需行使表決權的議案。然而在某些情形下，FTAMIL將可能無法行使表決權或選擇不行使表決權，包括(但不限於)以下之情形：

- (一) 非從管理人收到之提案。
- (二) 會議通知遲到
- (三) FTAML於股權登記日時持有股份，但於開會日前已賣出。
- (四) 代理投票服務並非管理人於市場上所提供。

---

<sup>189</sup> One of the primary factors FTAMIL considers when determining the desirability of investing in a particular company is the quality and depth of that company's management. Accordingly, the recommendation of management on any issue is a factor that FTAMIL considers in determining how to vote. However, FTAMIL does not consider recommendations from management to be determinative of FTAMIL's ultimate decision. As a matter of practice, the votes with respect to most issues are cast in accordance with the position of the company's management. Each issue, however, is considered on its own merits, and FTAMIL will not support the position of a company's management in any situation where it determines that the ratification of management's position would adversely affect the investment merits of owning that company's shares.

<sup>190</sup> FTAMIL may utilise the services of unaffiliated third party professional agencies for getting In-depth analyses of proposals and vote recommendations. FTAMIL may also delegate the voting administration activities to a specialized department within Franklin Templeton Group.

(五) 除本文列舉之情形外，其他FTAMIL認為並非為了客戶之最佳利益而投票之情形。

(六) 證券有證券借貸的情形或類似的程序，其證券所有權已移轉於他人<sup>191</sup>。

### 三、利益衝突

FTAMIL係一個大型、多角化經營的金融企業集團下的子公司，並且致力於避免利益衝突。然而某些情況可能產生利益衝突之情事，例如<sup>192</sup>：

- (一) 被投資公司是FTAMIL的客戶或子公司。
- (二) FTAMIL或其子公司的董事係被投資公司的董事。
- (三) 被投資公司重大程度地參與FTAMIL或其子公司產品管理之分配，或由FTAMIL或其子公司提供顧問意見。

為了客戶的利益，FTAMIL不會投資由FTAMIL企業集團發行的證券。FTAMIL竭力於解決客戶間的利益衝突。然而，儘管存有潛在的利益衝突，FTAMIL還是可能行使表決權以反對被投資公司管理經營階層的意見<sup>193</sup>。

<sup>191</sup> FTAMIL understands that its voting decisions may affect the value of shareholdings. Therefore, FTAMIL will generally attempt to process every proposal it receives for voting. However, there may be situations in which FTAMIL may be unable to vote, or may chose not to vote, such as but not limited to: (i) Proposal was not received from the custodian; (ii) a meeting notice was received late; (iii) FTAMIL held shares on the record date but sold them prior to the meeting date; (iv) proxy voting service is not offered by the custodian in the market; (v) FTAMIL believes it is not in the best interest of the clients to vote for any other reason not enumerated herein; or (vi) a security is subject to a securities lending or similar program that has transferred legal title to the security to another person.

<sup>192</sup> FTAMIL is an affiliate of a large, diverse financial services firm with many affiliates and makes its best efforts to avoid conflicts of interest. However, conflicts of interest can arise in certain situations. Few examples of such situations are:

- Investee Company is a client of FTAMIL or its affiliates.
- Any director of FTAMIL or its affiliates is a director of Investee Company.
- Investee Company is an entity participating to a material extent in the distribution of products managed or advised by FTAMIL or its affiliates.

<sup>193</sup> FTAMIL does not invest in the securities of group companies of FTAMIL on behalf of its clients. FTAMIL endeavors to resolve conflicts of interest in the interests of clients. Nonetheless, even though a potential conflict of interest exists, FTAMIL may vote in opposition to the recommendations of an investee company's management.

#### 四、表決權行使原則

公司治理議題多樣化且持續發展中，要一一列舉有其難度。FTAMIL認為要有良好公司治理通常需注意下列的事項<sup>194</sup>：

##### (一) 公司治理事項，包括合併、公司重整及反收購條款等：

合併或收購行為將受到審慎的檢視以確保其有利於股東。FTAMIL將分析各種經濟策略因素以做出合併或收購的最終決定。公司重整提案亦需逐案徹底的審查。FTAMIL通常反對「反收購措施」，蓋其易於損害股東權益。然而，如同其他提案，FTAMIL會獨立審查每個反收購提案。當提案不繁瑣且不會損害股東利益時，FTAMIL可能會投票支持管理階層的意見<sup>195</sup>。

##### (二) 變更資本結構

FTAMIL了解到公司的財務決策對股東有重大影響，特別是當涉及增發新股或額外的債務承擔。FTAMILA將對公司增加授權股數、增加目的之提案逐案審查<sup>196</sup>。

---

<sup>194</sup> Corporate governance issues are diverse and continually evolving. Whilst it is difficult to provide an exhaustive list of such issues, the following guidelines reflect what FTAMIL believes to be good corporate governance and stance it may generally take with respect to below matters:

<sup>195</sup> Mergers and acquisitions will be subject to careful review to determine whether they would be beneficial to shareholders. FTAMIL will analyze various economic and strategic factors in making the final decision on a merger or acquisition. Corporate restructuring proposals are also subject to a thorough examination on a case-by-case basis. FTAMIL generally opposes anti-takeover measures since they tend to reduce shareholder rights. However, as with all proxy issues, FTAMIL conducts an independent review of each anti-takeover proposal. FTAMIL may vote with management when it is felt that proposal is not onerous and would not harm interests as shareholders.

<sup>196</sup> FTAMIL realizes that a company's financing decisions have a significant impact on its shareholders, particularly when they involve the issuance of additional shares or the assumption of additional debt. FTAMIL will review, on a case-by-case basis, proposals by companies to increase authorized shares and the purpose for the increase.

### (三) 股票選擇權計劃和管理人員薪酬提案

公司的股權薪酬計畫應以股東的長期利益為準。FTAMIL認為管理階層的薪酬應與公司業績有直接關連。FTAMIL考量幾個因素以判斷計劃是否公平且合理，逐案評估這些計劃。FTAMIL一般會反對潛在稀釋性股份的計劃

<sup>197</sup>。

### (四) 社會和企業責任

FTAMIL相信管理階層關於社會、環境和道德議題的謹慎判斷，縱使FTAMIL可能投票支持其認為有顯著經濟效益和影響力的議題<sup>198</sup>。

### (五) 董事會

獨立董事是良好公司治理的關鍵。FTAMILA支持董事會的獨立董事，且傾向於主要委員會例如審計、提名和薪酬委員會等由應獨立董事組成<sup>199</sup>。

## 五、內部監控機制

FTAMIL認為「內部控制和查核」與行使表決權程序中的各個關鍵步驟相關。FTAMIL或其他任何富蘭克林坦伯頓集團的專業部門進一步將定期檢

---

<sup>197</sup> A company's equity-based compensation plan should be in alignment with the shareholders' long-term interests. FTAMIL believes that executive compensation should be directly linked to the performance of the company. FTAMIL evaluates plans on a case-by-case basis by considering several factors to determine whether the plan is fair and reasonable. FTAMIL will generally oppose plans that have the potential to be excessively dilutive.

<sup>198</sup> FTAMIL believes in management discretion with regard to social, environmental and ethical issues although FTAMIL may vote in favor of those issues that are believed to have significant economic benefits or implications.

<sup>199</sup> Independent board is a key to good corporate governance. FTAMIL supports an independent board of directors, and prefers that key committees such as audit, nomination and compensation committees be comprised of independent directors.

討政策落實及揭露要求<sup>200</sup>。

## 六、表決權揭露

根據 SEBI 於 2010 年 3 月 15 日之公告，FTAMLA 應於網站上以及發予基金持有人之 2010-2011 財政年度年報揭露投資公司在股東大會上表決權之實際運作<sup>201</sup>。

### 第三款 Fidelity Investment (富達投資企業)

以下介紹富達投資企業的表決權行使政策<sup>202</sup>：

FIL 常設內部治理專業團隊，其工作內容與投資團隊及負責執行表決權活動者密切相關。信息來自各種來源，包括代理表決權諮詢服務，然與相關適當的基金經理人協商後，所有最終表決權決定會依據 FIL 的政策及表決權指導方針做出。FIL 關於表決權行使的態度和政策係依據所有適用的法律與規則，以及與投資組合中相應的投資目標一致。表決權說明 (Voting instructions) 通常經由代理投票機構以電子方式處理<sup>203</sup>。

<sup>200</sup> Internal controls and checks are in place at various key steps in the process of exercise of votes as considered relevant/ material by FTAMIL. Further, FTAMIL or any specialized department within Franklin Templeton Group will periodically review the implementation of the policy and the disclosure requirements.

<sup>201</sup> In terms of the SEBI circular dated March 15, 2010, FTAMIL shall disclose on its website [www.franklintempletonindia.com](http://www.franklintempletonindia.com) as well as in the annual report distributed to the unitholders from the financial year 2010-11, the actual exercise of votes in the general meetings of investee companies.

<sup>202</sup> Fidelity worldwide investment" Voting pPolicy"。資料來源：  
[https://www.fidelityworldwideinvestment.com/global/about/voting\\_policy.page](https://www.fidelityworldwideinvestment.com/global/about/voting_policy.page)。(最後瀏覽日：2015/5/19)

<sup>203</sup> FIL maintains a permanent in-house team of governance specialists who work closely with the investment team and who are responsible for conducting our voting activities. Information is derived from a variety of sources including proxy voting advisory services but all eventual voting decisions are always made in accordance with FIL's policies and voting guidelines after consultation with the relevant fund managers where appropriate. FIL's approach and policy with regard to the exercise of voting rights are in accordance with all applicable laws and regulations as well as being consistent with the respective investment objectives of the various portfolios. Voting instructions are generally processed electronically via a proxy voting agent.

當 FIL 有監管責任或行使投票權的預期利益超過預期成本，FIL 會行使表決權支持所有的股權證券。如果股份在股東會前一段期間禁止交易，市場受到「股份閉鎖期間」限制，FIL 仍致力於使 FIL 於市場上至少 50% 股份參與投票。FIL 也會考量被投資公司相關具體情況以及當時國內市場典範做法<sup>204</sup>。

企業金融集團負責監管代理行使表決權時相關可能的利益衝突。實務上若基金於同個交易中投資超過一方，討論上我們為特定基金的利益運作。若與 FIL 的利益相衝突，我們將根據第三方研究提供者的建議來投票，如果建議不可行，我們將選擇棄權或不投票<sup>205</sup>。

FIL 鼓勵被投資公司董事事先與投資者協商，而非冒險於股東會提出可能被否決的議案。當 FIL 投資觀點與董事會的不同時，我們會在早期階段致力於與董事會交涉，嘗試解決分歧。如果不成功且 FIL 決定要棄權或投票反對，為了多數基金利益，我們將確保經營階層了解我們反對的原因。當資訊不足或希望給公司警訊時，我們會傾向棄權。我們的指導原則是表決權應該為了投資者最佳利益而行使<sup>206</sup>。

---

<sup>204</sup> FIL will vote all equity securities where there is a regulatory obligation for us to do so or where the expected benefit of voting outweighs the expected costs. Some markets are still subject to share blocking where if shares are voted they are blocked from trading for a period of time before a general meeting but we will still seek to vote at least 50% of our shareholding in these markets provided the investment exceeds our minimum size criteria. We will also take account of the particular circumstances of the investee company concerned and of prevailing local market best practices.

<sup>205</sup> The corporate finance group is responsible for monitoring possible conflicts of interest with respect to proxy voting. In instances where a fund holds an investment in more than one party to a transaction we will always act in the interests of the specific fund in question and in instances where there is a conflict with FIL's own interests, we will either vote in accordance with the recommendation of our principal third party research provider or if no recommendation is available we will either abstain or not vote.

<sup>206</sup> We encourage boards to consult with investors in advance rather than risk putting forward resolutions at general meetings which may be voted down. Subject to the size of our investment, where our views differ from those of the board we will seek to engage with the board at an early stage to try and resolve differences. Where this is not successful and we decide to abstain or vote against a company, for all of our larger holdings we will generally ensure that management understands the reason for our opposition. We tend to abstain only when we have insufficient information or where we wish to give a cautionary message to a company. Our guiding principle is that voting rights should

參加股東會並非 FIL 一貫的政策，但如果情況需要，我們有時會親自參與投票，同時發表言論以解釋我們的立場<sup>207</sup>。

FIL 經由第三方提供者經營一個非常有限的股票借貸計畫。股票可能會借貸給通過門檻者，但若有特別重要或敏感性的投票，股票會因投票目的而收回<sup>208</sup>。

FIL 提供每季投票報告、深入的年度治理報告予客戶。FIL 之公開投票記錄於網站上，FIL 完整的表決權行使準則附錄於我們的所有權原則文件裡<sup>209</sup>。

#### 第四款 J.P. Morgan Asset Management (摩根資產管理企業)

以下介紹摩根資產管理企業的表決權行使政策<sup>210</sup>：

在 J.P. 摩根資產管理企業的每位投資顧問（個別簡稱 JPMAM Entity，統稱 JPMAM），被客戶授權為其投資組合中的證券代理行使表決權。為確保客戶最佳利益而行使，JPMAM 對特定類型的議題採用詳細的表決權代理代理行使程序（Procedures），結合詳細的表決權代理行使指導原則

（Guidelines）。列於附件 A 的每位投資顧問是 JP 摩根基金中基金的投資

---

always be exercised in the best interest of investors.

<sup>207</sup> It is not our usual policy to attend general meetings but if circumstances warrant we will on occasion vote in person and may additionally make a statement explaining our position

<sup>208</sup> FIL operates a very limited stock lending programme through a third party provider. Stock may be lent up to agreed thresholds but will be recalled for voting purposes when there is a vote of particular importance or sensitivity.

<sup>209</sup> FIL provides quarterly voting reports to its institutional clients as well as a more in-depth annual governance and engagement report. We disclose our voting records on our website. Our full proxy voting guidelines are set out in the Appendix of our Principles of Ownership document.

<sup>210</sup> J.P. Morgan Asset Management “Proxy Voting Policy”。資料來源：

<https://www.jpmorganfunds.com/cm/Satellite?UserFriendlyURL=proxyvoting&pagename=jpmfVanityWrapper#>。（最後瀏覽日：2015/5/19）

顧問或次級顧問。JP 摩根基金授權其顧問依據上述的程序及指導原則為基金代理行使表決權<sup>211</sup>。

JPMAN 目前於下述地區有不同的的指導原則：(1)北美；(2)歐洲、中東、非洲、中美及南美；(3)亞洲（日本除外）；(4)日本。投資顧問為特定證券代理行使表決權時，將視證券發行人將而適用該地區的指導原則<sup>212</sup>。

根據表決權代理行使程序，大多表決權代理行使事項依據指導原則投票，指導原則隨著鼓勵企業行動、增強股東價值的目標發展。對於不屬於指導原則的事項、需要逐案確定的事項或表決權行使將違反指導原則的事項，若要被認為適當，該程序在行使表決權前需要認證和完成過程審查。這個過程的目的是要確認是否存有實際或潛在的重大利益衝突，並確保其為客戶的最佳利益代理投票<sup>213</sup>。

為了審查及監管表決權代理行使程序，JPMAN 成立代理委員會，指派代表於全球各地代理行使表決權。代理委員會將定期召開會議，審議表決權代理行使事項，每年審議和批准指導原則（Guidelines），針對一般的

---

<sup>211</sup> Each investment adviser within the J.P. Morgan Asset Management group, (each referred to individually as a "JPMAM Entity" and collectively as "JPMAM"), may be granted by its clients the authority to vote the proxies of the securities held in client portfolios. To ensure that the proxies are voted in the best interests of its clients, JPMAM has adopted detailed proxy voting procedures ("Procedures") that incorporate detailed proxy guidelines ("Guidelines") for voting proxies on specific types of issues. Each of the investment advisers listed on Exhibit A below acts as investment adviser or subadviser to a fund in the J.P. Morgan Funds. Each J.P. Morgan Fund has granted its adviser the authority to vote proxies for the Funds in accordance with these Procedures and Guidelines.

<sup>212</sup> JPMAM currently has separate guidelines for each of the following regions: (1) North America, (2) Europe, Middle East, Africa, Central America and South America, (3) Asia (ex-Japan) and (4) Japan. As a general rule, in voting proxies of a particular security, each JPMAM Entity will apply the guidelines of the region in which the issuer of such security is organized.

<sup>213</sup> Pursuant to the Procedures, most routine proxy matters will be voted in accordance with the Guidelines, which have been developed with the objective of encouraging corporate action that enhances shareholder value. For proxy matters that are not covered by the Guidelines, matters that require a case-by-case determination or matters where a vote contrary to the Guidelines is considered appropriate, the Procedures require a certification and review process to be completed before the vote is cast. That process is designed to identify actual or potential material conflicts of interest and ensure that the proxy vote is cast in the best interests of clients.

表決權代理行使事項以及由相關 JPMAM 單位提出的具體投票事項提供意見和建議。表決權行使程序 (Procedures) 允許一個獨立代理投票部門履行服務，除此之外由代理管理人執行或協調<sup>214</sup>。

## 第五款 Allianz Asset Management (安聯資產管理暨人壽保險)

以下介紹安聯資產管理暨人壽保險基金 (Allianz Funds, the “Trust”) 的表決權行使政策<sup>215</sup>：

Allianz Funds 表決權行使政策認為，代理行使表決權之人應為股東的利益投票，由立場最合適之人做決定，如負責採購與銷售證券以及分析基金證券表現的企業或人，其有足夠的資訊為基金及其股東的最佳利益代理行使表決權，包括於不同股東間有利益衝突的情事發生，一邊是投資顧問的利益，另一邊是次級顧問或任何與基金有關連的人。據此，Allianz Funds 表決權行使政策應將代理行使表決權之責委託實際上負責基金組合管理之人<sup>216</sup>。

<sup>214</sup> To oversee and monitor the proxy-voting process, each JPMAM advisory entity has established a proxy committee and appointed a proxy administrator in each global location where proxies are voted. Each proxy committee will meet periodically to review general proxy-voting matters, review and approve the Guidelines annually, and provide advice and recommendations on general proxy-voting matters as well as on specific voting issues presented by the relevant JPMAM entity. The Procedures permit an independent proxy voting service to perform certain services otherwise carried out or coordinated by the proxy administrator.

<sup>215</sup> Allianz Funds (The “Trust”) Proxy Voting Policy。資料來源：  
[http://us.allianzgi.com/Regulatory/External%20Documents/AllianzFunds\\_Proxy.pdf](http://us.allianzgi.com/Regulatory/External%20Documents/AllianzFunds_Proxy.pdf)。(最後瀏覽日：2015/5/19)

<sup>216</sup> It is the policy of the Trust that proxies should be voted in the interest of the shareholders of the appropriate fund, as determined by those who are in the best position to make this determination. The Trust believes that the firms and/or persons purchasing and selling securities for the funds and analyzing the performance of the funds’ securities are in the best position and have the information necessary to vote proxies in the best interests of the funds and their shareholders, including in situations where conflicts of interest may arise between the interests of shareholders, on one hand, and the interests of the investment adviser, a sub-adviser and/or any other affiliated person of the fund, on the other. Accordingly, the Trust’s policy shall be to delegate proxy voting responsibility to those entities with portfolio management responsibility for the funds.

每個由德盛安聯全球投資基金管理有限公司（AGIFM）推薦的基金，將表決權行使之代理權委託於 AGIFM，AGIFM 再將該義務委託特定基金的次級顧問。AGIFM 的代理行使表決權政策摘要附件於 A 本附錄。Allianz Funds 現任次級顧問之詳細代理行使表決權政策的摘要提出於 B 本附錄。上述摘要會隨時修訂已反應次級顧問詳細代理表決權行使政策的變化<sup>217</sup>。

代理投票的一方（例如次級顧問或投資組合經理）應當按照該方的代理表決權行使政策而代理投票，為與政策相一致，可能需依賴資訊或其他方提供的建議<sup>218</sup>。AGIFM 和每位 Allianz Funds 基金次級顧問於通過或修訂任何此類政策後，應及時提供其各自代理表決權行使政策及任何重大修改的副本予 Allianz Funds 董事會<sup>219</sup>。

代理行使表決權投票的一方應：1. 保持記錄，提供行使表決權資訊如需要的 Allianz Funds 監管文件，包括 Form N-PX 和 Form N-1A 項目 17 要求的所需政策揭露。2. 若被董事會或 Allianz Funds 主要規範主管（Chief Compliance Officer）要求時應提供更多的資訊<sup>220</sup>。

---

<sup>217</sup> The Trust, for each fund advised by Allianz Global Investors Fund Management LLC (“AGIFM”), delegates the responsibility for voting proxies to AGIFM, which will in turn delegate such responsibility to the sub-adviser of the particular fund. AGIFM’s Proxy Voting Policy Summary is attached as Appendix A hereto. Summaries of the detailed proxy voting policies of the Trust’s current sub-advisers are set forth in Appendix B attached hereto. Such summaries may be revised from time to time to reflect changes to the sub-advisers’ detailed proxy voting policies.

<sup>218</sup> The party voting the proxies (e.g., the sub-adviser or portfolio manager) shall vote such proxies in accordance with such party’s proxy voting policies and, to the extent consistent with such policies, may rely on information and/or recommendations supplied by others.

<sup>219</sup> AGIFM and each sub-adviser of a fund of the Trust with proxy voting authority shall deliver a copy of its respective proxy voting policies and any material amendments thereto to the Board of the Trust promptly after the adoption or amendment of any such policies.

<sup>220</sup> The party voting the proxy shall: (i) maintain such records and provide such voting information as is required for the Trust’s regulatory filings including, without limitation, Form N-PX and the required disclosure of policy called for by Item 17 of Form N-1A; and (ii) shall provide such additional information as may be requested, from time to time, by the Board or the Trust’s Chief Compliance Officer.

## 第四節 保險業永續發展原則 (PSI)

### 第一項 概說

聯合國責任投資原則(PSI)於保險業之實踐，即2012年聯合國環境規劃署制定的保險業永續原則 (Principles for Sustainable Insurance, PSI)，於聯合國永續發展大會上發表。其主張，保險業的目的在於風險管理，讓投保人能夠應付各樣風險帶來的損失，以作出完善的規劃。隨著氣候變遷，環境問題的風險日益顯著，保險業確實有理由將其列入考量，作為經營中的重要因素。保險業永續發展原則使保險業能因應當前趨勢，為保險業在環境、社會與公司治理議題(ESG)上確立永續發展的準則，鼓勵相關企業採取行動，在永續發展上能帶來另一波助力。

### 第二項 永續發展原則詳述

保險業永續原則有四個主要原則，以下分述之<sup>221</sup>：

#### 原則一：將與保險業相關永續議題作為公司決策的依據

要實踐此原則，可先從公司的董事會與管理階層開始，由公司高層推動永續發展之政策，並建立一套審核程序，找出公司營運與產品服務當中符合環境、社會與公司治理議題者，然後於決策、管理、產品服務、徵才、教育訓練方面作出相應的改變，實施後持續追蹤成效，以徹底落實保險業永續發展。

<sup>221</sup> 參閱 United Nations Environment Programme (UNEP, 聯合國環境規劃署) Finance Initiative。資料來源：<http://www.unepfi.org/>。(最後瀏覽日：2015/3/10)

**原則二：同客戶與商業夥伴合作，提倡針對環境、社會、公司治理議題的重視，也一同管理風險，並制定解決方案**

此原則牽涉到公司在營運方面接洽的利害關係人，客戶以及供應商在此扮演重要角色，保險公司應與其一同針對永續議題進行討論，提供資訊與相關工具，以利客戶、供應商進行永續管理。除了提供協助，保險公司也可進一步發揮對外影響力，鼓勵客戶與供應商揭露永續相關資訊，或是向同業推薦 PSI 原則。

**原則三：同政府、規範制訂機構及其他重要利害關係人合作，鼓勵社會為永續議題採取行動**

政府政策與法規在永續發展上有相當大的作用，保險業若重視永續議題，也必須重視政策與法規，並予以遵守。除此之外，企業與政府之間的彼此溝通也很重要，藉由彼此的意見交換，才能找出更完善的風險管理方法。要在社會上推動更多永續改革，保險業必須借助其他組織，所以本原則重視與國際官方組織、非政府組織、工商協會、學術界、媒體的對話，如此積極來往有助於進一步了解永續議題，也能在相關專業上進一步合作，永續議題也會因此更廣為公眾知曉。

**原則四：透明揭露保險業永續原則實行狀況，將定期誠實揭露視為責任**

在實施以上原則之後，保險業也需評估實施的狀況，並持續監督後續發展，同時定期公開相關資訊。揭露資訊之後，可以跟各方利害關係人討論，進一步瞭解他們對於已揭露資訊的看法。

本文認為，相較於責任投資原則，聯合國保險永續發展原則進一步細緻化全球保險業者追求永續發展的方向及標準，值得我國保險業者及主管機關參考採用。



## 第五節 小節

機構投資人擁有龐大資金，其投資意見與動向對市場具相當高之影響力，若能引導企業重視公司治理，除能提升企業競爭力外，亦得以確保投資人之權益。現今國際趨勢以及我國政策走向，皆重視機構投資人在公司治理、永續發展上所扮演的重要角色。從 OECD 公司治理原則、聯合國責任投資原則(PRI)、表決權行使政策(Voting policy)、保險業永續發展原則(PSI)等更可看出，公司資訊的公開揭露、投資決策與選股策略、企業社會責任履行已經成為投資人最關注焦點。我國現行證券投資信託事業管理規則第 23 條堪稱「機構投資人資訊公開透明條款」，由此可看出我國對於機構投資人投資及行使表決權之規範，已從嚴格細節性限制轉為原則性規範，且更加強受益人權益的保障。此一修正符合國際重視公司治理、強調機構投資人監督責任的趨勢，值得稱許。

以下整理我國機構投資人表決權行使限制相關規範，供比較參考。

表 5：我國機構投資人表決權行使限制相關規範

(資料來源：自行整理)

	機構投資人	表決權行使限制具體內容	評析
三大法人	外國機構投資人	華僑及外國人投資證券管理辦法第 16 條第 4 項規定：「境外外國機構投資人持有公開發行公司之股份者，其表決權之行使，除法令另有規定外，應指派國內代理人或代表人出席為之。」	立法目的在求公司股東會之順利召開，但例外情形可不出席。並未限制表決權行使之內容。
	證券投資信託事業	證券投資信託事業管理規則第 23 條：「證券投資信託事業行使證券投資信託基金持有股票之投票表決	並未限制表決權行使之內容。原條文規定「行使表決權，應支持公司董事會提出之議案或董

		<p>權，除法令另有規定外，應由證券投資信託事業指派該事業人員代表為之（第1項）。證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事（第2項）。證券投資信託事業於出席基金所持有股票之發行公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業，作成說明（第3項）。證券投資信託事業應將基金所持有股票發行公司之股東會通知書及出席證登記管理，並應就出席股東會行使表決權，表決權行使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年。（第4項）證券投資信託事業出席證券投資信託基金所持有基金之受益人會議，應基於該證券投資信託基金受益人之最大利益行使表決權，並準用前二項之規定。（第5項）」</p>	<p>事、監察人候選人」，此規範之立法目的係為穩定被投資公司之經營權，避免非經營派之公司股東聯合證券投資信託事業，任意爭奪公司之經營權。然而，這樣的規範卻使得證券投資信託事業恐淪為為公司經營階層決策背書之橡皮圖章，削弱其身為股東身分所具備之監督功能，機構投資人於公司治理所扮演的重要角色功能因而失靈，而支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人是否真的是尋求受益憑證持有人最大利益，亦難以證明。在沒有合理的理由下，證券投資信託事業的表決權權利不應任意遭到限制。民國97年刪除此項規定，不再限制其行使表決權需支持公司經營派。此一修正符合國際強調公司治理、機構投資人監督的趨勢，為其他機構投資人未來相關規範的修正立了良好的示範。</p>
	<p><b>證券自營商</b></p>	<p>證券商管理規則第20條：「證券商除經本會核准之轉投資事業外，其取得公司股份股權之行使應基於公司之最大利益，不得直接或間接參與該發行公</p>	<p>本條僅規範表決權行使之大原則，並無具體的限制。雖無同舊證券投資信託事業管理規則第23條第2項「應支持公司董事會提出之議案或</p>

		<p>司經營或有不當之安排情事。證券商行使持有公開發行公司股票之表決權，除法令另有規定外，應由證券商指派人員代表出席為之。」</p>	<p>董事、監察人候選人」等規定，惟亦不如新證券投資信託管理規則第23條對於受益人有請求公開透明權利之保護。</p>
四大基金	退撫基金	<p>公務人員退休撫卹基金有關上市（櫃）公司股權行使作業規定第4點：「被投資公司股東會若進行董監事改選時，退撫基金對其持有之股東表決權之行使原則，有官股代表時，優先支持官股代表；無官股代表時，在維護本基金權益立場下，支持正派經營之公司大股東；若公司存有經營權之爭時，得棄權保持中立。」</p>	<p>此作業規定修正發布於民國92年，其規定退撫基金於被投資公司股東會進行董監事改選時，應優先支持官股代表、正派經營之公司大股東，最後始得棄權保持中立。惟支持官股是否屬最適當的選擇？正派經營之公司大股東係指何者？係公司大股東皆推定為正派經營，抑或需再經判斷其為「正派經營」？由何人判斷？又棄權保持中立是否是最後手段？難道不能支持非官股或正派經營大股東以外之股東？種種疑問，未有合理解釋，難以適用。相較於民國97年修正之證券投資信託事業管理規則第23條，即本文所稱為「機構投資人資訊公開透明條款」，限制仍較嚴苛，建議參考上述條款，配合現代趨勢予以修正。</p>
	勞退基金	無	<p>關於勞退基金投資公司參與股東會行使表決權之限制，勞動基金運用作業要點、勞動基金委託經營要點目前並無相</p>

			關規定。
	勞保基金	無	關於勞保基金投資公司參與股東會行使表決權之限制，勞動基金運用作業要點、勞動基金委託經營要點目前並無相關規定。
	郵政儲金	郵政儲金投資受益憑證及上市(櫃)股票管理辦法第5條規定：「郵政儲金不得投資由中華郵政股份有限公司負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行之股票、新股權利證書及證券投資信託基金受益憑。但報經交通部洽商行政院金融監督管理委員會核准派任其負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行者，不在此限。(第一項)中華郵政公司之負責人或職員不得擔任被投資上市(櫃)股票之公司負責人，但報經交通部洽商行政院金融監督管理委員會核准者，不在此限。(第二項)」	此立法目的在於利益迴避，以免郵政儲金成為追求個人利益的工具。除此之外，現行相關法規對於郵政儲金投資公司是否應派代表人參與股東會、表決權行使的具體內容並無明確規範，實際運作情形尚待觀察。
金融機構	金融控股公司	金融控股公司法第37條第1項：「金融控股公司得向主管機關申請核准投資前條第二項所定事業以外之其他事業；金融控股公司及其代表人，不得擔任該事業董事、監察人或指派人員獲聘為該事業經理人。但經主管機關核准者，不在此限。」	此立法目的在於利益迴避。除此之外，現行相關法規對於金融控股公司是否應派代表人參與股東會、表決權行使的具體內容並無明確規範，實際運作情形尚待觀察。本文認為，應回歸公司法關於表決權行使限制之相關規定。
	銀行業	商業銀行投資有價證券之	其立法目的係避免有利

		<p>種類及限額規定第5點本文：「商業銀行不得投資於該銀行負責人擔任董事、監察人或經理人之公司所發行之股票、股權利證書、債券換股權利證書、公司債、短期票券、基金受益憑證及特別股。」</p>	<p>益衝突、圖利特定人之情形。目前銀行業投資僅於投資總額方面給予限制，關於銀行業於被投資公司股東會表決權行使之限制，目前法無明文規定。本文認為，應回歸公司法關於表決權行使限制之相關規定。</p>
<p>保險業</p>		<p>保險法第146條之1第3項規定：「…保險業依第一項第三款及第六款投資，不得有下列情事之一： 一、以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人。二、行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權。三、指派人員獲聘為被投資公司經理人。四、擔任被投資證券化商品之信託監察人。五、與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。但不包括該基金之清算。(第3項) 保險業有前項各款情事之一者，其或代表人擔任董事、監察人、行使表決權、指派人員獲聘為經理人、與第三人之約定、協議或授權，無效。(第4項)</p>	<p>其立法目的在於避免保險業於董監選舉時採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序，並為兼顧股票市場係提供上市公司募集資金管道之一，其亦需要穩定且長期之投資者參與，保險業於國內一向扮演長期資金之供應者角色，尚不宜因此過度限制其投資額度，因此對保險業行使表決權所為具體內容限制。</p>

## 第五章 保險業表決權行使限制之探討

保險業係我國重要金融機構之一，截至 2014 年為止，我國保險業的資產總額為 18 兆 9379 億 700 萬元，占了金融市場資產總額比例 29.79%<sup>222</sup>，且每年持續上升中，其所收取保費數額鉅大，不容小覷。保險業具有機構投資人特性，其投資動向對於金融市場具有絕對影響力，對於公司治理亦居於前導車的地位。投資機構人藉由資金挹注而持有被投資公司股份，藉此取得股東地位與權利，方能實質參與公司治理、表達意見、為受益人爭取最大利益。股東權利包括於股東會行使表決權，此為機構投資人的重要權利，不應任意剝奪。

然而民國 103 年保險法進行大幅度修法，保險法第 146 條之 1 第 3 項原規定：「保險業依第 1 項第 3 款投資，不得有下列情事之一：…二、行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。」即依舊法規定，保險業依同條第 1 項第 3 款進行投資，行使表決權時不得支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。新修正保險法第 146 條之 1 第 3 項則規定：「保險業依第 1 項第 3 款及第 6 款投資，不得有下列情事之一：…二、行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權。」言下之意，保險業對於被投資公司董事、監察人選舉之議案，不得行使表決權，其表決權對於該議案無置喙餘地。為何有如此的修正，其立法理由是否正當、妥當，會不會過度限制保險業之表決權，乃本文討論核心。

本章第一節介紹我國保險業投資概況與保險監理特殊性，第二節介紹保險業資金運用及表決權行使之相關規範，論述現行法令規範，並且針對

<sup>222</sup> 中華民國統計月報 591 期，保險業資產占金融機構資產比率表。資料來源：[http://www.tii.org.tw/fcontent/Information\\_Disclosure/information03\\_03.asp?P2b\\_sn=23&p2p\\_status=A00](http://www.tii.org.tw/fcontent/Information_Disclosure/information03_03.asp?P2b_sn=23&p2p_status=A00)。其中壽險業者占了金融機構資產總額的比例高達 29.31%。

民國 103 年保險法第 146 條之 1 修正之相關案例、修法歷程、修正後法條做深入探究。第三節介紹日本保險業法及歐盟人壽保險第三指令相關規範，以供比較參考。第四節整理我國學說見解對於保險業投資的正反論點，最後針對修法，從不同角度提出本文評析，希冀可以對日後相關法律制定有進一步的助益。



## 第一節 保險業之投資與監理

### 第一項 概說

依據保險法第2條之基本定義，保險業係指經營保險事業之各種組織，在保險契約成立時，有保險費之請求權；在承保危險事故發生時，依其承保責任，負擔給付保險金義務。我國保險風氣盛行。截至2014年止，台灣地區產險公司共計22家，其中本國公司17家，外商在台分公司5家；人壽保險公司共計29家，其中本國公司24家，外商在台分公司5家<sup>223</sup>。保險業每年收取之保險費金額相當龐大，且逐年上升中，2014年我國保險業保費收入總計2兆9033億5300萬元，其中壽險業就占了2兆7771億3300萬元，產險與壽險的保險費收入比是1比20.96。保險業資金的運用，絕對是值得關切的重大議題。我國近年來保險業保費收入統計表如下，可看出我國整體保費收入有增無減，且穩定增加中。

---

<sup>223</sup> 資料來源：保險局全球資訊網，<http://www.ib.gov.tw/ch/>。

表 6：保險業保費收入統計表

(資料來源：財團法人保險事業發展中心)

年 Year	保 費 收 入	
	保險業總計 Total Premium Income of Insurance Industry	成長率 Growth Rate %
2000	714,151	11.02
2001	819,719	14.78
2002	990,720	20.86
2003	1,242,121	25.38
2004	1,423,958	14.64
2005	1,576,252	10.70
2006	1,677,807	6.44
2007	1,987,680	18.47
2008	2,026,584	1.96
2009	2,108,418	4.04
2010	2,418,654	14.71
2011	2,311,204	-4.44
2012	2,598,831	12.44
2013	2,708,436	4.22
2014	2,903,353	7.20

以長期性質之人壽保險契約為例，保險人所收取的保險費，扣除營業收入等附加費用，其餘的為「純保費」，屬於預收性質，保險人必須依法提存準備金，若保險事故發生，給予被保險人或受益人保險給付。而各種準備金所累積之金額即構成保險業可運用資金之主要來源。保險業者只要妥善運用、規劃保險業資金，投過各種投資管道，往往可獲得大筆的財務收入，是保險業除保費以外的重大財源。保險業享有龐大資金來源，對於台灣金融市場以及國家經濟發展之影響力，擁有舉足輕重的地位，不可忽視。

保險業特別是壽險公司，具有大量、快速累積資金特性，然而其所擁有資金絕大部分是來自保戶之各種準備金，是廣大保戶領取各項保險給付的來源，其資金運用亦關係到保險業的永續經營。一般認為保險公司可運用的資金，有九成左右來自於責任準備金，僅一成左右為保險公司的自有資金，故經營者必須竭盡善良管理人注意去營運，且要特別注意資金運用的安全性、合法性、流動性、收益性、公益性及發展性，如果運用不當，將會導致保險公司喪失債務支付能力，保戶無法獲得保險金給付，造成社會經濟動盪不安<sup>224</sup>。由於保險業資金運用存有高風險，保險業資金運用的妥當性與界線，仍有很大的討論空間。

## 第二項 保險監理之特殊性

國際保險監理官協會<sup>225</sup>(International Association of Insurance Supervisors)於2011年10月發布「保險核心原則、準則、指導及評估方法」(Insurance Core Principles, Standards, Guidance and Assessment Methodology)，其前言指出，為維持一個公平安全與穩定的保險業，並有助於整個金融體系的穩定，一個健全的保險管理與監理制度是有必要的。此制度係為了保障要保人、受益人與請求權人(統稱為保戶)的權益。與金融體系的其他組成分子一樣，保險業為因應大規模的社會、科技和經濟因素所帶來的變化，保險監理制度與實務必須持續進步，以因應這些變化。保險及其他金融業的監理官、主管機關，應就保險業所產生與整體金融與系統安定有關的問題，及這些問題可能會對其他金融業造成的影響，進行瞭解與因應。

<sup>224</sup> 參閱廖崇仁，保險業放款業務之查核，壽險管理期刊第16期，2003年3月，頁157。

<sup>225</sup> 國際保險監理官協會(International Association of Insurance Supervisors)係為保障保戶權益，促進有效率的保險市場，由八十多個國家保險監理官所組成協會，每年定期在世界各主要城市召開大會發表論文集以交換保險監理相關理論與實務經驗。資料來源：中華民國產物保險商業同業公會，<http://www.nlia.org.tw/modules/smartsection/item.php?itemid=252>。(最後瀏覽日：2015/6/9)

保險經營活動的本質在於承擔經濟、金融、企業經營及家庭的風險，與其他的金融業比較，有其不同及相似之處。保險與其他大多數金融商品不同的特點在於：保險商品的週期與其他金融商品不同，保險在訂立契約時就會收取保費，而僅在特定事故發生時，保險人才會理賠。保險人直接介入並調合風險，透過運用其他技術的幫助，利用危險分散與匯集，以管理這些風險。除經營風險外，對保險人而言，重大風險來自於資產負債表的負債面。這些負債面的風險係指在估算負債時，所運用的精算與統計技術的風險，及其他與負債面有關的風險。由於保險人也從事投資及其他金融操作，亦會面臨市場、信用、流動性、作業風險及因為資產與負債不平衡所帶來的風險。此外，壽險業必須要以長期的角度來管理具有儲蓄性質的人壽保險商品及年金商品，管理制度及監理系統必須針對上述風險妥善因應處理。最後，監理制度必須注意日益增加的金融整合的現象，特別是保險及其他金融集團。保險業對金融穩定的重要性不斷增加，這對保險監理有其意涵，因為保險監理需要更注意各種風險。各國的監理官應該充分合作，以確保這些機構能被有效地監督，使得保戶能夠得到保障，降低監理漏洞及避免不必要的重複監理。由上可知，保險業相較於其他金融機關，有其特殊性，主關機關與立法者需考量這些特殊性，於管理監督時彈性地做適時、適當的因應，以保障保戶的權益、維持金融市場的穩定性。

關於保險監理之定義，一般指行政主管機關對於保險市場之監督管理。若採廣義之解釋，則泛指所有政府部門所實施之監督管理，其型態包括行政監理、立法監理及司法監理。此外，保險業者間之「自我監理」(self regulation)，則可歸類為行政監理下之一種特殊監理型態。保險監理的主要功能為監管保險業，保障現有及準保單持有人的利益，促進保險業的整體穩定。然而，主關機關並不會參與保險公司的日常運作事宜，包括釐定保單條款或訂定保費等。理想中的保險監理模式，需各政府部門的多方

運作協力，立法部門必須制定符合市場現狀之保險法令及具體罰則，以作為政府機關執行保險監理之法源依據。行政部門必須秉持依法行政原則，根據立法部門所授予之權限，審慎監督、管理保險業之經營。司法部門則應透過其解釋法律與法官造法之功能，補充立法及行政部門忽略之部份，藉以保障保險契約弱勢之一方，扮演保戶最後訴求之角色。最後，為避免公共監理之過度介入及其所衍生之無效率，保險業界之自我監理時常成為取代公共監理之方法，此種自發性之監理型態，似可解釋為行政監理之補充<sup>226</sup>。舉例來說，保險法第136條及第167條屬保險監理法，其立法目的，即為確保保險人之清償能力，避免監理官對未經許可經營保險業務者，無以得知其經營狀況，致其發生不能清償而損害消費者權利之情事<sup>227</sup>。保險監理對於保險業的監督與發展十分重要，立法者在制定法律時，必須在維繫保險業的長遠經營與保障保戶權利間取得絕對平衡，蓋主管機關的態度與政策對於保險市場有牽一髮而動全身的影響，態度需謹慎且全盤考量，避免造成失衡的結果。

### 第三項 保險業資金運用限制之原因

基於保險監理與投資之特殊性，保險法對於保險業的資金運用設有不少限制，蓋保險業的資金絕大部分來自於社會大眾，而保險業依保險契約約定，於保險事故發生或保險給付條件成就，對方行使保險金請求權時，有給付保險金之責。各國法令對於保險業資金運用皆有嚴格而明確之限制，以確保保險人於資金運用外，仍有足夠的清償能力，負擔基本的契約責任。具體歸納保險業資金運用限制之原因，大致有以下數點：

<sup>226</sup> 參閱林建智，論保險監理之基本架構—兼論我國保險監理制度之改進，保險專刊 18:2 期，2002 年 12 月，頁 215-232。

<sup>227</sup> 參閱張冠群，互助契約是否為保險或類似保險——評臺灣高等法院一百年度金上訴字第二八號刑事判決，月旦裁判時報 13 期，2012 年 2 月，頁 48。

## 一、保護要保人、被保險人、受益人的利益

依據保險法第146條第2項規定，保險業可運用的資金包括業主權益<sup>228</sup>及各種責任準備金。業主權益屬於股東的出資，包括股本、保留盈餘、資本公積、法定盈餘公積、特別盈餘公積；依據保險法第11條規定，各種準備金則為保險業為保戶所提存，包括責任準備金、未滿期保費準備金、特別準備金、賠款準備金、及與保險業務有關之任意準備金。保險法第145條規定，保險業於營業年度屆滿時，應分別按保險種類，計算其應提存之各種責任準備金，記載於特設之帳簿。因此，保險人依法有提存各種責任準備金之義務。責任準備金係保險人為「將來會發生的債務」而提存的款額，屬於保險人的負債。所謂將來會發生的債務，一般是指保險金的支付、保險契約解除時的解約退還金，乃至保險人停止營業時將契約轉移給其他保險人所需的再保險費等。總而言之，就是保險人為了將來保險契約上可能之責任而先予提存的準備金。

保險業可運用之資金大部分來自經營保險業務所提存之各項準備金，且準備金累積之金額絕大部分攸關保險業對要保戶未來之給付責任，特別是人壽保險業多為長期性保單，必須確保其長期經營的穩健性與清償能力。為避免保險業因運用基金不當而多所浪費，或因從事投機事業或其他不當經營，損及保戶權益，故我國法令明確規定保險業資金運用的範圍及上限，免得保險業者投資失利，造成無力賠償的窘境，此並非立法者本意。

## 二、穩定經濟發展

截至2014年為止，我國保險業的資產總額為18兆9379億700萬元，占了金融市場資產總額比例29.79%，接近三分之一。保險公司之龐大資金對於

---

<sup>228</sup> 所謂業主權益，是指企業所有權人對企業剩餘資產的請求權。

國內經濟發展之重要性不言可喻。如前所述，機構投資人對於我國金融市場扮演領頭羊的角色，其一舉一動皆可能造成散戶跟進，因此保險公司投資績效之良窳、投資失利與否，攸關我國金融體系的穩定，倘若保險業資金運用不當蒙受巨額損失，國內經濟發展將受到劇烈之衝擊，其影響層面廣大，政府不得不重視。為確保保險業財務狀況之健全，期待其發揮正面積極之功能，帶動我國經濟發展，主管機關對於保險業資金運用必須隨時與以監管。

### 三、避免任意介入他公司經營、濫用經濟力量

保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款後段規定，保險業購買單一公司之股票，加計其他經主管機關核准購買之具有股權性質之有價證券總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。其立法意旨係希望保險業買賣股票僅為一般的投資收益，而非意圖介入被投資公司的經營。保險法第 138 條第 3 項前段規定即限制保險業原則上不得兼營本法規定以外之業務，以求保險業正常發展，意同該旨。畢竟保險公司主要是經營保險業務，如蓄意集中大量資金從事股票投資，進而控制被投資公司之經營，等同於變相經營保險以外之業務。保險業主要資金來自於保戶所繳交之責任準備金，保險業應致力於良善投資，而非將龐大資金運用成操作經營權、甚至搶奪經營權的工具。可惜的是，現今金融市場無不視保險業資金為大塊現成肥肉，時刻打算入主保險業，再以保險業資金轉而控制被投資公司，造成金融市場動盪不安，此時主管機關的監理態度與合宜的法律規範因而更顯重要。

另外，保險法第 146 條之 2 第 1 項本文規定，保險業對不動產之投資，以所投資不動產即時利用並有收益者為限；其投資總額，除自用不動產外，不得超過其資金百分之三十。法條對於保險業對不動產之投資設有限制，

其立法意旨在於避免保險公司運用大量資金投資不動產，造成生產性資金比例降低，助長社會投機風氣，對整體經濟發展產生不利影響。現今我國保險業對於不動產投資的情形愈見頻繁，保險業幾乎變成大建商、大地主，造成不動產價格炒作，帶動投機風氣<sup>229</sup>，實非保險業設立之本意。

#### 四、避免惡意掏空公司情事

公司董事惡意掏空公司資產，造成公司破產、股東權益受損之情事時有所聞，保險業也不例外。然而保險業資金主要來自於保戶繳交的責任準備金，未來有返還之義務，並非股東有限責任原則可比擬。若是保險業董事投資目的係為了掏空保險業資金，將會造成保戶無法依契約取得保險金給付，保險制度目地蕩然無存。保險公司破產時，雖為保障保戶權益，保險安定基金會進場接管，然而保險安定基金的提撥，仍然是羊毛出在羊身上、全民買單的結果。2005年國華人壽遭其董事長掏空，被政府接管，2012年進入標售階段，保險安定基金賠付買家全球人壽 883.68 億元，改寫史上最高紀錄，保險安定基金及營業稅特別準備金一次用光，還不夠約 560 億元，被形容成「榨乾保險安定基金」。2014年國寶人壽、幸福人壽第 2 季淨值分別為負 252 億元及負 239 億元，因而遭到接管，檢調發現，國寶人壽前後董事長於擔任國寶人壽董事長期間，利用公司豐沛的保險資金，與公司高階主管合謀，利用投資海外債券及股票，以非法及違背交易常規方式，套取不法資金 10 億元，以致造成公司嚴重虧損<sup>230</sup>，前幸福人壽董事長亦以「左手出、右手接」涉嫌掏空。2014年時保險安定基金已負

<sup>229</sup> 參閱江朝國，保險業之資金運用，財團法人保險事業發展中心，2003年5月，頁58。

<sup>230</sup> 參閱 國寶人壽遭掏空 10 億 董座 300 萬交保，蘋果日報，2014年08月21日，資料來源：<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20140821/455849/>。(最後瀏覽日：2015/3/30) 檢調指出，國寶人壽虧損與經營者有密切的關係，除國寶集團總裁朱國榮涉嫌炒作龍邦股票，並介入龍邦經營權之爭，從中套利逾億元，卻造成國寶人壽 2 億多元虧損，被檢方諭令 200 萬交保候傳，金管會也發現國寶高層疑假借轉投資衍生性商品名義掏空資產，接管國寶後，已將國寶董事長葉佳瑛及董監事限制出境 3 個月，並移送北檢偵辦。台北市調查處今天動員 60 餘名調查官，搜索國寶人壽前董事長鮑正鋼、葉佳瑛，前總經理賴宜銘、張義郁，現任投資長連乾良等住居所 12 處所執行搜索，並約談葉佳瑛等 10 餘人到案說明，其中鮑正鋼因中風在家休養無法到案。

300 億元<sup>231</sup>，結果是，2015 年保險安定基金賠付金額 303 億元，使國泰人壽標下國寶人壽及幸福人壽兩家保險公司。政府對於此種保險公司一再遭掏空的結果幾已無力承擔，無法再處理更多壽險公司退場。主管機關的事先監理與即時糾正相對扮演關鍵角色，預防掏空情形一再發生。

## 五、發揮保險業之社會功能

保險業資金龐大，若能配合國家政策，適切用於社會發展，具有正面意義。現行法令鼓勵保險業將資金運用於具社會性質之投資案，可發揮保險業所具有促進國民經濟成長之功能，並達到社會發展之特定目標。例如投資於生產事業，以加速工商業之擴展；投資於都市計畫，以加速現代都市之建立；投資於各項公共工程更可加強國家經濟建設<sup>232</sup>。在國際提倡公司治理、環境永續發展的趨勢下，保險業於公共議題的投入逐漸被重視。



---

<sup>231</sup> 參閱彭禎伶、楊筱筠報導，保險法修正案初審過關 壽險董監投票權最快 6 月全面限縮，工商時報，2014 年 5 月 1 日，資料來源：<http://www.jd888.com.tw/News.aspx?ID=95363>。（最後瀏覽日：2015/4/4）

<sup>232</sup> 參照袁宏蔚，保險學，三民書局，1992 年 7 月，增訂 32 版，頁 360。

## 第二節 保險業資金運用及表決權行使之相關規範

### 第一項 現行法令介紹

#### 第一款 投資範圍

關於保險業資金運用，規定在保險法第 146 條、第 146 條之 1 至第 146 條之 9。保險業得投資的項目及範圍較銀行業及證券業為廣，除可投資保險相關事業及一般資金運用外，尚可作大量國外投資及專案運用、公共及社會福利事業投資。依據保險法第 146 條第 1 項<sup>233</sup>規定，保險業資金(包括業主權益及各種準備金)得運用於有價證券、不動產、放款、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資、國外投資、投資保險相關事業、從事衍生性商品交易及其他經主管機關核准之資金運用。所稱保險相關事業，指保險、金融控股、銀行、票券、信託、信用卡、融資性租賃、證券、期貨、證券投資信託、證券投資顧問事業及其他經主管機關認定之保險相關事業。故保險業得投資的範圍甚廣，涵蓋了銀行、證券及保險業。

<sup>233</sup> 保險法第 146 條：「保險業資金之運用，除存款外，以下列各款為限：一、有價證券。二、不動產。三、放款。四、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資。五、國外投資。六、投資保險相關事業。七、從事衍生性商品交易。八、其他經主管機關核准之資金運用。(第一項)前項所定資金，包括業主權益及各種準備金。(第二項)第一項所定存款，其存放於每一金融機構之金額，不得超過該保險業資金百分之十。但經主管機關核准者，不在此限。(第三項)第一項第六款所稱保險相關事業，指保險、金融控股、銀行、票券、信託、信用卡、融資性租賃、證券、期貨、證券投資信託、證券投資顧問事業及其他經主管機關認定之保險相關事業。(第四項)保險業經營投資型保險業務、勞工退休金年金保險業務應專設帳簿，記載其投資資產之價值。(第五項)投資型保險業務專設帳簿之管理、保存、投資資產之運用及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之，不受第一項、第三項、第一百四十六條之一、第一百四十六條之二、第一百四十六條之四、第一百四十六條之五及第一百四十六條之七規定之限制。(第六項)依第五項規定應專設帳簿之資產，如要保人以保險契約委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第六條規定之有價證券者，應依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務。(第七項)保險業依第一項第七款規定從事衍生性商品交易之條件、交易範圍、交易限額、內部處理程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。(第八項)」

## 第二款 投資額度

關於保險業得購買之有價證券及投資額度，規定在保險法第 146 條之 1 第 1 項各款，與本文較相關者分述如下：

### 一、公開發行公司股票及公司債之投資

依據保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款規定，保險業得投資之有價證券，包括經依法核准公開發行之公司股票，其購買每一公司之股票，加計其他經主管機關核准購買之具有股權性質之有價證券總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。同條項第 4 款規定，保險業得投資之有價證券，包括經依法核准公開發行之有擔保公司債，或經評等機構評定為相當等級以上之公司所發行之公司債；其購買每一公司之公司債總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行公司債之公司實收資本額百分之十。同條第 2 項規定，購買股票及公司債之投資總額，不得超過保險業資金百分之三十五。

保險法對保險業股票投資之規範，依投資目的不同，可區分為第 146 條之 1 的「一般資金運用」與第 146 條之 6 的「投資保險相關事業」等兩種投資股票的方式。在一般資金運用方面<sup>234</sup>，其主要投資目的以獲取股票資本利得與股利收益為主，因具有隨時可出售 (Ready for Sale) 之特性，除特別經董事會決議列為長期投資外，大都以短期投資方式加以處理。法條明文需為「公開發行公司」之股票，係因股票交易首重彈性與靈活，既然是以獲取投資報酬為目的，則保險法對此類投資交易標的，僅限定須公開發行即可，不限公開上市上櫃，至於投資價格與時點之決定權，均可由

---

<sup>234</sup> 參閱陳易聰，保險業資金投資上市公司可否介入經營，資料來源：  
[http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6\\_26.html](http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6_26.html)。(最後瀏覽日：2015/3/28)

保險業自由操作，不須事前報經主管機關同意即可投資。保險法在設計上，訂有投資股票與公司債投資總額不可超過保險公司總資金的百分之三十五之規定，以及對單一標的投資上限以總資金百分之五與被投資對象股權百分之十為限之規定，係為防止保險業風險過度集中以及避免持股過高而有介入被投資公司經營之疑慮。

另外，保險法第 146 條之 1 第 3 項規定保險業依同條第 1 項第 3 款及第 6 款投資，不得為之情事，包括不得以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人，不得行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權等等，此為本次保險法修法重點，亦為本文討論核心，容後詳述。

## 二、保險相關事業之投資

依據保險法第 146 條之 6 第 1 項規定，保險業業主權益，超過第 139 條規定最低資本或基金最低額者，得經主管機關核准，投資保險相關事業所發行之股票，不受第 146 條之 1 第 1 項第 3 款及第 3 項規定之限制；其投資總額，最高不得超過該保險業業主權益。換句話說，保險業投資保險相關事業股票，若經主管機關核准，其各別投資額度未設限制，可百分之百投資任一保險相關事業，但投資總額則受限制，最高不得超過該保險業淨值。依同條第 2 項則規定，保險業依前項規定投資而與被投資公司具有控制與從屬關係者，其投資總額，最高不得超過該保險業業主權益百分之四十。

本條之立法目的是鼓勵保險業轉投資保險相關事業，以提升保險經營本業效率及市場競爭力。投資目的在於取得被投資對象之經營控制權，或是意圖建立某種特殊業務關係為主，而且預期短期內並不會處分或出售股票，所以在會計原則之適用上，就必須採取長期投資方式處理。然因為轉

投資涉及對被投資公司長期承諾與經營策略考量，在特殊持股目的下，股價不論漲跌都不會輕易出售，因此不具有像保險法第 146 條之 1 之一般投資運用有隨時可出售、處分之彈性；相對的，第 146 條之 6 條之保險相關事業投資除承擔股票的市場風險外，更承擔了被投資對象的經營風險，所以保險法規定必須是事前申請核准，並嚴格限制風險控管。

前主管機關財政部曾在 2001 年 12 月發布解釋函令，經主管機關認定的保險相關事業中，包括養老、育幼、醫療等長期照顧事業。而保險業投入長照事業，可以透過不同方式，包括投資保險相關事業方式，或專案運用方式<sup>235</sup>。如果透過保險法第 146 條之 5 之專案運用方式，依保險業資金專案運用公共投資辦法規定，投資長照事業，對同一對象投資的總額，上限是保險業資金的百分之五，投資持股上限則是百分之三十五。若依同法第 146 條之 6 轉投資保險相關事業方式辦理，保險業可以擁有百分之百持股，不受持股上限限制。然依前述規定，保險業投資相關事業，投資總額最高不得超過保險業業主權益；如果與保險業具有控制與從屬關係者，投資總額最高不能超過業主權益百分之四十。由於保險業資金規模可能遠大於業主權益，保險公司可視情況選擇最佳方式。

### 三、國外投資

依據保險法第 146 條之 4 第 1 項規定，保險業資金辦理國外投資項目，以外匯存款、國外有價證券、設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業以及其他經主管機關核准之國外投資為限。同條第 2 項規定，保險業的國外投資總額由主管機關視各保險業之經營情況核定，最高不得超過各該保險業資金百分之四十五。

<sup>235</sup> 參閱邱金蘭報導，壽險投資長照可 100% 持股，經濟日報，2013 年 6 月 7 日，資料來源：[http://www.iacapital.com.tw/news\\_02.asp?NewsID=35](http://www.iacapital.com.tw/news_02.asp?NewsID=35)。(最後瀏覽日：2015/3/28)

### 第三款 利益迴避與資訊公開

依據民國 103 年 6 月修正公布保險法第 146 條之 9 規定，保險業因持有有價證券行使股東權利時，不得與被投資公司或第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法進行股權交換或利益輸送，並不得損及要保人、被保險人或受益人之利益。保險業於出席被投資公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業作成說明，並應於各該次股東會後，將行使表決權之書面紀錄，提報董事會。保險業及其從屬公司，不得擔任被投資公司之委託書徵求人或委託他人擔任委託書徵求人。此為保險法關於保險業投資時應遵守的利益迴避與有關表決權行使之資訊公開規定。

## 第二項 修法背景

保險法此次關於股東表決權於董監選舉限制之修法，源自於實務上保險業介入上市櫃公司經營權之爭的情形日益嚴重，原有法規難以遏止此種情形，金管會的警告又無法規範效力，造成保險業無視金管會的警告，欲強行介入上市櫃公司經營權之爭的情事仍層出不窮。基此，金管會研擬修正原有法規，希冀能有效控管往後類似的情形，因而有了此次保險法修正。以下介紹近幾年保險業介入上市櫃公司經營權等實際案例與相關背景，深入了解我國目前實務上法規運作之情形。

### 第一款 國寶人壽與龍邦集團<sup>236</sup>

<sup>236</sup> 參閱孫中英，國寶人壽介入龍邦改選 金管會震怒，聯合報，2013 年 5 月 7 日，資料來源：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20130508000177-260202>。參閱孫中英報導，觀察站／國寶挑戰金管會公權力，聯合報，2013 年 5 月 8 日，資料來源：<http://city.udn.com/65396/4958173>。參閱彭禎伶、張中昌報導，國寶人壽介入龍邦改選 金管會震怒，中國時報，2013 年 5 月 8 日，資料來源：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20130508000177-260202>。參閱廖珮君、王立德

龍邦國際興業之董事、監察人每三年次改選，每次改選多會引發市場關注，除了龍邦股本小、股權易被操作外，龍邦轉投資四成擁有龐大壽險資金的台灣人壽保險公司（簡稱台壽保）股權，是台壽保最大的股東，被視為「金雞母」。由於龍邦有台壽保控制權，取得龍邦等於一石二鳥，也取得台壽保高達四千億元資產的控制權。入主龍邦，可望拿到經營台壽的入場券。龍邦的股價自 2012 年以來，市場就傳出有特定買盤，除了國寶服務董事長朱國榮大買龍邦股票，國寶人壽也同步大量買進龍邦股票。據國寶財報顯示，截至 2012 年 6 月底，持股數高達 4.9 萬餘張，占龍邦股本 8.8%，接近保險法規定的 10% 上限。國寶表示，投資股票旨在獲利，不在介入公司經營。但是金融業界擔心，市場派意圖取得保險公司掌控權，將影響保險公司的穩健與投保人權益。金管會因此相當注意此案，隨後要求國寶赴金管會說明，要求國寶降低龍邦持股，祭出「三不准政策」，三令五申要求國寶人壽不得以壽險資金介入龍邦董監事改選、不要參與董監改選投票、不得支持關係人出任董監。

2013 年 5 月 7 日龍邦舉行股東會並進行董監事改選，改選結果出爐，讓金管會跌破眼鏡。公司派掌握席次少於金管會估計，關鍵就在國寶人壽介入改選，市場派以持有股數 30% 拿下 3 席董事，且其中一席是國寶人壽大股東，令金管會「震怒」；原先向金管會承諾不去投票的國寶人壽，居然參與投票，且支持市場派。市場派最終在 9 董 2 監中，拿下 3 董 1 監，雖公司派之台壽保公司派董事長及合作夥伴持股仍過半，穩住經營權，但

---

報導，國寶投資龍邦 金管會重罰，蘋果日報，2013 年 07 月 03 日，資料來源：  
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20130703/35122695/>。參閱林潔玲報導，介入龍邦改選遭罰 國寶人壽：金管會不公，林潔玲報導，東森新聞，2013 年 07 月 2 日，資料來源：<http://www.ettoday.net/news/20130702/235303.htm>。參閱〈金融紀律正在鬆動〉，經濟日報社論，2013 年 5 月 9 日，資料來源：<http://davidli.pixnet.net/blog/post/38594213>。參閱劉宗志報導，小三倒戈？龍邦掀經營權之爭，中國時報，2013 年 1 月 10 日，資料來源：<http://davidli.pixnet.net/blog/post/38594213>。參閱陳怡慈報導，龍邦飆漲／國寶持股大增 潛利 10 億，2013 年 1 月 10 日，資料來源：<http://davidli.pixnet.net/blog/post/38594213>。（最後瀏覽日：2015/3/16）

國寶人壽介入龍邦國際董事、監察人改選事件，致使金管會的保險監理權受到嚴重挑戰，凡此種種透露，金管會監理權正在鬆動。

為何國寶人壽大股東個人對龍邦國際有興趣，而同時國寶人壽也同時買進龍邦國際股票去支持？答案是龍邦國際擁有台灣人壽保險公司近40%的股權，而台灣人壽財務狀況又遠比國寶人壽佳；國寶人壽淨值為負，淨值缺口在擴大中，台灣人壽淨值為正，財務狀況在改善中。值得注意者，2013年國寶人壽淨值負數已超過200億元，金管會多年來要求國寶大股東增資，但國寶股東每年增資2、3億元資金，對解決淨值負數黑洞根本無濟於事。國寶RBC（風險資本適足率）始終達不到法定標準，是所謂的「問題壽險公司」。金管會對國寶想拿龍邦進而掌控台壽保的作法，並不樂見；蓋保險業依法對其他公司只能作財務性投資，且比例不得超過一成，不得擔任董監事。業界認為，金管會絕對不會讓一個淨值是負數的保險公司，結合市場派拿下一家體質健全的壽險公司，擾亂市場秩序，增加保險公司風險。國寶人壽經營不善，卻以保險業資金介入龍邦集團的經營權之爭，金管會認為國寶人壽內控「輕忽廢弛」，決議「二罰」，解職行使投票權的兩位經理人，依法兩人5年內不准回鍋金融圈，並要求公司懲處國寶總經理，並加罰180萬元罰鍰。國寶人壽董事會是先有做成不投票的決議，但兩位經理人還是去投票，顯示「董事會和經理部門無法連結」，因而撤換兩位經理人。附帶一提的是，至2014年6月底，國寶人壽財務惡化嚴重，淨值已達新台幣負252億元。2014年8月12日金融監督管理委員會宣布接管國內兩家問題壽險公司，其中一家即為國寶人壽。

國寶人壽則主張：（一）保險法並未禁止保險業持有有價證券、行使股東權利，關於國寶人壽出席被投資公司股東常會行使表決權，有關內部人員的個人疏失行為，國寶將會另行處理，但外部的行使股東權利，屬合法行為，公司行使股東權未違反保險法令。（二）國寶人壽出席龍邦股東會前，

已依法對行使表決權之評估分析作業做成說明，並循內部程序進行用印審核，相關程序已符合法令及內控之規定，國寶人壽認為金管會裁罰所持之理由欠缺依據。(三) 金管會僅要求國寶人壽不得行使股東權利，卻沒有通盤要求全體保險公司，表示有失公平性。

依據當時舊保險法第 146 條之 1 第 3 項第 1 款、第 2 款之規定，保險業及其代表人不得擔任投資公司的董事、監察人；不得行使表決權支持其關係人或關係人的董監、職員，擔任被投資金融機構的董事、監察人。表面觀之，朱國榮並不是國寶人壽董事、監察人(僅為大股東)，且龍邦國際並非金融機構，國寶此次偏離審慎經營的行為似未違反該法條。但從實質而言，國寶人壽是支持其大股東擔任對台灣人壽有顯著股權之龍邦國際的董事，若國寶人壽隨大股東個人買進龍邦國際股權，此時國寶人壽的持股成本勢必較高，若在未來因董監改選結束，股價因而下跌，「淨值為負」的國寶人壽難以向保戶交代。另外，觀諸國寶人壽的財務狀況，會發現國寶人壽的淨值缺口不斷擴大，到了 2012 年資產淨值缺口暴增到 209.2 億元，顯示大股東對公司無所貢獻，再者，在過去數年(2013 年為止)的時間，國寶人壽有二十件的重大裁罰，平均每年有三到四件，裁罰內容最多的是大股東未按計畫增資，亦有許多財務業務的重大缺失，包含四件國寶人壽未提足法定準備金的精算缺失。另外，還有令人無法瞭解的「未依限將清償協議代償案所取得之不動產變現處分案」。凡上述種種，這樣的保險公司是否符合審慎經營？淨值缺口如何解決？主管機關要如何執行適當的有效監理措施，維護金融紀律？

本案中，朱國榮並非國寶人壽董監事，若是以關係人的條文來看，龍邦國際也不是金融機構，金管會目前卡在條文，似乎無法更改這次的選舉結果，但由於龍邦國際實際是台灣人壽的控股母公司，金管會仍在尋找法源，避免以後產生弊端。

## 第二款 南山人壽與中信金<sup>237</sup>

2011年6月，潤成投資集團(由潤泰集團與寶成集團組成)以21.6億美元(約台幣640億元)的價格，買下美國AIG持有的南山人壽97.57%股權，成功入主南山人壽。而南山人壽至2013年7月前後，大舉買進台股，其中又以頻頻加碼中國信託金控(簡稱中信金)最備受矚目。南山人壽積極加碼中信金，並參與現金增資，一度持股逾5%，因此還向金管會申報，之後因中信金現增稀釋後，持股才降到5%以下，但已躍升為中信金第一大股東。至2013年6月中信金召開股東會前，南山人壽持股中信金比例高達4.69%，是法人第一大股東，加計潤泰集團總裁尹衍樑的關係人，已持有近10%的中信金股權，中信金公司派辜家經營權面臨嚴重威脅，勢必將面臨一場「經營權保衛戰」。2013年12月20日，中信金召開臨時股東會，通過修改公司章程，把董事席次由現行的九到十三席，減為七到十一席，被外界解讀為中信金欲拉高被購併的門檻，以鞏固經營權，與市場傳言不謀而合。南山人壽副董事長表示，南山已經是全在地本土壽險公司，積極支持買進台股，看好中信金為民營第一大金控，營運表現佳，加上股利報酬率也很好，所以加碼持股到現在(2013年)約5%。

<sup>237</sup> 參閱財經、政治中心報導，潤成 639 億買南山人壽，蘋果日報，2011年1月13日，資料來源：<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/headline/20110113/33108575/>。參閱彭禎伶、魏喬怡報導，南山躍升中信金第一大股東，中時電子報，2013年6月7日，資料來源：<https://tw.news.yahoo.com/%E5%8D%97%E5%B1%B1%E8%BA%8D%E5%8D%87%E4%B8%AD%E4%BF%A1%E9%87%91%E7%AC%AC-%E5%A4%A7%E8%82%A1%E6%9D%B1-213000136.html>。參閱彭禎伶、魏喬怡報導，南山插旗中信金 威脅辜家經營權，自由時報，2013年6月19日，資料來源：<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/689530>。參閱顏真真報導，南山人壽持股中信金 杜英宗：財務投資，尹衍樑未持股，Nownews，2013年07月23日。資料來源：<http://www.nownews.com/n/2013/07/23/189424>。參閱陳瑩欣報導，董監改選 尹衍樑爭中信金1席董事，蘋果日報，2014年04月21日，資料來源：<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20140421/35779268/>。參閱劉俞青報導，尹衍樑親口澄清 中信金控經營權備受關注，今周刊 889期，2014年1月2日，資料來源：<http://www.businesstoday.com.tw/article-content-80392-104867>。參閱魏喬怡報導，辜仲諒：尹衍樑不會霸占中信金，2014年5月17日，資料來源：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20140517000014-260202>。參閱鍾張涵報導，中信金董監改選 公司派全拿，聯合晚報，2014年06月20日，資料來源：<http://udn.com/NEWS/STOCK/STO4/8753447.shtml>。

由於南山人壽為中信金第一大股東，2014年6月中信金董監改選前，市場預測，董事結構恐將轉變。中信金前10大股東排名變化不大，不至於撼動中信金經營權，惟受南山人壽積極加碼、泛濶泰集團持股緩步增加影響，傳言濶泰集團總裁尹衍樑相關人馬爭取至少1席董事，打破泛辜家體系全面主導中信金常董會的局面。南山人壽公司則強調，買股票是看公司未來性，針對好的投資標的都會加碼，不是只看過去績效，會持有中信金股權，都是透過南山人壽投資委員會以共識決定投資討論而來，純粹是財務性投資，並非有意介入經營權。

後來2014年6月中信金董監進行改選，公司推選的5席常董、4席獨立董事皆順利當選，符合公司預期。原先市場傳言南山人壽或將爭取董事席次，但由於泛辜家取得多數股權，董事人選因此未出現太大變動。南山人壽為獲得席次，公司派董監全拿。然而，南山人壽直至2015年為止還是中信金控的最大單一股東，兩者間的密切關係仍是外界關注焦點。

### 第三款 其他

除了國寶人壽介入龍邦集團經營權、南山人壽介入中信金經營權的案例外，2013年國票金進行董監選舉時，當時國票金的保險業股東，包括國華人壽、台灣人壽、台灣產物保險及幸福人壽四家，持股合計高達近14%，而國票金兩大陣營洪三雄及耐斯集團，持股勢均力敵，保險業股東因此成為兩大陣營積極拉攏的對象。經營權之爭已在檯面下開打，金管會雖三令五申要求保險業不得捲入，避免保險業持股淪為經營權爭奪籌碼，但隨著董監改選日逼近，某某保險公司支持特定對象等市場傳言仍不斷，造成上市櫃公司的不穩定與混亂。其他還有開發金2013年董監改選，市場傳出持有開發金3.88%的中國人壽傾向出面投票，是否有違反保險法疑慮，引發市場關注。除此之外，國泰人壽亦成為台新金最大單一股東，持股為3.4%。

保險業者對上市櫃公司有控制性持股的情形已難以忽視，現行的相關法令是否規範合宜，面臨挑戰。

#### 第四款 影響

由前可知，保險業者介入上市櫃公司經營權之爭已成為金管會注目焦點。保險業是特許經營的行業，必須受到主管機關的嚴格監督。而壽險業資金龐大，對上市櫃公司投資持股難免較高，為避免捲入經營權之爭，又要了解被投資公司經營情況，一般會派員出席股東會，但不會投票。金管會通常會道德勸說保險業股東保持中立，最好是出席但不投票或投票給獨立董事，以落實中立立場，亦可減少大股東私下進行股權利益交換的誘因。畢竟投資的資金來自於大眾保戶，而非保險公司大股東的資金，不宜「拿別人的錢以圖自身利益」，任意介入其他上市櫃公司經營權之爭。然國寶人壽不顧金管會的警告，執意介入龍邦集團經營權之爭，嚴重挑戰金管會的監理權。然而因無相關法令及明確罰則，造成金管會無法可管。欲徹底杜絕此種種亂象，金管提出保險法修正案，明定保險業投資上市櫃公司股票之持股，不可以行使被投資公司董事、監察人選舉議案之表決權，以終結保險業介入上市櫃公司經營權之爭一再發生。以上述為例，新保險法上路後，南山人壽雖持有中信金約5%持股，然不得行使對中信金董事、監察人選舉之表決權，南山人壽介入中信金現有經營權的難度大為提高。

#### 第三項 修法介紹

民國 103 年 6 月 4 日保險法大幅修正，本文重點在於保險法第 146 條之 1 關於保險業資金購買有價證券之相關規範，此條修正之處有四，簡單介紹如下：

第一處修正為保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款，將具有股權性質之有價證券一併納入限額計算。原法條規定：「保險業得購買經依法核准公開發行之公司股票；其購買每一公司之股票總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。」修法理由認為，基於具有股權性質之有價證券未來或有轉換為股票之可能，而應納入保險業投資股票限額之計算基礎規範控管，爰於保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款增列之。故除股票外，具有股權性質之有價證券亦應一併納入限額計算之規定。而具有股權性質之有價證券之範圍，應依證券交易法及其施行細則規定認定。修正後保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款規定如下：「保險業資金得購買下列有價證券：…三、經依法核准公開發行之公司股票；其購買每一公司之股票，加計其他經主管機關核准購買之具有股權性質之有價證券總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。」

第二處、第三處修正為保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款、第 5 款，係本次最重要之修法。由於限制到保險業表決權之行使，恐影響保險業投資意願，修法過程中各方多有角力，版本更迭。保險法第 146 條之 1 第 3 項第 1 款、第 2 款原條文如下：「保險業依第一項第三款投資，不得有下列情事之一：一、以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人。二、行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。」為檢討保險業過度介入被投資公司經營權之合宜性，而增訂限制保險業行使被投資公司董事及監察人選舉表決權之規範，修正第 146 條之 1 第 3 項第 2 款，並新增第 5 款如下：「保險業依第 1 項第 3 款投資，不得有下列情事之一：…二、行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權。…五、與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經

營、管理。但不包括該基金之清算。」第 1 款仍維持不變。修法理由如下：

「鑒於保險業資金來自社會大眾，若保險業藉由大量持有特定公開發行公司之股票及其他經主管機關核准購買之具有股權性質有價證券，或因被投資公司資本龐大且股東股權分散，致保險業持有被投資公司具股權性質商品之股權比例雖不高，卻可成為被投資公司前幾大之股東，對被投資公司具有相當程度之影響力，如於董監事改選時，採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序，並為兼顧股票市場係提供上市公司募集資金管道之一，其亦需要穩定且長期之投資者參與，保險業於國內一向扮演長期資金之供應者角色，尚不宜因此過度限制其投資額度，爰修正第 3 項第 2 款，定明保險業依第 1 項第 3 款規定購買公司之股票，不得行使對董事、監察人選舉之表決權。另增訂第五款，限制保險業不得與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。」如此一來，保險業不得再以行使表決權選舉董事、監察人之方式介入被投資公司之經營。

而本條第四處修正為保險法第 146 條之 1 第 4 項，係為明確化保險業違反第 3 項各款所列強制性規定之法律效果，規定如下：「保險業有前項各款情事之一者，其或代表人擔任董事、監察人、行使表決權、指派人員獲聘為經理人、與第三人之約定、協議或授權，無效。」並將現行第 4 項配合移列為第 5 項。故保險業若違反保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款的規定，行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，則其表決權行使應為無效。

本次其他重要修法得以表格列舉如下：

表 7：103.104 年保險法重點修法內容

(資料來源：自行整理)

重點	修法內容
<p>限制表決權 (保險法§146-1)</p>	<p>1. 保險業不得行使被投資公司的董事、監察人選舉表決權。</p> <p>2. 不得擔任被投資證券化商品之信託監察人。</p> <p>3. 禁止保險業與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。</p>
<p>公司治理 (保險法§136)</p>	<p>1. 未公開發行的保險業，應設置獨立董事及審計委員會，並以審計委員會替代監察人。</p> <p>2. 刪除「類似保險」文字，非保險業不得兼營保險業務。</p>
<p>資金運用 (保險法§146-1、 146-4)</p>	<p>1. 維持單一公司持股 10% 限制，並將具有股權性質有價證券總額納入計算。</p> <p>2. 保險業投資寶島債金額、外幣計價股權或債券，符合一定條件的海外併購案等，不計入投資海外市場不得高過 45% 的限制。</p>
<p>市場管理 (保險法§167)</p>	<p>非保險業經營保險業務者，處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。其犯罪所得達新臺幣一億元以上者，處七年以上有期徒刑，得併科新臺幣二千五百萬元以上五億元以下罰金</p>

## 第四項 修法歷程

國寶人壽投資龍邦國際，出現違規投票協議及相關投票行為，及後來傳出南山人壽成為中信金第一大法人股東等疑慮，金管會決心推動保險法修正，限制保險業的董監表決權，避免龐大的壽險資金干預各公司經營權。舊法保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款規定<sup>238</sup>，保險業投資單一公司以該公司實收資本額百分之十為上限。在本次修法中，金管會本來希望修法調降上限為百分之五，避免保險業對被投資公司持股過多、介入經營權，但業者反映台灣保險業資金雖充沛，投資標的卻有限，最後還是維持百分之十之上限，但相對限制保險業於被投資公司的董事、監察人選舉無投票權。由於最早金管會是要限制個股投資上限，最後協調出僅限制董監投票權，這是保險業勉強能接受的結果，因此並無強力反對。修法後，保險業違規行使表決權者，不僅該表決權無效，不計入已發行股份總數以外，依保險法第 168 條第 5 項第 2 款規定，處新臺幣九十萬元以上四百五十萬元以下罰鍰或勒令撤換其負責人；其情節重大者，並得廢止其營業執照。金管會資料顯示，103 年保險業投資上市櫃公司，持股超過百分之五者已有 81 家公司，保險法修正後，保險業投資單一公司將限縮為「純財務性」投資。修正前保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款規定，保險業不得行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。然何謂關係人，還有個案實質認定的問題。被投資公司是否為金融機構，亦影響本條適用。現行法條直接規定不得行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，徹底杜絕模糊地帶。

---

<sup>238</sup> 參閱陳慧琳報導，保險業禁止董監改選投票三讀 6 月股東會旺季前可望生效，鉅亨網，2014 年 5 月 20 日，資料來源：<http://news.cnyes.com/Content/20140520/KIVGGDT4DVNQZ.shtml>。(最後瀏覽日：2015/4/2)

### 第三節 比較法概述

世界各國對於保險業購買公司股票亦有所規範，本文簡述相關法規如下，可做為我國立法之參考。

#### 第一項 日本保險業法

日本保險業法第 106 條規定，保險業得設立子公司的範圍包括人壽保險公司、產物保險公司、銀行等。日本保險業法第 107 條規定保險業取得、持有表決權的限制，其中第 1 項原則性規定：「保險業或其子公司，就國內公司（除第 106 條第 1 項第 1 款至第 7 款、第 12 款及第 14 款所列公司外）之表決權，合計不得取得或持有超過其基準表決權數。（指該國內公司已發行股份總數之表決權乘以百分之十所得出之表決權數額）<sup>239</sup>」由此可知，日本保險業法鼓勵保險業設立子公司，跨業經營，發揮經營綜效。而對於保險業投資子公司（保險相關事業）以外的其他國內公司，對於其表決權的取得或持有則給予限制，即其取得、持有的表決權數不得超過該公司已發行股份總數百分之十的表決權數額。其立法目的在於避免保險業過度介入公司經營權，因保險公司投資非保險相關事業非屬其專業範圍，為顧及資金運用安全性而給予限制。然日本保險業法第 107 條則規定例外得持有基準表決權數的情況，並未再進一步針對表決權的行使設限。由此可知，日本保險業法對於保險監理這塊，僅針對保險業持有單一公司表決權數額設有上限，對於表決權行使的方向則未有侷限，此點於我國現行保險法規定有異。

<sup>239</sup> 保險業法第七條：保險会社又はその子会社は、国内の会社（前条第一項第一号から第七号まで、第十二号及び第十四号に掲げる会社並びに特例対象会社を除く。以下この条において同じ。）の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の十を乗じて得た議決権の数をいう。以下この条において同じ。）を超える議決権を取得し、又は保有してはならない。（平成二七年）

## 第二項 歐盟指令

在歐盟保險法規的架構下，保險業資金包括兩種資產，即代表技術準備金 (technical provision) 之資產<sup>240</sup>與代表邊際清償能力 (solvency margin) 之資產<sup>241</sup>，超過代表技術準備金之資產，就不受適用於代表技術準備金之資產之投資規則規範，可以為較具有彈性之投資<sup>242</sup>。1992 年之歐盟人壽保險第三指令 (third life assurance Directive)<sup>243</sup> 第 20 條<sup>244</sup> 規定，代表技術準備金的資產應該考量其所進行的業務類型，確保投資的安全性、收益性、市場性、分散性、多樣性等原則。第 21 條第 2 點規定，歐盟會員國得允許其國內保險業進行的三樣業務類型，包括 (A) 投資 (Investments)、(B) 債權債務 (Debts and claims) 及 (C) 其他 (Others)。而 (A) 投資類中包括公司股票<sup>245</sup>。故歐盟人壽保險第三指令允許歐盟會員國

<sup>240</sup> 「代表技術準備金 (technical provision) 之資產」，係指在歐盟會員國之保險公司必須維持足夠之資產做為技術準備金，以履行所有承保責任。對於會員國主管機關在計算技術準備金上的要求，歐盟提出指導原則而無詳細規定。

<sup>241</sup> 「代表邊際清償能力之資產」，係指保險業者之資產減去任何無形資產後，沒有任何可預見的債務，即相當於保險業者之邊際清償能力。歐盟會員國必須要求每一保險業建立相當之邊際清償能力。

<sup>242</sup> 參閱梁昭銘，保險業資金運用規範之妥適性-以中壽投資開發金衍生之爭議為例，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2005，第五章「保險業購買公司股票監理模式之比較」，資料來源：<http://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/34165/7/58010307.pdf>。(最後瀏覽日：2015/4/4)

<sup>243</sup> Council Directive 92/96/EEC of 10 November 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct life assurance and amending Directives 79/267/EEC and 90/619/EEC (third life assurance Directive)。資料來源：<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:31992L0096>。(最後瀏覽日：2015/4/4)

<sup>244</sup> Article 20. The assets covering the technical provisions shall take account of the type of business carried on by an undertaking in such a way as to secure the safety, yield and marketability of its investments, which the undertaking shall ensure are diversified and adequately spread.

<sup>245</sup> Article 21. The home Member State may not authorize assurance undertakings to cover their technical provisions with any but the following categories of assets:

A. Investments

- (a) debt securities, bonds and other money- and capital-market instruments;
- (b) loans;
- (c) **shares** and other variable-yield participations;
- (d) units in undertakings for collective investment in transferable securities and other investment funds;
- (e) land, buildings and immovable property rights;

B. Debts and claims

- (f) debts owed by reinsurers, including reinsurers' shares of technical provisions;
- (g) deposits with and debts owed by ceding undertakings;
- (h) debts owed by policy-holders and intermediaries arising out of direct and reinsurance operations;
- (i) advances against policies;
- (j) tax recoveries;
- (k) claims against guarantee funds;

內保險業投資公司股票。

關於歐盟會員國內保險業購買公司所發行之股份，歐盟人壽保險第三指令第 22 條第 1 點(b)、(e)<sup>246</sup>明訂原則上投資上限比例為：

1. 對同一公司之股票(shares)、可轉讓有價證券(negotiable securities)、債券(bonds)、債務證券(debt securities)以及其他貨幣市場或資本市場工具(other money- and capital-market instruments)之投資，不得超過技術準備金(technical provisions)之百分之五。

2. 在未受監理市場中交易(which are not dealt in on a regulated market)之股票或其他有價證券，不得超過技術準備金之百分之十。

另外，歐盟人壽保險第三指令亦指出投資及運用資產需遵守的大方向原則，包括投資時需注意分散性與多樣性，避免過度依賴特定的投資市場或資產，投資必須審慎為之。由上可知，歐盟人壽保險第三指令對於會員國內保險業訂有原則性及基礎性的指令，包括投資單一類型的金額上限；惟對於保險業表決權行使則無相關限制。

綜上，日本保險業法及歐盟人壽保險第三指令目前並無限制保險業表決權行使規範，亦無類似我國保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款之立法例。

---

C. Others.

<sup>246</sup> Article 22:

1. As regards the assets covering technical provisions, the home Member State shall require every assurance undertaking to invest no more than:...

(b) 5 % of its total gross technical provisions in shares and other negotiable securities treated as shares, bonds, debt securities and other money- and capital-market instruments from the same undertaking, or in loans granted to the same borrower, taken together, the loans being loans other than those granted to a State, regional or local authority or to an international organization of which one or more Member States are members. This limit may be raised to 10 % if an undertaking invests not more than 40 % of its gross technical provisions in the loans or securities of issuing bodies and borrowers in each of which it invests more than 5 % of its assets;...(e) 10 % of its total gross technical provisions in shares, other securities treated as shares and debt securities which are not dealt in on a regulated market.

## 第四節 國內學說見解介紹

保險監理目的在於健全保險經營市場，保障全體保戶權益。政策的制定唯有正視國內保險業經營的困境，找出符合現實狀況的解決方法，方為長久之策。現行保險法自第 146 條以下，對保險業資金之運用訂有正面表列的項目及投資比率限制，其間並經民國 52 年、63 年、81 年、90 年、96 年多次修訂，每次修訂的範圍及投入之人力、物力不可謂不大，每每希冀能徹底解決實務困境。然而修訂結果常未盡人意。

究其原因，蓋站在保險業者及主張從寬限制學者的角度，基於保險業發展需要，其極力呼籲法令鬆綁或放寬投資比率限制，甚或建議將保險業資金運用改採負面表列之監理方式，以免保險業的投資跟不上金融新商品的發展速度。然而主管機關及主張從嚴限制的學者，基於確保保險業支付能力的考量，反對過度開放保險業投資。特別是逢金融弊端發生後，從嚴限制及加強監理主張常響徹雲霄，欠缺完整配套的立法隨處可見，亡羊補牢的結果使得弊案依然發生不絕<sup>247</sup>。保險監理機關若一直抱持著挖東牆補西牆的態度，問題始終無法獲得徹底解決。

103 年保險法修正，以「保險業投資上市櫃公司，對董監事改選議案不得行使投票權」為最大修正注目焦點。然根本的重點依然在於，保險業資金投資公司股票是否應予限制？限制手段為何？限制理由是否正當？是否得介入經營？針對這些疑問，學說與實務上一直存有爭議。以下試整理各方論述，做為本文討論的基礎。

### 第一項 對保險業投資持開放立場之論點

---

<sup>247</sup> 參閱廖崇仁，保險業資金性質及運用限制之探討，2008 年 12 月，資料來源：<http://blog.xuite.net/danliao0120/twblog/184830228>。(最後瀏覽日：2015/4/4)

## 一、提供保險業收益來源，穩定發展

保險業經營分為業務經營與財務經營，業務經營為保險公司帶來核保利潤，然近年來核保利潤逐漸下滑，甚至出現核保損失之情況，有賴投資收益加以挹注。保險公司承擔危險，收取保費作為對價，由於收取保費與履行保險給付中間有一段時間之差距，因此保險公司可以用由保費所提列之準備金妥善為投資運用，以增加收益，此為保險公司的財務經營。對保險公司而言，透過累積資金之運用所產生之投資收益，一直是保險業營業利益之主要來源<sup>248</sup>，亦可穩定保險業的發展。因此保險業投資有其必要性。

## 二、強化保險業清償能力，保障保戶權益

保險業收取保險費後，即須對保戶履行長期保障責任的承諾，為達成此一目的，業者必須就資金做妥善運用，以獲取穩健的收益。對投保大眾而言，保險業資金運用所產生之投資收益，可以增加保險業的營收，保險業獲利良好始能永續經營，繼續提供保障的功能，若保險業之收益增加，透過降低保險費率亦可以使投保大眾受惠。

## 三、保險業資金屬長期財務性投資，具有安定市場的作用

對國家經濟發展而言，保險業累積龐大的資金，占金融機構資產相當大的比例，若能將其資金導入公共建設或配合國家政策，必能發揮促進經濟發展之效用<sup>249</sup>。在投資工具日新月異、金融商品不斷推陳出新的時代，適度放寬保險業資金運用之限制，有助於提升我國保險業競爭力。公司法

<sup>248</sup> 參閱梁昭銘，保險業資金運用規範之妥適性-以中壽投資開發金衍生之爭議為例，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2005，第六章「結論與建議」，資料來源：

<http://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/34165/7/58010307.pdf>。

<sup>249</sup> 同前註。

第 146 條之 5 規定，保險業資金得辦理專案運用、公共及社會福利事業投資，即同意旨。

#### 四、應重視保險業於金融市場扮演的角色

保險業資金龐大，是股市長期參與者，一般公司需要並歡迎穩定的投資人，且保險業擁有龐大的研究資源，比起其他的投資者，更可以善盡機構投資人的角色。若以立法限制保險業者表達意見之權，對資本市場運作並非有益。保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款之修法理由亦認為，為兼顧股票市場係提供上市公司募集資金管道之一，其亦需要穩定且長期之投資者參與，保險業於國內一向扮演長期資金之供應者角色，對於金融市場有其重要性，不宜因此過度限制其投資額度。

#### 五、任意剝奪股東表決權，恐打壓保險業投資意願

考量到資本市場公平性、公司法上股東平等原則，股東表決權為其財產權的延伸，不應任意被剝奪。保險業事先應經過審慎評估，認為某企業前景可期，才會願意挹注資金，進場投資。而企業在進行經營決策時，董事會也有義務善盡職責，清楚表明表達投資方的立場和意見<sup>250</sup>。保險業既為公司股東，屬於參與上市公司經營投資之一環，得針對公司經營決策表達自身想法與理念，若剝奪保險業股東對被投資公司董事、監察人的表決權，等同剝奪其表達意見的權利，無形間打壓保險業投資國內企業的意願。

#### 六、其結果無助於維持被投資公司經營權的穩定

---

<sup>250</sup> 參閱張士傑，保險業董監投票權 不應剝奪，經濟日報，2014 年 6 月 17 日，資料來源：[http://money.udn.com/storypage.php?sub\\_id=5629&art\\_id=31253](http://money.udn.com/storypage.php?sub_id=5629&art_id=31253)。(最後瀏覽日：2015/4/4)

若保險業持有被投資公司大量股權，卻沒有董事、監察人選舉表決權，對於上市櫃公司最大的影響，係其他股權持有者影響力大增，變成讓保險業以外的少數股東去掌控公司重大決議，對公司營運、資本市場發展、甚至社會安定性，都可能產生一定程度的疑慮。舉例而言，一家公司股權原有 100 萬股，保險業投資持有 10 萬股，若保險業股權不能行使表決權，則決定誰能當選董監事的股權總數剩下 90 萬股，公司派仍然必須想辦法爭取其他股東支持，公司經營權的結構依然處於不穩定狀況。董監持股比重不高的上市櫃公司，往後可能經常上演經營權大戰<sup>251</sup>。原本修法的初衷是要避免保險業過度介入被投資公司的經營，但完全禁止保險業對於董事、監察人選舉的表決權，卻可能變相引發公司派與市場派的經營權戰火，對於公司的經營權又種下不穩定因子，恐為立法者始料未及之處。

## 七、保險業資金來源與其他法機構投資人相同，不應有差別對待

對於先前金管會有意將保險業投資單一個股上限調整為百分之五，論者<sup>252</sup>認為，目前關於政府四大退休基金或投信事業發行的股票型基金規定，對於單一個股投資規定大多以百分之十為限制，保險業資金性質等同退休基金，運用性質則與股票基金相仿，規範上不應有差別。且以本業而言，各項保險給付金額每年達到新台幣 1 兆元以上，實有必要尋求長期穩定的投資標的，以維持對全體保戶的長期承諾。保險業在運用資金時，必須就收益性、安全性與流通性等要素加以衡量，並考量社會觀感及企業社會責任，綜合評估後下才會進行相關標的投資。在其他股票基金並無相關限制的情況下，單獨針對保險業調降投資股票比例的作法，似忽略保險業資金「長期財務性」之投資特性及其安定社會作用，不應有此差別待遇，若一

<sup>251</sup> 參閱林文義，小心！保險變法 公司變天！金管會封殺保險公司投票權 引爆董監改選大戰，財訊雙週刊第 451 期，2014 年 05 月 21 日，資料來源：

[http://www.wealth.com.tw/article\\_in.aspx?nid=1843](http://www.wealth.com.tw/article_in.aspx?nid=1843)。(最後瀏覽日：2015/4/4)

<sup>252</sup> 參閱蔡怡杼報導，憂壽險資金遭污名化 許舒博提七大聲明反駁，2013 年 12 月 2 日，資料來源：<http://www.ettoday.net/news/20131202/303138.htm>。(最後瀏覽日：2015/4/4)

概認為保險業購買股票及行使表決權會不當控制被投資公司，恐有汙名化保險業者之嫌。

## 八、應以鼓勵代替設限，適度鬆綁投資限制

對保險公司投資嚴格設限的處方，無異飲鴆止渴<sup>253</sup>。依據市場經濟法則，適度鬆綁投資限制反而更能改善保險公司經營，從而照顧保戶權益。政府的監理制度只需劃定一條不可逾越的界線，例如現行法規中對於實質關係人交易的限制應嚴格執行，以避免大股東掏空保戶的資金，才是正辦。優質的投資則應以鼓勵取代限制，如長照醫療是因應高齡化社會的發展重點，又可對生存險達到一定的避險效果；再如公共建設發債籌資，開放保險公司認購不僅有助紓解政府財政壓力，也讓資金有更好的投資標的，其他經普遍認可優質且低風險的投資標的，如海外 AA 級以上債券，更無限制其投資比例的理由。監理機關應適度控管保險業投資問題，但同時需兼顧保險業資金運用的合理空間，避免過度嚴苛的限制，損及保險公司投資績效及獲利空間。如何適度的拿捏標準，考驗政府的智慧，應參考國外的實務經驗與立法，做為借鏡。

## 九、應以個案控管取代全面僵化政策

在保險業投資的過程中，主管機關的態度應是善盡對保險業者監督與審查之責，而非把保險業投資行為視為毒藥，全面僵化、限縮其享有的決策權。本次修法起因於國寶人壽、南山人壽等保險頁意圖介入上市公司經營權，引起金管會的警覺，遂引發修法，然而此種做法是否適當，值得省思。金管會對個案採取嚴格控管、懲處的做法值得肯定，但若把個案放大到全面落實，對於整體資本市場的未來發展，可能造成負面的影響。事實

<sup>253</sup> 參閱林文凱，專家傳真—讓保險監理成就金融活路，工商時報，2014年04月29日，資料來源：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20140429000069-260202>。(最後瀏覽日：2015/4/2)

上，原保險法法令對於保險業介入被投資公司之經營權，已有限制其不得支持關係人當選董事、監察人之規定。若監理機關認為相關規定尚有不足，可就現行法做適當的修正，或依個案態樣啟動其他監理措施，或加強罰則，亦可達到相同效果，毋須大動作全面限制到其他正派投資之保險業的表決權利。

#### 十、現行監理措施已可有效防範保險業介入被投資公司經營權，無調降保險業持股比例或限縮表決權的必要性與急迫性

修正前保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款規定，保險業不得行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。其實只要擴大認定本條「關係人」之要件，將關係企業之大股東，或與保險業有實質利害關係者皆涵蓋在內，則現行法及監理措施已可有效防範保險業介入被投資公司經營權之情事。保險公司縱使本身未擔任被投資公司之董事，亦未指派自然人代表擔任被投資公司之董事，卻支持關係企業出任被投資公司之董事，實質取得經營權，此時應就整個金融集團之角度觀之，認定此董事當選已違反保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款之規定。以防止大型金融集團動用旗下保險公司雄厚的資金，協助控制股東取得經營權<sup>254</sup>。如此一來，就不用針對現行的法條再做修正，以免保險公司的表決權不斷遭到限縮。

其他主張開放保險業投資之理由，包括限制保險業持股比例將喪失維繫股市穩定的動能；維持保險業持股比例及表決權，符合主管機關健全公司治理政策等。甚至有論者<sup>255</sup>認為，得允許保險公司擔任被投資公司之董事，惟應限制其席次。蓋保險公司擔任被投資公司之董事，可以了解被投

<sup>254</sup> 參閱梁昭銘，保險業資金運用規範之妥適性-以中壽投資開發金衍生之爭議為例，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2005，第六章「結論與建議」，資料來源：

<http://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/34165/7/58010307.pdf>。

<sup>255</sup> 同前註。

資公司之營運情況，保障投資安全；另一方面，既然保險業擔任董事、監察人之目的，係站在維護保戶權益之立場，看守投資情況，確保投資利益，則其擔任董事之席次應有所限制，不得主導被投資公司之經營決策。如此一來，不僅可兼顧保險業資金運用之安全性，亦可免除保險業介入被投資公司經營權的疑慮。其建議，未來得授權主管機關參考下列標準，於個案加以認定，判斷保險公司是否有濫用保戶資金介入被投資公司經營權之情事，殊值傾聽：

1. 保險公司本身，或指派自然人代表擔任被投資公司董事、常務董事之席次。
2. 保險公司協助關係企業取得被投資公司董事、常務董事之席次。
3. 保險公司對於被投資公司人事、財務、業務經營有無重大影響力，是否主導被投資公司之經營管理。
4. 金融集團或金融控股公司，是否動用旗下保險公司之資金，配合旗下其他子公司之投資額度，展開集體併購。

## 第二項 對保險業投資持保守立場之論點

### 一、保險資金來自社會大眾，應確保有足夠的清償能力

歐盟 Solvency 第一號指令規定，保險公司應有足夠清償能力的金額。此為歐盟最重要的監理規定，目的就是要確保一家保險公司在不可預見的情形下，相對於應承擔的風險仍有充分的自有資本，以補償保戶之損害，而此亦係反對保險業投資介入經營權之重要原因之一<sup>256</sup>。保險業資金主要來自於保戶所繳交之保單價值準備金，保險業原則上負有返還義務。故保

<sup>256</sup> 參閱陳麗娟，Solvency II 指令：歐盟保險監理趨勢之探討，月旦財經法雜誌第 28 期，2012 年 3 月，頁 53。

險業運用資金投資上市櫃公司的風險不宜過大，免得投資失利血本無歸，造成保戶權益受損。本次保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款之修法理由即基於此點：「鑒於保險業資金來自社會大眾，……如於董監事改選時，採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序。」而為規定。

## 二、槓桿操作問題<sup>257</sup>

保險業是一種高度槓桿操作的行業，保險業股東僅投入極少的金額，即可運用好幾倍的資金，然保險業資金的主要來源係保戶的保單價值準備金，對於保戶而言是承擔了相當大的風險。保險業運用資金投資上市櫃公司，若該公司績效卓著，將使保險公司獲得高轉投資收益，帶動股價上揚，獲利最大莫過於保險業的控制股東。然而若被投資公司經營虧損，將連帶導致保險業有鉅額的投資損失，直接損及對保戶權益的保障。上述的行為，如同一般公司以擴廠理由向銀行借款，後來卻挪用於併購或炒股等高風險的用途，此乃不同利害關係人財富的替換，厚股東而損債權人，為負債代理問題的一種形式。有鑑於保戶是保險公司絕大部分資金的提供者，因此從嚴規範保險業的轉投資有絕對的必要性。

## 三、應考量保險業資金運用之立法初衷

當初規範保險業資金運用之立法初衷，是希望保險業能將代保戶保管之大量預備金做妥善的投資管理，提供保險業額外收入，穩定保險業發展，強化其清償能力，亦可安定金融市場、促進我國經濟繁榮、提升國際競爭力等。故保險業投資首要目標應有中長期、穩定的收益，且以投資報酬率為最高考量，投資標的應選擇經營良好、報酬率穩健者。意即保險公司購

<sup>257</sup> 參閱陳易聰，保險業資金投資上市公司可否介入經營，資料來源：  
[http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6\\_26.html](http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6_26.html)。(最後瀏覽日：2015/3/28)

買公司股票，出發點應是認同該公司的經營績效，倘若保險公司購買該公司股票的目的，僅是介入影響被投資公司的經營權，或甚至為其金控母公司併購抬轎，則與立法初衷不合，應予以限制。

#### 四、保險業股東恐藉轉投資掏空公司

保險業性質不同於一般大型股份有限公司，因集結眾保戶的保單價值準備金，不用上市上櫃即有龐大資金，持股股東不像其他大型股份有限公司一樣複雜繁多，內部投資決策常常經營階層決定後就通過，不夠公開透明，容易引起有心人士覬覦。實務上常發生保險業董事投過轉投資的方式持續掏空公司，將保險公司視為自己的小金庫不斷提領，最終造成保險業斥資百億，面臨破產，主管機關發現時已無力回天。為避免保戶權益受損，不得已由保險安定基金賠付，最終造成保險安定基金虧損連連，少數人受益卻由人民埋單之結果。掏空公司的投機想法需徹底杜絕，蓋保險公司的本質並非投資性質的公司，故在轉投資數額上應予限制。

## 第五節 保險法修正本文評析

保險業資金運用應限制到何種程度，為我國立法及實務上棘手的問題。限制過嚴，恐影響保險業經營及資金運用之自由；限制過寬，易發生股東掏空或介入經營權的情事。本文所提出探討之處有二，其一：本次保險法修正所採取的限制手段，是否真能達成修法目的，徹底解決問題？其二：立法者修法時，是否已從各方面考量，全面兼顧權利限制的合法性、保險業機構投資人之特性以及未來國際趨勢走向？本文將從前幾章所介紹的法上位原則、現行法律及相關函釋、學說理論、比較法、聯合國原則、國外實務等著手，做全面性探究，深入分析本次保險法修正之妥適性。

### 第一項 從股東平等原則角度切入

保險業具監理特殊性，理由係因其資金主要來自於保戶的責任準備金，未來負有返還之責，為保障保戶全額受償的權益，主管機關需適時介入保險業的經營與資金運用。除此之外，保險業本質上係股份有限公司，其因持有被投資公司的股份而取得股東地位與股東權，其享有的權利地位理應與身份為投資公司或散戶的股東相同，包括於股東會上自由行使表決權。站在被投資公司的角度，應謹守股份平等原則，即「認股不認人」，對於被投資公司的支配權應取決於持股的多寡而非持股的身份，此為股份有限公司之本質。

然而立法者於保險法修法歷程中，屢屢以保險監理特殊性為理由，認為保險業身分需特別管制，因而加重限制保險業之表決權行使。從股東平等原則的角度切入，此立法規制已造成股東間權利上的不平等，無視股東平等原則之精神。本文以為，公司法對於股份有限公司與保險法對於保險業各有其法體系上的原則規範，立法者應重視法體系所代表的價值及其所

努力維持的平衡，不應一再以保險法任意替公司法上股東平等原則創造例外。事實上，舊保險法第 146 第 1 之第 3 項第 2 款即規定，保險業投資不得行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人，此條文已經造成保險業股東於行使權利上與其他身分股東的不平等，然而並未徹底解決保險業介入經營權問題。蓋回到股份有限公司之資合概念，保險業既然有出資，是被投資公司的「老闆」之一，為何只因這位老闆係保險業的身分，其權利保障就不如「其他老闆」？若保險法開放保險業進行投資，就不應過度預設立場，認為保險業的投資即一定具有危險性。僅因身分不同而為之差別待遇，明顯不具正當性。既然已抵觸股份有限公司最基本的上位原則，則註定是「破壞法體系、立論薄弱空洞、無法令人信服」的理由。舊法限制保險業表決權的做法，無法解決問題，然而立法者並沒有因此重視股東平等原則之維持，態度反而更加強硬，新法直接規定保險業不得行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，毫無轉圜餘地。更嚴苛的限制是否就能徹底解決問題，本文抱持懷疑態度。事實上，若保險業有意規避此條規範，仍可透過其他投機方式輕易解套，僵硬的立法不僅無法達到目的，卻破壞了現有的法秩序，至為可惜。

本文以為，依據股東平等原則，只要保險業合法持有被投資公司之股份，其權利享有應等同於其他股東，此為公司法與保險法皆應遵守的法界線。立法者若欲加重保險業投資的監理，應另尋管道為之。

## 第二項 從表決權內涵與合憲性檢驗角度切入

表決權平等原則的核心概念，係股東對被投資公司之重要決議事項，得藉由表決權的行使，自由、公平的表達意見，以保障其財產上的權益。

股東表決權的行使形成公司整體意思表示的權利，引領公司未來經營走向。股東行使表決權是其最直接、有效參與公司經營事項的方式，如同人民參與政治最直接、有效的手段為行使投票權。表決權屬於股東權中最重要之權利之一，應無疑義。保險公司的主要資金來源雖與一般股份有限公司有所不同，但當其挹注資金投資時，對於被投資公司來說，其性質並無差異，蓋股票上並不會註明「資金來源係保險公司，性質特殊，請小心」的字眼，簡單來說，站在被投資公司的角度，保險公司取得的股東權利應為「中性」，保險公司當然享有透過表決權行使來表達意見之權。

另外，股東權既為股東財產權的變型與延伸，依據憲法第 15 條規定，係憲法保障人民的權利之一。依據法律保留原則，人民的權利並非不能以法律或規定予以剝奪，惟需有正當目的，且所採取的手段需適當且符合比例原則，否則無法通過違憲審查。如本文第三章所述，雖公司法明文規定一股一表決權原則，但光是公司法就有至少十種之例外情形，已有「原則例外化」的跡象，立法者雖然皆有其認為正當的理由，但本文以為，立法者在修法時，並未從制高點擔任維護「一股一表決權原則」之法律捍衛者，反而是片面的覺得哪裡有問題，就任意予以限制。此種見樹不見林的做法，造成一股一表決權原則千瘡百孔，且持續破碎化。公司法界放任此種修法趨勢繼續的結果，就是該原則不再受到重視，以致於其他法規包括保險法在修訂時，對於其實際上已經侵害人民財產權的結果絲毫無感。

法律保留原則已清楚指出，如要以法律剝奪人民權利，不僅要有正當理由，且採取的手段需適當且符合比例原則。本文以為，此次保險法修正第 146 條之 1 第 3 項第 2 款「禁止保險業行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權」，並未通過合憲性原則的檢驗。蓋是否禁止保險業行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，就可以完全達到避免保險業介入被投資公司經營的目的？舉例來說，舊法公司法第 179 條第 1 項但書曾有

「大股東持有已發行股份總數百分之三以上者，應以章程限制其表決權」之規定，然而反造成出資額越多的股東越不利的影響，影響企業的健全發展。學者認為關於小股東權利的保護，重點應在於公司機構權限的調整，加強公司經營及會計的監督，而非限制大股東權利的行使。最後立法刪除此條規定。由此可知，縱使立法目的正當，所採取的手段未必對人民是最小侵害，或者必然能達到所欲達到的目的，事後隨時有被推翻的可能。保險公司既為被投資公司的股東，表決權是其保障自身投資最有份量的武器，然立法者並未嘗試採取其他侵害較小的手段，一再的削弱此武器的強度，以致於保險業股東無法保障自身權益而退出戰場，對金融市場的發展不利。此次保險法修正之初，原本打算限縮保險業對單一公司投資上限額度為百分之五。本文以為，限縮保險業單一公司投資上限額度，或許會造成保險業投資標的窘迫的困境，不為保險業所樂見；但剝奪保險業股東對於董監選舉表決權之手段，造成保險業得投資但不得行使權利之畸形現象，形同去掉其聲帶命其噤聲，難通過合憲性的檢驗，亦是另一種削足適履。立法者在制定相關法令時，應做全盤的考量與規劃，多嘗試各種解決辦法，限制人民的權利應審慎為之，非必要不得予以限制。

### 第三項 從機構投資人角度切入

從立法者對於保險業表決權不斷限縮的現象，可觀察到其對於保險業投資採取預防甚或防衛的態度。本文以為，立法者過度擔憂保險業負面個案情事，忽略保險業所扮演機構投資人之積極角色。至 2014 年為止，我國保險業的資產總額為 18 兆 9379 億 700 萬元，占了金融市場資產總額比例 29.79%，其投資動向對於金融市場有極大的影響。由前可知，機構投資人因持股數量多，對於投資標的績效更為審慎看重。其專業能力及分析資源通常較個人投資者強，影響公司的力量相對較高，被投資公司也願意傾

聽投資機構人的意見。若公司經營績效不佳，機構投資人亦能以其擁有多數表決權之優勢，迫使公司撤換經理人或改變其經營策略。機構投資人扮演者主導公司經營走向的重要角色，隨著機構投資人規模的擴大，我國政府更加重視機構投資人對於證券市場上公司治理的影響力。

遺憾的是，此次保險法的修正，似乎與該國際趨勢背道而馳。蓋回歸股份有限公司之資合本質，投資越多的股東自然持股數越高，對於公司的支配度和影響力亦是其所追求。機構投資人投資主要目的在於賺錢或主導公司經營權，若其挹注大量資金，卻無法對公司經營有所置喙，僅能由其他股東主導董事會經營決策方向，機構投資人承擔其經營風險卻無可著力之處，自然會減弱其投資公司的意願與力道，轉而投資其他管道。此次修法限制了保險業對於被投資公司董監事選舉的影響力，其掌握大量持股卻無法對於決策階層人選表達意見，等於變相鼓勵其放棄投資金融市場，與我國鼓勵機構投資人參與金融市場、發揮影響力與指標性的立場有所違背，並非吾人所樂見。如本文第四章所述，機構投資人之投資佔我國整體證券集中交易市場的比重，雖然有逐年成長之趨勢，然相對於美國、日本而言，機構投資人對於我國上市公司的持股比例仍屬偏低，對於公司治理所能發揮影響力不如外國。其中一個可能的主要原因，即在於我國法令對於機構投資人進行投資或行使股東權利設有過多嚴格的限制。

本文以為，機構投資人身為大股東所帶來的影響力，必然有好有壞，除有重大違法事由外，其結果應交由金融市場的自然機制來決定。好的機構投資人股東能帶動公司整體績效上升，惡意的機構投資人股東則可能導致公司破產、被掏空。然而保險業並非造成金融市場個案扭曲的主要原因，蓋即便排除保險業等機構投資人的投資，仍無法完全避免金融市場上違法行為。既然如此，本文並不贊成立法者因為保險業惡意介入經營的個案，而一概的防衛性抹煞保險業對於被投資公司董監事選舉之表決權利。立法

者應著重保險業此機構投資人於金融市場所扮演的正面角色，對於違法者的行為，則以事先資訊披露、主關機關監督的方式預防，事後以現有的法規具體罰則制裁之，我國保險法、證券交易法對相關行為已有規範。簡單來說，不該為了「一顆老鼠屎，壞了一鍋粥」。金融市場裡經營權易主的情形所見多有，不應因身分為保險業就設想其必然不懷好意而欲「趕盡殺絕」。保險監理最主要目的是為了保護保戶的權益，避免保險業因投資失利而無法償付保險金，除此之外，並無其他更強大的理由來影響金融市場的自然機制。本文以為，避免某些保險業惡意介入經營權情事或掏空公司，政府應有其他更有效且針對個案的手段，而非打壓整體保險業於金融市場的正常投資運作，此乃因噎廢食，與實務現況並不相符。

#### 第四項 從相關法規與比較法角度切入

保險業具備機構投資人性質，若比較我國其他機構投資人相關法規關於表決權行使限制，可觀察到立法者對於保險業表決權行使態度趨於保守，甚至立法退步。若以光譜兩邊來看，有些法規僅規定機構投資人原則上應出席股東會，例如華僑及外國人投資證券管理辦法第 16 條第 4 項。有些法規僅明示表決權行使之原則性規定，如取得公司股份股權之行使應基於公司之最大利益，不得直接或間接參與該發行公司經營或有不當之安排情事，例如證券商管理規則第 20 條第 1 項。有些法規僅規定不得投資由負責人擔任董事、監察人、經理人之公司所發行的股票，例如郵政儲金投資受益憑證及上市(櫃)股票管理辦法第 5 條、商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 5 點。甚至有些法規對於表決權行使未設有限制，如勞動基金運用作業要點。其中本文認為最進步的立法，即證券投資信託事業管理規則第 23 條「機構投資人資訊公開透明條款」，進一步規定應將行使表決權之評估分析作業，作成說明，並應就出席股東會行使表決權，表決權行

使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年，供利益相關人查詢。對於利益相關人的資訊取得提供進一步保障，可謂進步之立法，民國 103 年 6 月修正公布之保險法第 146 條之 9 規定亦為相關規定。

然而光譜的另一端，呈現的是過往立法僵化的一面。民國 92 年公布之公務人員退休撫卹基金有關上市（上櫃）公司股權行使作業規定第 4 點規定，被投資公司股東會若進行董監事改選時，退撫基金對其持有之股東表決權之行使原則，應首先支持官股代表，其次支持正派經營之公司大股東，若公司存有經營權之爭時，得棄權保持中立。此立法之立論基礎薄弱，用詞太過抽象，難以適用，相關批評已如前述。然而此畢竟是民國 92 年之立法，令本文疑惑的是，為何民國 103 年的保險法新法修正，竟有倒退走的趨勢？97 年修正的證券投資信託事業管理規則 23 條，已認知到「機構投資人應支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人」的立法模式，將使得證券投資信託事業恐淪為為公司經營階層決策背書之橡皮圖章，削弱其身為股東身分所具備之監督功能，機構投資人於公司治理所扮演的重要角色功能因而失靈，而支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人是否真的是尋求受益憑證持有人最大利益，亦難以證明。在沒有合理充分的理由下，證券投資信託事業的表決權權利不應任意遭到限制。但是保險法 146 條之 1 第 3 項第 2 款規定雖刪除「保險業不得行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人」之規定，但並無效仿前述進步立法模式，即「保險業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事」等，反而進一步生硬剝奪保險業更多權利行使空間，令人費解。若是考量到保險資金來源的特殊性，然勞保基金或勞退基金的資金來源亦是大眾的資金，卻無相關規範。其他像三大法人、四大基金、金融機構等，亦有其特殊特性，修法走向朝原則性規範，給予機構

投資人更多彈性選擇空間，僅有保險法修正越趨嚴苛。立法者修正保險法時似乎並未參考其他機構投資人之法律規範，因此出現有時而進步時而退步之立法現象。

本文以為，相較於規範其他機構投資人的開放態度，立法者似乎過度著重於保險業少數惡意介入經營的個案。相同類型的事務原則上應有相類似的規範，立法者似乎疏忽此點。另外，參考其他比較法包括日本保險業法、歐盟人壽保險第三指令，並無直接剝奪保險業於董監選舉的表決權之相關規範，此限制似為我國獨創，沒有考慮到現今機構投資人的立法趨勢，實有欠周全。

## 第五項 從立法目的角度切入

從立法理由觀之，新修正保險法第146條之1第3項第2款規定的主要目的，係避免保險業於董監選舉時以行使表決權介入經營權之爭等作為，產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序。簡單來說，就是要避免保險業惡意介入經營權。引發本次修法的應屬國寶人壽介入龍邦集團、南山人壽介入中信金等事件。本文抽象化案例，歸納出真正令主管機關棘手的問題有二：保險業成為關係人介入被投資公司經營權的工具；以及保險業經營階層以投資手段，進而掏空公司的違法行為。這兩點共同的特點在於「惡意」，即投資目的已非原先開放保險業投資所希望之「提供保險業收益來源、穩定發展；強化保險業清償能力、保障保戶權益；促進經濟成長、提升國際競爭力等」等正面因素。本文以為，真正造成保險業資金運用疑慮者。並非現有體制的錯誤，而是個案的違法，應依個案給予懲處即可。但是本次修法禁止全體保險業於董監選舉行使表決權，卻似乎連帶懲罰其他正派經營的保險業者，直接預想保險業之投資

皆為惡意，因此不能於董監選舉行使表決權。然而若是保險業成功扮演機構投資人的正面角色，適度的介入公司經營權以導正公司經營，並非壞事，故公司介入經營權是好是壞，不可一概而論。

事實上，若保險業欲惡意介入被投資公司之經營權或意圖掏空公司，縱使禁止其於董監事選舉行使表決權，仍有其他手段可以達到目的，防不慎防。正確的立法應是明示原則，對於違法行為事先加強監管，事後落實罰則。金融市場上除了保險業之外，其他股份有限公司也不乏掏空情事，但公司法並未因此而全面剝奪股東的表決權，可見一斑。

另外，對於保險業違反保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款規定，仍於董監事選舉行使投票權的情形，本次修法明文違反之法律效果，依保險法第 146 條之 1 第 4 項規定，該行使之表決權為無效。本文認為，「無效」的法律效果，事前固然可以帶來一定程度的嚇阻作用，事後也可有效彌補程序瑕疵，但其影響力及牽扯層面十分廣泛，若選舉出來之董事曾經代表公司為法律行為，則相對第三人的信賴利益如何保障，是長久以來的重要議題。立法者並未考量保險業違法行使表決權之行為，後續可能對被投資公司各方面經營所帶來的複雜影響，並非「表決權行使無效」即可輕易解套，如此立法，稍嫌速斷。

總而言之，此次保險法修正第 146 條之 1 第 3 項第 2 款，立意固然良善，但並未顧及股東平等原則、表決權平等原則的精神，以及保險業做為機構投資人所帶來的正面意涵，亦未參考其他機構投資人相關法規的立法模式，殊為可惜。禁止保險業股東表決權於董監事選舉之行使，是否能徹底杜絕保險業惡意介入被投資公司經營權或意圖掏空公司之情事，仍有待檢視。



## 第六章 建議與結論

對於民國 103 年保險法修正第 146 條之 1 第 3 項第 2 款，本文認為，整理我國公司法及機構投資人相關規範、參考現行國際原則與外國公司實務，試提出以下之建議：

### 一、應著重「限制投資標的」與「強制分散投資風險」

對於保險業投資持保守論點者認為，保險業資金主要來自於保戶所繳交之保單價值準備金，保險業原則上負有返還義務。故保險業運用資金投資上市櫃公司的風險不宜過大，免得投資失利血本無歸，造成保戶權益受損。然而如同電視廣告內容所言：「投資一定有風險，基金投資有賺有賠，申購前請詳閱公開說明書。」由此可知，投資必然有風險存在，沒有穩賺不賠的投資。投資正確的心態應該在於事先做好完善的投資評估，妥善控管投資金額，而非因有風險存在就排斥投資。「介入被投資公司經營權」僅為股東投資的動機之一，然即便主管機關不願保險業介入被投資公司經營，仍不應完全抹殺保險業的投資機會，或者剝奪其身為股東的權利。

立法規範保險業資金運用之初衷，是希望保險業能將數額龐大的保單價值準備金做妥善的投資管理，提供保險業額外收入，強化其清償能力，穩定保險業發展。故保險業投資首要目標應有中長期、穩定的收益，投資標的應以經營良好、報酬率穩健者為考量。本文以為，規範保險業投資應從兩方面著手：一、限制投資標的；二、強制分散投資風險。所謂限制投資標的，即限制保險業不得投資高風險的標的，或由政府嚴格把關適當的投資標的，以免影響保險業穩健經營。所謂強制分散投資風險，即風險控管，立法要求保險業者分散風險，例如限制每一標的投入的金額，需定期對風險做出評估，或要求股票價格低於一定標準時應儘速售出，並將保險

業者此一義務明文化，成為股東和保戶受損時向其求償的基礎。與其擔心保險業介入經營會影響投資收益，不如從一開始就設定保險業僅能投資適當的標的，並且賦予其風險評估與控管之義務。從維護被保險人權益的角度出發，正面考量如何確保保險業者投資獲益良好，是保障保戶權益最核心的目標，保險公司背後是否有其他動機並非重點。

保險法規定關於保險業資金運用，除存款外，以保險法第 146 條第 1 項規定的八款為限。其中有價證券部分，進一步限定在第 146 條之 1 第 1 項規定的六款，此屬於限制投資標的之規定。而保險法關於強制分散投資風險，例如保險法第 146 條之 1 第 1 項第 3 款後段，保險業購買每一公司之股票，不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司實收資本額百分之十。本文以為現行規範立意良善，但不夠具體，無法落實保險監理的目的，政府對於目前國內各投資標的的安全性、收益性、市場性、分散性、多樣性、投資價值或信用評等應有一致的標準，提供相關資訊供保險業參考，或進一步限縮在需通過該標準始得成為保險業投資標的。未來相關立法可參考公務人員退休撫卹基金上市（上櫃）公司股票投資作業規定第 2 點之規定，針對選股標準，應將上市（上櫃）公司股票分別以其基本面、報酬率、成長率及評價等各項指標進行檢核，並將其分別評定為最具投資價值、具投資價值、注意觀察、減碼及積極賣出等五級，其中評等列為注意觀察以上者，方得列為選擇標的。

從投資標的選擇即予以監理，而非等保險業者投資後再限制其不能行使關於該標的的某些權利，方為兩全其美之策。

## 二、國際原則的參考與落實

保險監理是國際共同關注的重要議題，近年來陸續發展出各種從不同

面向出發的國際原則，已於本文第四章、第五章詳述，值得我國參考借鏡。這些國際原則共同特徵之一，在於強調資訊的揭露與透明。聯合國 OECD 公司治理六大核心原則中，第二原則「股東權益及重要所有權功能 (The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions)」強調機構投資人基於其受託人責任，應全面揭露其就被投資公司之治理策略，及與其投資相關之投票決策，包括其行使投票權的適當程序。第五原則「資訊揭露與透明 (Disclosure and Transparency)」，強調公司治理架構應確保所有與公司相關的財務情形、績效表現、股權與公司治理等重大事件，都能及時且正確的揭露。本文以為，「公開透明、資訊揭露」是現今公司治理上最應遵循的核心價值之一。我國雖有類似規範，如保險法第 146 條之 9 第 2 項規定，保險業於出席被投資公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業作成說明，並應於各該次股東會後，將行使表決權之書面紀錄，提報董事會等，但與 OECD 公司治理原則相較，尚欠周全。

聯合國責任投資原則(PRI)則強調，機構投資人有責任將環境、社會與公司治理(environmental, social, and corporate governance, ESG)等企業社會責任議題納入投資分析及決策的過程，以追求投資者最佳的長期利益，其中包括要求投資機構適當揭露 ESG 資訊。金管會亦於民國 103 年發布函釋，要求企業於投資時，將標的企業履行公司治理及企業社會責任情形列為投資之重要參考標準，並建議對外揭露上開投資選股策略。由此可知，政府對於機構投資人投資標的之控管，已不再墨守成規，以往僅針對投資對象或數額比例做限制，近來轉而積極要求投資標的公司需符合 PRI 原則所設的六大原則，包括將 ESG 議題納入投資分析及決策制定過程、要求投資機構適當揭露等。本文以為，此可呼應前述保險監理應重視投資標的的論點。將投資標的企業履行公司治理及企業社會責任之情形列為投資之重要參考標準，某種程度上可確保該投資標的企業係穩健經營，並且排除人頭公司的可能性，由主管機關把事先關以確保其適合做為長期投資

的標的，間接保障保戶受償的可能性。

保險業永續發展原則（PSI）指出，保險目的在於風險管理，讓投保人能夠應付各樣風險所帶來的損失，以作出完善的規劃。PSI 鼓勵保險業將與其相關的永續議題作為公司決策的依據，要求其透明揭露保險業永續原則實行狀況，並將定期誠實揭露視為責任。在資訊揭露後，可以跟各方利害關係人討論，進一步瞭解其對於已揭露資訊的看法。本文認以，相較於聯合國責任投資原則，保險永續發展原則進一步細緻化全球保險業者追求永續發展的方向及標準，並且再度強調「公開透明、資訊揭露」的重要性，讓保戶或未來可能的投保人能充分了解保險業決策的規劃及施行狀況。

另外，國際保險監理官協會<sup>258</sup>（International Association of Insurance Supervisors）於 2011 年 10 月發布「保險核心原則、準則、指導及評估方法」（Insurance Core Principles, Standards, Guidance and Assessment Methodology），其中第 20 點「公開揭露（Public Disclosure）」強調，為使保戶及市場參與者對保險人業務活動、經營績效及財務狀況有清楚瞭解，監理官應要求保險人以即時方式揭露相關、全面且適足的資訊。此種做法預期能提高市場紀律，並能瞭解保險人暴露在哪些風險及其如何管理這些風險。另外，「保險核心原則、準則、指導及評估方法」對於保險監理職權如何行使、哪些資訊應該揭露、揭露的方式、限度以及資訊揭露的質與量皆具完整且具高度專業之規範，值得我國立法者參考，有助於制訂更嚴謹的相關法規。

綜上所述，現今國際趨勢所強調的重點莫過於資訊的公開與透明、投資標的慎選以及保險監理的重要性。相較之下，我國保險法對於保險業表

---

<sup>258</sup> 國際保險監理官協會（International Association of Insurance Supervisors）係為保障保戶權益，促進有效率的保險市場，由八十多個國家保險監理官所組成協會，每年定期在世界各主要城市召開大會發表論文藉以交換保險監理相關理論與實務經驗。

決權限制的立法顯得支微末節，能否徹底解決問題令人存疑。本文以為，應參考各國國際原則的精神，做為日後保險法修正的指標。

### 三、保險業表決權行使政策揭露之要求

我國法關於保險業表決權行使政策揭露之規範，略有相關的包括人身保險業辦理資訊公開管理辦法第 8 條第 1 項第 2 款規定：「公司治理應記載下列事項：…二、公司股權結構及股東權益。」以及保險業公司治理實務守則第 64 條第 1 項第 2 款規定：「保險業應依相關法令規定，揭露年度內公司治理之相關資訊，其項目應包括：…二、公司股權結構及股東權益。」因此各保險業者依該規定，需於公司網站年度內公司治理之相關資訊。然關於保險業表決權行使政策揭露之要求，並未明文訂於該辦法或實務守則中，亦即在現行法規範下，我國保險業即使未公開其表決權行使政策，仍非違法。本文整理目前我國 26 家保險業者於網站公開之公司治理相關資訊，其中約有半數的保險業者有揭露該公司表決權行使政策，其餘保險業則無相關資料。然深入觀察其揭露的表決權行使政策，幾乎僅為公司法現行法規的複製貼上，有寫等於沒寫。本文以為，針對非財務資訊例如表決權行使政策，若公司揭露之資訊若流於形式化，因內容不完整，投資人不易掌握其投資具體實情，對其權益保障並不周全。

綜觀國際原則及我國保險法第 146 條之 9 第 2 項<sup>259</sup>的意旨，保險業對於被投資公司的表決權行使應「公開揭露，資訊透明」，蓋保戶並非保險業股東，無法參與股東會會議，無從即時得知公司投資現況及對於被投資公司的表決權行使方向，其權益欠缺保障。參考富蘭克林坦伯頓投資公司 (Franklin Templeton Investments) 的表決權行使政策，其明確指出該企業對客戶應負之責、表決權行使程序、利益衝突避免以及表決權原則；富

<sup>259</sup> 保險法第 146 條之 9 第 2 項：「保險業於出席被投資公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業作成說明，並應於各該次股東會後，將行使表決權之書面紀錄，提報董事會。」

達投資企業(Fidelity Investment)的表決權行使政策，指出其表決權決定程序、利益衝突之解決方案、股東會參與與否等原則；摩根資產管理企業(J. P. Morgan Investment)的表決權行使政策，指出其於不同地區有不同的指導原則、表決權行使方向及程序監管；安聯基金(Allianz Asset Management)的表決權行使政策，指出其表決權行使方向之形成過程與決策負責人。除此之外，這些外國公司於網站上對於表決權行使還有更詳細的資訊揭露。

本文以為，既然已認知到資訊揭露對於保戶權益的保障，就應於保險法或相關法規具體明確的賦予保險業此項資訊揭露義務。依據金管證發字第 1030039119 號函釋意旨，保險業從事投資及選擇業務往來對象時，應將標的企業履行公司治理及企業社會責任情形列為投資之重要參考標準，並對外揭露上開投資選股策略，及持續關注所投資公司之治理情況。惟賦予保險業公開表決權行使政策之相關義務時，應要求其內容具體明確，使保戶可預見、可理解其內容，避免如同現行實務上保險業公開的內容過於空洞，成效大打折扣。建議可參考 OECD 公司治理原則之指示，即機構投資人應全面揭露其就被投資公司之治理策略，及與其投資相關之投票決策，包括其行使投票權的適當程序。

總而言之，股東表決權係股東表達意見的重要管道，不應任意剝奪之。我國公司法及機構投資人相關法規，對於股東表決權的行使設有不少限制，本文一一歸納整理，予以體系化。又保險業資金對於金融市場具有一定影響力，民國 103 年新修正保險法第 146 條之 1 第 3 項第 2 款規定，剝奪保險業投資上市櫃公司對董監事選舉議案的表決權行使，對保險業衝擊極大。本文以為，此次立法並未考量股東權利之維護，顯示出我國立法的退步。從聯合國國際原則及外國實務經驗可知，正確的立法方向係具體落實保險業「公開揭露，資訊透明」的義務，使保戶與主管機關能事先預知保險業

表決權行使的政策及方向，避免保險業介入被投資公司經營或保險業大股東掏空公司之情事，方能有效保障保戶及投資人的權益。相關修法可參考證券投資信託事業管理規則第 23 條，試擬修正條文如下：「保險業行使所持被投資公司股票之表決權，除法令另有規定外，應由保險業指派該事業人員代表為之(第 1 項)。保險業行使前項表決權，應基於保戶及股東之最大利益，且不得直接或間接參與被投資公司經營或有不當之安排情事(第 2 項)。保險業於出席被投資公司股東會前，應將行使表決權之評估分析作業，作成說明(第 3 項)。保險業應將被投資公司股東會通知書及出席證登記管理，並應就出席股東會行使表決權，表決權行使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年。(第 4 項)」強調資訊公開、透明的必要性，以保障保戶的知情權。本次保險法修正過度限制保險業於被投資公司董監事選舉之表決權行使，影響保險業投資甚鉅，並非完善立法，建議刪除之。

最後附上我國保險業表決權行使政策揭露情形之整理：

表 8：我國保險業表決權行使政策揭露情形

(資料來源：自行整理)

	保險公司	表決權行使政策之揭露	資料來源	最後更新日期
1	臺銀人壽	無	<a href="http://www.twfhclife.com.tw/PDF/4-2.pdf">http://www.twfhclife.com.tw/PDF/4-2.pdf</a>	103.12.31
2	台灣人壽	本公司股東每股有一表決權。議案之表決，除公司法及公司章程另有規定外，以出席股東表決權過半數之同意通過之。表決時，如經主席徵詢出席股東無異議	<a href="https://www.twlife.com.tw/information/file/1411002031882.pdf">https://www.twlife.com.tw/information/file/1411002031882.pdf</a>	103.07.22

		者，視為通過，其效力與投票表決同。		
3	保誠人壽	本公司股東表決權行使政策載明於本公司公司章程及股東會議事規則，並依相關法令規定辦理。	<a href="http://www.pcalife.com.tw/export/sites/default/prudential_zh_tw/resources/downloads/Legal/Info4-2.pdf">http://www.pcalife.com.tw/export/sites/default/prudential_zh_tw/resources/downloads/Legal/Info4-2.pdf</a>	101.08
4	國泰人壽	無	<a href="https://www.cathayholdings.com/life/web/ext/pages/headerfooter/info/administration/adm_02.pdf">https://www.cathayholdings.com/life/web/ext/pages/headerfooter/info/administration/adm_02.pdf</a>	104.03.31
5	中華人壽	本公司股東表決權行使政策載明於本公司公司章程及股東會議事規則，並依相關法令規定辦理。	<a href="http://www.chinalife.com.tw/web2006/comp_main1.jsp?url_link=/web2006/info07_02.html">http://www.chinalife.com.tw/web2006/comp_main1.jsp?url_link=/web2006/info07_02.html</a>	103.08.27
6	南山人壽	本公司股東每股有一表決權；但受限制或公司法第一百七十九條第二項所列無表決權者，不在此限。股東對於股東會議之事項，有自身利害關係致有害於本公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權之百	<a href="http://www.nanshanlife.com.tw/Public_web/About/CompanyInformation/Management/pdf/management_02.pdf">http://www.nanshanlife.com.tw/Public_web/About/CompanyInformation/Management/pdf/management_02.pdf</a>	103.12.31

		分之三，超過時其超過之表決權，不予計算。		
7	新光人壽	無	<a href="http://www.skl.com.tw/Files/InfoOpen/CompanyManage/4_Org_Shareholder.pdf">http://www.skl.com.tw/Files/InfoOpen/CompanyManage/4_Org_Shareholder.pdf</a>	104.03
8	富邦人壽	無	<a href="http://www.corpasia.net/taiwan/2881/irwebsite_c_new/index.php?mod=pages&amp;id=13">http://www.corpasia.net/taiwan/2881/irwebsite_c_new/index.php?mod=pages&amp;id=13</a>	無
9	國寶人壽	無	<a href="http://www.globallife.com.tw/open_info/index.html">http://www.globallife.com.tw/open_info/index.html</a>	104.05.12
10	三商美邦人壽	無	<a href="http://www.mli.com.tw/MLI_Public/Document/DBDdocument.aspx?id=cae69453-2390-472b-ae56-da5c0cb16a64">http://www.mli.com.tw/MLI_Public/Document/DBDdocument.aspx?id=cae69453-2390-472b-ae56-da5c0cb16a64</a>	103.03.31
11	朝陽人壽	依公司法第 177 條之 1 相關規定，公司召開股東會時，其以書面或電子方式行使表決權時，其行使方法載明於股東會召集通知。	<a href="http://www.cylife.com.tw/information/5/5-2.pdf">http://www.cylife.com.tw/information/5/5-2.pdf</a>	104.03.12
12	幸福人壽	無	<a href="http://www.singforlife.com.tw/Home/Node/?_id=CT000246&amp;fid=CT002106">http://www.singforlife.com.tw/Home/Node/?_id=CT000246&amp;fid=CT002106</a>	104.03.31
13	遠雄人壽	依公司法第 177 條之 1 相關規定，公司召開股東會時，其以書面或	<a href="https://www.fglife.com.tw/91dfa8e2f3cd921dF09">https://www.fglife.com.tw/91dfa8e2f3cd921dF09</a>	103.12.31

		電子方式行使表決權時，其行使方法載明於股東會召集通知。	2fbd3b9c5d2329btpbfa817fb6e3549eUUID=0544382f8303498982a6e2d51ed2e938	
14	宏泰人壽	依相關法令規定，並載明於本公司公司章程及股東會議事規則。	<a href="http://www.hontai.com.tw/09pages/downloads/information/IM8002.pdf">http://www.hontai.com.tw/09pages/downloads/information/IM8002.pdf</a>	104.03
15	安聯人壽	無	<a href="http://www.allianz.com.tw/officialsite/1_0/viewdoc.aspx?UCODE=0502">http://www.allianz.com.tw/officialsite/1_0/viewdoc.aspx?UCODE=0502</a>	101.03.30
16	中華郵政	無適用	<a href="http://www.post.gov.tw/post/FileCenter/post_w2/Insurance_STRU/file_name/4-2%E5%85%AC%E5%8F%B8%E8%82%A1%E6%AC%8A%E7%B5%90%E6%A7%8B%E5%8F%8A%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%AC%8A%E7%9B%8A.pdf">http://www.post.gov.tw/post/FileCenter/post_w2/Insurance_STRU/file_name/4-2%E5%85%AC%E5%8F%B8%E8%82%A1%E6%AC%8A%E7%B5%90%E6%A7%8B%E5%8F%8A%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%AC%8A%E7%9B%8A.pdf</a>	104.1
17	保德信人壽	無	<a href="http://www.pru.life.com.tw/page/info/8-1-2.pdf">http://www.pru.life.com.tw/page/info/8-1-2.pdf</a>	104.03.31
18	元大人壽	本公司為中瑋一股份有限公司百分之百持股，依法由董事會代行股東會，故不適用。	<a href="http://www.transglobe.com.tw/transglobe-web">http://www.transglobe.com.tw/transglobe-web</a>	104.03.31
19	中國信託	無	<a href="https://customer.ctbclife.com/upload/ebook/ebookcontent_1032">https://customer.ctbclife.com/upload/ebook/ebookcontent_1032</a>	103.08.29

			.pdf	
20	第一金人壽	本公司訂有「第一金人壽保險股份有限公司章程」「第一金人壽保險股份有限公司章程」及「股東會議事規則 股東會議事規則」，並確實揭露予股東知悉。	<a href="http://www.first-aviva.com.tw/images/download/55.pdf">http://www.first-aviva.com.tw/images/download/55.pdf</a>	104.03
21	合作金庫	無	<a href="http://www.tcb-life.com.tw/images/5-2_JV.pdf">http://www.tcb-life.com.tw/images/5-2_JV.pdf</a>	104.03
22	康健人壽	本公司為單一法人股東，由董事會代行股東會權力。	<a href="https://www.cigna.com.tw/sites/default/files/pdf/ownership_structure_equity.pdf">https://www.cigna.com.tw/sites/default/files/pdf/ownership_structure_equity.pdf</a>	103.03.31
23	友邦人壽(英屬)	無	<a href="https://www.aia.com.tw/zh-tw/resources/2c7e5b80482e67318c168cf239f692a9/TWAI_companyinfo_management_1.pdf">https://www.aia.com.tw/zh-tw/resources/2c7e5b80482e67318c168cf239f692a9/TWAI_companyinfo_management_1.pdf</a>	100.7.28
24	法國巴黎人壽(法屬)	本分公司不適用	<a href="http://www.cardif.com.tw/life/b81.php">http://www.cardif.com.tw/life/b81.php</a>	102.01
25	中泰人壽(英屬)	本分公司不適用(不適用外國保險業)	<a href="http://life.acegroup.com/tw-zh/assets/5_2exe.pdf">http://life.acegroup.com/tw-zh/assets/5_2exe.pdf</a>	無
26	蘇黎世國際人壽	無	<a href="http://life.zurich.com.tw/zurich/public_info.jsp">http://life.zurich.com.tw/zurich/public_info.jsp</a>	無

# 參考文獻

## 壹、中文

### 一、教科書及專書

1. 柯芳枝，公司法論（上），三民書局，2013年9月，九版。
2. 王文宇，公司法論，元照出版，2008年9月，四版。
3. 蔡宏光，股份有限公司之股份，三民書局，1985年11月，修訂版。
4. 廖大穎，公司法原論，三民書局，2013年9月，六版。
5. 劉連煜，現代公司法，新學林出版，2009年9月，五版。
6. 黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯，元照出版，2001年11月。
7. 潘維大著，黃心怡修訂，公司法，三民書局，2010年8月，四版。
8. 王文宇，公司法論，元照出版，2008年9月，四版。
9. 王泰銓、王志誠，公司法新論，三民書局，2007年1月，四版。
10. 柯芳枝，公司法專題研究，國立台灣大學法律學系法學叢書編輯，1976年。
11. 劉連煜，股東表決權行使與公司治理，公司法理論與判決研究（四），2006年04月。
12. 余耀順，公司法精義—理論與實踐，五南書局，2005年10月。
13. 曾淑瑜，公司法實例研習，三民書局，2004年1月。
14. 劉渝生，商事法，三民書局，2009年3月，八版。
15. 梁宇賢，公司法論，三民書局，2003年11月，五版。
16. 宋宗信，新公司法案例解析，聯經出版，2002年4月。
17. 劉渝生、王志誠、洪秀芬、林克敬、羅國華合著，公司法修正議題論文集，神州圖書出版，2002年3月。
18. 鄭玉波，劉連煜增訂，公司法，三民書局，2004年10月，七版。
19. 劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如，股東會委託書之管理，2007年5月。
20. 葉大殷、陳錦隆、李貞儀、賴中強、江如蓉、黃馨慧，公司經營權爭奪與假處分，元照出版，1999年12月。

21. 余雪明，證券交易法，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年6月。
22. 謝劍平，現代投資銀行，2010年5月，三版。
23. 江朝國，保險業之資金運用，財團法人保險事業發展中心，2003年5月。
24. 袁宏蔚，保險學，三民書局，1992年7月，三十二版。

## 二、期刊論文

1. 劉俊海，論上市公司良治的六大核心特徵，月旦民商法雜誌 39 期，2013 年 3 月，頁 28。
2. 黃銘傑，「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，2011 年 3 月，頁 10。
3. 廖大穎，限縮股東表決權迴避行使之適用範圍—臺灣高等法院九十三年度上字第九二八號民事判決，月旦裁判時報 11 期，2011 年 10 月，頁 36。
4. 黃虹霞，無表決權股東與股東會，萬國法律 109 期，2002 年 2 月，頁 84。
5. 林國全，股東會決議定足數與多數決之計算，台灣本土法學雜誌 65 期，2004 年 12 月，頁 201-203。
6. 陳文智，我國公司法特別股規範之檢視—以日本商法特別股規範最新修訂為材料，全國律師雜誌 9 卷 12 期，2005 年 12 月，頁 4。
7. 賴源河，股份有限公司得否收回、收買或收質自己股份，月旦法學雜誌 0 期，1995 年 4 月，頁 67。
8. 洪秀芬，收買控制公司股份之效力，月旦法學教室 26 期，2004 年 12 月，頁 34。
9. 黃銘傑，公司法七十二變！（六）—下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室第 5 期，2003 年 3 月，頁 77。
10. 洪秀芬，董事設質股份表決權行使的限制，月旦法學教室第 116 期，2012 年 6 月，頁 29。
11. 邵慶平，董事會決議與表決迴避，月旦法學教室第 115 期，2012 年 5 月，頁 24。
12. 陳文智，論我國公司法第一七八條「自身利害關係」之概念，萬國法律 143 期，2005 年 10 月，頁 62-64。
13. 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理—兼評台北地院九十一年訴字

- 第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌 99 期，2003 年 8 月，頁 253。
14. 洪秀芬，股東會股份數及表決權數之計算，月旦法學教室第 42 期，頁 31。
  15. 林國全，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌第 52 期，1999 年 9 月，頁 12-13。
  16. 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年 1 月，頁 68。
  17. 劉連煜，公司經營權爭奪與假處分之制度，台灣本土法學雜誌 90 期，2007 年 1 月，頁 234。
  18. 沈冠伶，我國假處分制度之過去與未來—以定暫時狀態之假處分如何平衡保障兩造當事人之利益為中心，月旦法學雜誌第 109 期，2004 年 6 月，頁 52-53。
  19. 王志誠，股東權行使之限制與定暫時狀態假處分—最高法院 95 年度台上字第 984 號判決之評釋，月旦法學雜誌第 155 期，2008 年 4 月，頁 248。
  20. 戴銘昇，股東會決議成立要件相關問題之研究，華岡法粹 35 期，2006 年 7 月，頁 282。
  21. 林國彬，被假處分禁止行使股東權之股東得出席股東會對公司法造成之潛在威脅—評最高法院九十五年台上第九八四號判決，月旦法學雜誌 186 期，2010 年 11 月，頁 232-237。
  22. 林國全，公司治理法制，月旦法學雜誌第 39 期，2013 年 3 月，頁 6。
  23. 姚思遠，OECD 公司治理原則（2004），華岡法粹第 32 期，2004 年 12 月，頁 63-96。
  24. 吳惠如，機構投資人參與公司治理宣導說明會紀實，證券櫃檯月刊，第 90 期，2003 年，頁 23-27。
  25. 陳信憲、蘇麗雯著，投資人情緒與臺灣上市公司股利發放因素之研究，臺灣銀行季刊第 62 卷第 3 期，頁 231。
  26. 證券投資信託基金保管機構法律關係之研究，中道法律事務所，2008 年 11 月，頁 88。
  27. 楊綦海，我國金融機構轉投資相關問題之探討，中央銀行季刊第 30 卷第 2 期，民國 97 年 6 月，頁 45。
  28. 陳麗娟，Solvency II 指令：歐盟保險監理趨勢之探討，月旦財經法雜誌第 28 期，2012 年 3 月，頁 44。
  29. 廖崇仁，保險業放款業務之查核，壽險管理期刊第 16 期，2003 年 3 月，頁 157。

30. 林建智，論保險監理之基本架構—兼論我國保險監理制度之改進，保險專刊 18:2 期，2002 年 12 月，頁 215-232。
31. 張冠群，互助契約是否為保險或類似保險—評臺灣高等法院一百年度金上訴字第二八號刑事判決，月旦裁判時報 13 期，2012 年 2 月，頁 48。
32. 林文義，小心！保險變法 公司變天！金管會封殺保險公司投票權 引爆董監改選大戰，財訊雙週刊第 451 期，2014 年 05 月 21 日。

### 三、學位論文

1. 鐘協候，論股份有限公司股東會決議之效力，國立政治大學法律學系碩士論文，2002 年。
2. 洪文玲，法令規範、產業景氣對公司治理的影響—以台灣電路板廠商為例，國立中央大學管理學院高階主管企管碩士班碩士論文，2003 年。
3. 王育慧，從公司治理論機構投資人股東權之行使—以公共基金為中心，國立政治大學法律研究所碩士論文，2007 年。
4. 鄭珮琪，公司治理之研究—機構投資人參與為中心，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文，2010 年。
5. 黃懷慶，臺灣股市三大機構投資人（外資、投信與自營商）投資行為之實證研究，朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文，2000 年。
6. 梁昭銘，保險業資金運用規範之妥適性—以中壽投資開發金衍生之爭議為例，國立政治大學風險管理與保險研究所碩士論文，2005 年。

### 四、研究報告

1. 政府持股事業之公司治理與績效關聯性研究，國家發展委員會，2005 年 4 月。
2. 規劃落實推動我國公司治理制度計劃方案之成果報告，證期會公司治理推動小組，2003 年，
3. 2013 強化我國公司治理藍圖，金融監督管理委員會，2013 年。

### 貳、外文

1. 森本滋，会社法の下における株主平等原則，商事法務，1825 號，2008

年 2 月，頁 7。

## 參、網路資源

1. 簡榮宗、羅雅蘭，公司治理制度與董事之利益迴避，台灣法律網。  
資料來源：  
[http://www.lawtw.com/article.php?template=article\\_content&area=free\\_browse&parent\\_path=,1,1573,&job\\_id=199636&article\\_category\\_id=2049&article\\_id=117476](http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&parent_path=,1,1573,&job_id=199636&article_category_id=2049&article_id=117476)。
2. 安隆事件的反思，Cheer 雜誌第 20 期，2001 年 5 月。  
資料來源：<http://www.cheers.com.tw/article/article.action?id=5025444>。
3. 美國史上最大弊案—安隆案，經理人月刊編輯部。資料來源：  
<http://www.managertoday.com.tw/articles/view/405>。
4. 財團法人中華公司治理協會官方網站。  
資料來源：<http://www.cga.org.tw/default.aspx>。
5. 劉坤億、蔡淑美著，公司治理，2004 年。資料來源：  
<http://www.ntpu.edu.tw/pa/news/93news/attachment/931105-5.pdf>。
6. OECD Principles of Corporate Governance。資料來源：  
<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
7. 公司治理中心簡介—使命願景，台灣證券交易所公司治理中心。  
資料來源：<http://cgc.twse.com.tw/front/about>。
8. 證券暨期貨市場 103 年 11 月份重要指標—九、集中交易市場成交金額投資人類別比例表（17），金融監督管理委員會證券期貨局。資料來源：  
[http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109&mcustomize=important\\_view.jsp&serno=201412150001](http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109&mcustomize=important_view.jsp&serno=201412150001)。
9. 國家發展委員會網站。資料來源：  
<http://www.ndc.gov.tw/m1.aspx?sNo=0012494#.VL-JCEeUe1Q>。
10. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站。資料來源：  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201>。
11. 林成蔭，籌碼（一）：何謂四大基金。資料來源：  
<http://www.caizischool.com/blog/11187>。
12. 勞動部勞工保險局網站。資料來源：<http://www.bli.gov.tw/default.aspx>。

13. 102 年郵政年報，中華郵政全球資訊網。資料來源：  
<http://www.post.gov.tw/post/internet/Group/default.jsp>。
14. 聯合國責任投資原則發布 2015—2018 策略，產業永續發展整合資訊網。  
資料來源：  
<http://proj.ftis.org.tw/isdn/News/Detail/BC4C4A46C3F763DF?dataIndex=1>。
15. United Nations Environment Programme (UNEP, 聯合國環境規劃署) Finance Initiative。資料來源：<http://www.unepfi.org/>。
16. 中華民國統計月報 591 期，保險業資產占金融機構資產比率表。資料來源：  
[http://www.tii.org.tw/fcontent/Information\\_Disclosure/information03\\_03.asp?P2b\\_sn=23&p2p\\_status=A00](http://www.tii.org.tw/fcontent/Information_Disclosure/information03_03.asp?P2b_sn=23&p2p_status=A00)。
17. 保險局全球資訊網。資料來源：<http://www.ib.gov.tw/ch/>。
18. 陳易聰，保險業資金投資上市公司可否介入經營。資料來源：  
[http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6\\_26.html](http://insurame.blogspot.tw/2009/04/146-1146-6_26.html)
19. Council Directive 92/96/EEC of 10 November 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct life assurance and amending Directives 79/267/EEC and 90/619/EEC (third life assurance Directive)。資料來源：  
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:31992L0096>。
20. 廖崇仁，保險業資金性質及運用限制之探討。資料來源：  
<http://blog.xuite.net/danliao0120/twblog/184830228>。
21. 林文凱，專家傳真—讓保險監理成就金融活路，工商時報。資料來源：  
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20140429000069-260202>。
22. Franklin Templeton Asset Management (India) Private Limited General Voting Policies and Procedures。資料來源：  
<http://www.franklintempletonindia.com/downloadsServlet?docid=hx190eqe>。
23. Fidelity worldwide investment” Voting Policy”。資料來源：  
[https://www.fidelityworldwideinvestment.com/global/about/voting\\_policy.page](https://www.fidelityworldwideinvestment.com/global/about/voting_policy.page)
24. J.P. Morgan Asset Management “Proxy Voting Policy”。資料來源：  
<https://www.jpmorganfunds.com/cm/Satellite?UserFriendlyURL=proxyvoting&pagename=jpmfVanityWrapper#>。
25. Allianz Funds (The “Trust”) Proxy Voting Policy。資料來源：  
[http://us.allianzgi.com/Regulatory/External%20Documents/AllianzFunds\\_Proxy.pdf](http://us.allianzgi.com/Regulatory/External%20Documents/AllianzFunds_Proxy.pdf)

26. 中華民國產物保險商業同業公會。資料來源：

<http://www.nlia.org.tw/modules/smartsection/item.php?itemid=252>。

27. 中華民國經濟部。資料來源：

[http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=2&menu\\_id=41&news\\_id=42171](http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=2&menu_id=41&news_id=42171)。

