

股東會防禦措施之規範與省思

壹、前言

貳、經營權爭奪之法律構造

參、股東會防禦措施舉隅：董事當選障礙型

- 一、股務收回自辦
- 二、縮減董事席次
- 三、董事被提名人審查
- 四、委託書徵求後不出席
- 五、全額連記法
- 六、董事競業禁止/限制
- 七、董事資訊權之限制

肆、股東會防禦措施舉隅：市場派投票障礙型

- 一、停止過戶日之設定
- 二、延長股東報到程序
- 三、變更議程
- 四、表決權排除

伍、若干觀察與思考

- 一、股東會防禦措施之突襲性格
- 二、行政介入之過與不及
- 三、延長股東報到程序及變更議程之應對
 - (一) 定暫時狀態處分制度之活用
 - (二) 配套措施
 1. 爭執法律關係之界定
 2. 即時執法機制的確立
- 四、董事會角色邊緣化

五、標的公司防禦措施貧乏

六、經營權爭奪理想圖像的建構

陸、結論

附論：大同 2020 年股東常會之若干觀察

壹、前言

本文所稱股東會防禦措施，係指標的公司在遭遇經營權爭奪時，針對股東會之進行過程所採取的防禦手段¹。

我國論者在討論此類防禦手段時，雖有參照國外經驗，詳實介紹在非合意收購²脈絡中，曾經出現之防禦措施³，然對於我國實務上若干具有本土特色者，則鮮有著墨。此等防禦措施因屬我國獨有之現象，比較法所能提供之研究素材有限，毋寧為我國學說實務需獨力面對解決之問題，若僅因比較法上無可資參考之素材而擱置不論，將只是放任實務亂象之存在與滋生，而在學說討論與實務運作間，產生無法跨越的鴻溝，非我國公司法制發展之福。

將此問題意識下，本文以下簡要剖析經營權爭奪之法律構造，再進一步觀察、歸納若干實務上出現過之股東會防禦措施，而在此基礎上，作通盤觀察與思考。另應說明者，本文論述所指，係針對上市及上櫃之股份有限公司，此不僅係因此類股票於公開市場交易之公司較易取得公開資訊，亦因經營權爭奪通常發生在股權分散的公司⁴，以之為分析對象毋寧較具實益。本文雖不排除經營權爭奪可能發生在私人公司（private

1 或有認為，應僅限於「合法」施行者，方可稱之為防禦措施。然如同以下所將展示者，防禦措施本就遊走邊緣，以外觀合法（或未有違法情事）之作為阻卻經營權移轉，毋寧為其常態。在我國司法無法提供有效而即時之救濟機制的現狀下，我國實務上並存有違法但無法立即抑止，甚至是不知如何審查之防禦措施，若僅認為該等措施為違法而逕予以忽略不論，將無法有效考察其中之相關問題。因此，本文選擇以實務現狀出發並檢討之，冀從中尋找可行之切入角度。

2 本文在定義上區別經營權爭奪與非合意收購，而將後者視為前者的子類型，請參見以下第貳部分的說明。

3 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，頁 325-334，2006 年 9 月；陳彥良，反併購措施法制之研析：兼論目標公司董事會中立義務，公司治理法制——公司內部機關組織職權論，頁 308-323，2007 年 1 月。

4 朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規為核心，中原財經法學，17 期，頁 212，2006 年 12 月。

company)，以下分析亦可能仍有適用，但就此並未形成定論，後續若有需要，將再以另文分析之⁵。

貳、經營權爭奪之法律構造

股東會防禦措施之說明需始於經營權爭奪法律構造之解析，方可理解此類防禦措施係從何而來。

不過在此之前，本文擬先界定所稱經營權爭奪的內涵。本文係將經營權爭奪，理解為一方以取得標的公司營運權限為目的而競逐該公司多數董事及董事長席次的過程。其中擬取得營運權限之一方即俗稱之「市場派」。若市場派在取得多數席次後，將進一步進行併購交易，則可將該等案件進一步稱之為非合意收購。在此定義下，因經營權爭奪與非合意收購在法律上所將進行之董事改選流程一致⁶，故可將非合意收購視為經營權爭奪之子類型，但兩者就本文論述的目的而言，則可等同視之。

在我國股份有限公司的架構中，股東會為最高意思機關，董事會則為業務執行機關，因此市場派如擬取得公司經營權，將需以掌握董事會為最終目標，自不待言。

如市場派之目的係在對標的公司進行併購交易，因併購交易通常需由董事會向股東會提案並經後者決議通過（企業併購法第 18 條、第 27 條、第 29 條、第 35 條）。在此等法律構造下，市場派為完成標的公司之收購，將須取得標的公司股東會多數股權及董事會多數席次支持，如此方能使標的公司董事會決議進行併購，並為此召集股東會；股東會亦方能在接獲董事會提案時，決議進行併購交易。

5 惟論諸實際，在公司法 2018 年修正，放寬非公開發行公司之特別股種類及於複數表決權特別股及特定事項否決權特別股後，若妥善使用，私人公司之經營權將可在相當程度範圍內被鞏固，而可杜絕經營權爭奪事件之發生。

6 但兩者在商業上向股東提出訴求時，策略可能不同：非合意收購主要係訴求兩間公司合併所將產生之效益，經營權爭奪則著重於公司營運績效不佳以凸顯現任董事的不適任。

若該等併購交易不為標的公司董事會所支持但市場派仍擬完成該交易，市場派將須透過董事改選的方式，取得標的公司董事長及董事會過半席次，再促使標的公司之新任董事會改變決策。此時市場派需取得一定數量股權⁷，蓋公司董事係由股東選任（公司法第 192 條第 1 項），累積股權得以確保市場派在累積投票制下能取得一定席次之標的公司董事⁸，且若標的公司採董事提名制，市場派亦須取得 1% 以上持股，方有資格提名董事（公司法第 192 條之 1 第 3 項）；另一方面，市場派取得一定數量股權可對標的公司董事會形成壓力（尤其在標的公司董事會持股比例不高時），在進行董事改選而徵求委託書時，亦有較強的正當性以爭取其他股東支持。退萬步言，若標的公司最後尋求友善第三方以更高價格注資或收購，市場派所收購之股份價值將隨之增加，即使最後爭奪經營權未果，仍可獲得一筆豐厚報酬出場，使其發掘標的公司價值之努力，獲有回報，不致徒勞，從而使市場派有誘因尋找價值低估之標的公司，此並使市場得發現公司之真正價值，提高市場定價之精準度，而有益於市場效率之提升⁹。

由以上簡要說明，可知經營權爭奪可簡化為股東會及董事會兩個流程：市場派在累積一定股權後，爭取召集股東會以改選董事，以獲取投票優勢而當選多數董事並取得董事長席次，從而掌控標的公司之營運（如係非合意收購，則再進一步推動後續的併購交易），其中任一環節若未完成，對市場派皆屬失敗¹⁰。標的公司面對市場派發起之經營權爭

7 例如在亞化案中，亞化公司為防禦炎州公司之非合意收購，而競相於市場上收購股權，即為一例。本案事實經過，可參見許惠峰、陳昱龍，敵意併購策略適法性暨經濟效益分析——以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，53 期，頁 89-94，2012 年 7 月。

8 關於累積投票制下，取得一席董事所需表決權數之計算公式，可參見邵慶平，規範型態與公司治理模式的建構：累積投票制「變」與「不變」的省思與啟示，公司法——組織與契約之間，頁 246 註 10，2008 年 12 月。

9 Matthijs Nelemans & Michael Schouten, *Takeover Bids and Insider Trading*, in: RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 449, 460 (Stephen M. Bainbridge ed., 2013).

10 在喧騰一時的彰銀案中，台新金雖已取得財政部所釋出之股權，但因遲未掌控彰銀董事會，而在財政部改變政策後，無法合併彰銀，即為一例。該案雖始於合意

奪，在法律上亦是對應各個環節予以應對。

因此例如在市場派累積股權時，標的公司董事會得說服其他股東不出售持股、支持標的公司議案，亦得與市場派一同在市場上收購股權，或是尋求投資人注資而大量發行新股，以稀釋市場派持股（即俗稱之白馬侍從）¹¹，或是尋求與標的公司董事會友好之潛在買方收購標的公司（即俗稱之白馬騎士），抑或主張市場派之股權取得不合法令，要求主管機關介入¹²。此類以阻止市場派累積一定股權為目的之手段，本文稱之為「股權防禦措施」。

標的公司董事會若在股權累積的競爭中失利，雙方戰場將轉至改選董事的股東會上。此一股東會至為關鍵，蓋其結果將決定新任董事會的組成，且一旦落敗，後續董事長選舉即幾乎不可能挽回頹勢，其重要性不言自明。

在我國股權防禦措施之選項有限且限制重重的情況下¹³，不難想像標的公司若股權競爭失利，股東會之進行將十分慘烈。在阻止市場派成功改選董事之終極目標下，標的公司將以董事改選之股東會為中心，產生各種防禦手段（本文稱之為「股東會防禦措施」）。

收購，但就其因無法掌控彰銀董事會而無法完成收購案乙節，則與非合意收購類似。

11 在矽品案中，矽品先後尋求與鴻海集團及紫光集團，而與前者進行股份交換（公司法第 156 條第 8 項）、後者進行私募，其目的在稀釋日月光公開收購矽品股份後的持股比例。關於矽品案之經過，可參見黃朝琮，非合意收購法制芻議，公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 3-11，2026 年 1 月 5 版。

12 在大同案中，金管會曾因有大陸企業 100% 持股之香港子公司透過外國機構投資人委託買賣大同公司股份，違反臺灣地區與大陸地區人民關係條例第 73 條第 1 項規定，而依該條例第 93 條之 1 第 1 項規定，對該大陸企業處罰鍰新臺幣 60 萬元並停止其股東權利，其持股不算入該證券已發行股份總數，且其表決權不予計算。請參見金融監督管理委員會證券期貨局，大陸企業委託外資投資我國證券，處分該大陸企業罰鍰並停止其股東權利，2017 年 5 月 5 日，檔案文本留存於 Perma.cc，2017 年 5 月 6 日，網址：<https://perma.cc/X5D6-WPZL>。在大同公司 2020 年 10 月 21 日股東臨時會全面改選董事前，原公司派亦係主打此一訴求。

13 請參見第五、五部分之說明。

為開展後續論述，以下將例示若干實務上曾經出現過之股東會防禦措施。在分類上，本文進一步將股東會防禦措施，歸納為董事當選之障礙，以及市場派投票之障礙兩者，其中董事當選障礙所指，除包含市場派之被提名人無法當選者外，尚包含被提名人當選後，無法完整行使董事職權之防禦措施（如後述之董事競業禁止/限制）；市場派投票障礙則泛指市場派之表決權無法被計入票數的阻礙，包括使之無法投票，或是投票後其表決權無法被計入等，皆屬之。

參、股東會防禦措施舉隅：董事當選障礙型

一、股務收回自辦

股務收回自辦曾在中石化案¹⁴、三陽案¹⁵中，作為防禦手段而被使用。所謂股務，根據公開發行股票公司股務處理準則第 2 條，包含（1）辦理股東之開戶、股東基本資料變更等事務；（2）辦理股票之過戶、質權設定、質權解除、掛失、掛失撤銷等之異動登記，以及股票之合併與分割作業；（3）辦理召開股東會之事（4）辦理現金股利與股票股利之發故事務；（5）辦理現金增資股票之事務；（6）處理有關股票委外印製事項；（7）處理股東查詢或政府機關規定之相關股務事項；（8）其他經金管會核准之股務事項。

由以上對於股務的定義觀之，可知其涉及股東會召集事項之辦理，屬於股東會進行的環節之一，而得被用以作為防禦措施。對此，有認為股務收回自辦之優勢，在於能夠掌握標的公司之股票流向，並得以掌握委託書統計、驗證作業，以及股東會當天有關報到程序、議程變更等股務作業的控制權¹⁶。

14 中國石油化學工業開發股份有限公司 2012 年 5 月 7 日重大訊息公告。

15 三陽工業股份有限公司 2012 年 10 月 1 日重大訊息公告。但此一申請嗣後為集保中心駁回，請參見三陽工業股份有限公司 2013 年 4 月 23 日重大訊息公告。

16 聯合晚報，股務收回自辦 需經股東會通過，2013 年 5 月 12 日，B2 版。

股務收回自辦可為標的公司創造若干資訊優勢，蓋若市場派擬以少數股東身分召集股東臨時會（公司法第 173 條第 1 項），須擁有股東名簿始得發出開會通知，倘市場派無股東名簿，將實質阻礙股東臨時會之召集。再者，就委託書徵求而言，股東名簿應備置於本公司或其指定之股務代理機構（公司法第 169 條第 3 項），若股務收回自辦，形同市場派必須透過標的公司，始能取得股東名單，如此將增加委託書徵求的困難；股東會之委託書因係送交公司或股務機構（公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 13 條第 1 項），一旦股務收回自辦，標的公司亦將可掌握市場派的委託書徵求狀況，以即時因應。

就以上資訊不對等狀況，經濟部在 2009 年時曾透過函釋，表明取得股東臨時會召集權之少數股東，得根據公司法第 210 條規定，查閱或抄錄股東名簿¹⁷，並在 2018 年公司法修正時，增訂第 210 條之 1 將上開函釋予以立法明文；經濟部在 2013 年時亦透過函釋，允許少數股東得請求集保中心提供證券所有人名冊¹⁸。但關於委託書徵求，經濟部則認為此與公司法第 210 條所稱之法律上利害關係有別，無從作為抄錄股東名簿之依據¹⁹。

另外，股務收回自辦因被主管機關認為使標的公司有操控股東會進行之機，而可作為確保經營權之手段，有損股東權益²⁰，故金管會督促證交所及櫃買中心，要求自 2013 年 1 月 2 日起上市、上櫃之公司，股務不得收回自辦²¹。此外，金管會修改公開發行股票公司股務處理準則

17 2009 年 10 月 27 日經濟部（98）經商字第 09802148630 號函。

18 2013 年 1 月 7 日經濟部（102）經商字第 10102446370 號函。

19 2004 年 12 月 29 日經濟部（93）經商字第 09302406700 號函，以及 2008 年 4 月 23 日經濟部（97）經商字第 09702045480 號函。不同見解，可參見胡韶雯，由公司治理導向論股東名簿查閱權，中正財經法學，5 期，頁 38-39，2012 年 7 月。

20 游翔芸，強化股務作業管理相關修法介紹，證券暨期貨月刊，31 卷 6 期，頁 6，2013 年 6 月。

21 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 2 條之 2 第 1 項、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 3 條第 1 項第 6 款。興櫃如已委任專業股務代理機構辦理股務者，不得收回自辦（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第 26 條第 1

(以下簡稱「股務處理準則」)，要求股務事務已經委外辦理者，不得變更為自行辦理²²，並規定持股 1 年以上 3% 股東或投保中心於認為股務收回自辦有損害股東權益之虞時，得於停止過戶期間開始日 10 日前，向請求金管會指定之機構申請由代辦股務機構辦理當次股東會事務²³；同時若上市櫃公司未委託代辦股務機構且未經集保中心審查同意辦理股務事務者，或經集保中心查核股務發現重大缺失而未限期改善者，得變更交易方法（即俗稱之改列全額交割股）²⁴。

以上規定有若干可玩味之處。首先，一概絕對而不附理由、條件地禁止股務收回自辦，並施以改列全額交割股之處分，是否過度限制，已非無疑；股務處理準則復禁止股務事務已委外辦理者收回自辦，不無與法律位階之公司法第 202 條相牴觸之疑慮，而金管會自身以行政命令介入上市櫃公司之股務決策，此中之法律授權是否明確，亦有待斟酌²⁵。

再者，金管會限制、禁絕股務收回自辦的作法，除在使標的公司不直接涉入股務作業外，亦不無課予股務人員類似守門人（gatekeeper）角色，期藉由對周邊單位的規制導正亂象之意味。但就以上公開發行股票

項)。

22 股務處理準則第 3 條之 2。該條於 2013 年修正時，係規定股務收回自辦須經股東會決議且取得金管會指定機構之核准，始得為之；於 2021 年修正時，始調整為不得收回自辦。

23 股務處理準則第 3 條之 4 第 1 項。

24 臺灣證券交易所股份有限公司營業細則（以下簡稱「證交所營業細則」）第 49 條第 1 項第 13 款、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則（以下簡稱「櫃買中心業務規則」）第 12 條第 1 項第 13 款。

25 股務處理準則固然為主管機關根據證券交易法第 22 條之 1 第 2 項的授權所制定，然細觀該項文義，可知其中僅規定公開發行股票公司股務處理準則由主管機關定之，此一簡短規定是否使主管機關取得更動公司治理架構，將董事會職權事項變更為股東會決議事項，實非無疑，而無法僅以股務處理準則之授權母法為證券交易法、證券交易法為公司法特別法等關係，推導出股務處理準則得以制訂與公司法第 202 條相違之規定。與之類似，臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則等，雖皆可上溯至證券交易法第 144 條、第 62 條第 2 項之授權，然該等證券交易法條文是否足以作為限制公司股務辦理的基礎，皆有待研求。