

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis



空洞投票與公司治理

Empty Voting and Corporate Governance

孫大歲

TA-WEI SUN

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu Tseng, Ph.D.

中華民國 112 年 7 月

July 2023

## 謝辭



此處或許是翻開這本論文的讀者第一眼所見，但卻是我本篇論文最後的落筆之處。對我而言，謝詞的完成不僅是替這篇論文，同時也是為我為期七年的法律求學之路畫下句點。能夠完成本篇論文以及研究所學業，實是得到了不可勝數的幫助，囿於篇幅，謹寥以數語，以期致上最衷心的謝意。

首先要感謝的是我的家人。我的父母在我的求學路途中給了我最全面的支持及鼓勵，你們是我最堅強的後盾，讓我也能毫無後顧之憂地完成學業。還有老姊，雖然我們基本不會聊我學業上的事情，但在我要回高雄的時候還是會問要不要載我一程，謝啦。最後是我家的藍貓滾滾，雖然你很討厭我還常常臭臉，但每次只要看到你毛茸茸的臉心情就會很好很放鬆，所以如果要論對我寫論文的帮助，滾滾的可愛勉強也可以記上一筆吧。

在求學與撰寫論文的路上，幫助我最大、我也要在此致上最深摯感謝的，則是我的授業恩師曾宛如老師。從大學修習曾老師開設的公司法、證交法時，就被曾老師聰慧且靈敏的思考折服。進入研究所後有幸拜入老師門下後，發現曾老師不只博學多聞，在與老師探討學術相關問題時，總能精準的指出我論述不精確之處；曾老師私底下也非常關心指導學生們，言談也十分幽默，在導生宴時總能分享各式各樣的有趣事蹟，令全場氣氛十分熱烈和諧。因此，我能毫不猶豫地說，能夠拜入曾門並且跟隨曾老師學習，是我在碩士求學生涯中最幸運的一件事。

除此之外，另一位想感謝的老師是楊岳平老師。要不是楊老師在我碩一那年找我當研究助理，我可能無法接觸到如此多樣性的工作內容，而在研究助理的學術工作中，時常與同屆的研究助理宗霖、舒芸、怡秀、振騰、其叡、Sandy 共同作業，無論是法律關鍵字的查找、搜尋法院判決或行政函釋、節錄並整理學者的國內外文獻等等，都為我的論文灌注了學術養分。此外，楊老師是我見過涉略範圍最廣泛的老師，從艱深的學術知識到各國流行文化以及旅行經驗、桌遊、棒球、乃木板甚至各種領域的八卦都能如數家珍、信手捻來，讓我們的助理會議以



及出遊往往都能在增長見聞的同時充滿了笑聲。

接著要感謝的是陳肇鴻老師。陳老師剛回國的第一年，因為替陳老師找助理而和老師有 email 往來，從信件往來中感受到陳老師的大方爽朗，並在旁聽陳老師開設的衍生性金融商品的課程中，得到了許多撰寫論文的靈感。此外，陳老師也爽快的答應擔任我的口試委員，也提出了許多一針見血的點評，尤其是許多針對國內學者較少探討到的衍生性金融商品細節的建議，使我受益良多。謹在此致上感謝！

除了師長外，在撰寫論文這條路上，伴隨在我身邊的朋友們也是讓我能夠擺脫孤單的解方。不寫論文小分隊的家煜、聖杰、阿舉，以及同門的盧、澤楊，在群組裡面一邊分享資訊一邊抱怨一邊唉唉叫的同時情勒彼此的過程十分舒壓，每天能一起打橋牌跟桌遊真的是化解論文鬱悶的良方，雖然每個人的進度各不相同，但我深信所有人必定會抵達畢業的彼岸。希望我拍下來的底片可以好好紀錄下這段憂鬱煎熬但又把忙裡偷閒的快樂發揮到淋漓盡致的時光。此外，我在系辦工作時認識的白白、志維、家凱，和你們一起去北海道跟東京的半個月是我整個碩士生涯裡最歡樂的旅行，在群組裡討論旅遊、搶演唱會的票跟傳播假消息也是快樂十足。

還有在法服認識的采君、品聿、柏茵，和你們聊各種八卦和動畫雜談時非常快樂，也能產生暫時脫離論文地獄的感覺，平常總是承你們的吉言，藉此機會預祝你們將來的碩士學涯一切順利。此外，目前身在學院、但即將分發的翁以及偉俊，也是我想致謝的對象。翁從大學當我的直屬學長以來，一直就是我的偶像，幫過我的東西真的太多太多，總結一句就是翁神太神啦！祝你在新竹一切順利，也希望你之後有機會調來高雄！常常約吃飯的偉俊也是我大學時在課業上以及研究所時期對於就業有疑問時，能夠放心暢談的對象，也恭喜你成功分發到高雄地院、正式成為高雄人，希望兩年後我能順利回去找你會合！

最後則是 2405 研究室的茵茵、姿妤、宇宏、冠廷、靖庭，不僅幫助了我修



正了很多（或者幾乎說是所有）的論文格式問題，也常常在我不確定怎麼安排篇章順序、用字遣詞難以抉擇時，給了我許多建議。雖然研究室的大家寫論文的進度飛快，產生了無形的壓力，但也正是這股力量能夠鞭策我早點完成論文。除此之外，也可以一起討論棒球、韓星以及旅遊的大小事和各種八卦，也挖掘了很多 Uber eats 好店。

行文至此發現，需要感謝的人太多，實在難以一一銘謝。希望未來能時時謹記曾接受的幫助，並以不同形式將這份善意傳承下去。

2023 年 8 月 7 日於水源宿舍



## 中文摘要

表決權為公司股東向公司表達其意見之重要權利及管道，且由於公司中董事之選任均係由表決權行使之結果決定，故表決權在公司治理中實佔有舉足輕重之地位。根據我國公司法第 179 條第一項之規定對於股份有限公司中之股東其擁有之表決權，係採取原則上一股一表決權，而在法律允許之範圍內，例外得發行非一股一表決權之特別股。依照此項規定，若未發行特別股，則股東依照其所持有之股份，享有等量的表決權，此狀況可謂是「一股一表決權」及股東平等原則之具體呈現。

在一股一表決權之情況下，由於股份之經濟利益以及其表決權同屬一人，故投票者會為了自己的最大利益而行使其投票權。蓋基於股份所生之經濟利益與公司之利益直接連結，因此投票者行使其表決權時，具有支持最大化公司利益議案之誘因。然而，在特定情況下，當表決權與股份之經濟所有權並非一致而係相互解離、且表決權大於經濟所有權時，即產生”Empty voting”（以下以空洞投票稱之）現象。

在空洞投票之狀況下，由於其持有之表決權數大於股份經濟所有權數，故其經濟利益和公司價值間可能非正相關，於極端情況下，公司價值之減損反而可能有利於空洞投票者之個人經濟利益。故此時，空洞投票者表決權之行使即有可能有害於公司價值及公司其他股東之權益；更有甚者，可以藉由空洞投票達到規避監管規定，並同時避開公司經營層及市場投資人耳目之效果，空洞投票者更可藉以作為爭奪經營權之工具，而對公司治理產生偌大威脅。

雖然上述提及空洞投票於「特定情況」下才會發生，惟因近年金融市場的高速發展，使得衍生性金融商品於資本市場中日漸普及，而衍生性金融商品低成本、高槓桿、不公開的特性隨即也獲得空洞投票者的青睞，成為空洞投票者之新歡，如此種種均使得該特定情況日益普遍。

準此，本文欲透過比較法之研究方式，探討美國法現行規範空洞投票之相關規



定以及其不足之處，並同時統整外國學者對於美國法不足之立法建議，接著於第四章中介紹我國案例「紅火案」及證券交易法中主要的持股揭露規定：第 43-1 條第 1 項以及第 25 條。本文認為，我國現行證券交易法對於揭露之規定仍有不足之處，對於「共同取得股份」、「利用商業慣例」、之定義及涵蓋範圍尚有未明，且對衍生性金融商品亦甚少著墨。準此，本文欲借鑑外國法及外國學者提出之立法建議，提出對我國法之立法建議。

本文以「公開揭露」為核心，提出三項不同的立法建議，建議應擴大我國現行法之揭露範圍，應將「利用衍生性金融商品取得股權」、「表決權數」以及「表決權超過經濟所有權之狀態」均列入揭露範圍。然而，上述建議並非最終定論，仍待分析擴張揭露規定後所獲得的效益及其成本，判斷二者是否相符，始能進一步探討是否以維持現狀為已足，抑或應繼續擴大揭露範圍。

關鍵字：空洞投票、衍生性金融商品、揭露、一股一表決權原則。

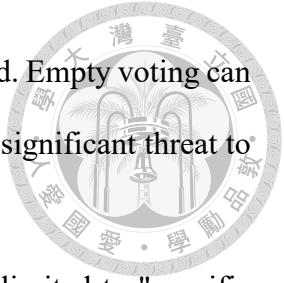
# Abstract



Voting rights are important rights and channels for shareholders to express their opinions to the company. Since the election of directors and supervisors in a company is determined by the exercise of voting rights, voting rights hold a significant position in corporate governance. According to Article 179, Paragraph 1 of the Company Law in our country, shareholders in a limited liability company generally have one vote per share. However, within the legal permissible scope, exceptions can be made to issue special shares with non-proportional voting rights. Under this provision, if no special shares are issued, shareholders have equal voting rights in proportion to their shareholdings, which can be considered the concrete manifestation of the "one share, one vote" principle and the principle of shareholder equality.

In the case of "one share, one vote," since the economic interests of shares and voting rights belong to the same entity, voters would exercise their voting rights for their own maximum benefit. Based on the direct link between the economic benefits of shares and the company's interests, when exercising their voting rights, voters have an incentive to support proposals that maximize the company's interests. However, in specific situations where voting rights and economic ownership of shares are not aligned and voting rights exceed economic ownership, the phenomenon of "empty voting" can occur.

In the situation of empty voting, since the number of voting rights held is greater than the number of shares owned, there may be a non-positive correlation between their economic interests and the company's value. In extreme cases, the impairment of the company's value may actually be beneficial to the personal economic interests of empty voters. Therefore, the exercise of voting rights by empty voters in such cases can be detrimental to the company's value and the rights of other shareholders. Moreover, by engaging in empty voting, regulatory requirements can be avoided, and the effects of



company management and market investors' attention can be bypassed. Empty voting can even be used as a tool to contest control over the company, posing a significant threat to corporate governance.

Although the occurrence of empty voting mentioned above is limited to "specific situations," the rapid development of the financial market in recent years has made derivatives increasingly popular in the capital market. The low cost, high leverage, and non-transparency characteristics of derivatives have attracted the attention of empty voters, making the specific situations more common.

In this regard, this thesis conducts research on the current regulations on empty voting in the United States through comparative observation, identify their deficiencies, and summarize legislative proposals from foreign scholars regarding the shortcomings of US law. In Chapter 4, the paper introduces a case in our country, the "Redfire case," and the main shareholding disclosure provisions in the Securities and Exchange Act: Article §43-1, Paragraph 1, and Article §25. This thesis believes that the current provisions on disclosure in our Securities and Exchange Act still have deficiencies in defining and covering "acquisition of shares in concert" and "utilization of market convention," as well as in addressing derivatives. Therefore, this thesis seeks to draw on foreign laws and legislative proposals from foreign scholars to provide legislative recommendations for Taiwanese law.

With "public disclosure" as the core, this thesis proposes three different legislative recommendations, suggesting that the current disclosure scope in our country should be expanded to include "acquisition of equity using derivatives," "number of voting rights," and "states where voting rights exceed economic ownership." However, these recommendations are not conclusive and further analysis is required to assess the benefits and costs of expanding disclosure requirements before determining if they are in line with

each other. Only then can we further explore whether maintaining the status quo is sufficient or if the disclosure scope should continue to be expanded.



**KEYWORDS:** empty voting, derivatives, disclosure, "one share, one vote" principle.

# 簡目

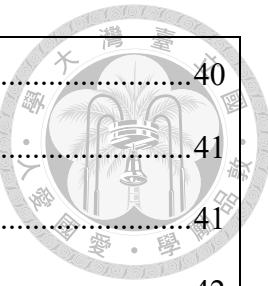


中文摘要 .....	1
Abstract.....	iii
簡目 .....	vi
詳目 .....	vii
表次 .....	x
第一章 緒論 .....	1
第二章 空洞投票之定義與型態 .....	5
第三章 空洞投票對公司治理之衝擊—以美國法為例 .....	40
第四章 空洞投票對於我國公司治理的威脅 .....	80
第五章 結論 .....	115
參考文獻 .....	117

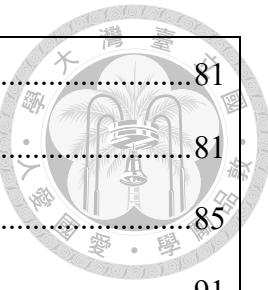
# 詳目



中文摘要 .....	1
Abstract.....	iii
簡目 .....	vi
詳目 .....	vii
表次 .....	x
第一章 緒論 .....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究方法與範圍 .....	2
第三節 研究架構 .....	3
第二章 空洞投票之定義與型態 .....	5
第一節 空洞投票之定義及概述 .....	5
第一項 空洞投票之定義 .....	5
第二項 空洞投票之概述以及空洞投票者 .....	7
第三項 空洞投票之利與弊 .....	9
第一款 空洞投票之優勢 .....	10
第二款 空洞投票之弊病 .....	12
第二節 空洞投票之各種型態 .....	16
第一項 證券借貸(Share Lending) .....	18
第二項 可轉換公司債券(Convertible Bond) .....	22
第三項 交換契約 (Swap) .....	27
第一款 交換契約概述 .....	27
第二款 透過權益交換達成空洞投票 .....	33
第三款 小結 .....	36



第三章 空洞投票對公司治理之衝擊—以美國法為例 .....	40
第一節 美國現行法對空洞投票之規範 .....	41
第一項 空洞投票對公司治理可能的負面影響 .....	41
第二項 法制介紹 .....	42
第一款 Schedules 13(d)、Schedules 13(g) .....	42
第二款 Section 13(f) .....	45
第三款 Section 16 .....	47
第三項 小結 .....	49
第二節 強制揭露措施之修正建議 .....	54
第一項 全面擴張現行揭露規定 .....	54
第一款 Schedules 13(d)、Schedules 13(g) .....	57
第二款 Section 13(f) .....	59
第三款 Section 16 .....	61
第二項 小結 .....	62
第三節 空洞投票下股東行使表決權之界限 .....	63
第一項 限制具特定身份股東行使表決權 .....	64
第一款 概括限制表決權 .....	64
第二款 機構投資人行使表決權之限制 .....	68
第二項 公司透過章程限制 .....	71
第四節 降低造成空洞投票工具之使用誘因 .....	72
第一項 規範造成空洞投票工具所面臨之難題 .....	72
第二項 降低造成空洞投票工具誘因之法律建議 .....	74
第三項 小結 .....	77
第四章 空洞投票對於我國公司治理的威脅 .....	80
第一節 前言 .....	80



第二節 空洞投票影響公司治理之實例—以紅火案為例 .....	81
第一項 本案背景 .....	81
第二項 案例事實 .....	85
第三項 小結 .....	91
第三節 我國現行法對空洞投票之規範 .....	95
第一項 證券交易法第 43-1 條 .....	95
第一款 立法沿革 .....	96
第二款 立法理由及構成要件 .....	97
第二項 證券交易法第 25 條 .....	99
第一款 立法沿革 .....	100
第二款 立法理由 .....	100
第三項 現行法之不足 .....	101
第一款 證交法第 43-1 條之解釋困境 .....	101
第一目 共同取得要件之未明 .....	101
第二目 難以規範衍生性金融商品 .....	103
第三目 嚇阻效果有限 .....	104
第二款 證交法第 25 條之修正建議 .....	105
第四節 修法建議及結論 .....	106
第一項 利用衍生性金融商品取得股權應列入揭露標的 .....	107
第二項 表決權亦應納為揭露標的 .....	109
第三項 表決權數超過經濟所有權時應予揭露 .....	111
第四項 小結 .....	113
第五章 結論 .....	115
參考文獻 .....	117

# 表次



表 1：權益交換示例（作者自製） .....	32
表 2：Schedules 13(d)、Section 13(f)、Schedules 13(g)、Section 16 統整（作 者自製） .....	53
表 3：紅火案重要事件時間表（作者自製） .....	91



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

本文所欲探討者係「空洞投票對公司治理之影響」，根據我國公司法第 179 條第一項之規定對於股份有限公司中之股東其擁有之表決權，係採取原則上一股一表決權，而在法律允許之範圍內，例外得發行非一股一表決權之特別股<sup>1</sup>。依照此項規定，若未發行特別股，則股東依照持所持有之股份，享有等量的表決權。

換言之，現行公司法認為在股份有限公司中，股份之經濟所有權、表決權兩種權利應是相互掛勾且等量一致的。然而，在某些特定情況下，投票者持有的表決權數可能會大於其所持有的股數，此時表決權與本應相伴隨的經濟利益產生脫鉤、解離，這些特定情況，學者<sup>2</sup>稱其為”Empty voting”。

表決權與本應相伴隨於股份的經濟利益產生解離時，此狀況會破壞擁有表決權之人與公司價值之連結，因此空洞投票者不僅毫無最大化公司利益之誘因，甚至可能傾向透過支持減損公司利益的議案以獲取自身的經濟利益，此狀況極可能使公司股東受到損害。此外，空洞投票者亦有可能透過空洞投票而在規避揭露規定的

<sup>1</sup> 公司法第 179 條 1 項：「公司各股東，除本法另有規定外，每股有一表決權。」、公司法第 179 條第 2 項：

「有下列情形之一者，其股份無表決權：

一、公司依法持有自己之股份。

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。」而所謂「除本法另有規定外」，例如公司法第 157 條第 1 項第三款之無表決權特別股以及同條項第 4 款之複數表決權特別股，以及公司法中閉鎖性股份有限公司章程中之第 356-7 條第 1 項第 3 款之無表決權或複數表決權特別股等。

<sup>2</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting ii: Importance and Extensions*, 156 U. PA. L. REV. 625,626(2008).



同時掌握大量表決權，進而藉以爭奪公司經營權，如此將對公司治理產生危害。空洞投票的其他缺點以及對公司治理可能產生之其他危害以及具體案例，於本文第二章及第三章有更完整的論述。

雖然上述提及空洞投票於「特定情況」下才會發生，惟因近年金融市場的高速發展，使得衍生性金融商品於資本市場中日漸普及，而衍生性金融商品低成本、高槓桿、不公開的特性隨即也獲得空洞投票者的青睞，成為空洞投票者之新歡，如此種種均使得該特定情況日益普遍。

雖然我國尚未如同外國存在著大量利用衍生性金融商品以達成空洞投票之案例，然而憑藉著「他山之石，可以攻錯」之念，本文以為預先研究空洞投票之態樣以及如何防治，實係維護我國公司治理刻不容緩之議題。準此，本文欲研究者係，空洞投票之常見型態為何？美國法係如何透過現行法規範以及是否有改進空間？借鑒美國法之相關規定後，再回頭審視我國現行證券交易法之規定，是否存在可規範空洞投票之規定？是否有不足之處？若有不足之處應如何改進？並於本論文之最後提出本文見解。

## 第二節 研究方法與範圍

首先，本文於研究方法上採取比較法研究。我國於商事法體系之建構上，無論係公司法、證券交易法及其子法之立法，均深受英美法之薰陶，無論係在法制規範、學者見解甚或是實務見解中，均不乏援用英美法上學說或判例者。另由於本文之探討重點係「空洞投票」，衍生性金融商品於近代空洞投票之實務中扮演舉足輕重之角色；因此，本文選擇衍生性金融商品濫觴及盛行之地—美國資本市場及其法制，作為本文比較法研究之主要對象，同時輔以部分英國法之規範，並與我國之現行法比較，期望透過借鑒英美法上之規範及其演進，進一步提出對我國法制之建議。

另就研究範圍，由於「空洞投票」實僅係表決權與本應相伴隨的經濟利益產生脫鉤、解離中之其中一種情形；其他情形尚包含表決權「小於」經濟所有權之情形。



由於本文欲探討者係與公司治理間之關係，而在表決權「小於」經濟所有權之情形，對公司治理之影響甚微。準此，本文之研究範圍將聚焦於「空洞投票」，亦即表決權「大於」經濟所有權之情形，關於此點於第二章第一節第一項「空洞投票之定義」中有更詳細之論述。

### 第三節 研究架構

本論文共分五章，第一章即本章係先介紹本文之研究動機與目的、研究方法與範圍，而在本章第三節中，將介紹本篇論文之研究架構如下。本文將在第二章首先介紹空洞投票的定義及其利弊，接著藉由國外曾發生之案例，介紹能夠達成空洞投票之各種金融工具。第三章中則是比較法，此章中將先予介紹空洞投票對美國公司治理可能造成之威脅，再以美國證券交易法（the Securities Exchange Act of 1934）Schedules 13D、Schedules 13G、Section 13F、Section 16 為主軸，介紹美國法上現有之揭露規範；接著針對外國學者對於美國現行法揭露規定提出之改革建議以及解決方案加以分析、討論，包含擴大揭露範圍、建立完整的揭露規定，以及對於空洞投票的表決權加以限制等，最後在本章的小結中提出本文見解。

在第四章中，首先論及由於美國市場之交易習慣、衍生性金融商品活用程度以及法規制度均和我國制度差距甚大，因此，發生於美國之空洞投票案件或可能遇到之法律解釋問題未必亦存於我國。準此，本文將先介紹我國曾發生之案例—紅火案，於本案中透過觀察中信金控是如何利用衍生性金融商品預先建構其對於兆豐金控之部位，以及此手段與空洞投票之關聯以及對我國公司治理可能造成之衝擊。接著將介紹我國現行證券交易法中與公開揭露規定相關的第 25 條、第 43-1 條及其子法，並且討論我國現行法之侷限與不足。

縱使我國尚未如同外國具有大量利用衍生性金融商品以達成空洞投票之案例，然而隨著世界金融體系之連動愈加緊密，我國之投資者效法國外投資者之作法透過衍生性金融商品於我國達成空洞投票、衝擊公司治理之日並非遙不可及，故實



可預先修法以預防空洞投票於我國發生。準此，本文於第四章最後的第四小節中，參酌外國曾發生之案例、外國學者對於其法制之修法建議，並同時考慮到公開揭露伴隨的龐大成本、我國現行證交法體系以及在防免空洞投票以及承擔過多公開揭露成本之間所為之必要權衡後，提出以「擴大公開揭露範圍」為主軸之立法建議，以收未雨綢繆之效。



## 第二章 空洞投票之定義與型態

### 第一節 空洞投票之定義及概述

#### 第一項 空洞投票之定義

本文所欲探討者係「空洞投票對公司治理之影響」，根據我國公司法第 179 條第 1 項之規定對於股份有限公司中之股東其擁有之表決權，係採取原則上一股一表決權，而在法律允許之範圍內，例外得發行非一股一表決權之特別股。依照此項規定，若未發行特別股，則股東依照持所持有之股份，享有等量的表決權，學說有謂此係股東平等原則之具體呈現<sup>3</sup>。

換言之，現行公司法認為在股份有限公司中，股份之經濟所有權、表決權兩種權利應是相互掛勾且等量一致的。惟若該股東所持有之股份並未違反一股一表決權之規定，卻透過其他方式（例如經由我國實務經常使用之證券借貸、委託書，或是國外常見之衍生性金融商品，如期貨、選擇權契約等）而能夠行使超過其經濟所有權之表決權數時，會產生什麼樣的結果？又是否應該規範該種股東如何行使表決權，皆有探討之必要。

舉例言之，A 股東持有甲公司 100 股之普通股，原僅能行使 100 股表決權，但透過委託書之方式，A 自持有甲公司 20 股普通股之 B 股東處徵求取得 20 股表決權之委託，故可以額外行使 20 股的表決權。從形式上而言，A、B 股東並未違反一股一表決權原則（總共持有 120 股，行使 120 股之表決權），惟實際上，A 股東僅持有 100 股，卻行使了 120 股之表決權；而 B 股東則是持有 20 股，卻行使了 0 股

<sup>3</sup> 蔡英欣，股東表決權分配之規範模式，國立臺灣大學法學論叢，第 38 卷第 2 期，頁 71-129 (2009 年)；朱德芳，雙層股權結構之分析——以上市櫃公司為核心，月旦法學雜誌，第 274 期，頁 158-194 (2018 年)；柯芳枝，公司法論（上），增訂 6 版，頁 225 (2008 年)；王文字，公司法論，增修 7 版，頁 395 (2022 年)；劉連煜，現代公司法，增訂 13 版，頁 362 (2018 年)；廖大穎，公司法原論，修訂 3 版，頁 106 (2006 年)。



之表決權。則如此情形是否真的符合「股東平等原則」，又應否規範即為適例之一。

上述情形即屬股東對於股份之經濟所有權、表決權並不一致，而發生所謂「解離」(decoupling)之現象，我國實務中較常出現之委託書誠為股東無法親自出席股東會時，仍欲參與公司經營的解方之一，然其所引發之「解離」現象，我國法規之對應方式為公司法 177 條 2 項以下及證交法第 25-1 條，是否足以因應，非無討論之必要。對於其他可能導致解離的手段，我國法規則付之闕如。故本文擬先藉我國及國外文獻對於「經濟所有權以及表決權解離」之定義及不同類型之討論，來確認此概念之內涵，並藉由進一步的討論，確認其對公司治理可能造成之隱患、以及如何對此情形施以防範措施。

美國學者 Henry T. C. Hu 教授以及 Bernard Blac 教授首先為文，股份之表決權與經濟利益分離之行為為新型態的買票行為 (New vote buying)，而此類新型態的買票行為則包含了兩種情況：當經濟利益大於其可行使之表決權時，稱為隱藏的、可變換的所有權 (Hidden Ownership/Morphable Ownership)；而當可行使的表決權數大於其經濟利益時，則稱為 Empty Voting<sup>4</sup>。

申言之，當投票者持有的表決權數(votes)大於其所持有的股數，此時他們的表決權與本應相伴隨於股份的經濟利益產生脫鉤、解離，解離可以透過購買股份、並同時建立對沖這些股票的經濟利益的部位來達成，此時此類部位會破壞擁有表決權之人與公司價值之連結，因此他們將對最大化公司利益毫無興趣<sup>5</sup>，此時即稱為 Empty Voting。

我國學者所提出之文獻中，有以「空虛投票」稱之者，並認為其內涵係指股東之表決權超過其實質經濟上利益之情形。而達成方式亦十分簡單，例如可以透過在計算股東表決權之基準日前買進股份，並在基準日過後立即賣出即可。如此在股東會實際投票時，該行為人雖有表決權，卻因早已將股份賣出，故不具有實質經濟上

<sup>4</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *supra* note 2, at 626.

<sup>5</sup> Patricia Beck, *What We Talk About When We Talk About Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting*, 21 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 211,216 (2016).



利益<sup>6</sup>；亦有稱之為「空洞投票」者，雖未進一步定義其概念，惟認為因空洞投票能藉由證券借貸之方式達成，並且會藉此賦予短期資產持有者比長期持有者更多的投票權，而可能導致投票權的行使改變公司投票的結果，並最終損及公司或股東的長期利益，故認為證券交易所需對此為一定之監管，以實踐公司治理<sup>7</sup>。

由於本文欲討論者係 Empty Voting 與公司治理之影響，而在透過 Empty Voting 影響公司治理之情況中，較嚴重者係藉此爭奪公司之經營權。例如股東透過證券借貸或其他較複雜之衍生性金融商品（derivatives）<sup>8</sup>取得表決權（可能同時間接持有股份之經濟上所有權），無論其最終是否達成併購目標公司之結果，均會隨著該衍生性金融商品被處分（例如賣出或衍生性金融商品契約終止時）而失去其對於該股份之經濟上所有權，故其於目標公司股東會所行使的表決權其實僅係一個「空洞的」表決權。因此，本文認為將 Empty Voting 翻譯成「空洞投票」相較於翻譯成「空虛投票」，會更加符合其真正內涵，因此本文於以下行文均將以「空洞投票」稱之，先予敘明。

## 第二項 空洞投票之概述以及空洞投票者

在一般行使表決權之情況下，由於股份之經濟利益以及其表決權同屬於一人，故投票者會為了自己的最大利益而行使其投票權。因為基於股份所生之經濟利益通常情況下與公司利益直接連結，因此投票者行使其表決權時，會支持其認為可以增進公司最大價值之議案。此外，表決權也包含對公司之經營層，亦即董事或監察人的選任權限。而公司經營者的決策、業務執行行為等，均將大幅影響公司價值，因此理論上投票者也會審慎的選擇能為公司創造最大利益之經營層。

<sup>6</sup> 戴銘昇，從公司治理之角度看股東會決議成立要件及相關問題，華岡法粹，第 50 期，145-194 頁（2011 年）。

<sup>7</sup> 劉連煜，論公司內部人出借股票的法律問題，政大法學評論，第一三九期，頁 111-161（2014 年）。

<sup>8</sup> 例如透過選擇權、權益交換契約、結構債等衍生性金融商品，有機會在避開揭露規定的同時，取得目標公司的大量表決權。



然而在空洞投票之情況下，由於投票者所擁有的表決權數大於其經濟利益，故該投票者之個人利益與公司利益可能呈現非正相關或是零相關<sup>9</sup>。此時行使表決權的股東可能會傾向隨便、非理性的行使表決權，蓋無論最終的決定是否使公司產生收益或受到虧損，都將不影響到投票者之個人經濟利益。而在更極端的狀況下，投票者甚至有可能以減損公司價值為目的而行使表決權，例如投票者購買該公司的股票，並同時做空這間公司。做空即是投票者預期該公司的股價將在未來下跌，因此透過各種衍生性金融商品，例如購入選擇權或期貨、訂立權益交換契約等方式，透過「公司股價下跌」此一事件的發生獲取經濟利益。

此外，透過衍生性金融商品也可達成此一目的，舉例言之，某投資者購買了 A 公司的股權期貨（futures），期貨指的是雙方簽訂一契約，約定在未來的某個特定時點（結算日），以特定價格（遠期價格）及數量買賣約定標的物之契約<sup>10</sup>。此時期貨的買受方負有在特定時點買入 A 公司股份的義務，而期貨的出賣方則負有在特定時點賣出 A 公司股份的義務。

然而在買賣雙方簽訂期貨契約一直到結算日的期間，賣方對 A 公司並沒有經濟利益，因為無論公司股價漲跌，賣方都能在結算日將 A 公司之股份以特定價格賣出，然而在結算日之前，賣方仍是 A 公司股份之所有人，且可以合法行使 A 公司之表決權。在更極端的情況下，例如賣方所簽訂的期貨合約，其應賣出之部位大於手中所持有部位之情況下，於結算日到來前，賣方尚須在股票市場上補足一定數量之 A 公司股份，以避免無法順利交割時，賣方反而會希望 A 公司股份之市場價格越低越好，如此一來其才能以較低之價格取得基於期貨契約其應出售、卻尚未擁有之 A 公司股份。於此情形，期貨的賣方行使表決權時不僅並無提升公司價值之動機，反而產生了「以降低公司價值」為目的而行使表決權之誘因，蓋如此才能取

<sup>9</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 1011,1011(2006); THE BUSINESS LAWYER, MAY 2006, VOL. 61, NO. 3 (MAY 2006), pp. 1011-1070。

<sup>10</sup> 期貨交易法第 3 條第 1 項第 1 款。



得更高的個人經濟利益<sup>11</sup>。

於上述情形，投票者的表決權行使可能會與公司的經濟利益為零相關或負相關，在這種情況下會稱為消極投票(negative voting)。之所以將其稱為消極投票，是因若公司的價值減損，則股價可能下跌，他們反而可以透過衍生性金融商品來提升投票者的個人經濟利益。而在投資者的做空部位的經濟利益大於其在公司股份所有權產生的經濟利益時，我們將它稱為空洞投票者(empty voter)<sup>12</sup>。此類狀況會給予投票者動機去推動減損公司價值的議案、以減損公司價值為其行使表決權之目的，進而對公司之其他股東產生危害<sup>13</sup>。

### 第三項 空洞投票之利與弊

空洞投票除上述已經提及之情形，可能會被別有居心的投資人搭配衍生性金融商品達成，此時投資人即可能刻意以減損公司價值為目的行使表決權，而對公司其他股東造成損害<sup>14</sup>，除此之外，尚有其他可能的危害存在，關於此點將在下述第二款「空洞投票之弊病」加以討論。

然而，空洞投票也並非全然只有缺點，在正確運用的情況下，甚至可以發揮激勵公司經營層或提高投票效率的效果。本文擬在此處整理外國文獻提及的空洞投票之利弊，並再透過對其利弊的分析，討論將空洞投票納入規範管制的可能及必要性。

---

<sup>11</sup> Jordan M. Barry, John William Hatfield & Scott Duke Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, 99 VA. L. REV. 1103, 1113-1114 (2013); Beck, *supra* note 5, at 218.

<sup>12</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811,815(2006); Barry et al., *supra* note 11, at 1114; Beck, *supra* note 5, at 219.

<sup>13</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *supra* note 9, at 1014; Beck, *supra* note 5.

<sup>14</sup> JEFFREY J. HAAS, CORPORATE FINANCE 119 (2014); Beck, *supra* note 5.



## 第一款 空洞投票之優勢

### 一、追求公司最大利益未必等於追求社會最大利益

首先，上述提及的案例是投資人透過空洞投票以及期貨合約以減損公司價值為目的而行使表決權，對於這些投資人而言，最直接的益處係他們可藉此追求個人經濟利益<sup>15</sup>。然而對於公司其他股東而言，並不希望此事發生，蓋如此情形會直接減損其利益。然而，公司利益、股東利益的最大化是否即為政策規畫所欲追求的價值？在古典理論中，通常會假設「公司價值最大化」是最有效率的，換言之，追求公司的最大利益，同時也在追求社會的最大利益。而這個理論的假設前提通常是：公法和私法會給予公司最佳的動機，法律和契約會消除外部性成本，使公司的利益和社會利益一致<sup>16</sup>。

然而，在實際情況中，有時對公司最有利的行動卻並非對社會最有利<sup>17</sup>。舉例言之，某零件製造商 B 公司考慮收購其競爭對手 A 公司，而 A 公司的股東認為，被 B 公司收購是有利的：因為在收購成功後，他們就可以在該零件製造的業界取得壟斷地位，並可藉此提高零件之價格以及減少零件產量藉此牟利，然而此類行為同時會損害購買零件客戶之利益，因此此類交易雖然可以增加 A、B 公司股東的利益，但卻同時損害了其他人的利益，是以難謂在追求了公司股東最大利益的同時，也追求了社會的最大利益<sup>18</sup>。

上述交易應是反壟斷機關例如公平交易委員會等應該試著阻止的交易<sup>19</sup>。然若反壟斷機關未加以管制，則 A 公司的股東於行使是否同意被收購的表決權時，極可能只會根據該交易案是否對公司產生最大利益，從而該筆收購案就極有可能通

<sup>15</sup> Barry et al., *supra* note 11, at 1126; Beck, *supra* note 5, at 213.

<sup>16</sup> Barry et al., *supra* note 11, at 1124.

<sup>17</sup> RICHARD POSNER, ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 357–60(8TH ED. 2011).

<sup>18</sup> Barry et al., *supra* note 11, at 1124-1125.

<sup>19</sup> POSNER, *supra* note 17, at 387-390.



過<sup>20</sup>。依上述，此際雖然對 A、B 公司的股東都有利益，卻對整體社會利益產生負面影響<sup>21</sup>。

於上述情形，空洞投票所扮演的角色剛好可以應付這種狀況。因為 A 公司的空洞投票人越多（例如同時也是零件製造商 C 公司的股東，為了避免 A、B 公司合併而在業界獨居壟斷地位），他們在行使表決權時因為不一定會以 A 公司的最大利益為目的，因此就可能讓上述的收購案不通過<sup>22</sup>。對 A、B 公司的股東而言此自非樂見之結果，但收購案不通過反而對整體社會利益具有更大利益<sup>23</sup>。

除了上述的情況，我們也可以輕易的在各類產業中找到相似案例：例如環境、銀行業、保險業、食品業及藥品等，因此，在此類情況下，空洞投票的存在對於促進社會整體利益是有助益的<sup>24</sup>。

## 二、空洞投票可以提升股東行使表決權的效率

各股東間各自擁有對於公司以及世界現況以及未來可能如何發展之資訊，且不同股東都會對其做出不同的詮釋，並根據這些詮釋來行使表決權。然而不同的股東，所能取得的資訊數量以及品質都各不相同，解讀資訊以及影響經營層的能力亦均有差異。因此，股東間可透過使表決權及經濟所有權解離，亦即透過使部分股東成為空洞投票者的方式，將表決權分配給最有能力善加行使表決權的股東，以提高行使表決權的效率<sup>25</sup>。

<sup>20</sup> ANDREW J. SHERMAN & MILLEDGE A. HART, MERGERS & ACQUISITIONS: FROM A TO Z 134 (3D ED. 2006).

<sup>21</sup> Barry et al., *supra* note11, at 1125.

<sup>22</sup> Jordan M. Barry & John William Hatfield, *Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses*, 160 U. PA. L. REV. 633, 640 (2012).

<sup>23</sup> Barry et al., *supra* note11, at 1125-1126; POSNER, *supra* note17, at 280-281.

<sup>24</sup> Barry et al., *supra* note11, at 1125-1126; Alon Brav & Richmond D. Matthews, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 99 J. FIN. ECON. 289, 289–90 (2011); Bruce H. Kobayashi & Larry E. Ribstein, *Outsider Trading as an Incentive Device*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 21, 25 (2006); Thomas A. Smith, *The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, 98 MICH. L. REV. 214, 220 (1999).

<sup>25</sup> Henry T. C. Hu & Bernard Black, *supra* note 9, at 1069; Barry et al., *supra* note11, at 1127.



舉例言之，若一間公司中同時存在兩個派別的股東，一派股東是較積極、主動的股東，且願意花費較多的時間關注公司的資訊、財務及經營情況等，而另一派的股東則不會主動關心公司的事務，因此他們通常是在資訊不充分的情況下行使表決權的被動、消極派股東。而相同的是，兩派股東都希望可以最大化公司的價值。如此一來，消極派的股東會想將自己的表決權交給積極派的股東，因為他們相信積極派股東不僅與他們利益一致，而且相較於他們，積極派股東能夠更好的行使表決權並更大化公司利益。

### 三、鼓勵股東監督經營層

公司的股東若希望能夠善加行使其擁有的表決權，則必須要取得和公司營運相關的訊息，並加以分析。然而，不論是取得訊息或加以分析，都需要花費股東的勞力、時間、費用，但增進的公司利益卻要和所有股東共享。因此，當股東想要善盡監督公司的義務時，所有監督公司的成本都將由其承擔，惟所產生的利益卻由公司的所有股東分享，如此將可能導致每個股東都會有搭其他股東的便車的誘因，不願意花費自己的勞力、時間、費用來獲取、分析與公司有關的資訊以監督公司<sup>26</sup>。

而當股東對於公司的經濟利益更大的時候，他就越有動機花費自己的勞力、時間、費用以提升。而在空洞投票的情況下，股東更容易增進他們的經濟利益，例如股東除了擁有公司的股份外，還可以透過衍生性金融商品，大幅增加他的經濟所有權部位，此時將可以鼓勵股東獲取資訊，而在提高對公司監督力道的同時，也能最大化自己的經濟利益。

## 第二款 空洞投票之弊病

### 一、Perry-Mylan 案：空洞投票的行使減損公司股東之權益

如上述提及的，空洞投票者有可能透過衍生性金融商品而在持有公司股份的同時做空公司，因此刻意以減損公司價值為目的行使表決權，而對公司其他股東造成損害。以下舉一個發生在美國的實際案例以進一步討論此情形。

<sup>26</sup> Barry et al., *supra* note11, at 1128.



位於美國的一間對沖基金公司 Perry 公司持有一家學名藥<sup>27</sup>藥物製造商 King 公司 700 萬股的股份，而在 2004 年底，另一家藥物製造商、同時也是 King 公司的競爭對手 Mylan Labs 公司想併購 King 公司，於是提出有高度溢價股票交換的併購提案（stock-for-stock merger at a significant premium），由於這個併購提案的併購價格遠高於 King 公司的市場價，因此這對於 King 公司的大股東 Perry 公司而言，若併購成功將能攫取一大筆利潤。然而，Mylan Labs 公司之股價卻在併購消息公布後大幅下跌。

為了幫助 Mylan Labs 公司通過此次併購案，Perry 公司購入了 9.9% 的 Mylan Labs 公司的股份，成為了 Mylan Labs 公司的最大股東，以求在 Mylan Labs 公司股東會表決是否要同意公司提出的併購案時，可以投下贊成票；同時，Perry 公司透過向衍生性金融品交易商購買看空 Mylan Labs 公司的權益交換契約以對沖經濟風險。據傳，另一家長年繳出優秀績效、由肯·格里芬領軍的美國避險基金公司 Citadel<sup>28</sup>也購入了 Mylan Labs 4.4% 的股份，並且採取類似策略<sup>29</sup>。

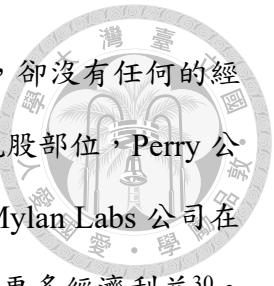
在此情況下，如果 Mylan Labs 公司的最大股東 Perry 公司完全對沖了其所持有的 Mylan Labs 公司的股份（亦即在現股部分，可以完全對沖掉市場風險），那麼

<sup>27</sup> 學名藥（Generic Drug）是指原廠藥（Brand drug）的專利權過期後，其他合格藥廠可以以同樣成份與製程生產已核准之藥品，且其在用途、劑型、安全性、療效、給藥途徑、品質、等各項特性上，皆可以與原廠藥完全相同。資料來源：中華民國學名藥學會

<http://www.tgpa.org.tw/page/about/index.aspx?kind=32>，（最後瀏覽日 2022 年 12 月 26 日）。

<sup>28</sup> 由哈佛大學經濟學系畢業的 Kenneth Cordele Griffin 在 1989 年以起始資金 100 萬美元於美國芝加哥創立、以高槓桿著名的多策略避險基金公司，中文有譯做「大本營投資集團」、「美國城堡投資集團」。原以投資可轉換債為主要業務，後來將範圍擴充至日本權證市場、抵押貸款支持證券、能源期權、上市期權交易、再保險等，於 2007 年其管理之資產高達 158 億美元，雖其績效十分驚人、對員工待遇也十分優渥，但因其對員工績效要求甚嚴且經常挖角其他避險基金的交易員及研究員導致其人事流動率極高，而被戲稱為「芝加哥旋轉門」。資料來源：Scott Patterson 著，盧開濟譯，撼動華爾街的數學鬼才：瘋狂又高智商的淘金客，如何運用量化交易鯨吞市場、掀起海嘯，頁 87-94、152-155（2021 年）。

<sup>29</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1024-1025.



Perry 公司等於是在擁有 Mylan Labs 公司 9.9% 表決權的情況下，卻沒有任何的經濟所有權。再算上 Perry 公司所持有的 King 公司的 700 萬股的現股部位，Perry 公司對於 Mylan Labs 公司的整體經濟利益是負相關的；換言之，Mylan Labs 公司在併購 King 公司時所付出的溢價越多，Perry 公司反而能藉此謀取更多經濟利益<sup>30</sup>。

在此情形，Peery 公司已成為 Mylan Labs 公司的空洞投票者，殊難想像其在行使對於併購案的表決權時，會以 Mylan Labs 公司的最大利益為依歸。我們甚至可以進一步認為，Perry 公司既然透過此種迂迴的手段，一方面取得 Mylan Labs 公司的大量股權，另一方面又購買大量衍生性金融商品以做空 Mylan Labs 公司，全是由於讓自己能夠取得最大經濟利益，因此會盡可能的在 Mylan Labs 公司的股東會中，對於高度溢價的併購案投下同意票。然而，如此的表決權行使有很大可能損害了 Mylan Labs 公司股東的權益。

Mylan Labs 公司的主要股東 Carl Icahn 依據聯邦證交法包含 13(d)條對 Mylan Labs 公司和 Perry 公司提起訴訟，並請求損害賠償。其主張 Perry 和其他採取類似策略的對沖基金持有 19% Mylan Labs 公司的股份，然而卻未擁有經濟利益，此類投資者對於 Mylan Labs 公司的整體經濟利益都將是負相關的，因此，他們都會希望 Mylan Labs 公司通高度過溢價的併購契約，甚至認為溢價越多越好<sup>31</sup>，然而，如此行為將大幅減損 Mylan Labs 公司股東之利益。

最終 Mylan Labs 公司因為 King 公司的會計問題而放棄了併購，使得上述的訴訟變得毫無實益。後來在 2011 年 10 月，King 公司被輝瑞公司(Pfizer Inc.)收購，成為了輝瑞公司的全資子公司<sup>32</sup>。

## 二、無效率的表決權行使

在上述提及的空洞投票的優點中，有提及到通過空洞投票或許可以提升表決權行使的效率，然而此論述的前提是將資訊較不足的被動派股東的表決權交由具

<sup>30</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1015.

<sup>31</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1025.

<sup>32</sup> Archive.today webpage capture, <https://reurl.cc/NGgQLq> (last visited Dec.26, 2022)



有資訊優勢地位的主動派股東來行使。然而，若是該公司內不存在主動派股東，或是公司內部的股東間的資訊差距不大時，或者基於各種原因，被動派股東未能將表決權交由主動派股東行使時，則似乎就難謂可以提升行使表決權的效率。

因此，在未達成上述前提的情況下，在空洞投票時行使表決權的股東已經將表決權與自己的經濟利益切割開，因此他對他所持有的股份的最大價值並不感興趣，如此一來，他的表決權行使將可能是無效率的<sup>33</sup>。

### 三、使內部人免於揭露義務

各國對於各種有價證券，特別是股權，往往都有當該股東持股達到一定比例時，須透過一定流程公開申報之規定。如我國證券交易法第 43 之 1 條第 1 項規定，若單獨或與他人共同持股達到 10%，則應向主管機關申報、公告。而如此規定的立法意旨略為：「期使公司股權重大異動之資訊能即時且充分公開，使投資人及主管機關能知悉公司股權大量變動之來由與趨向，進而瞭解公司經營權及股價可能產生之變化」。

美國的證券交易法也有類似規定：任何持有公開發行公司 5%以上股份的股東，需要依照證券交易法 13D、13G 揭露其持股；而機構投資人，包含對沖基金，若持有價值 1 億美金或以上的有價證券，則其基金經理人必須依照證券交易法 13F 的規定，於每季揭露其持股部位；若是公司董事、經理人或持股 10%以上之大股東，則必須依照證券交易法第 16 條之規定，單獨揭露其所有權；而共同基金也必須按照證券交易法第 16 條的規定，在每季列出所有的投資部位，並且將其所持有的股票分成各種類別。

如同上文曾提及的，空洞投票的達成通常是透過使用衍生性金融商品，而衍生性金融商品則往往透過場外交易，達成形式上未持有股份所有權，而實質上擁有表決權的狀態。然而此種情形常因不符合以「持有一定比例的股權」作為申報門檻的

<sup>33</sup> Hu & Black *supra* note12 ,at 815; Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775,809-810(2005).



揭露規定，是以投票人無庸揭露其投資部位，並讓空洞投票者可以在毋庸揭露的情況下享有大量表決權，並在背後影響公司決策。

此外，有鑑於上述空洞投票未被規範且難以被發現的特性，若有公司欲敵意併購其他公司、卻不希望提早公開消息或依照規定申報，以避免觸動目標公司經營者採取防禦措施，或是證券市場提早接收到訊息而使股價抬升而導致併購成本提高、降低成功併購的機會。此時敵意併購者可透過使用衍生性金融商品，即使形式上未持有應公開申報的目標公司股權，惟實質上已經掌握目標公司一定比例股權，如此不僅可以在目標公司表決對自己有利的議案時投下贊成票，也能一併達成避免觸發強制公開收購規定的效果<sup>34</sup>。

然而，若透過空洞投票來達成上述之情形，毫無疑問將使公開申報、揭露制度之立法目的，亦即使資訊透明，並讓投資人及主管機關可以對此消息及股價之變化有時間加以反應，藉以保障各個投資人的權益遭到徹底架空。

## 第二節 空洞投票之各種型態

本文已經介紹了空洞投票的定義以及其可能的優勢及隱患，也多次提及投資人可以透過金融工具特別是衍生性金融商品以達到空洞投票，所謂的衍生性金融商品，係指其價值衍生自其他的金融商品、股價指數或貨品價格等的金融工具，一般實務上較常見的衍生性金融商品有：期貨（Futures）、選擇權（Options）、交換契約（Swap）等<sup>35</sup>，但綜觀我國的有價證券市場，透過衍生性金融商品達成空洞投票並藉以爭奪公司經營權的案例似乎仍是極端少數，常見的經營權爭奪手段仍以傳

<sup>34</sup> 依照我國證券交易法第 43 之 1 條第 3 項以及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 1 項之規定，在 50 日內欲取得公開發行公司 20% 的股權時，必須採取公開收購之方式為之。

<sup>35</sup> 陳肇鴻，ISDA 總契約、利率交換與消費者保護法—評高等法院 96 年金上字第 3 號判決，律師雜誌，第 347 期，頁 65-76 (2008 年)；陳肇鴻，論信用違約交換之類型化風險及契約性質，月旦財經法學雜誌，第 9 期，頁 175-194 (2007 年)；陳肇鴻，由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制，律師雜誌，第 338 期，頁 77-89 (2007 年)。



統的徵求委託書為主。

然而，隨著科技的日新月異，不僅使得本就瞬息萬變的金融市場變化得更加變幻莫測，同時也使得衍生性金融商品的產品種類、能夠連結的商品類型、操作的複雜度等也跟著與日俱增。而雖然衍生性金融商品的發展原意、典型功能通常只是提供市場上的投資人透過不同的工具對沖經濟風險，或者是藉此開啟更高的財務槓桿，雖然也有人認為衍生性金融商品僅只是資本家的投機工具，但大致上而言都認為他們只是「財務工具」的一種。然而，相較我國實務較少透過衍生性金融商品，外國案例則常常出現透過衍生性金融商品試圖影響公司的經營權。而會更常利用衍生性金融商品並非沒有理由，首先，衍生性金融商品的交易往往享有相較於一般有價證券交易較低的交易稅負以及手續費<sup>36</sup>；此外，衍生性金融商品因為大多透過場外交易達成，因此相較於一般在集中市場交易的有價證券，本身即具有不受監管、交易價格及數量以及契約內容均不透明、不公開的特性。

而衍生性金融商品的這兩大特性，前者對於投資人而言，直接地提供了採用衍生性金融商品而非購買傳統有價證券的經濟誘因；後者或許對投資人而言則可能提供了經濟以外、卻更強力的誘因：若想爭奪公司的經營權，那麼透過衍生性金融商品，更能夠在不公開、不驚動目標公司經營層的情況下掌握足以推翻公司派的表決權數，如此非但能提升爭奪經營權成功的機率，也有可能因為此消息未進入集中市場而未影響到該目標公司的證券價格，而同時能降低整體成本。相較之下，需要大張旗鼓地吸引不特定多數目標公司的股東的徵求委託書的方式，不僅可能使公司派提早知悉而展開相對應的防禦手段，甚至可能遭媒體報導而使得全國投資人均知悉此經營權爭奪消息而爭相購買目標公司的股票而進一步推升其價格，亦有可能引起監管機關的注意而展開調查而增添不確定性，增加併購失敗的可能性。因

<sup>36</sup> 以我國的台指期與交易有價證券 0050 為例，購買一口台指期與等值的 0050 的交易成本可能相差 30 倍以上。參照：台指期是啥？成本比 0050 低？合約規格、結算方式、盤後交易懶人包  
<https://www.storm.mg/article/2779227?mode=whole> .



此，若能善加利用衍生性金融商品，可以藉著其場外交易不易被察覺的特性，「巧妙」避開監管機關及目標公司經營層的目光，藉以謀取大量的經濟利益、甚至挑戰公司派的經營權。

以下將先介紹各種傳統的金融工具以及新興的衍生性金融商品，再透過國外的具體案例演示，過往實務上的投資者們是如何透過這些金融工具或衍生性金融商品達成空洞投票、大量的攫取個人經濟利益或進一步影響公司經營權。透過這些案例，有助於我們更近一步的理解衍生性金融商品在實務上可能會如何地被濫用，也能夠給予監管者更多在未來增修監管規定時，可參考的面向以及可提前預防的狀況。

## 第一項 證券借貸(Share Lending)

所謂證券借貸係指，出借人同意將有價證券出借，並由借券人以相同種類數量有價證券返還之行為<sup>37</sup>。由於證券借貸也屬於民法上消費借貸<sup>38</sup>之一種，故於證券借貸的期間之內，借券人可以取得所借入的有價證券之所有權，若其預計該有價證券之價格將於未來下跌，則可以將其賣出，並在未來證券價格下跌時買回，以賺取價差；亦可將借來的股份拿去抵押換取現金或再借出等方式加以投資運用，藉此加大財務槓桿。此外，由於借券人取得有價證券之所有權，故可享有該證券所衍生之權利，包含公司分派之股息、新股認購（承購）權，以及股東會投票權等。而出借人則取得借券人給付之利息，亦可再將其轉而投資利用<sup>39</sup>。

一般而言，借貸雙方通常會在借貸契約內約定有關權益補償之條款。亦即對於借入證券所產生之經濟利益，例如股息、紅利等，借券人須透過證券商返還給出借

<sup>37</sup> 臺灣證券交易股份有限公司有價證券借貸辦法第 2 條。

<sup>38</sup> 民法第 474 條第 1 項：「稱消費借貸者，謂當事人一方移轉金錢或其他代替物之所有權於他方，而約定他方以種類、品質、數量相同之物返還之契約；第 2 項：「當事人之一方對他方負金錢或其他代替物之給付義務而約定以之作為消費借貸之標的者，亦成立消費借貸」。

<sup>39</sup> 賴冠宇，全球有價證券借貸之發展沿革與趨勢，證交資料，第 599 期，頁 24 (2012 年)。劉連煜（註 7）頁 116。



人<sup>40</sup>。相同的，當出借人取得有價證券擔保品之衍生利益時，亦應返還給債券人。若公司將於借貸期間召開股東會，則出借人為行使股東會投票權，可提前要求債券人還券。

然而，若出借人未要求債券人提前還卷，則債券人即可不驚動目標公司經營層的情況下達成「空洞投票」，並進而影響公司股東會的投票結果。此種方式文獻上稱其為 Record date capture<sup>41</sup>（本文以「捕捉股東會基準日」稱之），具體的執行方式如下：由於公司必須在召開股東會前確定何人為公司股東並擁有表決權，因此公司的董事會會設下一個股東會基準日（Record Date），在該日期持有公司股份的股東就會在下次召開的股東會中享有表決權<sup>42</sup>。

因此，空洞投票者僅需於基準日前借入目標公司的股份即可。蓋證券借貸將移轉股份之所有權，故公司在股東會基準日計算何者為公司股東並可擁有表決權時，便會將債券人一併算入。然而，一旦經過了股東會基準日、確定自己擁有目標公司的投票權後，債券人即可將借來之股份返還給出借人、甚至透過出售借入之股份以達成放空目標公司的效果（因為債券人之後還必須買回目標公司的股份來返還給出借人，因此目標公司的股價跌得越低，債券人就能夠取得更多因價差產生的經濟利益）。因此，在捕捉股東會基準日的策略下，債券人與目標公司的經濟利益可能呈現零相關（單純將借來的證券返還給出借人時）或負相關（將借來的證券賣出以做空公司時），此時債券人就成為了空洞投票者。

除此之外，捕捉股東會基準日亦可不靠證券借貸、僅透過買入目標公司股票後快速賣出達成。具體操作方法如下：投資者只需在股東會基準日前買入股票，且在股東會基準日後立刻賣出即可。如此雖然該投資者會短暫的承擔經濟風險，但其仍能透過衍生性金融品對沖掉部分或全部的經濟風險<sup>43</sup>。

<sup>40</sup> 臺灣證券交易股份有限公司有價證券借貸辦法第 36 條。

<sup>41</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1027-1029.

<sup>42</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1027.

<sup>43</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1028.



在香港發生的恆基兆業地產案<sup>44</sup>，完美展示了對沖基金如何透過證券借貸捕捉股東會基準日、進而形成空洞投票並且影響與公司經營權相關的收購案<sup>45</sup>。而發生在英國的 Laxey Partner 案件，則是顯示了身為積極派股東（activist）的對沖基金如何透過證券借貸的方式試圖撤換公司的董事長，進而影響公司的經營<sup>46</sup>。

香港第三大房地產開發商恆基兆業地產擁有一家名為恆基投資的子公司共 73% 股份，於 2005 年 11 月，希望收購恆基投資公司剩餘的股份，並且提出了大幅溢價（rich premium）的收購價格。恆基兆業地產在三年前曾提出一次類似的收購邀約，但以失敗收場。不過這次恆基兆業地產提出了更好的邀約，大部分投資人預期收購將會通過，恆基投資公司的股價因此大幅上漲。根據香港法，這項收購如果有自由流通股份（free floating shares）的 10%，大約是在外流通股份總數的 2.5% 投下反對票，就可以抵制（block）該次的收購提議。

然而出乎眾人預料，總共有大約 2.7%（7500 萬股）的股份反對該收購，導致該收購案以微小的差距未通過併購門檻，而仍以失敗告終。在收購案失敗的隔天，恆基投資公司的股價下跌了 18%。後來根據新聞報導指出，應是有其他機構法人或是對沖基金，透過股東會基準日捕捉的手段，在股東會計算表決權的基準日前借了恆基投資公司的股票、並同時做空恆基投資公司以套利。因為在投票前，至少有一家對沖基金借入的恆基投資公司的股票數激增，然而在近 7 個月內，恆基投資公司的股票則幾乎沒有被借出。在後來的投票紀錄上也發現，有單一個對沖基金就投下了 7200 萬股的否決票，也就是單一個基金就幾乎可以抵擋該次收購。從此案例中也可以知道，一個具有負經濟利益的股東若善加利用證券借貸以及其他衍生性金融商品，將可以一己之力反對對該公司其他股東有利的交易。

發生在英國的 Laxey Partners 案件案例事實如下：在 2002 年，英國的對沖基

<sup>44</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1029; Kara Scannell, *How Borrowed Shares Swing Company Votes*, The Wall Street Journal (Jan. 26, 2007), <https://www.wsj.com/articles/SB116978080268188623>.

<sup>45</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1069.

<sup>46</sup> Kara, *supra* note 44.



金 Laxey Partners 是英國房地產公司 British Land 的積極派股東，其持有英國房地產公司約 1%的股份。Laxey Partners 試圖撤換英國房地產公司的董事長（chairman）John Ritblat。隨著關鍵的代理投票接近，Laxey Partners 公司在股東會基準日前借入超過 4000 萬股的股份，將其在英國房地產公司的持股一口氣拉高到 9%，透過這樣的手段，使得 Laxey Partners 公司有權在該次的決議中投票。然而最後 Laxey Partners 公司的提案仍然被否決，且遭到英國房地產公司的董事長 John Ritblat 批評此行為並非是良好的公司治理行為、而是在濫用公司的投票制度，而 Laxey Partners 則主張他們只是在對軟弱的公司經營層究責（calling weak management to account）。而將英國房地產公司的股份借出的三家機構愛馬仕（Hermes）、巴克萊國際投資管理<sup>47</sup>（Barclays Global Investors）、蘇格蘭遺孀基金<sup>48</sup>（Scottish Widow）都向英國房地產公司表達歉意，而向來倡導公司治理的 Hermes 進一步表示，雖然他們沒有將英國房地產公司的股份借給 Laxey Partners<sup>49</sup>，但仍為他們未將其他借出的股份召回（recall its shares）並且盡全力支持公司經營層而表示歉意<sup>50</sup>。

由上述兩個案件可知，透過證券借貸以達成捕捉股東會基準日係具有影響公司經營權的能力，實務上的公司之所以會選擇採取此方式，吾人或可從可借貸標的數量及借貸成本中發現端倪<sup>51</sup>。在美國，大多數公開交易公司的股票均係可借貸標的且通常可成功借得。此外，根據學者 Gene D'Avolio 對一家大型金融機構所提供的股票數據的統計發現<sup>52</sup>，無法借貸股票的總值只佔市值的不到 1%。介入這些股票的成本一般而言都很便宜。從上述金融機構所提供的資料中可以發現，91%的股

<sup>47</sup> 是英國大二大銀行巴克萊銀行 Barclays Bank 旗下的子公司。

<sup>48</sup> 蘇格蘭遺孀基金是一間總部位於蘇格蘭愛丁堡、信譽卓絕的金融公司，所涉業務包含人壽保險、退休基金、投資等。參考資料：<https://www.scottishwidows.co.uk/index.html>

<sup>49</sup> 關於此點兩篇文章有不同說法：一說 Hermes 並沒有借券給 Laxey Partners；另一說則是說 Hermes 是在不知情的情況下借券給了 Laxey Partners.

<sup>50</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1028; Kara, *supra* note 44.

<sup>51</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1028.

<sup>52</sup> Gene D'Avolio, *The Market for Borrowing Stock*, 66 J. FIN. ECON. 271 (2002).



票每年的借貸成本低於 1%。雖然平均而言，證券借貸之成本不高，惟並非每家公司都如此。近期的案例中，一間名為的 Charter 的通訊公司就採取了罕見手段：於公開募股中發行了 1.5 億股，據說是為了配合因為借貸成本太高而受挫的對沖基金<sup>53</sup>。

此外，可借入股票的數量通常非常龐大，從前面討論的英國 Laxey Partners 案件中，可發現單是一家對沖基金就可以借到高達 8% 的目標公司股份。而在近期一些公司競爭的案件中，借券者所持有的股份甚至高達 20%<sup>54</sup>。除此之外，由 Christoffersen, Geczy, Musto 和 Reed 的一份報告則是從量化研究的角度提供了不同的證據<sup>55</sup>。根據他們的報告，由一家 1999 年的託管銀行和 1996-2001 年一家經紀商所提供的證券借貸數據指出，股票借貸在股東會基準日前激增，平均從在外流動股數的 0.21% 濟增至 0.26%。且對於財務表現較差的公司、表決結果非常接近的公司以及股東提案獲得較高支持度的公司，股票借貸的比例也較高。

## 第二項 可轉換公司債券(Convertible Bond)

依照我國公司法第 248 條第 1 項第 18 款<sup>56</sup>，以及發行人募集與發行有價證券處理準則第 29 條第 1 項第 10 款<sup>57</sup>，股份有限公司若欲以籌措資金為目的，將所需資

<sup>53</sup> Peter Grant, *Charter's Unusual Issue May Have SEC Balking*, WALL ST. J., June 24, 2005, at C3; Charter Share Issue Approved by the SEC, WALL ST. J., July 19, 2005, at C3.

<sup>54</sup> Kate Burgess & James Drummond, *Transparency finds a high-level champion*, FIN. TIMES, Apr. 22, 2005, at 1.

<sup>55</sup> Christoffersen, Susan E. and Geczy, Christopher Charles and Reed, Adam V. and Musto, David K., *Vote Trading and Information Aggregation* (January 2007); AFA 2006 Boston Meetings Paper, Sixteenth Annual Utah Winter Finance Conference, ECGI - FINANCE WORKING PAPER NO. 141/2007, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=686026>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.686026>.

<sup>56</sup> 公司法第 248 條第 1 項第 18 款：「公司發行公司債時，應載明下列事項，向證券主管機關辦理之：可轉換股份者，其轉換辦法。」

<sup>57</sup> 募發準則第 29 條第 1 項：發行轉換公司債時，應於發行及轉換辦法中訂定下列有關事項：  
一、發行日期。  
二、利率及付息方式。  
三、付息日期。



金分割為多數同單位，以債券發行方式對外募集時，可附加可轉換為公司股份之條件，惟在發行可轉換公司債時，應於發行及轉換辦法中規定發行日期、利率、轉換價格、轉換期間及轉換股份之種類等)。此外，可轉換公司債之應募人僅能附從發行公司所定之轉換條件締結公司債契約，無權個別協商契約之內容。而公司債應募人依照我國公司法第 262 條 1 項但書<sup>58</sup>，具有可在日後視公司經營狀況之良窳，選擇將所持公司債轉換為發行公司股份之權利，且轉換後即不具債權人身份而成為公司股東，惟其轉換權之行使，仍應受轉換辦法所定轉換條件之限制，於其適法行使轉換權時，發行公司始有依其轉換辦法核給股份之義務<sup>59</sup>。

可轉換公司債券可簡稱為可轉債，其係發行公司依發行條件定期支付利息給投資人，且附有可轉換為普通股權利的特殊型態公司債，係同時兼具股權及債權性

---

四、公司債券種類、每張金額及發行總額。

五、擔保或保證情形。

六、受託人名稱及重要約定事項。

七、償還方法（如到期還本、到期前還本、收回或贖回條款之約定等）。

八、上市或上櫃公司轉換公司債之上市或在證券商營業處所買賣。

九、請求轉換之程序。

十、轉換條件（含轉換價格、轉換期間及轉換股份之種類等）之決定方式。

十一、轉換價格之調整。

十二、轉換年度有關利息、股利之歸屬。

十三、轉換時不足一股股份金額之處理。

十四、轉換後之權利義務。

十五、債券換股權利證書換發新股之次數、時點。

十六、為履行轉換義務，應以發行新股或交付已發行股份，擇一為之。但興櫃股票公司、未上市或未在證券商營業處所買賣之公司，限以發行新股方式履約。

十七、取得所發行轉換公司債之處理程序。

十八、其他重要約定事項。

<sup>58</sup> 公司法第 262 條第 1 項：「公司債約定得轉換股份者，公司有依其轉換辦法核給股份之義務。但公司債債權人有選擇權。」

<sup>59</sup> 最高法院 108 年度台上字第 640 號民事判決。



質的有價證券<sup>60</sup>。當發行公司的股價上漲時，可轉換公司債的債券持有人可以選擇將其轉換成公司的普通股並在證券市場賣出以賺取資本利得；若是公司的股價下跌，債券持有人則可以選擇繼續持有債券，領取債券固定的配息，或者待債券發行期限屆至，依照債券的發行條件贖回本金<sup>61</sup>。

我國學者認為可轉換公司債相較於普通公司債僅係單純消費借貸有所不同，屬於一種特殊的公司債，並認為其係金融商品附有公司債債權人得轉化為股東的特殊權利，實為公司債股份化現象的一種產物<sup>62</sup>。此外，從可轉換公司債此一金融商品之設計觀之，其係在普通公司債契約附加「轉換股份之選擇權」，賦予持有該可轉換公司債之債權人，得透過請求轉換之權利行使，而成為公司之所有權人—股東的特性，故亦有將可轉換公司債稱為「潛在性的股份」<sup>63</sup>。

而對公司而言，之所以願意發行此類債券，係因可轉換公司債有幾項特色：首先，發行可轉換公司債可以避免股權被稀釋，蓋可轉換公司債在行使轉換權之前仍屬於債權而非股權，故不會算入已發行股份總數；第二個原因則是，發行可轉換公司債義可以降低代理成本問題，此乃因執票人雖然係公司之債權人，惟因為可轉換公司債所特有的可轉換成普通股的特性，執票人同時係公司的潛在股東，故此時公司債權人與股東的利益衝突相較於與發行一般公司債會較低；除此之外，可轉換公司債的票面利率相較於一般的公司債會較低，蓋其給予了投資人轉換成普通股並藉此賺取資本利得的機會；發行可轉換公司債相較於發行特別股所須之行政成

<sup>60</sup> 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，

<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/Article.aspx?L=1&SNO=BkHPKP49J8JqpWl8v6xu/Q==>.

(最後瀏覽日：2023年1月6日)

<sup>61</sup> 崔少萍，可轉換公司債認列利息費用之探討，財稅法令半月刊，第四十四卷第十七期，頁41-45（2021年）。

<sup>62</sup> 武億舟，公司法論，自版，頁430（1984年）；柯芳枝，公司債與股份性質上之差異，國立臺灣大學法學論叢，第1卷第1期，頁195-203（1997年）；廖大穎，公司債發行之三角關係—發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌，創刊號，頁64-85（2003年）。

<sup>63</sup> 廖大穎（同註62），頁74。



本亦較低，蓋其不需針對特別股之保護條款進行談判、評估公司價值，故其整體的發行時程亦較短，此點對於兵貴神速的商業戰場而言尤其重要，特別是在公司急用資金之時<sup>64</sup>。

而在投資人一方，願意購買可轉換公司債的原因則可能是可轉換公司債同時具有安全性高的債券投資以及投機性強的股票投資的特色<sup>65</sup>：可轉換公司債是否要轉換成公司的普通股，待規定條件達成後，即由投資人自行決定，若公司的經營狀況良好、股價上升，則其自然可以選擇將其轉換成公司的普通股並在證券市場上賣出以謀利；反之，若公司經營狀況不良，公司股價未見漲勢甚至下跌，則縱使投資人並無將其轉換成普通股之誘因，其亦可繼續領取債券的穩定配息、並在債券到期後贖回本金。對於投資人可言，可轉換公司債的風險不僅較直接購買該公司的股份低，且可能賺取的報酬總額又比單純購買公司債券高，可謂是一種進可攻、退可守的投資理財工具。

從上述對於可轉換公司債之介紹可知，雖其名為債券，但卻同時附有股權性質，且係一種「附有條件的公司債」。雖其發展原意僅係為提供公司其他較低成本的籌資管道，或為提供投資人一種風險屬性和單純的股票或債券均不同的投資標的，然而若當可轉換公司債的轉換條件和併購案等可能涉及公司重大利益的事件掛鉤時，可能就給予了法人機構、對沖機構成為空洞投票人以影響投票結果的動機。以下介紹一個發生在法國的案例，因為公司發行可轉換公司債且其轉換條件與併購成功與否掛鉤，而引來其他投資人的狙擊。

<sup>64</sup> 莊明哲、林士貴、林昭揚，可轉換票據評價模式：首次公開發行股權型，貨幣觀測與信用評等，第 152 期，頁 86-100（2021 年）。

<sup>65</sup> 廖大穎（同註 62），頁 73。



2004 年，法國的安盛保險公司（AXA）<sup>66</sup>意圖併購 MONY 公司<sup>67</sup>。為了籌措併購資金，安盛保險公司於是發行了一種可轉換公司債，此可轉債的轉換條件是，當安盛保險公司成功併購 MONY 公司時，可轉換公司債的持有人將可依市價折扣的價格轉換為安盛保險公司的股票。如此一來，持有安盛保險公司可轉換公司債的投資人會為了能夠以折扣價換取安盛保險公司的股票，因而產生持有 MONY 公司的股票、並在併購案中投下贊成票的誘因；而放空安盛保險公司的投資人，因為預期若是併購失敗會使 MONY 公司的股價下跌，則會為了使合併案不通過而同樣去取得 MONY 公司的股票、以在併購案的表決中投下否決票。然而，無論是安盛保險公司的債券持有人或者是放空安盛保險公司的投資人，兩者行使 MONY 公司的表決權都不是因為併購案有利或不利於 MONY 公司，而僅是為了實踐其對於 AXA 公司的經濟利益<sup>68</sup>。在這個併購案實際進行表決前，安盛公司召開了對其投資人的說明會，在本場說明會中，安盛保險公司的總裁兼執行長 Christopher Condron 就公開指責了 MONY 公司的最大且最關鍵的股東—Highfields Capital Management，一間持有 MONY 公司 3.6% 股份的對沖基金，透過下注併購案失敗而欲從中謀利，然而 Highfields Capital Management 否認了此一事實<sup>69</sup>。

<sup>66</sup> AXA 是一家創立於 1816 年、總部位於法國巴黎的保險集團，目前是全世界最大的保險集團，業務遍及非洲、北美、南美、美洲、亞太區、歐洲及中東，提供企業、個人多元化的人壽、健康及一般保險。資料來源：<https://www.axa.com.hk/zh/who-we-are>。（最後瀏覽日：2023 年 1 月 7 日）

<sup>67</sup> MONY 為一家 1997 年成立於美國紐約的金融投資、保險公司，提供高收入群體、小型企業家各種人壽保險以及投資產品，業務範圍遍及美國、哥倫比亞、美屬維京群島、哥倫比亞特區、關島等。資料來源：<https://www.bloomberg.com/profile/company/MNY:US>。（最後瀏覽日：2023 年 1 月 7 日）

<sup>68</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1025.

<sup>69</sup> The Wall Street Journal, *AXA Launches Offensive To Woo MONY Holders French Insurer Questions*(April 28, 2004) <https://www.wsj.com/articles/SB108310509899195234>. (last visited Jan 7, 2023)



## 第三項 交換契約 (Swap)

### 第一款 交換契約概述

所謂的交換契約(Swap)是指金融工具間的互換，根據國際清算銀行(BIS)的定義，金融交換是交易雙方在一定期間內，交換不同標的物之現金流量的協議。從事交換交易的目的，在於涉足此一交易之雙方均能從中獲得其所希望的利益，不外是減少獲取資金的成本、降低財務風險、增加資金取得來源以及最佳化公司資產負債表之結構等等。目前市場上主要的金融交換契約的類型包含股票交換(Stock Swap)、權益交換(Equity swap)、總報酬交換(Total Return Swap)、外匯交換(Foreign Exchange Swap)、違約交換(Default Swap)等<sup>70</sup>。而在交換契約中，最主要的三種架構為固定換浮動(Fixed-for-floating)、違約架構(Default structure)以及總報酬架構(Total return)。固定換浮動的架構最常出現在利率以及外匯，通常的合約內容是由投資人已經持有固定利率債券(假設票面利率是3%)，這時投資人就會再和交易相對人(通常是銀行)簽訂利率交換契約，約定由投資人給付交易相對人固定利率3%，而交易相對人則要依照雙方約定的浮動利率，例如LIBOR<sup>71</sup>(倫敦銀行間同業拆款利率)+200個Basic Points(基準點，利率的一個基準點是0.01%)，來給付給投資人，如此一來，只要LIBOR利率越高，則投資人就越能夠從此匯率交換契約中獲利，不過由於此種固定換浮動的契約架構通常僅涉及外匯或是利率，通常和股權無涉，因此較不會涉及到空洞投票的問題。

而違約架構則最常出現在債券或者是貸款上，最常見的違約架構是信用違約交換契約(Credit default swap, CDS)，如同其他衍生性金融商品，信用違約交換契約同時可以用來增加曝險部位或者是避免風險，而其概念上類似信用保險，持有債

<sup>70</sup> 金融監督管理委員會銀行局，

[https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=176&parentpath=0,5,67&mcustomize=cyclopedia\\_view.jsp&dataserno=495](https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=176&parentpath=0,5,67&mcustomize=cyclopedia_view.jsp&dataserno=495)。（最後瀏覽日：2023年1月7日）。

<sup>71</sup> 也有採用SOFR(有抵押隔夜融資利率)者。



券的人就像是保險契約中的要保人，為了避免垃圾債券的信用風險過高而簽署信用違約交換契約以轉移債券違約的風險達到避險目的，而信用違約交換契約的相對人則是保險人，收取固定的費用並承擔債券違約的風險；而在整體企業、金融市場景氣良好、企業債券違約機會較低時，金融機構則可以透過賣出 CDS 以賺取現金收入<sup>72</sup>。

信用違約交換契約具體的操作過程如下：假設 A 銀行持有 B 公司所發行的公司債，雖然 B 公司發行的公司債利率極高，但由於 B 公司的信用評等屬於垃圾債券的等級，因此 A 銀行願意付出一定的額外費用以進行風險控管，A 銀行於是找來了 C 銀行，並和 C 銀行簽署了信用違約交換契約，契約內容如下：A 銀行須給付契約相對人（即 C 銀行）流動或固定利率，而如果信用事件（Credit event，係指債券債務人違約不付款的情形，例如債券發行人 B 公司償債能力惡化而無法支付利息，或甚至 B 公司宣告破產進入清算程序，因此無法償還 A 公司當初購買公司債的本金）沒有發生，則 C 銀行不須給付任何對價給 A 銀行，如同保險契約簽訂後，保險事故若未發生，則保險人毋庸負擔任何義務；然而，若信用事件發生，則此時 A 銀行可以選擇要求 C 銀行以債券的票面價格（通常是 100 元），從 A 公司手中買走 B 公司之債券，或是給付票面價格與市場價格之間的價差給 A 銀行<sup>73</sup>。

信用違約交換契約可以將契約連結標的之信用品質惡化的風險轉移給契約相對人，因此對於主要資產為債權的銀行等金融機構，可以透過信用違約交換契約風散對不同企業之信用風險，也可以利用信用違約交換契約提高銀行放款的信用額度，做出最適合的資產配置以提升資金的使用效率，以追求更高的投資報酬率<sup>74</sup>。而 CDS 的價格即為 CDS 的價差（CDS Spread），是作為衡量信用風險的重要指標，經濟學者研究也指出 CDS 價差具備反映市場訊息的能力。例如在被視為是歐債危機

<sup>72</sup> 陳肇鴻（註 35），頁 77-89。

<sup>73</sup> 何殷如，全面解讀信用違約交換(CDS)，證券暨期貨月刊，第 30 卷第 11 期，頁 37-52 (2012 年)。

<sup>74</sup> 何殷如（註 73），頁 39。



發生起點的 2009 年底，由於許多歐洲國家的財政已經出現赤字、整體國家財政也已開始惡化，希臘以及義大利等國家的國家信用評等即遭到調降，CDS 價差也從 2010 年 1 月的 200 個基點暴漲到同年 7 月的 800 個基點，在該段期間內，希臘 10 年長期國債與德國的長期 10 年國債殖利率利差亦從 2% 擴大到 10%，顯現了 CDS 價格反映市場的能力。而歐洲中央銀行（European Central Bank, ECB）在 2008 年所出版的年報中，亦曾使用 CDS 價差衡量國家主權信用風險（sovereign credit risk），結果亦顯示希臘、西班牙等國家債信不佳<sup>75</sup>。

近期因 CDS 價格暴增導致銀行償債能力被懷疑的案例中，當屬發生在 2022 年的瑞士信貸銀行（Credit Suisse）。瑞士信貸銀行的信用違約交換契約的價格在 2022 年的 9 月 30 日上升了將近 250 個基點，不只接近 2008 年雷曼兄弟銀行倒閉時的水準，且相較於瑞信在同年年初的 CDS 價格僅有 57 個基點，上漲了近乎 6 倍，加瑞信的首席執行長 Ulrich Koerner 在備忘錄中試圖安撫員工以及市場，但其謹慎的措辭卻反倒使市場認為瑞信確實遇到了流動性風險，且可能甚至需要瑞士政府出手相助才能度過這次危機的傳聞甚囂塵上，也遭到我國媒體大肆報導<sup>76</sup>。

事實證明，當時瑞信之信用違約交換契約價格飆升並非空穴來風，而係確切地反映了瑞信之償債能力、風險承擔能力之惡化。於疫情恢復後各國央行為打擊通膨而持續升息的環境中，2023 年 3 月初爆發了美國史上第二大的銀行倒閉潮，先是矽谷銀行（Silver Valley Bank, SVB）、標誌銀行（Signature Bank）、接連倒閉、被收

<sup>75</sup> 何殷如（註 73），頁 42。

<sup>76</sup> 瑞信面臨財務危機？CDS 狂飆、高管急 Call 大客戶安撫，經濟日報，2022 年 10 月 3 號，[https://money.udn.com/money/story/5599/6657700?from=edn\\_msg](https://money.udn.com/money/story/5599/6657700?from=edn_msg).；瑞士信貸爆財務危機：資金缺口達上千億，市場憂心重演雷曼兄弟破產風暴，關鍵評論網，2022 年 10 月 4 號，<https://www.thenewslens.com/article/174299>.；「瑞信」違約風險居高不下！瑞士政府密切監控 不排除出手相救，CTWANT，2022 年 10 月 6 號，<https://www.ctwant.com/article/211457>.；分析：百年瑞信陷破產危機 影響或波及全球，大紀元，2022 年 10 月 18 號，<https://www.epochtimes.com/b5/22/10/17/n13847079.htm>.（最後瀏覽日：2023 年 1 月 8 號）。



購<sup>77</sup>。瑞信過往承擔極高風險之激進投資風格亦因遭受重大損失而面臨破產，最終於 2023 年 3 月 19 日由瑞士銀行集團（UBS Group AG）以 32 億美元之極低價格收購瑞信集團（斯時瑞信集團之市值約為 80 億美元，相較於 2022 年時市值約為 800 億美元已跌至十分之一），且此價格已遠高於瑞銀集團之首次出價 10 億美元，最終係由瑞士政府出面協調，以同時附加許多條款之方式才使瑞銀集團同意提高收購價格<sup>78</sup>。

至於總報酬架構則是最常出現在股票上，也因此最可能被利用來達成空洞投票。在總報酬架構中最常出現的就是總報酬交換（Total Return Swap, TRS），總報酬交換亦被稱作權益交換契約（Equity Swap），而所謂權益交換則係指，契約的雙方約定，在約定日期的期間，支付交易對造以股價指數或特定股票價格為計算基礎的報酬率，而另一方則是支付固定利率、浮動利率或是另一種股價指數的報酬率。而實務上常見的權益交換則是以美國標普 500 指數（S&P500 Index）<sup>79</sup>、日經 225 指數（日經平均株価，Nikkei225）或倫敦同業拆款利率（LIBOR）等指數作為標的。

總報酬交換有兩種常見的實行方法，其一是投資人選一間商業銀行作為他的主要經紀商（Prime broker），並且與這個主要經紀商簽訂一個契約，針對證券市場

---

<sup>77</sup>政府來救火？矽谷銀行一夕倒閉後的「連鎖效應」，世界日報，2023 年 3 月 14 日，<https://reurl.cc/OVo2Gy>. (最後瀏覽日：2023 年 4 月 19 號)。美元加息的祭品，矽谷銀行、Silvergate 的危機起源，2023 年 3 月 10 日，<https://www.blocktempo.com/silverage-silicon-valley-bank-liquidity-run/>. (最後瀏覽日：2023 年 4 月 19 號)。

<sup>78</sup> Credit Suisse and UBS to Merge, <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/credit-suisse-and-ubs-to-merge-202303.html> (last visited Apr.19,2023). UBS to acquire Credit Suisse, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20230319-tree.html>. (last visited Apr.19,2023). Margot Patrick, Ben Dummett, Dana Cimilluca and Patricia Kowsmann, UBS Agrees to Buy Credit Suisse for More Than \$3 Billion, The Wall Street Journal, <https://www.wsj.com/articles/ubs-offers-1-billion-to-take-over-credit-suisse-bfac51fa>.(Mar. 19, 2023)

<sup>79</sup> 金融監督管理委員會銀行局，  
[https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=176&parentpath=0,5,67&mcustomize=cyclopedia\\_view.jsp&dataserno=499](https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=176&parentpath=0,5,67&mcustomize=cyclopedia_view.jsp&dataserno=499). (最後瀏覽日：2023 年 1 月 9 日)



上的某支特定或某幾支股票進行打賭，若股票價格上漲一定幅度，則由主要經紀商給付一定金額給投資人；相反的，若股價下跌一定比例，則投資人即須給付一定金額給主要經紀商。此外，無論股價是漲是跌價抑或是平盤盤整，投資人均須按日或按月給付利息或手續費給主要經紀商。然而，對於主要經紀商來說，雖然他們可以收取利息以及手續費，但若是股價持續上漲，則他們可能需要給付給投資人的金額可能超過其收取的手續費而需承擔鉅額損失，因此，即使總報酬交換契約中不會約定，但主要經紀商在此時通常會轉而從市場上買入該檔股票，如此一來，即使因股價上漲而需給付投資人金額，但銀行也會因手中持有的股價上漲而獲利；若股價不斷下跌，則雖然其手中持有的股票產生虧損，但能從投資人一方獲得約定的金額，如此對於銀行而言即達成完全對沖市場風險、並且可以穩定地賺取投資人所給付的手續費。

舉例而言，若 A 銀行與 B 投資人簽訂了一個總報酬交換契約（下稱 TRS），契約內容為：雙方約定之證券為在臺灣證券交易所交易之「台灣積體電路製造股份有限公司」（股票代號：2330，以下簡稱台積電），若台積電股價上漲 10%，則 A 銀行應給付 B 投資人 100 萬新台幣（下同），若台積電股價下跌 10%，則 B 投資人應給付 A 銀行 100 萬，而且 B 投資人應給付 A 銀行 10 萬之手續費。此時，銀行僅需在證券市場上買入價值 1000 萬元的台積電現股，即可對沖所有的市場風險，無論市場行情係上行或下降，A 銀行都能夠穩穩的賺取 B 投資人給付的 10 萬手續費，本文將上述的情形以 A 銀行的角度以圖表之方式呈現如下：

若台積電股價上漲 10%		若台積電股價下跌 10%
-100 萬	與投資人 B 簽訂的 TRS	+100 萬
+100 萬	A 銀行手中台積電的現股盈虧	-100 萬
+10 萬	手續費	+10 萬
+10 萬	A 銀行收益合計	+10 萬



表 1：權益交換示例（作者自製）

然而，由於任何一檔股票的下跌幅度都是無法預測的，因此，銀行會要求投資人須存放一定的保證金（Margin），若股價下跌，則投資人不僅仍需支付利息給銀行，股價下跌所造成的損失亦應由保證金中扣除，若是保證金的額度即將無法給付股價下跌的損失，銀行就會向投資人要求追繳保證金（Margin call），若投資人無法再繳交更多保證金予銀行，則銀行會強行將投資人的股票部位全部賣出平倉（此即為實務上通稱的「斷頭」），計算賣出價額，以保證金相抵再計算出最終的實際損益，若保證金仍然不足以彌補股價下跌的價差，則由銀行承擔此筆損失；而若仍有剩餘的金額，銀行才會再將餘款退還給投資人。

既然簽訂總報酬交換契約不僅需支付利息給主要經紀商、甚至有可能被斷頭的風險，為什麼還會有投資人想要簽署此類契約？蓋對於投資人而言，總報酬交換契約相較於投資人直接購買現股，能提供其他好處：首先是放大財務槓桿，若是由投資人直接購買某檔股票的現股，必須拿出同等的現金，亦即無法施以任何槓桿；然而若是透過總報酬交換契約，則通常可以達到 2~5 倍的槓桿倍數，亦即若拿出 100 元現款當作保證金，即可以操動 200-500 元的股票部位。第二個好處則是，由於根據權益交換契約，需要實際買入特定股票的人是銀行而非投資人，因此，投資人可以透過銀行來隱藏他的持股部位，一來可以避免因為需要申報而引來市場或監管單位關切，或更甚至引起其他投資人針對他持股的巨大部位攻擊相關股價。

而第二種總報酬交換契約的實行方式和上述之契約大同小異，其實行方式則是：投資人同樣的選擇一間商業銀行作為他的主要經紀商，並且與主要經紀商簽訂契約，讓主要經紀商幫投資人買入一檔或數檔特定的股票，並且投資人須按日或按月給付利息給主要經紀商，而關於因持有該檔股票而產生的股利、或是股價上漲後將之賣出得來的資本利得，一律歸屬於投資人。一言以蔽之，此方式的架構其實就是投資人透過支付利息向主要經紀商貸款，讓主要經紀商幫投資人購買特定的股



票，並且由投資人承擔該檔股票的所有盈虧<sup>80</sup>。而至於保證金的存放與追繳、面對的斷頭風險以及能夠藉此得到的好處則與第一種方法原則上並無太大差異，端看契約雙方如何約定，故不再加以贅述。

第一種與第二種形式的總報酬交換契約的差別之處在於，在第一種形式，即使契約未約定，但主要經紀商為了對沖市場風險，基於商業習慣仍會購入該檔股票之現股；而在第二種形式，則是由投資人方直接要求主要經紀商購入特定的股票，雖然根據契約係由投資人承擔關於該股票漲跌之風險，但股票之所有權仍屬於主要經紀商。但這兩種形式相同之處則是，若此時該股票的公司召開股東會，則有權行使表決權之人仍為主要經紀商，但對於該些股份真正具有利益關係的人卻是與其簽訂交換契約的投資人，因此此時就產生了股票之經濟利益與表決權解離的情形。

## 第二款 透過權益交換達成空洞投票

正因為總報酬交換契約可以放大對目標公司持股部位且兼具不需揭露的特性，提供了想達到空洞投票的投資人可趁之機，以下舉發生在紐西蘭的 Perry—Rubicon 案<sup>81</sup>加以說明。

一間設立於美國之對沖基金 Perry 公司是紐西蘭公開發行公司 Rubicon 的主要股東，且其持股高達近 10%，由於紐西蘭證券市場法<sup>82</sup>也有類似美國證券交易法 13(d)的揭露規則，也就是在公開發行公司持股超過 5%的大股東需要揭露其持股部位公司。Perry 原先已經在 2001 年 6 月 31 日宣稱持股已經低於 5%，但在 2002 月 7 月 11 日卻突然披露 Perry 公司持有 16% 的 Rubicon 公司股份，Perry 公司向德意

<sup>80</sup> 股乾爹 KuKanTieh，Archesos 是什麼？Archesos 爆倉始末懶人包！與瑞信破產案有關聯？，2022 年 10 月 3 日，<https://www.stockfeel.com.tw/archegos-%E7%88%86%E5%80%89-viacom-cbs/>。（最後瀏覽日：2023 年 1 月 9 日）

<sup>81</sup> 陳肇鴻，論權益交換與大股東持股揭露之法律問題，法學新論，第 7 期，頁 105-130（2009 年）；Hu & Black, *supra* note 9, at 1029-1031.

<sup>82</sup> New Zealand Securities Markets Act 1988, Part 2, Subpart 3, §§ 20-22.  
<https://legislation.govt.nz/act/public/1988/0234/latest/DLM139727.html>.



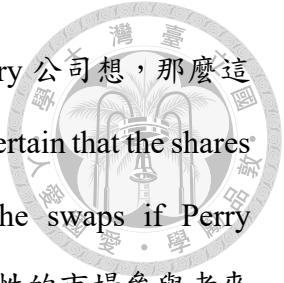
志銀行（Deutsche Bank）以及瑞士銀行（UBS Warburg）購買了高達 3100 萬股的 Rubicon 公司的股票，且剛好趕上了在 Rubicon 公司的股東會投票。

Perry 公司是如何辦到的？事實是，Perry 公司雖然確實在 2001 年的 5 月 31 日賣出其本來持有的 Rubicon 公司股份，總計 3100 萬股給德意志銀行與瑞士銀行，但同時也與兩家銀行簽訂了權益交換契約（Equity Swap），並在需要投票權時，再終止 Swap 並買回該些股份，Perry 公司聲稱持有該權益交換契約不在紐西蘭證券交易法的揭露範圍內，Perry 公司雖在一審敗訴，但於上訴時勝訴<sup>83</sup>。

雖然無法確定 Perry 公司與兩家銀行的權益交換契約的具體內容，但 Perry 公司之所以可以如此確定自己可以在 Rubicon 公司召開股東會時即時取回該些股份並行使表決權，主要原因在於對於德意志銀行以及瑞士銀行來說，他們必須對沖掉和 Perry 公司簽訂的權益交換契約的風險，但因為 Rubicon 公司的股票是交易量極低、流動性極差的股票（given the thin market for Rubicon shares），因此兩家銀行無法在市場買入如此大量的 Rubicon 公司現股、亦無法確保在 Perry 公司向他們終止權益交換契約後，能夠在市場即時的賣出如此大量的股票（有可能市場上根本沒有人願意應買如此大量的股份，即使有，但因為供給量遠大於供給量，可能也會導致 Rubicon 公司股價大幅下跌，造成兩家銀行巨額虧損），換言之，除了將 Rubicon 公司的股份在賣回給 Perry 公司以外，並沒有其他合理、符合成本的方式能夠讓兩家銀行對沖掉這個市場風險。而這件事也是 Perry 公司所能預期到的，因此只要 Perry 公司終止了雙方的權益交換契約，這兩家銀行一定都會再將股份賣回給 Perry 公司（這種私下交易的方式也被稱為「Block Trade」<sup>84</sup>）。

<sup>83</sup> Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corp. [2003] 2 NZLR 216. Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corp. [2004] 1 NZLR 731.

<sup>84</sup> Hugh Son, *Morgan Stanley dumped \$5 billion in Archegos' stocks the night before massive fire sale hit rivals*, CNBC(Apr 6, 2021) <https://www.cnbc.com/2021/04/06/morgan-stanley-dumped-5-billion-in-archegos-stocks-before-fire-sale.html>; Steven Arons, Erik Schatzker, Donal Griffin, *Deutsche Bank Dodged Archegos Hit With Quick \$4 Billion Sale*, Bloomberg(Apr 1, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-31/deutsche-bank-dodged-4-billion-archegos-bullet->



上訴法院也認為：「當 Perry 公司終止權益交換時，只要 Perry 公司想，那麼這些股份將被賣回給 Perry 公司是幾乎確定的事實（It was almost certain that the shares would be sold to Perry Corporation upon the termination of the swaps if Perry Corporation wished to buy），並認為這件事實應該「對於任何理性的市場參與者來說都是顯而易見的」（this market reality would have been obvious to any reasonably market participant.）。此外，上訴法院也認定 Perry 公司毋庸揭露他們的衍生性金融商品部位，因為在澳洲、美國或英國都不需要揭露類似資訊。

而學者也進一步指出，對於權益交換的交易商而言，持有相對應的股份以對沖經濟風險是十分常見的，特別是在契約所約定的股票交易量很小（thinly traded）且涉及的股票數量又十分龐大時。此外，在英國也有案例顯示，當主要經紀商有按照上述的商業慣例（market convention）購入權益交換契約的標的股票時，如果主要經紀商被其客戶（亦即投資人）要求，則在解除權益交換契約後通常會把股份再賣回給其客戶（如同 Perry—Mylan 案中，Perry 公司的主要經紀商將 Rubicon 公司的股票賣回給 Peery 公司），或者在繼續持有該些股份的期間，只要客戶要求，就會依照客戶的指示投票。理由是如果拒絕客戶的這些要求，可能會影響到與客戶間的業務關係，而且可能也會使市場開始質疑，該主要經紀商是否是可信賴的權益交換契約的交易相對人<sup>85</sup>。

英國的收購及併購委員會（The Code Committee of the UK's Panel on Takeovers and Mergers）則指出<sup>86</sup>，權益交換契約的投資人（a long equity swap holder）通常都會期望，與他交易衍生性金融商品的相對人，能夠「確保」那些股份可以依照客戶

---

with-quick-sale#xj4y7vzkg. 銀行私底下以低於市場行情的價格，將股票賣給銀行自己的客戶（通常是對沖或避險基金等法人機構）。例如在 2021 年發生的對沖基金 Archegos 的爆倉倒閉事件，摩根士丹利銀行及德意志銀行即透過 Block trade 的方式，將股票大量賣給其避險基金客戶（德意志銀行賣了價值 40 億美金的相關股票給歐洲最大的避險基金 Marshall Wace），以避免更近一步的損失。

<sup>85</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1030-31.

<sup>86</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1031.



的意願來執行表決權，或者是在權益交換契約終止時，那些股份可以從交易相對人手上被賣回給投資人。然而，必須注意的是，上述提及的商業慣例或是市場期望都並非「保證」，畢竟在權益交換的契約中，通常不會約定主要經紀商一定要買入該些股份（例如上述提及的第一種形式的總報酬交換契約），因此主要經紀商並未負有要將股份賣回給投資人的義務。

2006 年發生在加拿大一起案例就說明了此商業慣例並非絕對：2006 年，希爾斯控股公司（Sears Holdings Corp.）對其位於加拿大的子公司希爾斯加拿大公司（Sears Canada）發起了逐出邀約（Buyout offer），此時有一間對沖基金和加拿大第三大的商業銀行，豐業銀行（Scotia bank）簽署了有關希爾斯加拿大公司的權益交換契約。若想成功通過此項由希爾斯控股公司發起的併購案，則需要希爾斯加拿大公司裡大多數少小股東的同意，然而，希爾斯加拿大公司的獨立董事以及大多數股東都反對該項併購案。該對沖基金或許認為豐業銀行會依照商業慣例，在終止權益交換契約之後將希爾斯加拿大公司的股票賣回給自己，那麼他們就可以行使反對該項併購案的表決權了。然而，出乎意料的是，豐業銀行不僅沒有將改些股票賣回給該對沖基金，反而直接行使了希爾斯加拿大公司股份的表決權，並且對該併購案投下了同意票。針對這次的情況，有兩種可能：第一個情況是豐業銀行本身就是空洞投票人，豐業銀行基於和希爾斯控股公司的關係，因此對於希爾斯加拿大公司有負面的經濟利益；第二種可能是，希爾斯控股公司是空洞投票人，透過自己對豐業銀行的影響力，要求豐業銀行在該次併購案中投下同意票<sup>87</sup>。該對沖基金在事後抱怨豐業銀行並沒有遵照商業慣例，並且期望這筆交易會受到監管以及法律審查<sup>88</sup>。

### 第三款 小結

由上述的類型介紹以及案例中可以得知，交換契約存在著各種型態且不同型

<sup>87</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1031.

<sup>88</sup> Jesse Eisinger, *In Canada, a Face-Off Over Sears*, The Wall Street Journal (Apr.12, 2006), <https://www.wsj.com/articles/SB114480713400523667>.



態間之功能各不相同，確實能夠促進金融市場的多樣性。然而，一旦交換契約與股權產生連結時，即有可能遭到有心的投資人濫用，例如透過權益交換契約，甚至可以在目標公司、監管機構以及其他市場參與者完全不知情且自身對於目標公司亦不具經濟利益的情況下，取得目標公司的表決權，而成為空洞投票人。此外，正因為權益交換具有場外交易、不會被揭露的特性，甚至有可能單一家對沖基金就和多家銀行成立權益交換契約，且因為權益交換的隱蔽性，各銀行間也不會知道其他銀行和同一個對沖基金簽訂了契約。如此一來，單一對沖基金在資本足夠、槓桿夠高的情況下，對某一特定公司的持股可能遠遠超過申報標準、甚至成為大股東卻仍然不用申報。

例如在 2021 年發生的 Archegos 爆倉事件中，由基金經理人 Bill Hwang 經營的 Archegos 家族基金（Family Office），就一口氣和美國華爾街的數間銀行如高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、富國銀行（Wells Fargo & Company）、歐洲的德意志銀行（Deutsche Bank）、瑞士信貸（Credit Suisse）、瑞銀集團（UBS）、日本的野村集團（NOMURA）等銀行簽訂權益交換契約<sup>89</sup>，使銀行們作為 Archegos 的主要經紀商，標的包含美國的串流媒體哥倫比亞廣播公司（Viacom CBS）、Discovery 以及數支中概股<sup>90</sup>。根據後來的報導指出，由於股市的震盪加上 Archegos 過度高槓桿的重倉，使得其損失高達 200 億美元<sup>91</sup>，且其重倉的 8 支股票在 8 個交易日內，下跌了 16-61%<sup>92</sup>。

<sup>89</sup> Hayley McDowell, *The collapse of Archegos Capital Management*, THETRADE, (July 16, 2021), <https://www.thetradenews.com/the-collapse-of-archegos-capital-management/>. Bram Berkowitz, *Wells Fargo Had Exposure to Archegos Capital, but Didn't Take Any Losses*, THETRADE, (Mar 30, 2021), <https://www.fool.com/investing/2021/03/30/wells-fargo-had-exposure-to-archegos-capital-but-d/>.

<sup>90</sup> Mathew Fox, These are the 8 stocks that plummeted as Archegos Capital margin call led to \$20 billion liquidation, Insider, (March 29, 2021), <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/archegos-capital-margin-call-20-billion-liquidation-8-stocks-plummeted-2021-3-1030254795>.

<sup>91</sup> Erik Schatzker, Sridhar Natarajan, Katherine Burton, *Bill Hwang Had \$20 Billion, Then Lost It All in Two Days*, Bloomberg(Apr 27, 2022), <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-04-08/how-bill-hwang-of-archegos-capital-lost-20-billion-in-two-days>.

<sup>92</sup> Ken, *What the Archegos hedge fund blowup can teach us*, AQUMON (Apr 8, 2021),



絕大部分的討論均集中在採取如此冒險激進政策的基金可能會嚴重影響到資本市場的穩定性，甚至有可能進一步引發如同 2008 年金融危機、1998 年長期資本管理公司（Long-Term Capital Management, LTCM）倒閉<sup>93</sup>的全球系統性風險，因此要求華爾街投行重新審視低利率、高槓桿可能造成的流動性風險，並要求美國證券交易委員會（U.S. Security and Exchange Commission, SEC）加強監管力道<sup>94</sup>。

然而本文想加以探討的，並非是從市場監管的角度切入，而是自空洞投票對於公司治理造成負面影響的觀點加以探討。誠然在 Archegos 的案例中，其基金經理人 Bill Hwang 應無欲透過權益交換契約成為空洞投票人之意圖，蓋其並未有行使該些公司股份的表決權的紀錄；且因 Bill Hwang 在權益交換契約中屬於做多方，故其係期望公司之價值能夠充分被市場認識以拉升股價、並透過槓桿大幅獲利，因此亦殊難想像其具有損害持股公司利益的意圖。然而，權益交換契約本即十分具有彈性，只要雙方投資人達成協議，將權益交換契約改成做空公司並非不可行，或者只要搭配其他看空的期貨或選擇權即可以達到相同或類似效果。

若單一法人機構可以在避開監管單位、目標公司的情況下對單一公司掌握如此大量的部位，且若其主要經紀商願意聽從該法人機構的指示以行使表決權，則權益交換契約之投資人可以輕易的透過行使表決權來影響公司經營、管理，如此一來對於公司治理層面所產生的負面影響，恐怕不下於對證券市場穩定性的影響，而同樣有加強管制之必要。

---

<https://www.aqumon.com/en/blog/788/what-the-archegos-hedge-fund-blowup-can-teach-us/>.

<sup>93</sup> Roger Lowenstein 著，林東翰譯，跌落神壇的金融天才 史上最大對沖基金 LTCM 興衰啟示錄，頁 321-370 (2023 年)。

<sup>94</sup> Jesse Hamilton, *Archegos Collapse Revealed ‘Weaknesses’ in Global Banks, Fed Says*, Bloomberg (Non 25, 2021). Joe Parsons, *Archegos Capital fallout may force Wall Street to review its secret tools to win business*, THETRADE, <https://www.thetradenews.com/blog/archegos-capital-fallout-may-force-wall-street-to-review-its-secret-tools-to-win-business/> (last visited Jan 14,2021). Jonathan Stempel, Bill Hwang, Archegos Demand End to SEC Lawsuit Over \$36 Billion Firm's Collapse, Reuters, <https://money.usnews.com/investing/news/articles/2022-10-25/bill-hwangs-archegos-demands-end-to-sec-fraud-lawsuit>. (last visited Jan 14,2021)



準此，本文欲討論者即係，透過上述曾提及之金融工具或衍生性金融商品，無論是透過證券借貸、可轉換公司債或是權益交換契約，均可輕鬆地達成空洞投票，然而在現行法下，如我國的證券交易法第 43 之 1 條以及美國證券交易法的 13D-13G、第 16 條的<sup>95</sup>規定，可能均無須揭露，如此的規範是否有不足之處？應如何修正？本文以下將分別介紹美國法的規範以及學者對其之批評及建議，接著介紹我國法的現行相關規範，並且討論有何不足之處以及應如何改進。

---

<sup>95</sup> 根據美國證券交易法之揭露規定，公司內部人、機構投資人、持有公開發行公司 5%以上股份的股東等有揭露義務，但若是做空或透過衍生性金融商品建立之部位，則可能無須揭露，詳細的法條內容將於第三章介紹、討論。



## 第三章 空洞投票對公司治理之衝擊——以美國法為例

透過上一章對於空洞投票之定義以及曾發生的案例介紹可知悉，空洞投票本身係「股份所有權」與「經濟上利益」解離之情形。在此解離的情況下，「一股一表決權」原則雖已遭挑戰，然是否需恪守此原則本係政策取向，例如我國公司法早已有無表決權或是一股多權的特別股便為適例<sup>96</sup>。在美國亦有透過允許設置特別股的法律規範以架構非一股一權的「雙重股權結構」(dual class share structure)，通常會設置兩到三種股份，一種是一股一表決權的普通股，一種則是一股 10 表決權或 5 表決權的特別股，一種則可能是無表決權股，此種設置方式可讓公司的實際經營者只要掌握少量的特別股股份，即可維持對公司之經營權。

例如傳奇價值投資人華倫巴菲特（Warren Buffett）的投資公司波克夏海瑟威（Berkshire Hathaway）、Visa、運動大廠 Nike、Under Armour、科技巨頭 Google 的母公司 Alphabet、Facebook（現已改名為 Meta Platforms, Inc.），均是透過此種雙重股權結構的方式維持其經營權。英國、香港、日本、新加坡、德國、義大利、西班牙等國家亦有類似規定，可透過章程規定發行複數表決權、限制表決權或無表決權之特別股以達到雙重或多重股權結構<sup>97</sup>，就此觀之，一股一表決權之原則似乎並非堅不可破之聖旨<sup>98</sup>。然囿於篇幅，且一股一表決決並非本篇論文之研究重心，故本

<sup>96</sup> 公司法第 157 條第 1 項第 4 款：「複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股」、閉鎖公司專章中第 356-7 條第 1 項第 4 款：「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。」

<sup>97</sup> 朱德芳（註 3），頁 159-165。

<sup>98</sup> 曾宛如，家族企業之傳承與併購防禦——公司法制之現況與不足，月旦法學雜誌，第 325 卷，頁 18-31（2022 年）。方嘉麟、林郁馨，複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例，月旦民商法雜誌，第 52 卷，頁 42-61（2016 年）。朱德芳（註 3），頁 159。陳盈如，「同股不同權」臺灣與中國大陸雙層股權結構之發展觀察，財經法學研究，第 4 卷第 1 期，頁 1-15（2021 年）。



文無意詳細討論一股一表決權原則是否妥當以及應以其他理論取而代之；相對的，本章首先欲將重點集中在空洞投票對於公司治理可能產生的衝擊以及造成的負面影響，接著論證為何其具有立法監督之必要性，最後援引現行學者已提出之立法建議，並加以分析討論，以嘗試提出比較法對我國法值得借鑑之處。

準此，本章將在第一節先討論空洞投票之情況為何須透過立法或修法規範、介紹美國證券交易法上關於空洞投票之相關揭露規定，接著在第二節、第三節以及第四節中，討論外國學者對於美國現行法揭露規定提出之改革建議，並對解決方案加以分析、討論，包含擴大揭露範圍、建立完整的揭露規定，以及對於空洞投票的表決權加以限制等。

## 第一節 美國現行法對空洞投票之規範

### 第一項 空洞投票對公司治理可能的負面影響

單就空洞投票此一「股份所有權」與「經濟上利益」解離之情形而言，其優點包含可能激勵公司經營層提升經營效率、亦可能提升公司股東行使表決權之效率；就其缺點，或可被用以操控股東會之表決結果或被公司內部人用以規避相關的揭露規定<sup>99</sup>。就此觀之，空洞投票有利有弊，乍看之下似乎並非僅對公司治理有害，則吾人是否可謂，未就空洞投票加以規範亦是種政策選擇？

然而，在涉及公司經營權的情形，無論係公司派透過空洞投票以鞏固經營權，使股東無法透過撤換董事作為監督經營層之手段；抑或是市場派透過空洞投票，在規避揭露義務的同時搶奪經營權，甚至是對公司經營權以及股東權益毫無關心的對沖基金透過空洞投票閃擊公司、攫取利益後即揚長而去，此時是否仍可謂僅係政策選擇之當然結果，而毋庸主管機關透過法規加以監管？應有加以探討之必要。

<sup>99</sup> 詳細內容可見本文第二章第三項：空洞投票之利與弊。



## 第二項 法制介紹

### 第一款 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)

根據美國證券交易法 Schedules 13(d)之規定，任何「直接或間接」持有公開發行公司 5%以上股份的「實質所有權」(beneficial ownership) 的股東，必須在持股超過 5%的 10 天內，提交 13D 報告 (Form 13D) 紿美國證券交易委員會 (United States Security and Exchange Committee ,SEC )。而就「實質所有權」(beneficial ownership) 的定義被規定在 Rule 13d-3，實質所有權包含：「直接或間接透過任何契約、協議、約定、關係或其他方式」(directly or indirectly through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise.) 單獨持有及共有的方式取得投票權或投資權力，以及「在 60 天內透過行使選擇權 (option) 或權證 (warrant) 等取得所有權」<sup>100</sup>。

若是特定的機構投資人，且係採取「被動投資」的方式（基於正常業務關係持有股份，且沒有取得經營權意圖）持有公開發行公司 5~20%的股份，則根據 Schedules 13(g)的規定，可以提交比較簡短的 13G 報告 (Form 13G，通常在每年的 2 月 15 日提交，報告上一年的持股部位，有著 45 天的延遲）<sup>101</sup>。

此外，Schedules 13(d)以及 Schedules 13(g)均要求揭露持有的股票數量和種類及過去 60 天關於該有價證券的買賣交易紀錄，且依此二法條揭露之資訊均應公開予大眾知悉。然而無論是 Schedules 13(d)或 Schedules 13(g)的規定，均未要求股東揭露對於證券的做空部位，無論是透過股份或是衍生性金融商品做空。只有在因為大量的做多部位觸發揭露規定時，才需要揭露部分的做空部位<sup>102</sup>。

然而，Schedules 13(d)以及 Schedules 13(g)的規定如何適用於證券借貸尚不明確。雖然證券借貸會涉及到有價證券所有權的移轉，故似乎只要持股超過揭露門檻、

<sup>100</sup> 17 C.F.R. 240.13d-3(a)..

<sup>101</sup> Security Exchange Act of 1934 §13(g).

<sup>102</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1040-1041.



並且有證券借貸行為即須依照兩款規定揭露。然而，實際上的問題是，若股東在股東會的基準日前借入股票（亦即欲透過「捕捉股東會基準日」達到空洞投票），由於股東會的基準日通常不會在年末，故實際上難以透過 Schedules 13(g) 要求此類股東揭露。此外，若是證券借貸時並無影響經營權的意圖，亦毋庸依照 Schedules 13(g) 揭露。因此，證券借貸實際上可能只會觸發 Schedules 13(d) 的揭露規定<sup>103</sup>。

在股東有意透過衍生性金融商品形成空洞投票的情況，Schedules 13(d) 以及 Schedules 13(g) 的規定，是否會被觸發，使得空洞投票者必須提前揭露其持股部位、並進而產生嚇阻其行為之效果？試以 Perry—Rubicon 案檢視。

Perry 公司雖只親自持有 Rubicon 公司不到 5% 的股份，惟其透過與德意志銀行及瑞士銀行簽訂權益交換契約，而這些交換契約涉及的 Rubicon 公司股份則高達 3100 萬股（大約佔 Rubicon 公司股份的 11%）。由上一章對於交換契約的介紹可知，由於和其主要經紀商訂立交換契約的投資人（本件中的 Perry 公司）毋庸親自買入目標公司（本件中的 Rubicon 公司）的股份，因此 Perry 公司持股既然沒有超過 5%，而且權益交換契約既不是 Schedules 13(d) 要求揭露的標的，SEC 的規則亦未明確指出權益交換契約需揭露。衍生性金融商品交易市場中享譽盛名的律師事務所的合夥人也指出，權益交換契約根據慣例無庸揭露<sup>104</sup>。因此 Perry 公司似乎僅需依照 Schedules 13(g) 報告揭露其有取得 Rubicon 公司經營權的目的，而不需要依據 Schedules 13(d) 的規定揭露。然而，若一併討論 Rule 13d-3 關於「實質所有權」的揭露規定，則權益交換契約是否構成「直接或間接透過任何契約、協議、約定、關係或其他方式取得投票權」？或有進一步討論的空間。

雖學者有認，僅持有權益交換契約不會被認定是擁有股份的實質所有權<sup>105</sup>。然

<sup>103</sup> See Hu & Black, *supra* note 9, at 1041.

<sup>104</sup> Chin-chong Liew, *Disclosure Requirements for Purely Cash-settled Derivatives*, HONG KONG LAWYER, June 2000, 轉引自 Hu & Black, *supra* note 9.

<sup>105</sup> EDWARD E GREENE ET AL, U.S. REGULATION OF THE INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES MARKETS, 895-901(12<sup>TH</sup> ED. 2017).



而，若是仔細的觀察環繞在 Perry 公司周圍的經濟動態 (economic dynamic)，亦即於第二章第二款曾提及的「商業慣例」可能就會發現，由於主要經紀商幾乎都會想要減少其在經濟上的市場風險，因此他們最常採取的避險方式就是購入與權益交換契約相對應數量的現股股份 (hold matched shares)，以對沖其在權益交換契約上的曝險，因此在客戶解除權益交換契約後，通常會把股份再賣回給其客戶。即使 Perry 公司沒有事先和主要經紀商討論，但其因為相信解除與德意志銀行以及瑞士銀行簽訂的權益交換契約後，兩家銀行會遵守市場慣例而把 Rubicon 公司的股票賣回給自己，如此是否仍符合「透過任何契約、協議、約定、關係」的規定，而需要依法揭露？特別是自「擴大實質所有權人認定範圍」之觀點，以規範透過「約定」來刻意規避揭露義務者<sup>106</sup>。

即使 Perry 公司直接提交了 13G 報告，惟因 13G 報告具有於隔年 2 月才需提交的延遲特性，13G 報告提供之資訊對防止空洞投票似乎毫無意義。此外，Perry 公司也主張，權益交換契約並不在 13(d)的第 6 目 (Item 6 of Schedule 13(d))，要求揭露「任何契約、協議約定、關係」的範圍內。即使 Perry 公司必須依照 Schedules 13(d)揭露，Perry 公司應該揭露什麼？是他和主要經紀商簽訂的權益交換契約？還是他透過衍生性金融商品隱藏經濟所有權的行為？或者是 Perry 公司期待在終止和德意志銀行以及瑞士銀行簽訂的權益交換契約後，兩家銀行會將 Rubicon 公司股份賣回給自己的「商業慣例」？

綜上所述可知，Schedules 13(d)和 Schedules 13(g)對於揭露空洞投票，只能發揮有限的效果。此外，挑剔此類揭露規定未將空洞投票納入規範顯未考量到法條之歷史演進，蓋在設立 Schedules 13(d)及 Schedules 13(g)的 1970 年代，那時的期權市場才在起步階段，因此金融市場上根本不存在可於場外交易的衍生性金融商品（例如權益交換契約），因此殊難想像法規規範範圍能及於尚未出現之衍生性金融商品

<sup>106</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1041-1042.



這或許也反應了在監管衍生性金融商品在空洞投票的困境：隨著金融市場的不斷發展，衍生性金融商品的種類不斷推陳出新，若是想透過立法規範「何種形式」的衍生性金融商品應揭露相關資訊，恐怕是治標不治本的方式，畢竟修法的速度永遠跟不上日新月異的衍生性金融商品的演化速度，讓立法者追著不斷創新的金融商品無異於治絲益棼。因此，相較於思考如何規範新型態的衍生性金融商品，或許自「實質股權所有人」的角度思考才能夠標本兼治、將空洞投票對公司治理造成的危害斬草除根，以解決舊法無法規範最新型態的衍生性金融商品的舊患。

## 第二款 Section 13(f)

除了上述提及的兩個披露規定 Schedules 13(d) 以及 Schedules 13(g)，美國證券交易法的第三種披露規定是 Section 13(f)，依照此項規定，持有 1 億美元以上的美國證券的機構投資經理人 (institutional investment management)，在每個季度結束後 45 天內，必須提交 13F 報告給美國證券交易委員會，揭露其持有的證券。而機構投資經理人的定義則相對廣泛，包含了除自然人以外，為自己的個人帳戶進行投資或買賣的所有人；以及無論是否為自然人，為任何其他人的帳戶行使投資決定權的任何人<sup>108</sup> (includes any person, other than a natural person, investing in or buying and selling securities for its own account, and any person exercising investment discretion with respect to the account of any other person.)。且 13F 報告如同 13D 、13G 報告，亦應公開予大眾知悉，13F 報告亦常被投資人作為觀測市場中巨鯨動向之工具，亦會被當作投資環境或市場前景之風向球<sup>109</sup>。

依據 Section 13(f) 需要揭露的範圍只包含在美國公開交易的有價證券，揭露的資訊包含：股票代碼 (CUSIP number)、有價證券的種類（例如是普通股、選擇權

<sup>107</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1042-1043.

<sup>108</sup> Security Exchange Act of 1934 §§ 3(a)(9), 13(f)(1), 13(f)(6)(A).

<sup>109</sup> U.S. Security and Exchange Commission Division of Investment of Management, Form 13F Data Sets, <https://www.sec.gov/dera/data/form-13f>.(last visited Feb. 3,2023).



等)、持有數量、單獨或共同持有表決權；然而，並非所有表決權都要揭露，若僅對「常規事項」有表決權也毋庸申報，僅在對「非常規事項」具表決權才需申報。非常規事項包含：有爭議的董事選舉 (contested election of directors)、公司合併、出售公司所有或幾乎所有重大資產、影響股東權利的章程修正案、會改變公司基本投資策略 (a change in fundamental investment policy) 等<sup>110</sup>。此外，場外交易不須揭露，因此即使持有需要揭露的有價證券或衍生性金融商品，只要是透過場外交易，就不需要依照 Section 13(f) 揭露<sup>111</sup>

在機構投資人證券借貸或者持有衍生性金融商品的情形，則有不同的規範：在證券借貸的情況下，雖有價證券的所有權已經被移轉到借券人的名下，惟仍由出借人負申報義務，借券人則毋庸申報<sup>112</sup>。於持有選擇權之情況，如果持有的認售或是認購選擇權 (put or call options) 被列在 Section 13(f) 的官方列表上 (Official List of Section 13(f) Securities)，則需要申報<sup>113</sup>。權證的申報規定和選擇權相同，若持有的權證被列入 13F 的官方列表，則一樣需要申報<sup>114</sup>。不過需要注意的是，13F 報告只需要揭露做多部位 (long positions) 不需要揭露做空部位 (short positions)，且如果同時持有做多及做空部位時，也不應該把兩部位相扣除，只揭露做多部位即可<sup>115</sup>。

從上述 Section 13(f) 的規定可以發現，其主要的揭露要求是：資產達到一定規模 (1 億美元) 的機構投資人須揭露其持股部位，且只要是公開交易的有價證券，不論是股票或是衍生性金融商品都應揭露。在第二章提及的空洞投票案例中，空洞

<sup>110</sup> Form 13F, Information Required of Institutional Investment Managers Pursuant to Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rules Thereunder, Special Instruction 12(b)(viii), 17 C. ER. § 249.325 (2005) [hereinafter "Form13F". 轉引自 Hu & Black , *supra* note 9, at 1042-1044.

<sup>111</sup> Security Exchange Act of 1934 §§ 13(f)(1)(A), 13(f)(1)(E).

<sup>112</sup> U.S. Security and Exchange Commission Division of Investment of Management, Frequently Asked Questions About Form 13F (Question42), <https://www.sec.gov/divisions/investment/13ffaq>.(last visited Feb. 4,2023)

<sup>113</sup> SEC Form 13F FAQ, *supra* note 112, Question 7, Security Exchange Act of 1934 §§ 13f-1(c),13(f)(4).

<sup>114</sup> SEC Form 13F FAQ, *supra* note 112, Question 7, Security Exchange Act of 1934 §§ 13f-1(c),13(f)(4).

<sup>115</sup> SEC Form 13F FAQ, *supra* note 112, Question41.



投票人往往都是對沖基金等機構投資人，且相較於持有現股，他們更願意透過衍生性金融商品使其股份的經濟所有權與表決權解離，因此 Section 13(f)的規定對於空洞投票的防範似乎可以發揮到一定的效果。然而，Section 13(f)的缺點也顯而易見：首先，Section 13(f)和 Section 13(g)一樣有延後 45 天申報的特性，一個是在每季申報，一個則是每年申報。如果股東會開會日期在該季度的期間內或是在該季度結束的 45 天內，亦即機構投資人在股東會後才需要依照 Section 13(f)進行申報，則似乎難以產生預先防止空洞投票發生的效果。

此外，Section 13(f)的揭露的標的雖然包含股票以及衍生性金融商品，但都只限於公開交易。然而，衍生性金融商品的買賣本來就時常透過場外交易的方式為之，且機構投資人選擇透過衍生性金融商品達成空洞投票的原因之一正是其不需公開交易的隱蔽性，例如在第二章提到的 Perry—Mylan 案以及 Archegos 案，雖然兩者的目的不同：前者是為了能夠達到空洞投票，而後者則是為了避免銀行發現其曝險部位過大而拒絕締約或者是遭到市場上的其他機構投資人狙擊，但兩者相同的地方則是均借助了衍生性金融商品的不公開性。而 Section 13(f)雖然要求機構投資人揭露股票以及衍生性金融商品的部位，卻又開啟了非公開交易者毋庸揭露的後門，在衍生性金融商品的市場中，走此後門的投資人恐怕比走正門（於公開市場交易）的人更多。因此，若將 Section 13(f)作為規範空洞投票的主要規範，似乎有捉小放大、隔靴搔癢之感，難以預見可達到規範空洞投票的實效。

### 第三款 Section 16

除上述提及之 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)以及 Section 13(f)，第四個相關的揭露規定是 Section 16，相較於 Schedules 13(d)注重於「表決權」，Section 16 則是側重於「經濟所有權」。依照 Section 16，若具有在美國公開發行的公司董事、經理人或持股 10% 以上之大股東身份，於取得上述身份 10 日內，需提交相關報告<sup>116</sup>，並應揭露持有股份的經濟所有權，以及無論是在交易所公開交易或場外交易的衍

<sup>116</sup> Security Exchange Act of 1934 §16(a)(1).



生性金融商品，包含期權、權證、可轉換債、股票轉換權或是與公司股價相關的行使或轉換權利（similar right with an exercise or conversion privilege at a price related to an equity security）<sup>117</sup>。

此外，上述衍生性金融商品的所有權、行使或轉換價格、可執行日期、到期日期以及衍生證券的數量也均應揭露<sup>118</sup>。然而應注意的是，在Section 16的揭露範圍中，並未要求揭露做空行為，其可能原因或是Section 16直接禁止了具備上述身份之人為特定的做空行為<sup>119</sup>，整體而言Section 16可謂是要求揭露範圍十分廣泛之規定。

在應依Section 16提交的報告中，再區分成Form 3、Form 4以及Form 5，Form 3是在一旦達到Section 16規範的身份時，所需提交的初始報告；Form 4則是在已經具有上述身份的情況下，於經濟上所有權有變動時提交；而Form 5則是申報年度的經濟上所有權變更<sup>120</sup>。此外，由於Section 16只注重在揭露「經濟所有權」，若是透過證券借貸借入股份或者是借出股份，則僅須揭露轉移後的持股狀態即可，毋庸揭露證券借貸的事實。

於上述Section 16的規定中可以發現，其規範重點在於要求公司內部人，包含董事、經理人以及持股超過10%以上的大股東，而具備上述身份之人，須在取得身份後10日內，揭露其持股部位以及對於衍生性金融性商品的部位，且不論其是否在公開市場交易。相較於Section 13(f)只要求揭露公開交易的衍生性金融商品；Schedules 13(d)、Schedules 13(g)甚至未要求揭露做空部位以及衍生性金融商品，依

<sup>117</sup> Security Exchange Act of 1934 §§ 16(a)(2), 16(a)(3), Rule 16a-1(c).

<sup>118</sup> EDWARD F. GREENE ET AL., U.S. REGULATION OF THE INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES MARKETS, 405(12<sup>TH</sup> ED. 2017); Hu & Black, *supra* note 9, at 1045-1046.

<sup>119</sup> Security Exchange Act of 1934 §16(c).

<sup>120</sup> Rule16a-3, Form 3: SEC Initial Statement of Beneficial Ownership of Securities, available at <https://www.sec.gov/about/forms/form3.pdf>; Form 4: Statement of Changes in Beneficial Ownership, available at <https://www.sec.gov/about/forms/form4.pdf>; and Form 5: Annual Statement of Changes in Beneficial Ownership of Securities, available at <https://www.sec.gov/about/forms/form5.pdf>, 轉引自Hu & Black, *supra* note 9, at 1045.



Section 16，無論衍生性金融商品是否為公開交易均應申報，且要求揭露之內容之詳細也遠超其他三種揭露規定。

雖 Section 16 要求揭露之範圍十分廣泛，惟仍具不足之處：其一係 Section 16 之揭露重點在經濟上所有權而非表決權，若發生僅涉及表決權流動卻未影響經濟上所有權之解離情況時，則毋庸依照 Section 16 揭露。然而，於涉及選任董事的經營權爭奪實例中，透過徵求委託書以達成空洞投票並非罕見，而 Section 16 在此類情況下將會完全無法適用，將使藉由徵求委託書達成空洞投票成為規範漏洞。其二則是，其要求揭露之主體僅限公司內部人或持股超過 10%以上之大股東，則只要不具備公司內部人之身份、或將持股控制在 10%以內，即無庸依照此項規定申報。

最後，雖上述曾提及 Section 16(c)具有禁止透過特定方式做空的規定，惟僅限於禁止行為人賣出其並未持有的證券，(It shall be unlawful to sell any equity security of such issuer (other than an exempted security), if the person selling the security or his principal (1) does not own the security sold)，亦即禁止融券放空<sup>121</sup>；惟若事先透過證券借貸將出券人之證券所有權移轉於自己名下後再將證券售出，則似乎未在禁止之列，亦即 Section 16(c)的規範射程似乎只及於融券放空而未禁止借券放空。且由於 Section 16 亦未要求借券者需揭露其係透過證券借貸之方式取得股份所有權，因此，Section 16 雖就證券借貸一事有更明確且仔細的規定，但似乎仍未盡其功。

### 第三項 小結

從前項對於現行美國證券交易法的整理可以看出，美國法上揭露規定所要求的揭露標的可謂相當廣泛，分別規範了於公開或非公開市場交易的有價證券以及各類衍生性金融商品，例如選擇權、權證；而要求揭露的對象也包含了持有公開發行公司 5%以上的股東 (Schedules 13(d)、Schedules 13(g))、持有一定資產的機構投資人 (Section 13(f))、公司內部人 (如董事、監察人或經理人) 以及持股超過 10%

<sup>121</sup> 賴冠宇，臺灣債券市場發展與放空交易管理，證券服務 653 期，頁 33-44 (2016 年)。



以上的大股東(Section 16)；此外，揭露內容也涵蓋甚廣，包含了有價證券所有權、有價證券移轉的買賣交易紀錄、衍生性金融商品的所有權、持有數量、行使或轉換價格、可執行日期、到期日期等。

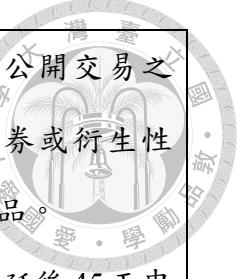
然而，現行法的規定絕非毫無改進的空間。雖然綜合來看，美國證券交易法的規範標的、對象、範圍皆十分廣泛，然而此係綜合上述四個規範之結果。實際情形是，這些揭露要求四散在這四項規定裡，且各項規定又有不同的觸發標準以及提交報告的期限，如此複雜的適用關係，一來會使市場參與者、投資人以及監管單位難以判斷，究竟要參酌哪項規定要求的揭露報告才能完整地得知預防空洞投票所需要的資訊；二來這四項規定不同的觸發標準以及提交報告的期限，使得公司在需要提交報告時無法確定持有哪些有價證券或衍生性金融商品需要申報，這可能會增加公司是否、何時申報的困擾，而可能產生重複申報或漏未申報的問題，並因此增加法遵成本。此外，上述第二項、第一款提及的 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)，其涵蓋範圍並未包含衍生性金融商品，雖因立法時並無類似的衍生性金融商品，故似難以非難當時的立法者在立法時有所疏漏，然而現行法規定並未隨著衍生性金融商品的變化而與時俱進的修改，應認仍有不足之處，而有修法之必要。

準此，美國現行法仍有不夠完善之處，存在著定義不明、要求揭露的涵蓋範圍無法跟上現行金融制度以及規定過於錯綜複雜而難以解釋、適用之種種缺點，而仍有不小的改革空間。因此，本文擬先將此四種不同規範的重點整理於下述表格，以求在加深對於現行規範體系的理解的同時，更容易洞悉現行法下規範的不足之處，接著介紹外國學者對於現行法的批評以及提出之立法修正方向，並在第二節～第四節介紹立法建議。

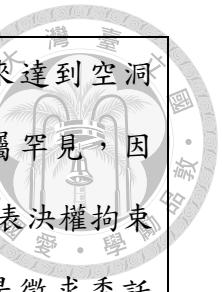
	規範對象	揭露時間	揭露標的	不足之處
Schedules 13(d)	任何「直接或間接」持有公司開發行公司	須在持股超過 5% 的 10 天內，提	持有的股票數量和種類，以及過去 60 天關	1. 未揭露做空部位。 2. 未規範到證券借貸。



	<b>5% 以上股份的「實質所有權」的股東。</b>	<b>交 13D 報告。</b>	於該有價證券的買賣交易紀錄。只需揭露做多部位，做空部位則毋庸揭露。	3. 關於「實質所有權」的定義，是否包含透過權益交換契約等衍生性金融商品的商業慣例取得投票權？未臻明確，而易產生適用上的疑慮。
Schedules 13(g)	採取被動投資的特定機構投資持有公開發行公司 5~20% 股份之股東。	通常在每年的 2/15 提交，報告上一年的持股部位，有著 45 天的延遲。	持有的股票數量和種類，以及過去 60 天關於該有價證券的買賣交易紀錄。只需揭露做多部位，做空部位則毋庸揭露。	1. 未揭露做空部位。 2. 未規範到證券借貸。 3. 關於「實質所有權」的定義，是否包含透過權益交換契約等衍生性金融商品的商業慣例取得投票權？未臻明確，而易產生適用上的疑慮。
Section 13(f)	持有 1 億美元以上的美國證券的機構投資經理人。	每個季度結束後的 45 天內。	1. 在美國公開交易的有價證券之股票代碼、有價證券的種類、持有數量、單獨或	1. 未規範到證券借貸的債券人。 2. 揭露的標的雖然包含股票以及衍生性金融商品，但都只限於公開交易，而未



			<p>共同持有表決權。</p> <p>2. 證券借貸的出借人需要申報。</p> <p>3. 被列在官方列表上的選擇權以及權證。</p>	<p>涵蓋非公開交易之有價證券或衍生性金融商品。</p> <p>3. 具有延後 45 天申報的特性，如果股東會開會日期在該季度的期間內或是在該季度結束的 45 天內，亦即機構投資人在股東會後才需要依照 Section 13(f) 進行申報，則似乎難以起到預先防止空洞投票發生的效果。</p>
Section 16	在美國公開發行的公司董事、經理人或持股 10% 以上的大股東的身份。	在取得特定身份的 10 日內。	<p>應揭露持有股份的經濟所有權，以及無論是在交易所公開交易或場外交易的衍生性金融商品，包含期權、權證、可轉換債、股票轉換權或是與公司股價相</p>	<p>1. 揭露重點在經濟上所有權而非表決權，則若是遇到僅涉及表決權的流動卻未影響到經濟上有權的解離情況時，就毋庸依照本條揭露。然而在涉及選任董事的經營權爭奪實例中，透過表決權拘束契約或是徵求</p>



		<p>關的行使或轉換權利。</p>	<p>委託書來達到空洞投票非屬罕見，因此，透過表決權拘束契約或是徵求委託書可能可以規避本條規定，而形成規範漏洞。</p> <p>2. 雖有禁止透過特定方式做空的規定，但僅限於禁止賣出行為人於出賣當時未持有的證券，但若是事先透過證券借貸的方式將出券人的證券所有權移轉於自己名下後再將證券售出，則似乎未在禁止之列，亦即Section 16(c)的規範射程似乎只及於融券放空而未禁止借券放空。</p>
--	--	-------------------	---

表 2：Schedules 13(d)、Section 13(f)、Schedules 13(g)、Section 16 統整（作者自製）



## 第二節 強制揭露措施之修正建議

從第一節的整理以及圖表可知，目前美國證券交易法下關於表決權的申報披露規定過於錯綜複雜而難以適用，且規範範圍仍十分有限，已經無法企及日新月異的衍生性金融商品，而無法有效的解決空洞投票可能產生的問題。

申言之，Schedules 13(d)以及 Schedules 13(g)之規定未規範到做空部位，能否規範衍生性金融商品，亦非無疑；而規範機構投資人的 Section 13(f)僅規範於公開市場交易之有價證券，對於在非公開市場交易的有價證券的規範則付之闕如；而 Section 16 的規定則側重在揭露經濟所有權，對於表決權則幾無著墨；此外，上述的所有規定幾乎都難以規範透過證券借貸達成空洞投票的情形。

準此，美國學者亦早已認知現行法的不足之處，並試著提出若干的改革建議，以期上述的揭露規定能夠有效的解決空洞投票的問題。本文試著整理國外學者曾提出的改革建議，有些建議是針對具體條文的修正方向，有些則是較廣義的政策面倡導，本文試著將國外學者之建議大致區分成三大類：「全面擴張現行法之揭露規定」、「空洞投票下股東行使表決權之界限」以及「降低造成空洞投票工具的使用誘因」，並整理於下。

### 第一項 全面擴張現行揭露規定

在此項中，主要係整理外國學者針對美國證券交易法現行法之不足之處，所提出之擴張揭露規定改革建議。蓋現行法下之揭露規定各別規範了對於表決權、經濟上所有權、衍生性金融商品、公開交易之有價證券等，惟由於規定散落在不同條文中且不夠全面，不僅造成適用上之困難且提供有心人士蓄意規避法規的管道。準此，學者提出之改革方向從現存的揭露規範出發，提出了一個「綜合所有權披露」之制度，簡化現行法下複雜的揭露規則並延伸相關規定，該建議將要求投資者披露他們在公司的經濟利益和表決權，以及可能通過有價證券或其他衍生性金融產品創造的任何利益。該建議還要求投資者披露他們與其他股東達成的、可能影響其表決權的任何協議。學者認為，上述方法比現行制度更具有內部一致性，蓋現行制度根據



所涉及的證券類型，係對實質上相同的部位進行不同的處理，而徒增監管上之困擾。此外，學者亦認由於該建議足使揭露義務人於大多數情況下僅需依單一法條申報揭露，故能藉此減少遵守法規的直接成本，同時亦可提供足夠資訊以評估價購表決權的發生頻率<sup>122</sup>。

然而應注意者係，要求股東揭露經濟上所有權或表決權並非只有優點，其同時也可能產生一些額外成本及缺點<sup>123</sup>。於優點面向，若大部分投資人知悉公司主要股東們的持股狀態，並能透過公司主要股東的持股變化提前知悉公司可能的經營權變化，如此即有機會提升股票的定價效率，換言之，提升資訊的透明化程度能夠一定程度上拉近公司的市場價值與其真實價值間的距離。此外，與證券價格相關的資訊通常具有更高的私人價值而非社會價值，因此透過強化揭露機制，可以減少重複的私人搜尋成本，若其轉而將該時間或資源成本投入其他生產行為，有望同時提升社會價值。

就可能產生之成本及缺點，除揭露義務人應負擔的直接法遵成本外，上述提及的拉近公司市場價值與其真實價值亦可能成為一把雙面刃，蓋資本市場中充滿了通過自己的研究和分析來尋找定價錯誤的公司的投資者（亦即公司的股票價值與公司真正價值不符的情形，可能是公司價值被低估；或是因為內部經營、管理不善未被外界察覺而導致公司價值被高估），此類投資者可藉由做多被低估的公司或做空被高估的公司而獲取經濟利益，而其在市場上發揮發現公司真實價值之重要作用的同時，亦能藉此取得相較於一般投資人或是大盤指數更高的投資回報。然而，由於廣泛的資訊揭露會使公司的市場價值與真實價值間之價差收斂，使得以往具有資訊優勢地位的公司經營層，以及資本市場中此類透過尋找定價錯誤之外部投

<sup>122</sup> Hu & Black , *supra* note 9, at 1048-1049.

<sup>123</sup> Hu, Henry T. C. and Black, Bernard S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*. JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, VOL. 13, PP. 343-367, 2007; ECGI - Law Working Paper No. 56/2006, McCombs Research Paper Series No. FIN-02-06, U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 53, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=874098>.



資人的套利空間減少，如此將減少外部投資人利用自身專業、資源以及時間以搜尋定價錯誤公司之誘因，進而減少市場獲得其他真實資訊的機會。

然而，縱使延伸現行的揭露規定可能產生上述之缺點，學者仍認有改革的必要。蓋從經濟所有權揭露規定的出現可推知，投資者對於公司主要股東之身份以及主要股東的交易資訊，包含何時會買入或賣出其持有股份仍有知悉期待；公司內部人或經營層同樣渴望獲得資訊，以在敵意併購發生前能有回應可能。此外，無論在美國以及其他地區均顯示，無論是隱藏大型公司的控制權，或者是隱密的進行經營權爭奪，長期而言在政治上都是不被允許的<sup>124</sup>。

準此，學者仍認為擴張現行的揭露法規有其必要性，而建議之改革方向主要有四大重點：首先是建立揭露的一般標準，以及達到揭露標準之後應揭露何種部位；其二為以單一規定規範持有何種部位應申報揭露以及應如何揭露；其三為表決權以及經濟所有權均應揭露；其四為要求對稱揭露：無論做多或做空部位的經濟所有權均應揭露。而其中最主要的修正集中在現行法的 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)、Section 13(f) 以及 Section 16，學者首先建議將 Section 16 規定的經濟所有權揭露擴大至依 Section 13(f)、Schedules 13(d) 及 Schedules 13(g) 提交揭露報告的法人機構和其他股東。學者進一步主張應同時擴大 Section 13(f) 中的揭露標的，從本來只限於公開交易的股權證券以及衍生性金融商品，擴充至所有公開及未公開交易的任何股權證券或與股權相關的衍生性金融商品，且無論是作多或做空部位均應計入觸發申報門檻的標的<sup>125</sup>。

此外，在銀行、主要經紀商或任何機構，為自己與其顧客同時持有相同的股票，達到申報標準時，應分開申報，以避免有心人士利用機構為自己持股而規避揭露規定。學者也對於證券借貸的揭露有更近一步的建議，要求無論是有價證券的借券人或是出借人均應申報，有價證券的出借人須申報具體的出借情況，包含出借標的、

<sup>124</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1048-1049.

<sup>125</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1049.



股數等，而債券人則應申報債券情況，包含其最終是否保留了所借證券之表決權亦或僅為做空而將其賣出，藉此釐清經濟所有權與表決權解離的情況。

就 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)、Section 13(f)以及 Section 16 之具體修正建議，將於以下第一款～第三款詳述之。

### 第一款 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)

現行法下，要求大股東揭露持股之規定規範在 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)，揭露內容主要集中在所有權，一旦持股超過 5% 即負揭露義務，應揭露持有的股票數量和種類以及過去 60 天關於該有價證券的買賣交易紀錄。對此，學者建議，應修正成揭露義務人應同時揭露經濟所有權以及表決權。同時把 Section 16 規定應揭露之標的沿用至 Schedules 13(d)和 Schedules 13(g)，亦即把「無論是在交易所公開交易或場外交易的衍生性金融商品，包含期權、權證、可轉換債、股票轉換權或是與公司股價相關的行使或轉換權利」等均列入 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)應申報揭露之標的。此外，依 Schedules 13(d)申報之揭露義務者所簽訂的契約若涉及股份經濟所有權或表決權之變動，亦須一併揭露、申報。

學者另就 Schedules 13(d)以及 Schedules 13(g)之適用提出修正建議，按兩者本來之適用區別在於是否僅為採取被動投資，亦即是否有意爭奪持股公司之經營權，若無則可以適用 Schedules 13(g)、提交較簡短之 13G 報告。然而，是否有影響持股公司經營權之意圖本即不易判斷，且如此之區別標準對於提早洞悉、預防空洞投票並無助益，因此，學者建議修改適度地修改適用 Schedules 13(d)和 Schedules 13(g)的適用門檻，從注重在企圖取得經營權改為只要影響到表決權之行使即應依照 Schedules 13(d)揭露，即使該表決權之行使不會影響控制權<sup>126</sup>。

以第二章第一節討論空洞投票可能產生之弊病曾提及之 Perry 公司與 Mylan 公司的案例為例，Perry 公司持有 Mylan 公司股權之目的自始即非為爭奪 Mylan 公司之經營權，僅係因 Perry 公司為 Mylan 公司欲併購之公司 King 之大股東、故希

<sup>126</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1052-1053.



望該次議價併購通過，使 Perry 公司可藉此牟利。若依照現行法下 Schedules 13(d) 以及 Schedules 13(g)之適用規定，由於 Perry 公司並無意爭奪 Mylan 公司之經營權，故可依較簡便之 Schedules 13(g)申報，僅需在隔年的 2/15 以前，申報前一年對 Mylan 公司的持股即可。然而，若依照學者建議之「影響表決權」標準，一旦 Perry 公司持有 Mylan 公司超過 5% 的股份所有權，且其目的係為在 Mylan 公司之股東會就併購案一事投下同意票，勢必影響 Mylan 公司之表決權行使，故 Perry 公司即應依照 Schedules 13(d)之規定，在持有 Mylan 公司股份超過 5% 的 10 天內申報、揭露。

此外，學者亦建議 Perry 公司應就其所持有關於 Mylan 公司之作多或做空之部位分別獨立申報。要求揭露義務人分別、獨立申報做多以及做空部位而不得逕予抵銷之理由係，若存有抵銷機制，將可能使有心規避揭露規範之法人機構有可乘之機。在上述提及之 Perry 公司及 Mylan 公司的案例中，若 Perry 公司持有 Mylan 公司 10% 的做空部位（無論其係透過何種衍生性金融商品達成），並同時持有 6% 之 Mylan 公司現股部位，若允其抵銷，則 Perry 公司形式上僅具有 4% 之 Perry 公司部位，故毋庸依 Schedules 13(d)申報、揭露。然而，在 Mylan 公司之股東會上，Perry 公司仍有可能行使至少 6% 之表決權，在極端的狀況下，例如該做空部位係透過權益交換契約取得，Perry 公司甚或得以進一步掌握該 10% 做空部位之表決權，嚴重影響 Mylan 公司議案之表決結果卻仍毋庸申報。

然而，對於某些類型之衍生性金融商品，可能面臨難以計算其等值於多少比例之經濟所有權之問題。若是明確約定涉及多少股份之權益交換契約，直接以其約定之股份數換算比例即可，固無疑問。惟若係一買入選擇權 (Call option)，則應如何計算其經濟價值？蓋選擇權持有人之經濟曝險將隨股價漲跌起伏而時時變更，並不存在一恆定值，則應如何估算此類商品之經濟價值？學者為避免此類期權等衍生性金融商品計算之方式太過複雜將會過度增加適用上之疑慮及成本，故提出與



香港法<sup>127</sup>相似之計算方式，以「行使期權時可獲得之股份數量」作為揭露標準。亦即若是揭露義務人持有買入選擇權，則應視其執行該選擇權時，能取得多少股份，並以之作為期權持有人持有之部位，並將其作為申報基礎。

## 第二款 Section 13(f)

對於主要規範對沖基金等大型機構投資人申報的 Section 13(f)，學者首先建議應修正本條之觸發門檻。由「持有 1 億美元以上之證券」修改成「持有 1 億美元以上美國股權證券之經濟所有權」(\$100 million in economic ownership of U.S. equity securities)。且衍生性金融商品亦在計算範圍內，否則，機構投資人可以透過持有大量衍生性金融商品部位以及價值不及 1 億美元之其他證券以規避本條規定。

按 13F 報告要求揭露義務人於每個季度結束後的 45 天內申報，故可能無法反應各機構法人之即時持股情形。惟 Section 13(f) 要求在季度結束後才揭露其持股之目的係減少揭露規定對機構法人商業競爭力之影響。蓋對許多大型機構、對沖基金而言，持股何間公司、持有多少股份均屬商業機密，任何持股資訊之揭露均可能影響其報酬，甚或導致其持股部位遭受市場上之其他投資者攻擊而產生嚴重虧損。縱使 Section 13(f) 係要求於每個季度結束後的 45 天內揭露，因而面臨延遲申報、不夠即時之質疑，學者仍認此係在申報速度、頻率、申報成本及保護商業機密間維持一可接受之平衡<sup>128</sup>。

有價證券借貸的資訊現今仍非常零碎，甚至連債券市場之總額亦僅能透過估計推算，而缺乏充分的資料佐證<sup>129</sup>。在債券市場中，債券數額最大者通常是機構投

<sup>127</sup> Hong Kong Securities and Futures Commission, OUTLINE OF PART XV OF THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (CAP. 571) DISCLOSURE OF INTERESTS at 2.5, available at: <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/outline-of-part-xv-of-the-securities-and-futures-ordinance-cap571-disclosure-of-interests/outlineofpartxvofthesecuritiesandfuturesordinancecap571disclosureofinterests.pdf?rev=9aa621e31fe54d9d84bbfed2bcf824c>.

<sup>128</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1053.

<sup>129</sup> Dan Barnes, *Learning the cost of stock lending*, BANKER(May 2, 2005),

<https://www.thebanker.com/Transactions-Technology/Learning-the-cost-of-stock-lending?ct=true>.



資人。因此，13F 報告涵蓋了大部分機構投資人之債券資訊。如是之故，統整 13F 報告所揭露之資訊，能夠提供監管機構及其他投資人對於整體債券市場或特定公司更近一步之認識，此為透過 Section 13(f)揭露資訊之附加實益<sup>130</sup>。

然而，如果只要求透過 13F 報告揭露債券部位卻沒有其他配套措施，機構可透過「捕捉股東會基準日」之手段，亦即在股東會計算表決權之基準日前借入，並在該季度末前還券以規避揭露義務。為了避免此情況，學者建議，在股東會計算表決權的基準日時，只要持有的表決權超過經濟所有權的 0.5% 就必須揭露（或其他比例，此比例僅為學者之初步建議），且應在 13F 報告中敘明其對哪些議案行使了表決權、同意或否決及其他相關日期（如借還券日期、行使表決權日期等）、是否持有債券發行公司之經濟所有權以及非債券發行公司所有但與其相關之資產（related non-host assets）。

試舉第二章第二節曾提及之 MONY-AXA 之併購案為例，若有一對沖基金未持有 AXA 公司之股份，惟持有 AXA 公司所發行、併購成功後可換成股權之可轉換債券，並在基準日前借了 MONY 公司的 4% 股份並在股東會中該併購案投下同意票。依現行之 Section 13(f)，該對沖基金已在季度結束前還券，其並未持有 AXA 公司之股份，故毋庸揭露其曾借入 AXA 公司股份一事；若適用學者之建議，由於該對沖基金持有之 AXA 公司表決權數超過對 AXA 公司經濟所有權的 0.5%，故該對沖基金須在下個季度之 13F 報告中揭露其債券數量、於股東會中之何項議案行使表決權、同意或否決、借還券日期及行使表決權日期、對於 MONY 公司之經濟所有權及持有 AXA 公司之債券<sup>131</sup>。

Section 13(f)僅適用於大規模行使投票權之機構投資人，雖此類型之投資者相較於依照 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)申報之投資者而言僅屬少數，然而若透過捕捉股東會基準日以達成空洞投票之現象不斷增加，則對於債券資訊之需求也會

<sup>130</sup> Jeffrey Cohen, David Haushatler & Adam V Reed, *Mechanics of the Equity Lending Market, in Short Selling: Strategies, Risks and Rewards, and Rewards* 13-14 (FRANK J. FABOZZI ED., 2004).

<sup>131</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1054-1055.



隨之提升，也越能發揮修正 Section 13(f)之效用。

### 第三款 Section 16

Section 16 之規定係要求公司之內部人（董事、經理人）及持股 10% 以上之大股東在取得特定身份之 10 天內，揭露其持有公司股份及場內、外交易之衍生性金融商品之經濟所有權。於現行法下，Section 16 已可算是涵蓋範圍最廣泛之規定，然而學者仍認有不足之處可加以改進。其一為 Section 16 之規範重心僅在經濟所有權而未涵蓋表決權，如此或使有心人士藉由委託書或表決權拘束契約等方式達成空洞投票而無庸依照本條揭露申報；其二為 Section 16 對於衍生性金融商品之揭露規則並不明確；其三為 Section 16(c)雖禁止部分的做空行為，然並未明確規範若有其他未在禁止之列的做空行為是否亦應申報揭露，此外也未將證券借貸納入規範。

首先針對 Section 16 主要關注經濟所有權而未規範表決權之問題，學者認為此處如同上述於 Section 13(f)所提出之建議，應增加「持有的表決權超過經濟所有權的 0.5% 就必須揭露」之規定。一旦增加此規定，即可將經濟所有權與表決權不相符的情形提早公之於眾，對於公司之經營層而言，可以讓其提早知悉外部投資人正覬覦其經營權，而可提早籌措禦敵措施；就欲藉由空洞投票以爭奪經營權之外部投資人，則可能因其計畫終將被攤在陽光下而決定收手；而公司中的其他股東亦能將此資訊納入其行使表決權之考量中，於資訊充足之情形下做出更有效率的決策。

其次，由於 Section 16 對於衍生性金融商品揭露規則不甚明確，學者認為應建立現行 Section 16 缺乏的申報揭露基準原則，對於衍生性金融商品之持有者，毋庸要求其揭露其如何建構衍生性金融商品的模型（因為這可能涉及商業機密），揭露義務人僅需揭露衍生性金融商品之原始資訊即可。舉例言之，如果揭露義務人持有一個典型透過場外交易的看跌選擇權（put option），新揭露規定要求該選擇權持有者揭露衍生性金融商品之核心資訊將包含：選擇權之執行價格、到期日期以及所涉股數、交易相對人以及標的為歐式選擇權或美式選擇權等（兩者之差異在於前者僅能在到期日當日執行該選擇權，後者則是一旦達到履行價格，即能夠隨時執行該選



擇權)。透過建立原則的方式規範衍生性金融商品，相較於傳統方式透過類型化區分申報標的，更能應對不斷推陳出新的金融科技及其催生之衍生性金融商品<sup>132</sup>。

最後，關於 Section 16 未規範做空行為及證券借貸之問題，學者亦提出和修正 Schedules 13(d)、Schedules 13(g)相同之建議，要求揭露義務人於 Section 16 獨立申報做空部位及做多部位；此外，雖 Section 16 未要求揭露有價證券借貸之相關資訊，然而借券或可遭有心人士透過捕捉股東會基準日以影響股東會表決權之行使，故學者亦建議應將有價證券之借貸部位列入 Section 16 之揭露範圍。

## 第二項 小結

學者認為，上述對揭露規定之修正建議將能減少空洞投票之發生率，係改善空洞投票最有效率之手段。蓋無論是大型對沖基金亦或公司內部人，在其資料被公開後，將大大降低其實施空洞投票之意願。蓋考量到其可能面臨之法律風險，以及一旦資訊被公開，公司經營層及其他股東或將採取反制手段，增加成功難度；甚或資本市場之外部投資人趁隙出手狙擊，使其套利策略轉盈為虧。此外，提供衍生性金融商品之經紀商亦會考慮其可能面臨之「商譽風險<sup>133</sup>」(reputational risk)，而拒絕提供其客戶衍生性金融商品以行使空洞投票<sup>134</sup>。

揭露規定了上述嚇阻空洞投票者之效果，亦提供了未來制定政策或法律所需之必要資料，其可被用以評估是否應建構提供更多資訊、申報時點更加即時之揭露規範。揭露規定往往存有對延遲期間過長或過短之爭論，若延遲期間過短，則要

<sup>132</sup> Henry T. C. Hu, *Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism*, 102 YALE L. J. 1457 (1993); Henry T. C. Hu, *Swaps, the Modern Process of Financial Innovation and the Vulnerability of a Regulatory Paradigm*, 138 U. PA. L. REV. 333 (1989); Edward D. Kleinbard, *Equity Derivative Products: Financial Innovation's Newest Challenge to the Tax System*, 69 TEX. L. REV. 1319 (1991).

<sup>133</sup> 所謂商譽風險係指因公司之聲譽受損，而面臨增加市場籌資成本、營業額劇減及消費者對該公司商品產生厭惡情緒而連帶影響市場佔有率等風險，EDMUND HEERY & MIKE NOON, A DICTIONARY OF HUMAN RESOURCE MANAGEMENT (3RD ED. 2017).

<sup>134</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1054-1055.



求揭露義務人揭露其持股部位無異於要求揭露義務人主動將其商業機密公之於眾，並同時負擔即時編制揭露報告之沉重法遵成本；若延遲期間過長，則揭露義務人或已影響目標公司之議案表決結果，或已對公司之股價造成傷害、並在處分其持有之衍生性金融商品後套利出場。而此問題之本質，實係在保護投資者商業機密、法遵成本及加強監管之間做出權衡。然而，若無足夠資料，實難以判斷應強化或適度放寬揭露規定。因此，若空洞投票遭濫用於公司股東會之情形遭證明十分嚴重，則要求揭露義務人定期揭露更多資訊抑或縮短提交揭露報告延遲期間之正當性將更加充分。

### 第三節 空洞投票下股東行使表決權之界限

除上述所提及修正現行法之揭露規定，學者認為尚須新增其他額外監管措施以解決空洞投票之問題。舉例言之，在公開收購案中，涉及公司控制權之股票將會產生控制權溢價（control premium）<sup>135</sup>，因此股份價格會比其市價來的高上許多，然而一旦控制權已被確保，則剩餘股份之價值將會大幅減損。上述問題導致必須對於公開收購案之監管，例如最低公開收購期間、禁止不同條件收購等。類似問題同樣可能出現在利用空洞投票之經營權爭奪戰，故殊難想像缺乏監管的表決權市場可以順利運行。

然而，僅以強化揭露規定作為監管措施尚不足以徹底解決空洞投票之問題。試舉曾於第二章提及之香港恆基兆業地產公司案為例，有一對沖基金透過捕捉股東會基準日之方式，於恆基兆業地產公司股東會基準日前借入大量股份，並於其股東會上投票反對明顯有利於該公司之議案，使其股價於股東會後大幅崩跌，對沖基金再處分其持有之看空部位並藉此牟利。縱使適用新修正之揭露規定，使對沖基金之

<sup>135</sup> 所謂控制權溢價多指公司合併時把不同公司之資產結合，並交由同一公司處分，因此能夠藉由結合不同而產生之綜效價值（synergy value），John C. Coates IV, “*Fair Value*” as an Avoidable Rule of Corporate Law: *Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1274 (1999).



基準日捕捉行為須提前揭露，或可一定程度嚇阻對沖基金，然若對沖基金執意為之，揭露規定仍束手無策<sup>136</sup>。

準此，學者另提出了兩種方向之建議，其一係針對表決權，於空洞投票之情形時，應如何設立股東行使表決權之界限；其二為探討金融市場之供需制度如何催生空洞投票，透過監管市場之供需，以求从根本上減少空洞投票之發生，以期解決上述問題。此部分將於本節及第四節討論。

## 第一項 限制具特定身份股東行使表決權

### 第一款 概括限制表決權

為透過具強制力之方式解決空洞投票，方式之一係限制持有之表決權數大於經濟所有權數之股東行使表決權，有學者認為在股東持有大量做空部位時，不應行使表決權，同時建議公司或監管者應認真考慮剝奪持有選擇權或期權股東之表決權<sup>137</sup>。直接剝奪股東表決權在較極端的情況下，例如股東之個人利益與公司總體利益呈現完全負相關時，確可發揮其效果，蓋此時股東將僅以損害公司利益為行使表決權之唯一目的，禁止其行使表決權並無不妥。

然而，上述見解卻遭其他學者批評關注面向較為侷限、建議不夠具體完整而難以適用。首先，該文章中僅討論賣空以及透過選擇權作為空洞投票之手段，並未討論其他可能造成空洞投票且在實務上常見之方式—捕捉股東會基準日以及透過權益交換契約對沖風險。另外，依金融科技之發展速度，新式的衍生性金融商品將不斷產生，而得輕鬆掙脫此種「以衍生性金融商品種類為基礎之規範方式」(classification-based regulatory approaches)。

另一問題在於，應如何、何時認定「該股東持有之表決權數等同於經濟所有權？」，假設 A 對沖基金旗下有數名基金經理人，各自持有通用汽車(General Motors)股權之不同部位。其中 B 經理人僅持有通用汽車之現股部位並純做多，另一經理

<sup>136</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1055.

<sup>137</sup> Martin & Partnoy, *supra* note 33, at 794.



人 C 則透過各式衍生性金融商品做空通用汽車。則 B 經理人是否僅因 C 經理人持有做空部位，即導致其表決權被剝奪？表決權由對沖基金共同行使或分散由其旗下之經理人行使是否重要到影響剝奪表決權與否？以上皆是上述理論未完整解釋、而在實際適用上或產生疑慮之處<sup>138</sup>。

此外，為何持有空頭部位或是有股東之經濟利益為負相關，就應被剝奪表決權？在第二章第二節曾提及之 MONY-AXA 之併購案中，對沖基金支持該併購案之原因並非係其擁有做空 AXA 公司的部位，係因其持有 AXA 公司所發行、併購成功後可換成股權之可轉換債券，且對於該對沖基金而言，可轉換債券的經濟誘因更加龐大。更何況在算入金融衍生品、或是持有「與公司價值相關之其他資產」（例如上述案件 AXA 公司之可轉換債券），計算將十分複雜。因此僅以表決權數是否大於經濟所有權作為剝奪股東表決權之判準似乎不太明智。

除上述問題外，如同第一章第一節中所提及，空洞投票並非僅有缺點。其亦有將表決權自被動、不具資訊能力的股東轉移至具資訊優勢地位的主動派股東之效果，並能藉此提升股東行使表決權之效力。然而，若僅因主動派股東持有之表決權數超過其經濟所有權及剝奪其所有權，亦非妥適<sup>139</sup>。

除上述學者之批評建議以外，本文亦認逕以「持有做空部位」抑或「表決權大於經濟所有權」即剝奪表決權並非合理，蓋如此規範其背後邏輯毋寧係認「當表決權大於經濟所有權時，則其表決權之行使必將損害公司利益，為避免此情形故應禁止其行使表決權」。然而，機構投資人及公司內部人持有做空部位以對沖其現股部位之經濟風險十分常見，其等相較一般投資人不僅具有資訊優勢地位，且因持股部位通常較高，亦具極大動機提高公司價值。故僅以該股東持有做空部位而不問其經濟利益與公司是否正相關即逕自剝奪其表決權，似過於武斷。

此外，就剝奪持有期權或選擇權股東之表決權而言，許多科技公司之 CEO 常

<sup>138</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1057.

<sup>139</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1058.



與公司簽訂股權激勵計劃（share incentive plan），若完成設立之業務目標（常以公司市值、營收、毛利率、研發特定商品成功、EBITA 等指標作為標準），CEO 即可以極低價格行使期權獲得公司股票，藉以激勵其發揮更好的表現。如特斯拉（Tesla, Inc）之 CEO 伊隆・馬斯克（Elon Musk）在 2012 年以及 2018 年均和公司簽下為期十年之股權激勵計劃，並在 2021 年行使約 210 萬股、市值 20 億美金之期權<sup>140</sup>。簽訂股權激勵計劃之 CEO 理論上對公司之業務狀況、未來發展藍圖瞭若指掌，對提升公司價值之動機亦應遠高於其他股東，上述僅因其持有期權或選擇權即欲排除表決權之建議，顯未將此種狀況納入考量。

準此，尚難僅以投資人持有做空部位、期權或選擇權即逕認其投票權之行使必將損害公司利益而剝奪其表決權。退步言之，是否損害公司利益究應如何判斷？以所涉利益較大之併購案而言，併購後之綜效應如何計算學說上始終無統一標準<sup>141</sup>，收購合理價格之估算方式亦有同業市值與營收比較法、同業本益比法、市價法等不同算法<sup>142</sup>，使用不同的計算公式、估價模型及對未來產業環境展望不同，計算出之收購價格亦各不同。縱使可計算出「收購合理價格區間」，然該價格區間之上下限

<sup>140</sup> Elon Musk and His Stock Options, Global Shares (Apr. 27, 2022), <https://www.globalshares.com/academy/elon-musk-and-his-stock-options/>. Elon Musk poised to collect \$23bn bonus as Tesla beats targets, The Guardian Weekly(Apr. 21, 2022), <https://www.theguardian.com/business/2022/apr/21/elon-musk-stands-to-collect-23bn-bonus-as-tesla-surges-ahead>. Shawn Tully, The daring architecture of Elon Musk's compensation plan has the Tesla CEO on track to make history, FORTUNE(Mar 17,2021) <https://fortune.com/2021/03/16/elon-musk-net-worth-tesla-stock-tesla-options-compensation-plan/>.

<sup>141</sup> 綜效之定義、包含範圍為何，學說上亦有爭論，黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，第 2 期，頁 127-170 (2017)。Coates IV, *supra* note 135. Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1, 38 (2007). Richard A. Booth, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 57. BUS. LAW. 127, 129 (2001). BUS. LAW. 127, 129 (2001).

<sup>142</sup> 方嘉麟主編，林進富、樓永堅、方嘉麟、周振鋒、朱德芳合著，企業併購理論與實務，頁 117-118、132-133，初版（2021 年 1 月）。



差距達到 30~50% 非屬罕見<sup>143</sup>，故是否存在「絕對正確」之收購價格，誠值懷疑。縱併購方開出之併購價格遠高於市價，然若被併購公司之股東認為公司再經過幾年耕耘，將能開發出「殺手型應用產品」<sup>144</sup>，因此預期未來營收、股價將呈現指數型成長，並認定併購方提出之併購價實係折價收購故拒絕併購邀約，則此表決權之行使是否可謂損害公司利益？

誠然，直接限制空洞頭票者之表決權行使因為最具嚇阻力極強制力之解決方式，本文對此深表贊成。然空洞投票者行使表決權並非僅會侵害公司利益，甚或具有較一般投資人更強之動機增進公司利益，上文已舉數例證明此事；此外，何種表決權之行使將侵害公司利益，判準並不明確。故僅以持有做空部位或其他衍生性金融商品作為剝奪股東表決權之標準，並非妥適之手段。本文以為，重點應在如何判斷、區分「善用」及「濫用」空洞投票之投資者，針對濫用空洞投票之投資人禁止或限制其行使表決權，始為更妥適之規範方式<sup>145</sup>。

應注意者係，判斷投資人係「善用」或「濫用」空洞投票絕非易事，蓋非至股東會議案之表決結果出爐前，實難以預測空洞投票者將如何行使其表決權；換言之，由於揭露規定係從事前角度規範之制度，故縱使股東會前投票者之表決權超過其股份所有權而成為空洞投票者，由於無法確定其將如何行使表決權，故仍極難斷言空洞投票者是否將濫用其表決權。然並非謂此時即無規範可能，本文以為，應可考慮透過「推定」之方式，以利事前判斷空洞投票人將「善用」或「濫用」其表決權。

<sup>143</sup> 方嘉麟等（註 142），頁 182-184。

<sup>144</sup> 指一項創新的產品快速、有效搶佔大部分市場，並破壞原有產業的競爭體系，形成典範移轉，並能夠建立起一套全新類型的新產品或新服務。其特性為不連續性、創新性的發明，可產生典範移轉的長期巨大效應，並且會摧毀舊的產業，改寫或重新定義整個產業的遊戲規則。The Investopedia team, *Killer Application*, Investopedia, (Feb. 01, 2021)  
<https://www.investopedia.com/terms/k/killerapplication.asp>. 鄭茜文，360° 科技：殺手級應用，Digitimes，2009 年 3 月 30 日，  
[https://www.digitimes.com.tw/tech/dt/n/shwnws.asp?id=0000127690\\_2T27B5ZM8QXVKD1Y349QJ](https://www.digitimes.com.tw/tech/dt/n/shwnws.asp?id=0000127690_2T27B5ZM8QXVKD1Y349QJ)。

<sup>145</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1058.



舉例言之，當透過衍生性金融商品達成空洞投票抑或是當表決權超過股份所有權數達一定比例時，若依過往經驗可知於此情形下，空洞投票者為「濫用」表決權之比例極高時，於此時推定其為「濫用表決權之空洞投票者」，並課予其不得行使表決權之法律效果。本文以為，採取此方式相較於直接剝奪具有做空部位股東之表決權，更能於監管空洞投票與避免過度侵害股東表決權間取得平衡。

## 第二款 機構投資人行使表決權之限制

有學者針對基金持股提出更近一步之建議，主張於基金持股之情況，亦可視情況對其表決權做出限制。有認為基金持股時，應設定行使表決權之上限<sup>146</sup>；亦有學者主張，若是共同基金對於特定議案並不具有資訊優勢時，則禁止其對經營層之提案投下反對票<sup>147</sup>。

此外另有主張若對沖基金對於特定議案的潛在影響缺乏足夠資訊，例如該議案通過與否對於經濟上可能產生之影響，或是無法制定準確反應受益人利益的投票政策時，則應允許資金在符合信託責任的情況下，放棄投票<sup>148</sup>。雖然這麼做可能會使得基金透過使用這樣的規範來避免行使知情投票權，如此一來可能會使得美國證監會 SEC 鼓勵共同基金投票以確保對管理層的問責機制 (accountability) 的美意盡失。（...such an approach raises the risk they institutions would employ this rationale frequently to avoid the effort of exercising an informed vote, thereby undermining the increased management accountability that has resulted from the SEC and Department of Labor initiatives to encourage voting）

在空洞投票的案例中，機構投資人（通常是對沖基金或共同基金）可以透過藉

<sup>146</sup> Caleb N. Griffin, *We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants*, 79 MD. L. REV. 954,983 (2020), Available at: <https://digitalcommons.law.umaryland.edu/mlr/vol79/iss4/3>.

<sup>147</sup> Sean J. Griffith, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, 98 TEX. L. REV. 983 (2020).

<sup>148</sup> Jill E. Fisch, *Mutual Fund Stewardship and the Empty Voting Problem*, 16 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 71,93 (2021).



由替其投資人持股、並代行表決權的方式達成。然而在機構投資人替其投資人行使表決權時，基於專業性或機構利益等考量，其表決權之行使未必能符合投資人之最佳利益；此外，機構投資人在行使表決權時，也鮮少會先詢問其投資人之意見，部分投資人甚至不知道機構投資人代行了他們的表決權。為處理此類情形，學者提出了兩種應對方案：市場區隔（Market Segmentation）以及提升基金投資者行使表決權之誘因。

市場區隔由三個要件組成：透明披露參與政策、基金披露足夠信息使投資人相信基金行使表決權的結果符合其政策，最後以及或許是最重要的，投資人必須擁有所有意義的選擇權（meaningful choice），有權選擇符合投資人支持政策的基金<sup>149</sup>。市場區隔可以讓投資人選擇更符合其偏好的共同基金，如果共同基金行使表決權時確實符合投資人的偏好，那麼即使在行使表決權時未經過投資人的同意，仍能認為該表決權的行使在某種程度上仍然正確反應了投資人親自投票時可能的投票傾向，因此也能一定程度的緩和空洞投票。

第二種方案是讓基金投資人對基金行使表決權的決定提供意見，這可以通過兩種模式：直接方式的穿越投票（pass-through voting）以及間接方式達成。穿越投票於此處係指由基金背後的基金投資人（或稱實質受益人）直接行使表決權，且由於技術的進步，在降低穿越式投票阻礙的同時也能撙節成本。然而，穿越式投票可能面臨的質疑是，基金投資人對於行使表決權通常較不熟悉，也無法掌握作出決策所需的大部分資料，因此決策品質相較於由基金代為行使表決權會較低。此外，基金投資人普遍也較不熱衷於行使表決權，在極端的狀況下，甚至可能無法滿足該議案要求出席的定足數，除非共同基金規定若基金投資人不行使表決權時，可由共同基金代為行使。

另一種間接方式為「偏好制度」（preference system），此制度可提供基金投資人機會，讓他們向基金經理人傳達自己對於議案的看法。申言之，雖然最終仍由基

<sup>149</sup> Fisch, *supra* note 148, at 89.



金經理人行使對議案的表決權，惟其會聆聽基金投資人對於議案的偏好，並藉此知悉不同投資人觀點的差異程度、對不同價值的優先權重等，並將其作為行使表決權的根據。此方案之優點是，基金經理人在廣納投資人意見的同時，仍可以善加利用自己對議案的資訊優勢地位，以做出最大化公司利益的決策，此結果對於不熟悉投票制度或是較被動的投資人而言應是喜聞樂見的；而此制度的缺點則是，由於基金經理人仍保有如何行使表決權的最終裁量權，因此投資人的建言最終是否會得到基金經理人採納仍是未知數。此外，由於基金經理人會透過自己的專業知識來衡量如何投票，若其判斷結果與大部分投資人的偏好相左時，其又應如何行使表決權才可謂「正確」？以上種種皆是在踐行「偏好制度」時會遇到的困難<sup>150</sup>。

此外，上述方案除了有理論上難行之處外，現實中亦有難以實踐的理由。蓋對於資產管理公司或對沖、共同基金而言，似乎並無足夠動機採取上述方案以避免空洞投票的發生。反面言之，一些最大的資產管理公司或是對沖基金的高階經理人們，十分重視透過行使被其管理的資產的表決權而獲得的社會關注、政治影響力及話語權。例如全世界最大的資產管理公司之一，黑石投資集團（Black Rock，亦有譯為貝萊德投資集團）的董事長兼執行長 Larry Fink 就因其旗下基金長期高調參與、討論社會及政治議題而受到廣泛之社會關注，此關注極有可能促成了疫情期間，美國政府選擇黑石集團作為顧問，藉以探討、釐清市場於疫情下的反應<sup>151</sup>。較近期之知名事例為 Larry Fink 在俄烏戰爭期間與烏克蘭總理澤連斯基（Володимир Олександрович Зеленський）會晤，商討協調對烏克蘭重建的投資<sup>152</sup>。

如今許多基金經理人會因使其公司承擔更多社會責任而受到公眾褒揚，然而這些大型資產管理公司的經理人並不急於為其投資人提供穿越投票或提供意見的

<sup>150</sup> Fisch, *supra* note 148, at 90-91.

<sup>151</sup> Fisch, *supra* note 148, at 92.

<sup>152</sup> Sue, 烏克蘭總統澤連斯基會晤 BlackRock 集團 CEO，將就戰後重建展開合作，FX168，2022 年 12 月 28 日，<https://news.fx168news.com/politics/eu/2212/6310976.shtml>。（最後瀏覽日：2023 年 3 月 14 日）。



管道，畢竟將此決策權交回給投資人將降低基金經理人對表決權應如何行使之控制力，同時削減大型資產管理公司高階經理人的社會影響力、也會讓基金中有異音出現。因此，無論其投資人是否贊成此種決策，大型資產管理公司仍偏好選擇親自行使表決權似乎一點也不足為奇<sup>153</sup>。

## 第二項 公司透過章程限制

除直接限制空洞投票者之表決權以外，尚有另一個替代方案：由董事會修訂的章程細則（board-adopted bylaw）或章程修正案（charter amendment）選擇其表決權及經濟所有權間是否應有一定連結<sup>154</sup>。例如以章程規定股東唯有在其與公司之經濟利益為正相關時始能行使表決權；或是股東得行使之表決權數不得超過其經濟所有權。

然而透過上述方式限制空洞投票者行使表決權並非毫無缺點。首先，若是由董事會推行之章程細則，可能被內部人用以鞏固經營權；此修正案之合法性亦可能備受質疑。蓋公司法規定只要是合法登記為股東之人均有表決權，無論其是否為經濟上所有權人<sup>155</sup>。此外，依照判例法，由董事會單方面影響股東權利的行為會受到嚴格審查（close scrutiny）。

若董事會透過章程修正案規定表決權及經濟所有權間應有一定連結，則須面對不同之法律問題。依德拉瓦州公司法 212(a)條規定：「除非公司註冊證明、登記執照（certificate of incorporation）另有規定或有特定日程，一股應有一表決權」。從此規定可推知，一股一表決權僅是被默認的規則，未有規範明確禁止公司建構一股多表決權或一股無表決權之體系。然而，相關的章程修正案亦須注意是否抵觸紐約證券交易所上市公司準則（New York Stock Exchange, Voting Rights, Listed Company Manual）第 313(A)條<sup>156</sup>，其規定表決權不得透過任何公司行動或準則加

<sup>153</sup> Fisch, *supra* note 148, at 92.

<sup>154</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1059-60.

<sup>155</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1059.

<sup>156</sup> NYSE Listed Company Manual, Voting Rights, 313.00(A).



以分割、限制或減少（voting rights cannot be “disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance”），該準則中並舉「持有期間表決權計畫」(time-phased voting plans)、「表決權上限計畫」(capped voting right plans)、超級表決權股 (super voting stock) 作為示例<sup>157</sup>。

此外，即使上述所提及透過章程修正解決空洞投票的手段均合法，此方式仍有遭公司派濫用之虞。蓋公司派更可能傾向選擇對內部人有利且阻止外部人士利用之章程修正案。例如在 Williams v. Geier 案中<sup>158</sup>，董事會曾採取的「持有期間表決權計畫」即為示例，其規定持股 3 年以上股東 1 股可享有 10 表決權，將導致較少長期持股之外部投資人難以利用，然而內部人卻能藉此加強對股東會議案及公司經營權之控制力。

因此，學者認為仍應對公司透過章程規定的適用範圍進行限縮。然而，在不清楚空洞投票的適用情形以及公司將如何設計不同章程規定即欲對其作出限制似乎操之過急。蓋並非所有章程修正案均會遭受股東反對，在公司公開發行前、後的不同階段，股東對於章程限制之可接受度均不相同。因此學者主張，重點仍應係透過揭露規定取得必要資訊，以協助司法者及立法者判斷應如何調整對於章程修正案之監管<sup>159</sup>。

## 第四節 降低造成空洞投票工具之使用誘因

### 第一項 規範造成空洞投票工具所面臨之難題

除上述提及之解決方案外，學者另有主張可透過規範資本市場作為監管手段。衍生性金融商品及證券借貸係實務上較常被用作空洞投票之工具，若可降低其被作為空洞投票工具之誘因，應可間接限制空洞投票之發生。

<sup>157</sup> Jason W. Howell, *The survival of the U.S. dual class share structure*, 44. J. CORP. FIN. 440,447(2017), available at <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000790?via%3Dihub>.

<sup>158</sup> Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 19).

<sup>159</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1060.



然若欲透過降低誘因達成目的，除法規改革以外，尚存許多實務問題等待解決。以證券借貸為例，其主要問題在於，資本市場中許多投資人對於證券借貸制度之細節及其他應用並不清楚，亦不知悉證券借貸會被用作空洞投票，或者可說毫不關心—證券借貸出借人通常僅重視借券利率，對於表決權將如何被行使則非出借人之關注重點，某些出借人甚至並不知悉股票一但出借即不能行使表決權<sup>160</sup>。

上述情形並非僅存在於散戶投資人間，於大型機構投資人間亦存在類似甚至更糟的問題。許多機構投資人透過代理人借出股票，然而在將股票借出後，並未持續追蹤借出股份之表決權是否被借券人行使。國際公司治理網路（International Corporate Governance Network, ICGN）於 2004 年發表了一份關於證券借貸的調查問卷。在回答問卷的 39 間機構投資人中（包含退休基金、共同基金、銀行、保險公司及資產管理公司等），有 31 間機構曾借出股份。大多數機構均是透過代理人進行證券借貸，其中半數指出，代理人可以在機構不知情的情況下借出股份。此外，在借出股份的機構中，大部分（31 間機構中的 21 間）僅在特殊情況下才會召回出借之股份，且並非每次都能成功召回已出借之股份<sup>161</sup>。

2005 年，一個致力於改善英國投票程序的金融團體—英國股東投票工作坊（UK Shareholder Voting Working Group）提出報告，該報告指出許多基金經理人並未意識到其股份被借出。且無論是透過代理機構提供借券之機構投資人抑或是自己經營借券服務者皆然，蓋借券部門往往不願向投資部門報告其借貸情形。更有甚者，有些機構表示並不知道證券借出後即不能行使表決權<sup>162</sup>。

即使欲透過規定禁止股東將證券借出以遭有心人士利用，仍會面臨技術上的問題。在股東年度會議的召集程序中，判斷股東具有表決權的基準日早於公司寄發股東委託書（proxy statement），因此在基準日前，股東通常並不知悉股東會當日需

<sup>160</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1062.

<sup>161</sup> Lintstock, *Share lending vis-à-vis voting - A report commissioned by the International Corporate Governance Network* (May 28, 2004).

<sup>162</sup> Paul Myners, *Review of the Impediments to Voting UK Shares* 4-5, 11 (2005).



表決何種議案（除選任董事等應提前公告者外），若股東連股東會議程中之議案為何均不知悉，仍以避免空洞投票為由限制其不得出借證券似過於嚴苛且無助達成目的。此問題雖可透過要求公司於基準日前公布股東會議程改善，惟此資訊對欲透過捕捉股東會基準日達到空洞投票的外部投資人而言亦具利用價值，甚至可能鼓勵此行為。

此外，證券借貸之出借人除了應先知悉其借出股份後將無法行使表決權，亦應了解證券借往何處—即對於借券人身份應有一定程度之了解。出借人較常透過證券商、代理人借券而非直接和出借人接觸，因出借人並不在乎借券人之真實身份，僅會要求證券商提供借券利率或借券人擔保品價值相關之資訊，故對於借券人之身份、借券用途等資訊往往知之甚少。亦曾有學者推動要求美國銀行、證券經紀商告知出借人借券人之身份。如此除了可讓借券人之身份更加透明，有助於減少捕捉股東會基準日之發生；亦能讓出借人更好的評估借券人之信用風險，由於出借人可能持有借券人提供之擔保品，因此對於出借人而言亦具實益<sup>163</sup>。

## 第二項 降低造成空洞投票工具誘因之法律建議

有助於改善上述證券借貸問題之解決方案，除了宣導、推廣借券的相關法律概念予散戶及機構投資人，讓其等知悉借券相關效果此類軟性手段外，學者亦提出各式法律建議。

除上述提及已在進行之方式，即要求美國銀行或證券經紀商提供借券人之身份資訊予出借人，學者另提出幾項建議。方法其一係鼓勵機構投資人之股東對重要事項行使表決權，或可將行使表決權作為機構對其客戶義務之一部分。美國證券交易委員會曾對共同基金提出一指導準則（guideline）：「我們（證委會）並不反對基

<sup>163</sup> DTC Begins Testing for Agency Lending Disclosure, Business Wire, June 29, 2005; Shane Kite, Deadline Looms for Securities Lenders-Two-year Agency Disclosure Initiative Still Trying to Fill Membership Gaps, Sec. Industry News, Mar. 15, 2006; Department of the Treasury, Financial Crimes Enforcement Network, Frequently Asked Questions - Customer Identification Program Responsibilities Under the Agency Lending Disclosure Initiative (Apr. 25, 2006).



金將證券出借並同時移轉表決權。惟此非謂一但證券出借即可免除基金董事於投票時的忠實義務，若基金之管理層知悉將發生影響其投資之重大事件，則基金有義務收回出借之證券以行使其表決權<sup>164</sup>。」然而，難以確定美國證管會是否得以貫徹上述軟性指導準則。蓋如同於上述提及到的技術問題，判斷股東具有表決權的基準日早於公司寄發股東委託書，因此在基準日前，股東可能並不知悉股東會當日需表決何種議案，在不知股東會議程的前提下，如何判定將發生影響投資之重大事件而課予基金管理層收回出借證券、行使表決權之義務？

方法之二為改變現行的商業慣例—由股票之經濟所有權人決定其股票是否得在股東會基準日前後出借，而並非總是由代理人或證券商決定；或證券出借人可選擇保留表決權，而此類僅出借證券經濟所有權而不出借表決權之借貸價格則會較低，若借券人需要表決權，則其將不得不向願意放棄表決權之股東借入證券，同時負擔較高之借貸成本。如此的改革不僅可讓借券人及出借人有更完整之資訊及選擇決定如何處理表決權，提高借券之成本亦可望減少透過借券達成空洞投票之狀況<sup>165</sup>。

稅負制度的修正亦可望降低證券借貸以及衍生性金融商品對投資人的誘因。舉例言之，若一共同基金借出股票，並可收到由借券人給付、相當於股息之除權息權益補償（dividend-equivalent payment）。若未出借證券而是領取股息，則可享有15%的低稅率，而若是出借證券並受領借券人給付、替代股息之除權息權益補償則無法享有該優惠稅率<sup>166</sup>。另一類似情形為經紀商替其客戶出借證券，並由經紀商受領借券人給付相當於股息之除權息權益補償，經紀商再支付除權息權益補償給其

<sup>164</sup> State Street Bank & Trust Company, SEC No-Action Letter, 1972 SEC No-Act. LEXIS 4607 (Sept. 29, 1972); FRANK J. FABOZZI & STEVEN M. MANN, SECURITIES FINANCE: SECURITIES LENDING AND REPURCHASE AGREEMENTS 209 (2005).

<sup>165</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1064.

<sup>166</sup> Phyllis Feinberg, *Reduced Supply: New Law to Slow Mutual Funds' Securities Lending: Pension Fund Programs Stand to Receive Benefits of Recently Passed Dividend Tax Cut*, Pensions & Investments, Sept. 1, 2003, at 6.



客戶，而該客戶應依「普通所得」繳納稅款。若有上述稅負之相關規定，應可降低證券借貸對投資人之誘因<sup>167</sup>。

除證券借貸外，衍生性金融商品亦係常被用以達成空洞投票之工具。衍生性金融商品之歷史相較於證券借貸要簡短許多，然相較於證券借貸之契約內容甚少改動，衍生性金融商品之契約內容則在不斷發展，變化速度遠勝證券借貸。正因其不斷演化之特性，於更能貼近現今資本市場中各式投資人五花八門需求的同時，亦使衍生性金融商品被用作達成空洞投票之工具之案例不斷增加，使得主管機關之監管更顯困難。因此學者認為，相較於直接規範衍生性商品本身，對提供衍生性金融商品之銀行、交易商進行規範，似乎較為可行。此外，除了規範供給面，亦可考慮規範需求面，例如要求對沖基金或其他投資者透過衍生性金融商品取得表決權時，應僅限於特定目的<sup>168</sup>。

準此，學者提出之另一建議係要求證券借貸之出借人及衍生性金融商品之提供者應建立認識客戶程序（Know Your Customer, KYC），在與其客戶進行證券借貸或交易衍生性金融商品時，應知悉其客戶之目的。透過認識客戶程序，金融機構應更加理解其客戶使用衍生性金融商品之目的，並應避免其刻意規避揭露規則或稅負法規<sup>169</sup>。此外，美國證券委員會、美國聯邦儲備委員會（Federal Reserve Board, Fed）、美國貨幣監理局（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）亦曾發布一共同聲明，警告金融機構不應設計過度複雜的衍生性金融商品，協助其客戶製作不實財報或逃稅<sup>170</sup>。因此，學者建議監管機構似可考慮於監管空洞投票時採取類似

<sup>167</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1067.

<sup>168</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1065.

<sup>169</sup> In the Matter of Citigroup, Inc. SEC Rei. No. 34-48230, 2003 SEC LEXIS 1778 (July 28, 2003); In the Matter of J.P. Morgan Chase & Co., Lit. Rei. No. 18252 2003 SEC LEXIS 1775 (July 28, 2003).

<sup>170</sup> Securities and Exchange Commission, Policy Statement: Interagency Statement on Sound Practices Concerning Complex Structured Finance Activities, SEC Rei. No. 34-49695, 2004 SEC LEXIS 1017 (May 13, 2004); Interagency Statement on Sound Practices Concerning Elevated Risk Complex Structured Finance Activities, 71 Fed. Reg. 28326 (May 16, 2006).



策略，要求金融機構如投資銀行之認識客戶程序應包含知悉客戶是否利用其所提供之商品達到空洞投票或是規避所有權揭露規定<sup>171</sup>。

現今的法律規範已有針對證券借貸之目的做出規範。根據聯邦儲備規則 T (Federal Reserve Regulation T)，規定部分證券經紀商須在出借有價證券時，應盡其善意義務確保借券人非以行使表決權為目的借券<sup>172</sup>。學者據此提出更進一步之建議，認為監管機構應將此規定擴張適用於所有證券經紀商；抑或直接認定以捕捉股東會基準日為目的之借券行為屬非法目的。舉例言之，若一對沖基金向衍生性金融商品經紀商購入 A 公司之股份，同時為對沖其經濟風險而和經紀商簽訂與 A 公司股價相關之權益交換契約，最後結算部位時發現該對沖基金對 A 公司不具任何經濟利益、但仍持有一定的表決權。此時可推測該對沖基金之目的係空洞投票，故應禁止其經紀商與其簽訂權益交換契約<sup>173</sup>。

### 第三項 小結

學者建議透過課予證券經紀商調查其客戶是否以空洞投票為目的而借貸證券或交易衍生性金融商品雖立意良善，惟本文以為實行面上或將遭遇不少困難。就「以捕捉股東會基準日為目的之證券借貸應予禁止」之規範，如何認定「構成捕捉基準日之時點」以及「非法目的借貸之行為範圍」將是一大難題。

首先，應如何判斷於何時借入證券算是捕捉股東會基準日？對沖基金必不會特意選在基準日前一日大量借入證券，一來於基準日前一日突有大量借券紀錄難保不引起公司經營層之懷疑；二來若欲借入之證券量額極大，亦擔心可借券數不足，故拉長日期、分開向不同證券經紀商借入應係較合理且常見之方式，則應自何時起算構成以捕捉基準日為目的借券之時點，尚有未明。此外，公司股東會舉辦日之公布日期各異，基準日亦將隨之變動。若該對沖基金分別於基準日確定前一個月期間，

<sup>171</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1068.

<sup>172</sup> Regulation T, 12 C.F.R. pt 220 (2006), especially 12 C.F.R. § 220.2 (2006) ("exempted borrower" exemption for major broker-dealers); 12 C.F.R. § 220.10(c) (2006).

<sup>173</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1068.



持續向多家經紀商借入 A 公司之有價證券，並於基準日確定後持續借入，借貸期間橫跨 A 公司股東會之基準日，則應如何認定？若將其借貸行為分割認定為「一部構成非法目的、一部不構成非法目的」是否妥適？以上均係「禁止以捕捉股東會基準日為證券借貸目的之規範」於解釋上可能遭遇之困難。

次就「禁止以衍生性金融商品作為空洞投票工具」之規範，單就衍生性金融商品之不公開特性，即可發現上述方式於實行上有重大困難。於上述提及之對沖基金和證券經紀商購入 A 公司股份並同時簽訂與 A 公司股價相關的權益交換契約之案例中，縱上述規範已經實行，該對沖基金僅需和不同經紀商訂立相似內容之權益交換契約，再和其他經紀商購入現股部位，即可輕易地規避此項規定。蓋經紀商基於其保密義務，洩露其客戶和其簽訂之權益交換契約內容之可能性甚低；此外，當經紀商和其客戶簽訂權益交換契約後，經紀商亦會擔心若部位被其他同行知悉，可能會遭受攻擊而需共同承受損失，故此商業機密將不再僅屬於其客戶，此點將更提升其保密誘因。

在第二章曾提及之 Archegos 案亦提供了絕佳適例。Archegos 基金之經理人 Bill Hwang 一口氣和 7 家投行簽下權益交換契約，此 7 家投行於華爾街均係享譽盛名之商業銀行<sup>174</sup>，其資訊能力及資力應無庸質疑。惟各投行最初也並不知悉 Bill Hwang 和其他銀行簽下了金額、股數均十分龐大之權益交換契約，使各家銀行為對沖風險而購入的持股過度集中在幾間特定公司，這招致了股價暴跌時各家投行欲結算時才發現其持有之公司股票流動性出現問題，急忙爭先恐後地相繼拋售手中持股唯恐脫手不及而蒙受更大損失，因此導致股價更近一步下跌之惡性循環，使各家銀行最終均損失慘重。準此，若無法解決衍生性金融商品不公開特性之問題，縱使禁止以衍生性金融商品作為空洞投票工具之規範正式實行，恐也難以發揮實

<sup>174</sup> 與 Archegos 簽下權益交換契約之投行包含：高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、富國銀行（Wells Fargo & Company）、歐洲的德意志銀行（Deutsche Bank）、瑞士信貸（Credit Suisse）、瑞銀集團（UBS）、日本的野村集團（Nomura）。



效。

綜合上述學者所提出之建議，包含擴大揭露措施、修正稅負制度、直接限制表決權之行使，其目的均係為處理隨著衍生性金融商品及證券借貸市場蓬勃發展而被越來越多投資人採用的空洞投票。衍生性金融商品本具有不公開、低成本之特性，因其規模逐漸擴大、所涉股數及表決權亦隨之膨脹，使其除具有作為投資人增加槓桿或對沖風險之效果外，亦使有心人士可透過操縱衍生性金融商品影響公司股東會之表決結果並藉此謀利。證券借貸市場亦有類似情形，隨著借貸市場之蓬勃發展，以及出借人對於債券法律效果的陌生，使此二項金融工具成為空洞投票者的新歡。濫用空洞投票可使外部投資人輕易操縱公司議案結果並損害股東利益；而若遭內部人濫用，則可能使經營層僵化而無法汰換不適任之經理人或董事，將嚴重衝擊公司治理。

然而，空洞投票並非僅有缺點，其亦可將表決權從資訊不足之股東轉由具資訊優勢地位之股東行使、並藉此提高股東對公司之監督力道。因此，若欲規範空洞投票，首先應分辨善用及濫用空洞投票者之比例，並對濫用空洞投票者做出規範。若欲知悉兩者間之比例，即需更多市場參與者如何使用衍生性金融商品及行使表決權之統計數據。然而衍生性金融商品本身不公開之特性及空洞投票者往往不希望其行為曝光於大眾的目光下，如此因素都增加了資訊搜集之困難，亦使立法者及監管機關難以判斷應如何建構相關法制及實施改革政策。因此，學者認為應先透過延伸揭露規定取得制定法規及監管之必要資訊，始能進一步判斷應再額外採取何種監管措施<sup>175</sup>。

空洞投票之概念於我國相對較少被提及，因此當其發生時，應適用何種法律規範及其適法性等均仍未明。準此，本文欲在下一章中，介紹我國實務上利用空洞投票造成之公司治理危機，以及我國法中可用以規範空洞投票之規定；接著討論我國現行法之不足之處，並提出適合我國法之修法建議。

<sup>175</sup> Hu & Black, *supra* note 9, at 1070.



## 第四章 空洞投票對於我國公司治理的威脅

### 第一節 前言

本文於前兩章中，分別討論了空洞投票之態樣，主要以發生於外國之案件為例；同時亦以美國證券交易法中之相關揭露規定作為規範空洞投票之法律基礎。然外國發生之案例與我國情形有很大不同，究其原因首先是對沖基金等法人機構於我國之投資行為通常較為被動，不若外國之法人機構願意採取激烈手段以競爭經營權。此特性可能與市場結構息息相關，蓋於美國之資本市場中，股市市值之 7 至 8 成掌握在退休基金（Pension Fund）、捐贈基金（Endowments）、商業銀行（Commercial Bank）、主權基金（Sovereign Fund）、對沖基金（Hedge Fund）等機構投資者手中<sup>176</sup>，而我國則約僅有半數甚至更低比例為機構投資人<sup>177</sup>。在機構投資人占比較低之我國，其對於市場之控制程度亦較低，故其影響或爭奪經營權之能力也相對較低。此外，美國市場之交易習慣、衍生性金融商品活用程度以及法規制度均和我國制度差距甚大，發生於美國之空洞投票案件或可能遇到之法律解釋問題未必亦存於我國。

準此，本文將先於第二節介紹我國案例紅火案<sup>178</sup>，中信金控於此案中意圖透過衍生性金融商品達成空洞投票、並欲藉以爭奪兆豐金控之經營權；接著於第三節中介紹我國法中有關揭露之規定，將分別介紹證券交易法第 25 條、第 43-1 條第 1 項

<sup>176</sup> 童紅學，機構投資者美股的翻雲覆雨手，鉅亨，2013 年 3 月 4 日，

<https://news.cnyes.com/news/id/1616966>。（最後瀏覽日：2023 年 6 月 6 日）。李湛，股票市場投資者結構的國際比較研究，中國智庫網，

<https://www.chinathinktanks.org.cn/content/detail/id/nm2dl792>。（最後瀏覽日：2023 年 6 月 6 日）。

<sup>177</sup> 闢河士、方怡，台灣股票市場之機構投資人持股與系統流動性關係，管理與系統，第 21 卷第 4 期，103 年 4 月，頁 551-580（2014 年）。

<sup>178</sup> 第二節提及之案例事實整理自以下判決：臺灣臺北地方法院 96 年度重訴字第 19 號刑事判決、臺灣高等法院 97 年度上重訴字第 54 號判決、臺灣高等法院 108 年度金上重更二字第 21 號判決。



及其子法「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法」，並提出現行法有何不足之處，最後於第四節比較我國現行法與美國法之不同、並提出本文之立法修正建議。

## 第二節 空洞投票影響公司治理之實例—以紅火案為例

### 第一項 本案背景

自 1990 年代以降，金融機構快步朝全球化與國際化發展，透過跨國金融機構的收購、整併，迅速擴張其業務版圖並能跨業經營，並藉此累積資本、增加服務據點，以期透過規模經濟提升金融機構之運營成效。如美國於 1999 年通過金融服務現代化法（Gramm-Leach-Billy Financial Modernization Act<sup>179</sup>）使銀行有正當法源轉型為金融控股公司，使銀行得成立一金融控股公司，並透過其旗下子公司涉足等證券、保險等金融產業<sup>180</sup>。然我國之金融法制於斯時相較國際較為落後，仍固守於金融機構不得跨業經營之傳統觀念，並有金融機構規模過小且家數過多、官股銀行效率低落等問題<sup>181</sup>。

為接軌國際、增加金融機構之獲利能力及提升金融機構之競爭力，我國政府於 2004 年起推行第二階段金融改革（本文於以下以「二次金改」稱之），欲解決上述問題，並於民國（下同）93 年 10 月 20 日列出四大目標：一、在九十四年底前促成三家金融機構市佔率達百分之十以上；二、九十四年底前官股金融機構數目至少減為六家；三、九十五年底前國內十四家金控公司的家數減半；四、九十五年底前至少促成一家金融機構由外資經營或在國外上市。預期透過實踐四大目標達到提

<sup>179</sup> Gramm-Leach-Billy Financial Modernization Act, PUB. L. NO. 106-112, 113 STAT. 1338 (1999).

<sup>180</sup> 王文字，建構我國金融控股公司法制相關問題之研究，台灣金融財務季刊，第二輯第二期，頁 33-34 (2001 年)。

<sup>181</sup> 王文字（註 180）頁 49-50。郭秋榮，臺灣公股銀行整併問題研析，經濟研究第 13 期，頁 269-272 (2013 年)。



升我國金融市場效率化及國際化之成效<sup>182</sup>。

於此情況下，身為國內大型金控之一的中國信託金融控股股份有限公司（CTBC Financial Holding Co., Ltd.，下稱中信金控），為此潮流而展開併購兆豐金融控股股份有限公司（Mega Financial Holding Company Ltd.，下稱兆豐金控）之計畫。

然而，中信金控若欲併購兆豐金控，依金融控股公司法（下稱金控法）第 18 條第 1 項第 1 款<sup>183</sup>、金融機構合併法第 3 條、第 5 條第 1 項<sup>184</sup>，金控公司之合併不僅需向主管機關即金融監督管理委員會（下稱金管會）申請許可，通過許可後仍需依金融機構合併法第 9 條<sup>185</sup>，於 10 日內公告董事會併購之決議內容及合併契約書。因此中信金控難以於不驚動市場或兆豐金控公司派之情況下直接取得兆豐金控之控制權。

中信金控若欲先透過自身持股到一定比例後，再透過旗下子公司如中信銀行共同協力併購兆豐金控，除金控本身受到金控法第 37 條第 1 項、第 3 項之金額限制外<sup>186</sup>，中信銀行亦需透過金融機構合併法第 9 條申報、公開外，尚額外受限於銀

---

<sup>182</sup> 中華民國總統府，

<https://www.president.gov.tw/NEWS/8909?DetailNo=%E9%87%91%E8%9E%8D>. (最後瀏覽日：

2023 年 5 月 1 日)。

<sup>183</sup> 金融控股公司經主管機關許可者，得與下列公司為合併、概括讓與或概括承受，並準用金融機構合併法第六條、第八條、第九條及第十二條至第十四條之規定：一、金融控股公司。

<sup>184</sup> 金融機構合併法第 3 條：「本法之主管機關為金融監督管理委員會。」；金融機構合併法第 5 條第 1 項：「金融機構合併，應由擬合併之機構共同向主管機關申請許可。但法令規定不得兼營者，不得合併。」。

<sup>185</sup> 金融機構合併法第 9 條：「金融機構合併時，除公開發行股票之公司應依證券交易法第三十六條第三項規定，於事實發生之日起二日內辦理公告並申報外，應依前條規定為合併之決議後，於十日內公告決議內容及合併契約書應記載事項，得不適用公司法第七十三條第二項及其他法令有關分別通知之規定，該公告應指定三十日以上之一定期間，聲明債權人、基金受益人、保險契約權利人、證券投資人或期貨交易人，得於期限內以書面提出合併將損害其權益之異議。」。

<sup>186</sup> 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。」；同法第 37 條第 3 項：「金融控股公司對第一



行法規定商業銀行對單一公司持股不得超過 5%之上限<sup>187</sup>，亦難以實行。

若欲直接公開收購，一旦收購比例日期符合證券交易法第 43-1 條第 4 項及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 1 項要求之門檻<sup>188</sup>，即須強制公開收購。公開收購消息一旦揭露，不僅會使接受到此消息之證券市場帶動兆豐金控股價上漲並因此墊高中信金控之併購成本；亦可能使兆豐金控之經營層注意到惡意併購的發生並展開防禦手段。

中信金控亦知難以在不公開併購消息之情況下，逕於集中市場中以收購股份之方式完成對兆豐金控之收購，至多僅能在不觸發揭露條款及金控持股限制之前提下買入少部分兆豐金控股份作為提前佈局。若欲在不驚動資本市場、監管機構以及兆豐金控經營層三方之前提下取得足以撼動兆豐金控董事會選舉結果之表決權，則勢必須使用衍生性金融商品。中信金控最終選擇利用之衍生性金融商品係保本連結股權型結構債（Principal Protected USD Structured Note，下稱保本型結構債）巧妙的利用空洞投票，成功在神不知鬼不覺的情況下突襲兆豐金控股東會之董事改選，搶下兆豐金控四席董事及一席監察人席次<sup>189</sup>。

按保本型結構債實係「零息債券及買進標的資產選擇權」之組合式衍生性金融商品，投資人相當於將其投入本金之一部投資固定收益商品，剩餘部分則買進由保

---

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。」。

<sup>187</sup> 依照銀行法第 74-1 條：「商業銀行得投資有價證券，其種類及限制，由主管機關定之。」、商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 3 條第 6 款：「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>188</sup> 證券交易法第 43-1 條第 4 項：「依第二項規定收購有價證券之範圍、條件、期間、關係人及申報公告事項與前項有關取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例及條件之辦法，由主管機關定之。」；公開收購公開發行公司有價證券管理辦法：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。」。

<sup>189</sup> 中信紅火案資金層層轉匯 民股持兆豐金 0.1%竟獲選 3 席董事 監察院要求金管會檢討改進，監察院，[https://www.cy.gov.tw/News\\_Content.aspx?n=124&s=6983](https://www.cy.gov.tw/News_Content.aspx?n=124&s=6983). (最後瀏覽日：2023 年 5 月 5 日)



本型結構債發行人所選定之證券或其他資產之選擇權。透過此保本型結構債，投資人將持有風險較低之固定收益商品及風險較高之買進選擇權，得於保有一定比例之本金的同時有機會享有標的證券之價格漲幅，係下檔有限、上檔無限且風險小於直接投資選擇權之衍生性金融商品<sup>190</sup>。然而，因保本型結構債一部分係證券之買進選擇權，故在連結標的係單一公司之個股（下稱標的公司）時，即給予了空洞投票者見縫插針之機會。

蓋於標的公司股價上漲至超過行權價格時（此時即稱為價內，in the money），投資人即可行使選擇權以履約價格買入標的公司股份或選擇要求保本型結構債發行人給付價差，故保本型結構債發行人通常會買入標的公司現股以對沖經濟風險。如此一來，投資人可藉保本型結構債發行人之手鎖定一定數量之目標公司股票，限制其流動性，使市場上其他競爭者較難取得股票；此外，如同權益交換存在著交易經紀商依其客戶意願投票之商業慣例<sup>191</sup>，保本型結構債中亦可能存在類似情形，使發行人聽從投資人之指示於目標公司股東會行使表決權而達成空洞投票；雙方亦可能約定選擇權之結算採用實體交割，使結構債結算後由保本型結構債發行人直接將其持有之現股所有權轉移予投資人；另一種可能是，雙方並沒有任何事前協議，惟投資人合理推測保本型結構債發行人為對沖風險將買入目標公司現股，且會在保本型結構債結算後將該批股份賣出，故在結算保本型結構債後於市場中準備「接盤」。

投資者僅需在向監管機關申報收購或轉投資後再結算保本型結構債，因公開收購或轉投資之消息公開後將使標的公司之股價上漲，如此投資者簽訂之選擇權更可能變成價內而使保本型結構債之結算價格上漲而使其獲利，於結算保本型結構債後，若選擇實物交割則可直接取得標的公司股份而毋庸於集中市場購入而付出溢價；若雙方並無任何協議，則投資者亦可趁保本型結構債發行人將標的公司股

<sup>190</sup> 熊肇穆，結構型商品簡介，證券暨期貨月刊，第21卷第11期，頁4-5（2003年）。

<sup>191</sup> 參照第二章第二節第三項第二款之「透過權益交換達成空洞投票」。



份大量賣出、使股價因供給大幅提升而降低之際，大量買入以減少購入成本。綜上所述，若能善加利用保本型結構債，不僅可在不違反揭露規定之下取得目標股份，亦可同時避開目標公司經營層之耳目、使其誤算投資者持有之股份而疏於採取防禦手段，甚至毋庸付出併購溢價即可取得足夠股份，對空洞投票者而言可謂一石數鳥之妙計。

本文將法院判決中提及之紅火案案例事實整理如下，以更近一步了解中信金控如何利用保本型結構債達到空洞投票。

## 第二項 案例事實

### 一、 中信金控鎖定兆豐金控為併購對象

中信金控選擇兆豐金控為併購對象，除上述二次金改之大環境作為推手外，兩家金控業務內容之互補性亦係一重要原因。衡諸當時各大金控中，兆豐金控之業務強項係在對法人機構之授信業務；相較之下，中信銀行之業務則高度集中在個人授信，而法人授信業務則相對非其所擅<sup>192</sup>。因此對於中信金控而言，併購兆豐金控不僅可強化中信銀行個人授信業務之市占，更可擴張其較不足之法人授信業務版圖，對中信金控而言可謂誘因十足<sup>193</sup>。因此，於 2005 年 7、8 月間，中信金控之內部併購小組即鎖定兆豐金控作為中信金控之併購對象，並展開一系列之併購行動<sup>194</sup>。

### 二、 中信金控以自身及其子公司名義持股兆豐金控 5.92%

中信金控自 2005 年 8 月 18 日起至同年 11 月 18 日止，以中信金控子公司即中信銀行、中信保經公司、中信保全公司及中信鯨育樂公司等名義，直接於國內證

<sup>192</sup> 本案事實整理自以下判決：臺灣臺北地方法院 96 年度重訴字第 19 號刑事判決、臺灣高等法院 97 年度上重訴字第 54 號判決、臺灣高等法院 108 年度金上重更二字第 21 號判決。

<sup>193</sup> 黃任顯，從信任關係的變遷論企業集團負責人的背信行為—以紅火案為例，國立交通大學科技法律研究所論文，頁 134-136 (2011 年)。

<sup>194</sup> 姚文成，二次金改金融整併監理制度一個案與檢討，績效與策略研究第六卷第二期，頁 11 (2009 年)。



券集中交易市場買進兆豐金控股票，總數達 66 萬 1003 張，總金額 145 億 5920 萬 6250 元，占兆豐金控當時已發行普通股總數 111 億 6944 萬 9238 股之 5.92%，其中以中信銀行名義購入之兆豐金控股票數量達 56 萬 9055 張，約占兆豐金控已發行股份總數之 5%。

### 三、透過中信香港分行買入巴克萊銀行之連動債

因中信銀行香港分行有閒置資金未予運用，乃委請時任中信金控法人金融執行長兼中信銀行法人金融總經理及金融投資處處長之陳俊哲以及投資處副處長林祥曦共同協助尋找適當金融商品投資運用該資筆金。陳俊哲引介 Barclays Bank PLC（即英商巴克萊銀行股份有限公司，下稱巴克萊銀行），由中信銀行香港分行購買巴克萊銀行所發行之三十年期結構債（下稱結構債）議定以結構債聯結香港、日本、韓國及臺灣等股市金融股票為連結標的，並選定 HSBC Holdings（香港匯豐銀行）、Mizuho Financial Group Inc（日本瑞穗金融集團）、Shinhan Financial Group（韓國新韓金融集團）、台灣第一金融控股股份有限公司及台灣國泰金融控股股份有限公司等五檔股票，購買結構債之總金額高達 3 億 9000 萬美元。

### 四、變更連動債標的，鎖定兆豐金控股份

然而，最初結構債之連結標的並非兆豐金控，故中信金控尚無法利用此時之結構債實質掌握兆豐金控之股份。因此，中信金控欲修改結構債之連結標的，然巴克萊銀行表示不得由客戶直接要求更改，需另行委託顧問公司居間處理。中信金控董事長辜仲諒遂透過財務長張明田下達指示，命中信金控可完全控制之海外紙上公司 Euclid Advisors Corporation（下稱 Euclid 公司）調整保本型結構債連結股票之比例，使巴克萊銀行將結構債股權部位大量連結於兆豐金控股票，並逐步提升比例至 100% 連結兆豐金控股票。巴克萊銀行以結構債總面額中之新臺幣 95 億 7,980 萬 2,100 元，陸續下單買進兆豐金控股票，合計 44 萬 3,905 張，占兆豐金控已發行股數之 3.97%<sup>195</sup>，是以如加計中信金控子公司持股，至 2005 年 11 月 18 日對兆豐金

<sup>195</sup> 證交所 95 年 11 月 28 日台證密字第 0950030999 號函提供巴克萊銀行買進兆豐金股票之特定人



控持股比例為 9.89%（結構債連結的 3.97% 加上中信金控透過自身及其子公司持有之 5.92%）。

## 五、 中信香港分行將結構債出售予紅火公司，金管會核可中信金控轉投資兆豐金控之申請

待上述佈局完成後，中信金控已透過結構債鎖定足夠之兆豐金控股份，因此即著手準備向金管會申請轉投資。然而，中信金控之法務長鄧彥敦意識到持有與兆豐金控股份高度連結之結構債於申報時可能產生之問題，故於簽呈及會議中上提出其法律意見：「中信銀持有系爭結構債非屬持有兆豐金控股份，…惟為免爭議仍應申報，另應考量如申報該結構債，雖非直接持股，但將促使主管機關審視該結構債是否有超過前開 5% 之限制之議題，建議應事先向主管機關詳加說明，惟如向主管機關說明，因本案較易受注目，取得核准之時效即難掌握，且主管機關極有可能因此不予核准。綜上，建議於申請持有同一金融控股公司已發行有表決權股份總數超過 10% 前，應處分或贖回中信銀持有之結構債，以免爭議<sup>196</sup>。」。因此，中信銀行於 2006 年 1 月 6 日，以「因應策略投資之資金需求，空出本行投資額度」為由，簽呈同意將中信香港分行持有之結構債出售予註冊於英屬維京群島之一人股東、資本額一美元並由中信金控當時董事長辜仲諒、執行長陳俊哲共同為實質控制人之 Red Fire Developments Limited（下稱紅火公司）<sup>197</sup>。

2006 年 1 月 12 日，中信金控召開第 2 屆第 11 次臨時董事會議，表示「為有效運用資金並提高中信金控投資收益，擬以 275 億元為限，在證券集中市場購買

---

買賣特定有價證券明細表、94 年 6 月至 95 年 4 月兆豐金各日成交資訊、臺灣證券交易所股份有限公司 95 年 11 月 16 日臺證密字第 0950030019 號函附巴克萊銀行於 94 年 9 月 30 日至 95 年 1 月 31 日期間買賣兆豐金股票之交易明細資料。

<sup>196</sup> 中信金控 94 年 12 月 23 日公文簽辦單、法務長鄧彥敦之簽註意見及資金管理部簽呈。

<sup>197</sup> 此筆交易於 2006 年 7 月 25 日，金管會以金管銀（六）字第 09560003933 號裁處書對中信銀行裁處 1,000 萬元罰鍰；另於同年 8 月 20 日以金管銀（六）字第 09560003931 號函將原核准中信金控轉投資兆豐金控額度 5% 至 10% 之範圍調整為 5% 至 6.1%，並要求就超過部分，於 2007 年 7 月 20 日前處分完畢。



兆豐金控股票，持股比例 5%至 10%，預定投資計畫自金管會核准日起算 1 年內完成」，經董事會決議通過。並於 2006 年 1 月 27 日向下稱金管會依金控法 36 條 2 項及「金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則」第 4 點<sup>198</sup>提出申請，金管會並於 2006 年 2 月 3 日核發同意函<sup>199</sup>。中信金控於接獲金管會核發之同意函後，旋即於 2006 年 2 月 9 日發布重大訊息，揭露中信金控之董事會及金管會均已核准通過其投資兆豐金控一事。

六、紅火公司贖回結構債，巴克萊銀行賣出兆豐金控大量股份，中信金控趁機買入；並於兆豐金控股東會改選獲得五席董監，成功插旗兆豐金控

紅火公司於 2006 年 2 月 14 日向巴克萊銀行要求贖回結構債，巴克萊銀行並於 2006 年 2 月 14 日至同年 3 月 2 日之期間，將結構債所連結之 44 萬 3,905 張兆豐金控股票全數售出，而紅火公司因此筆結構債獲利 3047 萬美元。而中信金控因已取得投資兆豐金控 10%股份之核准，因此於 2006 年 2 月 14 日至同年 3 月 2 日於集中市場中買進兆豐金控共 96 萬 4,804 張股票。根據金管會統計，於上述期間內，中信金控與巴克萊銀行相對成交兆豐金控股票共 30 萬 8,537 張，相當於該期間內巴克萊銀行拋售之股票約有 70%落入中信金控手中<sup>200</sup>。

兆豐金控於 2006 年 6 月 23 日召開改選董監事之股東會，中信金控透過上述方式累積之股份，一舉於該次改選中搶下四席董事席次；中信保險經紀人公司則搶下一席監察人席次。

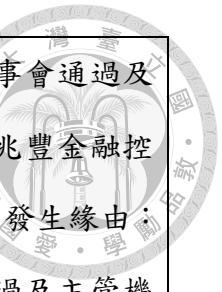
<sup>198</sup> 金融控股公司申請轉投資型態如屬下列情形之一者，得依本點第二項規定辦理：使被投資事業成為子公司，且原已投資金額加計本次投資金額累計未超過新台幣三億元者。應注意者係此法令於 2010 年 12 月 1 日行政院金融監督管理委員會金管銀控字第 09960007021 號令發布廢止；並自 2010 年 12 月 3 日生效。

<sup>199</sup> 金管銀（六）字第 09500035070 號函。

<sup>200</sup> 姚文成（註 194），頁 11-12。



日期	重要事件	備註
2005 年 7 月 1 日 ~ 11 月 18 日	中信金控以自身及其子公司名義持股兆豐金控共 5.92%。	
2005 年 9 月 ~ 12 月 6 日。	透過中信香港分行向巴克萊銀行買入總計 3.9 億美元之連動債。	
2005 年 10 月 6 日 ~ 11 月 18 日	中信透過 Euclid 公司名義，更改連動債標的，使其 100% 連結兆豐金控，並使巴克萊銀行於集中市場大量買入兆豐金控約 3.97% 股份。	
2006 年 1 月 6 日	中信銀行內部簽呈同意將結構債賣予紅火公司。	
2006 年 1 月 12 日	中信金控召開第 2 屆第 11 次臨時董事會議，並決議通過轉投資兆豐金控。	為有效運用資金並提高中信金控投資收益，擬以 275 億元為限，在證券集中市場購買兆豐金控股票，持股比例 5% 至 10%，預定投資計畫自金管會核准日起算 1 年內完成。
2006 年 1 月 27 日	中信金控向金管會申請轉投資兆豐金控。	金管會於同年 2 月 3 日以金管銀字（六）第 09500035070 號函，同意中信金以 275 億元新台幣轉投資兆豐金控。



2006年2月9日	中信金控發布重大訊息，公告已經董事會及主管機關核准投資兆豐金控。	茲公告本公司經董事會通過及主管機關核准投資兆豐金融控股（股）公司事宜。發生緣由：本公司經董事會通過及主管機關核准，擬以證券集中市場購買方式投資兆豐金融控股（股）公司，持股比例不逾 10%；因應措施：本公司將視證券市場狀況，依規定自主管機關核准後一年內實施。
2006年2月14日	紅火公司向巴克萊銀行贖回結構債。	
2006年2月14日～3月2日	巴克萊銀行將結構債所連結之44萬3,905張兆豐金融控股票全數售出。	
2006年2月中旬～3月初	中信金控於集中市場中買進兆豐金控共96萬4,804張。	據金管會估計，從2月中旬到3月初期間，中信金控與巴克萊銀行相對成交兆豐金融控股票共30萬8,537張，相當於該期間內巴克萊銀行拋售之股票約有7成落入中信金控之手。
2006年6月23日	兆豐金控舉行股東會進行董事改選，中信金控取得四席董事席次，中信保險經紀人公司取得一席監察人席次，	當時兆豐金控董事會共有12席董事席次、5席監察人席次。除中信金控擁有之4董1監席次外，財政部、國發局、台灣郵政

	成功插旗兆豐金控董事會。	公司等政府單位亦持有 5 董 3 監席次 <sup>201</sup> 。
--	--------------	---------------------------------------

表 3：紅火案重要事件時間表（作者自製）



### 第三項 小結

綜觀整體事實後，吾人應可推測，中信金控於最初成立併購小組、擬定收購兆豐金控之計畫時，即已事先規劃購買結構債並將其選擇權部位之標的連結兆豐金控，以在不驚動監管機關及兆豐金控董事會之情況下，取得其股份。蓋中信金控在不違反持股限制之情況下，於市場中逐步建立對兆豐金控之持股部位之同時，已經透過中信銀行香港分行和巴克萊銀行買入結構債，雖最初訂立結構債時並未將兆豐金控作為連結標的，然中信金控透過利用可完全控制之紙上 Euclid 公司，要求巴克萊銀行將連動債之連結標的 100% 連結至兆豐金控之股份，以規避巴克萊銀行不得由客戶要求變更結構債連結標的之規定。

一般而言，選擇投資結合低風險零息債券及高風險買進標的資產選擇權之結構債，並讓資產選擇權有數個連結標，係為了分擔風險，避免因單一公司之股價波動過大即對整體部位造成過大損害，以在「追求較高報酬」與「承擔合理風險」間取得平衡。然而中信金控卻又要求將結構債之連結標的 100% 連結之兆豐金控（下稱完全連結），此舉無疑將風險過度集中於單一公司，此結構債總價逼近 4 億美金，中信金控何以採取此種前後邏輯看似互相矛盾之財務操作？若細觀結構債商品之特性，即可略見端倪。

從第一節曾提及之結構債之構成一部分為買入選擇權可知，中信金控將該選擇權所連結之證券變更為完全連結兆豐金控之股份，可使巴克萊銀行為避險而買入兆豐金控現股，並藉此達到以下效果<sup>202</sup>。

<sup>201</sup> 兆豐金控 2006 年公司年報。

<sup>202</sup> 劉孟哲，論控制股東持有股權連結型衍生性金融商品之公開揭露義務，東吳大學法學院法律學系碩士班論文，頁 88（2013 年）。



首先，中信金控能假巴克萊銀行之手限制兆豐金控股份之流動性，不僅使市場上其他投資人難以取得、或需以較高的成交價始能取得兆豐金控股份，亦可大略估算於終止結構債後，能於集中市場中買回多少比例之兆豐金控股份。

此外，亦能使中信金控收購兆豐金控之計畫不會違反金控轉投資額度上限（投資總額不得超過金融控股公司淨值百分之十五<sup>203</sup>）以及商業銀行對單一公司持股上限百分之五之規定外<sup>204</sup>，亦可使其欲併購兆豐金控之計畫不會提早被資本市場知悉。蓋若中信金控併購投資兆豐金控之消息走漏，將使市場上投資人認為購入兆豐金控股票將有利可圖而產生大量買盤，並進而導致股價上揚若中信金控逕依公開收購規定公告、申報，於提出收購價格時即須考量到收購之控制權溢價，無論何者均會提高中信金控之收購成本。

最後，待中信金控賣出結構債時，可合理預測巴克萊銀行會相應地賣出其為避險而買入之兆豐金控股份，蓋其既已結算與中信金控之結構債，則繼續持有避險部位毫無實益。故此時市場上將突然出現大量遭巴克萊銀行拋售之兆豐金控股份，中信金控即可趁機以低於市場價之價格買入。如此，中信金控即能在不親自購買兆豐金控股份及不公開收購兆豐金控計畫之情況下，穩健地進行佈局。正因購買結構債並將其連結標的完全連結至兆豐金控存在上述利益，如此方得以解釋為何中信金控會採取此種違反常理之財務操作。

此外，觀中信金控法務長鄧彥敦於簽呈及會議中曾提出之意見可知<sup>205</sup>，自集中市場中取得大量巴克萊銀行拋售之兆豐金控股份亦係中信金控計畫之一環，中信金控早已認識一旦紅火公司贖回結構債，巴克萊銀行將立即拋售手中持有之兆豐金控股份，此時中信金控將有機可趁。且此計畫雖已受到法務長警告或有違法之嫌，中信金控卻仍執意為之。

<sup>203</sup> 金融控股公司法第 37 條第 1 項、第 3 項。

<sup>204</sup> 銀行法第 74-1 條以及商業銀行投資有價證券之種類及限額規定第 3 條第 6 款。

<sup>205</sup> 中信金控 94 年 12 月 23 日公文簽辦單、法務長鄧彥敦之簽註意見及資金管理部簽呈。



本文節錄法務長見解之相關內容如下：「……中信銀如於短期內贖回結構債，致使巴克萊銀行於市場上大量出售避險部位兆豐金控股份，市場價格下跌後，如中信金控再於市場買入，恐遭壓低市場價格再買入之非議，亦應考慮如逕行贖回是否造成結構債投資之損失。更有甚者，中信金於取得轉投資自動核准後，因擬取得之股份高達百分之十五，如於市場上取得股份時間與巴克萊銀行因中信銀贖回致出售股份時間相近，則有可能使中信金控取得之股份為巴克萊銀行所出售，法律上恐有疑義，為求審慎，建議於申請（此指向金管會申請金控之轉投資）前逕行處分結構債，以免爭議<sup>206</sup>。」

綜上所述，中信金控透過預先向巴克萊銀行購入結構債，藉此間接地建立對兆豐金控之經濟上利害關係及股份所有權，不僅規避申報轉投資前之揭露要求，亦可確認申報後仍能掌握足夠兆豐金控之股份；如此在避免兆豐金控之股價波動而增加收購成本之同時，使兆豐金控經營層或潛在競爭者無法知悉中信金控之併購意圖<sup>207</sup>。除此之外，由於中信金控已透過結構債鎖定兆豐金控之股份，故其縱使在申報通過後始大量買入兆豐金控之股份，仍可透過解除連帶債之方式以從巴克萊銀行接手兆豐金控之股份，透過控制市場中兆豐金控股票之供給量大幅減少本應付出之收購溢價。

然而，如此利用衍生性金融商品之投機行為，不僅使金控法上限制金控投資以及證交法上強制公開收購規定所欲達成之目的均完全落空，亦使公司經營層毫無防範可能，如此將對現行法律架構所預設之董監事選舉制度及公司治理產生衝擊。此外，監管機關亦難以事先發現、審查是否有違法情事；市場上投資人及目標公司股東亦無法享有併購溢價，此亦與證券交易法發展國民經濟、保障投資之立法意旨

<sup>206</sup> 臺灣臺北地方法院 96 年度重訴字第 19 號刑事判決。

<sup>207</sup> 於中信金控大買兆豐金控股票之期間，同期間國泰金控也持續購入兆豐金控之股份，其收購股份總數約佔兆豐金控已發行股份總數約 2%。然由於國泰金控未繼續增持對兆豐金控之部位，故難以斷定究係單純之投資行為抑或是發現中信金控亦有併購打算、不欲與其競爭故提早收手。國泰、中信金控大買兆豐金，聯合報，2005 年 10 月 12 日。



<sup>208</sup> 有違。

誠然，中信金控之上述財務操作或有成立特殊背信罪、操縱股價甚至內線交易之嫌，且中信金控之董事長辜仲諒、投資處副處長林祥曦以及財務長張明田等均正受到法院審判中且尚未定讞<sup>209</sup>，然中信金控於兆豐金控改選董監事之股東會中行使表決權時，已實際持有其行使表決權股份之經濟所有權，股份之經濟所有權與表決權並未解離，故似乎不存在行使之表決權數大於股份經濟所有權之空洞投票情形。雖然在經營權爭奪或惡意併購的情況下，發起併購之公司最終仍需取得目標公司足夠的股份所有權。然而，併購方可透過採取不同財務策略，藉此操控取得目標公司所有權或表決權之時點<sup>210</sup>。

如本件之中信金控，其於本件中選擇贖回結構債並於市場中實際買入兆豐金控之股份；然而若結構債存在如同權益交換之商業慣例，即交易經紀商通常願意依其客戶意願投票，則中信金控亦可選擇不贖回該筆結構債，逕要求巴克萊銀行依其指示投票，如此即構成典型之空洞投票。

中信金控若僅欲爭奪兆豐金控之經營權，透過空洞投票之方式相較於實際買入兆豐金控之股份，應更不容易被監管機關及兆豐金控公司派察覺。然而，中信金控最終選擇刻意將該結構債賣予紅火公司後再申請轉投資，通過申請後再公告轉投資消息並贖回結構債、後於市場中買入兆豐金控股份。本文認為，如此操作之理由或許係因中信金控除有併購兆豐金控之野心外，中信金控之管理層也欲藉此機會牟取不法利益（紅火公司透過贖回結構債獲利 3047 萬美元，且紅火公司實質上

---

<sup>208</sup> 證券交易法第 1 條：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」

<sup>209</sup> 臺灣高等法院 108 年度金上重更二字第 21 號判決雖撤銷辜仲諒、林祥曦及張明田依金控法 57 條 2 項共同背信、依證券交易法 155 條 1 項 7 款之間接操縱股價之有罪判決並改判無罪，經檢察官繼續上訴；最高法院 110 年度台上字第 4769 號判決操縱股價部分無罪定讞，另撤銷更二審背信罪之無罪判決並發回更審，現由臺灣高等法院 111 年度金上重更三字第 4 號審理中（此判決尚未公布）。

<sup>210</sup> 陳肇鴻（註 81），頁 113-114。



係由中信金控董事長辜仲諒及執行長陳俊哲<sup>211</sup>共同控制)。

縱非如此，若中信金控未採取空洞投票作為經營權爭奪手段(亦即指示巴克萊銀行於兆豐金控股東會行使表決權)，係因其認為透過紅火公司贖回結構債更有助於其爭奪兆豐金控之經營權，亦非謂此時即無加以監管之必要。蓋若僅因投資人不同之財務政策選擇，而使公司治理暴露在隨時可能被有心人士透過空洞投票狙擊董監事選任之環境，仍非妥適，而有加以監管之必要。

準此，本文欲先於第三節中討論我國現行法中可用以規範空洞投票之規定及其不足之處，並於第四節中提出本文之立法建議。

### 第三節 我國現行法對空洞投票之規範

#### 第一項 證券交易法第 43-1 條

根據我國證券交易法（下稱證交法）第 43-1 條第 1 項<sup>212</sup>：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之五之股份者，應向主管機關申報及公告；申報事項如有變動時，亦同。有關申報取得股份之股數、目的、資金來源、變動事項、公告、期限及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」此外主管機關另於 2019 年透過頒布「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份

<sup>211</sup> 陳俊哲遭起訴違反共同背信罪，然其潛逃國外，現仍遭法院通緝中。

<sup>212</sup> 本項於 2023 年 5 月 10 日將應申報公告之門檻由 10% 下調至 5%，立法理由如下：「證券交易法第 43 條之 1 第 1 項之立法意旨係期使公司股權重大異動之資訊能即時且充分公開，使投資人及主管機關能知悉公司股權大量變動之來由與趨向，進而瞭解公司經營權及股價可能產生之變化，經參酌美、日等多數國家均以持股百分之五為大量持股申報門檻，又自 109 年第 1 季起，我國上市櫃公司財務報告已要求揭露持股比例達百分之五以上之股東資訊，爰本次為健全大量股權揭露制度及提升資訊透明度，並符合外國立法之趨勢，及提升我國公司治理水準，研議將大量持股申報及公告門檻由現行百分之十修正為百分之五。」金融監督管理委員會，預告「證券交易法」第 43 條之 1、第 178 條之 1、第 183 條修正草案，

[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=202201110001&toolsflag=Y&dtable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202201110001&toolsflag=Y&dtable=News). (最後瀏覽日：2023 年 5 月 20 日)。



申報辦法」，更精準的定義名詞以利確認規範範圍及避免適用上疑慮。

## 第一款 立法沿革

證券交易法第 43-1 條第 1 項之立法理由為：「美國證券交易法第十三條第四項之規定，任何人單獨或與他人共同取得某一證券超過發行股數百分之五者，應於取得後十日內向證券交易所、發行公司、證管會等提出說明書，說明其資金、取得證券之目的、取得人之背景等資料，用使主管機關及投資人能了解公司股權大量變動之來由及其趨向，亦是『完全公開』原則之發揮。」實務判決及學者更近一步指出，本條亦可使公開發行公司股權發生重大變化時，資訊能即時且充分公開；證券主管機關及一般投資人得以即時瞭解公司股權大量異動的情況、未來公司經營權可能發生之變化及經營決策是否連帶發生重大改變，例如可用以偵測是否有公開收購之徵兆，有助於健全證券市場機能及保障投資大眾權益<sup>213</sup>。

對於本條之「共同取得」之解釋，於 2005 年以前係透過「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」（下稱本要點）規範，於本要點第三條第二款規定：「本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」。惟此辦法遭司法院第 586 號解釋認定逾越母法關於「共同取得」之文義可能範圍，增加母法所未規範之申報義務，因此被認定涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制，違反憲法第二十三條之法律保留原則。

為符合司法院解釋之意旨，本要點於 2006 年修正，於第三點將「共同取得」重新定義為：「本要點所稱與他人共同取得股份，指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。取得人與他人共同取得股份者，如有書面合意，

<sup>213</sup> 曾宛如，證券交易法原理，7 版，頁 186-187（2020 年）。賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，三版，頁 289（1996 年）。陳肇鴻（註 81），頁 116。劉連煜，新證券交易法實例研習，15 版，頁 179-180（2018 年）。最高行政法院 91 年判字第 1777 號判決、最高法院 92 年判字第 542 號判決、最高法院 92 年判字第 810 號判決。



應將該書面合意併同向主管機關申報。」要點於 2019 年遭廢止後<sup>214</sup>，取而代之的「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法<sup>215</sup>」（下稱本辦法）亦於第 4 條第 1 項、第 2 項作出相同規定<sup>216</sup>。

## 第二款 立法理由及構成要件

本辦法第 4 條第 1 項之立法理由<sup>217</sup>為：「依司法院釋字第五八六號解釋認為，『共同取得』之『共同』二字依一般文義應具備以意思聯絡達到一定目的之核心意義，即取得人間基於目的上之結合（如共同控制、投資某一公司等），有共同取得公開發行公司股份之意思聯絡，爰於第一項明定取得人間，以契約、協議或其他方式共同取得公開發行公司股份，即為本辦法所稱與他人共同取得股份，不以書面為要件。」

觀本辦法之立法理由可知，必須主觀上具備共同取得公開發行公司股份之「意思聯絡」且欲透過該意思聯絡「達到一定目的」；客觀上則須「以契約、協議或其他方式共同取得公開發行公司股份」，具備上述三個主、客觀要件，即該當證交法第 43-1 條第 1 項之「共同取得」。

就第一個主觀要件「意思聯絡」，此係為符合共同取得之可能文義解釋範圍而設立之要件，增設此要件可避免原本要點僅以客觀上具備一定親屬關係及股份取

<sup>214</sup> 「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」於民國 108 年 10 月 9 日遭金融監督管理委員會以金管證交字第 10803603575 號令廢止。

<sup>215</sup> 2019 年 10 月 7 日頒布。

<sup>216</sup> 證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法第 4 條第 1 項：「本辦法所稱與他人共同取得股份，指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。」；第 4 條第 2 項「取得人間如有書面合意，應將該書面合意併同向主管機關申報」。

<sup>217</sup> 金融監督管理委員會，訂定證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法。（金管證交字第 1080360357 號），

[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=3&parentpath=0&mcustomize=lawnew\\_view.jsp&dataserno=201910070001&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=3&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=201910070001&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw). （最後瀏覽日：2023 年 5 月 20 日）。



得行為即認定有「共同取得」此種明顯逾越文義之解釋方式。在認定此主觀要件時，通常可同時參酌客觀要件「以契約、協議或其他方式共同取得公開發行公司股份」。蓋取得人間之意思聯絡必定係欲達成一定結果，而客觀上若有簽訂契約或協議約定欲共同取得目標公司之股份，可作為認定當事人間具有意思聯絡之依據。

構成要件中之另一主觀要件為「為達到一定目的」，立法理由中並概括例示共同目的為「控制」或「投資」某一公司。此要件之涵蓋範圍應已足夠廣泛，蓋資本市場中的所有財務操作，縱使非為控制目標公司，仍難謂其不具備「共同投資」之目的。若係透過共同取得人行使表決權以達成空洞投票，則通常會伴隨著透過其他衍生性金融商品做空或做多目標公司之手段，藉以獲取經濟利益，蓋投資人若不具爭奪或防衛經營權之意圖、亦不使用衍生性金融商品於目標公司套利，否則殊難想像其為何要空洞投票。若投資人建立做空部位僅係為對沖其現股部位，而未行使表決權，由於對沖現股部位之目的係降低整體經濟曝險，為純粹經濟導向之手段，於文義解釋上應仍可被「共同投資」涵蓋。

本條規定係我國證交法中針對公司大股東要求其揭露持股之主要規範，惟對於透過衍生性金融商品間接持有目標公司之股份或達成空洞投票是否應受規範，無論是本條文義亦或立法理由均鮮少討論，其他類似的揭露法規亦有相同情形。然而，衍生性金融商品所特有之不公開性、受惠於金融科技飛速發展而產生之創新性以及低成本取得之特性，使其受到國際上空洞投票者之青睞。縱使具有更詳盡揭露規定藉以協助監管機構、市場投資人其公司經營層提前知悉大股東持股轉移情形以及預防空洞投票之美國，仍遭受學者批評其現行法不足以嚇阻心懷不軌的空洞投票者，更何況相較美國法上規定顯有不足之我國。

舉例言之，證交法第 43-1 條第 1 項之法條文義似乎無意限制取得股份之方法，故似乎可解釋成無論是否透過衍生性金融商品，只要共同取得人具備控制或投資公司之意思聯絡而取得目標公司股份超過 5%，均應向主管機關申報及公告。然而，投資人透過衍生性金融商品及交易相對人預先取得對目標公司股份所有權之



情形，是否可解釋成已在證交法第 43-1 條第 1 項及本辦法之涵蓋範圍；若不在涵蓋範圍內，應否修正規定以將其納入規範，皆有探討之必要。

又例如上述曾提及之紅火案，中信金控透過自身及其子公司持有兆豐金控約 5.92% 的股份，依照當時證交法第 43-1 條第 1 項之規定，需單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份始須申報，故若僅觀中信金控自身及其子公司之持股，尚無庸向主管機關申報、公告。然而，中信金控另透過與巴克萊銀行買入結構債，使巴克萊銀行為對沖結構債之經濟風險而買入兆豐金控股份，並透過自身對結構債商業慣例之理解，預先建立其對兆豐金控股份之實質所有權。

惟中信金控與巴克萊銀行間並未存有任何書面或非書面之協議、契約之內容涉及雙方有共同取得巴克萊銀行股份之意思聯絡，故若依照現行證交法之規定，中信金控毋庸負擔揭露義務。然而，中信金控透過購買結構債而非直接購買股份以規避揭露法規之行為，有違證交法第 43-1 條第 1 項揭露可能影響公司股權變動之重大資訊之立法目的。

準此，本文以為現行證交法第 43-1 條第 1 項對於達成資訊揭露以及防免空洞投票仍力有未逮，將於第三項討論現行揭露規定不足之處並於第四節提出如何修正現行條文之立法建議。

## 第二項 證券交易法第 25 條

依照證交法第 25 條第 1 項：「公開發行股票之公司於登記後，應即將其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東，所持有之本公司股票種類及股數，向主管機關申報並公告之。」及同條第 3 項<sup>218</sup>準用證交法第 22-2 條第 3 項：「第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。」以補充對於持有股票之認定範圍，以避免公司內部人藉配偶、未成年子女或他人名

<sup>218</sup> 證交法第 25 條第 3 項：「第二十二條之二第三項之規定，於計算前二項持有股數準用之。」



義持有股票，規避本條之限制。

## 第一款 立法沿革

證交法第 25 條第 1 項之立法沿革中，較值得關注者係，其於 1968 年初次立法時，將公司內部人中之大股東認定為：「持有股份達股份總額百分之五以上之股東」；然而於 1988 年修法時，為因應第 22-2 條之增訂，將第一項大股東持有股份總額，由「達股份總額百分之五以上」修正為「超過股份總額百分之十」。本條最後一次於 2001 年修法時，亦未再更動認定大股東之比例並持續至今。

## 第二款 立法理由

本條為內部人持股之揭露規定，立法目的係透過事先之資訊公開，使投資大眾能了解公司內部人之持股異動之情形，以健全證券市場發展，維持市場秩序<sup>219</sup>。此外，學者指出本條之公開義務於證券法規上有強烈之輔佐色彩。蓋由於我國證交法第 26 條第 1 項<sup>220</sup>及「公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則」第 2 條<sup>221</sup>仍保有要求董事及監察人持有公司一定比例股份之規定。因此，證交法第 25 條第 1 項實有助於監管機關確認董監事是否符合證交法第 26 條之要求；此外，我國於證交法第 157 條及第 157-1 條亦設有短線交易禁止及內線交易禁止之規範，而此兩條條文之規範主體亦包涵「董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東」。故本條亦可協助監管機關及司法單位確認行為人之具體持股時點，不僅有利於判斷公司是否可依照第 157 條第 1 項行使歸入權；亦有助於依第

<sup>219</sup> 曾宛如（註 213），頁 182-183。最高行政法院 93 年度判字 1054 號判決、最高行政法院 94 年度判字第 1269 號判決、最高行政法院 87 年度判字第 537 號判決。王志誠，公司內部人違反持股資訊揭露義務之責任--最高行政法院 94 年度判字第 1269 號判決，月旦裁判時報，第 23 期，頁 32-50（2013 年）。

<sup>220</sup> 證交法第 26 條第 1 項：「凡依本法公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定之成數。」

<sup>221</sup> 此規則由證交法第 26 條第 2 項授權：「前項董事、監察人股權成數及查核實施規則，由主管機關以命令定之。」



157-1 條確認行為人是否有為內線交易<sup>222</sup>。

### 第三項 現行法之不足

#### 第一款 證交法第 43-1 條之解釋困境

本文上述曾提及證交法第 43-1 條第 1 項對於達成資訊揭露以及防免空洞投票仍力有未逮，本款預先討論何以證交法第 43-1 條第 1 項透過文義解釋及立法解釋仍可能有規範不及之處，再於第四節中參酌比較法及外國學者提供之建議，提出我國法可能之修正方向。

本節第一項中曾提及「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法」(下稱本辦法) 將「意思聯絡」增設為判斷共同取得之標準，係為符合司法院釋字 586 號解釋之意旨，此舉不僅維護憲政秩序，亦避免逾越「共同取得」之可能文義而過度限制投資人之持股自由，可謂立意良善。惟本文以為，此次增修仍有未盡之功，分述如下。

#### 第一目 共同取得要件之未明

首先，本辦法第 4 條第 1 項之「本辦法所稱與他人共同取得股份，指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。」似仍未規範到投資人利用商業慣例而非直接達成意思聯絡取得股份之情形。

例如本章第二節提及之紅火案，中信金控透過與巴克萊銀行締結之結構債間接建立對於兆豐金控之股份所有權，且中信金控與巴克萊銀行間並未存有任何書面或非書面之協議、契約之內容涉及雙方有共同取得巴克萊銀行股份之意思聯絡。然而，中信金控未和巴克萊銀行建立共同取得兆豐金控股份之意思聯絡並非因為中信金控對兆豐金控之股權毫無野心；實情係中信金控十分熟悉結構債之商業慣例，確信巴克萊銀行將買入足夠的兆豐金控股份以對衝經濟風險、並將在贖回結構債時將其賣出。因此中信金控僅須事先規劃好預計買入股份之日期，並在該日前贖

<sup>222</sup> 曾宛如（註 213），頁 182-183。



回結構債，即可趁巴克萊銀行於市場上大量拋售兆豐金控股份時大量買入。

故縱使中信金控未事先與巴克萊銀行達成意思聯絡，仍可藉由利用其身為商業銀行對商業慣例瞭如指掌之資訊優勢，於迴避本辦法揭露義務之同時，達到預先鎖定並嗣後取得兆豐金控股份之效果。

既然利用商業慣例鎖定股份將規避本辦法課予共同取得人之揭露義務，則是否可以主張透過「商業慣例」屬於本辦法概括條款中「以契約、協議或其他方式達成合意，取得公開發行公司股份」之「其他方式」？單就文義解釋，條文中例示方法以外之手段雖應可算作「其他方式」，惟由於仍應以「達成合意」為前提，故商業慣例應無法被本辦法之「以其他方式達成合意，共同取得公開發行公司股份」涵蓋。

此外，綜觀整體法條設計及其立法目的，亦不應認定利用商業慣例之行為人該當本款之「其他方式」。蓋本辦法係由證交法授權、為補充證交法第 43-1 條第 1 項關於「共同取得」之說明始制定，故規範範圍自不應逾越母法所欲規範及可能之文義解釋範圍。而自本辦法之立法理由及司法院釋字第 586 號解釋觀之，均認為「共同取得」之「共同」二字依一般文義應具備以意思聯絡達到一定目的之核心意義，即取得人間基於目的上之結合（如共同控制、投資某一公司等），有共同取得公開發行公司股份之意思聯絡。換言之，此處之「其他方式」既意在補充說明「共同取得」，則將「具備意思聯絡」作為「使用其他方式取得股份」之前提應不待言。

準此，本文以為對於「其他方式」之正確解釋方式應為「取得人間以具備意思聯絡之其他方式達成合意，共同取得目標公司之股份」始為妥適。換言之，縱使利用其對於衍生性金融商品之商業慣例之掌握而預先取得目標公司股份，只要未和交易對手達成意思聯絡，仍不在本辦法第 4 條第 1 項之規範範圍中。

因此，由於中信金控係利用自身對於商業慣例之掌握而未與巴克萊銀行達成意思聯絡，不應將其解為該當本辦法第 4 條第 1 項之「以契約、協議或其他方式共同取得公開發行公司股份」。縱使此情形如同本章第二節所述具有規範必要，然因



本辦法尚未將此種利用商業慣例之情形納入規範，故中信金控仍毋庸依照證交法第 43-1 條第 1 項向主管機關申報及公告。

## 第二目 難以規範衍生性金融商品

此外，本文於第一項討論「共同取得」之構成要件中曾提及，證交法第 43-1 條第 1 項之「共同取得」僅需主觀上具備共同取得公開發行公司股份之「意思聯絡」且欲透過該意思聯絡「達到一定目的」；客觀上則須「以契約、協議或其他方式共同取得公開發行公司股份」。具備上述三個主、客觀要件即該當共同取得，至於是否透過衍生性金融商品達成此合意則非所問。

然而，本文以為認定投資人透過衍生性金融商品預先取得目標公司股份所有權該當「共同取得」之解釋方式，仍有待商榷。蓋本辦法之立法理由雖未明確提及是否師法美國，惟我國學者有認證交法第 43-1 條第 1 項之規定本係仿自美國法<sup>223</sup>。此外觀本辦法對於共同取得之定義可發現，實與美國法 Rule 13d-3 對實質所有權之定義極為相似：「直接或間接透過任何契約、協議、約定、關係或其他方式」(directly or indirectly through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise.)，故似乎可推測於訂立此辦法時應有部分參考美國之立法例；退步言之，縱立法時未參照美國法，由於法條架構及文字具相同之處，於適用我國法產生疑義時，應可參照美國法之解釋方式作為借鑒，此為法律解釋方法中之比較法解釋<sup>224</sup>。

然根據本文於第二章第二節<sup>225</sup>之討論可知，訂立 Rule 13d-3 之時，美國衍生性金融商品市場仍在起步階段，金融市場上尚不存在衍生性金融商品，故殊難想像立法者於立法時已預見衍生性金融商品之出現並欲以此規範相繩。準此，若本辦法確

<sup>223</sup> 賴英照（註 213），頁 289-290。劉連煜（註 213），頁 179-180。

<sup>224</sup> 王澤鑑，民法總則，2014 年 2 月增訂新版，頁 68-69（2014 年）。王澤鑑，民法學說與判例研究（二），頁 1（2009 年）。

<sup>225</sup> 詳參第三章第一節第二項第一款 Schedules 13D、Schedules 13G。



係師法美國，美國之立法者於立法時並未欲規範衍生性金融商品，則在我國立法者未明言欲擴張規範範圍之情況下，逕將衍生性金融商品納入規範是否妥適？仍有探討之餘地。

### 第三目 嚇阻效果有限

除構成要件不明確以及因立法理由未言明故不應擴張適用範圍以外，本文以為違反證交法第 43-1 條第 1 項之法律效果不僅未因應不同之違反態樣而異其罰則、且其罰則亦不具足夠之威赫效果。現行法下，若違反證交法第 43-1 條第 1 項之申報義務，主管機關依照證交法第 178 條第 1 項第 2 款，可處以新台幣 24 萬元以上，240 萬元以下之罰鍰。

然而，無論違反申報義務之情節是否重大，依現行法規定均係處以相同之罰鍰。蓋同樣未依照此項申報，可能僅係單純疏忽致漏未申報，例如因行使期權但未正確計算轉換股數導致錯估自身之持股比例；亦有可能係為空洞投票、做空目標公司或爭奪經營權，為避免引起監管機構、目標公司管理層或股東之注意始刻意規避本項規定，然本項並未針對違反情節之重大程度而異其罰則，並非妥適。或有論者認為，裁罰上下限之差距高達 10 倍，主管機關即可根據申報義務人違反情節重大與否裁處不同罰鍰。然而本文以為，由於根據證交法第 43-1 條第 1 項之申報標的係公開發行公司之持股，而公開發行公司涉及之經濟利益往往極高。若涉及經營權爭奪，其相關價值更可能高達數千萬甚或上億元，故縱使主管機關有對刻意規避申報義務者祭出最高額罰鍰作為懲處手段之可能，由於最高額罰鍰之金額相較奪取經營權後可獲得之經濟利益僅為九牛一毛，如此或僅使申報義務人將刻意規避申報後遭開處之罰鍰納入爭奪經營權成本之一環，仍不會予以重視<sup>226</sup>。準此，本文以為現行法之罰則仍不足生威嚇刻意規避申報義務股東之效果。

<sup>226</sup> 劉連煜，註 213（頁 182）。



## 第二款 證交法第 25 條之修正建議

現行證交法第 25 條（下稱本條）係針對公司內部人持股之揭露規定，本條將持有股份超過股份總額百分之十之股東定義為公司之內部人。然而今年（2023 年）證交法第 43-1 條第 1 項基於參酌美、日等多數國家均以持股百分之五為大量持股申報門檻，為健全大量股權揭露制度及提升資訊透明度，並符合外國立法之趨勢，及提升我國公司治理水準，將申報門檻修正為已發行股份總額超過百分之五之股份<sup>227</sup>，證交法第 25 條未一併修正揭露門檻是立法者之疏漏或有意為之，似尚有未明。

誠然，就證券交易法整體之體系觀之，證交法第 25 條規範在第二章第一節之「有價證券之募集、發行、私募及買賣」，主要係規範甫公開發行之公司之公開揭露義務。而證交法第 43-1 條則規範在第二章第二節之「有價證券之收購」，其規範目的更加側重於監控股權大量流動以提前監管可能發生之公開收購。準此，兩者之立法目的雖均包含使公司資訊即時且充分公開，惟由於其體系定位上的不同，故對於持有多少股份始應申報之門檻規定不同，似乎也非難以理解。

然而，單就其各自所在之篇章觀之，似乎仍無合理解釋為何同樣係對於大股東之持股揭露規定，然其申報門檻卻有兩倍（5% 及 10%）之差距。事實上證交法第 25 條於最初 1968 年訂立時係以「持有股份達股份總額百分之五以上」作為申報門檻，係於 1988 年為配合證交法第 22-2 條之增訂<sup>228</sup>始將門檻修正為「持有股份超過股份總額百分之十」。然證交法第 22-2 條之增修理由<sup>229</sup>中，亦未交代為何將「持有

<sup>227</sup> 金融監督管理委員會，預告「證券交易法」第 43 條之 1、第 178 條之 1、第 183 條修正草案。

<sup>228</sup> 證交法第 25 條之修法理由：配合第二十二條之二之增訂，將第一項大股東持有股份總額，由「達股份總額百分之五以上」修正為「超過股份總額百分之十」。

<sup>229</sup> 證交法第 22-2 條於 1988 年時增修之立法理由：「目前證券交易中最為人所詬病者，不外發行公司董事、監察人或大股東參與股票之買賣，與藉上市轉讓股權，不但影響公司經營，損害投資人權益，並破壞市場穩定，為健全證券市場發展，維持市場秩序，對發行公司董事、監察人、經理人及持有公司股份超過股份總額百分之十之股東股票之轉讓，有必要嚴加管理，於第一項分三



公司股份超過股份總額百分之十」劃分成申報義務人。

此點或可從立法歷程中看出端倪，蓋證交法第 43-1 條第 1 項係於 1988 年和證交法第 22-2 條同時增訂，於此同時，證交法第 25 條為配合證交法第 22-2 條之增訂而將申報門檻調高至 10%。從此立法歷程中似乎可推測，當時之立法者係以持股達到 10% 作為大股東之揭露門檻，才會於新增第 43-1 條以及第 22-2 條時，將持有 10% 股份設定為申報標準，並將第 25 條之門檻調整至與之相同。

然而，如今證交法第 43-1 條已於參酌美、日等國之立法例後，將大量持股之申報門檻由持股百分之十修改為百分之五。準此，本文以為為確保法律體系上之一致性以及順應國際潮流、使市場上之投資人提前知悉公司內部人之持股情形，以達成健全證券市場發展，維持市場秩序之立法目的，證交法第 25 條之揭露門檻似可依循證交法第 43-1 條第 1 項之修正，一併調降至 5%，以利上述立法目的之達成。

#### 第四節 修法建議及結論

表決權與本應相伴隨於股份的經濟利益產生解離時，此狀況會破壞擁有表決權之人與公司價值之連結，因此空洞投票者不僅對最大化公司利益毫無興趣，甚至有可能傾向透過支持減損公司利益的議案以獲取自身的經濟利益。此狀況極可能使公司股東受到損害。相關案例及空洞投票對公司治理之威脅本文亦已於第二章及第三章多次討論。

能夠達成空洞投票之工具中，除了傳統的證券借貸、委託書等方式，越來越多空洞投票者選擇利用衍生性金融商品。蓋衍生性金融商品本於其所特有之不公開性，加上受惠於金融科技飛速發展之創新性以及低成本取得之特性，使其受到國際上空洞投票者之青睞。我國雖較少出現透過衍生性金融商品作為空洞投票之工具並藉以競爭公司經營權之情形，然國際上透過衍生性金融商品來參與公司經營權競爭之情形卻是與日俱增，為維護我國之公司治理以及避免將來受到空洞投票之

---

款規定各該人員欲轉讓股票之方式。」



侵害，應有未雨綢繆增修法條之必要。現行法中，最主要的持股揭露規定即為證交法第 43-1 條第 1 項，就本項之不足已於本章第三節中討論，本文將於第四節就上述曾提及之不足之處，透過援引比較法及外國學者曾提出之見解，對我國法之規定提出以下數點可加以改進之處。

## 第一項 利用衍生性金融商品取得股權應列入揭露標的

現行證交法第 43-1 條 1 項、「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法」（下稱本辦法）對於何謂「共同取得」仍有解釋上之困境。首先，由於共同取得以共同取得人間具有「意思聯絡」為要件，惟如此將無法規範取得人之一方利用商業慣例而非與另一方達成意思聯絡而取得股份之行為。紅火案中，中信金控利用與巴克萊銀行締結之結構債即為適例。此外，使用衍生性金融商品亦無法被本辦法第 4 條第 1 項之「使用其他方式」涵蓋，如此將使衍生性金融商品難以被我國現行法規監管，而有可能遭有心的空洞投票者利用。

準此，本文以為應直接將「透過衍生性金融商品取得或預計取得公開發行公司股份」列入本辦法第 4 條第 1 項之「共同取得」；此外，本辦法第 4 條第 1 項之現行規定係共同取得人間需具有意思聯絡始構成共同取得，本文以為，應將共同取得人間「利用商業、市場慣例或交易習慣取得股份」之行為明文規定亦構成共同取得。

現行法上對於「其他方式」取得股份是否包含透過衍生性金融商品取得股份仍可能存有爭議；或有認為即使法條未明確寫出，仍可於個案中透過目的性擴張解釋以求達到防範空洞投票之目的。然而，衍生性金融商品之演進日新月異，若欲透過個案解釋將商品結構日趨複雜的衍生性金融商品納入規範，不僅徒增個案對於衍生性金融商品之解釋及法律適用上之困擾，亦可能因法律之不明確而造成法不安定之情形。

相較於我國未明確將「透過衍生性金融商品取得股份」納入共同取得之範圍，



英國公開收購暨合併委員<sup>230</sup> (the Panel on Takeovers and Mergers, 以下稱之為 the Panel) 於 2023 年 2 月修正公開收購暨合併規則 (the City Code on Takeovers and Mergers, 以下稱之為 the Code) 中對於「共同行為」(acting in concert) 之定義<sup>231</sup>，於第一項推定中明文將「透過衍生性金融商品取得股份」列入共同取得之範疇，足以作為我國法修正之借鑑。在此次修正中，增加了兩項對於「共同行為」之推定，若行為主體 (可能是關係企業、法人或自然人<sup>232</sup>) 符合要件，則推定其行為與該公司之行為構成「共同行為」。

第一項推定為持有公司之股份，且其含有 30% 或以上之表決權 (shares carrying 30% or more of the voting rights in a company)；或持有公司多數 (50% 以上) 之股權資本 (a majority (more than 50%) of the equity share capital in a company)。此外，此項推定不僅限於股份，透過衍生性金融商品 (如選擇權等) 亦包含在內。

第二項推定則是規範公司之共同行為。若一公司 (Y) 和任何其他公司 (Z)，其中一家公司直接或間接持有另一家公司 30% 或以上的股權資本 (a company (Y) and any other company (Z) where one of the companies is interested, directly or indirectly, in 30% or more of the equity share capital in the other)；以及根據上述第一項推定，被推定為與 Y 公司或 Z 公司為共同行動公司 (any company presumed to be acting in concert with either Y or Z under the new presumption (1).)。則此類公司之行為均被推定為共同行為。應注意者係，由於此兩項為「推定」之規定，則自然可

---

<sup>230</sup> 曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，105 期，頁 41-46 (1999 年)。The Panel 並非政府機構，故其頒布之 The Code 本不具法律上拘束力。然而由於 The Panel 之主席、副主席均由英格蘭銀行 (Bank of England) 任命，而其會員係來自不同組之並具有不同之專業知識及在各領域之影響力，故倫敦證交所等組織在規則上會要求應遵守 The Code，使得 The Code 藉此獲得極強的間接法律拘束力。

<sup>231</sup> The Takeover Code, <https://www.bvca.co.uk/Policy/Key-Policy-Areas/Legal/Other-legal-matters/The-Takeover-Code>. (last visited Aug. 4,2023). The Takeover Panel, <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code>. (last visited Aug. 4,2023)

<sup>232</sup> includes any other undertaking (including partnerships and trusts) or any legal or natural person.



以被推翻。例如當事人可以主張實際上兩者並無任何關係，並交由 the Panel 認定。

The Code 於今年之修法中，明文將「透過衍生性金融商品取得股份」列入共同取得之範疇，相較我國現行法未明文肯認而易生解釋上之疑慮，英國法此次修正應足資我國參照。準此，本文以為，應有直接增訂「透過衍生性金融商品取得或預計取得公開發行公司股份」之必要。

另就「利用商業、市場慣例或交易習慣取得股份」之增訂建議，考量到衍生性金融商品之產品結構複雜及可自行設計組合內容之特性，共同取得人縱未與交易對手達成意思聯絡仍有可能掌握股份經濟所有權或表決權，而形成空洞投票。因此若僅以共同取得人間需具有意思聯絡始構成共同取得規範顯有不足，應認此處存有法律漏洞，本章第二節曾提及之紅火案中的中信金控即為適例。準此，為避免熟悉市場慣例之取得人透過利用商業慣例等方式規避「共同取得」之解釋範圍，應將共同取得人間「利用商業、市場慣例或交易習慣取得股份」之行為明文規定亦構成共同取得，以嚇阻欲利用法律漏洞規避申報、揭露義務之空洞投票者。

然應注意者係，於第三節討論證交法 43-1 條第 1 項之立法目的時，曾經提及由於可透過本項即時瞭解公司股權大量異動的情況以及未來公司經營權可能發生之變化是否連帶發生重大改變，因此會被用以偵測申報義務人是否有計畫公開收購之徵兆。然而，規範公開收購與空洞投票之目的及方向相去甚遠，因此不應讓因應空洞投票之修正規定影響到對公開收購認定。因此本文以為，或許可在證交法 43-1 條增設不同項次，將為因應空洞投票而要求的揭露規定與本來的規定分項獨立，以避免因擴張法條而影響證交法第 43-1 條第 1 項其他立法目的之達成。

## 第二項 表決權亦應納為揭露標的

觀察前揭美國法 Section 16 之揭露規定後吾人可以得知，其所欲達成之目標要求涉及表決權移轉或可能影響公司經營權變動之交易部位應予揭露，蓋如此始能達成揭露大股東持股之立法目的。然而相較 Section 16，我國證券交易法中之揭露規定顯然仍停留在揭露「經濟所有權」之情形，對於最直接影響公司經營權爭奪之



「表決權」揭露則未予著墨，若欲憑現行規定達到避免行為人透過空洞投票爭奪經營權之效，實有隔靴搔癢之感。

準此，本文以為，可將證交法第 43-1 條第 1 項之揭露範圍擴張至取得「表決權」亦應揭露。然而，由於揭露會產生一定之法律成本，因此若要求一切涉及表決權移轉之衍生性金融商品之部位均應揭露，可能導致大量之法遵成本。因此，為在法遵成本及資訊揭露間取得平衡，本文認為有以下兩種可參酌之方式。

其一係參照美國法 Schedules 13D、Schedules 13G 以「被動投資」作為區分不同申報揭露義務之判准。若取得衍生性金融商品之投資人係「基於正常業務關係或為取得經濟上利益而持有該部位，且沒有取得經營權意圖」，則毋庸加以揭露其部位或者其揭露時間可有較長之緩衝期，以減少其法遵成本及對其商業利益之衝擊；然而，若取得衍生性金融商品之投資人有爭奪公司經營權之意圖，則該部位則應立即揭露。如此可使市場上其他投資人或公司派知悉其爭奪公司經營權之意圖而提升市場透明度，由於市場上投資人一旦知悉有其他投資人欲爭奪目標公司之經營權，則可能為分享控制權溢價而買進目標公司股份，使股價因提早反應尚未發生之收購事實而進一步推升、並墊高空洞投票者之收購成本，而促使其放棄空洞投票；或者由公司派採取相應的措施，無論何者皆有助於遏止空洞投票之發生。

其二則係參考英國法上之「安全港原則」<sup>233</sup>做出類似規範，相較於直接透過法規要求持有衍生性金融商品者廣泛的揭露其連接之股票部位所持有之表決權，可允其選擇提交「確認其取得之衍生性金融商品並無爭奪公司經營權之意圖」之聲明書以取代揭露其所持有的衍生性金融商品之細節。然而如該聲明書有不實情況，則應受到相關處罰。然若僅處以行政罰鍰，相較於空洞投票後可獲得之公開發行公司龐大控制權溢價，可謂毫無嚇阻效果。故似可參照我國證交法第 20 條第 2 項<sup>234</sup>及

<sup>233</sup> FSA Consultation Paper, Disclosure of Contracts for Differences, cp07/20, at § 4.31.。陳肇鴻（註 81），頁 125。

<sup>234</sup> 證券交易法第 20 條第 1 項：「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」。



第 171 條第 1 項第 1 款<sup>235</sup>或第 32 條第 1 項<sup>236</sup>、第 174 條第 1 項第 3 款<sup>237</sup>，對於應申報之財務報告及財務業務文件或公開說明書，其內容不得有虛偽隱匿之情事，並對違反者處以刑事責任。

### 第三項 表決權數超過經濟所有權時應予揭露

為防止空洞投票發生，方法之一係將現行法對於股份所有權之揭露規定稍作延伸，除實際持有股份所有權應申報外，另將可被用以形成空洞投票之工具如衍生性金融商品一併納入揭露範圍，以嚇阻空洞投票者；方法之二則係將「表決權」亦列入揭露範圍內。上述兩種方式係分別要求揭露股份之重要內涵，並已於前兩項提出本文之立法建議。然而，無論要求揭露股份所有權或表決權，均僅能算是間接規範空洞投票之方式。蓋空洞投票之定義本係投票者持有的表決權數大於其所持有的股數，故無論法規係單獨要求揭露股份所有權或表決權，若不觀察兩者間之解離情形，實難以使監管機關或市場上投資人對目標空司現在空洞投票之狀況有直接的了解。準此，為更直接、有效率的監管空洞投票，本文欲提出第三種揭露方式：直接要求揭露空洞投票，亦即要求揭露「表決權超過經濟所有權」之狀態。

通過要求揭露表決權超過經濟所有權之部位，等同於直接將該空洞投票者之

---

<sup>235</sup> 證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款：有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：

一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。

<sup>236</sup> 證券交易法第 32 條第 1 項：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。三、該有價證券之證券承銷商。四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。」

<sup>237</sup> 證券交易法第 174 條第 1 項第 3 款：「有下列情事之一者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金：三、發行人或其負責人、職員有第三十二條第一項之情事，而無同條第二項免責事由。」



計畫公之於眾，則資本市場上之投資人或目標公司經營層，皆可透過表決權超過經濟所有權多少比例推斷其是否有爭奪目標公司經營權之意圖；抑或是僅為經濟避險；又或是為於公司股東會支持減損公司價值之議案並同時做空公司以謀取經濟利益。

若空洞投票者之意圖為爭奪公司經營權，則消息之揭露能使股價提早反應此事實，可能因此推升股價並減緩空洞投票之誘因；若意圖係欲支持減損公司價值之議案，則目標公司經營層及其他股東亦有時間採取相應的措施，無論係何種情形，要求揭露均有助於防止空洞投票之發生或減緩其對公司治理之衝擊。

惟縱使增設表決權超過股份所有權時應揭露之規定，「所有表決權超過股份所有權之情況」均應揭露抑或是「僅於表決權超過股份所有權至一定比例時」始應揭露，仍係難以確定之問題。蓋若只就空洞投票之定義觀之，只要表決權多於股份所有權即屬之，故縱使僅有 1 股之差異，仍屬於空洞投票。

然而，要求揭露所有表決權大於股份所有權之情況，應非妥適。蓋公開揭露本身並非目的而僅係防免空洞投票之手段，且要求任何資訊之公開揭露均有其成本，若要求公開揭露之資訊對於防止空洞投票並無助益或助益極其有限，或此係市場上所不需要之資訊，則釋放過多不必要之資訊至市場對於提升市場效率是否真有幫助？成值懷疑。準此，本文認為，在無法確認公開揭露之成本與效益間關係之情況下，不應要求所有表決權超過經濟所有權之情形均應揭露。

然而目前尚無足夠之資訊可判斷表決權超過股份所有權至多少比例時，要求公開揭露之效益始大於成本，故本文尚無法針對「表決權超過股份所有權多少時應要求公開揭露」之問題給出定論。仍待進一步資訊可解決公開揭露成本及效益之間題後，始可提出較妥適之立法建議。

此外，相較於僅揭露「表決權超過經濟所有權」之部分，Hu&Black 教授於參酌美國法上 Section 13(f)之規定後進一步主張，當表決權超過股份所有權至一定比例時，除超過之比例應予揭露，尚應揭露該空洞投票者對哪些議案行使了表決權、



同意或否決及其他相關日期（如借還券日期、行使表決權日期等）、是否持有債券發行公司之經濟所有權以及非債券發行公司所有但與其相關之資產等資訊（下稱完整揭露）。然本文以為，此完整揭露之立法建議是否適合我國採用，仍有討論之餘地。

蓋若依照 Hu&Black 教授所建議之完整揭露，由於揭露範圍較大，可合理預期必定會帶來較大之法遵成本；此外，由於完整揭露原係針對 Section 13(f)之立法建議，然而我國現行證交法卻無要求資產達一定規模之機構法人應每季度結束後一定期間內揭露持股之規定，因此完整揭露與我國現行證交法之體系扞格也較大。此外，該建議亦會和上述「表決權超過股份所有權時應公開揭露」之立法建議面臨相同問題：目前尚無任何具體數據足以說明完整公開揭露之成本與效益間之關係。

若無足夠之量化數據及資料，則目前尚無法確定採取完全揭露之效益是否必定大於僅揭露表決權超過股份所有權之部分。換言之，僅要求揭露表決權超過股份所有權之比例是否即足以嚇阻空洞投票者，抑或是需要求完整揭露始能發揮嚇阻之功效，仍不存在一準確答案。故本文以為，於不確定完整揭露之成本與效益間關係之情況下，僅要求揭露表決權超過股份所有權之狀況無疑係成本更低且更符合我國證交法現狀之修法方向。

## 第四項 小結

藉由第二節提出之紅火案，凸顯出了縱使我國較少出現透過衍生性金融商品作為空洞投票之工具並藉以競爭公司經營權之案例，然而空洞投票確實可能在個案中被有心人士透過結構債等衍生性金融商品加以利用。在第三節中，介紹了我國現行證交法中最主要的持股揭露規定—證交法第 25 條以及第 43-1 條第 1 項。接著進一步透過對證交法第 25 條及第 43-1 條第 1 項之介紹及其於紅火案中可能適用之方式，藉此意識到現行法之不足。本文接著於第四節援引比較法及外國學者曾提出之見解，試圖回應第三節曾論及的不足之處，並提出以「公開揭露」為核心之三項不同的立法建議。



由於我國證交法第 43-1 條第 1 項及「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報辦法」（下稱本辦法）之法律用語尚有不夠明確之處，因此於立法建議中首先建議應修正證交法第 43-1 條第 1 項及本辦法之法律用語，以杜絕法律之不明確性；此外，由於現行證交法對衍生性金融商品、表決權以及空洞投票之揭露均未著墨，故本文亦建議將衍生性金融商品及表決權列入公開揭露標的以及新增要求揭露「表決權超過經濟所有權」狀態之規定。

然而，本文所提出之立法建議並非欲一步到位，而僅係先提出一可行之修法方向，並透過修法後擴大揭露範圍之所得資訊，循序漸進的不斷修正，始能完善。蓋本文所提出之立法建議係以「公開揭露」為主軸，而公開揭露伴隨著龐大的成本。因此於尚未有明確數據可解決公開揭露成本效益間之問題前，優先採取重要性高且成本較低、與我國現行證交法體系較相符之立法建議，可謂在防免空洞投票以及承擔過多公開揭露成本之間所為之必要權衡。

至於將來應如何循序漸進的修改證交法上之揭露規定，例如是否需要繼續擴大揭露範圍亦或是僅需維持原狀，可透過搜集擴大揭露範圍後所獲得之資訊，進一步分析其所費成本及所獲效益後，再下定論。



## 第五章 結論

表決權為公司股東向公司表達其意見之重要權利及管道，且由於公司中董事之選任均係由表決權行使之結果決定，故表決權在公司治理中實佔有舉足輕重之地位。根據我國公司法第 179 條第 1 項之規定，我國公司法體系採取原則上一股一表決權，而在法律允許之範圍內，例外得發行非一股一表決權之特別股。準此，若未發行特別股，則股東依照其所持有之股份，享有等量的表決權，亦即股份之經濟所有權、表決權兩種權利間相互掛勾且等量一致。此狀況可謂是「一股一表決權」及股東平等原則之具體呈現。

在一股一表決權之情況下，由於股份之經濟利益以及其表決權同屬一人，故投票者會為了自己的最大利益而行使其投票權。蓋基於股份所生之經濟利益與公司之利益直接連結，因此投票者行使其表決權時，具有支持最大化公司利益議案之誘因。然而，當表決權與股份之經濟所有權並非一致而係相互解離、且表決權大於經濟所有權時，即產生「空洞投票」之現象。

在空洞投票之狀況下，由於其持有之表決權數大於股份經濟所有權數，故其經濟利益和公司價值間可能非正相關，於極端情況下，公司價值之減損反而可能有利於空洞投票者之個人經濟利益。故此時，空洞投票者表決權之行使即有可能有害於公司價值及公司其他股東之權益；更有甚者，可以藉由空洞投票達到規避監管規定，並同時避開公司經營層及市場投資人耳目之效果，空洞投票者更可藉以作為爭奪經營權之工具，而對公司治理產生偌大威脅。

比較法上之 Perry—Mylan 案、恆基兆業案、Laxey 案、AXA—Mony 案、Perry—Rubicon 案等均在顯示了空洞投票者對公司、公司股東以及公司治理造成或大或小之危害。衍生性金融商品仗著其本身具備之低成本、易取得、非公開之特性，且受惠於金融科技飛速發展而產生之創新性，使得空洞投票者具備更強力的武器、亦使監管機關之監督愈加困難。



為監管空洞投票，美國證券交易法中存有 Schedules 13D、Schedules 13G、Section 13F、Section 16 等規定，上述規定針對揭露時間、揭露標的均有不同規範。然而，對於證券借貸、非公開交易之有價證券、衍生性金融商品是否應納入揭露標的，則並無統一之標準，不僅可能造成揭露義務人難以確定其部位是否以及如何揭露而無所適從，亦可能因揭露不夠全面而難以收預防空洞投票之實效。準此，外國學者針對美國現行證交法之不足提出了限制空洞投票者之表決權、擴大揭露範圍、降低使用可造成空洞投票工具之誘因等立法建議。

然而，由於我國與美國市場之交易習慣、衍生性金融商品活用程度以及法規制度均和我國制度差距甚大，發生於美國之空洞投票案例或可能遇到之法律解釋問題以及法律建議未必可直接移植於我國。因此本文試舉發生於我國之紅火案為例，討論中信金控於本案中可能如何藉由操縱結構債而達成空洞投票並對我國之公司治理造成危害。接著透過介紹我國證券交易法主要的持股揭露規定第 43-1 條第 1 項以及第 25 條之法條內容及其立法演進及其立法目的，觀察我國現行法對於揭露規定之架構及不足之處；並指出我國現行法對於「共同取得股份」、「利用商業慣例」、「利用衍生性金融商品」之定義及涵蓋範圍尚有不夠精確及不足之處。

準此，本文提出以「公開揭露」為核心之三項不同的立法建議，建議應擴大我國現行法之揭露範圍。應將「利用衍生性金融商品取得股權」、「表決權數」以及「表決權超過經濟所有權之狀態」均列入揭露範圍。然而，由於要求揭露必然伴隨著法遵成本，因此以上之揭露規定是否已足，現在仍未能斷言。仍需透過分析擴張揭露規定後所取得之資訊，判斷其所費成本及所獲效益是否相符，始能做出最終結論。



# 參考文獻

## 一、中文參考文獻（按作者姓氏筆畫排列）

### (一) 專書

王文字（2022），公司法論，增修7版，台北，元照。

方嘉麟主編（2021），林進富、樓永堅、方嘉麟、周振鋒、朱德芳合著，企業併購理論與實務，初版，下台北，元照。

王澤鑑（2009），民法學說與判例研究（二），台北，元照。

王澤鑑（2014），民法總則，2014年2月增訂新版，台北，元照。

柯芳枝（2008），公司法論（上），增訂6版，台北，三民書局。

武億舟（1984），公司法論，自版，台北，作者自版。

曾宛如（2020），證券交易法原理，7版，台北，元照。

廖大穎（2006），公司法原論，修訂3版，台北，三民書局。

劉連煜（2018），現代公司法，增訂13版，台北，新學林。

劉連煜（2018），新證券交易法實例研習，15版，台北，新學林。

賴英照（1996），證券交易法逐條釋義第四冊，3版，台北，元照。

### (二) 期刊論文

王文字（2001），建構我國金融控股公司法制相關問題之研究，台灣金融財務季刊，第二輯第二期，頁33-34。

王志誠（2013），公司內部人違反持股資訊揭露義務之責任--最高行政法院94年度判字第1269號判決，月旦裁判時報，第23期，頁32-50。

方嘉麟、林郁馨（2016），複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例，月旦民商法雜誌，第52卷，頁42-61。

朱德芳（2018），雙層股權結構之分析——以上市櫃公司為核心，月旦法學雜誌，第274期，頁158-194。

何殷如（2012），全面解讀信用違約交換(CDS)，證券暨期貨月刊，第30卷第11期，



頁 37-52。

姚文成（2009），二次金改金融整併監理制度一個案與檢討，績效與策略研究第六卷第二期，頁 1-17。

柯芳枝（1997），公司債與股份性質上之差異，國立臺灣大學法學論叢，第 1 卷第 1 期，頁 195-203。

崔少萍（2021），可轉換公司債認列利息費用之報探討，財稅法令半月刊，第四十四卷第十七期，頁 41-45。

莊明哲、林士貴、林昭揚（2021），可轉換票據評價模式：首次公開發行股權型，貨幣觀測與信用評等，第 152 期，頁 86-100。

陳盈如（2021），「同股不同權」臺灣與中國大陸雙層股權結構之發展觀察，財經法學研究，第 4 卷第 1 期，頁 1-15。

郭秋榮（2013 年），臺灣公股銀行整併問題研析，經濟研究第 13 期，頁 269-272。

陳肇鴻（2007），論信用違約交換之類型化風險及契約性質，月旦財經法學雜誌，第 9 期，頁 175-194。

陳肇鴻（2007），由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制，律師雜誌，第 338 期，頁 77-89。

陳肇鴻（2008），ISDA 總契約、利率交換與消費者保護法—評高等法院 96 年金上字第 3 號判決，律師雜誌，第 347 期，頁 65-76。

陳肇鴻（2009），論權益交換與大股東持股揭露之法律問題，法學新論，第 7 期，頁 105-130。

曾宛如（1999），英國公開收購制度之架構，萬國法律，105 期，頁 41-46。

曾宛如（2022），家族企業之傳承與併購防禦——公司法制之現況與不足，月旦法學雜誌，第 325 卷，頁 18-31。

廖大穎（2003），公司債發行之三角關係—發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌，創刊號，頁 64-85。



蔡英欣（2009）股東表決權分配之規範模式，國立臺灣大學法學論叢，第 38 卷第 2 期，頁 71-129。

熊肇穆（2003 年），結構型商品簡介，證券暨期貨月刊，第 21 卷第 11 期，頁 4-5。

劉連煜（2014），論公司內部人出借股票的法律問題，政大法學評論，第一三九期，頁 111-161。

賴冠宇（2012），全球有價證券借貸之發展沿革與趨勢，證交資料，第 599 期，頁 24。

賴冠宇（2016），臺灣債券市場發展與放空交易管理，證券服務 653 期，頁 33-44。

戴銘昇（2011），從公司治理之角度看股東會決議成立要件及相關問題，華岡法粹，第 50 期，頁 145-194。

闕河士、方怡（2014 年），台灣股票市場之機構投資人持股與系統流動性關係，管理與系統，第 21 卷第 4 期，103 年 4 月，頁 551-580。

### （三）學位論文

郭婉亭（2021），經營權更迭下股權與表決權之分離—以委託書與閉鎖期間為例，國立政治大學法律系碩士班論文。

黃任顯（2011），從信任關係的變遷論企業集團負責人的背信行為—以紅火案為例，國立交通大學科技法律研究所論文。

劉孟哲（2013），論控制股東持有股權連結型衍生性金融商品之公開揭露義務，東吳大學法學院法律學系碩士班論文。

## 二、英文參考文獻（按字母順序排列）

### （一）專書

ANDREW J. SHERMAN & MILLEDGE A. HART(2006), MERGERS & ACQUISITIONS: FROM A TO Z 134 (3d ed. 2006).

EDMUND HEERY & MIKE NOON (2017), A DICTIONARY OF HUMAN RESOURCE MANAGEMENT (3rd ed. 2017).

EDWARD E GREENE ET AL (2017), U.S. REGULATION OF THE INTERNATIONAL



SECURITIES AND DERIVATIVES MARKETS, 895-901(12th ed. 2017).

Jeffrey Cohen, David Haushatler & Adam V Reed (2004), MECHANICS OF THE EQUITY LENDING MARKET, IN SHORT SELLING: STRATEGIES, RISKS AND REWARDS, AND REWARDS 13-14 (FRANK J. FABOZZI ED., 2004).

RICHARD POSNER (2011), ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 357–60(8th ed. 2011).

The Business Lawyer (2006), Vol. 61, No. 3 (May 2006).

JEFFREY J. HAAS (2014), CORPORATE FINANCE 119.

## (二) 期刊論文

Alon Brav & Richmond D. Matthews (2011), Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance, 99 J. FIN. ECON. 289.

Bruce H. Kobayashi & Larry E. Ribstein (2006), Outsider Trading as an Incentive Device, 40 U.C. DAVIS L. REV. 21.

Caleb N. Griffin (2020), We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants, 79 MD. L. REV. 954.

Chin-chong Liew (2000), Disclosure Requirements for Purely Cash-settled Derivatives, HONG KONG LAWYER.

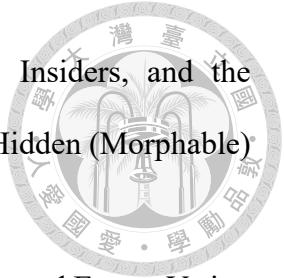
Edward D. Kleinbard (1991), Equity Derivative Products: Financial Innovation's Newest Challenge to the Tax System, 69 TEX. L. REV. 1319.

Gene D'Avolio (2002), The Market for Borrowing Stock, 66 J. FIN. ECON. 271.

Henry T. C. Hu(1993), Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism, 102 YALE L. J. 1457.

Henry T. C. Hu(1989), Swaps, the Modern Process of Financial Innovation and the Vulnerability of a Regulatory Paradigm, 138 U. PA. L. REV. 333.

Henry T. C. Hu & Bernard Black (2006), The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable)Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, 1011.



Henry T. C. Hu & Black, Bernard Black(2007), Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, VOL. 13 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 343.

Henry T. C. Hu & Bernard Black (2008), Equity and Debt Decoupling and Empty Voting ii: Importance and Extensions, 156 U. PA. L. REV. 625.

Jordan M. Barry & John William Hatfield (2012), Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses, 160 U. PA. L. REV. 633.

Jason W. Howell (2017), The survival of the U.S. dual class share structure, 44. J. CORP. FIN. 440.

John C. Coates IV (1999), “Fair Value” as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251.

J. Griffith (2020), Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, 98 TEX. L. REV. 983.

Jill E. Fisch (2021), Mutual Fund Stewardship and the Empty Voting Problem, 16 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 71.

Jordan M. Barry, John William Hatfield & Scott Duke Kominers (2013), On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership, 99 VA. L. REV. 1103.

Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter (2007), The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law, 156 U. PA. L. REV. 1.

Richard A. Booth (2001), Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings, 57. BUS. LAW. 127.

Patricia Beck (2016), What We Talk About When We Talk About Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting, 21 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 211.

Shaun Martin & Frank Partnoy (2005), Encumbered Shares, 2005 U. ILL. L. REV. 775.

Thomas A. Smith (1999), The Efficient Norm for Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty, 98 MICH. L. REV. 214.

