證券投資人及期貨交易人保護中心座談會

編者按： 時序進入上市櫃公司舉行股東會停止過戶以及融資券回補攸關投資人權益甚鉅，加上開發金控、元大京華證券等大型企業接連發生公司派以及市場派競相徵求委託書情事，由於直接影響董監事改選結果，吸引廣大投資人目光，證券投資人及期貨交易人保護中心為增進確保投資人股東權益，特於三月二十二日舉行座談會，邀請主管機關、學者、證券業者共同座談。

主持人：林仁光（保護中心董事）

與談人：（以下按姓氏筆畫排列）

王文宇（教授）

李啓賢（財政部證券暨期貨管理委員會專任委員）

何鄭陵（元大京華證券副總）

林國全（教授）

趙順生（保護中心副處長）

劉連煜（教授）

紀錄：陳淑泰

攝影：洪錫龍

王文宇：在美國，委託書要搭配持股。

林國全：徵求人不應各自準備紀念品。

劉連煜：徵求人持股限制應再檢討。

林仁光：通訊投票可望改善委託書問題。

徵求委託書資訊須透明化

公司派應強化資訊揭露，徵求人更應明確告知受哪個經營團隊委託

議題一：目前徵求委託書規則是否仍有改進空間？徵求規則與價購問題。

背景： 公開發行公司之公司派或市場派人士為了公司的經營權，常利用收購委託書方式達成目標，如此一來，反而易造成公司大股東濫用徵求委託書工具，進而降低外界對大股東的監督力量，致生危害小股東權益情事，甚至有不肖人士藉由收購委託書方式成為股東，於股東會上杯葛議事進行或要脅不法利益，損及股東權益。

劉連煜： 目前實務上爭議比較多的是徵求人持股數量限制，門檻是百分之三還是百分之一的問題，依公司法一七七條規定是要三%，但是不是一定要這樣作，市場質疑的聲浪頗大。在委託書管理規則裡的規定、或最高法院的判例，就沒有受到公司法的限制。個人認為，公司法一七七雖有限制，但委託書管理規則二十五條之一的授權裡並沒有說一定要遵照公司法，徵求人團的持股數若受三%的限制似乎太高了。

此外，我認為比較大的問題還有收購委託書的精神被扭曲，徵求人在徵求的時候，應明確告知股東是為哪一個團隊來徵求，讓股東知道所託何人；但近期委託書大戰競爭激烈，很多徵求人都避而不講，怕拿不到委託書，如此是有瑕疵的。

委託書問題 通訊投票可緩解

李啓賢： 要讓股東會順利召開、委託書的使用是必要的，在制度上儘量能作的，是讓市場派或公司派可以公平的接觸資訊，但要完全取消委託書制度必須有其他的替代管道。至於價購委託書的行為，以前有證交法刑責來伺候，但在八十九年該條法令修改去除後，現在價購委託書被抓到並沒有刑責。

未來通訊投票可能是一種紓解委託書問題或是股務處理問題的方式。在目前強調公司治理下，股東意識很重要，市場可能有一種制衡力量，要讓股東意識覺醒，需要一些配套措施，希望未來可導引到這個方向。

趙順生： 站在投資人觀點，紀念品價值高低與出席率直接相關，所以紀念品有無必要規範價格上限？太貴的紀念品可能侵蝕到公司的獲利。另外實務上收購委託書的點多半沒有標明是代表哪一個徵求人團，如果站在股東表達意見的立場，越來越多人不是只要拿到紀念品就好，是不是可以明確規範收購者必須說明。

林仁光： 綜合來說，委託書制度的使用第一目的是讓股東會可以順利召開，第二主要目的是讓股東充分表達意見、參與公司的事務，均不能偏廢；委託書使用規則制訂可分為徵求及非屬徵求二部分，前者比較牽涉到經營權爭奪問題，應強化資訊揭露。

委託書另有積極的作用是可以彰顯公司治理的精神，過去委託書使用有敵意收購的不好經驗，但市場成熟度、投資人素養已慢慢提升，未來若是股東通訊投票可以順利運作，委託書的問題即可望改善。

林國全： 現行委託書徵求規則設計的目的應是穩定經營權，所以對給予可能的挑戰者非常嚴格的限制，如持股數的限制，若符合資格、還有代理表決權數的上限，是反應以往企業經營受到委託書徵求而造成敵意收購的結果；但另一面問題是，如此造成市場監控力量不足，在國外即有落實這種市場監控機制。所以委託書徵求是要維持經營權的安定，還是發揮市場監控力量，值得探討與釐清。紀念品是另一個問題，如果沒有紀念品的話，股東出席股東會意願不高、恐怕流會，應可以適當的發放紀念品，但絕對不可以完全開放不同的徵求人各自準備紀念品，會淪為價值的競爭。

王文宇： 開發金事件出來後，因兩邊股權都不高，似乎給外界「只要出來徵求委託書就可以取得經營權」的想法，這現象當然不好。在成熟的市場，如美國就不能光憑委託書就硬幹，也要搭配相當的持股，美國甚至以法令禁止以禮品收買，實務上也沒有公司會這樣作，但在台灣光靠理念來吸引投資人是比較困難的。

何鄭陵： 以前的委託書大王最高可以收購到股權的二〇%，完全用「價購」的方式來進行，甚至用這些委託書來和需要委託書的二方都談價碼，甚至可以逃避法令行之，這樣要如何解決？只要有經營權爭奪廝殺，這種事情都沒辦法消滅，我擔心劣幣會驅逐良幣。

李啓賢：需配套措施，讓股東意識覺醒。

何鄭陵：在觀測站主動公告融券回補日。

趙順生：開放融資、券，避免公司派以資養券。

提防融券被軋 留意回補日

投資人除須注意股東會日期，券商也應盡告知義務

議題二：股東會停止過戶及除權前融資融券回補相關事宜探討。

背景： 依公司法規定，公開發行公司股東會停止過戶期間為開會前六十日內，股東臨時會開會前三十日內，有不少投資人反應，停止過戶前停止融資買進、融券賣出，常有公司公布股東會日期時已臨近股票停止過戶，使投資人面臨融資融券回補壓力，影響投資人資金調度及面臨股票被軋空，有損股東權益。

李啓賢： 目前規定公開發行公司有價證券在停止過戶止日前十二營業日，必須向證交所及及櫃買中心申報，而申報二天後必須公告；停止過戶前五個營業日停止融資買進三日、前七個營業日停止融券賣出五天，進行融券放空投資人必須停止過戶六個營業日前還券了結、回補完畢，但股東臨時會前沒有一定強制回補。股東會前為什麼一定要求融券回補是涉及到股務處理的問題，若是融券不回補的話，融資買進的股東沒有股票可供過戶、影響股東權益行使，我想只要遊戲規則清楚，資訊管道暢通，讓投資人可以儘早作安排，應該沒有所謂公平不公平的問題。

林仁光： 市場規則雖然清楚，但推算投資人知道停止過戶日期後，大概只剩下一周交易日來作回補動作，到底夠不夠充裕？

何鄭陵： 在股東會旺季時投資人多半已知道作融券放空會有風險，也許可以提供投資人上市櫃公司往年歷史開會時間資料，提供投資人參考判斷，提醒其加深風險管理，同時要求公開發行公司把資料送到證交所及櫃買中心時，特別要求在公開資訊觀測站中，主動公告融券回補日。

劉連煜： 老手通常不會有股東會前融券被軋問題，通常都發生在新手上，對於第一次開信用交易戶的投資人，證券商能不能在回補日前數個營業日盡告知的義務及服務，即一種「風險預告」。

李啓賢： 有的公開發行公司比較負責，在董事會決議股東會日期後，立刻就輸入公開資訊觀測站，從投資人的角來看，可以準備的時間更充裕。

林仁光： 對於「證券商辦理有價證券買賣信用交易契約書」規範，第十一條清楚談到從事信用交易投資人在股東會前應把融券還清，書面上是有載明的，但券商是否在投資人辦理信用交易戶頭時作口頭預告，風險預告程序才能更充分。

趙順生： 以資養券的制度，會造成公司派刻意套殺投資人的環境，有中小型公司用人頭戶融資買進，再配合市場主力，把股價炒高，一般散戶就會進場放空，但公司派融券大幅增加後即將融資換成現股，造成券大於資，使散戶必須標借，放空的散戶不但要負擔價差損失、還要負責標借費用，最後被迫回補，形成上市公司軋空。「養、套、殺」，散戶三階段。也許政策乾脆完全開放融資、融券，可避免公司派利用以資養券的制度不平衡來坑殺投資人。

李啓賢： 投資人要事先了解各種工具的風險，信用交易即是一種槓桿操作，投資人應認知獲利和風險是一體兩面，不能說以事先不知情、在損失後才要求保護。