



元照出版提供 請勿公開散布

公司經營權爭奪與保險業規範

——析論一〇三年修正保險法第146條 之1第3項規定

邵 慶 平**

要 目

壹、緒 言	肆、禁止與第三人共同參與經營規定 之不當
貳、一〇三年保險法修正之前因後果	一、立法理由不明的第5款規定
一、國寶人壽與龍邦公司	二、大同條款的解釋
二、南山人壽與中信金控	三、東元條款的增訂
三、一〇三年修正後之保險法第 146條之1	伍、修法必要性的反省與建議
參、剝奪董監選舉表決權規定之不當	一、修法必要性的反省
一、從議案類型區別來看	二、以持有期間限制董監選舉表決權
二、從投資類型區別來看	三、以事前揭露限制董監選舉表決權
三、從股東類型區別來看	陸、結 論

DOI : 10.53106/102398202022090170004

* 本文為科技部專題研究計畫（110-2410-H-002-018-MY2）成果之一部。作者感謝兩位審查委員提供之寶貴意見及研究助理呂杰恩、張景儒、黃郁真的協助。

** 臺灣大學法律學院教授，美國柏克萊加州大學法學博士。

投稿日期：一一一年一月四日；接受刊登日期：一一一年四月二日

責任校對：張碧霞

摘 要

依保險法第146條之1第3項第2款、第5款規定，保險業購買公開發行公司之股票者，不得行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權，亦不能與第三人共同參與對被投資公司的經營。此一規分明文剝奪保險業作為股東所能參與被投資公司之最重要權利——董監選舉表決權，而且何謂「禁止共同參與經營」，文義不清，立法理由亦不明，顯然存在著高度爭議性，但相關學術討論卻非常有限，因此本文期待可以彌補此一學術上的空缺。本文先簡要說明此一規定於一〇三年增訂的背景，並深入分析第2款及第5款規定之不當。本文主張，這些規定之增訂並無必要，其適用之結果甚至可能與立法原意相違。若不將這些規定刪除，至少可以考慮從兩個方向加以修正，使之更具法理正當性，也更有可能在未來擴及適用於其他機構投資人，以避免立法上的不當差別對待。其一，對於保險業的董監選舉表決權的行使，增加持股期間之限制；其二，對於保險業行使其董監選舉表決權，而不支持現有經營者，要求其應事先揭露。

關鍵詞：保險法、保險業、經營權爭奪、董事選舉、機構投資人、機構投資人盡職治理守則、大量持股申報、資深表決權、忠實股



保險法第146條之1第1項第3款規定，保險業資金得購買經依法核准公開發行之公司股票；其購買每一公司之股票，加計其他經主管機關核准購買之具有股權性質之有價證券總額及股份總數，分別不得超過該保險業資金5%及該發行股票之公司已發行股份總數10%。同條項第6款規定，保險業資金得購買證券化商品及其他經主管機關核准保險業購買之有價證券；其總額不得超過該保險業資金10%。另依同條第3項規定，保險業依第1項第3款及第6款投資，不得有下列情事之一：一、以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人。二、行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權。三、指派人員獲聘為被投資公司經理人。四、擔任被投資證券化商品之信託監察人。五、與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。但不包括該基金之清算。上述第3項第2款、第5款之規定，增訂於民國（下同）一〇三年的保險法修正。此二款之禁止規定顯然有高度爭議性，但卻引發極少的學術討論¹。本文研究之目的即在填補此一學術上的真空，探討此一修法的妥適性，並提出修法建議。

公司股東具有表決權，是現代公司法制中的重要特質²。而在

¹ 在已發表的期刊文獻中，對此二款之規定有加以討論者，似僅有陳俊元，保險資金投資股權與參與經營——兩岸法制之比較，台灣法學雜誌，299期，頁47-58，2017年7月；謝紹芬，保險業資金投資股權選舉董事及監察人表決權之行使研究——保險法第146條之1第3項第2款之啓示，核保法學，24期，頁298-330，2017年4月。

² FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 63 (1991) (“If limited liability is the most distinctive feature of corporate law, voting is second.”).

元照出版提供 請勿公開散布

股東所能行使表決權的議案中，董事選舉議案可以說是其中最為重要者³。蓋在現代之公司所有與經營分離的法制下，董事會是公司最重要之機關。公司法第202條即規定，公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。據此，在股東依法選出董事之後，公司之政策決定、經營運作，幾乎完全聽命於董事會⁴。上述公司法制的基本常識，當非保險法之主管機關金融監督管理委員會（下稱「金管會」）以及通過修法之立法委員所不知。既然如此，為何會通過此一法理爭議極大的修法？究竟存在著如何的背景與考量，促成此一修法的通過？修法建立在這些考量上，是否具有正當性？再者，與第2款規定同時出現的第5款，其所謂「參與對被投資公司之經營」⁵，究應如何解釋、立法是否妥適？吾人可以從如何之不同角度，批判反省此一修法？若認為現行法規定有所不當，除了刪除一途之外，又可建議如何調整？

對於保險法第146條之1第3項的立法正當性的討論具有憲法意

³ Lee Harris, *The Politics of Shareholder Voting*, 86 N.Y.U. L. REV. 1761, 1773 (2011) (“Perhaps the most important power shareholders have is the power to vote for (or against) directors.”); Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 851 (2005) (“A key element of corporate structure is the shareholder franchise – shareholders’ power to elect and replace directors.”).

⁴ 關於公司法第202條規定對於公司股東會與董事會權限分配之影響與分析，參閱邵慶平，*公司法——組織與契約之間*，頁114-131，2008年12月；劉連煜，*現代公司法*，頁578-582，2021年9月，16版；洪秀芬，*董事會與股東會權限之爭議*，*月旦法學教室*，31期，頁32-33，2005年5月；陳俊仁，*公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失*，*月旦法學雜誌*，184期，頁52-58，2010年9月。

⁵ 第5款的禁止規定，除了「參與對被投資公司之經營」，尚包括「被投資不動產投資信託基金之經營、管理」。但本文之討論僅針對前者，因此行文中提及第5款的法條文字時，多會加以節略。



義。按，司法院釋字第770號解釋之理由書謂：「公司股份本身具有一定之財產價值；於公司營業獲益時，股東有機會參與股息與紅利之分派；且持有普通股之股東亦有參與表決以間接參與公司經營與治理之權；於公司解散時，股東另有賸餘財產分配之權（公司法第232條第1項、第179條及第330條參照）。是人民所持有之公司股份，亦受憲法第15條財產權之保障。」據此，公司之股份係屬憲法第15條所保障之財產權之一種。而如前段所述，股份所具有之表決權是股份的重要特質，持有股份之股東「參與表決以間接參與公司經營與治理」之權限中，董事選舉可說是其中最要者。因此，法律規定剝奪特定股東對於董事選舉之表決權，顯有侵害財產權之疑慮。誠然，依憲法第23條規定，如為防止妨礙他人自由、避免緊急危難、維持社會秩序，或增進公共利益所必要者，法律自得對財產權加以限制。然而，法律之限制也必須符合比例原則⁶。因此，保險法第146條之1第3項之立法正當性是否充足，攸關其對於董事選舉權之剝奪、共同參與經營之禁止是否符合比例原則而不違反憲法對財產權保障之意旨。

基於上述問題意識，本文貳先簡要說明保險法第146條之1第3項規定的立法背景。本款之立法，係因應實務上出現之保險業介入公司經營權的事件，其立法之效果顯然是切斷保險業與公司經營權爭奪的關連。據此而來，第2款的立法，文字明確，效果可以想見也非常直接、顯著；第5款的立法則文義模糊，所欲規範的具體行為類型則較不清楚。本文參及肆分析此二款規定的不當。本文參指出，從議案類型、投資類型與股東類型的三個區別來看，禁止保

⁶ 關於比例原則在我國違憲審查實務上的實踐，參閱黃昭元，大法官解釋審查標準之發展（1996-2011）：比例原則的繼受與在地化，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁215-258，2013年6月。

元照出版提供 請勿公開散布

險業行使董監選舉表決權，都欠缺區別對待的正當性。本文肆則指出第5款之立法理由不明，若與其他金融法規相較，也難以釐清本款之「參與經營」究應如何解釋。而且，從一〇七年公司法修法後增訂之大同條款的解釋，以及一一〇年保險法令中預告東元條款的增訂，都可以看出第5款規定存在被過度擴張解釋的風險，不斷限制保險業所能採取的作為，對於被投資公司的公司治理並非有利。本文主張，上述不當之立法，若不加以刪除，亦應加以修正，使之更具法理正當性，也更有可能在未來擴及適用於其他機構投資人，避免立法上的不當差別對待。本文伍提出兩個建議的修正方向。一是規定保險業的持股須持有一定期間始能行使董監選舉表決權，另一則是要求保險業提供更多的申報與揭露，否則其持股之董監選舉表決權僅能支持現有之經營者。本文陸則為結論。

貳、一〇三年保險法修正之前因後果

一、國寶人壽與龍邦公司

國寶人壽保險股份有限公司（下稱「國寶人壽」）及其負責人自一〇一年以來，持續買進龍邦國際興業股份有限公司（下稱「龍邦公司」）之股份。外界解讀，由於龍邦公司係台灣人壽保險股份有限公司（下稱「台壽保」）最大之股東，國寶人壽可能係為取得台壽保的控制權而欲掌控龍邦公司⁷。金管會向國寶人壽瞭解狀況後，國寶人壽表明其買進龍邦公司股份僅屬財務投資，最高持股未超過10%，並無意介入龍邦公司的經營⁸。龍邦公司召開股東會

⁷ 邱金蘭，金管會：盯大股東適格性，經濟日報，A2版，2013年1月10日。

⁸ 呂淑美、宋健生、陳怡慈，龍邦股價飆 金管會盯異常，經濟日報，A11版，2013年1月11日。



前，金管會曾因國寶人壽持有大量龍邦公司之股份而多次提醒國寶人壽之管理階層不得介入龍邦公司之經營，然而，國寶人壽仍指派人員出席龍邦公司於一〇二年五月七日召開之股東會，並就改選董監之議案行使選舉權。嗣後，龍邦公司改選的9席董事及2席監察人中有6席董事及1席監察人由公司派取得，包括國寶人壽在內的市場派則拿下3席董事及1席監察人⁹。

金管會在發現國寶人壽上述之參與董監改選行為後，便於股東會當日下午派人突擊國寶人壽，調查其有無依保險法第146條之9提出行使表決權之評估報告¹⁰，隔日更派人進駐國寶人壽展開專案金檢¹¹。金管會於五月十日針對國寶人壽之行為進行了第一波處分，依照保險法第149條第1項第1款裁罰國寶人壽，自十一日起除了保險法第146條之1第1項所列之標的以外，禁止其新增購買國內之有價證券（含賣出再買進）、要求其國外投資須逐案報經主管機關核准，且不得因持有有價證券而行使股東表決權¹²。金檢完成之後，金管會並在同年的七月二日，針對系爭行為進行第二波處分，認定系爭行為違反保險法第146條之9第2項及保險法第148條之3第1項授權訂定之「保險業內部控制及稽核制度實施辦法」第5條第4款及第8款，因此處國寶人壽180萬元罰鍰，並撤換其投資長（兼副總經理）及投資部主管，總經理失職的部分則要求龍邦公司自行進行

⁹ 孫中英，國寶介入龍邦改選 金管會擬懲處，聯合報，AA1版，2013年5月8日。

¹⁰ 同前註。

¹¹ 邱金蘭，金管會進駐國寶 展開金檢，經濟日報，A18版，2013年5月10日。

¹² 金融監督管理委員會，「國寶人壽出席被投資公司龍邦興業102年5月7日股東常會行使表決權處分案」公告，2013年5月10日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=131&parentpath=0,2&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201305100001&dttable=Penalty，瀏覽日期：2021年9月25日。

懲處¹³。

元照出版提供 請勿公開散布

二、南山人壽與中信金控

一〇〇年一月，由潤泰集團與寶成集團所組成的潤成投資控股股份有限公司與美國國際集團（American International Group）簽約，以21.6億美元買下南山人壽保險股份有限公司（下稱「南山人壽」）97.57%的股權，成功入主南山人壽¹⁴。一〇二年開始，南山人壽積極加碼買進中國信託金融控股股份有限公司（下稱「中信金」）之股份，在一〇二年六月中信金召開股東會前，南山人壽對中信金的持股比例已高達4.89%，為法人第一大股東。對此，南山人壽副董事長說明買進中信金持股純粹是看好中信金的股利及投資報酬率¹⁵。一〇二年十二月二十日，中信金召開股東臨時會修改公司章程，將董事席次由原來的9至13席縮減為7至11席，一般認為此一動作係為意圖鞏固經營權而提高董事當選門檻之措施¹⁶。

一〇三年一月，市場上再度傳出南山人壽有意爭取中信金經營權，隨時會發動變天之消息，南山人壽則強調其對中信金的持股實際上不到5%，且持有中信金股份是經過南山人壽投資委員會討論

¹³ 金融監督管理委員會，國寶人壽保險股份有限公司出席被投資公司股東常會行使表決權作業，違反保險法相關規定，應依保險法核處罰鍰計新臺幣180萬元並撤換投資長連副總經理及投資部主管陳協理，2013年7月2日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=131&parentpath=0,2&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201511170004&dtable=Penalty，瀏覽日期：2021年9月25日；劉于甄，國寶總經理蔡長軒 請辭，經濟日報，A4版，2013年9月1日。

¹⁴ 孫中英，尹衍樑21.6億美元拿下南山，聯合晚報，A1版，2011年1月12日。

¹⁵ 呂淑美，杜英宗：入股中信金 純投資，經濟日報，A20版，2013年7月24日。

¹⁶ 陳怡慈，中信金股東會 聚焦三議題，經濟日報，A11版，2013年12月15日。



所作的決定，因為中信金是很好的公司，獲利及現金股利配發都很穩定，並非有意介入經營權。對此一社會關注事件，金管會則表示，南山人壽投資中信金曾一度逾越5%門檻而進行申報，但當時金管會第一時間就已要求南山人壽不要再加碼¹⁷。雖然南山人壽之投資行為係屬合法，而可能介入中信金的經營權，然此一潛在的公司經營權爭奪，後來並未成真。重要原因之一應與下段說明之保險法修正剝奪保險業的董監選舉表決權有關。

三、一〇三年修正後之保險法第146條之1

一〇二年下旬，主管機關開始啟動保險法修正¹⁸，並於一〇三年二月二十日行政院院會中通過修正草案，送請立法院審議¹⁹。針對保險業介入公司經營權的規範，草案第146條之1修訂第3項第2款，並增訂第146條之1第3項第4款及第146條之1第4項。立法院審議過程中第146條之1第3項新增1款，並就第3項、第4項進行相對應的文字修改。此一修正於一〇三年五月二十日經立法院三讀通過，並於一〇三年六月四日由總統公布。

修正前，本條第3項關於保險業投資後禁止之行為，原來共有3款規定。其中第2款規定禁止保險業「行使表決權支持其關係人或

¹⁷ 邱金蘭，壽險持股表決權 列金檢重點，經濟日報，A14版，2014年2月6日；彭禎伶，買中信 南山：純財務投資，中國時報，2014年1月28日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20140128000141-260205?chdtv>，瀏覽日期：2022年1月1日。

¹⁸ 郭幸宜，保險業單一持股上限 擬下修至5%，經濟日報，A3版，2013年10月23日。

¹⁹ 立法院第8屆第5會期第3次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第14904號。值得一提的是，內容類似的修法提案，亦於103年3月14日由立法委員連署提出。立法院第8屆第5會期第4次會議議案關係文書，院總第464號，委員提案第16100號。

元照出版提供 請勿公開散布

關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人」。修正後，第2款之禁止行為改為「行使被投資公司董事、監察人選舉之表決權」²⁰。對此修正，行政院提案之說明為「鑑於保險業資金來自社會大眾，若保險業藉由大量持有特定公開發行公司之股票及其他經主管機關核准購買之具有股權性質有價證券，或因被投資公司資本龐大且股東股權分散，致保險業持有被投資公司具股權性質商品之股權比例雖不高，卻可成為被投資公司前幾大之股東，對被投資公司具有相當程度之影響力，如於董監事改選時，採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序，並為兼顧股票市場係提供上市公司募集資金管道之一，其亦需要穩定且長期之投資者參與，保險業於國內一向扮演長期資金之供應者角色，尚不宜因此過度限制其投資額度，爰修正第三項第二款」²¹。

行政院修正草案所增訂之同項第4款，於立法院審議後，加以修改並移列為第5款。本款之禁止行為則為「與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。但不包括該基金之清算」。對此修正，行政院提案中並無另外之特別說明，而係緊接前段所引述之說明，認有增訂本款之必要。就此觀之，本款係承

²⁰ 本項條文文字中包括「董事、監察人選舉之表決權」，但在本文的說明中，有時僅提及「董事選舉」，並未提及「監察人」，另有時則以「董監選舉」、「董事、監察人選舉」稱之。這樣的作法，一則考慮到不同段落說明下的行文方便或者配合法條原文，二則考慮到臺灣的上市上櫃公司依法須採取審計委員會制度，並無設置監察人，三則因為本項限制主要針對經營權之爭，而在實務上論及經營權時，常多指董事會之掌控權。此一文字使用雖略顯不一致，但並未影響本文之論述與觀點，於此敘明。

²¹ 立法院第8屆第5會期第3次會議議案關係文書，同註19，政8頁。



第3款相同之立法目的，更進一步、更徹底的阻絕保險業介入公司經營權所為之規範。

另外，修正後之第146條之1第4項則規定，保險業有前項各款情事之一者，其或代表人擔任董事、監察人、行使表決權、指派人員獲聘為經理人、與第三人之約定、協議或授權，無效。以此規定明確保險業違反規定之法律效果，不僅明確表達修法立場，更是避免未來司法實務上的可能爭議。

然而，上述第2款剝奪保險業之董監選舉表決權，雖然可以達成保險業不介入公司經營權爭奪的效果，但也因為此一立法手段的極端，必然存在著相當的爭議性。另外，第5款的文義上不若第2款明確清晰，且提案中對於本款之增訂並無特別的理由說明，其日後的解釋適用必會滋生疑義。本文以下將針對此二款立法之不當，進一步闡述分析。

參、剝奪董監選舉表決權規定之不當

一、從議案類型區別來看

上市上櫃公司之公司治理的強化，向為金管會施政的重點之一。從一〇二年以來，金管會接續推出「2013強化我國公司治理藍圖」（下稱「2013藍圖」）、「新版公司治理藍圖（2018-2020）」（下稱「2018藍圖」）及「公司治理3.0——永續發展藍圖（2021-2023）」（下稱「2021藍圖」）。各藍圖之內容，除描述我國當前公司治理的主要缺陷外，並擘劃具體的改革方向。在2013藍圖中，金管會指出，我國實施公司治理所面臨的挑戰之一在於股東行動較為不足。亦即，小股東較重短期收益，對參與公司事務較不熱衷，而機構投資人亦未能積極行使投票權及發揮其影響

元照出版提供 請勿公開散布

力，是以亟須提升及實踐股東行動主義²²。為解決此一問題，此一藍圖提出「促進股東行動主義」的計畫項目，其推動重點包括：要求機構投資人，包括政府基金及金管會所轄管的金融機構，揭露其選股標準、對所投資公司關注之重點、參與股東會及投票之政策等，並落實執行²³。

本於上述推動重點，臺灣證券交易所（下稱「證交所」）在一〇五年六月三十日發布「機構投資人盡職治理守則」（下稱「盡職治理守則」）²⁴。此類守則的制訂，源於英國在二〇一〇年提出的「英國盡職治理守則」（The UK Stewardship Code），並迅速為許多國家所仿效²⁵。就此而言，證交所的作法可謂符合世界潮流。盡職治理守則第二章指出，此一守則之目的在於透過原則性之架構與指引，鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，善盡資產擁有人或管理人責任，以增進本身及資金提供者之長期價值。盡職治理守則第四章提出的盡職治理六項原則之一為「建立並揭露明確投票政策與揭露投票情形」。為實踐此一原則，在盡職治理守則的指引5-1中特別指出：機構投資人行使投票權，旨在針對被投資公司各項股東會議案表達意見，尤其對客戶及受益人之權益有重大影響之議案，機構投資人宜妥善行使其持有或受託管理股票之投票權。

²² 金融監督管理委員會，2013強化我國公司治理藍圖，頁3，[https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/2013%E5%BC%B7%E5%8C%96%E6%88%91%E5%9C%8B%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96\(1\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/2013%E5%BC%B7%E5%8C%96%E6%88%91%E5%9C%8B%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96(1).pdf&flag=doc)，瀏覽日期：2022年8月21日。

²³ 同前註，頁19。

²⁴ 證交所發布「機構投資人盡職治理守則」，臺灣證券交易所公司治理中心，2016年6月30日，<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1206>，瀏覽日期：2021年12月28日。

²⁵ See Jennifer G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497, 506-13 (2018).



在盡職治理守則發布後，金管會持續關注其實施情形並予以深化。在2018藍圖中，其策略目標之一為「強化機構投資人對公司治理的影響」，因此「研議提升機構投資人盡職治理守則之簽署家數及其盡職治理資訊揭露品質」²⁶。其中指出：「機構投資人匯集並運用大量資金，對市場及被投資公司影響重大，因此將持續鼓勵銀行、保險公司、證券商及證券投資信託公司等相關金融機構簽署機構投資人盡職治理守則，以發揮其影響力。」在2021藍圖中，金管會提出的推動主軸之一則為「接軌國際規範，引導盡職治理」。其特別指出機構投資人盡職治理的落實現況，有兩項待改善之處，一為盡職治理守則包括之範圍，除資產提供者或管理者外，亦應包括服務提供者；另一為機構投資人盡職治理報告資訊揭露較為不足²⁷。

比對上述的發展，吾人應可以強烈感受到保險法第146條之1修法所造成的矛盾。蓋在金管會推動股東行動主義的過程中，如何促使機構投資人積極行使表決權並予以充分揭露，一直是重點之一。金管會所能轄管的金融機構，包括保險業在內，更是扮演領頭羊的角色。然而，主管機關在推出2013藍圖、強調機構投資人角色未久後，卻於一〇三年修正保險法規定，限縮保險業在盡職治理上所能行使的最重要權利²⁸。換言之，幾乎在同一時間，主管機關一方面

²⁶ 金融監督管理委員會，新版公司治理藍圖（2018-2020），頁23，[https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E6%96%B0%E7%89%88%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96\(2018~2020\)20180328\(2\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E6%96%B0%E7%89%88%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E8%97%8D%E5%9C%96(2018~2020)20180328(2).pdf&flag=doc)，瀏覽日期：2022年8月21日。

²⁷ 金融監督管理委員會，公司治理3.0——永續發展藍圖（2021-2023），頁5-6，https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%863_0-%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%97%8D%E5%9C%96.pdf&flag=doc，瀏覽日期：2022年8月21日。

²⁸ 知名的貝萊德（BlackRock）集團在其2020年度投資盡職治理年報中即提到：「董事選舉之贊成或反對是貝萊德盡職治理及其他股東最廣泛使用的表決工

元照出版提供 請勿公開散布

要求保險業應該盡職的行使其身為股東的權利，針對公司的「各項議案」，積極行使其表決權；另一方面卻針對最重要的「董監事選舉議案」，禁止保險業行使其表決權。前後規範顯然有所矛盾！這樣的決策衝突，若不是使吾人高度懷疑機構投資人在公司治理上所能發揮的正面功能，便是使主管機關推動公司治理的決心受到強烈質疑²⁹。

上述的矛盾也可以看出以保險資金的公共性或公益性支持第2款規定，缺乏堅強的依據。按，保險業可以運用之資金，大部分來自保險費收入所提存之各項準備金³⁰，因此其運用應考慮其公益性³¹。論者也因此認為，穩定經濟發展、避免保險業經濟力量之濫用，都是限制保險業資金運用的重要考量之一³²。而保險法於九十六年七月十八日修正後新增第146條之9第1項、第3項規定，保險業因持有

具。」 See BLACKROCK, INVESTMENT STEWARDSHIP ANNUAL REPORT 10 (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020.pdf> (last visited: 2022.08.21).

29 從這個角度來看，我國主管機關推動盡職治理守則，除了所謂強化公司治理之一般性論述以外，其真正之意圖、政策目的為何，不無進一步探討的空間。此一議題，在國際上亦引起注意。有學者即認為，亞洲各國雖移植源於英國的盡職治理守則，惟英國的盡職治理守則之立意係藉由機構投資人的影響力來矯正上市公司過於冒險及短視近利之缺陷，但亞洲各國引進盡職治理守則的真正目標則多與英國不同。此三位學者認為，日本引進盡職治理守則，希望透過機構投資人解決的困境是：終身僱用制的普遍及敵意併購的缺乏所造成之公司未能積極經營的問題。至於新加坡引進盡職治理守則，則是在配合國際潮流下，用以進一步強化其長期存在的以國家資本及家族為核心的治理體制。 See Gen Goto et al., *Diversity of Shareholder Stewardship in Asia: Faux Convergence*, 53 VAND. J. TRANSNAT'L L. 829, 852-72 (2020).

30 保險法第146條第2項。

31 江朝國，保險業之資金運用，頁54，2003年5月，修訂1版。

32 同前註，頁57-58。



有價證券行使股東權利時，不得有股權交換或利益輸送之情事，並不得損及要保人、被保險人或受益人之利益；保險業及其從屬公司，不得擔任被投資公司之委託書徵求人或委託他人擔任委託書徵求人。本條之立法理由也提到公共性的考量。其謂：「由於保險業資金多數係由保戶所繳交之保費產生，因此具有一定之公眾性質，故保險業……其股東權利之行使應盡善良管理人義務，防範利害衝突，並不得損及保戶之最大利益。基於保險業資金具有一定之公眾性質，不宜介入公司之經營，爰於第三項規範保險業與其從屬公司，不宜擔任委託書徵求人或以委託他人徵求委託書方式介入被投資公司之經營權。」³³本於此，近年主管機關常以保險資金的公共性為依據，強調保險業不應直接或間接介入公司經營權之爭³⁴。第2款對於董監選舉表決權的限制，似乎也可以說是立基於保險資金的公共性的考量。上述立法脈絡看似一貫，但一〇三年修法後更為嚴格的限制與同時採行的盡職治理的要求，其間的矛盾日益明顯。蓋如前段所述，若是保險業的盡職治理係符合對其公共性之要求，則保險業審慎、積極的行使其對於董監選舉的權利，即更是對其公共性的貫徹。換言之，一方面認為盡職治理無違保險資金之公共性，但又認為允許保險業行使董監選舉表決權有違其公共性，論理顯有衝突。

從另一個面向來看，若是吾人肯定一〇三年修法使保險業不介入公司經營權爭奪的立法目的，則此一修法僅針對董監選舉表決權加以剝奪，並不包括保險業對其他議案的表決權，也不及於保險業身為股東所能行使的其他權利，其限制範圍是否過於狹隘，而與立

³³ 立法院第6屆第3會期第13次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第10499，政35-36頁。

³⁴ 參閱本文肆、三之討論。

元照出版提供 請勿公開散布

法目的不完全相符，亦值思考。按，一〇三年修正保險法的立法理由中雖提及「於董監事改選時，採行行使表決權介入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序」。惟股東會的各類議案中，直接牽動公司經營權歸屬者，雖係董監事選舉案，但其他類型之議案亦可能與經營權之爭密切相關。舉其大者，為取得公司經營權，董事會或股東亦可能依法提出董事解任議案，嘗試使股東會通過決議解任他方之董事，進而改變董事會的結構，影響多數派與少數派的比例，或透過未來的董事補選，達成其取得更多董事席次之目的³⁵。再者，除了股東的表決權之外，在公司經營權爭奪過程中，也常涉及股東的其他權利，例如公司法第172條之1的股東提案權、第192條之1的董事提名權以及第173條的召集股東會的少數股東權等權利的行使³⁶。但保險法第146條之1對於保險業行使此等股東權，亦未明文加以限制。就此觀之，保險法第146條之1僅禁止保險業就董監事選舉行使其表決權，似有「為德不卒」之虞，法理上亦不一貫。

二、從投資類型區別來看

正如一〇三年修正保險法第146條之1所示，保險業以其資金投資、參與經營被投資事業，易生爭議。對此問題，保險法過去雖無規範，但早於九十三年十月，中華民國人壽保險商業同業公會與中

³⁵ 實務上相關案例的簡要介紹，參閱周振鋒，論監察人、獨立董事之股東會召集權——自評析臺灣高等法院臺中分院108年度上字第448號民事判決出發，月旦法學雜誌，318期，頁180-181，2021年11月；陳彥良、黃帥升，經營權爭奪之前世今生，台灣法律人，2期，頁60-62，2021年8月。

³⁶ 公司法中這些條文的反覆討論、修正，其實也都跟經營權爭奪息息相關。參閱陳彥良，股東會及經營權爭奪相關問題探討——以2018年臺灣公司法修正及實務為中心，月旦民商法雜誌，65期，頁24-45，2019年9月。



華民國產物保險商業同業公會即共同訂定，並報請主管機關核備後施行「保險業從事保險法第一百四十六條之一第一項第三款投資有價證券自律規範」。其中第3條之限制主要包括，保險業與其從屬公司不得擔任被投資公司之委託書徵求人或其他人共同對外徵求委託書。保險業與其從屬公司擔任被投資公司之董事，合計不得超過被投資公司董事總席次之四分之一，且最高以二席為限。保險業與其從屬公司不得指派人員擔任被投資公司之董事長、副董事長或經理人。

保險法於九十六年七月十八日修正後，不僅就此明文規定，且施以較上述自律規範更嚴格之限制。在行政院所提出之草案中，第146條之1增訂之第3項規定為：「保險業依第一項第三款投資，保險業及其代表人不得擔任被投資公司董事、監察人或指派人員獲聘為被投資公司經理人。但經主管機關核准者，不在此限。」本項之立法說明則是：「保險業投資非保險相關事業，因其非屬保險經營專業之相關範疇，原則上應不得擔任被投資公司董事、監察人或指派人員獲聘為被投資公司經理人，但必要時經主管機關核准者，不在此限，以避免過度介入被投資公司經營，而使保險業資金遭不當運用。」³⁷

此外，九十六年修法同時增訂了本條第4項。該項規定為：「保險業依第一項第三款至第六款規定投資於公開發行之未上市、未上櫃有價證券、私募之有價證券；其應具備之條件、投資範圍、內容、投資規範及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」本項之立法說明則為：「基於未上市、未上櫃及私募之有價證券，流動性不佳，投資風險亦較高，故有必要就其資格、投資範圍、內容

³⁷ 立法院第6屆第3會期第13次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第10499，政31頁。

元照出版提供 請勿公開散布

及投資規範限制之，以落實差異化管理之精神。」³⁸

從上兩項草案規定來看，主管機關顯係有意進行差異化的管理。此不僅見於第4項之立法說明，從第3項之但書授權主管機關可以例外核准保險業者擔任被投資公司董監或經理人，亦可知悉。但在立法院委員會審查後，第3項之但書遭到刪除³⁹。最後協商通過之本項規定文字則為：「保險業依第一項第三款投資，不得有下列情事之一：一、以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人。二、行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人。三、指派人員獲聘為被投資公司經理人。」不同於當初行政院所提出的草案，在立法院所通過的條文中，限制保險業者擔任被投資公司董監或經理人，成為一體適用、毫無例外的規定⁴⁰。

此外，同步修正的第146條之5，亦將第146條之1第3項規定準用於保險業資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資之情形。據此，保險業不論是投資於上市上櫃公司、非上市上櫃之公開發行公司或是專案運用、公共及社會福利事業投資，一律不得擔任被投資公司董監或經理人。

上述不區分公司事業類型、一網打盡的修法，完全未考慮保險業與不同類型之被投資事業的需求以及投資風險的有效管控，其妥適性已非無疑。這樣的問題，在一〇三年保險法的修正後，更為明顯。蓋修正後之第146條之1第3項第2款，並經第146條之5準用，徹底禁止保險業行使對被投資事業之董監選舉表決權，不論被投資事

³⁸ 同前註。

³⁹ 立法院公報，96卷54期，頁462。

⁴⁰ 對於此一修法的批判，參閱廖世昌，二〇〇七年保險法修正簡評（下）——保險業法，月旦法學雜誌，152期，頁192-193，2007年12月。



業為公開發行公司或是專案運用、公共建設、社會福利事業均在適用之列。此一作法之管制強度更甚以往，其未能依據被投資事業類型予以適當區分的問題，自然也更為嚴重。

值得注意的是，保險法近年來幾次修正，則一反過去兩次修法一律加強管制的作法，開始進行類型化的不同規範，突顯出過去全面禁止的極端與不當。在一〇五年十一月九日修法後，第146條之5增訂第4項規定，放寬保險業從事公共投資者，不受第146條之1第3項與第4項相關限制，但保險業全體或其代表人擔任被投資公司董事、監察人者，其派任董事、監察人之席次不得超過全體董事、監察人席次之三分之一，且不得指派人員獲聘為被投資公司經理人⁴¹。

⁴¹ 此一修正原係由立法委員提案。參閱立法院第9屆第1會期第16次會議議案關係文書，院總第464號，委員提案第19269號。105年11月9日修正後，第146條之5第1項至第4項規定分別為，保險業資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資應申請主管機關核准；其申請核准應具備之文件、程序、運用或投資之範圍、限額及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。前項資金運用方式為投資公司股票時，其投資之條件及比率，不受第一百四十六條之一第一項第三款規定之限制。第一項資金之運用，準用第一百四十六條之一第三項及第四項規定。保險業資金辦理公共投資，符合下列規定者，不受前項限制：一、保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人者，其派任之董事、監察人席次不得超過被投資公司全體董事、監察人席次之三分之一。二、不得指派人員獲聘為被投資公司經理人。本條之立法說明提到：「為引導保險業資金投入公共投資，並考量現行公共投資多要求投資者應成立特殊目的公司專門負責該投資個案之營運，而該特殊目的公司多非屬公開發行公司，保險業應有一定之監督管理能力，以利其落實資金運用相關風險管理機制，爰增訂第四項規定，放寬保險業從事公共投資者，不受第一百四十六條之一第三項第一款、第二款、第四款及第五款與第四項相關限制，但保險業全體或其代表人擔任被投資公司董事、監察人者，其派任董事、監察人之席次不得超過全體董事、監察人席次之三分之一，且不得指派人員獲聘為被投資公司經理人。」參閱立法院第9屆第1會期第20次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第19269-1號，討317-318頁。

元照出版提供 請勿公開散布

其後的一〇七年六月十三日修法，進一步將第146條之5第4項的適用範圍擴張，從原來的「保險業資金辦理公共投資」，修改為「保險業資金辦理公共及社會福利事業投資」⁴²。最近一次的一一〇年五月二十六日修法，則是將派任董監比例從三分之一提高為三分之二。但同時規定，派任被投資公司董事席次達半數者，該被投資公司應設置至少一席具獨立性之董事⁴³。

⁴² 此一修正原係由行政院提案。本條之立法說明提到：「為引導保險業資金投入社會福利事業，並考量社會福利事業多非屬公司組織，保險業應有一定之監督管理能力，以利其落實資金運用相關風險管理機制，爰將社會福利事業納入第四項規範，以放寬保險業辦理該事業投資且符合各款規定者，不受第一百四十六條之一第三項及第四項所定不得擔任被投資事業董事、監察人、不得行使表決權等限制，並酌作文字修正。」參閱立法院第9屆第5會期第11次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第16291號。

⁴³ 值得說明的是，行政院所提出之本條修正草案，原採全部開放之立法，亦即對於保險業辦理公共及社會福利事業投資，保險業派任董監席次，不予設限。其草案原將第4項修改為：「保險業資金依第一項規定辦理公共及社會福利事業投資，不得指派保險業人員兼任被投資事業經理人。」立法說明則為：「為引導保險業資金投入國內公共及社會福利事業投資，並考量保險業投資公共及社會福利事業投資，較無介入被投資事業經營管理及投資決策之疑慮，另考量現行公共投資多要求投資者應成立專門負責該投資個案營運之特殊目的公司（special purpose vehicle），而該特殊目的公司多非屬公開發行公司，且社會福利事業多非屬公司組織，保險業應有一定之監督管理機制，以利其落實資金運用相關風險管理機制，爰修正第三項及第四項，將第三項規範範圍限於保險業辦理專案運用投資之情形，並刪除現行第四項第一款，放寬保險業資金辦理公共及社會福利事業投資，派任被投資事業全體董事、監察人之席次，不受不得超過被投資事業全體董事、監察人席次三分之一之限制，另修正放寬保險業得指派人員擔任被投資事業經理人，惟不得指派保險業人員兼任。」參閱立法院第10屆第2會期第7次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第17352號。

經立法院審查協商後，僅開放保險業派任董監席次不得超過被投資之公共及社會福利事業之董監席次的三分之二。參閱立法院公報，110卷49期，黨團協商紀錄，頁409-411。



上述修法，不斷開放保險業在公共建設與社會福利事業投資，可以介入公司經營的程度，不僅可以行使董監選舉表決權，更可以使其代表人擔任董監事。相對於此，在上市上櫃公司、非上市上櫃之公開發行公司或是依法專案運用的情形，卻連董監選舉表決權都沒有，亦無差異化、類型化管理的可能。此兩者立法趨勢、法制現狀差距之大，似難單純以有無必要控管投資風險、被投資公司是否屬於公開發行公司等簡單區別，作為其合理化的論據。此亦可見，剝奪董監選舉表決權的規範，應有進一步反省的必要。

三、從股東類型區別來看

保險法第146條之1剝奪保險業投資的董監選舉表決權，其顯而易見的問題之一在於此一管制僅針對保險業，未及於其他性質類似之股東，並不合理。在修法前後，論者即有指出，具有與保險業相類似性質，同樣資金來自社會大眾的「所謂四大基金、三大法人、國外機構投資人（保管銀行）、國內商業銀行以及國內證券投資信託公司等，為何獨限保險公司？……更可看出此修正案的突兀。」⁴⁴

上述批判，論點清楚，易於理解，不待多言。本文於此想另外指出的是，對於機構投資人的管制差異，並非僅在董監選舉表決權行使之一端，因此若從管制的差異討論管制的妥適性，更全面的觀察亦可帶給吾人更進一步的思考。以保險法與銀行法的比較為例。兩者對於保險業與商業銀行的投資限制，除了董監選舉表決權之外，另一個明顯的差異在於投資上限的不同。保險業資金投資公開

⁴⁴ 陳冲，摸不著頭腦，工商時報，2014年6月10日，<https://readers.ctee.com.tw/cm/20140610/a04aa4/527705/share>，瀏覽日期：2021年10月17日。另參閱孫中英，保險資金禁選董監 李長庚：因噎廢食，聯合報，AA2版，2014年5月7日；陳俊元，同註1，頁54；謝紹芬，同註1，頁323-325。

元照出版提供 請勿公開散布

發行公司之股票，依保險法第146條之1第1項第3款，其購買每一公司之股票，加計其他經主管機關核准購買之具有股權性質之有價證券總額及股份總數，不得超過該公司已發行股份總數10%。但在商業銀行投資非金融相關事業之情形，依銀行法第74條第3項第3款，對每一事業之投資金額不得超過該被投資事業實收資本總額或已發行股份總數之5%。

上述管制差異是否有合理的差別化依據，亦非完全無疑。實則，在保險法於六十三年十一月三十日修正第146條後，依該條第3款規定，保險業投資公開發行之生產事業股票之投資上限為「該出售股票生產事業資本額百分之十」。八十一年二月二十六日修法增訂第146條之1，將上述第146條第3款的規定移至第146條之1，並調降投資上限為「該發行股票之公司資本額百分之五」。立法說明謂：「為防止購入相關企業之股票，將原訂『百分之十』限制修正為『百分之五』，以分散投資風險。」⁴⁵此一投資上限在九十年保險法修正時又再度調升。本次修正，行政院之修法草案原無涉及投資上限的調整⁴⁶，但在立法院審查協商後，則將投資上限的5%提高至10%⁴⁷。

當然，相對於5%的股權投資比例，目前10%的投資上限，使得保險業對於被投資公司可能發揮更大的影響力，此在經營權爭奪時，更可能有左右戰局的能力。因此，因應經營權爭奪而來的一〇三年修法，原始修法的可能方案之一即是再度調降保險業的投資上

⁴⁵ 立法院第1屆第85會期第28次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第3786號，報34-35頁。

⁴⁶ 立法院第4屆第2會期第14次會議議案關係文書，院總第464號，政府提案第6922號，政71-72頁。

⁴⁷ 立法院公報，90卷5期，頁360。



限為5%⁴⁸。此不僅可以降低保險業在經營權爭奪中的角色，而且這樣的管制作法係回到九十年修法前的常態，也與現行銀行法的規範較為一致，不論從時間的縱向比較或金融業的橫向比較來看，都有其合理性。而且，為免對現狀造成太大的衝擊，如此之修法，其適用應不溯及既往，亦即依現行法規定，目前投資比例已超過5%者，仍可繼續維持⁴⁹。

然而，與上述看似合理之降低投資上限的方案相較，法理上更難站得住腳的「剝奪董監選舉表決權」最後成為主管機關提出之修正草案的選擇⁵⁰，而且似乎是保險業雖不滿意但較能接受的規範⁵¹。本文此處的說明，並非主張降低投資上限必然是一〇三年修法的更佳方案，而是強調：從修法方案的比較與選擇來看，就法理妥適性的重大退讓，似乎可以看出此一修法是一個高度針對性、妥協性的方案。就此觀之，與其在兩個「不佳」的修法方案中選擇，毋寧更應該回頭思考修法的必要性，以及修法方案更精緻化、更具正當性也兼顧可行性的可能。

肆、禁止與第三人共同參與經營規定之不當

一、立法理由不明的第5款規定

一〇三年保險法的修正對於第146條之1第3項第5款所提供的說明相當簡略。其中提及：「如於董監事改選時，採行行使表決權介

⁴⁸ 孫中英，曾銘宗：再不管，壽險業會掌控上百檔股票，聯合報，AA2版，2013年11月21日；邱金蘭，保險法修正案聚焦持股上限，經濟日報，A15版，2013年11月11日。

⁴⁹ 郭幸宜，同註18。

⁵⁰ 邱金蘭，限縮持股擬兩案並呈，經濟日報，A4版，2013年12月11日。

⁵¹ 葉憶如，許舒博：不溯既往也有衝擊，聯合晚報，A7版，2013年11月19日。

元照出版提供 請勿公開散布

入經營權之爭等作為，可能產生潛在利益衝突或增加系統性風險，而影響公司經營決策及金融秩序……，爰修正第三項第二款，定明保險業依第一項第三款規定購買公司之股票，不得行使對董事、監察人選舉之表決權。另增訂第四款，限制保險業不得與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營。」⁵²就此觀之，第2款剝奪董監選舉表決權的規定，雖有前文所指出之立法論上的爭議，但就解釋論而言，本款規定文字清楚，立法理由也明確，解釋上較無疑義。相對的，第5款的規定中所謂之「參與對被投資公司之經營」究何所指，文義上顯然不夠清楚，立法理由中也未有說明，解釋上易生疑義。

第5款規定中所稱之「參與對被投資公司之經營」，在其他金融法規中亦可見相類似的文字，但若進一步加以比較，可以發現其他金融法規之規定難以作為保險法本款規定之解釋上的參考。以銀行法為例。銀行法第74條第2項有「商業銀行為配合政府經濟發展計畫，經主管機關核准者，得投資於非金融相關事業。但不得參與該相關事業之經營」之規定。依主管機關解釋，銀行法之「不得參與該相關事業之經營」係指銀行股權代表、負責人或職員不得擔任該被投資事業之經理人⁵³。據此，銀行仍得指派法人代表當選被投資事業之董事或監察人⁵⁴。然而，保險法第146條之1第3項第1款即已明文禁止保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人，第3

⁵² 立法院第8屆第5會期第3次會議議案關係文書，同註19，政8頁。現行法之第5款規定在原修正草案中列為第4款。

⁵³ 參閱財政部(90)台財融(一)字第0901000075號函。

⁵⁴ 參閱王志誠，銀行法，頁178，2014年9月。依商業銀行轉投資應遵守事項準則第2條第2款規定，商業銀行負責人及職員，除法令另有規定外，不得兼任金融相關轉投資事業之董事及監察人以外之任何職務。據此，商業銀行負責人及職員，即可能兼任轉投資事業之董事及監察人。



款也禁止保險業指派人員獲聘為被投資公司經理人。在此情形下，一〇三年新增之第5款「不得參與經營」之解釋，顯然不可能與上述主管機關對於銀行法之解釋相同。

或者有可能認為，此處之「參與經營」就是指擔任董事、監察人及經理人等職務。不同之處在於，第1款、第3款是針對保險業不得由其人員擔任被投資公司的這些職務並參與其經營，而第5款則是針對保險業不得與第三人基於委任、信託等關係，參與對被投資公司的這些職務。然若立法者之真意確係如此，鑑於第1款、第3款對於擔任此等職務之禁止已有明文規定，第5款可以直接使用第1款、第3款之文字或以第1款、第3款之行為稱之，而無須使用「參與對被投資公司之經營」等文字。就此觀之，上述解釋的合理性，顯有可疑。

另外若以證券投資信託管理規則的規定來比較。本規則第23條第1項規定，證券投資信託事業行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，應由證券投資信託事業指派該事業人員代表為之。第2項接著規定，證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事。此處禁止投信事業參與經營，其立法目的在於避免利益衝突，促使投信事業行使被投資事業股份之表決權時，尤其是在董監事選舉議案時，能為受益憑證持有人之最大利益為之⁵⁵。就此觀之，主管機關雖未對此處之「參與經營」提供明確界

⁵⁵ 董監選舉議案毫無疑問是此處之表決權行使中最重要者。按，本項原規定：「證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，支持持有股數符合證券交易法第二十六條規定成數標準之公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人。但發行公司經營階層有持股不符合證券交易法第二十六條規定成數標準或不健全經營而有損害公司或股東權益之虞者，應經該事業董事會之決議辦理。」為符合基金治理的理念，使投信事業能本於

元照出版提供 請勿公開散布

定，但解釋上可能相當廣義。惟若與保險法相對比，一〇三年保險法之修正固非無利益衝突避免之考量，但保險業身為股東之最重要的表決權——董監選舉表決權——既已被剝奪，即已無法直接涉入經營權爭奪，則是否還有以相當廣義之「禁止參與經營」來對保險業嚴格要求的必要，不無可疑。再者，若是此處之「參與經營」應做相當廣義的解釋，則難以理解的問題是：為何第5款僅禁止保險業「與第三人」共同參與對被投資公司之經營，但不管是本款或另4款卻不禁止保險業「單獨」參與對被投資公司之經營⁵⁶！？

第5款規定之文義解釋上的疑義，已如上述。可以想見的是，在現行法規定下，不管從文義、體系或目的來看，在狹義說與廣義說兩者之中，廣義說更有可能被認為是應採取之解釋看法。然而，在廣義說之下，本款規定的解釋，存在著被任意擴張、不當延伸的風險，而使得第3款之極端規定本已產生之弊端，因為本款規定的解釋，更進一步惡化。下文討論之大同條款以及東元條款的規定與解釋，都可以看到第5款規定的適用不斷延伸的跡象。

受益人之最大利益，進行董監事選舉的表決，因此於97年修改本項規定。

56 值得一提的是，本條修法過程中，立法委員李應元曾提出修正動議，建議本款文字改為「自行介入或與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資有價證券基金資產之清算、管理及處分，但不包括該基金之清算。」李委員發言指出：「我的意思是，如果不可以透過第三者來處理的話，那自己就更不行了。理論上是這樣。我認為至少要有這樣的精神。」對此，主管機關官員的回覆為：「我們是怕有『自行介入』四個字的話，以後可能會有一些爭議，或者因為不清楚而產生糾紛，所以我們比較建議不要把『自行介入或』這五個字放進來。」立法院公報，103卷33期，委員會紀錄，頁410-411。

若主管機關認為「自行介入」的解釋會有爭議，則「與第三人介入」的解釋會否產生相類似之爭議。在修法過程中對此並沒有進一步的討論，最後則採取了主管機關建議的文字。



公司法於一〇七年修正時，增訂第173條之1的規定，一般認為此係針對大同公司過去長期以來的經營權爭奪爭議所生的大同條款⁵⁷。本條第1項規定，繼續三個月以上持有已發行股份總數過半數股份之股東，得自行召集股東臨時會。行政院提出之草案立法理由謂：「當股東持有公司已發行股份總數過半數之股份時，其對公司之經營及股東會已有關鍵性之影響，若其自行召集股東會仍須依第一百七十三條第一項規定，向董事會請求召集股東臨時會，並於請求提出後十五日內，董事會不為召集之通知時，依該條第二項規定報經主管機關許可，或依該條第四項規定報經主管機關許可，並不合理，爰於第一項明定，持有已發行股份總數過半數股份之股東，有逕行召集股東臨時會之權利，不待請求董事會或經主管機關許可。」⁵⁸

依據經濟部向來的見解，公司法中類似上述少數股東權的設計，允許集合數名股東之股份合併計算⁵⁹，第173條之1亦不例外⁶⁰。

⁵⁷ 陳彥良，持股過半股東召集股東會相關問題，月旦法學教室，192期，頁24，2018年10月；陳威駿、李巧妮，公司法第173條之1大同條款之實務上運作問題，全國律師，2019年02月號，頁31-32，2019年2月。對於本條立法的評析，參閱王志誠，論股東之股東會召集權：以「公司法部分條文修正草案」第173條之1為中心，萬國法律，217期，頁86-87，2015年9月；方嘉麟，公司法修正評釋，月旦法學雜誌，280期，頁223，2018年9月；邵慶平，2018年公司法與證券交易法發展回顧，國立臺灣大學法學論叢，48卷特刊，頁1743-1744，2019年11月。

⁵⁸ 立法院第9屆第4會期第15次會議議案關係文書，院總第618號，政府提案第16199號，政160頁。值得說明的是，原始草案之規定，並沒有持股期間「繼續三個月以上」之限制。

⁵⁹ 經濟部(79)經商字第204025號函；經濟部(97)經商字第09702060280號函；經濟部(80)經商字第207772號函。

元照出版提供 請勿公開散布

從條文文字觀之，本條係賦予股東在一定條件下具有股東會召集權，惟其運作之實際，此一股東會之召開，幾乎必然涉及公司經營權的爭奪與董監事的改選。就本條之適用，過去有爭議的是，本條所謂已發行股份總數過半數股份，是否計入無表決權股份？持否定說者，可能認為股東既無表決權，自無法直接影響股東會任何決議事項之通過與否。因此，從第173條之1的立法目的來看，應可將之排除在外⁶¹。惟經濟部對此則採肯定說⁶²。其認為法條文字上並無排除持有無表決權股東之適用，故持有無表決權之股東仍得行使股東會召集權，無表決權之股份數亦應計入已發行股份總數。此一見解應值支持。蓋其一方面對於持有無表決權股份之股東有更好的保障，另一方面也便於股東會的召開。無表決權之股東雖不能參與表決，但仍能出席參與⁶³；有表決權之股東，自可依其股權多寡決定董監席次的安排，或透過股東會的決議解決其對公司重大事項的爭議。

公司法修正通過後，立刻引起重視的另一個爭議是保險業的持股能否加入第173條之1的股東會召集。蓋保險業縱不能行使董監選舉表決權，但此與股東會召集權，字面上係屬二事。而且，即使是無表決權股份之股東，都允許加入，舉輕以明重，僅是無董監選舉表決權但仍有其他事項之表決權的保險業者，亦應可加入。然而，金管會對此則謂：「依公司法第一百七十三條之一規定，股東自行

60 王志誠，持股過半數股東之股東臨時會自行召集權，月旦法學教室，194期，頁31，2018年12月；陳彥良，同註57，頁23。

61 陳彥良、邱佳慶，由公司治理與股東行動主義面向論公司法第173條之1相關要件之適用，財經法學研究，2卷1期，頁49，2019年3月。

62 經濟部(107)經商字第10702062910號函。

63 經濟部(107)經商字第10702062910號函；經濟部(96)經商2005020號函；經濟部(95)經商字第09502402920號函。



召集具董事、監察人選舉議案之股東臨時會行為，保險業依保險法第一百四十六條之一第三項第五款規定，不得為之。」⁶⁴。其採取否定之看法，僅提到係以第5款規定為依據之結論，但並未有任何的說明！

一〇三年修正之保險法第146條之1的內容，當然無法預見一〇七年修正之公司法第173條之1的規定。然而，不管從文義或目的來看，第5款之解釋應否涵蓋參與股東會召集之限制，均有疑義。首先，理論上，此一股東會召集，可能完全無涉董監改選，而是涉及股東會其他決議事項。此時以第5款規定為由，禁止保險業加入，應非有據。蓋一般所謂的「參與經營」，顯然並不包括股東對於股東會召集、決議事項之參與⁶⁵。

其次，縱然此一股東會之召集將進行董監改選事宜，參與公司經營與召集股東會亦非相同。詳言之，即使保險業有董監選舉表決權，可以在股東會中支持特定人當選，召集股東會一事，解釋上亦非當然屬於「參與經營」。更何況，在第146條之1第3項第2款與第5款並列的情形下，第2款既已禁止保險業參與董監選舉，第5款之「參與經營」應係指董監選舉以外之其他介入經營方式，保險業亦無由透過股東會召集來「參與經營」。

從上述觀之，以第5款之規定為由，禁止保險業加入第173條之1的召集，已非第5款之文義解釋所能涵蓋，亦難援引保險法與公司法之體系解釋，唯一可能作為論據的僅剩貫徹保險業不能介入公司

⁶⁴ 金融監督管理委員會(107)金管保財字第10704504271號令。

⁶⁵ 股東會的召集應與一般所稱的「參與經營」無關。實務見解中一個可以參考的例子是最高法院96年度臺上字第2000號民事判決。該判決謂：「本件系爭股東會決議，責由董事會召集股東臨時會討論全面改選董事及監察人，非屬被上訴人公司業務之執行，並無公司法第二百零二條規定之適用。」據此，最高法院認為公司法第202條所稱之「業務之執行」，不包括股東會之召開。

元照出版提供 請勿公開散布

經營權爭奪的立法目的⁶⁶。然而，這樣的目的貫徹，不僅逸脫法條文義，使人難以理解第5款之適用範圍，對於公司治理的強化更是不利。蓋若是意在改選董監之股東會的召集，可以在保險業的參與下來促成，此可以說是便利公司經營權爭奪能以各方股權多寡決定結果之符合企業民主的方式。從公司治理、公司法第173條之1之立法來看，應是值得肯定之事。相反的，若是如同主管機關見解採取否定說，鑑於本條之「已發行股份總數」的計算並未排除保險業持股，此將使得有意依據本條召集股東會者，更難滿足「持有已發行股份總數過半數股份」之超高門檻。換言之，主管機關之解釋，其效果已不僅是保險業不得加入召集，更是使得其他股東更難依法召集。所涉者不僅是保險業之私益，更是公司治理、公司全體股東之公益。綜上所述，主管機關的解釋以及其所依據的第5款規定之合理性，更值懷疑。

三、東元條款的增訂

主管機關意欲徹底禁絕保險業介入經營權爭奪的意圖，不僅表現在前段所述以第5款之「擴張解釋」來限制保險業適用大同條款，更反映在主管機關於一一〇年十二月二十四日修正發布施行的「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」。此一修正之主要部分係因應東元集團經營權爭奪事件而來，一般稱之為東元條款。東元集團經營權爭奪事件的其中一環是鈺叡股份有限公司（下稱「鈺叡公司」）公開收購菱光科技股份有限公司（下

⁶⁶ 陳威駿、李巧妮，同註57，34頁（「倘若保險業得擔任被投資公司股東臨時會之召集權人，而使股東臨時會得召開，保險業雖依法未行使董監事選舉議案之表決權，仍將因保險業之參與召集，間接成就董監事之改選，致生保險業有介入被投資公司經營權而有違背保險法第146條之1第3項立法意旨的疑慮。」）。



稱「菱光公司」)股份。菱光公司持有東元電機股份有限公司(下稱「東元公司」)3.62%股權,菱光公司董事長以此為基礎,企圖爭奪東元公司的經營權。也正因為如此,東元公司現有經營者或其支持者希望可以取得菱光公司控制權,藉以一勞永逸的消弭此一潛在的經營權爭奪危機⁶⁷。

鈺叡公司設立於一一〇年六月十五日,旋即於同月二十一日宣布將以每股29元公開收購菱光公司50.1%股權。然而,鈺叡公司的大股東之一為達勝伍創業投資股份有限公司(下稱「達勝伍創投」),而達勝伍創投的主要股東為6家壽險公司,包括宏泰人壽、遠雄人壽、國泰人壽、台灣人壽、全球人壽以及中國人壽,持股合計達78%。

針對上述事實所生爭議進一步討論前,吾人宜先瞭解壽險公司投資達勝伍創投之法律規範與合法性。按,保險法於八十一年二月二十六日修正,增訂第146條之5規定,保險業之資金經主管機關核准,得辦理專案運用及公共投資。行政院提案之立法理由謂:「保險業資金本質上屬公眾資金,政策上應有效引導為公眾性運用。如工業區開發或策略性工業、高科技工業投資以及高速公路、國民住宅、停車場或為特種保單分紅目的之獨立帳戶等,爰規定保險業如有需要,得經主管機關同意,不受前列各條規定限制。惟本條規定僅限投資,保險業不得參與經營。」⁶⁸保險法第146條之5嗣後歷經多次修正,並授權主管機關訂定相關辦法,主管機關則透過此一辦法的規範,擴大、引導保險業資金可以投資之項目。在上述之一一

⁶⁷ 張義宮, 少主爭取大位 仍須助力, 經濟日報, A5版, 2021年3月18日; 張義宮、彭慧明, 東元出大招 鞏固經營權, 經濟日報, A3版, 2021年6月22日。

⁶⁸ 立法院第1屆第85會期第28次會議議案關係文書, 院總第464號, 政府提案第3786號, 報37頁。

元照出版提供 請勿公開散布

○年十二月二十四日修正前，主管機關訂定之「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」第2條第1款明文規定，保險業資金辦理專案運用，可以投資政府核定之新興重要策略性事業或創業投資事業。此外，依第146條之5第2項之規定，保險業資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資時，其資金運用方式若為投資公司股票，其投資之條件及比率，不受第146條之1第1項第3款規定之「不得超過該保險業資金百分之五及該發行股票之公司已發行股份總數百分之十」的限制。本於上述規定，6家壽險公司可以合法投資達勝伍創投，並共取得高達78%的股份。

在上述事件中，6家壽險公司既未擔任相關公司中之任一公司之董監，亦未就相關公司中之任一公司之董監選舉行使表決權，但達勝伍創投之行為仍引起了違反保險法規範之精神的議論。論者有謂：「保險相關法令不允許壽險資金直接或間接涉入被投資公司的經營權，鈺叡要在今年8月10日之前公開收購菱光達50.1%，倘若收購成功，股權都已經過半了，菱光經營權肯定變天，怎會不涉公司的經營權。」⁶⁹主管機關則表示：「金管會對個案本身沒有意見，但保險業資金具有公共性，不應該拿來做經營權之爭。」⁷⁰在金管會的關注與保險業股東的反對下，達勝伍創投最後撤出鈺叡公司，但金管會仍決定從法規面進一步釐清爭議。最新修正之「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」，重點即在強化保險業投資創投事業及私募股權基金的管理機制。過去金管會雖已放寬保險業可以投資符合條件之私募股權基金，然而舊法中對於以私募股權基金為投資對象，並未明文加以允許或規範。就

⁶⁹ 陳怡慈，法界質疑：違反現行保險法，經濟日報，A5版，2021年7月3日。

⁷⁰ 葉憶如、康陳剛，東元之爭 六壽險不得介入，經濟日報，A2版，2021年7月2日。



此，辦法第2條第2款納入私募股權基金，將「依創業投資事業輔導辦法規定列為中央主管機關輔導協助之創業投資事業或符合主管機關所定條件且投資範圍為配合政府政策項目之私募股權基金」同列為保險業資金專案運用可以投資之對象。

繼而，在第6條第1項中，就保險業辦理專案運用、公共及社會福利事業投資，應訂定專案運用之處理程序，處理程序應記載之內容新增「投資後管理方式」。同條新增第2項則規定，此一投資後管理方式應至少包括：(一)投資後管理機制及(二)定期檢視實際投資情形是否有未符合原訂投資計畫及範圍、主管機關及其他目的事業主管機關規定之情形，及應採行因應措施之評估及規劃。同條第3項更進一步規定，若專案運用之投資對象為上述之創投事業或私募股權基金者，其投資後管理方式應包括檢視被投資對象對其直接或間接所投資事業不得有介入經營權之爭之情事，且該事項應納入所簽訂之契約或其他協議文件中。另依第9條第1項第7款規定，專案運用之投資對象為上述之創投事業或私募股權基金者，保險業應籌資規劃及投資決策機制、投資後管理、資訊揭露及利益衝突防範機制等書件，報經主管機關核准。

另外值得一提的是，在修正過程中，金管會一度擬將保險業投資創投事業之金額由25%降至10%，但考慮到此舉將打擊到國家正在推動的重大措施，包括鼓勵六大新興產業、發展新創公司等，創投及私募股權基金業者也向金管會保證會訂定自律規範、落實自我管理，故金管會同意不限縮投資金額⁷¹。本辦法第7條第1項第3款第1目仍維持被投資對象為創業投資事業者，不得超過該被投資對象實收資本額或實收出資額25%。另新增第2目規定，被投資對象

⁷¹ 陳怡慈，保險業投資創投私募 不限縮，經濟日報，A12版，2021年8月14日。

元照出版提供 請勿公開散布

為私募股權基金者，不得超過該被投資對象實收資本額或實收出資額20%。但符合主管機關規定者，不得超過該被投資對象實收資本額或實收出資額25%。此種立法過程中對於嚴加控制保險業投資與相對放寬保險業投資上限的配套，在保險法第146條之1的修法過程中，似曾相似。如前文所述，此種取捨交換，是否妥當，亦非無疑。

保險業違反上述辦法者，依保險法第168條第5項第6款規定，處100萬元以上1,000萬元以下罰鍰或解除其負責人職務；其情節重大者，並得廢止其許可。為使規範更為周延，主管機關可以裁罰之手段更加多元，以落實禁止保險業介入經營權爭奪之規範目的，在上述辦法修正後，保險業及創業投資事業的公會組織據此進一步訂定自律規範。在一一一年一月五日經主管機關備查之「保險業投資創業投資事業、私募股權基金及其他有限合夥事業自律規範」之第5條規定，保險業與被投資對象簽訂之契約或協議之檢核協商機制中必須納入「對直接或間接投資之事業，不得有介入經營權之爭之情事」。此等自律規範內容納入內部控制及內部稽核項目，違反者依保險法第171條之1第4項規定，可處新臺幣60萬元以上1,200萬元以下罰鍰；公會也可以依自律規範第7條，予以書面糾正或罰款。另在一一一年一月十二日經創投業主管機關備查之「創業投資事業爭取及已取得保險業資金投資自律規範」之第4條規定，簽署本自律規範且已取得保險業資金參與投資之創投事業，不得以直接或其他間接方式介入其被投資事業經營權之爭。依第8條規定，違反第4條者，解除其會員資格，並函送中央目的事業主管機關建議針對該創投事業負責人、代表人或主要經理人，其未來5年內所籌設或管理之創投事業不予核發推薦函。

從本案的發展可以看出，主管機關並不認為投資達勝伍創投的6家壽險公司之行為有違反現行保險法規定之處，但同時認為接受



保險業資金投資之達勝伍創投介入經營權爭奪，此一情形與保險法規範之精神已有不合，故試圖多管齊下、強化規範，補上此一漏洞。然而這樣的漏洞填補，其界限究竟何在？如何防止其不被無限延伸？詳言之，若保險業持有某上市上櫃公司10%之股份，吾人未來會否認為該上市上櫃公司因此即受有「不得介入公司經營權爭奪」的限制？若被投資公司是非上市上櫃的公開發行公司，有無不同？若此二問題的答案為否，則為何在專案運用投資於創投事業或私募股權基金時，即應加以禁止？而且，公司經營權爭奪又應如何界定？若是較廣義的認定，恐使得未來接受保險業資金投資之創投事業或私募股權基金，人人自危；又若不採最狹義的認定，亦可能陷入聽由主管機關判斷的高度不確定性。

相對於現行之規範及本案之發展，保險業於專案運用投資於創投事業或私募股權基金之情形，如果可以行使董監選舉表決權，甚至如果可以派任董監事，則保險業作為達勝伍創投的股東，對於達勝伍創投的經營者將更有控制或制衡之力量。面對類似本案之情形，假若公開收購確屬不宜，抑或主管機關認應加以阻止，保險業身為具有實力、影響力之股東自有透過公司內部決策程序立刻踩煞車的能力。從這個角度來看，主管機關之所以需要增訂東元條款，採取此一「補破網」的動作，根本的原因在於保險法第146條之1大幅削弱了保險業對於被投資公司的控制力⁷²。然而，與其不斷的修

⁷² 達勝伍創投作為一家股份有限公司，在未有諸如保險法等特別法規定限制的情形下，保險業者持有此一公司的大多數股份，依法本有許多權利，可以直接、間接影響達勝伍創投經營者的決策。相反的，若此一創投係採有限合伙組織設立，保險業投資成為有限合夥人，則依有限合伙法第21條規定，有限合伙業務之執行，取決於全體普通合夥人過半數之同意，保險業原則上難以影響其經營決策。

正因為保險業對於被投資組織（公司）的影響力與保險業投資的風險控管有

元照出版提供 請勿公開散布
法補漏，或許應重新思考斧底抽薪的作法。

伍、修法必要性的反省與建議

一、修法必要性的反省

保險業作為受到主管機關高度監理的金融事業⁷³，主管機關對於保險業涉及違法或不當之行為，依法具有相當大的管制權限，並能採取積極的作為進行調查、裁罰與人事、財務、業務上的介入。此從本文貳對於國寶人壽爭奪龍邦公司經營權一案中，主管機關於事前、事後所採取之作為的介紹，可見一斑。既是如此，一〇三年再修法明文剝奪保險業做為股東之董監選舉表決權，有無必要，即不無疑問。蓋主管機關既有其他方法可以規範、監督及管制，實在無須採取此一法理上甚受爭議的修法。上述修法之並無必要，以及對於保險業產生作繭自縛之副作用，從達勝伍創投主導菱光公司公開收購案中，亦可能得到相同的認識。

或有認為，國寶人壽案正突顯出修法明文規定之必要。蓋在龍邦公司股東會之前，主管機關即三令五申要求國寶人壽不得介入龍邦公司經營權之爭，但國寶人壽竟置主管機關之要求於不顧。修法之後，法條明文剝奪保險業之董監選舉表決權，即可徹底解決此一

關，主管機關於105年8月31日修正發布保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法時，配合有限合夥法通過，開放保險業以有限合夥人之身分投資有限合夥時，同時要求保險業應遵照保險業投資有限合夥事業自律規範為之，以維護資產安全及保障保戶權益，其中之要求包括：相關投資之作業規範，應有風險管理單位、稽核單位及法令遵循單位參與訂定或修正。其內容包含內部控制制度之建立，對於有限合夥契約之檢核協商機制以及投資後之風險管理機制，都必須加以注意。

⁷³ 參閱徐聿芊、陳俊元，我國保險業裁罰案件之法律實證研究，中正財經法學，19期，頁105，2019年7月。



問題。然而，國寶人壽作為受到高度監理之保險業，竟違抗主管機關之明確要求，此當屬例外，而絕非常見。從事後發展也可以看出，此應僅會發生在保險業經營者顯無意永續經營之情形，主管機關若在事前更積極介入、調查，也很有可能嚇阻經營者鋌而走險之行為，因此這樣的案例應不能作為正當化一〇三年修法以全面剝奪保險業之董監選舉表決權的依據。

保險法第146條之1剝奪保險業之董監選舉表決權，其修法提案載明之理由係避免保險業「介入經營權之爭」，看似中性，既不偏向敵意併購者也不偏向併購標的公司。但由其立法背景而言，更精確的說，此一規定的增訂，性質上屬於不利敵意併購的反併購規範，目的在避免敵意併購者藉由直接或間接掌握保險業所持有之標的公司股份作為敵意併購的助力。然而，剝奪董監選舉表決權的極端立法，雖可避免保險業為敵意併購者所染指，但同時也使得保險業的投資無法成為支持公司經營者的力量。蓋保險業作為具有專業與資力的機構投資人，其投資很可能具有「認證資本」(validation capital)⁷⁴的角色，可以發揮防禦公司經營者的功能。詳言之，若任一公司的經營與策略獲得保險業的投資與認證，公司經營者更可能在全體股東中獲得多數的支持，敵意併購者成功的可能性也就因此降低，影響所及，更可能不會發動任何敵意併購的動作⁷⁵。然而，在保險法規範下，一方面並未降低保險業的投資上限，因此若一被投資公司之價值深獲保險業肯定，該公司之大量股份可能為保險業所持有，但另一方面卻禁止保險業行使董監選舉表決權。在此情形下，保險業對於公司經營者的支持，愛之卻適足以害之！

簡單的說，公司董監事改選的經營權爭奪中，在一股一權的通

⁷⁴ See generally Alon Brav et al., *Validation Capital*, 99 TEX. L. REV. 1247 (2021).

⁷⁵ *Id.* at 1251.

元照出版提供 請勿公開散布

常情形下，敵意併購者本須掌握已發行股份總數50%以上代表之表決權，始能穩操勝券；惟若公司已發行股份總數中有20%為保險業所持有者，則可以行使董監選舉表決權之股數僅有已發行股份總數的80%，敵意併購者僅須掌握已發行股份總數40%以上之代表之表決權，即可確保其將取得公司經營權。就此觀之，禁止保險業行使董監選舉表決權，在個案情形下，可能產生對敵意併購者有利的結果，而與原始之立法本意相違。

而且，保險法第146條之1第3項第2款之「剝奪董監選舉表決權」的增訂，連帶創造出第5款之「禁止共同參與經營」的規範，其解釋上的疑義，反而衍生出主管機關是否因「法有明文」而過度損及保險業與其被投資公司之權益的疑慮。換言之，意在防堵少數不肖業者的立法，也有可能成為主管機關一再擴張權限的依據。對於本即盡職治理之保險業者而言，受到更多的限制與管制，影響所及，可能減少了轉投資的機會，增加了轉投資的成本。

本於上述，本文認為保險法第146條之1第3項第2款及第5款之規定應可考慮加以刪除。退一步言，吾人如果認為，為避免保險業恣意介入公司經營權爭奪，則保險業之董監選舉表決權縱未加以禁止，也應給予一定之限制。則本文認為「以持有期間限制董監選舉表決權」或「以事前揭露限制董監選舉表決權」即可達到一定之效果，此類較為緩和的規範方式，也能符合公司法法理與我國公司法的體制，明顯具有更高的正當性。以下將就這兩項建議進一步闡述。

二、以持有期間限制董監選舉表決權

相對於剝奪保險業的董監選舉表決權，保險法可以規定保險業之持股，應在持有一定期間（例如一年）之後，始能行使董監選舉表決權。此一規定可以避免保險業以參與公司經營權爭奪為目的，



假財務性投資之名，臨時大舉買進公司股份，而有害於保險業之投資健全性，也嚴重衝擊公司經營權爭奪之公平性。

就法理上而言，此一建議係就董監選舉表決權之行使，加上持有期間之限制，並未完全剝奪董監選舉表決權，其所可能引發的法理爭議顯然較現行之規定為小。再者，公司法中對於股東表決權之行使雖未有此類限制之設計，但在所謂少數股東權的相關規定中則相當常見⁷⁶。公司法第194條規定之董事違法行為制止請求權，雖非屬少數股東權，而係單獨股東權，但亦有繼續一年以上之持有期間的限制。

上述公司法中對於股東之部分權利，設有持有期間之限制，首見於五十五年公司法修正，當時即受到相當的肯定。以公司法第173條少數股東之股東會召集權規定的修訂為例。五十五年修正前之第179條第1項並無持股期間之規定，而僅規定「有股份總數二十分之一以上之股東，得以書面記明提議事項及其理由，請求董事召集股東臨時會」。本條修正過程中，立法委員對於少數股東權之比例應訂為3%或5%，存有不同意見，但對於行政院提出之草案中加上持有期間的限制，則多持肯定看法。有立法委員提到：「本條行政院案就規定加『繼續一年以上』這幾個字，……持有一年了，總不失為老股東，一方面可以保障股東的權益，同時也保障公司的安定。……百分之五、百分之三到底那個好，那個不好，沒有什麼標準，十分保障小股東，恐怕公司吃不消，十分保障公司，股東吃不消。加上繼續一年以上，股東不吃虧，這一點應沒有什麼爭

⁷⁶ 例如公司法第11條（聲請裁定解散）、第173條（請求董事會召集股東臨時會）、第173條之1（自行召集股東臨時會）、第194條（請求董事會停止違法行為）、第214條（代位訴訟）、第245條（聲請選派檢查人）、第282條（聲請重整）。

元照出版提供 請勿公開散布
執吧。」⁷⁷

綜言之，公司法中對於股東權加上持有期間的限制，目的就在於避免外部人為行使該權利、擾亂公司經營，臨時買進股份即據以對公司主張。吾人對保險業行使董監選舉表決權、介入公司經營權爭奪之顧慮，有相當部分亦來自於此。從此點來看，對於保險業的董監選舉表決權加上持有期間限制，可以說符合公司法既有規定所依據之法理。

上述建議與近年來比較法上所關注的「資深表決權」(tenure voting)的制度，以持股期間決定表決權的方向一致，且更符合我國的法律精神。按，所謂資深表決權，或稱為期間劃分表決權(time-phased voting)，亦有稱為忠實股(loyalty shares)，此類制度係以股份持有期間之長短，區分其表決權之多寡。此類制度在比較法上早已存在。就美國德拉瓦州公司法而言，德拉瓦州最高法院在Williams v. Geier案⁷⁸中明文支持此種作法；在法國，過去此類制度的採行即不少見⁷⁹，2014年3月施行之Florange法案，使得此一制度受到更多重視⁸⁰。

此類制度在德拉瓦州法下，屬於公司自治的範疇，法規並不禁止；紐約證券交易所亦不禁止具有此類制度之公司至該交易所上市⁸¹。雖然在美國實務上係屬少見⁸²，但公司實施此一制度，在法

⁷⁷ 參閱立法院公報，第35會期17期，頁23-24。

⁷⁸ Williams v. Geier, 671 A.2d 1368, 1377-78 (Del. 1996). 關於本案的意義與爭議，參閱David J. Berger et al., *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, 72 BUS. L. 295, 316-17 (2017).

⁷⁹ Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, 40 DEL. J. CORP. L. 541, 550 (2016).

⁸⁰ 此一法案的中文簡要介紹，參閱方嘉麟、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，52期，頁48，2016年6月。

⁸¹ Mark J. Roe & Federico Cenzi Veneze, *Will Loyalty Shares Do Much for*



規上並無太大的障礙。法國的Florange法案，則是將此一制度規定為上市公司之預設規定，上市公司若欲排除其適用，必須獲得三分之二以上股東的多數決⁸³。相對於此，我國法若採取強行規定之作法，限制保險業持股需達一定期間始得行使董監選舉表決權，其規範強度當然遠甚於上述立法例，法理爭議難免。然若相對於我國現行法之規定，此一建議所侵害股東權之強度又遠遠不如。兩相比較之下，應屬可以採行之修法方案。

其次，雖然此類制度之實施，可以增加長期投資人對於公司的影響力⁸⁴，理論上可以解決或緩和公司經營追求短期效果的弊端⁸⁵。惟究其實際，美國公司採用此類制度者，極可能多是控制股東為強化其對公司的控制權⁸⁶，法國從一九二〇年代以來之所以允許此類制度，又在二〇一四年修法將此類制度規定為預設規定，其主要原因亦係對抗來自外國企業併購的壓力⁸⁷。換言之，反併購常是此類制度所發揮的主要功用之一。而促成我國保險法第146條之1於一〇

Corporate Short-Termism, 76 BUS. L. 467, 497 (2021).

⁸² Dallas & Barry, *supra* note 79, at 550.

⁸³ Chiara Mosca, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge between Tenured Voting and Takeover Law*, 8 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 245, 255 (2019); Marco Becht & Yuliya Kamisarenka, *Loyalty Shares with Tenure Voting: Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, 63 J.L. ECON. 473, 475 (2020).

⁸⁴ Edward B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849, 901 (2012) (“In all of its versions, however, the effect of [tenure voting] is to give long-term shareholders (however defined) a bigger say.”).

⁸⁵ Berger et al., *supra* note 78, at 308-10; Dallas & Barry, *supra* note 79, at 570-71.

⁸⁶ Roe & Venezze, *supra* note 81, at 498; Paul H. Edelman et al., *Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure*, 97 TEX. L. REV. 991 (2019).

⁸⁷ Mariana Pargendler, *The Grip of Nationalism on Corporate Law*, 95 IND. L.J. 533, 541 (2020); Roe & Venezze, *supra* note 81, at 488-91.

元照出版提供 請勿公開散布

三年修法的原因，正是因為保險業介入、協助敵意併購之進行。就此看來，若在保險法中以持股期間限制董監選舉表決權，取代目前之全面剝奪董監選舉表決權，其所產生之反併購效果，不僅可能更符合我國當時修法之目的，從比較法上來看，亦非例外，法理上亦可獲得一定之支持。

最後，資深表決權制度在法國的施行，係使持股期間達2年以上之股東，可取得2倍的表決權⁸⁸。美國實務上採取此一制度者，亦是使股東持股達一定期間者，其股份可獲得複數表決權⁸⁹。惟依我國公司法第157條第1項、第3項之規定，僅允許非公開發行公司可以發行複數表決權之特別股。換言之，一股份具有數表決權，在我國尚未獲得普遍之認同。就此法制背景而言，若為避免保險業影響公司經營權的爭奪而欲採取資深表決權制度，我國更適宜採取以持股期間限制保險業之董監選舉表決權，使持股未達一定期間者無表決權的立法方式，而非將持股期間已達法定期間之股份所具有的表決權加以膨脹的立法方式。

三、以事前揭露限制董監選舉表決權

相對於一律支持現有經營者，保險法可以規定保險業若持有被投資公司股權達一定比例（例如5%）以上者，應向主管機關申報，並載明是否具有影響經營權之目的。如無，則可有較簡易的揭露，但其董監選舉表決權之行使，僅能支持現有經營者或放棄行使選舉權；如有，則應要求更嚴謹的揭露，並要求持股若有增減一定比例，亦應進行揭露。在符合此一揭露要求下，允許其在申報完成一定期間（例如6個月）之後，自由行使董監選舉表決權。若是嗣

⁸⁸ Mosca, *supra* note 83, at 255.

⁸⁹ Berger et al., *supra* note 78, at 305.

元照出版提供 請勿公開散布

後變更記載，由「不具影響經營權目的」變為「具有影響經營權目的」者，亦一體適用。

現行法制架構下，與上述建議最有相關者，當屬企業併購法第27條第14項之規定。本項規定於一〇四年增訂後，一直未受關注⁹⁰，直到一〇九年的大同公司股東會中發生董事選舉爭議後，學界、實務界對於本項規定的運用與解釋，開始有熱烈討論⁹¹。從本項規定的立法緣由出發，就其不足與缺失處加以改善，並兼顧保險法第146條之1的原始修法目的，本文認為上述建議應有相當的可行性。

按，企業併購法第27條第14項規定，為併購目的，依本法規定取得任一公開發行公司已發行股份總額超過10%之股份者，應於取得後10日內，向證券主管機關申報其併購目的及證券主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，應隨時補正之。同條第15項並規定，違反前項規定取得公開發行公司已發行有表決權之股份者，其超過部分無表決權。

在行政院於一〇二年提出的企業併購法修正草案中，就第27條部分，並未見上述修正。但在立法委員廖正井等於一〇二年五月十日的提案⁹²以及立法委員孫大千等於一〇三年十月十四日的提案⁹³中，均提出類似於現行法規定的修正草案。惟在此之前，證券交易

⁹⁰ 周振鋒，企業併購法第27條關於股權申報與表決權限制規範疑義之探討，月旦法學雜誌，315期，頁45，2021年8月。

⁹¹ 同前註；吳志光，從公司治理角度談企業併購法第27條第10項至第15項的規範問題，台灣法學雜誌，404期，頁23-34，2020年11月；吳盈德，由企業併購法第27條看董事義務，台灣法學雜誌，404期，頁15-22，2020年11月。

⁹² 立法院第8屆第3會期第12次會議議案關係文書，院總第23號委員提案第15044號。

⁹³ 立法院第8屆第6會期第5次會議議案關係文書，院總第618號委員提案第17057號。

元照出版提供 請勿公開散布

法第43條之1第1項前段即已規定，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10%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。就此觀之，企業併購法的修正，似與證券交易法的規定，相當類似。此一修正所為何來，不無疑問。對此，在廖正井委員的草案條文說明中強調「現行法有關違反持股申報義務行為，僅有證券交易法第一百七十八條第一項之罰鍰規定，致規範成效不彰，為落實本條有關併購案件之資訊揭露規定並保護投資人權益，爰參考金融控股公司法第十六條之規定，增訂第二項」⁹⁴。在孫大千委員的草案條文說明中則提到「實務上，為達企業併購之目標而取得他公司經營權，最直接之方式即為取得公開發行公司股份。為貫徹前開立法促使主管機關、市場投資人瞭解公開發行公司股權大量變動之原因及趨向、促進資訊公開之旨，爰提案增訂本條項」⁹⁵。

企業併購法第27條第14項規定衍生的最大爭議是「併購目的」如何判斷。若從第27條係屬於企業併購法第2章第2節規定之「收購」類型來看，論者有認為應將第14項之「併購目的」限於企業併購法規定之「收購」類型，主要即為百分之百的股份轉換以及全部或主要部分的營業收購⁹⁶。另外，若從「併購目的」的文義解釋來看，對此之解釋亦可能採取「必須主觀上基於併購之目的而取得百分之十股份，方有申報之義務」⁹⁷。但若採前說，企業併購法規定之收購係屬於交易雙方合意的情形，申報之特別規定有何實益，令

⁹⁴ 立法院第8屆第3會期第12次會議議案關係文書，院總第23號委員提案第15044號，委277頁。

⁹⁵ 立法院第8屆第6會期第5次會議議案關係文書，院總第618號委員提案第17057號，委51頁。

⁹⁶ 吳志光，同註91，頁26-29。

⁹⁷ 臺灣臺北地方法院109年度訴字第4498號民事判決。



人摸不著頭緒；若採後說，仍然未解決如何界定「併購」的問題，而且一切均依「主觀」判斷，解釋操作亦有困難⁹⁸。正因這兩種解釋的運用，都產生明顯的問題，論者進一步認為，以這些解釋為基礎，這樣的規定根本毫無意義，甚至有害，因此建議刪除第14項、第15項⁹⁹。而且，在企業併購法修訂後，主管機關對於第14項的申報事項完全準用證券交易法第43條之1的申報相關規範¹⁰⁰，更助長了企業併購法規定毫無實益的論點¹⁰¹。

誠然，上述規定之立法技術顯有問題，此規定置入企業併購法第27條之中，更因此滋生解釋疑義。然而，無論如何，從立法委員之原始提案來看，其規範對象絕非企業併購法規定的收購類型，而是在市場中買進公司股份的行為。簡單的說，其規範針對之行為基本上與證券交易法第43條之1第1項無異，此點應無爭議。

既然規範針對之行為與證券交易法第43條之1第1項無異，為何需有一個新規定？從立法委員的提案目的來看，比較合理的看法應是：證券交易法第43條之1第1項係針對所有股份買進超過10%的情形，係屬於一般性的規定；相對而言，企業併購法新增的規定係「為併購目的」，係屬新增的強化規定。因此所生的區別應是：企業併購法規定之申報上應有更嚴謹、更繁複的規範。

這種對於併購目的與其他目的取得股份而有不同申報要求的規範模式，可以說接近於美國法目前採取的模式。按，我國證交法第43條之1仿自美國聯邦證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第13條(d)(1)¹⁰²之規定¹⁰³。然而，美國法該條於一九七〇年

⁹⁸ 周振鋒，同註90，頁47。

⁹⁹ 吳志光，同註91，頁29-30；周振鋒，同註90，頁51-52。

¹⁰⁰ 金融監督管理委員會(108)金管證交字第1080360509號令。

¹⁰¹ 周振鋒，同註90，頁51。

¹⁰² 15 U.S.C. § 78m(d)(1).

元照出版提供 請勿公開散布

新增(d)(5)¹⁰⁴，授權聯邦證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）可以使特定之取得人進行簡式申報即可，只要該取得人之取得股份，「係其日常營業所為，且並非基於改變或影響公司之控制權之目的，亦不會產生類似效果，也不與有類似目的或效果之交易有關連或參與其中」（“in the ordinary course of his business and were not acquired for the purpose of and do not have the effect of changing or influencing the control of the issuer nor in connection with or as a participant in any transaction having such purpose or effect”）。另在一九七八年，該條增加第13條(g)¹⁰⁵，亦授權SEC可以就特定之情形，另訂申報要求。SEC據此在Rule 13d-1¹⁰⁶，分別訂定Schedule 13D與簡式之Schedule 13G的申報內容。Rule 13d-1(b)¹⁰⁷本於上述第13條(d)(5)之規定，允許銀行、保險業等機構投資人在符合上述要件下，可以進行Schedule 13G的簡式申報。Rule 13d-1(c)¹⁰⁸則另外設一概括規定，不以「日常營業所為」為限，亦不以機構投資人為限，只要取得人「並非基於改變或影響公司之控制權之目的，亦不會產生類似效果，也不與有類似目的或效果之交易有關連或參與其中」，亦可以進行Schedule 13G的簡式申報¹⁰⁹。

¹⁰³ 劉連煜，現代證券交易法實例研習，頁194，2020年9月，17版。

¹⁰⁴ 15 U.S.C. § 78m(d)(5).

¹⁰⁵ 15 U.S.C. § 78m(g).

¹⁰⁶ 17 C.F.R. § 240. 13-1.

¹⁰⁷ 17 C.F.R. § 240. 13-1(b).

¹⁰⁸ 17 C.F.R. § 240. 13-1(c).

¹⁰⁹ 此處美國法之條文關於「控制」並未有明確的界定，因此包含的範圍被做相當廣泛的解釋。換言之，機構投資人、基金經理人行使股東權利時，必須相當謹慎，以免被認為有「控制」之目的。See John D. Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 S. CAL. L. REV. 1407, 1428-29 (2019).



上述依取得目的不同做出寬嚴有別的申報要求，一方面避免不具有特定目的之取得人的申報之累，另一方面也可以透過不同申報要求來過濾資訊，使得市場參與者可以快速注意到有改變或影響公司控制權目的之取得人的重要訊息¹¹⁰。這樣的規範模式，不僅值得參考¹¹¹，也符合我國立法者在證交法申報規範之外，另訂企併法申報規範之立法意旨。

基於上述美國法的規範以及我國企業併購法第27條第14項應有之理念，並同時考慮現行保險法第146條之1的規範精神，保險法可以修改規定為：保險業若持有被投資公司股權達一定比例（例如5%）以上者，應向主管機關申報。如有意自由行使董監選舉表決權者，必須進行詳盡之申報。在申報完成一定期間（例如6個月）之後，自由行使董監選舉表決權。如其董監選舉表決權將用來支持現有經營者或放棄行使，則可進行簡式之申報。

就此一建議，有幾點可以進一步說明。首先，上述持股比例可以調降，但考慮到為免保險業申報過繁，應盡可能使簡式申報更為簡便。其次，在申報完成一定期間之後，始得自由行使。避免保險業突然、短期內大舉增加持股，隨即於召開的股東會中介入經營權爭奪。此種一定期間限制的存在，可能使得公司派對應調整股東會召開的時間，以使保險業受到法定期間限制，無法行使董監選舉表決權。這樣的問題雖無法完全避免，但鑑於股東臨時會的召開，在我國法制下，並非難事¹¹²。因此，縱有此類問題存在，保險業支

¹¹⁰ Kristin Giglia, *A Little Letter, a Big Difference: An Empirical Inquiry into Possible Misuse of Schedule 13G/13D Filings*, 116 COLUM. L. REV. 105, 110-11 (2016).

¹¹¹ 參閱黃銘傑，企業併購法第27條第14、15項規定之適用爭議——兼論違反其規定時之股份表決權行使的認定問題，法律扶助與社會，7期，頁57-58，2021年9月。

¹¹² 在實務上最常見的是利用公司法第220條或證券交易法第14條之4第4項規定準

持的一方，也可以在嗣後舉行另一次股東會，嘗試改變經營權的結構與組成。最後，原有意支持現有經營者的保險業，若改變心意，亦可隨時變更申報形式。一樣的，必須在申報完成一定期間之後，才能自由行使其董監選舉表決權。

陸、結 論

面對保險業可能介入公司經營權爭奪所產生的問題，一〇三年保險法的修正可以說是使出了終極的手段。保險法第146條之1第3項第2款的規定剝奪了保險業對於被投資公司的董監選舉表決權，立法方式甚為極端，從整體法律體系的規範來看，製造了種種矛盾，顯然並不妥適。此外，第5款之「禁止保險業與第三人共同參與被投資公司經營」的規定，文義模糊且立法理由也不清楚，但解釋上可能涵蓋各式各樣與經營權爭奪有關之作為。從一〇七年公司法修正後之大同條款的解釋以及一一〇年新增的東元條款的設計，都可以看到此一不當規定的影響，仍持續加深加廣中。

現行法的規定，對於保險業投資風險的控管、被投資公司的公司治理強化，可以說是只求防弊，不求興利的保守作法。對於此一規定的修改，本文提出增加持股期間限制與增加揭露要求的兩個建議方向。相較於現行法規定，這樣的建議更有法理基礎，也更能在我國既有法律體系中尋得正當性。配合主管機關既有的管制權限，若能加上這兩個方向的要求，保險業恣意介入公司經營權爭奪的情形，應能獲得相當有效的控制。

用公司法第220條，由監察人或獨立董事召集股東會。依公司法第173條第1項、第2項或第4項之規定，符合法定條件之股東，亦可向公司請求或聲請主管機關許可，召集股東會。



一、中 文

1. 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，52期，頁42-61，2016年6月。
2. 方嘉麟，公司法修正評釋，月旦法學雜誌，280期，頁219-227，2018年9月。
3. 王志誠，銀行法，2014年9月。
4. 王志誠，論股東之股東會召集權：以「公司法部分條文修正草案」第173條之1為中心，萬國法律，217期，頁82-91，2015年9月。
5. 王志誠，持股過半數股東之股東臨時會自行召集權，月旦法學教室，194期，頁30-34，2018年12月。
6. 江朝國，保險業之資金運用，修訂1版，2003年5月。
7. 吳志光，從公司治理角度談企業併購法第27條第10項至第15項的規範問題，台灣法學雜誌，404期，頁23-34，2020年11月。
8. 吳盈德，由企業併購法第27條看董事義務，台灣法學雜誌，404期，頁15-22，2020年11月。
9. 邵慶平，公司法——組織與契約之間，2008年12月。
10. 邵慶平，2018年公司法與證券交易法發展回顧，國立臺灣大學法學論叢，48卷特刊，頁1733-1760，2019年11月。
11. 周振鋒，企業併購法第27條關於股權申報與表決權限制規範疑義之探討，月旦法學雜誌，315期，頁42-52，2021年8月。
12. 周振鋒，論監察人、獨立董事之股東會召集權——自評析臺灣高等法院臺中分院108年度上字第448號民事判決出發，月旦法學雜誌，318期，頁173-186，2021年11月。
13. 洪秀芬，董事會與股東會權限之爭議，月旦法學教室，31期，頁32-33，2005年5月。
14. 徐聿芊、陳俊元，我國保險業裁罰案件之法律實證研究，中正財經法學，19期，頁105-186，2019年7月。

元照出版提供 請勿公開散布

15. 陳俊仁，公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184期，頁41-59，2010年9月。
16. 陳俊元，保險資金投資股權與參與經營——兩岸法制之比較，台灣法學雜誌，299期，頁47-58，2017年7月。
17. 陳威駿、李巧妮，公司法第173條之1大同條款之實務上運作問題，全國律師，2019年02月號，頁31-36，2019年2月。
18. 陳彥良，持股過半股東召集股東會相關問題，月旦法學教室，192期，頁22-25，2018年10月。
19. 陳彥良、邱佳慶，由公司治理與股東行動主義面向論公司法第173條之1相關要件之適用，財經法學研究，2卷1期，頁29-59，2019年3月。
20. 陳彥良，股東會及經營權爭奪相關問題探討——以2018年臺灣公司法修正及實務為中心，月旦民商法雜誌，65期，頁24-45，2019年9月。
21. 陳彥良、黃帥升，經營權爭奪之前世今生，台灣法律人，2期，頁59-67，2021年8月。
22. 黃昭元，大法官解釋審查標準之發展（1996-2011）：比例原則的繼受與在地化，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁215-258，2013年6月。
23. 黃銘傑，企業併購法第27條第14、15項規定之適用爭議——兼論違反其規定時之股份表決權行使的認定問題，法律扶助與社會，7期，頁47-78，2021年9月。
24. 廖世昌，二〇〇七年保險法修正簡評（下）——保險業法，月旦法學雜誌，152期，頁184-204，2007年12月。
25. 劉連煜，現代證券交易法實例研習，17版，2020年9月。
26. 劉連煜，現代公司法，16版，2021年9月。
27. 謝紹芬，保險業資金投資股權選舉董事及監察人表決權之行使研究——保險法第146條之1第3項第2款之啟示，核保法學，24期，頁298-330，2017年4月。

二、外 文

1. Bebchuk, Lucian Arye, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L.



元照出版提供 請勿公開散布

- REV. 833 (2005).
2. Becht, Marco & Kamisarenka, Yuliya, *Loyalty Shares with Tenure Voting: Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, 63 J.L. ECON. 473 (2020).
 3. Berger, David J. et al., *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, 72 BUS. L. 295 (2017).
 4. Brav, Alon et al., *Validation Capital*, 99 TEX. L. REV. 1247 (2021).
 5. Dallas, Lynne L. & Barry, Jordan M., *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, 40 DEL. J. CORP. L. 541 (2016).
 6. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1991), *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, U.S.*: HARVARD UNIVERSITY PRESS.
 7. Edelman, Paul H. et al., *Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure*, 97 TEX. L. REV. 991 (2019).
 8. Giglia, Kristin, *A Little Letter, a Big Difference: An Empirical Inquiry into Possible Misuse of Schedule 13G/13D Filings*, 116 COLUM. L. REV. 105 (2016).
 9. Goto, Gen et al., *Diversity of Shareholder Stewardship in Asia: Faux Convergence*, 53 VAND. J. TRANSNAT'L L. 829 (2020).
 10. Harris, Lee, *The Politics of Shareholder Voting*, 86 N.Y.U. L. REV. 1761 (2011).
 11. Hill, Jennifer G., *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497 (2018).
 12. Morley, John D., *Too Big to Be Activist*, 92 S. CAL. L. REV. 1407 (2019).
 13. Mosca, Chiara, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge between Tenured Voting and Takeover Law*, 8 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 245 (2019).
 14. Pargendler, Mariana, *The Grip of Nationalism on Corporate Law*, 95 IND. L.J. 533 (2020).
 15. Rock, Edward B., *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849 (2012).
 16. Roe, Mark J. & Venezze, Federico Cenzi, *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism*, 76 BUS. L. 467 (2021).

Corporate Takeovers and Insurance Enterprise Regulations: An Analysis on the 2014 Amendment to the Insurance Act Article 146-1(3)

Ching-Ping Shao^{*}

Abstract

According to the Insurance Act Article 146-1(3) Subparagraphs 2 and 5, insurance enterprises that have purchased shares in listed companies can neither cast their votes in elections of directors or supervisors nor participate in the operations of the invested companies with other third parties. Given these provisions deprived the insurance enterprises' most important shareholder rights—the right to select directors and supervisors, adding that the prohibition of “participate in the operation” is largely ambiguous in terms of its meaning and rationale, it is apparent that these provisions are highly controversial. However, academic discussion related to these provisions has been very limited. Therefore, this article attempts to fill this gap within the existing legal scholarship. This article begins with a brief introduction

^{*} Professor, College of Law, National Taiwan University; S.J.D., School of Law, University of California at Berkeley, U.S.A.

Received: January 4, 2022; accepted: April 2, 2022



to the background of the 2014 amendment, then it is followed by in-depth analyses of the negative impacts of Subparagraphs 2 and 5. This article argues that the introduction of these provisions is unnecessary, and their application may lead to outcomes contrary to their original legislative purposes. If these provisions were to be kept in place, they should be amended to increase their legitimacy, and potentially be expanded to cover other institutional investors in the future to prevent unequal legal treatment. This article offers two proposals for future reforms. First, minimum holding period requirements can be introduced as prerequisites for exercising voting rights in the election of directors or supervisors; Second, insurance enterprises that do not support the incumbents to vote in the elections of directors or supervisors should be required to disclose ex ante.

Keywords: Insurance Act, Insurance Enterprises, Fight for Corporate Control, Director Election, Institutional Investors, Stewardship Code, Beneficial Ownership Reports, Tenure Voting, Loyalty Shares