

## 什麼是黃金股？享有特定事項否決權的特別股如何運作？

文:黃蓮瑛（認證法律人）、郭婉亭（認證法律人） · 公司·企業·法人 · 2024-11-15

### 案例

A股份有限公司是一間沒有將股票拿出來給非特定人、大眾認購的非公開發行股票的公司。最近A公司的防疫產品大賣，陸續接獲大量訂單，約貢獻了年度90%的營收。為了擴大生產規模，A公司計畫和投資人B合作，引入新資金，條件是A公司需要發行新股給B。但是B希望他的新資金到了之後，A公司可以持續經營並研發防疫產品，便要求公司發行某種特別股給他，以避免公司見好就收，中途任意讓與全部或主要部分營業。請問A公司應該如何設計此種特別股？

### 本文

#### 一、特定事項享有否決權的特別股（黃金股）是什麼？

股份有限公司的資本要分為股份，而股份可分為普通股和特別股<sup>[1]</sup>，相對於一般常見的普通股，特別股具有更多的權利或受到更多的限制，通常是為了吸引投資人或是考量公司經營而發行，對此公司法列明了特別股的種類，例如優先分派股息、沒有表決權等<sup>[2]</sup>。

對公司的特定事項享有否決權的特別股，是特別股的一種類型<sup>[3]</sup>，它在公司裡的地位，有點類似聯合國裡常任理事國行使的否決權，不論特別股的股數是多少，特別股在特定事項上都有絕對優先的發言地位和決定力量，所以很「特別」，而且因為其份量如同黃金一樣貴重，故又稱為黃金股<sup>[4]</sup>。

#### 二、黃金股如何運作？

然而，並不是任何公司都可以自由的發行黃金特別股，以下幾個事項需要特別注意：

##### （一）哪種公司可以發行黃金股？

目前只有「非公開發行股票」的公司能夠發行黃金股，原因在於，公開發行股票公司股東眾多，為保障股東權益，並避免特別股否決權過於濫用可能衍生不良的公司治理問題，故現行公司法僅開放非公開發行公司發行此類就特定事項具有否決權的特別股<sup>[5]</sup>。

##### （二）什麼是「特定事項」？

黃金股的特定事項，只能約定在原本股東會能行使權利的事項範圍內，而且必須明定在章程之中<sup>[6]</sup>。因為股東會與董事會的職權範圍不同<sup>[7]</sup>，在公司營運上股東會與董事會的角色不宜混淆，所以「特定事項」以股東會原本所得決議的事項為限<sup>[8]</sup>，例如讓與公司主要部分財產<sup>[9]</sup>、變更公司章程<sup>[10]</sup>、公司解散<sup>[11]</sup>等。因此如果依公司法屬於董事會決議的事項，例如：經理人委任、解任及報酬<sup>[12]</sup>，則不能行使否決權。

此外，雖然選舉董事是股東會的職權之一<sup>[13]</sup>，但如果能夠對於「董事選舉結果」行使否決權，董事選舉制度將被架空，甚至發生「萬年董事」的情況，故必須加以限制，即使是黃金股，也不可以對董事選舉結果行使否決權<sup>[14]</sup>。例如：X公司發行某特別股，約定如果是Y先生當選董事的情況下，該特別股股東都可以行使否決權。但由於「董事選舉結果」並不是能夠約定的「特定事項」，因此特別股股東不能在董事選舉結果揭曉後，行使否決權。

### （三）什麼時候能夠行使否決權？

一般而言，應在股東會針對特定議案「表決時」行使，但如果特別股發行條件有特別約定得於「股東會後」行使，也可以在股東會後的合理期間內行使。如果針對多長算是「合理期間」有任何爭議，可交由法院判斷<sup>[15]</sup>。當然也可以在章程就直接明訂這個期間，以避免不必要的爭議。

### （四）黃金股可以轉換成普通股嗎？

如果事先在章程中訂明轉換條件，這種轉換是可以的<sup>[16]</sup>。例如：在章程中明訂，股東持有某種特別股，得對公司讓與重大資產議案行使否決權；該特別股發行滿3年後，得按持有的特別股數量，1股轉換為3股普通股<sup>[17]</sup>。

## 三、結論

回到一開始的案例，特別股的發行，依公司法第157條的規定，端看A公司於章程中如何設計特別股的權利內容。如果雙方都同意的話，A公司可以就特別股設計以下運作方式，發行給投資人B：

（一）A股份有限公司董事會應先決議發行特別股<sup>[18]</sup>，且章程中明定針對「讓與全部或主要部分之營業」此事項，持有這種黃金股的股東具有否決權。

（二）否決權須在每次股東會會議中行使。

（三）發行滿5年後，黃金股股東B得按持有的特別股數量，1股特別股轉換為2股普通股。

[1] [公司法第156條](#)第1、3項：「

I 股份有限公司之資本，應分為股份……

III 公司股份之一部分得為特別股；其種類，由章程定之。」

[2] [公司法第157條](#)第1項：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：

- 一、特別股分派股息及紅利之順序、定額或定率。
- 二、特別股分派公司賸餘財產之順序、定額或定率。
- 三、特別股之股東行使表決權之順序、限制或無表決權。
- 四、複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。
- 五、特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止或限制，或當選一定名額董事之權利。
- 六、特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式。
- 七、特別股轉讓之限制。
- 八、特別股權利、義務之其他事項。」

[公司法第356條之7](#)第1項：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：

- 一、特別股分派股息及紅利之順序、定額或定率。
- 二、特別股分派公司賸餘財產之順序、定額或定率。
- 三、特別股之股東行使表決權之順序、限制、無表決權、複數表決權或對於特定事項之否決權。
- 四、特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止或限制，或當選一定名額之權利。
- 五、特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式。
- 六、特別股轉讓之限制。
- 七、特別股權利、義務之其他事項。」

[3] [公司法第157條](#)第1項第4款、[公司法第356條之7](#)第1項第3款。

[4] 關於黃金股的定義、沿革等，可參考劉連煜（2018），《現代公司法》，增訂13版，頁319-324。

[5] [公司法第157條](#)第3項：「下列特別股，於公開發行股票之公司，不適用之：

- 一、第一項第四款、第五款及第七款之特別股。
- 二、得轉換成複數普通股之特別股。」

2018年公司法修正增訂[公司法第157條](#)第3項，[修法理由](#)節錄如下：「明定公開發行股票公司排除適用下列特別股之情形：（一）考量放寬特別股限制，少數持有複數表決權或否決權之股東，可能凌駕或否決多數股東之意思，公開發行股票之公司股東眾多，為保障所有股東權益，並避免濫用特別股衍生萬年董事或監察人之情形，導致不良之公司治理及代理問題，且亞洲大多數國家對於發行複數表決權或否決權之特別股仍採較嚴謹之規範。」

[6] [公司法第157條](#)第1項。

[7] 股東會及董事會的職權分野，可參閱[公司法第202條](#)：「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。」

因此，專屬於股東會能夠決定的事項，限於「公司法」或「公司章程」有明定，除此之外的事項就都是交由董事會決議。

[8] [經濟部經商字第10702430970號函](#)（2019/1/4）：「對於特定事項具否決權之特別股股東，於行使否

決權時，應以股東會所得決議之事項為限；依法屬於董事會決議之事項，例如：經理人之委任、解任及報酬（公司法第29條第1項第3款），則不得行使否決權。」

但有學者反對這種黃金股股東一人，就能推翻股東會多數決的制度。學者認為，股東會為公司最高的意思決定機關，股東會決議在法律上即是公司的意思決定，董事或股東在法理上不能夠違反股東會決議。參閱廖大穎（2020），〈發行具否決權特別股的實務爭議〉，《月旦法學教室》，第211期，頁30-31。

[9] 公司法第185條第1項第2款：「公司為下列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：……二、讓與全部或主要部分之營業或財產。」

[10] 公司法第277條第1、2項：「

I 公司非經股東會決議，不得變更章程。

II 前項股東會之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上之股東出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。」

[11] 公司法第316條第1項：「股東會對於公司解散、合併或分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。」

[12] 公司法第29條第1項第3款：「公司得依章程規定置經理人，其委任、解任及報酬，依下列規定定之。但公司章程有較高規定者，從其規定：……三、股份有限公司應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

[13] 公司法第198條第1項：「股東會選任董事時，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人，或分配選舉數人，由所得選票代表選舉權較多者，當選為董事。」

[14] 經濟部經商字第10702430970號函（2019/1/4）：「又特別股股東對於『董事選舉之結果』，亦不得行使否決權，以維持公司之正常運作。」

[15] 經濟部經商字第10702430970號函（2019/1/4）：「特別股股東針對特定事項行使否決權時，應於討論該事項之股東會中行使，以避免法律關係懸而未決。縱使特別股發行條件另有約定『得於股東會後行使』，亦宜限於該次股東會後合理期間內行使，以使法律關係早日確定。具體個案如有爭執，允屬司法機關認事用法範疇。」

[16] 公司法第157條第1項第6款。

[17] 經濟部經商字第10802410440號函（2019/5/13）：「另公司法第157條第1項，尚無限制僅得發行單一款所規定型態之特別股，來函所述，股東持有特別股得對公司之讓與重大資產議案行使否決權；發行滿3年後，得按持有之特別股數量，1股轉換為3股普通股，應無不可。」

[18] 公司法第266條第2項：「公司發行新股時，應由董事會以董事三分之二以上之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

## 延伸閱讀

黃蓮瑛、林芊（2023），《股東會有哪些權限不能由董事會代勞？》。

陳冠瑋（2022），《什麼是特別股？公司發行複數表決權特別股，有什麼作用？》。

標籤

▶ 特別股，黃金股，特定事項享有否決權，公司法，非公開發行公司