

《公司法》修正案上路，經營之戰提前發酵

鎖定4個股 賺到董監

撰文：呂郁青

每年3~4月是台股董監改選行情最後衝刺期，今年因為立法院通過的《公司法》修正案已上路，新規定包括：1.質押股票超過1/2的大股東將限制表決權，2.小股東可通訊投票直接選舉董監事。加上去年股市不佳、個股股價經歷大跌，讓覬覦經營權的人有可乘之

機，法人因此預期，今年董監改選行情將特別有看頭。

抓對經營權爭奪公司 股價可翻好幾倍

其實「董監改選」一向是每年第1季老手必做、新手必學的賺錢題材。由於能否經營上市櫃公司比的

是股權，董、監事席次多者可掌控公司經營權力。因此只要公司資源夠多，實際經營者（指「公司派」）持有的股權卻不足，就可能吸引了解公司體質者（即「市場派」）介入爭奪經營權，並在股東會前上演籌碼爭奪戰。在攻守雙方全力搶奪籌碼之際，只要權力分配談判沒有共識，籌碼緊繃的狀況就不會變，自然吸引市場資金流入這類有題材的股票，趁機賺取差價。

從早年的台火（9902）到近年的大毅（2478），董監改選前股價都曾上演翻倍大漲的走勢。人稱「郭大俠」的投資達人郭際勝，曾因搭上中鋼構（2013）及中橡（2104）董監改選題材，分別獲利1倍、80%。

3新制讓董監改選題材更有看頭

去年底立法院通過《公司法》修正條文，有3條與董監改選息息相關：

新制1》197條之1：董事質押比率過半部分不得行使表決權
若董事質押股票逾當選時持有的1/2，其超過1/2的股數不得行使表決權，也不計入已出席股東的表決權數。這項修正主要是防止少數股東以低資金就能掌握董事會，有些股東借錢買股票，再把股票質押借錢，實際上從自己口袋拿出來投資的錢並不多，卻能因此取得董事席位，甚至掌控公司。今年董監改選公司就必須立即適用這個新制。

新制2》198條修正案：董監選舉恢復累積投票制
董監選舉主要有兩種投票法，「全額連記」與「累積投票」，後者對小股東有利。例如一家公司有5席董事，累積投票法可以將5票集中投給同一候選人，而全額連記則只能投不同候選人，1位候選人只能投1票，全額連記會使得51%的大股東取得所有董事席次，就算第二大股東擁有49%的股權，也可能連1席都無法取得。

新制3》177條之1：強制採通訊投票
公開發行公司應強制通訊（書面或電子）投票，在舉行投票前須事先提名董監候選人讓小股東提早知悉，方便參與選舉。但主管機關考量新制剛上路，今年以資本額逾100億元、且股東人數1萬人以上公司才強制電子投票，這些公司今年共有115家，但其中有39家董監改選公司還可有緩衝，下次股東會再舉辦電子投票。
(文◎呂郁青)

今年357家公司面臨改選 4條件挑對順風車

不過，並非每家董監改選公司都會有大漲行情，今年預計有357家上市櫃公司改選董監事，《Smart智富》月刊綜合元富投顧總經理劉坤錫、國泰證券研究部協理簡伯儀、大展投顧協理呂漢威3位專家看法，判斷只有符合以下4條件，較有機會上演董監改選行情：

改選行情

▲2004年的中華開發金控董監改選爭奪戰，吸引中信辜家次子辜仲瑩大舉融資買股搶下經營權。

條件1》董監持股偏低

一般董監事持股很少低於20%，但據法人統計，今年357家將改選董監事的上市櫃公司中，卻有中石化(1314)等24家公司董監持股低於15%。這類公司因公司派股權防衛的城牆太低，容易被外人盯上。

此外，現任董監事若自覺持股太低、經營權恐受威脅，也可能自動回補股票，鞏固經營，一旦有類似情況出現，同樣有利股價上漲。

條件2》董監持股質押比率過高

去年底甫通過的《公司法》修正案規定，公司董事質押股票若逾當選時持股的1/2，其超過1/2的

部分即不得行使表決權。所謂「質押」，代表董事拿股票當作擔保品向銀行借款，意謂掌控董事席次的大股東現金部位不足，這類公司也容易被市場派盯上。

條件3》公司具有利益吸引力

包括：1、重估後的土地資產超過淨值，只要資產價值遠高於掌控經營權所需要的股權價值，就可能吸引市場派介入。2、公司獲利穩定、負債不高，卻擁有高額現金或前景看好的轉投資事業，市場派買進可以馬上賺錢。

條件4》股價偏低

這是引爆經營權爭奪戰最關鍵的原因，通常股價淨值比低於1，或



Tips

搶賺董監改選行情 3~4月最熱鬧

上市櫃公司股東會前2個月，股票必須停止過戶，如果內部有大股東想搶奪經營權，通常掌權的公司派會選擇將股東會時間往後延到6月，依此推算，4月底前雙方股權必須完成蒐購動作，接下來才會進入爭搶委託書的階段。因此，投資人要賺差價，3~4月是最後階段，也是最激烈的一段。

是公司獲利穩定、總市值卻在類股中偏低，因為取得成本低，這類公司往往吸引有意借殼上市櫃的金主買進。

用以上4條件篩選，搭配觀察個股的「量價」結構，在24家董監

表1 4條件篩選，9檔董監改選行情股出列

	董監持股 比率(%)	董監質設占持 股比率(%)	股價淨值比 (15日)	股本 (億元)	今年改選題材
中石化(1314)	7.03	36.43	1.91	197.45	轉型民營化後，尚未重估土地資產，法人估計潛在利益上看百億元
台化(1326)	26.29	0.00	1.98	569.25	家族爭奪董監事
新紡(1419)	12.6	78.69	2.19	30.00	在台北市士林擁有1.5萬坪土地資產，市值可觀
東元(1504)	9.44	41.60	10.2	183.78	股價淨值比低，且大股東股權分散
和成(1810)	9.03	28.09	0.6	36.99	股價淨值比低，且具有土地資產
技嘉(2376)	9.22	53.04	0.77	63.83	股價淨值比低
統一證(2855)	7.71	0.00	1.02	128.46	外傳統一集團有意出脫持股
康那香(9919)	30.44	43.33	1.02	19.71	外傳統一集團有意出脫持股
華上(6289)	18.05	69.67	0.92	26.93	傳出英業達有意入主，強化LED晶粒產業地位

註：康那香與台化為既有董事的家族成員爭奪席次，因此董監持股比率看似較高 資料來源：CMoney、群益證券 整理：呂郁菁

持股偏低、以及大股東傳出有意處份股權的公司中，本刊發現中石化、康那香(9919)、華上(6289)、統一證(2855)等4家最具董監改選題材。

搭配量價結構層層篩選

4家公司最具題材

中石化是國內唯一生產己內醯胺(CPL)的廠商，產品主要應用在紡織、汽車零件業，現為全球5大尼龍原料供應商之一，本業經營近3年明顯轉佳，同時還擁有大筆土地資產。

中石化近年體質明顯改善，過去2年已吸引市場派人士大舉買進，現任董事長沈慶京的經營權能否維持，已在股市引發討論。沈慶京個人持股僅1.69%，而且100%設定質押，以今年新制看，沈慶京若不在最後過戶日之前將質押的股票解質，將只剩下0.8%的股票可以投票，就算加計中工與威京集團持股，合計還不到5%。

可是，對沈慶京打算大力投資大

陸石化產業表達反對立場的中石化大股東，包括現在董事劉俊杰、以及與劉關係密切的中石化最大股東盧燕賢，兩人據傳若加計實質關係人的持股，可影響股權超過24%。

沈慶京面對劉俊杰、盧燕賢的壓力已經不小，沒想到，2011年底，中石化客戶力麗力鵬集團加碼中石化股權，目前已持有4.3%，似乎對沈慶京造成另一股壓力。中石化片面停止供貨給力鵬，雙方是否已撕破臉，使得力麗力鵬轉向與劉俊杰為主的反沈勢力結合，對中石化經營權爭奪戰，將具關鍵影響力。

另外，由於中石化目前還有約20%持股在外資法人手上，外資會如何與這兩派人馬合縱連橫？沈慶京董座寶位能否保住？將在兩個月後水落石出，這期間隨著兩派人馬布局股權的變動，勢將牽動中石化未來股價表現。

除了中石化之外，統一集團持股甚高的康那香和統一證，近期都因傳出統一集團考慮釋出非核心事業

的轉投資股權，使得這兩間公司今年的董監改選行情明顯升溫。

生產口罩、衛生棉的康那香，在每年流感疫情增溫時會被注意到，由於外傳有家族內鬥，未來若統一集團有意出脫股權，獲利穩定的康那香有可能上演經營權爭奪戰。

至於統一證則是傳出大股東統一集團有意出脫持股，富邦金以及國泰金控都有意併購統一證以擴大證券版圖。

此外，近年呈現虧損、經歷多次減資的華上光電，由於關係企業華冠(8101)已於去年6月被英業達(2356)入主，隨後市場就傳出因LED晶粒仍長期看好，英業達決定再吃貨華上股權。

其實英業達早在2009年時就曾擔任華上董事，後因入主廣稼(8199)而退出，但後來因廣稼經營權轉到晶電(2448)手上，據傳英業達有意重返華上，經營LED晶粒產業。這個消息同樣讓今年將有董監改選的華上股價短線大漲1倍。

從籌碼3情況，看出大股東爭權角力

買進價量齊揚標的 勝率最高

撰文：陳淑泰

台股每年1~4月都會有少數公司上演董監改選行情，今年共有357家上市櫃公司要改選董監事，這些公司中到底哪些可能因為搶奪董監席次引爆股價大漲？投資人該怎麼挑？《Smart智富》月刊綜合3位平均股齡超過20年的投資老手建議，除了看籌碼面、基本面外，挑出現「價量齊揚」走勢者買進，「中獎」機率最高。

元富投顧總經理劉坤錫分析，台股每年平均有300多家上市櫃公司改選董監事，大概只有5%的公司會演出董監改選行情。所以如何挑，很重要！除如前文所述，從基本資料找出大股東持股比率低、質

押比高、有價值、股價又偏低的個股外。平民股神蘇松平及大展投顧協理呂漢威都建議，個股若出現「價量齊揚」走勢，買進後「中獎」機率最高。

呂漢威分析，當股票剛開始出現大量時，先觀察買方力道；只要以下3情況同時出現，就非常有可能是公司派或是市場派開始敲進股票，為董監改選布局：

1. 3大法人沒有大幅加碼
2. 融資水位沒有明顯增加
3. 買方集中在少數特定券商

每天看盤比價、習慣操作強勢股的蘇松平補充，有經營權爭奪戰的公司，不一定會在新聞報導上曝



名詞解釋

借丙

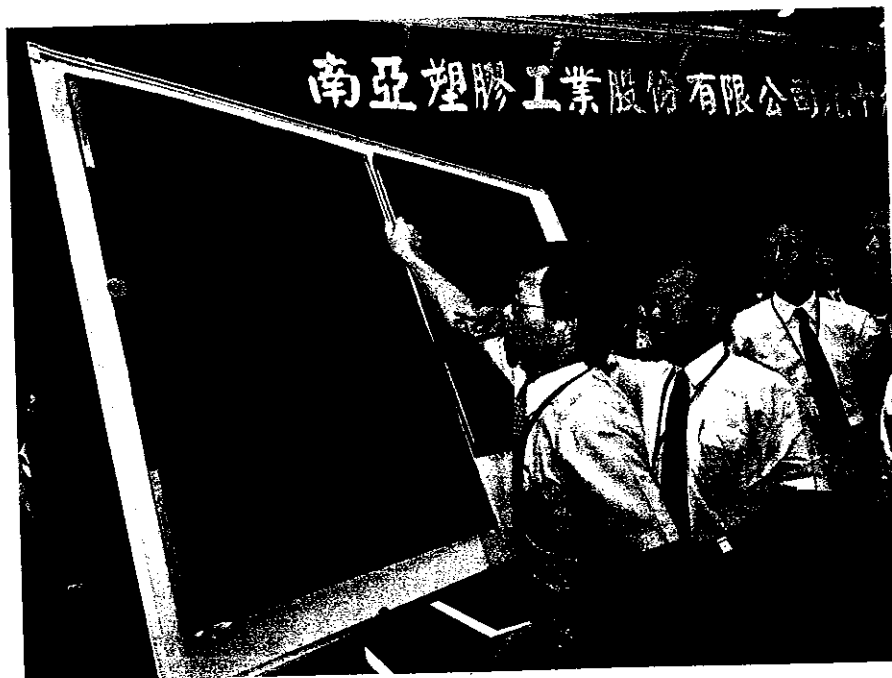
是一種向市場金主大額融資的方法，通常自備款的成數在2成或2.5成，可自行與金主議定，保證金也可用房地產、支票、貨物等有價物品抵押。但股票必須在金主戶頭內買賣，等於股票是由金主保管。丙種利息一般每日每萬元6至7元利息（0.06%至0.07%），每週結算、利息付現，比起向一般證金公司信用交易利息每日每萬元僅1.6至1.8元（0.016%至0.018%）高出2.5倍以上。

光，但那些真的有在搶奪股權的公司，股價一定會告訴你。每年年初股價有表現的強勢股中，不少會傳出有經營權之爭，但是，只有「股價愈走愈高」的個股，才是真的有在上演經營權爭奪戰。

過了「最後過戶日」 股價一定跌

倘若有幸買到具董監改選行情的股票，何時該賣？在台股縱橫40年的蘇松平篤定地說：「停止過戶日後，股價一定跌。」因此，最後賣點就是股票最後過戶日往前推的3個交易日。

為什麼過了最後過戶日，股價一定跌？蘇松平解釋，因為公司派和市場派兩方互爭經營權，要先布局籌碼，這些錢很可能是向丙種墊款、俗稱「借丙」（詳見名詞解釋），或是向銀行融資而來，利息



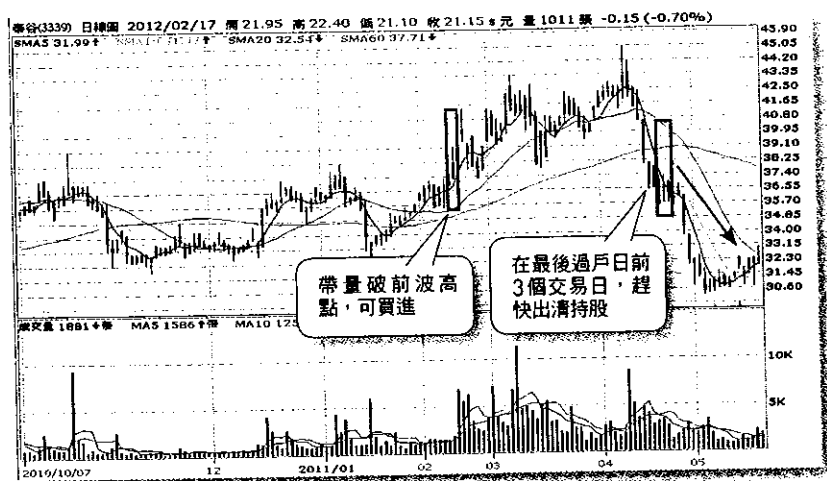
▲董監改選若涉及經營權爭奪戰，通常不需要基本題材支撐，即可推升股價飆漲。

負擔沉重。因此，不論最後股東投票表決結果是哪一派贏，或雙方如何協調董監事席次分配，投資人不必要管最後結論，只要知道停止過戶

日後，兩方人馬已各自拿到股東會的投票表決權，大勢底定，對決的兩方陣營再也沒有持股的必要，因此一定會倒出股票變現。

依規定，上市櫃公司股東會日期往前推60日，即為股票最後過戶日，舉例來說，今年6月27日舉辦股東會的中石化(1314)，4月29日是大股東回補持股的最後過戶日。所以投資人一定要隨時注意公司公布股東會日期的公告，裡面就有正確的停止過戶日期，必須在前3個交易日把股票完全出清，千萬不要捨不得。像去年億光(2393)大股東有意入主泰谷(3339)，在最後過戶日後股價不但打回原形，甚至跌到比起漲點還低的價位(詳見左圖)。

賣股千萬別拖過「最後過戶日」前3天



最後過戶日的設計，是為了讓公司能有一個切割點估算股東權利，但最後過戶日並非最後買進日，還得往前推3個工作日買進股票，才趕得及登錄上今年的股東會名冊。最後過戶日後，接著會有一段停止過戶時間，讓公司整理股東名冊，以便確定哪些股東具有包括參加股東會投票、或參與除權息的權利。

如何查詢最後過戶日？可到證交所「公開資訊觀測站」(newmops.tse.com.tw)，輸入公司代號，每天追蹤者可以查「當日重大訊息」，如果2至3天才查一次，可以查「最近3個月歷史重大訊息」。也可以詢問營業員，請營業員提醒你這個資訊。(文◎陳淑泰)

爆量翻黑、經營權底定都要趕快離場

買進可能有董監改選之爭的股票，在抱股時，蘇松平提醒，必須小心以下兩種風險，遇此情況應該先賣：

風險1》股價爆量翻黑

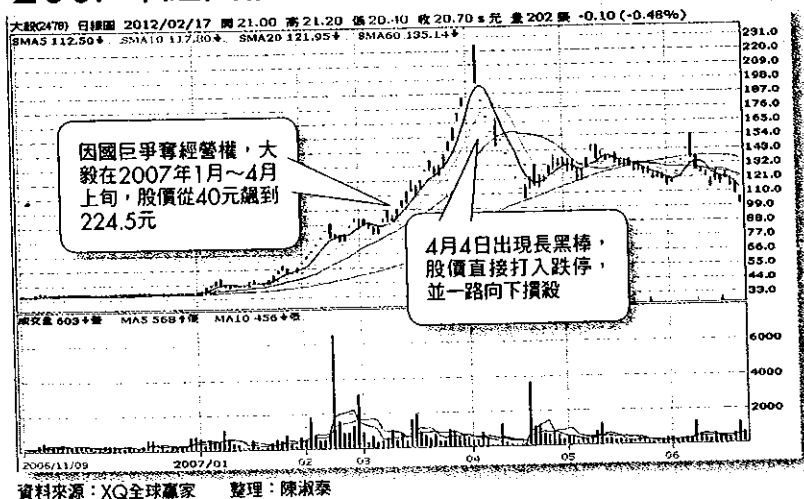
依照蘇松平的習慣，當個股爆量打開漲停，或K線出現第1根長黑棒時，一定要先賣股票。像是大毅在2007年董監改選前，股價飆翻天，但在4月4日突然出現一根長黑K棒，股價從漲停打到跌停，隨後就一路跌停，波段從224.5元跌到106.5元才止住(詳見圖1)。

風險2》確定有一方退出

如果公司派和市場派已達成經營權協議，或有一方確定退出，代表兩方人馬已經沒有「比誰股數多」的必要，這時雙方股東手中持股一定會賣出，投資人應盡速離場。

了解如何操作董監改選題材股之後，《Smart智富》月刊特別綜合專家意見，推薦3檔今年頗具董監改選行情「漲相」的個股。

圖1 2007年經營權之爭，讓大毅股價狂飆再大跌



中石化 (1314)

◎董監事持股比: 7.02%

◎董監質押比: 36.45%

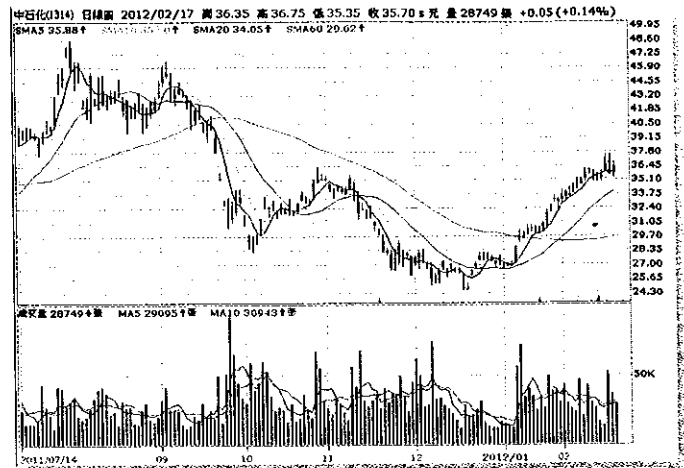
◎股價淨值比: 1.91倍

▶推薦理由:

- 1 董監持股不到10%，董事長股票質押比率高。
- 2 市場派去年退出董事會後，高達7.3%持股未賣出，並在去年底出現主要客戶力麗力鵬紡織積極加碼。
- 3 主要產品CPL今年來價格續漲，本業獲利看好。業外持續處分轉投資公司股權，全年獲利看好。
- 4 去年出現17年來首度配發現金股利，今年預估股利水準會比去年更高，目前帳上現金累計已逾百億元。

▶操作建議

2月份股價走勢量價結構扎實，3月將進入股權籌碼爭奪白熱化階段，股價有向上挑戰前波套牢區45元的機會。惟現任董事長沈慶京股市人脈廣，經營權有可能私下達成協議，因此需隨時注意經營權爭奪戰的變化。



康那香 (9919)

◎董監事持股比: 30.44%

◎董監質押比: 43.33%

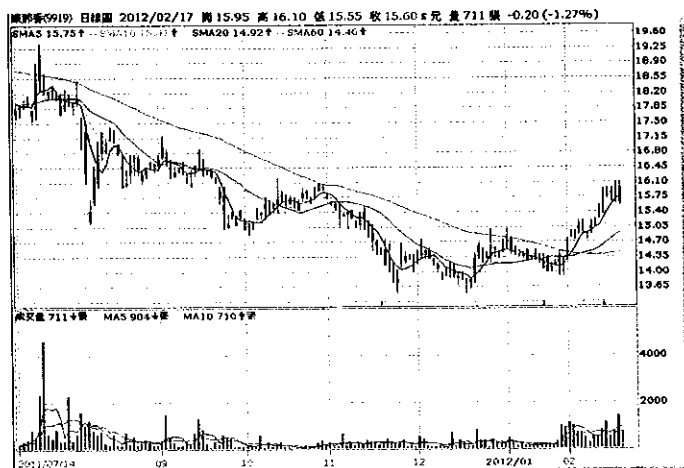
◎股價淨值比: 1.02倍

▶推薦理由:

- 1 持股20.71%的大股東統一集團傳出考慮釋股。
- 2 同一家族不同房的董事對公司經營看法不同，傳出有意爭奪經營權。
- 3 公司獲利穩定，現金比率高。股本穩定在19億7,100萬元，帳上卻長期維持9~10億元現金。
- 4 近2年營收成長停滯，毛利率並從過去20%以上水準，掉到只剩19%，造成股價跌深，股價淨值比僅1倍左右。

▶操作建議

波段股價回檔深，且經營權爭奪戰消息尚未大幅走漏，預計3月將是進入搶籌碼的最精彩階段，可望推升股價上揚，向上先挑戰18~19元的前波高點。



華上 (6289)

◎董監事持股比: 18.05%

◎董監質押比: 69.67%

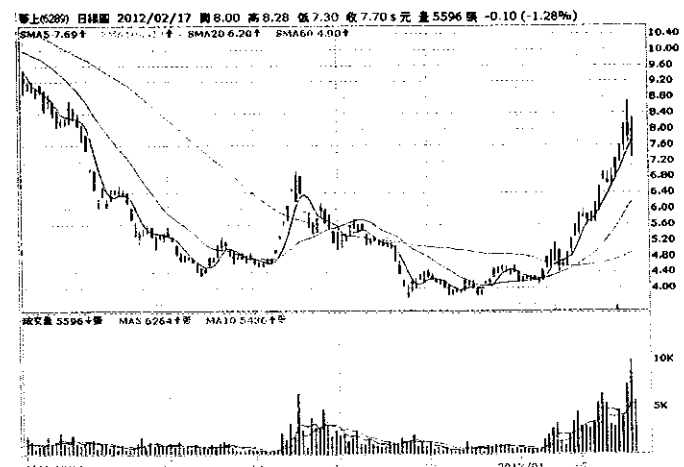
◎股價淨值比: 0.92倍

▶推薦理由:

- 1 股價淨值比偏低，且董監持股比率不高。
- 2 擁有經營權大股東華宇質押比高達98%，若依新制規定，質押超過50%部分無表決權，顯示若要鞏固經營權需購入或爭取到更多籌碼。
- 3 即使公司結算去年度虧損，但自今年1月中旬開始，股價表現節節攀高，相當符合蘇松坪及呂漢威建議「量價齊揚」的特色，籌碼戰味道濃厚。
- 4 傳出英業達有意入主，強化LED晶粒產業地位。

▶操作建議

由於股價表現較缺乏基本面支撐，且波段漲幅高，若要跟進搭轎者，需隨時注意股價表現，若爆量出現長黑K棒時的反轉點，宜先出場觀望。



註：股價走勢圖迄02.17止，董監持股及質押比率為2012年1月資料

資料來源：XQ全球贏家、證交所公開資訊觀測站

整理：陳淑琴

景氣對策信號連續第2個藍燈

定期定額買台股基金正是時候

撰文：陳淑泰

台股投資專家經常把「藍燈是投資人好朋友」，或是「藍燈進、紅燈出」這幾句話掛在嘴上，這裡的藍燈是指經建會每個月月底發布的「景氣對策信號」（詳見名詞解釋），代表景氣低迷的燈號。為什麼要在景氣最差的時候進場買股票呢？擅長用總經數字作為投資指標的達人王仲麟說，因為景氣是反映當前的實況，對應於股市表現是落後指標，所以在投資實戰上，當市場景氣掉到最差情況時，就應該人棄我取。

18分進場、29分出場 時機最多，報酬率相對優

對於運用景氣對策信號作為投資決策，坊間有不少的相關研究，清

雲科技大學國企系助理教授彭開瓊曾在2年前和指導學生洪曉茹，針對景氣對策信號投資法最佳化做過研究，統計自1992年開始到2009年12月，分別從16~20分進場及28~32分出場的25種組合，發現景氣燈號在18分時進場、29分時出場，其餘時間把錢放在定存，所得報酬率會高於其他24種組合。

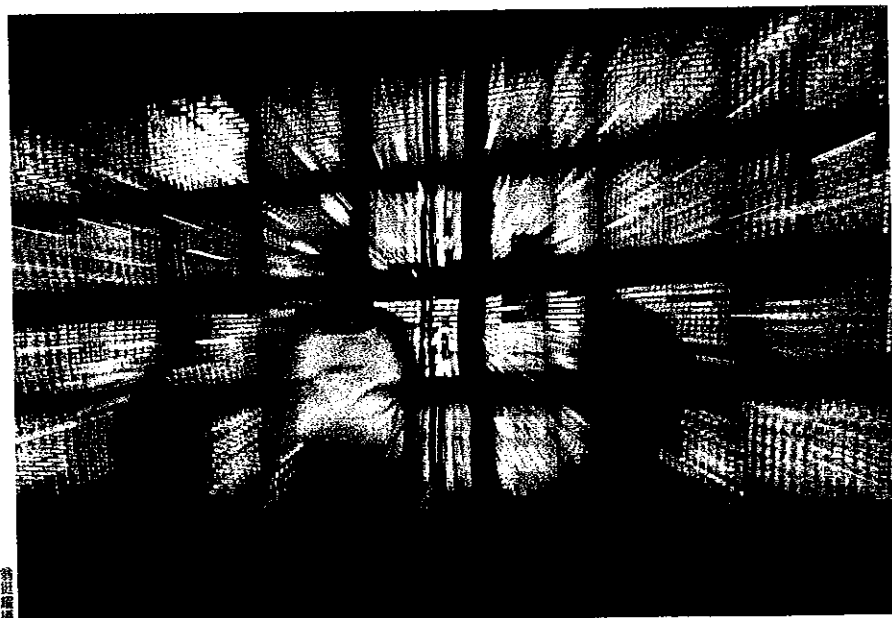
彭開瓊解釋，選擇景氣還在18分黃藍燈進場，會優於16分的藍燈，是因為過去有幾次循環並沒有壞到掉進藍燈，所以18分進場買股的次數會多於16分進場的，使得報酬率也較佳。

不過，根據經建會在1月底公布去年12月景氣對策信號已為連續

第2個藍燈，該月綜合判斷分數為14分，當景氣對策信號在藍燈以下，那麼現階段投資人是不是應該「愈跌愈買」？到底等到第幾個藍燈再大舉進場是最接近低點的投資策略呢？

根據經建會的資料，過去20年，當第一個藍燈亮起後，下個月或再隔一個月皆會再出現一次藍燈，單獨出現的情況只有一次在2006年12月（詳見圖1）。

也就是說，在正常狀況下，一旦出現藍燈，就會連續出現數個藍燈。王仲麟指出，持續藍燈的過程，台股往往也會持續修正，所以投資人現在可以用定期定額扣基金的方式逐步加碼，等到底部訊號更明確時，再用單筆資金大舉進場比



翁廷耀攝



翁廷耀攝

▲經建會每月發布的景氣對策信號是用來觀察景氣冷熱的最佳指標。

◀景氣對策信號被視為股市的落後指標，當景氣轉冷時專家多建議可開始布局。



名詞解釋

景氣對策信號

亦稱「景氣燈號」，係以類似交通號誌方式的5種不同信號燈代表景氣狀況的一種指標，目前由貨幣總計數M1B變動率等9項指標構成。經建會每月依各構成項目之年變動率變化，與其檢查值做比較後，視其落於何種燈號區間給予分數及燈號，並予以加總後即為綜合判斷分數及對應之景氣對策信號。若對策信號亮出「紅燈」（綜合判斷分數為38分以上）表示景氣熱絡、「黃紅燈」（32~37分）表示景氣活絡、「綠燈」（23~31分）表示景氣穩定、「黃藍燈」（17~22分）表示景氣欠佳、「藍燈」（16分以下）表示景氣低迷。

較好。

對於景氣燈號投資術也很有研究的投資達人怪老子，則在「怪老子理財」部落格中，提供一個十分實用的試算表（網址：www.masterhsiao.com.tw/CatStocks/Indicators/Indicators.htm），投資人可以自行輸入買進及賣出時景氣對策信號分數，對照台灣50ETF的股價表現，各種組合的報酬情況整理如表1。

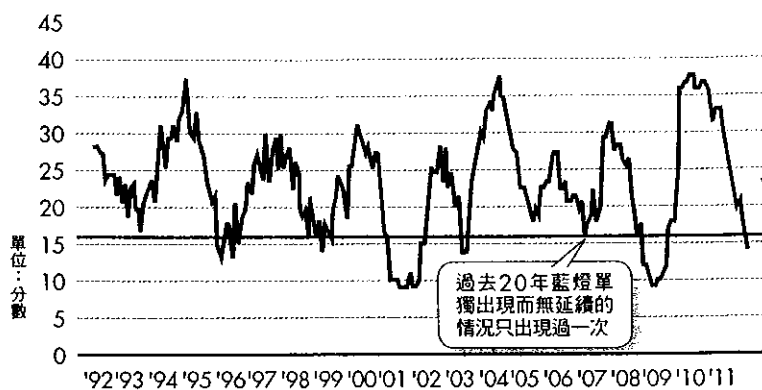
根據怪老子提供試算表所得的結果，有2個發現：

1. 確實是在出現藍燈之後，分數愈低時買股，報酬率愈高，不過這個規則僅到最低11分時，10分以下似乎不適用。

主要是怪老子用台灣50ETF作為計算報酬的基準，這個商品在2003年7月之後，只出現過一次景氣分數低到9分、即2008年金融海嘯時。

2. 選擇景氣分數在18分時進場買股，報酬率會優於等到分數在16分時才進場，因為從2003年7月到現在，前者的買賣循環共有3次，後者僅有2次，而這個結果也

圖1 首度出現藍燈後，下月或隔月又會出現藍燈
1992.01~2011.01景氣對策信號分數



資料來源：經建會 整理：陳淑泰

表1 藍燈11分進場，報酬最佳！
以景氣對策信號分數對照台灣50ETF的報酬表現

進場燈號 \ 出場燈號	27	28	29	30	31	32
18~19	5.2	5.2	6.7	6.7	7.3	7.3
16~17	3.6	3.6	3.6	3.6	4.2	4.2
12~15	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
11	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
9~10	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8

註：此表基本假設為：未達進場標準時，錢放在銀行定存，並假設利率為2%，進場到出場期間計算台灣50ETF(0050)股價報酬，加總後之年化報酬率 整理：陳淑泰

與彭開瓊團隊的研究結論互相呼應。

怪老子觀察，若是把同時期的台灣50ETF的股價和景氣分數一起相互對照，在2007年~2010年時，兩者之間的相關性非常高，走勢幾乎是同步，這應該是最近景氣信號投資法很受歡迎的原因；不過若是再往前看，2003年~2007年的關聯係數則較低，景氣信號經歷往上及往下兩個循環，但是台灣50ETF卻沒有。

所以現階段的最佳策略到底是什麼？王仲麟建議，現在開始定期定額買台股基金絕對不會錯！不過單

筆投資最好再等等，因為出現藍燈後叫作「往底部邁進」，並不等於就是底部，在歷史的軌跡中，台股底部只會出現在「出現藍燈之後」。

景氣最慢第2季落底 屆時再做單筆投資

而經建會經研處從另一個「景氣領先指標」已連續4個月回升來看，表示台灣離景氣谷底已不遠，有機會落在第1季，最慢第2季應該就會落底。他建議等到確認落底時，再把最後、最大一筆銀彈投入也不遲。