

國立政治大學法學院碩士在職專班
碩士論文



股東會委託書價購可行性之法律經濟分析
Vote Buying in Shareholders' Meetings: From the
Perspective of the Economic Analysis of Law

指導教授：林國全 博士
研究生：吳昆泰

中華民國 106 年 7 月



國立政治大學法學院碩士在職專班
碩士論文學位考試

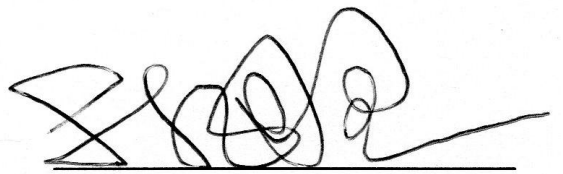
論文題目：股東會委託書價購可行性之法律經濟分析

指導教授：林國全教授

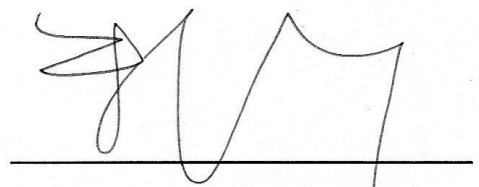
研究生：吳昆泰

口試地點：綜合院館北棟14樓第三研討室

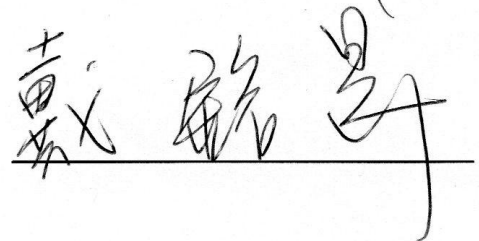
考試委員



考試委員



考試委員



中華民國 106 年 7 月 26 日

謝 辭

攻讀法律系曾是高中時的夢想，但最後卻陰錯陽差的考上了財務金融系，原本以為就此和法律系絕緣了，沒想到在進入職場十多年後，因為工作經驗的啟發，在公司的全力支持下選擇政治大學法律碩士在職專班重拾書本再次進修，在此特別感謝公司的栽培。

研讀法學院碩專班這三年要感謝的人很多，首先要感謝我的指導教授林國全院長在公務繁忙之餘，仍撥出許多時間悉心對我的論文進行指導，能成為老師的林門大家庭的一員是我此生莫大的榮幸及福氣。由於這個研究議題屬非通說論點，而我又是法律初學者，指導過程中想必讓老師傷透腦筋，對於老師的付出，學生銘記在心。

感謝在政大三年期間，碩專班老師們的教導，每次上完課都有如沐春風的感覺。而 103 級碩專班的同學也充滿同學愛，雖然大家因為公務繁忙，能相聚時間不多，但透過 Line 群組的互相關懷打氣，讓我在論文推進時，每當遇到挫折瀕臨放棄臨界點，還能再堅持下去。尤其天宇兄即便去年已順利畢業了，仍不時關心、鞭策同學的論文進度，而統掌兄、世金兄的指點也讓我屢屢在迷霧中找到方向。

一邊工作一邊唸書真的不是一件輕鬆的事，尤其是又有三個小朋友陸續誕生，最辛苦的是我的太太-慧美，她幾乎是用盡了她的力氣支撐了整個家庭、支持我的理想，謝謝妳讓整個家充滿幸福的氛圍，讓我無後顧之憂的完成學業。現在我畢業了，我會多分擔一些家事的。

學習是辛苦的，但過程中接觸的人、事、物及得到的知識是最甜美的果實，雖然老爸沒有斐然的成就，但希望沂瑾、庭甄、為頡未來漫長學習中，不要以追逐成績為目標，而是能夠找到自己真正的興趣，以堅持的態度不斷提昇與超越自己，成就自己理想的人生。

摘 要

我國初期因認為不應限制人民財產權，並無禁止價購委託書規範，直到價購委託書成為有心人士不當取得經營權的工具，在爆發高雄企銀事件成為社會事件，造成存款流失，影響營運安全，引起社會大眾的高度關注後，主管機關才趁勢毅然決然的硬性規定禁止價購股東會委託書。制訂規則的理由為表決權屬共益權性質、支出與鼓勵不對等，先進國家多採禁止價購委託書等，另外，主管機關亦認為外部股東易在入主公司後惡意進行掏空行為，但如此的判斷似乎過於片面及武斷。

本研究以文獻探討及經濟分析方法進一步探討以下幾個問題：

一、股東會紀念品的發放由公司派決定品項、規格及價格，是否為另類的委託書價購？禁止股東委託書價購，卻同意公司派的股東利用公司資金「合法價購」，是否造成不公平競爭現象？

二、主管機關對於禁止股東會委託書價購的相關措施是否已經達到妥善管理的境界？

三、針對股東會委託書價購是否有更好管理措施？

而推導出的結論為股東會委託書並非洪水猛獸，但"掌握委託書等於掌握股東會主導權"，因此本研究認為股東會委託書的管理如同大禹治水，有效且規畫的疏導遠勝於短視的築堤防堵，一味的防堵，只是讓這個必須存在的供需市場轉移至檯面下運作。雖先進國家目前未有全面開放委託書之先例，但每個國家的資本市場結構不同，也造就了不同的投資民族性，我國的證券主管機關若能找出妥善管理的方式修改法令，或許也是讓我國成為其他國家學習典範的契機。

【關鍵詞】：股東會、委託書、價購、法律經濟學

Abstract

Initially our government thought people's property should not be restricted. Vote buying didn't obey any law in that age. But after Guo bought a lot of proxies in public through medias, and successfully got the operating right of Kaosiung Business bank by just 0.003% shares on his own. The Ministry of Finance started to deeply concern the vote buying issue.

At that time, most of the scholars were an opinion that the voting should be looked as the public welfare, shouldn't be transacted. They recommend our government to restricted shareholders to buy proxies. And they think if somebody uses a lot of money to get the proxies from other shareholders, they will embezzle in the company to take their money back. So our government uses an administrative decree to restrain people to buy proxies in 1996, not by law. Is this work? From 1996 to 2017, no body to be fined by vote buying, but vote buying news sometimes appeared.

A scholar said, "It is easier to upset a Ministry than a Board of Directors, so long as a company remains a going concern." So this research focus on these issues which result in unfair competition between shareholders and the board of directors.

Finally, this research wants to point out the unreasonable restriction which could be the reference materials when lawmakers revise the laws.

【Keywords】 Vote Buying, the Economic Analysis of Law, Shareholders' Meeting

目 錄

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 第一章緒論 | 1 |
| 第一節 研究動機及背景..... | 1 |
| 第二節 研究範圍及方法..... | 5 |
| 第三節 研究架構..... | 8 |
| 第二章 股東會委託書使用之規範 | 9 |
| 第一節 我國法的規範..... | 12 |
| 第二節 美國法的規範..... | 19 |
| 第三節 日本法的規範..... | 24 |
| 第三章 股東會委託書價購是否可行 | 27 |
| 第一節 禁止價購股東會委託書的歷程..... | 27 |
| 第二節 股東會委託書的性質..... | 33 |
| 第三節 公開徵求委託書的盲點..... | 37 |
| 第四節 贊成禁止價購委託書之理由..... | 44 |
| 第五節 反對禁止價購委託書之理由..... | 50 |
| 第六節 電子投票對委託書重要性之影響..... | 60 |
| 第七節 對公司治理面向影響之分析..... | 63 |
| 第四章 股東會委託書價購之經濟分析 | 69 |
| 第一節 法律與經濟學..... | 69 |
| 第二節 違反價購委託書的法律效果..... | 71 |
| 第三節 檢視法令的嚇阻性..... | 75 |
| 第四節 開放價購委託書可能產生的正面經濟效果..... | 80 |

| | |
|---|------------|
| 第五章 股東會委託書價購之可行方式建議 | 91 |
| 第一節 表決權拘束契約..... | 91 |
| 第二節 表決權信託..... | 96 |
| 第三節 提供公平的競爭機會的徵求方式..... | 99 |
| | |
| 第六章 結論 | 103 |
| 參考文獻..... | 106 |
| 附錄一、公開發行公司出席股東會使用委託書規則..... | 113 |
| 附錄二、臺灣集中保管結算所股份有限公司檢舉違法取得及使用股東會委託書案件獎勵辦法..... | 125 |



表次

| | |
|--|----|
| 表 1 併購宣告日前後主併公司平均 Δ ROE 之變化情形(電子類股)..... | 82 |
| 表 2 併購宣告日前後主併公司平均 Δ ROE 之變化情形(非電子類股)..... | 82 |
| 表 3 公司派與市場派徵求優劣勢比較表..... | 86 |
| 表 4 2016 年上市公司本國自然人股東投資金額分析表..... | 88 |



圖次

| | |
|----------------------------------|----|
| 圖 1 台積電 2017 年股東會開會通知書..... | 39 |
| 圖 2 台積電 2017 年股東會委託書徵求人彙總名單..... | 39 |
| 圖 3 台積電 2017 年股東會委託書..... | 41 |
| 圖 4 矽品股價走勢圖..... | 83 |
| 圖 5 徵求股東會委託書紀念品發放處實景..... | 90 |



第一章 緒論

第一節 研究動機及背景

近來企業併購及爭奪經營權的風氣日盛，每逢股東會期間，只要有經營權之爭的公司，公司派及市場派無不奇招出盡，而其中兵家必爭之地就是股東會委託書。這也成為了股東會正式開打的前哨戰，因此所衍生「委託書爭奪戰」經常成為報紙財經版面焦點，股東會就耗盡相當多的公司資源，相對的，也衍生出許多法律爭端。

當股東會委託書爭奪戰啟動之後，雙方人馬首先需拉攏收取委託書的通路業者，而委託書通路業者的服務費，此時也會因為競爭程度的白熱化程度水漲船高。因主管機關以行政命令禁止委託書價購，導致許多遊走法律邊緣的行為都是在檯面下進行。委託書若開放價購幫助加速企業併購的完成，儘速塵埃落定，對股東而言，或許才是真正的福音。

市場派相對於公司派可以掌握股東會開會的一切主導權，包含股東名冊、開會時間、開會地點、決定紀念品的價值及發放權，處處讓市場派屈居於弱勢，除非本身股權已取得絕大多數優勢，否則基本上也較無力挑戰。即便公司經營階層已無心營運或經營不善，欲介入挽救公司的市場派股東也只能望之興嘆，此情形實非廣大股東之福。

1996年12月17日修正公開發行公司出席股東會使用委託書規則時，為求明確委託書明確與有效執行，頒布行政命令禁止收購委託書行為。但禁止價購委託書形成政策後，只是讓這個事實轉至檯

面下進行，而買賣委託書之情形也層出不窮，不僅未能遏止，還有日漸興盛的現象。學者也對禁止與否意見分歧¹，實務上委託書通路業者多有其應對方法迂迴取得委託書。

有趣的是，股東會紀念品的價值與公司經營權的競爭激烈程度常成正比，其價值高低之差也是令人咋舌。風平浪靜時可能只是環保袋或 LED 手電筒。當經營權大戰開打時，股東會紀念品的價值就跟著提昇，其中讓人印象最深刻的是金鼎證券及開發金控的經營權之爭，2009 年打的最火熱時，甚至連價值 2 千元的血壓計都可以端出來當股東會紀念品²。為何公司派願意下重資來徵集委託書呢？原因就在於委託書無法價購的情況下，股東會選擇換取股東股紀念品最快速的通路，公司派只要技術性的拖延紀念品交付的時間或造成缺貨情形，讓市場派無法即時取得紀念品，在法令只能提供公司指定的紀念品限制下，市場派自然無法像公司派可以順利向股東收取委託書，此不公平的情勢似乎已習以為常，也讓公司派的經營權築起了一道防禦的高牆。

因此股會紀念品從早期的公司產品、小家電、餐具，到今日的使用便利的超商禮券，反而導致公司派依法變相使用公司資金護航自己的經營權的負面效果，這與委託書價購的效果無異。而且高價的紀念品概由公司財源支付，股東人數數以萬計起跳，亦是一筆龐大的費用。若經營者只考慮廣發股東會紀念品取得委託書鞏固經營權及達到股東會開會門檻，卻刻意忽略公司的現金流量及經營情

¹ 郭土木，股東權益保護之實務與法律適用爭議問題探討，承法數位文化，2013 年 09 月第一版，法學的實踐與創新(上冊)，第 475 頁。

² TVBS 新聞網。網址：<https://news.tvbs.com.tw/politics/132312>

形，相信絕對不是廣大股東之福。

股東權依行使權利的目的是否專為股東個人或兼顧公司的利益，可分為自益權及共益權。所謂自益權為股東權行使的目的是專為股東個人的利益。而共益權為股東權行使的目的，除了股東個人利益外，且為公司的利益而言。³學者反對委託書價購，便是以委託書所表彰的表決權屬共益權為主流理由。

但國內學者戴銘昇教授認為表決權雖然有共益性質的色彩，該共益性質不過是股東個人自益權的反射。例如：公司欲與他公司合併時須經股東會特別決議(公司法第 316 條)，股東的考量應該是思考合併對個人股權是否有利?若不利，就會表達反對，甚至進而行使股份收買請求權(公司法第 317 條)，若表決權是共益權，則股東應該服膺「少數服從多數」之民主原則，同舟共濟接受公司被合併之事實。另外，股東若參選董事，可將表決權投給自己(公司法第 198 條第 2 項)、股東會決議盈餘分派時，股東可參與表決(公司法第 184 條第 1 項)，均是直接為自身利益行使表決權之適例，在在顯示表決權之自益性質。因此，表決權不得與股東權分離單獨轉讓似乎就不是這麼絕對。⁴若僅是因為不知如何有效率管理，而直接以最低技術性的管理方式直接禁止，讓價購委託書轉變為檯面下作業，是否也導致資訊不對稱的不公平競爭情形。

本研究雖以開放價購股東會委託書為研究方向，但並非贊成無

³ 李永然，股份有限公司之股東表決權如何行使，永然聯合法律事務所專欄文章。網址：<http://www.law119.com.tw/newdesign/comptaiepi/personview.asp?kname=%A7%F5%A5%C3%B5M&ktop=%AA%D1%A5%F7%A6%B3%AD%AD%A4%BD%A5q%A4%A7%AA%D1%AAF%AA%BA&idno=2827&keywords=>

⁴ 戴銘昇，禁止價購委託書 20 年-合法性與正當性之再度省思，台灣法學雜誌，第 310 期，頁 80-98，2016 年 12 月。

條件的開放委託書價購，而是希望透過各層面的探討，為委託書價購找到可有效管理、促進公司治理的路徑。考量因「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」已明文禁止價購，而股東會委託書的運用方式涉及公司的公司治理及日常營運，若單以法律面向的研究，恐落於學說意識形態之爭，對改善企業經營方式恐無太大幫助。因此本研究擬以法律及經濟的面向，以理論與實務並進的方式進行分析的角度探討委託書禁止價購是否導致的經濟效益與效率低落及是否有開放委託書價購的可行性提升經濟效率提出較具體之建議，做為未來修法之參考。



第二節 研究範圍及方法

本研究所欲討論的開放股東會委託書價購，主要係針對公司法第一百七十七條及「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第十一條限制是否合理做深入探討，其法令條文規定如下：「出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

- 一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。
- 二、不得利用他人名義為之。
- 三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。

各公開發行公司每屆股東會如有紀念品，以一種為限，其數量如有不足時，得以價值相當者替代之；公司對於股東會紀念品之發放，應以公平原則辦理。

徵求人或受託代理人依第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司或繳交一定保證金予公司後，得向公司請求交付股東會紀念品，再由其轉交委託人，公司不得拒絕。

前項股東會紀念品保證金之金額及收取方式，由公司基於公平原則訂定之。」

本研究將以公開發行公司之股東會委託書以價購方式取得的可行性做為探討方向，考慮資料揭露的完整性，將以上市櫃公司為主要對象。擬以文獻探討法同時進行美國、日本、本國法令規定及修法趨勢，並討論本國學者對法令的演變的看法。最後再以法律經濟分析的角度進行討論，雖然法律與經濟學看似兩個不同領域的事

務，應該分別被討論，但隨著時間的推進，使用經濟學來看法律，或許可以更能使許多效率不佳的法令獲得檢討。

輔以經濟學是希望透過對人性的理解，即人是一種追求極大化自利的理性動物。所以，人會思考如何運用手中有限的資源去達成最大的滿足。這也意謂法律的設計可以從此處去思考，一條法令的設計如何達到減少資源浪費追求效率以協助人民實現其最大滿足的工具。⁵

而著名法律經濟學者理查·波斯納(Richard A. Posner)指出如果一部法律是不明確的，預期的違法者就將計算其違法行為的處罰成本，折算(相乘)他們的違法行為被發現的機率，和他們認為規則適用於他們所從事行為的機率，這種機率比 1 小得多。這樣，法律的嚇阻作用就減弱了。而且，規則的明確性會產生一種將合法行為視作違法行為的危險性。由於法律的嚇阻作用取決於合法行為和非法行為預期處罰成本之間的差額，所以以上的危險性就會進一步削弱法律的嚇阻作用。⁶而這也是本研究的重點，究竟法令是否可以引導人們的理性選擇行為或只是因無法有效管理，而主管機關將眼睛遮閉後，自我感覺良好。

本研究欲以文獻探討及經濟分析方法進一步探討以下幾個問題：

一、股東會紀念品的發放由公司派決定品項、規格及價格，是否為另類的委託書價購?禁止股東委託書價購，卻同意公司派的股東

⁵ 林立，波斯納與法律經濟分析，頁 1，2004 年 4 月。

⁶ 蔣兆康譯 Richard A. Posner 著，法律經濟學，五南出版社，頁 477，2010 年 8 月。

利用公司資金「合法價購」，是否造成不公平競爭現象？

二、主管機關對於禁止股東會委託書價購的相關措施是否已經達到
妥善管理的境界？

三、針對股東會委託書價購是否有更好管理措施？



第三節 研究架構

本文研究架構包含本章緒論共有六章。除第一章緒論外，其餘章節架構如下：

第二章 股東會委託書使用之規範，是以股東會委託書使用規範為研究的前題，為使委託書規範更為清楚，將於此章進行美國、日本及國內針對委託書使用規範的差異性的比較，以清楚各國立法的考量。

第三章 股東會委託書價購可行性，此章探討我國從未禁止價購股東會委託書到禁止的歷程，並將股東會委託書的性質、贊成禁止價購委託書之理由、反對禁止價購委託書之理由、違反價購委託書的法律效果、電子投票對委託書重要性的影響及公司治理面向影響進行分析，推導出委託書價購可行性。

第四章 股東會委託書價購之經濟分析，著重於何謂法律經濟學、委託書之經濟效益與效率性、禁止價購委託書可能導致的經濟效果。

第五章 股東會委託書價購之可行方式建議，則針對表決權拘束契約、表決權信託等國際趨勢全面開放是否符合本國之國情進行探討，而有價公開徵求委託書是本研究欲提出的另一種可行方式建議。

第六章 結論，將前五章所引出的論點做一總結，希望能成為未來法令修訂之參考。

第二章 股東會委託書使用之規範

在資訊透明化的時代，過往私下較勁的經營權之爭，現今常在股東會旺季時成為記者追逐的焦點。各方人馬除了在持有股份總數上較勁，股東會委託書的運用在此時具有決定性的關鍵地位。

股東會功能的運作，股東權益的維護及經營權的適當行使，都環繞在委託書的問題上。美國羅斯教授(Prof. Louis Loss)說：「委託書的使用，如放任而不加以管理，無異是鼓勵經營者長期留任而濫用其經營權；如加以適當管理，則可能為挽救現代公司制度的利器。」(Unregulated, it is an open invitation to self-perpetuation and irresponsibility of management. Properly circumscribed, it may well turn out to be the salvation of the modern corporate system)。委託書的重要性，由此可見一斑。⁷但相對於放任不管理，主管機關用絕對的禁止也非適當的管理方式。

股份有限公司的股東會，為全體股東所組成之會議體，依股東之決議，在公司內部決定公司意思之股份有限公司法定、必備之最高機關。雖於 2001 年修正後之現行公司法下，已可確認股東會並非能對公司任何事項作成決議之萬能機關，而係僅能就公司法或章程規定應由股東會決議之事項，以決議方式形成公司內部意思之權限受限機關。惟現行法明定應由股東會決議之事項，包括任免董監事、變更章程、解散、分割、合併等，皆屬對公司影響重大之事項。故股東會為股份有限公司最高機關之地位並未有所改變。而股東會對此等重大事項之形成，係以決議方式為之。⁸

⁷ 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 235，2009 年 10 月 2 版。

⁸ 林國全，股東會決議成立要件之研究，現代公司法制之新課題-賴英照大法官六秩華誕祝賀論

股東對公司之法律上地位學說稱之為股東權，股東對公司出資後名義上雖喪失其資金之所有權，但實際上該資金之所有權轉換為股東權。換言之，股份有限公司在所有與經營分離原則之下，股東就其資金原具使用、收益及處分之權能，惟其一旦將其投入公司資本後，其使用權能則脫離股東而移入實際執行公司業務之董事會手中。至於收益及處分權則成為股東權之主要內容而得為股東所享有。總而言之，股東權乃股東基於其股東之身分得對公司主張權利之法律地位。⁹

公司每年召集股東會時，股東如不克親自出席，而需要委託他人代理時，所出具之授權文件，稱為委託書。為管理委託書，公司法第一七七條第一項規定，股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍、委託代理人出席股東會。並設有相關受託代理之限制，主要係傳遞委託書只是便利股東而設，使未能親自出席者，能委託他人代理出席之精神。¹⁰很可惜，如此立意良好的制度，因政府未能妥善管理及引導，導致遭有心人士濫用，造成公司治理的負面效果。

雖然委託書設計之目的係為便利無法親自出席之股東仍能就公司重要決策行使議決權，以對公司之經營決策發揮制衡作用，而經由委託書替換經理人¹¹之威脅亦會促使現任經理人提昇績效以維持控制權，因此委託書被視為一項重要之外部監理機制。¹²而這此即是

文集，元照出版有限公司頁 239-240，2005 年 8 月。

⁹ 王文宇，公司法論，元照出版有限公司，頁 242，2006 年 8 月 3 版。

¹⁰ 劉連煜，新證券交法實例研習，元照出版有限公司，頁 134-135，2015 年 9 月 13 版。

¹¹ 本處所指經理人為國外所稱之經理人，對應本國企業實務，則為實際的經營者。

¹² 林惠芬、陳嬾如、吳清在，委託書之代理問題及制衡機制：對控制權偏離暨少數股東侵占行為之實證研究，會計評論，頁 1-42，第 54 期，2012 年 1 月。

委託書制度另一個重要的意涵。

而股東就股東會之議決事項為可決或否決之意思表示，藉以形成公司意思之權利，謂之表決權。原則上，每一股擁一表決權，即表決權平等原則。而股東對公司之支配力大小，取決於其所擁有之股份比例。惟一定情形下亦設有例外，例如：特別股股東行表決權之限制、無表決權特別股、公司適法取得自己股份之無表決權、相互投資公司行使表決權之限制等。¹³

委託書的徵求就是取得他股東的對議案的表決權或選舉權，這是公司治理法制中，不可或缺的機制。在國外，利用此種機制，在野股東可制衡不適任的"在朝董事"公司經營者，甚至取而代之。我國委託書制度近來修正頻繁，但迄今在委託書使用上實務爭議仍多，證券主管機關不斷研議，希望妥善加以規範。¹⁴我國有明確規範委託書公開徵求制度，但可惜的是主導權絕大部份仍在公司派主權者手中。

¹³ 王文宇、林國全，公司法，元照出版有限公司，頁 38，2014 年 8 月

¹⁴ 劉連煜，新證券交法實例研習，元照出版有限公司，頁 134-135，2015 年 9 月 13 版。

第一節 我國法的規範

我國股東會委託書的相關規範，主要規定在於公司法及證券交易法及依證券交易法第 25 條之一授權訂頒之公開發行公司出席股東會使用委託書規則(以下簡稱使用委託書規則)中，茲簡述相關規定如下：

公司法第 177 條規定如下：

第一項 「股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。」

第二項 「除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權之百分之三，超過時其超過之表決權不予計算。」

第三項 「一股東以出具一委託書，並以委託一人為限，應於股東會開會五日前送達公司，委託書有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前委託書，不在此限。」

第四項 「委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。」

另現行證券交易法第 25 條之 1 規定「公開發行股票公司出席股東會使用委託書，應予限制、取締或管理；其徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書之格式、取得、徵求與

受託方式、代理之股數、統計驗證、使用委託書代理表決權不予計算之情事、應申報與備置之文件、資料提供及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」此條文於 1983 年 5 月增訂，條文本身並無關於委託書實質管理之內容，僅係一授權條款，讓主管機關有權制定細則，而其立法目的係為就委託代理加以限制及管理，以防少數股東藉徵求委託書而操縱股東會。

使用委託書規則第 11 條規定「出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。

二、不得利用他人名義為之。

三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。

各公開發行公司每屆股東會如有紀念品，以一種為限，其數量如有不足時，得以價值相當者替代之；公司對於股東會紀念品之發放，應以公平原則辦理。

徵求人或受託代理人依第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司或繳交一定保證金予公司後，得向公司請求交付股東會紀念品，再由其轉交委託人，公司不得拒絕。

前項股東會紀念品保證金之金額及收取方式，由公司基於公平原則訂定之。¹⁵」其中第一項即為禁止收購委託書之明文規定。

¹⁵ 主管機關對禁止收購委託書的說明如下：「一、本條新增。二、鑑諸實務上絕大多數委託之徵求，並非單純為出席股東會，而係以董事、監察人投票權為其主要目的。現行法規未明確禁止委託書收購行為，此乃因過去委託書之使用尚屬單純，但近年來委託書之收購情形日益

惟須值得注意的是，行政院擬訂此條規定時並未獲立法院支持，故係以行政命令頒訂之。然以行政命令限制人民財產權行使方式之相關規定是否有違憲之虞值得商榷。

我國使用委託書規則的訂定，目的在於防堵利用委託書之公開徵求與收購，以防止部份股東得以極少的持股當選公司董監事，或用以操控股東會之進行，使委託書成為爭奪經營權之工具，導致股東會功能無法正常發揮。換句話說，我國使用委託書規則的制定，

猖獗，使對公司有意經營者，得以較少成本取得公司之經營權，此種非以取得足股權或以其專業能力受肯定而掌管公司者，實已與委託書所欲達成之所有權與經營權分離制度之理想相悖離，其取得經營權方式已不具有適正性，不但造成董事、監察人持股不足，且金錢價購，易影響委託人之決定，扭曲委託書之功能。三、多數學者均認為「投票權為共益權」不能與股東權分離作為轉讓之標的，其行使應兼顧公司及其他股東之利益，且收購委託書將製造額外之成本，成為日後利益輸送、假公濟私之誘因。四、1980年修正公司法時，立法院審議委員會討論修正草案時，曾提議於第177條增訂第4、5兩項如下，四、任何人不得以金錢或具有金錢價值之物品，交換委託書，違者科4,000元以下罰金。五、股東違反前項規定當選董事、監察人者，無效、當時雖未完成立法，但已形成共識，認為公司法係規範一般性的所有公司，而證券交易法則係對公開發行公司做特別規定，故應於證券交易法另定對委託書之使用加以限制、取締及管理之規定。五、美國若干州對出售投票權在公司法上明文禁止，如紐約州商業公司法第609條(修正模範公司法第7、22條亦同)禁止股東以金錢或其他對價出售投票權或投票委託書。至於德國及法國之相關法規雖無明文禁止收購之規定，但該兩國之上市公司中之投資人結構均以法人占多數，再加上公司間相互持股比重甚高，無主要股東之首肯，委託書徵求鮮有成功之可能，實務上更無收購委託書之情形。他人想透過委託書之徵求以取得公司控制是絕無可能。故由美、日、德、法等國之情形觀之，其於法規上或明文禁止收購委託書義雖無明文禁止收購，但由於相關措施機制的運作，實務上不能也絕無收購委託書的現象。六、國內證券市場投資人成交金額比例，至1996年9月底止，雖以自然人占89.6%，法人所佔比例僅10.4%；但經統計，歷年參加股東會行使表決權者，約有四成是屬法人，故以我國出席股東會的實況統計觀之，我國「禁止收購委託書」之環境已漸趨成熟。七、在我國委託書之收購由來已久，且投資人普遍視為當然，不但嚴重扭曲了委託的本質功能，且委託書被用於爭取公司經營權以圖謀私利的工具，良法美意已被淪為蕩喪整體經濟力的利器。爰增訂本條，以明示禁止收購委託書。另基於實務上仍有股東會紀念品之普遍發放，故設但書之除外規定。八、(略)。九、為避免發行公司提供種類各異、價值不同之股東會紀念品于不同股東之爭議，爰規定紀念品以一種為限。並規定徵求人及受託代理人取得代發紀念品之方式」。1996年12月修正規則全文，見證券管理，第15卷第1期。

係因證券主管機關認為委託書制度遭濫用，影響公司正當經營，因此制定規則進行管理及矯正，使委託書制度正常發展，同時也有穩固公司派經營及限制少數股東入主公司之特色。¹⁶但政府態度如此向現任經營者過度傾斜的作法，是否就是讓企業永續經營的良方，亦成為各方學者探討的重點。

學者指出現行規則的爭議點為委託書的取得，除代為發放股東會紀念品，或徵求人支付予代為處理徵求事務者的合理費用外，不得以給付金錢或其他利益為條件(使用委託書規則第 11 條)。如大股東與認購權證發行人，以交換委託書為購買認購權證的條件者，違反本條規定(證期會 1997 年 10 月 20 日台財證(三)字第 04770 號函¹⁷)。收購委託書者，主管機關可能以行為人違反使用委託書規則所規定的「委託書徵求與取得方式」，而依證交法第 178 條科處罰鍰，惟其適法性是否引發爭議，值得觀察(司法院大法官釋字第 313 號¹⁸)

¹⁶ 蘇立立，公開發行公司開放表決權交易可行性之研究-由價購委託書對公司治理之影響出發，世新大學法學院碩士論文，頁 75-76，2004 年 6 月。此篇研究雖以表決權交易可行性為主題，但屬文獻探討推導出開放委託書對公司治理的影響，結論亦傾向贊成開放表決權交易，但研究中對經濟面及法規於實務運用的上盲點著墨較少，甚為可惜。而此為本研究的重點。

¹⁷ 該函文內容節錄如下：

要旨：上市公司大股東如有與認購權證發行人約定，以交換出席股東會委託書為購買認購權證之條件者，係屬違反「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第十條規定歐

說明：

一 依據證券交易法第二十五條之一、第一百七十七條第一項第三款及公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十條規定辦理。

二 邇來證券市場頻傳，有上市公司大股東為掌握公司董監事席位，而與認購權證發行人協議，購買認購權證以換取出席股東會委託書，因其情節已涉及違反公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十條第一項第一款，有關取得出席股東會委託書不得以給付金錢或其他利益為條件之限制，為避免該等股東有觸法行為，請轉知並適時加強宣導。

¹⁸ 大法官釋字第 313 號：「對人民違反行政法上義務之行為科處罰鍰，涉及人民權利之限制，其處罰之構成要件及數額，應由法律定之。若法律就其構成要件，授權以命令為補充規定者，授權之內容及範圍應具體明確，然後據以發布命令，始符憲法第二十三條以法律限制人民權利之意旨。民用航空運輸業管理規則雖係依據民用航空法第九十二條而訂定，惟其中因違反該規則第二十九條第一項規定，而依同規則第四十六條適用民用航空法第八十七條第七款規定處罰部分，法律授權之依據，有欠明確，與前述意旨不符，應自本解釋公布日起，至遲於

及釋字第 522 號¹⁹解釋參照);至於出賣委託書者,則非第 178 條的處罰對象。²⁰

由上可知,基本上我國的立法目的主要是以防弊觀點出發。雖然,委託書制度有易流於少數居經營地位之董事濫用而支配公司弊端,惟此制度係為解決股東不克親自出席股東會之權宜措施,有避免股東會因出席股東所持股份不及法定足數而致流會之效用,是故,一般認為此制度無須廢除而僅須加強其管理。從而,證期會於 1995 年頒布「使用委託書規則」,其中明文禁止收購委託書,以防止以往委託書之制遭濫用於經營權爭奪之情形。

在 2015 年 2 月台灣集中保管結算公司依據使用委託書規則第十五條規定²¹及金融監督管理委員會(以下簡稱主管機關)2005 年 12 月 16 日金管證三字第 0940005901 號令²²,受指定辦理查核股東會委

屆滿一年時,失其效力。」

¹⁹ 大法官釋字第 522 號:「對證券負責人及業務人員違反其業務上禁止、停止或限制命令之行為科處刑罰,涉及人民權利之限制,其刑罰之構成要件,應由法律定之;若法律就其構成要件,授權以命令為補充規定者,其授權之目的、內容及範圍應具體明確,而自授權之法律規定中得預見其行為之可罰,方符刑罰明確性原則。中華民國七十七年一月二十九日修正公布之證券交易法第一百七十七條第三款規定:違反主管機關其他依本法所為禁止、停止或限制命令者,處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科十萬元以下罰金。衡諸前開說明,其所為授權有科罰行為內容不能預見,須從行政機關所訂定之行政命令中,始能確知之情形,與上述憲法保障人民權利之意旨不符,自本解釋公布日起,應停止適用。證券交易法上開規定於八十九年七月十九日經修正刪除後,有關違反主管機關依同法所為禁止、停止或限制之命令,致影響證券市場秩序之維持者,何者具有可罰性,允宜檢討為適當之規範,併此指明。」

²⁰ 賴英照,最新證券交易法解析,元照出版有限公司,頁 254-255,2009 年 10 月 2 版。

²¹ 公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十五條規定為「本會或本會指定之機構得隨時要求徵求人、代為處理徵求事務者、受託代理人或其關係人提出取得之出席股東會委託書及其他有關文件資料,或派員檢查委託書之取得情形,徵求人、代為處理徵求事務者、受託代理人或其關係人不得拒絕或規避。」

²² 金管證三字第 0940005901 號令,依據「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第七條之一、第十五條及「公開發行股票公司股務處理準則」第三條之一規定,指定臺灣證券集中保管股份有限公司為辦理下列事項之機構:

一、審核及查核代為處理徵求事務者及「公開發行股票公司股務處理準則」第三條第二項受託辦理股東會相關事務公司之資格條件。

二、查核徵求人、代為處理徵求事務者、受託代理人或其關係人取得出席股東會委託書及其他有關文件資料。

託書相關事宜，為防範徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者違法取得及使用股東會委託書，並導正委託書之使用，所對價購委託書訂出臺灣集中保管結算所股份有限公司檢舉違法取得及使用股東會委託書案件獎勵辦法²³。

相關獎勵辦法也透過報章媒體公開宣導。根據報載，臺灣集中保管結算所董事長丁克華表示，因應主管機關導正委託書使用的管理政策，集保結算所今年特別訂定了檢舉獎勵辦法，投資人如果發現有違法取得及使用委託書的事情時，可以親自或透過書面、電話及電子郵件信箱等方式具名向集保結算所提出檢舉，只要檢舉內容經查證屬實且經主管機關處分確定後，集保結算所將發給最高 5 萬元的檢舉獎金。另外，檢舉人如果是徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者的員工及辦理徵求委託書事務之人員的話，前項檢舉獎金將予酌增，最高達 30 萬元。²⁴雖然設有獎金鼓勵外部人及內部人檢舉，甚至針對內部吹哨者提高獎金。但事實上，截至本研究結束之日，尚無任何因檢舉成立價購委託書之違規案例，是否確實有足夠的誘因，讓檢舉人甘冒風險，值得主管機關深思。

關於委託書是否應絕對禁止價購，學說上仍存在見解不一的情形。有學者認為委託書應得於市場上自由公開收購，藉以使委託書所代表之表決權在市場呈現其價值，在現行委託書徵求規則下，有不當保障大股東及公司派之嫌。

學者持相反意見認為委託書之收購仍應予禁止，以防止因收購委託書當選董監事之人，藉機掏空公司資產，蓋這些收購者如果真

²³ 附錄二。

²⁴ 陳永吉，價購委託書 集保提供檢舉獎金，自由時報，2015 年 3 月 10 日。

有誠意要參與經營，為何不直接收買公司股份，而僅用相對甚低之成本來買被切割後部分股東權利。²⁵ 此論點乍看合理，但也忽略了大量收購股票將導致股價大幅波動的效果，本研究將於後續章節再作分析探討。



²⁵ 王文宇、林國全，公司法，元照出版有限公司，頁 94，2014 年 8 月。

第二節 美國法的規範

早在 1934 年，美國國會審查證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)時，就明確指出：「負責經營投資大眾財產的經營者 不應藉由委託書的濫用，長期延續其經營權。」²⁶

當時，證券交易法及多數州法，均未明文禁止買賣委託書。法院早期的判決則多認為股東負有自行判斷如何投票的義務，同時，股東亦有權期待其他股東本於自己的判斷投票。

依美國學者研究，在委託書尚未適當管理的年代，公司經營管理者往往藉由委託書長期控制公司經營權，因為這時股東對公司每年寄來的委託書只能簽名寄回，對選舉何人為董事及議案內容一般並不了解²⁷，為使委託書的徵求得到適當的規範，以及發揮委託書的功能，維護股東權益，證券交易法第十四條 a 項明文規定，委託書的徵求應依證管會(SEC)之命令使得為之。本條係明白賦予證券主管機關頒布規範委託書之規則的法律效力。此外，美國證券交易法第 16 條 B 項也規定證券商、銀行及行使受任人權力(Fiduciary powers)之機構，必遵守使用委託書規則所規範之協力義務。²⁸

雖美國證券交易法及多數州公司法，未明文禁止買賣委託書。但美國紐約州商業公司法第 609 條 e 項²⁹原則規定：禁止股東出售投

²⁶ 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 235，2009 年 10 月 2 版。

²⁷ Loss & Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, The modern law review, VOL.47,P.121-122,1984.

²⁸ 劉連煜，股東會委託書之規範，月旦法學教室，第 46 期，頁 94-95，1999 年 2 月

²⁹ A shareholder shall not sell his vote or issue a proxy to vote to any person for any sum of money or anything of value, except as authorized in this section and section 620 (Agreements as to voting; provision in certificate of incorporation as to control of directors); provided, however, that this paragraph shall not apply to votes, proxies or consents given by holders of preferred shares in connection with a proxy or consent solicitation made available on identical terms to all holders of shares of the same class or series and remaining open for acceptance for at least twenty business

票權或委託書的規定，僅在例外時允許。而所謂例外指的是，包括股票設定質權後，股東簽立委託書給質權人，或者出售股票時，一併將委託書給予買受人³⁰，此時之交易，雖涉及金錢，但不違法(New York Business Corporation Law, 1998)³¹

而法院見解部份，在 1921 年 Brady v. Bean 案(211 Ill. App. 279)，公司預計出售其全部資產，但因也出售所得僅足夠償還公司債務，有大股東顧慮手中股票將變得一文不值，因而也出面反對。公司某董事，同時也是公司的主要債權人，乃與大股東達成協議，同意與大股東分享出售資產的所得，大股東則決定不投票反對。法院認為此種暗盤協議形同對股東的欺騙，更可能傷害股東利益，係違反公共政策的行為，應屬無效。

近年來法院上開見解，在 1982 年 Schreiber v. Carney 案(Del. Ch. 447 A. 2d 17)，有了新的轉折。Texas International 公司以 333.5 萬美元的低利貸為條件，交換大股東(即持股 35%的 Jet Capital Corp.)不投票反對 Texas International 與 Texas Air Corp.的合併案，法院認為並不違法。因合併案對公司有利，且貸款案經多數無利害關係的股東同意，不構成欺騙其他股東，或損害其他股東權利的行為。³²

判決特別引述學者意見指出，所謂股東有權要求其他股東自行決定如何投票的理論，在股權分散的現代公司，已經不切實際，法院也逐漸放棄此種見解。值得注意的是，本案是用公司資源購買投

days.

³⁰ 此作法可以導正空白投票的亂象，但國內尚未採用。

³¹ 同前註 27，股東會委託書之規範。

³² Richard L. Hasen, Vote Buying, California Law Review, Vol.88, NO.5, P.1348-1349, OCT. 2000.

票權，情形較以股東自費購買者更為嚴重，惟法院仍認為合法。³³法院在判決理由中，歸納過去判決得出兩個結論：第一、「買票」協議只有在詐欺股東、或剝奪股東投票權時，才屬無效，例如在 *Macht v. Merchants Mortgage & Credit CD.361* 就包含以詐欺股東目的的一連串犯罪交易。根據普通法對「詐欺目的(a fraudulent purpose)的定義，是一種基於為了侵害他人財產權而為的欺騙，但是在本案中，「買票」卻是多數非利害關係股東，在獲得充分的資訊後，所得出來的結論；此外，德航「買票」的目的，是為了獲致全體德航股東的最大利益。本案除了 Schreiber 之外的所有股東，均贊同該買票協議，且該協議內容對股東完全公開，因此被認定為符合本質上的公平，應屬有效。

其次，買票之所以被判定為無效，乃在於其危害公司治理的公共政策，因為每一個股東都被賦予可以信賴其他股東自立判斷的權利，當股東行使表決權出現基於個人私利，而將表決權與其所有權分離的情形(亦即表決權受到收買)，就會造成該股東背棄其他股東信賴、構成對共同利益群體的詐欺。本理論成立的前提在於，認為股東有義務根據所獲得的事實，為獨立超然判斷，因為藉由各個股東為了獲得自身利益的獨立判斷，可以形成一個確保整體股東最大利益的安全機制。換句話說，任何基於個人利益所為分離有權與表決權的行為，都會被認為是對其他股東整體的詐欺。³⁴

在美國，由於公開發行公司的股權分散較為徹底，法人比例較為高，公司信賴責任觀念已確立，已逐漸建立以股份公開收購要約

³³ 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 257-258，2009 年 10 月 2 版。

³⁴ 蘇立立，公開發行公司開放表決權交易可行性之研究-由價購委託書對公司治理之影響出發，世新大學法學院碩士論文，頁 155-157，2004 年 6 月。

制度為核心的公司控制權移轉市場，以徵求委託書為手段之控制權爭奪戰已較少發生。雖然委託書仍在股東會之舉行及董事之選舉上扮演重要角色，機構投資人往往能將公司負責人如董事長不滿之訊息傳遞予公司之外部或獨立董事，而透過後者將無能的經營者解職，根本不必動用投票權。³⁵

其原因在於相對於德日模式，美國模式只有董事會而無監事會(或監事)，因此董事會內的董事分為兼任公司業務的董事或不兼任公司業務且與公司控制者無利害關係之董事，而後者多為公司的主導者。

比較有爭議的，是股東行使投票權時，是否可以完全自由決定，或需受某些拘束。有案例指出，股東投票時，應考慮公司整體之利益，這由合夥人間相互關係引伸而來。但亦有案例指出，投票權為財產權，股東可以基於自己之利益而行使，甚至有判例指出，雖然董事在執行職務時應考慮公司之利益，但在行使股權時，則可自由為之，但有控制多數之股權者，對少數股東，仍有其信賴責任，如構成對少數股東之詐欺，法院可判決該決議無效³⁶。

因此美國學者對於禁止收購委託書並非全部贊同，曾任哈佛大學法學院院長，著名的證券法學者 Robert C. Clark 教授認為，股東為維護自己所持股份之利益，而購買委託書時，原則上應准許，除非其結果可能使公司或其他股東受到不平等的對待。³⁷

³⁵ 余雪明，收買委託書之法律與政策問題，臺大法學論叢，第 25 卷第 3 期，頁 205-208，1996 年 4 月。

³⁶ Robert B. Thompson, The shareholder's cause of Action for Oppression, Business Lawyer, Vol.48 No. 2, P.699,1993。

³⁷ Robert C. Clark, Vote Buying and Corporate Law, Case western reserve law review, VOL.29 Issue

綜上可知，美國對於委託書的管理有其明確政策，而價購委託書部份，並無明文禁止，而是考量其背後的公平性原則及是否詐欺股東而定，若價購投票權符合公司利益，亦可能判定為合法之行為。



第三節 日本法的規範

日本在二次世界大戰後，由於戰時民用工業擴充軍用設施，遭戰火破壞，而政府當年欠企業之債務拒絕償還，導致企業必須全面重整，由於銀行在此過程之積極參與，了解企業內情，於是建立一個以主要往來銀行(lead bank)為中心之企業相互持股制度。³⁸

而日本當時的「商法」及「證券交易法」對於公開發行公司或大公司之股東會，不論是召集程序、召集事由、議事程序、議決方法及議事錄之作成或分發等事項，皆未設有相關規定。

而在日本尚未採取書面投票制度前(1981年商法修正前)，委託書代理出席為無法親自出席的股東的唯一選擇。委託書代理制度的目的，在於確保股東會容易達到法定的出席之定足數，但後來卻成為利用募集委託書來進行經營權之爭。近來書面投票及電子投票制度採用後，委託書募集又成為公司對於敵對之股東提案進行抵制的防衛手段。³⁹

在當時日本的舊公司法制與國內的公司法制相當近似，均係繼受德國法而來。但近年來，日本與臺灣均不約而同地向美國法靠攏，而陸續有所改變。不過，日本公司法改變速度相較於臺灣快速許多。尤其 2005 年 7 月 26 日日本公司法(日：会社法)之制頒，將公司法制從商法中獨立出來，再加上 2014 年 6 月 27 日(2015 年 5 月 1 日施行)的新法，又有一次極大幅度的修正。⁴⁰讓日本公司法的架構相較

³⁸ 同前揭註 33。

³⁹ 江頭憲治郎、中村直人，論點體系会社法 2，頁 477，2012 年。轉引自杜怡靜，E 化環境中關於股東權行使之比較研究，政大法學評論，第 133 期，頁 254，2013 年 1 月。

⁴⁰ 戴銘昇，日本股份有限公司組織法制之研究-以 2015 年 5 月新公司法為基礎，集保結算月刊，222 期，頁 8，2015 年 10 月。

於國內公司法複雜度更高，董事會的組織規範亦更嚴謹。

除公司法外，日本對證券交易法也進行了大規模修正，修正後的證券交易法更名為金融商品交易法(日：金融商品取引法)，在 2007 年 9 月 30 日正式施行，因此股份有限公司需同時遵守公司法及金融商品交易法。公司法主要規定了從股份有限公司從設立到運行中有關組織層面上的私法規則；而金融商品交易法由金融廳和證券貿易等監督委員會負責施行，雖金融商品交易法行政性規定居多，但仍有許多私法性質。⁴¹

對於上市公司的委託書為募集者，依金融商品交易法施行令第三十六條之二，對該被募集之股東，應提出載有關資募集者及議案內容之參考書籍，其次募集者對於被募集者應交付載有對各議案為贊成或反對的委託書用紙，藉由賦予募集者對於被募集者交付相關資訊書類之義務，使股東在充分的資訊環境下，基於其明確之意思而授予代理權，避免股東於不知議案之情形下，委託代理人出席，一方面防止利用委託書之募集作為維護經營權之手段，另一方面可避免股東因誤解而為委託代理之情形發生。⁴²

為防止委託書為特定人所濫用，規定不得以違反政令所設之規定，對上市之股份有限公司，以為自己或他人以代理行使表決權之方式進行委託書之募集(金融商品交易法第一九四條)。⁴³第 205 條之 2 之 3 規定違反者可處 30 萬日圓以下罰金。

⁴¹ 神田秀樹著，朱大明譯，日本上市公司的公司治理，清華法學，6-5 期，頁 167-168，2012 年 9 月。

⁴² 田中誠二，コンメンタル證券取引法，頁 1139，勁草書房，1996 年。轉引自杜怡靜，E 化環境中關於股東權行使之比較研究，政大法學評論，第 133 期，頁 254，2013 年 1 月。

⁴³ 川村正幸，金融商品取引法，頁 221，中央經濟社，2014 年 4 版。轉引自杜怡靜，E 化環境中關於股東權行使之比較研究，政大法學評論，第 133 期，頁 254，2013 年 1 月。

金融商品交易施行令第 36 條之第 1 項規定，徵求表決權代理行使之人，於為該徵求時，應對其相對人(被徵求人)交付委託書用紙及記載內閣府令所定關於代理權之授與應供參考事項之文件。而關於委託書用紙及參考文件之提出，禁止以虛偽記載之文件進行徵求(施行令第 36 條之 4)、股東付費請求公司交付參考文件(施行令第 36 條之 5)，不適用委託書徵求規則之例外情況(施行令第 36 條之 6)，亦規定於金融商品交易法施行令中。⁴⁴

委託書收購，在現在的日本並沒有存在多大的問題，主要原因在於法人機構持股多於散戶，因此縱或非法人機構股東進行委託書的收購行為，亦不大可能干擾到公司的營運。但這不代表日本並無外界敗壞經濟風紀，擾及市場安寧的行為存在。第一、蒐購委託書一事耗費人力、物力。第二、奪取公司經營權，然後謀取暴利的做法過於大費周章，且風險高。所以日本所謂的股市黑道(俗稱總會屋)，通常只要透過市場買股票，在取得股東權後，直接在股東會前後或開會時，用暴力或非暴力手段謀取利益即可達到其目的。⁴⁵

⁴⁴ 戴銘昇，禁止價購委託書 20 年-合法性與正當性之再度省思，台灣法學雜誌，第 310 期，頁 80-98，2016 年 12 月。

⁴⁵ 李茂生，出席公開發行公司股東會委託書蒐購行為的刑事問題商榷，萬國法律 91 期，頁 30-45，1997 年 2 月。

第三章 股東會委託書價購是否可行

股東會委託書當初引進國內的目的為方便股東若無法親自出席股東會時可委託他人出席，代為表示其意見，此立意良善。但實務上，多數持股比例甚微之股東可能對經營階層多不熟悉，購買股票時多以股價表現的期待值或他人推薦作為決定是否購買的依據，此時，股東會前若可以就近兌換股東會紀念品，更是無千里迢迢出席股東會的意願。因此在未禁止委託書價購的時期，就成為有心參與經營或奪取董事會席次的人士爭取的目標，進而衍生出專門代為收取股東會委託書，而自稱委託書通路業者這個特殊的行業。

爾後，因多起經營不善的案件被歸咎於新經營者持股不足，入主是因為價購委託書，主管機關因此多次修正委託書使用規則，最後禁止價購委託書，以下將探討主管機關過程中管理政策的轉變、正反面意見，最後推導股東會委託書價購的可行性。

第一節 禁止價購股東會委託書的歷程

我國當初修訂公司法時，曾討論是否禁止價購委託書，因為考慮到可能遭「限制財產權」之譏，而採適當管理原則。⁴⁶因此曾經一段時間我國也未明文禁止委託書的價購，直到後期陸續發生股東會委託書遭扭曲使用。主管機關考量現代國家也已捨棄「財產權絕對」之原則，因此在考慮投票權與股權分離的結果，造成經濟上「支出」與「獎勵」不對稱的現象，恐造成利益輸送的結果，嗣後修法改為

⁴⁶ 王文宇、陳錦旋、廖大穎、陳婷玉，公司股東使用委託書與投信事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會，頁 106，2008 年 2 月，2 版。

禁止以金錢方式或其他利益取得委託書。以下說明相關歷程。

1968 年左右，收購委託書甚至成為一種特殊的行業，有專以收購委託書的業者出現。當時從事收購委託書行業的業者雖分成數股力量，但徵求的案件量近七成集中在其中一、二個主力集團。

他們的作法是花費大量人力、物力，透過媒體徵求委託書，然後或是支持集團中的特定人為標的公司的董監事，或是將蒐購所得委託書轉售給需要的，或是利用委託書於股東大會中支持特定議案。直至 1981 年前後，因為於董監事改選時被用來做為角逐席位並掌控公司經營權，政府始對於這種商場上的習慣加以重視。行政院函財政部，要其研擬對策，以防止利用委託書的蒐購而奪取公司正當企業經營權的現象繼續氾濫。當時，就行政院的觀點而言，蒐購委託書的人若是在野股東，則蒐購行為即是一種對正當企業經營的挑戰，其不外是所謂的野心股東，所為蒐購行為自然會成為敗壞風紀，擾及市場安寧的惡行。反之，收購者是當權的董監事，則此收購行為即變成維持合法經營權的正當行為。

既然行政院的意見是如此，所以當初雖然剛改隸財政部的證券管理委員會起初是傾向於禁止所有的公開蒐購行為，但到後來不得不改採委託書是屬於私有財產之一，不能禁止有買賣的意見，而由"禁止"轉向至"適當管理"。⁴⁷

1980 年 5 月 9 日經濟部公司修正過程中，呂學儀等 31 位立委曾提案於公司法第 177 條增訂第 4 項「任何人不得以金錢或具有金錢價值之物品，交換委託書，違者科四千元以下罰金。」及第 5 項

⁴⁷ 李茂生，出席公開發行公司股東會委託書蒐購行為的刑事問題商榷，萬國法律，頁 31-33，1997 年 2 月。

「股東違反前項規定當選董事監察人者，無效。」審議過程中，肯定及否定意見皆有，最後院會時無異議決定不修正第 177 條，當時仍不立法禁止價購委託書。⁴⁸

1982 年 6 月 10 日以(71)證管(四)字第○八八九號令發頒布「公開發行公司出席股東會委託書管理規則」，此時頒布之規則不禁止徵求與蒐購的行為，而僅是要求統一的委託書格式以及一定的徵求者申報程序。這種規定不僅無法律明文授權，其亦未設有任何罰則，事實上是不可能產生管理的效果。於是政府於 1983 年修正證券交易法，新增第二十五條之一，授權主管機關制定限制、取締或管理委託書使用的行政規則。基於此一新增條文，證券管理委員會於民國 1984 年頒訂了「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」。

1987 年時，股價指數已上漲到一萬餘點，許多上市公司董監事逢高賣股，導致國內絕大多數的上市公司經營階層的持股，由百分之八十降至百分之三十。⁴⁹

在當時，在部份上市公司的經營者已逢高出售持股，導致持股數已明顯降低，因此必須收購委託書，否則可能無法維持經營權。而許多市場派股東，為搶奪經營權，開始仰賴委託書，以便獲取董監事席位。而當時，於取締的執法上並未完全落實，於是合法與非法的委託書蒐購戰逐年白熱化。而在花了大筆金錢以及龐大人力後，始能維持或獲得經營權者，主管機關認為極有可能會於達到目標後以不正當的手法彌補先前的投入。此外，因經營權爭奪戰的發

⁴⁸ 立法院公報第 60 卷，第 31 期，頁 18。

⁴⁹ 李茂生，出席公開發行公司股東會委託書蒐購行為的刑事問題商榷，萬國法律，頁 31-33，1997 年 2 月。

生，亦有可能引起經營階層的動盪，進而嚴重影響公司的正常營運。

當時的主管機關為證券管理委員會，先於 1996 年 9 月中旬發佈修改「使用委託書規則」的訊息，並強調全面禁止藉委託書而入主上市公司的情形，考慮若涉及董監事改選的情事時，將禁止委託書的蒐購行為，或縱不禁止蒐購委託書，而持有的委託書亦仍計入出席股東會股份，但在改選董監事時，則不予記入。但仍未下決心禁止價購委託書。

最重要的轉折點在於 1996 年初高雄區中小企業銀行經營權爭奪戰所引發公司經營階層的動盪，導致存款大量流失，嚴重影響高雄企銀的正常營運。因此，財政部於 6 月底，因高雄企銀之自有資本占風險性資產比例(BIS)已到法定下限的 8% 邊緣，發函警告高雄企銀，要求注意其財務結構之穩健性，同時也要求中央存款保險公司隨時待命，必要時將介入高雄企銀進行輔導的工作。當年 11 月 1 日中央存款保險公司金融檢查報告，又發現其逾放比率不斷提高，下令其增提呆帳準備金，以保障存款戶及投資人權益，引發社會大眾與主管機關的關切，主管機關深究此事件發生原因，歸咎於高價蒐購委託書所導致。⁵⁰

直到 1994 年威京集團(京華證券)利用承銷中工、中石化的機會及利用職務之便取得委託書，入主中工及中石化，經濟部始建議改革委託書制度。

而 1996 年高雄企銀的股東郭金生，利用收購委託書方式，以

⁵⁰ 廖大穎，台灣公司法制之問題研討-蒐購委託書與企業秩序之維持，月旦法學雜誌，第 21 期，頁 18，1997 年 2 月。

0.03%股權拿走經營權後，證管會以(85)台財證(三)字第○三九八八號令修正發布使用委託書規則共二十五條，其中第十一條即是規定不得價購委託書。⁵¹

1996年12月17日，財政部證券管理委員會頒佈新版「使用委託書規則」。該規則第十條第一項第一款規定，不得以給付金錢或其他利益為條件，而取得出席股東會的委託書，但股東會紀念品則不在此限。該條第二項又規定公開發行公司每屆股東會如有紀念品，亦以一種為限。據此，利用紀念品於價值上的差異實質上蒐購委託書的活動亦被阻絕。至於在禁止委託書買賣行為後，股東大會無法召開的情形、新規則以開放信託事業進行徵求(放寬到不規定徵求比率的上限)、強制法人機構、外資機構、投信事業(雖然依規則僅此-法人機構是被強制必須支持公司派董監事，但事實上法人機構是較於傾向穩定經營的維持)、證券自營商等出席股東會的方法加以解決。而理論上，具專業判斷能力之法人，應不會持有他不認同陣營之股票。

股東委託書是否禁止價購的顯現混亂的局面的時期，有心人士做為謀利的工具，證券主管機關基於股東之表決權為共益權性質，現行委託書的規則是採不得以現金或其他利益為條件，藉以取得股東之委託書。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。且規定公司之紀念品，以一種為限，數量不足時，得以價值相當者代替之，為維持股東會紀念對競爭者發放之公平性使用委託書規則規定:徵求人或受託理人依「使用委託

⁵¹ 李茂生，出席公開發行公司股東會委託書蒐購行為的刑事問題商榷，萬國法律，頁 31-33，1997年2月。

書規則」第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司或繳交一定保證金予公司後，得向公司請求交付股東會紀念品，再轉交委託人，公司不得拒絕。前項股東會紀念品保證金之金收取方式，由公司基於公平原則訂定之。⁵²

主管機關最後採行直接禁止價購委託書的方式確實有止住亂象，但遇到問題就直接禁止如同因噎廢食，本研究認為應從委託書的性質先做探討，以掌握其運作的價值，才能訂出妥適的管理機制。



⁵² 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，第 142 頁，2015 年 9 月，第 13 版。

第二節 股東會委託書的性質

股東會委託書所表彰的就是股東會的表決權。學者指出股東之表決權是股東權的一種，其存在目的主要為了保護股東投資，避免企業經營者擅權危害股東權益，現代公司在所有經營分離情況下，股東表決權使股東得以參與公司重要決策與經營者之任免、藉以達成公司治理的目的。由於股東會為公司最高的意思機構，此表決權的行使不僅可以形成公司意思，也是支配公司的手段之一。⁵³而對於鞏固經營權的公司派或有心介入公司經營的市場派而言，是絕對需要掌握的關鍵要素。

而所謂的表決權為股東就股東會之議決事項為可決或否決之意思表示，藉以形成公司意思之權利。股東在所有與經營分離原則之下，雖無業務執行權，但仍得透過表決權間接支配公司。⁵⁴

股東會委託書在股東表決權行使上，屬於間接行使之性質(尤其是全權委託他人行使的情形)。此點可從公司法第一七七條第一項規定，股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理，出席股東會或代理股東行使表決權證實。然而，有疑問的是，委託書的真正功能何在?從過去歷次使用委託書規則之訂定或修正說明中可以發現，證券主管機關所重者，為公司穩定經營之維持或使股東會得以順利召開為目的。其結果成為國內學者柯芳枝教授所指出我國委託書制度的實際使用情形：「此制度乃成為少數之股東，尤其是自居經營地位的董事之流支配公司最佳手段」。

⁵³ 柯芳芝，公司法專題研究，國立台灣大學法學叢書，頁 99，1976。

⁵⁴ 王文宇，公司法論，元照出版有限公司，頁 289，2006 年 8 月，3 版。

事實上，現代西方公司法制早已賦予委託書積極的功能-即監控在朝公司董事會之作為。蓋誠如早期英國一位學者所言，祇要公司不停止運作，則換其董事會比改換政府的一個部會還困難」("It is easier to upset a Ministry than a Board of Directors, so long as a company remains a going concern.,)。

終結不負責任但卻又自動延續生命的寡頭政治的經營者永保權位，不滿意公司經營者表現的人，當然可以訴諸公開收購股權及徵求託書之方式，以取得公司經營權，驅逐、汰換不適任之經營者，徹底改造公司。故從公司治理的角度觀察，委託書有其積極正面功能。申言之，股東可藉由委託書的徵求制度，挑戰表現不佳之董監事，從而使股東會積極發揮監督公司經營者之作用。⁵⁵

國內學者賴英照教授亦早在一九八〇年代初即指出，公司規模變大後，委託書的使用，便成為一種普遍現象，其原因不外乎：

第一、股東散處各地，與公司股東會的會場可能距離遙遠。

第二、股東本身有自己的工作，股東會開會的時間往往不在假日，股東不一定有空參加。

第三、由於股權分散，個別股持有股數，份量有限，參加開會的興趣不大。

第四、對於大多數的股東而言，親自出席股東會遠不及使用委託書經濟方便。

第五、召開股東會，需有代表一定數額股權的股東出席，否則

⁵⁵ 劉連煜，現代公司法，元照出版有限公司，頁 373-374，2015 年 9 月增訂第 11 版。

便要流會，經營者常要求不能親自出席的股東書立委託書，請他人代理出席。

第六、股東人數眾多，即使勉強聚集一堂，也無法就議案為有意義的討論。⁵⁶

由於傳統型態的股東會已無法發揮其功能(因公開發行公司股東人數眾多，無法就議案作充分討論，實務上常由司儀宣讀議案，並稍經簡短說明後，即鼓掌通過，即是著例。因此，召開股東會，可謂已流於形式)，故「實際上委託書之徵求過程成為實質意義之股東會。因此，如何藉委託書制度的運作，使股東滿足符權利和選擇的自由，進而使股東會重獲其實質意義，發揮決策與監督功能，應是妥善運用委託書的基本方向」。⁵⁷

賴英照大法官上述的評論，其實已指引了我國公開發行公司股東會應穩健步入西方學者早在一九四〇年代所描述的西方巨型企業的實態「現代股東會，其實就是委託書的徵求」⁵⁸。無論是否已經達到先進國家巨型企業的規模，國內企業股東會中委託書已是決定性的關鍵因素。

由上可知，委託書作用影響股東會決議甚大，掌握委託書即實質控制股東會，也因此有意獲取公司經營權的人，除透過資本市場收購股權外，亦需徵求足夠的委託書。市場派需仰賴收取委託書挑戰現任經營者，現任經營者也需靠委託書鞏固經營權。

⁵⁶ 賴英照，股東的地位與委託書管理，中興法學第 20 期，頁 345，1984 年 3 月。

⁵⁷ 同前揭註 54，現代公司法。

⁵⁸ 賴英照，證券交易法逐條釋義第二冊，自行出版，頁 155-158，1992 年 8 月第六版。

但無論如何，現任經營者在法令的保護下處於優勢地位，股東名冊的掌握、股東會相關條件的確立、公司資源協助等都較市場派有利，而在一般股東眼裡，只要經營者不要惡名昭彰，基於希望公司穩定，對於公司派的支持度都會高於市場派，也使得公司派徵求委託書的難度較低。



第三節 公開徵求委託書的盲點

公開徵求委託書是現行國內唯一合法的委託書徵求方式，屬無償徵求，但依研究者實務經驗而言，公開徵求的形式大於實質意義，以下先針對公開徵求的方式及實務運作上的盲點做探討。

一、委託書徵求方式：

依「使用委託書規則」第三條規定：

- I 本規則所稱徵求，指以公告、廣告、牌示、廣播、電傳視訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書藉以出席股東會之行為。
- II 本規則所稱非屬徵求，指非以前項之方式而係受股東之主動委託取得委託書，代理出席股東會之行為。
- III 委託書之徵求與非屬徵求，非依本規則規定，不得為之。

實務上公司多採用平面媒體廣告的方式公告週知，以廣播、電傳視訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書幾乎不曾見，原因在於徵求人在現行法令下能提供的經濟利益近乎零，只能以經營理念感動股東，除非股東是知名公眾人物，號召力強，一舉一動都可以成為媒體焦點，否則以一般人而言，欲採現行方式徵求委託書無異緣木求魚。

二、徵求時應揭露項目

為配合公司法第一九二條之一第七項及第二百十六條之一規定

有關董監事候選人名單及相關資料之公告，使用委託書規則第八條規定，徵求委託書之書面及廣告應記載被選舉人之學歷、董事被選舉人經營理念及持有該公司股份之設質與以信用交易融資買進情形等。另外，又鑒於徵求委託書之書面及廣告上所載擬支持之被選舉人，將影響股東交付委託書之意願，使用委託書規則第五條之徵求人及第六條第一項之「委任股東」其自有持股所支持之董事或監察人，如與徵求委託書之書面及廣告上所載擬支持之被選舉人不一致，亦應揭露於徵求委託書之書面及廣告，俾刊股東判斷是否交付委託書予徵求人，因而使用委託書規則同條規定：徵求委託書之書面及廣告也應明徵求人及委任股東，其自有持股是否支持徵求委託書書面及廣告內容記載之被選舉人。亦即，透過資訊揭露方式加以管理。⁵⁹

另外，為防止徵求人於董監改選時，所擬支持之被選舉人人數過於浮濫，使用委託書規則第八條第四項規定「徵求人其擬支持之董事或監察人被選舉人，不得超過公司該次股東會議案或章程所定董事或監察人應選任人數。」

⁵⁹ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版有限公司，第 141-142 頁，2015 年 9 月，第 13 版。

圖一、台積電 2017 年股東會開會通知書⁶⁰

開 會 通 知 書

第 2 聯

一、茲訂於民國106年6月8日上午9時假本公司企業總部大樓(新竹科學工業園區力行六路八號晶圓十二A廠)舉行本公司民國106年股東常會，會議召集事由：(一)報告事項：1.民國一百零五年度營業報告。2.審計委員會查核報告。3.民國一百零五年度員工酬勞及董事酬勞分派情形報告。4.報告本公司合併百分之百持有之子公司積成投資股份有限公司。(二)承認案及討論案：1.承認民國一百零五年度之營業報告書及財務報表。2.核准民國一百零五年度盈餘分派之議案。3.核准修訂公司章程。4.核准修訂取得或處分資產處理程序。(三)選舉案：增選二名董事。(四)臨時動議。

二、本公司民國一百零五年度盈餘分派案，業經董事會擬訂如下：
普通股現金股利總計新台幣181,512,663,206元，每股配發新台幣7元，其配息基準日由董事會授權董事長決定之。

三、本次股東常會增選二名董事，董事候選人之相關訊息如下：
1.董事候選人：劉德音先生及魏哲家先生。
2.候選人之學經歷等相關資料之查詢網址為：[【http://mops.twse.com.tw】](http://mops.twse.com.tw)。

四、依公司法第165條規定，自民國106年4月10日起至民國106年6月8日止停止股票過戶

五、檢奉出席通知書及委託書各一份，貴股東如決定親自出席時，請於「出席通知書」上簽名或蓋章後（無須寄回），於開會當日攜往會場報到出席；如委託代理人出席時，請於「委託書」上簽名或蓋章，並親填受託代理人姓名及地址後，於開會五日前送達本公司股務代理人中國信託商業銀行代理部，以憑寄發出席簽到卡予受託代理人。

※ 六、如有股東徵求委託書，本公司將於民國106年5月8日製作徵求人徵求資料彙總表冊揭露於證基會網站，股東如欲查詢，可直接鍵入<http://free.sfi.org.tw>至『委託書公告相關資料免費查詢系統』，點選『查詢委託書公告開會資料由此進入』後，輸入查詢條件即可。

七、本公司股東會得以電子方式行使表決權，行使期間為：自民國106年5月9日起至民國106年6月5日止，請逕登入臺灣集中保管結算所股份有限公司「股東會電子投票平台」【<https://www.stockvote.com.tw>】，依相關說明操作之。

八、本次股東會委託書之統計驗證機構為「中國信託商業銀行代理部」。

九、敬請 察照辦理為荷。

此 致

貴股東

台灣積體電路製造股份有限公司 董事會

敬啟



圖二、台積電 2017 年股東會委託書徵求人彙總名單⁶¹

台灣積體電路製造股份有限公司民國106年股東常會委託書徵求人彙總名單
股東常會日期民國106年6月8日

| 序號 | 徵求人 | 委任股東 | 擬支持董事被選舉人名單 | 董事被選舉人之經營理念 | 徵求場所名稱或所委託代為處理徵求事務者名稱 |
|----|-----|-------|-------------|---|--|
| 1 | 何麗梅 | (不適用) | 劉德音 魏哲家 | 主要經營理念： 1.堅持誠信正直。 2.專注於「專業積體電路製造服務」本業。 3.放眼世界市場，國際化經營。 4.注意長期策略，追求永續經營。 5.客戶是我們的夥伴。 6.品質是我們工作與服務的原則。 7.鼓勵在各方面的創新，確保高度企業活力。 8.營造具挑戰性、有樂趣的工作環境。 9.建立開放型管理模式。 10.兼顧員工福利與股東權益，盡力回饋社會。 | 新竹市光復路一段270號8樓之2 徵求期間：民國106年5月9日起至民國106年6月1日止。 ※本次股東會公司未發放紀念品。 |
| 2 | 左大川 | | | | |

註：以上資料係屬彙總資料，股東如須查詢詳細資料請參照本開會通知書上載明公告日報或證基會網站 (<http://free.sfi.org.tw/>) 查詢。

第 1 聯

⁶⁰ 資料來源：公開資訊觀測站，網址：<http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>

⁶¹ 同前揭註 60，公開資訊觀測站。

實務作業上，委託書徵求人彙總名單上所載之徵求人亦僅有簡單的經營理念描述，股東在如此有限的資訊下，很難產生想深入了解徵求人的動機。更何況，若當次股東會公司決定不發放股東會紀念品，徵求人甚至連代發紀念品的機會都沒有。試問有多少股東會將委託書無償交予一位看似理想崇高，但卻經營理念模糊籠統的陌生徵求人呢？而這正是本國企業股東競爭地位上不平等的盲點之一。

四、委託書之取得方式

出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

- 一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。
- 二、不得利用他人名義為之。
- 三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。

各公開發行公司每屆股東會如有紀念品，以一種為限，其數量如有不足時，得以價值相當者替代之；公司對於股東會紀念品之發放，應以公平原則辦理。

徵求人或受託代理人依第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司或繳交一定保證金予公司後，得向公司請求交付股東會紀念品，再由其轉交委託人，公司不得拒絕。

前項股東會紀念品保證金之金額及收取方式，由公司基於公平原則訂定之。

圖三、台積電 2017 年股東會委託書⁶²

委託書填表須知

一、委託書應依公開發行人出席股東會使用委託書規則及公司法第一百七十二條規定辦理。

二、股東接受他人徵求委託書前，應請徵求人提供徵求委託書之書面及廣告內容資料，或參考公司彙總之徵求人書面及廣告資料，切實瞭解徵求人與擬支持被選舉人之背景資料及徵求人對股東會各項議案之意見。

三、股東應使用本公司印發之委託書用紙，委託書與親自出席通知書均簽名或蓋章者，視為親自出席；但委託書由股東交付徵求人或受託代理人者視為委託出席。

四、委託書應由委託人親自簽名或蓋章，並應由委託人親自填具徵求人或受託代理人姓名，但信託事業或服務代理機構受委託擔任徵求人，及服務代理機構受委託擔任委託書之受託代理人者，得以當場書寫方式代替之。

五、徵求人或受託代理人應於委託書上簽名或蓋章，並詳填戶號、姓名或名稱、身分證字號或統一編號、地址、受託代理人如非股東，請於股東戶號欄內填寫身分證字號或統一編號；徵求人如為信託事業、服務代理機構，請於股東戶號欄內填寫統一編號。

六、委託書應於開會五日前送達本公司服務代理人中國信託商業銀行代理部；委託書送達服務代理人後，股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向服務代理人為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。

委託書

一、茲委託 君(須由委託人親自填寫，不得以蓋章方式代替)為本股東代理人，出席本公司民國106年6月8日舉行之股東常會，代理人並依下列授權行使股東權利：

(一)代理本股東就會議事項行使股東權利。(全權委託)

(二)代理本股東就下列各項議案行使本股東所委託表示之權利與意見，下列議案未勾選者，視為對各該議案表示承認或贊成。

I、承認案及討論案

1. 承認民國一百零五年度之營業報告書及財務報告書

(1) 承認 (2) 反對 (3) 棄權

2. 核准民國一百零五年度盈餘分派之議案：

(1) 贊成 (2) 反對 (3) 棄權

3. 核准修訂公司章程：

(1) 贊成 (2) 反對 (3) 棄權

4. 核准修訂取得或處分資產處理程序：

(1) 贊成 (2) 反對 (3) 棄權

II、選舉案

增選二名董事。

III、臨時動議。

二、本股東未於前項 內勾選授權範圍或同時勾選者，視為全權委託，但服務代理機構擔任受託代理人者，不得接受全權委託，代理人應依前項(二)之授權內容行使股東權利。

三、本股東代理人得對會議臨時事宜全權處理之。

四、請將出席證(或出席簽到卡)寄交代理人收執，如因故改期開會，本委託書仍屬有效(限此一會期)。

此 致

台灣積體電路製造股份有限公司
授權日期民國 年 月 日

徵求場所及人員簽章處：

委託人(股東) 編號 (84) 台積電

簽名或蓋章

徵求人 簽名或蓋章

受託代理人 簽名或蓋章

禁發算檢
止現所舉
交違檢電
付法舉話
現取，：
金得經
或及查
其他證
利委實
益託者
之書，
價，最
購可給
託附予
書具檢
行體舉
為事獎
證金
向五
集萬
保元
結，

五、表決權不予計算的情形

依「使用委託書規則」第二十二條規定：

I 使用委託書有下列情事之一者，其代理之表決權不予計算：

- 一、其委託書用紙非為公司印發。
- 二、因徵求而送達公司之委託書為轉讓而取得。
- 三、違反第五條、第六條或第七條之一第一項規定。
- 四、違反第八條第二項規定於徵求場所外徵求委託書或第四項規定。

⁶² 同前揭註 60，公開資訊觀測站。

五、違反第十一條第一項規定取得委託書。

六、依第十三條出具之聲明書有虛偽情事。

七、違反第十條第一項、第十三條第一項、第十四條、第十六條第一項或第十九條第二項規定。

八、徵求人或受託代理人代理股數超過第二十條或第二十一條所定限額，其超過部分。

九、徵求人之投票行為與徵求委託書之書面及廣告記載內容或與委託人之委託內容不相符合。

十、其他違反本規則規定徵求委託書。

II 有前項各款情事之一者，公開發行公司得拒絕發給當次股東會各項議案之表決票。

III 有第一項表決權不予計算情事者，公開發行公司應重為計算。

惟受證券交易法規範之公開發行公司股東會，有違反上述規定使用委託書者，其代理之股份數仍算入定足數要件基礎之已發行股份總數及出席股東所代表之股份數。但於計算多數決要件之出席股東表權數時，該違法代理股份之表決權數不予計算。⁶³法院判決，如表決權不予計算時，其所代表出席的股權，仍算入股東會的法定出席人數。⁶⁴

⁶³ 林國全，股東會決議成立要件之研究，現代公司法制之新課題-賴英照大法官六秩華誕祝壽論文集，元照出版有限公司，頁 250-251，二〇〇五年八月初版。

⁶⁴ 最高法院八十九年台上字第二五六號民事裁定。

綜上所述，現行針對委託書公開徵求方式，呈現市場派股東若想獲取廣大股東的支持，僅能透過代為發放股東會紀念品的方式，提供股東兌換紀念品的便利性，否則就只能用對公司的愛來感動股東收取股東會委託書，但實務執行上卻是不可能的任務。而若採私下價購的方式收取委託書，提供股東經濟利益加強其交付委託書的意願，一旦被查獲，僅是違法代理股份的表決權數部份不予計算，此吊詭的法規設計，似乎在告訴公司的挑戰者，若不挺而走險，你就得放棄徵求委託書這條路，如此股東會委託書事實上就失去其積極價值，只剩達到開會門檻的意義，因此本研究認為應該針對股東會委託書的收取，設計對所有股東較公平的方式，除可導正亂象外，亦可讓股東會委託書發揮其監督治理的功能。

第四節 贊成禁止價購委託書之理由

從主管機關及學者所主張禁止價購委託書的理由，可以看出價購委託書可能產生的負面效果，但也可以從中找出矛盾點，找出有條件開放價購委託書的管理方針。

(一)收購委託書可能成為日後利益輸送的誘因

允許投票委託書之獨立買賣究竟的弊端在於投票權與股權分離的結果，造成經濟上，支出與獎勵不對稱的現象。以高雄企銀案為例，現有當權派全部持股遠低於百分之十，但卻可藉著收買半數委託書來取得經營權，並得決定銀行資金之運用方式與輸送對象。雖然新經營者可能有更佳的理念與政策。

但不可諱言的，由於其持股或股東權益比例過低，所可能得到的股東紅利自然有限。這種支出與獎勵不對稱的現象會造成制度上的一個弊端：即經營者的經濟誘因可能不是追求股東的最大利益，而是圖利外部關係人，因為經營者以外的其他股東將負擔經營不善與股價下跌的大部份苦果，而利益輸送之所得卻可能超過股價下跌對他所造成的損失。⁶⁵

可歸納出以收購委託書掌握企業的經營權為目的，所引發的經營權爭奪戰，往往將公司視為個人牟利的神器，影響所及，輕微者乃是可能侵蝕該公司的業務營運與財務狀況，更甚者可能危及以證券市場所建立的國民經濟體系。⁶⁶

⁶⁵ 王文宇、陳錦旋、廖大穎、陳婷玉，公司股東使用委託書與投信事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會，頁 106，1996 年 12 月。

⁶⁶ 廖大穎，台灣公司法制之問題研討-蒐購委託書與企業秩序之維持，月旦法學雜誌，第 21 期，頁 22，1997 年 2 月。

但本研究持相反看法，因現行公開發行公司董監事選舉已採累積投票制，若僅憑價購股東會委託書即可撼動經營權，也代表著公司派股東實際持股比例不高，或雙方人馬實力接近，如此豈不是更應該讓大家有公平競爭的機會，否則公司派若已無心經營，僅憑法規保護盤據公司，並非廣大股東之福。

(二)股東會表決權為共益權性質

學者認為表決權係為謀求公司經營及管理之適宜而賦予股東之權利，屬共益權，不能與股東權分離而轉讓。

股東行使權利之目的，股東權可分為共益權與自益權。前者乃指股東非僅為自己之利益而兼有為公司共同目的，而特別指涉參與公司之經營管理為目的可得行使之權利。

而後者乃指股東為自己利益可得行使之權利。股東權中屬於共益權者，如股東於股東會之表決權、股東會之召集請求權以及自行召集權、對監察人請求代表公司或自行代表公司起訴之權利等。而其屬自益權者，最明顯者莫過於股利分派請求權、賸餘財產分派請求權以及股份收買請求權等。⁶⁷

共益權的論點為主管機關決定禁止價購委託書的核心觀念，若以公益角度思考，公司經營階層為經由廣大股東選舉而產生無誤，但究其選舉的本質，董事、監察人選舉時，是否能取得經營權，其影響力來自股東手上的持股，經由相互實力上的較勁，以選舉權數

⁶⁷ 王文字，公司法論，元照出版有限公司，頁 242，2006 年 8 月，3 版。

的優勢決定自己推派的人選取得席次的多寡，席次過半數以上者勝。至於投票時，候選人的過去學經歷、品德、經營績效等並非考慮的重要項目，股東會時，除了小股東或大股東間結盟外，在自利的考量上，絕對只會支持自己的人選，不可能發生因對手推派人選名聲顯赫、才德兼備就給支持。此與政治選舉時候選人為民服務，因此需選賢與能的迥異，因此本研究認為股東權雖具共益權的色彩，但本質上應屬財產權的行使，而既然是財產權的行使，不應給予過多的限制。

(三)價購委託書得以較少成本取得經營權

過去我國公開發行公司董監事改選糾紛不斷，究其原因，乃是部分人士不當地利用公開徵求或收購委託書手法，掌握經營大權，釀成派系之爭。此種現象不僅影響公司之經營，更會妨害股東權益。因此委託書之收購仍應予禁止。

而實務上，收購委託書之目的，不外乎是要取得董監事席次來參與或控制公司之經營。這些收購者如果真有誠意要參與經營，為何不直接收買公司股份，而僅用相對甚低之成本來買被切割後之部分股東權利？這些因收購委託書而當選董監事之人，很可能藉此掏空公司資產。而在臺灣證券市場之實際運作上，有太多企業因市場派收購委託書取得經營權後，導致公司全盤瓦解。⁶⁸

以上論述強調市場派的不當使用股東會委託書，進而造成公司派系對立或經營權問題，但卻忽略股東對公司董事會產生監督的積

⁶⁸ 同前揭註 66，公司法論。

極作用，派系對立亦是對公司派董事的制衡機制，不應該因此否定或阻擋市場派股東進入董事會後對公司治理提升的可能性。

(四)先進國家多無允許價購委託書

徵求委託書的制度，在理論上可達到匯集表決權來監督經營者及使股權分散的公司，得以順利召開股東會的功能，在實際運作上，在德國，由於股權集中，且法人股東持股比例甚高，公司沒有股東會召集不成的顧慮，且少數股東，亦難以徵求委託書的方式取得經營權，而在美國，公司的股權大多非散戶所持有，少數股東欲取得經營權多以收購股權的方式為之，只有極少數透過徵求委託書達到目的。但其仍可藉由委託書達到否決公司提案的目的。

遺憾的是，這個制度自美國移植到我國後，卻使委託書的「徵求」變成「收買」，委託書爭奪戰的目的也從理念之爭變成唯一的董監事改選。影響所及，少數股東得藉著收買委託書而取得多數董監事席位，使市場派搖身一變成為當權經營派。事實上，依美國許多州公司法規定，開股東會時市場人士可「徵求」但不可「收買」委託書；這道理正如在政治選舉時，候選人可「拉票」但不可「買票」一樣。⁶⁹

美國紐約州公司法及模範商業公司法均明文禁止價購委託書，德、法雖無明文，但實務上無人收購不須特別立法。在先進國家多未開放價購委託書的情形下，台灣也應無理由開收價購委託書。

⁶⁹ 王文宇、陳錦旋、廖大穎、陳婷玉，公司股東使用委託書與投信事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會，頁 105，1996 年 12 月。

然先進國家無禁止價購委託書的立法，乃因其多為法人持股，所有權與經營權分離，但我國的國情是幾乎所有公司都是持有足夠股權即可以直接介入經營權。在所有權與經營權無法有效分離的情形下，更應訂立具彈性且適當的管理方式，方能提升公司治理及經營績效。

(五)價購委託書無法顧及小股東利益

股東表決權之計算，係以持有股份總數的多寡為計算基礎，亦即一股即有一表決權。由於個別股東持有之股數不同，倘允許價購委託書，則徵求者必然尋找持有大量股份之股東價購，採「包裹議價」之方式，而較不願意尋求小股東徵求價購，一者，小股東所持有之股數少，必須匯集多數小股東方能募得一定數量之股份，尋找願意交易股東之成本增加；二者，個別股東願意交易價格未必一致，協商成本也較高；反之，只尋得單一大股東，其股數足可抵多數小股東之股份，尋找成本低，再者，要說服單一股東即可，協商成本亦較低。⁷⁰

上述論點認為價購委託書可能忽略小股東的權益，但公司股東本質上即是不平等，股東的影響力來自於手上持股的比例，小股東是以享受公司經營績效成果及股價成長獲利為其最主要的目的，重點並非參與公司經營，因此在收集委託書時，會將重點放在大股東身上，於情於理並無違悖。若認為開放價購委託書將會犧牲小股東

⁷⁰ 高瑞聰，公開發行公司委託書價購可行性之研究，司法官訓練所，47期學員法學研究報告，頁1297，2008年。

權益，亦可於修法時，修正公開徵求機制加入可以有價徵求作為配套，要求股東收購委託書時，需採公開方式收購，小股東即可享有同等利益。



第五節 反對禁止價購委託書之理由

反對禁止價購委託書，主要在將現今禁止價購委託書的作法中，相關不恰當之處點出，亦可做為有條件開放價購委託書修法時的參考。

(一) 合憲性及法律位階檢討

「使用委託書規則」修正後明文禁止以金錢或其他利益為代價，來進行委託書的徵求。學者對於此項修正主要在於委託書屬財產權或共益權正、反兩面意見分歧，對此學者也普遍認為修正後將導致價購委託書走向地下化，而條文的修正方式亦有可議之處。

憲法第 15 條規定：「人民之生存權、工作權及「財產權」應予保障。」復依憲法第 23 條規定：「以上各條列舉之自由權利，除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外，不得以法律限制之。」

依最高法院 87 年度台上字第 1283 號民事判決：「按所謂股份有限公司之股權，係指股東依其擁有之股份，就公司「資產」所得主張之權利，乃屬一種財產權；而股東權則指因認股後，成為股東所取得之身分地位，係屬一種身分權，兩者意義與權利性質迥異。」

最高法院 88 年台上字第 3325 號民事判決：「股份有限公司之記名股票，係屬表彰股東權之有價證券，係財產權之一種，即可依法轉讓，又可為強制執行之標的。則依背書轉讓股份有限公司記名股票之行為，為屬財產上之行為，除無相對人之單獨行為外，自有民法第 87 條第 1 項規定之適用。如股份有限公司記名股票之持有人，

為規避其債權人，而與他人通謀，將其名義之記名股票虛偽轉讓他人時，此項背書轉讓記名股票之行為，因係通謀虛偽意思表示，依民法第 87 條第 1 項規定，應屬無效，不生股票背書讓與之效力。」而最高法院 104 年度台上字第 315 號民事判決：股份為無實體財產權之一，取得股份、讓與股份之行為，屬準物權行為，為處分行為之一種。」

而委託書所表彰者為表決權，而表決權衍生自股東權，股東權之本質上就是財產權。而使用委託書規則第 11 條禁止價購委託書之規定法源係為證券交易法第 25 條之 1 規定：「公開發行股票公司出席股東會使用委託書，應予限制、取締或管理；其徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書之格式、取得、徵求與受託方式、代理之股數、統計驗證、使用委託書代理表決權不予計算之情事、應申報與備置之文件、資料提供及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」究其文義，並未有授權主管機關得禁止價購委託書之文句出現。

另一方面，禁止價購委託書之規定被擴張適用股東亦不得出售委託書，從股東之角度，此則為限制股東行使財產權之自由。復依，大法官釋字第 619 號解釋文指出：「對於人民違反行政法上義務之行為處以裁罰性之行政處分，涉及人民權利之美制，其處罰之構成要件及法律效果，應由「法律」定之，以命令為之者，應有法律明確授權，始符合憲法第 23 條法律保留原則之意旨。」現行之使用委託書規則禁止價購委託書之規定，顯有高度違憲之虞，再者既然證券交易法第 25 條之 1 之授權範圍，並未包含得禁止價購委託書，則對

於價購委託書之行為，不能援用證券交易法第 178 條處罰。⁷¹

學者指出股東投票權雖為共益權的一種，然究其本質，仍為人民之私有財產權，依據中央法規標準法第五條及憲法第二十三條的規定，有關於人民權利義務的限制，應以法律明文為之，而「使用委託書規則」為證券交易法授權當時的證管會訂定之管理規則，於法位階上屬於一種行政命令，以行政命令來限制人民財產權的行使，明顯違反前開的規定，所以這項規定的合憲性必定會受到挑戰。

72

依據 OECD 的公司治理準則，如何確保股東的權利，並藉股東會的召開，協助股東權利的實現，為公司治理的重要課題。委託書的管理應以協助股東會發揮其功能為重心；應否禁止委託書的收購，亦應此為主要考量因素。政策上如決定禁止收購委託書，應有正當的目的，採用適宜的配套方法，並以法律明文規定為宜。⁷³

(二)價購委託書未違反公司法之意旨

公司法第一條開宗明義即指出「本法所稱公司，謂以營利為目的，依照本法組織、登記、成立之社團法人。」其中所指的營利是經營事業以獲得經濟上之利益，並將所得之利益分配予各成員，事業解散時並應將賸餘財產予以分配。須注意的是單純從事營利行為並不等於以營利為目的，除了營利之外，必須以盈餘分配予股東，

⁷¹ 戴銘昇，禁止價購委託書 20 年-合法性及正當性之再度省思，台灣法學雜誌，第 310 期，頁 16-17，2106 年 12 月。

⁷² 王文宇，論公司股東使用委託書法制-兼評新版委託書規則，萬國法律，1997 年 2 月。

⁷³ 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 259，2009 年 10 月 2 版。

始可稱為以營利為目的。由此可知，股東取得股份即是為了本身之利益，因此股東權屬為自益權，股東將委託書售出亦是為獲得利益，股東此時仍持有股份，當然希望公司可以繼續經營，因此也會慎選收購者，甚至可能與其出席股東會做出之決定一致，故不能依此斷定股東出售委託書是盲目行為。

知名學者林國全教授認為證券市場主管機關之任務應只在排除不當之人為操作，維持一個公正公平的市場。在公平市場自由競價之原則下，有價證券之市場價格係由參與市場之眾多投資人之多不同投資決定所形成。只要沒有不當的人為操作，市場價格是否合理，應訴諸投資人自行判斷，政府不應介入。投資人因市場價格變動遭受損失，亦係投資人自行作成投資判斷之結果，應自負其責。⁷⁴

(三)價購委託書與掏空公司不應畫上等號

針對 1988 年至 1990 年間國內上市公司所做的研究發現，委託書收購事件會對於股東財富產生正面之影響，且其正面之影響主要來自於反對派獲得多數席次及反對派沒有獲得席次之樣本中，但是不論反對派於改選之後獲得幾席，均不會形成委託書收購事件對於股東財富所產生之正面效果。

此一實證結果證實了收購事件會促使經理人將公司之資源運用於更有價值之處的說法，此一實證結果似乎也顯示委託書收購事件之發生會揭露出目標公司價值低估之訊息，市場亦會重估以往價值

⁷⁴ 林國全，證券交易法研究，元照出版有限公司，頁 34，2000 年 9 月。

低估之公司，而使得股價上揚。⁷⁵

1990 年到 1992 年間，發生董監改選事件公司的研究中發現，發生委託書收購事件的公司，在委託書收購事件前，其經營績效一般正常公司差，在委託書收購事件後、其經營績效則改善了，可見委託書收購制度不啻為一個良好的監控機制，是促使在野股東利用委託書收購這機制來挑戰那些表現不佳之在朝經營者，以敦促公司績改善。此外，研究並指出，經營者持股與公司經營績效無關，所以在野股東以較少持股藉由委託書收購取得經營權，應不予以非難。研究認為，使用委託書規則之設計應是公平對待在朝經營者與在野股東，而應嚴格限制徵求者之資格，否則就抹煞了收購委託書可以發揮公司監控之積極功能。⁷⁶況且，收購委託書者可能對公司經營是有理想、有抱負，未必有害。

(四)價購委託書的接管功能

以經濟學理的角度來看，併購是解決企業經營權與所有權分離後所衍生代理問題的重要機能。因為當股東將經營權委託給經理人時，由於經理人並未擁有相對應的所有權，因此會傾向於以掠奪股東利益方式來完成個人目標，這一來當然有害於企業的經營績效，經營行為也難免偏離「股東財富最大」的原始目標。要解決經理人瀆職所衍生的代理問題，固然可透過董事會的監督功能來制約，但董事們基於自利動機，若選擇與經理人勾結可能更為有利，只是這

⁷⁵ 邱美惠，價購委託書對股東財富暨經理人職位安全之影響，中央大學財務管理研究所碩士論文摘要，1992。

⁷⁶ 蕭鋼柱，價購委託書對公司經營績效影響之研究，中興大學會計研究所碩士論文摘要，1996。

樣一來董事會功能就會癱瘓。

而接管有三個途徑，第一是經由董事會來進行合併案談判；第二是透過股票市場來進行股權收購；第三則是大量收購委託書，以求在股東大會中主控董監事人選與經營權。而委託書收購是「接管機能」併購成本最低廉的一種，因此也是紓解代理問題，使國內企業擺脫家族經營色彩，走向專業經理人制度的重要促進劑。

如果主管機關全面禁止委託書收購，則委託書所代表的接管意義完全消失。在透過董事會談判合併案與股權收購都須耗費大量成本的情況下，上市公司的股東沒有能力去監督經營者。而經營在缺乏有效監督下，勢必更加為所欲為，使代理問題惡化。當代理問題無法有效掌控時，上市公司將由「大眾化公司」，退化為「私人公司」，甚至再轉變成「家族公司」。⁷⁷

理由在於我國主管機關一直希望將國內企業的所有權與經營權分離，是指持有少量股權的人掌控公司經營權的情形；藉委託書(而非股權)獲取經營權，正是形成所有權與經營權分離的主要方法；另一方面，如要求經營者購買多數股權，反而是悖離所有權與經營權分離的做法。⁷⁸

(五)禁止價購委託書是否可達到其效果令人存疑

與美國法比較，我使用委託書規則將買賣委託書視為當然違法的行為，且在證交法及公司法均未明文禁止的情況下，逕以行政命

⁷⁷ 邱毅，全面禁止委託書收購是正確做法嗎？，經濟前瞻，1997年1月5日。

⁷⁸ 賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，自行出版，2006年2月。

令訂定，均與美國法不同。此外，現行規則僅禁止委託書的收購，如大股東之間以給付金錢為條件，承諾支持 A 先生擔任董事，並親自出席投票，或承諾不支持 A 的競爭對手 B，而故意放棄投票，此等情形雖使 A 增加獲取經營權的成本，但因未使用委託書，並非規則所能規範。董、監事選舉如此，重大議案的表決亦復如此。禁止收購委託書能否達成預期的目的，頗有可疑。⁷⁹

自實施禁止價購委託書後，報章媒體的確再也沒看到明目張膽的委託書通路業者的收購廣告，但轉至檯面下的結果，只有持股大股東可享受將委託書轉移的經濟利益，小股東多半都是僅能以委託書換取股東會紀念品。

(七)查緝困難

現行股東會召集時，各方人馬為主導相關人事或經營策略議案，便會出現公司派與在朝派各方人馬強力徵求委託書之情形，鑑於現行公司規模本龐大，為使議案得以議決通過，因此徵求委託書之數量必然具有相當數目，以募得一定數額之表決權，此時委託書之徵求供需上，已具備一定數量、條件，便自然會形成一交易市場。換言之，委託書之徵求已形成一種質量之供需反應，而非少數個案而已。⁸⁰

自從 1996 年 12 月 17 日禁止價購委託書後，委託書價購之傳聞

⁷⁹ 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 259，2009 年 10 月 2 版。

⁸⁰ 高瑞聰，公開發行公司委託書價購可行性之研究，司法官訓練所，47 期學員法學研究報告，2008 年。

卻從未斷絕。過去，因為未禁止價購委託書，故徵求人或委託書業者就明目張膽在報紙上大登廣告公開收購委託書，禁止價購後，這些公然的行為當然就不再存在，但並不代表就沒有價購委託書的行為，而是轉為地下化更難查緝。⁸¹

近期炒得火熱的矽品及日月光經營權爭奪戰即是明顯的例子，據報載日月光與矽品從筆戰打進法律戰，據瞭解，檯面下也出現委託書徵求大戰，除以紀念品換委託書外，更傳出市場上委託書行情已飆上每千股 100 至 500 元高價。時任金管會主委曾銘宗表示，價購委託書是違法的，會請集保結算所注意這現象。集保結算所也指出，近年來價購委託書的案例越來越少(?)，另外也設有 5 萬元獎金的檢舉專線，讓投資人能檢舉、減少違法的情事⁸²。但實際上即便新聞報導已曝光此事，但主管機關除設檢舉專線提供為數不多的檢舉獎金外，卻無其他更有力的方式可以獲取具體事證進行查緝，顯見主管機關也認知道查緝的困難度。

(八)價購委託書與選舉賄選本質不同

政治選舉的目的在於追求參政的公平性的目標，至於制度是否有效率或經濟性影響並不是考量的重點；但對公司而言，追求利潤最大化是經營的最大目標，而參與公司經營的決定權來自於股權的多寡。

⁸¹ 戴銘昇，禁止收購委託書 20 年-合法性及正當性之再度省思，台灣法學雜誌第 310 期，頁 92-94，2016 年 12 月。

⁸² 邱宗皓，矽品委託書大戰 傳千股飆逾百元，中時電子報，2015 年 10 月 6 日。

在議題交易性上，對於公共利益政府傾向以強制法規方式處理人民基本權的問題，而非市場機制，近來經濟性公共議題也趨向可交易的方向，例如：環境保護污染權，公司可以透過繳交污染防制費的方式，在有管制的前題下排放污水、廢氣，因此對環境有一定污染程序的公司，可以多買一些污染權。相較之下，公司涉及的議題，無論是公司併購、資產取得或處分、董監事選舉等，都是屬於私法自治領域，股東皆可依自由意志決定。

退出機制困難度上也有相當大的差異，政治選舉，無論首長、各級民意代表一旦選任，民眾若選後發現當選者非善類，除了透過罷免外，唯一退場機制是搬家或移民。但相對於公司，股東只要透過股票市場拋售股票，即可與公司脫離關係，股東真正關心的是公司盈餘分配及股價的獲利性，原因在於一般小股東是無法介入公司經營，對公司經營者認識也只能透過報章媒體、公開說明書了解，因此決定離開的原因多半與股價有關係。

民主制度扮演的角色亦不同，公司與政治組織都強調民主參與，兩種民主制度均是為了進行權力制衡、掌權者的監控，但所要扮的角色卻有相當大的差異，政治上的民主代表一種程序上的價值，民主程序賦予統治權力行使的正常性。但以公司內的股東民主只是監控公司的一種手段，目的在於達成股東投資效益的最大化，若有其他監控方式能夠更節省資源、更具效力，公司內的民主重要性會相對減輕，因此股東欲如何行使表決權完全出於其自由意志。⁸³

由上可知，政治民主與股東民主本質上存在非常大的差異，因

⁸³ 蘇立立，公開發行公司開放表決權交易可行性之研究-由價購委託書對公司治理之影響出發，世新大學法學院碩士論文，頁 193-195，2004 年 6 月。

此公共議題與私法自治領域應有不同的管理方式，若未究其本質，即套用相同管理機制，則犧牲的是股東應享有的權利。

(九)過度保護公司派經營者

公司派股東掌握董事會，意謂著其掌握了股東會的股東名冊、開會時間、開會地點、大部份議案決定、股東會紀念品的選擇權，其中依作者實務經驗股東會委託書是否可順利徵求的最大關鍵點為股東名冊及股東會紀念品，因為掌握股東名冊即可依名冊上所載持股較高股東的基本資料按圖索驥，可省力許多。而股東會紀念品更是關鍵，因禁止價購委託書，唯一可吸引股東交出委託書的便是股東會紀念品，而且必須是公司指定的紀念品，外部徵求人不得自行採購禮贈品替代，而最重要的黃金關鍵期在於開會通知書寄達至股東通訊處所後的5日，有經驗的委託書業者在5日內幾乎可收取逾8成目標需求的委託書，因此公司派僅需略施小技，故意拖延交付股東會紀念品的時間即可合法攔截大多數的委託書。

由上可知，公司派可輕鬆掌握委託書，若公司經營者一心只想鞏固經營權，僅需在席位上巧妙安排，再輔以開會時由委託書業者協助股東會委託書收取成數的鞏固，其實即使未持有太多股權，亦相當大的機會可達到開會或選舉所需的表決權數，禁止價購委託書所撐起的保護傘可使現任經營者安穩坐享其江山。

第六節 電子投票對委託書重要性的影響

電子投票在國外行之有年，但對臺灣卻是新興的課題，目前限制仍多，但主管機關亦視其是降低公司對委託書依賴程度的利器，並加以推廣，故有需要探討電子投票對委託書重要性的影響。

通訊行使股東權制度的發源地始於美國。在一九八九年時，德拉瓦州開始允許股東利用電話行使股東表決權，在國際證券管理委員會(IOSCO)的建議，及電子商務的蓬勃發展下，一九九七年起，利用網際網路行使股東表決權日益受到重視。美國股東會通訊行使表決權的制度特色在於，由發行公司委託中介機構處理表決權業務，而實質股東透過其擬制人行使通訊表決權。而通訊行使股東會表決權因已真實傳達股東之意思表示，故視同具親自出席的效力。⁸⁴

我國公司法關於股東會電子投票制度之相關規範主要是公司法172條、第177條、第77條之1、第177條之2。為因應電子傳輸科技的快速發展，並透過鼓勵股東積極參與股東會之議決，進而提升公司之治理。我國於二〇〇五年修正公司法條文，明文引進電子投票相關制度，增訂了關於股東會電子召集通知、電子委託書及電子投票等規定。

而關於電子通知與電子委託書的規定，依公司法第172條第4項規定「通知及公告應載明召集事由；其通知經相對人同意者，得以電子方式為之」以及依證券主管機關依證券交易法第25條之1授

⁸⁴ 臺灣證券集中保管股份有限公司，股東會通訊行使議決權制度之研究，九十一年度報告，2002年3月。

權訂定之「使用委託書規則第 2 條第 1 項之規定：「公開發行公司出席股東會使用之委託書，其格式內容應包括填表須知、股東委託行使事項及股東、徵求人、受託代理人基本資料等項目，並於寄發或以電子文件傳送股東會召集通知時同時附送股東」，可知我國承認電子通知與電子委託書之方式，而在採取電子方式為通知及委託書之交付時需先取得股東之同意，此一規定與美國法之規定相同，惟我國並未如美國聯邦證券交易法之規定強制所有公開發行公司提供其股東有電子通知與電子委託書之選擇。⁸⁵本國股東除非表態要採電子投票，否則仍以書面制度為準，即使以電子投票為之，若將表決權書面委託予他人，亦依書面現場投票為準，目前國內電子投票僅限於本人投票使用，尚無法將電子表決權委託予他人。⁸⁶電子投票主要是解決股東無法親自出席，但卻想參與表決的問題，但電子投票制度施行後，仍有許多配套措施需要思考。

國內小股東普遍有領取股東會紀念品的習慣，甚至有股東為了多領取幾份紀念品，而分割股票、收購零股，而形成我國特有的「紀念品股東」的現象⁸⁷。也因此電子投票對小股東而言，或許動機不如換得紀念品來得高。電子投票股東雖未親自出席股東會，但亦可領取股東會紀念品，但需於完成投票後的指定日期方可兌換。

綜上可知，目前國內推行的電子投票僅能體現部份股東行動主義的精神，但因為電子投票僅限於自己可進行，國內尚無法委託他人行使，股東若有自行投票的動機，採親自出席或電子投票可依自

⁸⁵ 林國全，2005 年公司法修正條文解析(上)，月旦法學雜誌，124 期，頁 271，2005 年 9 月。

⁸⁶ 參考自臺灣集中保管結算所股份有限公司之投票壹票通平台之 Q & A。

⁸⁷ 劉連煜、林國全，股東會股東書面行表決權制度相關配合規定之研究(上)，集保月刊第六十六期，頁 18，1999 年。

身條件自行選擇；若股東僅是想兌換紀念品或想將委託書交予徵求人，將採書面委託書交付方式，因此電子投票對於徵求小股東委託書的實務無實質影響。



第七節 對公司治理面向影響之分析

國內傳統的家族企業，股權相當集中，股東人數有限，股東經常聚集一堂，共同商議公司的業務經營，而且實際參與公司的經營。但現代化的巨型企業，則因規模龐大，股東人數眾多，股權分散，股東會召集次數有限，更無法經常齊聚一堂商議公司的業務。公司業務經營的決權，乃漸漸由股東的手裡，旁落到少數經營者的手中。所謂的經營者(指實際負責公司經營的董事及經理人)雖然控制公司經營，但本身擁有的股權卻十分有限。股東雖是公司的所有人，但實際上卻鮮有機會決定公司的業務。這種企業所有與企業經營的現象，成為現代巨型企業的特色。⁸⁸

委託書可否價購亦關係著股東會與董事會間的拉鋸，若股東會是公司最終的監督機構，委託書交易與否即是股東的選擇，但目前法令似乎是將股東會與董事會視為一體予以保護，對公司治理勢必造成影響，以下將針對委託書與公司治理影響進行探討。

一、董事會優位主義與股東會優位主義

(一)董事會優位主義是指公司所有權與控制權分離，股東雖為公司之所有人，但通常不投入公司經營，並且隨著科技進步，公司競爭日益激烈，公司經營愈趨專門化、複雜化，公司經營必須仰賴專業人士，而公司之董事及專業經理人正符合此需求。

董事優位之核心內容乃是認為董事為專業公司管理階層，應作為一個無利害關係的受託人，必須盡力追求股東財產的最大化，鑒於專業需求，董事享有公司之主導權。

⁸⁸ 賴英照，股東的地位與委託書管理，中興法學第 20 期，頁 340，1984 年 3 月。

美國的法規下，董事優先為法律規定之現況，如美國德拉瓦州公司法將股東的權力限縮在選舉董事、修改章程、公司合併分割與賣出公司主要資產，且一般情況下股東僅為公司名義上之所有人，而公司主要決策的決定都是經由董事會。

持董事優位之學者認為將公司決策權交給董事會行使為最有效率、最能夠降低交易成本之方法”。若是採取股東優位的立場，則股東或投資者可以經常性的重新檢視經營階層的決策，造成經營階層成為股東的諮詢者，而非授權處理公司事務之人。

(二) 股東優位主義則是涵蓋兩個原則，第一，董事有義務於公司決策時必須追求股東財產的最大化，且須以股東長期獲利為判斷基礎；第二，股東對公司擁有最終之控制權，即使股東不能每天行使權力，但股東可以透過委託書競爭，機構投資人行動主義，股東訴訟以及市場力量來對公司有最終的決策權。亦即股東不僅是董事決策以追求公司利潤的利得者，更應該是公司事務的最終控制者。

(三) 董事優位或股東優位主義

面對層出不窮的公司財務危機，公司治理為重要議題，現行股東與董事權限之分配亦為重要問題。若將公司交給董事會將產生一個根本的問題，誰來監督董事會？一個團隊組織中，必須存在一個有足夠誘因確保公司生產對公司價值的最終監督者，而該監督者本身不受其他團體或組織監督。便有學者提出最終監督者與剩餘請求者角色結合之概念，當一個享有公司剩餘收入的構成團體被賦予最監督權限，其即有相當之誘因去發現並處罰公司中

不當的經營行為，因為其投資報酬與其能否有效監督之結果形成一正向關係。

因此，縱使在董事優位的立法狀況下，由於股東仍為公司的最終監督者以及剩餘請求者，並且董事會所被賦予的任務仍然是求股東財富的最大化，仍必須賦予股東相當的權利去參與公司經營以及相互溝通，以達到董事與股東之間的平衡，方能有效保護股東之權利、監督公司之決策，健全公司內部治理之功能。⁸⁹

二、禁止委託書價購與經營權、股東權分離的衝突

證券交易法第二十六條規定，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。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(第二項)。」其立法理由為定發行公司全體董事、監人持有股份總數，不得少於公司股份總數一定之成數，以增強其經營信念，健全公司資本結構，並防止其對本公司股票作投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益。

公司法第 197 條規定董事經選任後，應向主管機關申報，其選任當時所持有之公司股份數額；公開發行股票之公司董事在任期中轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其董事當然解任。

⁸⁹ 郭土木，股東權益保護之實務與法律適用爭議問題探討，承法數位文化，2013 年 09 月第一版，法學的實踐與創新(上冊)，第 475 頁。

II 董事在任期中其股份有增減時，應向主管機關申報並公告之。

III 公開發行股票之公司董事當選後，於就任前轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，或於股東會召開前之停止股票過戶期間內，轉讓持股超過二分之一時，其當選失其效力。

由上可知我國現階段，對於公開發行公司，政策上仍然奉行企業所有權與企業經營權結合之原則，認為對公開發行公司而言，一定程度之企業所有與企業經營之結合，有助於證券管理與公司治理。惟此種看法是否有學理之支持及實證之驗證，頗值懷疑。尤其是對巨型企業之公眾化公司而言，根據學者研究，企業所有與企業經營分離的趨勢，確實普遍存在、從而，我國法的立法傾向似仍與潮流趨勢相抵觸，他日仍有需要再檢討是否繼續以法律強制公開發行公司經營者與所有者為一定程度之結合。惟須強調的是，董監持股與否應是董監個人選擇，甚至是公司本身文化及政策之問題。⁹⁰

但矛盾的是在上市上櫃公司治理實務守則第二十三條規定，上市上櫃公司董事長及總經理之職責應明確劃分。董事長及總經理不宜由同一人或互為配偶或一等親屬擔任，則宜增加獨立董事席次。⁹¹「上市上櫃公司治理實務守則」為國內上市櫃公司治理的指導原則，由此可知主管機關認為經營權與股東權分離，對於提昇公司治理有正面的助益，先進國家的觀點亦若是。但本研究認為若僅分離經營權與股東權，對公司治理幫助有限，重點

⁹⁰ 劉連煜，新證券交易法實例研習，第 201-202 頁，2015 年 9 月，第 13 版。

⁹¹ 「上市上櫃公司治理實務守則」

在於股東權的成份是否足以形成可討論議決的董事會。

因此學者亦有主張應刪除證券交易法第二十六條，其理由為：「強調董事、監察人須持有一比例之股份，而使企業經營與企業所有作某種程度之結合，其原期望藉此增加董監事對公司之向心力，產生利益與共、休戚相關信念，以促進經營績效，但根據中外學者之實證研究，董監持股增加並不一定能使經營績效提高；且觀之先進國家制度發展之跡，顯然係朝向經營與所有分離之趨勢。故以法律強制使經營權與所有權結合，對於企業資本之聚集、人才之吸收、現代企業經營制度之建立，均無助益。」⁹²

實證研究亦發現以公司治理的角度觀之，公司治理的核心在董事會，研究結果發現，董事會構面中董事會連結強度愈高、董事長不兼任總經理、控制股東持股比率愈高的公司，其內部公司治理機制發揮的功能愈佳，減少公司利用不法的內部利益輸送來規避稅賦與美化帳面價值等行為，避免造成大股東在監督態度上睜一隻眼閉一隻限，令公司之經營績效也會大幅提升，企業網絡與利益網絡具有更大的決定力。⁹³

經營權與股東權分離，是公司治理實務上追求的目標也是趨勢，目的讓董事會扮演監督管理實際經營者的角色，無論法令在制訂上是否不一致，但本研究認為重點除了經營權是否與股東權分離外，更重要的是股東權能否在董事會發揮其監督公司經營之功能。

⁹² 賴英照，證券交易法逐條釋義-第二冊，頁 185，一九八五年十月版。

⁹³ 何文榮、張惠敏，董事會特徵、投資決策與公司經營績效關聯性之研究，華人經濟研究，第六卷第二期，2008 年 9 月。

當公司經營出現困境及危機，董事會是否能立即召集會議客觀評估 CEO 是否適任，調整提昇績效，惟禁止委託書價購加上董監持股成數的要求，形成公司派因主、客觀因素加總的形成強大勢力，削弱市場派股東的力量，使董事會的經營階層不易撼動，因此國內常常出現董事會與總經理同一陣線甚至董事長與總經理為同一人的情形，難以符合經營權與股東權分離以提昇經營績效的精神。

綜上所述，現行委託書管理制度雖符合社會公益的形象，但忽略公司經營的本質，主管機關使用不正確的法律定位直接剝奪了股東於憲法所保障的財產權，除造成公司派與市場派的不公平競爭外，也讓股東會委託書失去公司治理上積極的監督功能。而未禁止價購委託書期間造成的亂象，絕大部份來自於疏於管理及經營階層的輕忽，在民智已開的社會，股東已有更高的判斷能力。權衡利弊得失之間，本研究建議主管機關可開始思考讓委託書恢復市場交易機制的可行性，加上合理的管理措施，讓股東會委託書可提昇為保障公司永續經營的工具，方為投資大眾之福。

第四章 股東會委託書價購之經濟分析

股東會為公司經營中重要的一環，而若只從法律的面向出發，以公平正義的角度去斷定應該如何做，而忽略人們理性的判斷易發生偏頗，故本研究同時以法律經濟的角度切入，透過經濟學了解法律產生的效果，不僅可瞭解法律本身，可提進一步思考我們應該制訂什麼樣的法律或如何修正現行法律的方向。

第一節 法律與經濟學

許多的法律人始終認為經濟學只是一門令人望之生畏的數學類的學派，經濟體制在法律系統利害關係日復一復控制下，形成通貨膨脹、失業率、企業循環和其他總體經濟現象。但實際上，經濟學是世界上一門研究人們在有限資源下理性選擇的科學。⁹⁴

法律的經濟分析實質上也一直是反托拉斯經濟學的同義詞，儘管也存在一些對稅法、公司法、專利法等的重要經濟研究工作。反托拉斯案件的記錄為商業實務提供了豐富的資訊，經濟學家由此開始發現這些業實務的經濟理性和結果。他們的發現當然會對法律產生某些政策意涵，但他們所做的工作與經濟學家傳統上所做的工作基本上沒有試圖解釋顯性經濟市場參與者的行為。

反托拉斯法和顯性經濟市場其他法律管制的經濟分析依然是一個繁榮的領域，而這些領域的重要進展也獲得了充分的關注。但是「新」法律經濟學為 1960 左右興起的法律經濟學，是將經濟學的理

⁹⁴ Richard A. Posner, *Economic analysis of law*, ASPEN PUBLISHERS, P.3-4, Seventh edition, 2007.

論和經驗主義方法全面運用於法律制度，包括侵權法、契約法、賠償法和財產權法等普通法領域；環境管制與智慧財產權等行法領域；懲罰的理論和實踐；民事、刑事和行政程序；立法和管制的理論和實踐；法律實施和司法管理；以及憲法、原始法、海事法、家庭法和法理學。

法律的許多領域，多存在經濟理性的烙印。但法官很少在判決意明確引用經濟學概念，法律判決裁判的真實理由往往被法官意見的特殊語詞所掩蓋⁹⁵。

此情形甚為可惜，若判決可與經濟學結合，將可做出更令人信服的判決。而判決的源頭是法令設計，若在規畫時，同時考慮經濟面，可以更貼近民眾生活，法律就不會成為口號式教條，而是具實用性的生活科學，或許可以降低或避免出現讓民眾所抱怨的恐龍判決。

⁹⁵ 蔣兆康譯 Richard A. Posner 著，法律經濟學，五南出版社，頁 23-24，2010 年 8 月。

第二節 違反價購委託書的法律效果

原主管機關倚賴處罰違反使用委託書規則之規定者是有刑事責任，其係依據證券交易法第一七七條第三款「違反主管機關其他依本法所為禁止、停止或限制之命令者，依法可處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣一百二十元以下罰金」，惟本款規定業於二〇〇〇年七月證券交易法修正時遭到廢止。

此款既因不符合刑法構成要件明確性原則之規定剛遭刪除(並經大法官會議釋字第五二二號⁹⁶解釋宣布停止適用)，則爾後違反使用委託書規則者，除符合一般刑法規定(如偽造文書罪)外，恐難再課以行為人刑事責任。⁹⁷

證券交易法第二十五條之一規定，公開發行股票公司出席股東會使用委託書，應予限制、取締或管理；其徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書之格式、取得、徵求與受託方式、代理之股數、統計驗證、使用委託書代理表決權不予計算之情事、應申報與備置之文件、資料提供及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。

⁹⁶ 釋字第 522 號解釋文略謂：「...中華民國 77 年 1 月 29 日修正公布之證交法第 177 號第 3 款疊贅；違反主管機關其他依本法所為禁止、停止或限制命令者，處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科十萬元以下罰金。...其所為授權，有科罰行為內容不能預見，須從行政機關所定之行政命令中，始有確知之情形，與上述憲法人民權利之意旨不符，自本解釋公布日起，應停止適用。證交法上開規定於 89 年 7 月 19 日經修正刪除後，有關違反主管機關依同法所為禁止、停止或限制之命令，致影響證券市場秩序之維持者，何者具有可罰性，允宜檢討為適當之規範，併此指明。」

⁹⁷ 劉連煜，證券交易法第一講-股東會委託書之規範，月旦法學教室第四六期，頁 100，2006 年 8 月。

違反證券交易法第二十五條之一規定的處罰訂於第一百七十八條第一項第五款，違反主管機關依第二十五條之一所定規則有關徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書徵求與取得之方式、召開股東會公司應遵守之事項及對於主管機關要求提供之資料拒絕提供之規定...。可處新臺幣二十四萬元以上二百四十萬元以下罰鍰。

而證券交易法第二十五條之一所指之規則為行政院金融監督管理委員會所訂之使用委託書規則，其中第二十二條針對委託書價購之規定如后，使用委託書有下列情事之一者，其代理之表決權不予計算：

- 一、其委託書用紙非為公司印發。
- 二、因徵求而送達公司之委託書為轉讓而取得。
- 三、違反第五條、第六條或第七條之一第一項規定。
- 四、違反第八條第二項規定於徵求場所外徵求委託書或第四項規定。
- 五、違反第十一條第一項規定取得委託書。
- 六、依第十三條出具之聲明書有虛偽情事。
- 七、違反第十條第一項、第十三條第一項、第十四條、第十六條第一項或第十九條第二項規定。
- 八、徵求人或受託代理人代理股數超過第二十條或第二十一條所定限額，其超過部分。

九、徵求人之投票行為與徵求委託書之書面及廣告記載內容或與委託人之委託內容不相符合。

十、其他違反本規則規定徵求委託書。

有前項各款情事之一者，公開發行公司得拒絕發給當次股東會各項議案之表決票。

有第一項表決權不予計算情事者，公開發行公司應重為計算。委託書及依本規則製作之文件、表冊、媒體資料，其保存期限至少為一年。但經股東依公司法第一百八十九條規定提起訴訟者，應保存至訴訟終結為止。

其中第五項即規定，股東若違反第 11 條規定以價購方式取得委託書，則公司得拒絕發給各項議案的表決票，表決權將不予計算，同時公司應重新計算。法院判決，表決權不予計算時，其所代表出席的股權，仍算入股東會的法定出席人數。

但實務操作上卻可能會產生爭議，價購委託書之情事應該由誰判斷，並授權予公司拒絕發予表決權票，應該是主管機關呢？還是法院呢？亦或是股東會主席呢？

以前開矽品及日月光經營權爭奪戰為例，報紙已大幅報導揭露市場傳言股東有價購委託書情事，但由新聞內容尚不知道是公司派或市場派價購，若由主管機關或法院介入調查，以發送通知書到開會日期僅 30 日，在這麼短的時間就要完成所有程序予以判定實非易事。但股東會僅一天，一旦選舉完畢，經營階層就底定，即便日後確定非法取得的表決權無效，但還原的過程，對公司商譽、員工及

股東的有形、無形傷害均難以回復。

若任由股東會主席決定是否因非法取得而不發予表決權票，則可能發生類似 2009 年 6 月 30 日金鼎證券股東會上，股東會主席依由公司派友好的股東提議，以開發金控取得股權有爭議為由，直接封存開發金控所有股票送法院裁定的情況發生，而在當次股東會取得勝利。雖然日後雙方各自將股權售予群益證券，此社會關注事件才得以落幕，若以此作法即可封存對手股權，表面上送法院裁定合情、合理、合法，但法院開始審判到定讞時間相當漫長，而在法院審判過程中，便製造了當權者可惡意操縱的空間，即便日後判決確定市場派可推翻公司派，但公司可能也已名存實亡，對多數股東而言所蒙受的損失更是難以估計。

第三節 檢視法令的嚇阻性

如果一部法律是不明確的，預期的違法者就會計算其違法行為的處罰成本，折算(相乘)他們所從事的違法行為被發現的機率，若他們認為所從事違法行為的被查獲的機率比 1 小得多。如此法律的嚇阻作用就減弱。

而規則的不明確性會產生一種將合法行為視作違法行為的危險性。由於法律的嚇阻作用取決於合法行為和非法行為預期處罰成本之間的差額，所以以上的危險性就會進一步削弱法律的嚇阻作用。它還將阻止某些合法行為。因此，重點不是不確定性降低了法律的總嚇阻作用，而是它降低了想要達到的嚇阻作用。當被不明確的禁令所阻止的合法行為的社會價值高於其私人價值時，這種影響尤其嚴重。於是，即使其成本的略微增長(歸因於處罰的威脅)也可能嚴重地減少從事這一活動的私人需求，從而引起巨大的社會成本。這可解釋何以美國最高法院認為，當法律管制的行為與思想表達密切相關時，憲法絕不允許刑法做這種限制。由於我們對思想還缺少一種有效的財產權制度，所以思想的社會價值往往超出其私人價值。⁹⁸

在討論訂立「威懾」程度之基準時，法律經濟分析學派經常略一個微妙之點。威懾要達到效果，應是以加害人之利得(包含精神上的滿足感)為基準，才能夠達到有效嚇阻。有效威懾的公式是：

$$S(\text{刑罰的痛苦程度}) \times P(\text{被制裁的機率}) \geq I(\text{加害人的利得})^{99}$$

⁹⁸ Richard A. Posner 著 蔣兆康譯，法律經濟學，五南出版社，頁 23-24，2010 年 8 月。

⁹⁹ 原林立著「波斯納與法律經濟分析-一個批判性的探究」中第 388 頁作者彙整所列威懾基準公式為 $S(\text{刑罰的痛苦程度}) \geq I(\text{加害人的利得}) \times P(\text{被制裁的機率})$ ，經查證 Richard A. Posner

人們要進行犯罪行為，必定是期望利益大於期望損失。期望利益可能是多樣化的有形資產或是犯罪所得到無形的滿足感。期望損失包含了進行犯罪所需要的工具、武器等。¹⁰⁰

但若將 I 被改為 L-受害人的損失(包括精神痛苦)，則這對加害而言就沒有什麼意義。因為潛在的加害人只在乎自己的行為是否划得來，並依此決定要不要行為，而其自然是依自己感受到的滿足為基準(而非以受害者感受到什麼)，這也是法律經濟分析或探討預防理論者必須注意的。而若如此，似乎犯了同樣罪行的人，會得到不同的刑罰。而且更複雜的是，有時加諸不同刑罰的理性並非犯罪人對犯罪利得的感受不同，而是犯罪人對同一刑罰的痛苦感亦不同。

由上述討論所推演出的一個弔詭的小結，一般預防理論將難以對所有人訂出一個共同的標準以期威懾所有的人，因為每個人由同一件犯罪(特別是非純經濟性的犯罪，例如毆打情敵、或強暴)究竟得到多少滿足是不同的。而且犯罪人對同一刑罰的痛苦感亦不同一般預防理論必須假設人的性情相同，但這終究只是一個假設。

另外，由上述討論中，又同時也證明在犯罪的領域中，討論被迫要觸及波斯納最不願意討論的「效用」的問題，因為許多犯罪之目的並不為金錢，其行為的滿足亦不為金錢，如何給這些滿足估個代價，且有時是用罰金以外的手段來償付，又不論罰金或徒刑，每個人感受的痛苦不相同。則顯然刑法引人進入了一個充滿模糊與複雜的價值評斷的世界中了。而「一般預防理論」也必須被顧慮到更多「個別」要素的思考所補充，才能力求更大的合理周

在 Economic Analysis Of Law 原文中所描述應為 $S(\text{刑罰的痛苦程度}) \times P(\text{被制裁的機率}) \geq I(\text{加害人的利得})$ ，故做公式修正以符合原著。

¹⁰⁰ Richard A. Posner, Economic analysis of law, P.219-220, Seventh edition, 2007.

延。¹⁰¹

若徵求人進行價購委託書，可能招致的損失及利得，套用刑罰威嚇效果計算：

S(刑罰的痛苦程度)：「使用委託書規則」第二十二條針對委託書價購之規定如后，使用委託書有下列情事之一者，其代理之表決權不予計算及違反證券交易法第二十五條之一規定的處罰訂於第一百七十八條第一項第五款，違反主管機關依第二十五條之一所定規則有關徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書徵求與取得之方式、召開股東會公司應遵守之事項及對於主管機關要求提供之資料拒絕提供之規定...。可處新臺幣二十四萬元以上二百四十萬元以下罰鍰。由條文可知最大損失值為二百四十萬元。

P(被制裁的機率)：自 1996 年禁止股東會委託書價購後，尚未有被查獲之紀錄，依國內學者林國全教授課堂口述，在其擔任金管會委員的期間，唯一接近被查獲的一次是一家股票上市公司股東具名舉報有股東在價購委託書，但在約妥即將出席做證前夕，該檢舉人因故臨時打退

¹⁰¹ 林立，波斯納與法律經濟分析-一個批判性的探究，學林文化事業有限公司，頁 388-389，2004 年 4 月。

堂鼓，以致無法成案，因此可判斷查獲的機率近乎零。

I(加害人的利得)：取得公司經營權或董監事席次，無論目的是想促進公司治理或別有企圖，達到目的即是滿足其慾望。

而以目前國內法規及被查獲機率而言，S(刑罰的痛苦程度)乘以P(被制裁的機率)近乎為零，不可能大於I(加害人的利得)的情況下，此法規的設計無法達到威嚇的效果。

一般而言，對於抵觸金融監理法令者應予以有效地處罰，方能遏止違規或犯行為之發生。而就違反此一禁止或管理取締之行為時，法律賦予主管機關有行政權作用之規定，金融監理本應具有較高之密度。現行規範內容以強制禁止或管理取締之行為，其效力為何，民法第 71 條規定：「法律行為，違反強制或禁止規定者，無效。但其規定並不以之為無效者，不在此限。」其立法理由則謂：「以違反法律所強制或禁止之法律行為，應使無效，否則強制或禁止之法意，無由貫徹。」學者以為立法者之所以要貫徹強制或禁止之法意，其主要理由應在保護法律秩序的無矛盾性或一致性。

對於民法第 71 條所稱之強制禁止規定，強制規定為規範應作為之義務，其不作為即違反該規定；禁止規即誡命其不作為之義務，其為作為之行為即反該規定，禁止規定實務及學者通說尚可區分為

取締規定與效力規定。取締規定係指以嚇阻違法行為，實現管制意旨之強行規定，而不否定法律行為之效力；效力規定，則係以否定違法行為效力為目的之強行規定。¹⁰²而禁止價購委託書，出席股東會使用委託書價購違反禁止規定者，依現行規定其表決權不予計算，應屬效力規定。換言之，扣除可認定為價購者與非法取得部分，若所得選舉權數仍高於當選之權數時，依然可以當選。。

分析國內禁止委託書價購相關法令的嚇阻效力，行政處罰最重損失為新台幣 60 萬元~240 萬元，再加上價購委託書無效，但以目前檯面下做法查獲機率近乎零，因此期望成本遠低於公式的另一邊期待利益。意謂著，雖然現行法規明確規定不得價購委託書，但實際上嚇阻力並不大，宣示性質高於實質嚇阻力。或許主管機關可以換個思考角度，既然這個市場對委託書價購機制確有需求，與其忽略國情一味學習其他國家全面防堵，降低市場機制的活力，不如找出適合的方式進行管理，可讓國內資本市場更加具有彈性，同時縮少公司派與市場派競爭上的差異性，讓委託書成為監督公司派的工具，也可收到增進公司治理的效果。

¹⁰² 郭土木，法學的實踐與創新—陳猷龍教授六秩華誕祝壽論文集（上冊），承法數位文化，頁 481-482，法學的實踐與創新上冊，2013 年 7 月。

第四節 開放價購委託書可能產生的正面經濟效果

委託書設計之目的係為便利無法親自出席之股東，仍能就公司重要決策行使表決權，以對公司之經營決策發揮制衡作用，而經由委託書替換經理人之威脅會促使現任經理人提昇績效以維持控制權，因此委託書被視為一項重要之外部監理機制¹⁰³。

禁止或開放價購委託書均會產生經濟效果上的利與弊，本研究基於開放價購委託書後可能產生的正面經濟效果，做以下探討

一、委託書對股東財富呈現正面效果

經由委託書可以達到解任經理人或接管公司之目標，即使在委託書爭奪戰中未能獲勝，異議股東仍可以監督高階經理人及董事會之活動，以確保公司資源配置在最佳價值之使用。此外，委託書活動之發生亦會引起外部投資者注意，外部投資者會更謹慎監督高階經理人之決策，並據以決定是否更換控制權，因此在內部及外部監督活動下，預期可導致公司整體績效之改善。實證研究方面，學者調查 1978 年至 1985 年間 60 家採用委託書爭取董事席次之公司，結果顯示委託書事件後三年內，不到五分之一之樣本公司維持相同之經營團隊，即使在異議股東未取得多數席次情況下，委託書之後仍伴隨較高之經理人辭任，以及公司清算或出售機率。

該研究亦檢測出委託書期間股東財富呈現正面效果，作者將股價增值歸因至異議股東之監督效果，促成公司後續之出售或清算。類似地，經檢測委託書對於股東財富之影響，其以 1979 年至 1994

¹⁰³ 林惠芬、陳熾如、吳清在，委託書之代理問題及制衡機制：對控制權偏離暨少數股東侵占行為之實證研究，會計評論，頁 6，2012 年 1 月。

年期間美國 270 家運用委託書競選董事席次之公司為樣本，研究發現委託書創造正面之股價效果，其認為價值之創造主要來自於更換現有經理人或被接管之重組效果。

二、抑制股價非理性波動效果

學者進行 1999 年至 2005 年的國內併購事件前後的 ROE(股東權益報酬率)，實證研究兩個議題：一、觀察併購宣告前後主併公司的股價是否出現累積異常報酬；二、觀察併購宣告前後主併公司的股東權益報酬率是否得到改善，亦即經營效率是否提升。研究後發現主併公司的股價在短期確實出現累積異常報酬，但長期則出現零或負的累積異常報酬，此結果和多數國外市場的研究結果一致，顯示市場投資人對併購事件在短期有過度樂觀的反應。關於股東權益報酬率的改善，則以非電子類股的主併公司表現較佳，屬於電子類的主併公司則出現相對於同業，其股東權益報酬率有衰退的現象。

若將主併公司依所屬產業區分，發現在電子業主併公司中，併購前一個、一季乃至一年，均累積了顯著的超額報酬，但此情況在非電子業中則並沒有出現。其次，各產業股價宣告次日均有顯著的超額報酬，但若將觀察期間拉長至一個月及三個月，非電子業主併公司股價則出現明顯的下跌。¹⁰⁴

¹⁰⁴ 丁憲浩、胡聯國、莊雙喜，企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？，績效與略研究，頁 9-10，第四卷第三期。

表 1、併購宣告日前後主併公司平均 ΔROE 之變化情形(電子類股)¹⁰⁵

| | 平均 ΔROE 值 (單位：%) | 自由度 | t 值 | p 值 | $\Delta ROE_{i,t}$ +:- |
|---------|-----------------------------|-----|-------|---------|---------------------------|
| 併購宣告前四季 | 1.5923 | 52 | 3.311 | 0.002** | 36:17 |
| 併購宣告前三季 | 1.3557 | 52 | 2.276 | 0.027** | 32:21 |
| 併購宣告前二季 | 1.4883 | 52 | 2.936 | 0.005** | 32:21 |
| 併購宣告前一季 | 0.8685 | 52 | 0.946 | 0.348 | 33:20 |
| 併購宣告當季 | 0.8725 | 52 | 1.720 | 0.091* | 33:20 |
| 併購宣告後一季 | 0.7206 | 52 | 1.555 | 0.126 | 31:22 |
| 併購宣告後二季 | 0.4704 | 52 | 1.031 | 0.308 | 30:23 |
| 併購宣告後三季 | 0.1660 | 52 | 0.329 | 0.743 | 28:25 |
| 併購宣告後四季 | 0.4309 | 52 | 0.742 | 0.461 | 27:26 |

** 表示顯著水準為 5% * 表示顯著水準為 10%

表 2、併購宣告日前後主併公司平均 ΔROE 之變化情形(非電子類

| | 平均 ΔROE 值 (單位：%) | 自由度 | t 值 | p 值 | $\Delta ROE_{i,t}$ +:- |
|---------|-----------------------------|-----|--------|--------|---------------------------|
| 併購宣告前四季 | 1.9690 | 19 | 1.175 | 0.254 | 13:7 |
| 併購宣告前三季 | 0.7855 | 19 | 0.583 | 0.567 | 12:8 |
| 併購宣告前二季 | -1.3960 | 19 | -0.322 | 0.751 | 13:7 |
| 併購宣告前一季 | -1.1570 | 19 | -0.513 | 0.614 | 11:9 |
| 併購宣告當季 | -1.8125 | 19 | -0.594 | 0.560 | 14:6 |
| 併購宣告後一季 | -3.5830 | 19 | -1.012 | 0.324 | 9:11 |
| 併購宣告後二季 | 1.2305 | 19 | 1.271 | 0.219 | 14:6 |
| 併購宣告後三季 | 1.2575 | 19 | 2.073 | 0.052* | 12:8 |
| 併購宣告後四季 | 0.6510 | 19 | 0.949 | 0.355 | 12:8 |

** 表示顯著水準為 5% * 表示顯著水準為 10%

股)¹⁰⁶

¹⁰⁵ 資料來源：丁憲浩、胡聯國、莊雙喜，企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？，績效與略研究，頁 9-10，第四卷第三期。

¹⁰⁶ 同前揭註 104，企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？。

有部份學者認為禁止委託書價購，若有意爭取經營權或介入董事會之股東可透過公開徵求委託書或公開收購股票達到其目的¹⁰⁷。殊不知市場派股東地位屈居弱勢，若採公開徵求對於期望達到的效果不大，而收購股票造成股價非理性上漲，股價波動性增大，待收購期過後，股價恢復正常值，最後可能反而導致股東承受股價下跌的損失。

圖四、矽品股價走勢圖¹⁰⁸



由上述研究可知股權收購將可能造成股價波動，本研究提出的

¹⁰⁷ 王文宇、陳錦旋、廖大穎、陳婷玉，公司股東使用委託書與投信事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會，頁 107，1996 年 12 月。

¹⁰⁸ 資料來源：yahoo 奇摩股市。

案例是近期日月光及矽品的併購案，日月光遵循股權收購的機制企圖併購矽品，因此自 2015 年 8 月 24 日，日月光啟動以每股新台幣 45 元，公開收購矽品普通股約 24.99% 股權開始，至 2016 年 3 月 25 日到 4 月 1 日，日月光砸下新台幣 137.12 億元，連五次大買矽品股權，累計日月光持股矽品比重達 33.29%。¹⁰⁹而 33.29% 股權的收購，日月光付出了新台幣 137.12 億元，造成股價最高逾 55 元，最低 43 元的波動，上下幅度達 28%，最後矽品經營階層放棄困獸之鬥，否則若持續對抗或做其他掙扎，相信所造成的股價波動幅度預估將會更為劇烈。

而開放委託書價購，因委託書交易為場外交易，無論委託書價格如何，對股價並不會發生直接影響，應可避免造成股價不理性大幅波動的問題。

三、平衡不平等地位以提昇公司治理效率

開放委託書價購可對公司經營產生正面的影響，原因在於市場派與公司派力量可以達到抗衡及增加經營權的競爭性，這足以讓現任經營者心生警惕，對於創造經營績效及維護股權投入更大的心力。現行公司法及證券交易法提供公司經營階層以相當低的成本維持其經營權，但既然選擇股票公開發行應提供股東公平競爭的機會。

雖然以現行法規，市場派仍然可以透過公開收購的方式取得公

¹⁰⁹ 鍾榮峰，龍爭虎鬥 9 個月 日月光矽品大事記，中央通訊社網路新聞，2016 年 5 月 26 日。

司經營權，但透過先前的分析可知，資本市場上，公司資本日益膨脹，且公司可以透過「毒藥丸」¹¹⁰、「白馬騎士」¹¹¹、「處分皇冠上的珠寶」¹¹²等方式反制，公開收購所耗費的成本非常高，且成功率仍在未定之天，導致即使公司經營不善，有意挑戰經營階層的市場派裹足不前。

更因為現任經營階層掌握了股東名冊、股東會開會時間，年報編制相關條件等重要資源，可以透過股東會資料發送、新聞稿發布，輕易的將訊息傳遞予股東，而市場派卻面臨資訊無法傳遞予股東的困境。

¹¹⁰ 「毒藥丸」係指標的公司發行特別股或公司債時，特別規畫對遭遇敵意併購時的相關條件，若不幸遭遇敵意併購，可啟動先前已發行的特別股或公司債進行反擊，例如：當併購者持有標的公司普通股達到一定比例時，標的公司為自保，賦予股東額外的認股權，亦或是在公司債發生時增列提前償還條款。使購併者在龐大的償債壓力或股權稀釋效應下，降低其併購意願，而此策略的缺點在於併購者無論成功收購與否，都將留給後續經營者龐大的經營壓力，類似吞下毒藥丸自食惡果。

¹¹¹ 「白馬騎士」策略來自於賽局理論中，對於多方競爭下的策略選擇，尋找白馬騎士的目的在於「寧給友邦、不給敵軍」。當標的公司得知有人欲發動敵意併購時，而自身財力又不足以防禦，可尋找與公司派友好的第三者擔任善意併購者，與敵意併購者一同競爭，以增加其併購的難度，而此策略最大的缺點在於若標的公司與白馬騎士關係生變，經營權亦可能有旁落的可能性。

¹¹² 「處分皇冠上的珠寶」所謂珠寶係指公司最具價值的技術、專利權、品牌、營業權或相關 know how 等資產。若併購者目標在於標的公司所具有的特殊資源，而發動敵意併購，則標的公司可藉由出售或移轉王冠上的珠寶予第三者，降低公司價值的吸引力，讓敵意併購者放棄併購，而此策略缺點是最有價值的資產出售後，亦可能造成公司經營上的困難，不可不慎。

表 3、公司派與市場派徵求優劣勢比較表¹¹³

| 項目 | 公司派 | 市場派 |
|------------|----------|---------------|
| 股東會開會時間、地點 | ○ | × |
| 股東會紀念品決定權 | ○ | × |
| 股東會紀念品兌換 | 提供股東直接兌換 | 向發行公司申請後，代為發送 |
| 股東名冊 | 股務機構直接寄送 | 至股務機構抄錄 |
| 委託書通路業者支持度 | 高 | 低 |

透過學者實證研究發現，在 1996 年禁止價購委託書後，反對股東透過委託書徵求成功取得經營權的案例已大幅下降，且現行僅能以公司指定的股東會紀念品換取委託書的制度，確實較有利現任經營者，與其讓現任經營者確定能繼續保有經營權而有恃無恐¹¹⁴，開放價購委託書導入經營權市場競爭，相信是為企業注入活水。

另一方面，開放委託書價購也可為股東創造更大的效益，此與股東投資公司的目的相符，對於股東而言，投資後所取得的股東權應該產生實際的價值。

¹¹³ 資料來源：本研究自行整理。

¹¹⁴ 陳弘韋，委託書使用規則修正對於委託書徵求發生機率之影響-台灣地區上市公司之實證公析，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，頁 49，2003。

四、讓股東真正認識表決權的價值

由 2016 年上市公司本國自然人股東投資金額分析表中，投資金額在新台幣 50,000 元以下的股東人數比例將近 80%，可看出本國市場是以小股東為主。而一般股東在換取委託書紀念品時可能也不見得會細讀股東會通知書，也不會注意是否有徵求的情形，因為無論跟誰兌換都是一樣公司指定的紀念品，例如：超商禮券、雨傘、保溫杯或廉價的 LED 手電筒等，新聞上比較的也是公司今年度出手是不是夠大方或具有創意，但卻不重視紀念品價值背後的涵意。



表 4、2016 年上市公司本國自然人股東投資金額分析表¹¹⁵

| 年度 投資金額 | 2016股東人數 | 佔全體股東比例 |
|------------------------|------------|---------|
| 1 — 9,999 | 13,383,862 | 42.2% |
| 10,001 ~ 50,000 | 11,765,461 | 37.1% |
| 50,001 ~ 100,000 | 2,876,754 | 9.1% |
| 100,001 ~ 150,000 | 1,153,493 | 3.6% |
| 150,001 ~ 200,000 | 643,005 | 2.0% |
| 200,001 ~ 300,000 | 644,858 | 2.0% |
| 300,001 ~ 500,000 | 527,434 | 1.7% |
| 500,001 ~ 1,000,000 | 384,947 | 1.2% |
| 1,000,001 ~ 2,000,000 | 181,485 | 0.6% |
| 2,000,001 ~ 4,000,000 | 80,618 | 0.3% |
| 4,000,001 ~ 6,000,000 | 24,657 | 0.1% |
| 6,000,001 ~ 8,000,000 | 10,741 | 0.0% |
| 8,000,001 ~ 10,000,000 | 6,840 | 0.0% |
| 1,000,0001 以上 | 21,371 | 0.1% |
| 合計 | 31,705,526 | 100.0% |

¹¹⁵ 臺灣證券交易所，網址：
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=027>

股東們並不會特別注意徵求人是誰，反倒是找離家或公司最近的委託書業者的通路，以求兌換紀念品方便快捷，因為認定去哪裡換都是一樣的紀念品，原本希望公平競爭的美意，反倒成為公司派與市場派較勁誰的委託書業者通路最多、最廣，或誰找的業者市佔率最高，以爭取徵求到最多的委託書。

若有條件開放委託書價購，對股東而言，將委託書交予通路業者便不再是只有兌換股東會紀念品這麼簡單，在徵求人絞盡腦汁推出徵求禮品後，股東便有了不同的選擇權利，在這個氛圍下，股東會珍惜手上委託書，除了比較徵求禮品的好壞外，也會注意徵求人的背景和動機，股東除了比較誰願意出的代價高外，更會注意徵求人的目的及是否真的有經營能力，畢竟表決權雖然交了出去，但股東權仍在手上，股票是否會增值？股息是否豐厚？才是股東真正關心的事。

圖五、徵求股東會委託書紀念品發放處實景¹¹⁶



如圖五所示，在股東會紀念品兌換處大幅帆布廣告寫著「徵求股東委託書紀念品發放處」，帆布上、牆壁上掛著琳瑯滿目的公司方便股東兌換股東會紀念品的服務，但從照片中可發現每家徵求委託書的公司名字寫的很大，但未寫明徵求人為誰，這個景象在股東會的旺季隨處可見，而股東們也習以為常手裡握著委託書排隊兌換股東會紀念品，心裡是圖個方便性，對於徵求人是誰或收取委託書的通路是公司派或市場派徵求人，或許並不是小股東們關心的重點。

¹¹⁶ 資料來源：本文研究者拍攝。

第五章 股東會委託書價購之可行方式建議

股東就股東會之議決事項為可決或否決之意思表示，藉以形成公司意思之權利，謂之表決權。股東在所有與經營分離原則之下，雖無業務行權，但仍得透過表決權間接支配公司。又外國立法例上尚有所謂之表決權契約及表決權信託制度，而本法及實務見解似不承認之。惟 2002 年公布施行之企業併購法，則有條件地承認表決權契約或表決權信託。¹¹⁷

以下針對有機會與委託書價購達到相同效果的方式進行探討。

第一節 表決權拘束契約

表決權拘束契約之存在，一般係在閉鎖性公司，其對者為了能積極投入公司之經營，而與其他股東所簽訂之合約，針對表決權行使方向，相互約定遵行之情形，例如，約定互相迴為董事。申言之，表決權拘束契約乃股東基於支配公司之目的，自覺僅以自己持有之表決權將無濟於事，而以契約結合多數股東之表決權，冀能透過股東會之決議以達成支配公司所運用之策略。¹¹⁸

國內在企業併購法第十條第一項規定「公司進行併購時，股東得以書面契約約定其共同行使股東表決權之方式及相關事宜。」其立法理由「一、公司進行併購，其目的之一係為取得公司經營權之控制，持股未過半數之股東間常藉由表決權契約及表決權信託，取得一致行使股東表決權之方式，以強化參與公司經營權。有關股東

¹¹⁷ 王文宇，公司法論，元照出版有限公司，頁 289，2006 年 8 月，3 版。

¹¹⁸ 劉連煜，表決權拘束契約與表決權信託，月旦法學教室，第 13 期，頁 26，2003 年 11 月。

表決權契約之效力，因有助於股東間成立策略聯盟及穩定公司決策，普遍為美國主要各州公司法（美國模範公司法第 7.31 條、德拉瓦州公司法第 218(c)條、紐約州公司法第 620 條及加州公司法第 706(a)條）所承認。惟我國最高法院民國七十一年十月二十七日臺上字四五〇〇號判決對於股東表決權契約之效力持否定見解。故為鼓勵公司或股東間成立策略聯盟及進行併購，並穩定公司決策，有關股東表決權契約應回歸「股東自治原則」及「契約自由原則」，不應加以禁止，故參酌美國模範公司法第 7.31 條規定有關股東表決權契約規定，第一項明定股東得以書面契約約定其共同行使股東表決權之方式及相關事宜。」

可惜是雖然已完成立法，但可能因為國內資本市場的表決權拘束契約發展尚不夠成熟，法院對表決權拘束契約的看法卻相對保守，最高法院七十一年台上字第四五〇〇號判決認為：謂表決權拘束契約，係指股東與他股東約定，於一般的或特定的場合就自己持有股份之表決權，為一定方向之行使所訂結之契約而言，此項契約乃股東基於支配公司目的，自忖僅以持有之表決權無濟於事，而以契約結合多數股東之表決權，冀能透過股東會之決議，以達成支配公司所運用之策略。此種表決權拘束契約，是否為法律所准許，在學說上雖有肯定及否認二說，惟選任董事表決權之行使，必須顧及全體股東之利益，如認選任董事之表決權，各股東得於事前訂立表決權拘束契約，則公司易為少數大股東所把持，對於小股東甚不公平，公司法第一百九十八條第一項規定：「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。」此種選舉方式，

謂之累積選舉法；其立言本旨，係為補救舊法時代當選之董事均為公司之大股東，祇須其持有股份總額過半數之選舉集團，即得以壓倒數使該集團支持之股東全部當選為董事，不僅大股東併吞小股東，亦且引起選舉集團收買股東或其委託書，組成集團操縱全部董事選舉之流弊而設，並使小股東亦有當選董事之機會。如股東於董事選舉前得訂立表決權拘束契約，其結果將使該條項之規定形同虛設，並導致選舉董事前威脅、利誘不法情事之發生，更易便有野心之股東，以不正當手段締結此種契約、其操縱公司之目的，不特與公司法公平選舉之原意相左，且與公序良俗有違，應解為無效。

最高法院七十三年台上字第三〇六二號判決認為：(1)查現行公司法為貫徹股份有限公司企業所有與企業經營分離之原則，乃確立董事集體執行制，那董事長或常務董事無權就公司業務之執行，決定其意思，僅公司董事會商業務執行之決定權，董事或常務董事盧能基於董事會之決議而為執行。此觀公司法第二百零六條第一項規定：「董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之一席，出席董事過半數之同意行之。」第二百零二條規定：「公司業務之執行，由董事會決定之，除本法或章程規定，應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之。」以及第二百零八條第四項規定：「常務董事於董事會休會時，依法令、章程、股東會決議及董事會決議，以集會方式經常執行董事會職權，由董事長隨時召集，以半數以上常務董事之出席，出席過半數之決議行之云云，不難索解。換言之，董事會就公司業務執行有決定權，至於其具體執行，則交由董事長或常務董事等為之，董事會為監督董事長或常務董事之業務執行，依公司法第二百零八條第一、二項之規定，對之並有任免權。故公

司法對於董事長或常務董事之選舉，並無類似董事之選舉，採累積選舉法，此就公司法第一百九十八條第二項、第二百零八條第一、二項參照以觀，可以瞭然。原審謂兩造所訂表決權拘束契約，雖係關於董事長與常務董事之選舉，唯其層次大，高於董事之選舉與公序良俗有違云云，尚欠妥適，而非有據。

最高法院七十一年台上字第四五〇〇號判決及最高法院七十三年台上字第三〇六二號判決為 2002 年公布施行之企業併購法前的法院指標性判例，接下來看立法後最高法院對表決權拘束契約的看法。

最高法院九十六年度台上字第一三四號民事判決，法院判決主文中清楚表達法院看法：按所謂表決權拘束契約，係指股東與他股東約定，於一般的或特定的場合，就自己持有股份之表決權，為一定方向之行使所締結之契約而言。此項契約乃股東基於支配公司之目的，自忖僅以持有之表決權無濟於事，而以契約結合多數股東之表決權，冀能透過股東會或董事會之決議，以達成支配公司所運用之策略。若股東間得於事前訂立表決權拘束契約，則公司易為少數大股東所把持，對於小股東甚不公平，更易使有野心之股東，以不正當手段締結此種契約，達其操縱公司之目的，不特與公司法有關股東會或董事會決議規定之原意相左，且與公序良俗有違，自應解為無效。

由上可知，即便是立法後，法院對於表決權拘束契約仍無法跳脫大股東、小股東地位不平等的情結，而忽略股東行動主義對公司併購的重要性，因此即便股東以併購為目的相互簽訂表決權拘束契約，都可能因為法院認為公司未完備企業併購法相關「書面申請程

序」，而遭違反善良風俗而被判為無效。未來應朝向更為開放的方向
修法，並可納入有條件價購的方式，避免形式化的立法。



第二節 表決權信託

表決權信託，一般係指閉鎖性公司股東，為取代決權拘束契約，而藉由形式上股份所有權移轉予受託人，並出受託人依據信託條款之本旨享有股份之表決權。從而該股東即成為股份之受益所有人 (benefit owners of the shares)，其仍享有股利分派請求權或剩餘財產分派之權利。¹¹⁹

此制度起源於美國的特殊制度，目的在於表決權的行使，係由公司一人或二人以上股東(即表決權信託之委託人)，將其對股份之「法律所有權」，包含股份之表決權，在一定期間內，以不能撤回的方法讓與給所指定的表決權信託受託人，股份由受託人持有，股東則由受託人處取得載有信託條款與期間的信託證書，證明股份對該股份有受益上的所有權。此項信託證書可以轉讓，持有人於信託終止時，可以請受託人返還股票；公司於分派股息時，應向受託人支付，由受託人從中扣除管理信託費用後，餘額交給信託證書持有人。

120

我國目前為有條件的同意表決權信託，企業併購法第十項第二項及第三項規定「公司進行併購時，股東得以書面契約約定其共同行使股東表決權之方式及相關事宜。

公司進行併購時，股東得將其所持有股票移轉予信託公司或兼營信託業務之金融機構，成立股東表決權信託，並由受託人依書面信託契約之約定行使其股東表決權。」

¹¹⁹ 劉連煜，表決權拘束契約與表決權信託，月旦法學教室，第13期，頁26，2003年11月。

¹²⁰ 楊崇森，表決權信託，信託與投資，頁131，2001年

究其立法理由為我國現行公司法並無明文承認股東得成立表決權信託，但為鼓勵公司或股東間成立策略聯盟或進行併購行為，藉信託契約之約定成立股東表決權信託，透過受託人行使表決權而有一致之投票行為，擴大影響公司決策力，對於公司形成穩定決策有所助益。參照美國模範公司法第 7.30 條訂定股東表決權信託之成立要件。

但我國目前僅將表決權信託規定於企業併購法，而不是公司法，行使上，必須以併購為前提，使得表決權信託使用的時間發生疑問。此外，我國法中並無就表決權信託存續期間進行限制，雙方若於企業併購時約定表決權信託，但存續期間卻又超過企業併購後，法律效果為何？仍待解釋，立法設計上稍嫌粗糙。¹²¹

綜上所述，我國企業併購法對於表決權拘束契約及表決權信託相關規定，行使時機較美國規定限縮許多，僅著眼於進行企業併購時，公司派及市場派可以集結各自支持的股東形成表決權信託或表決權拘束契約，但行使成效可能不彰。

主因在於併購是目的，從一般股東身份起心動念到進行併購，欲介入經營或取得經營權，其動機相當多元，目的也不一。但相同的是在進行敵意併購時，評估及執行過程中充滿變數，隨時可能中止，也隨時有可能又出現發動的契機，經歷的時間及最後結果都無法被事先預期。初期評估過程中常需保密，避免走漏風聲，造成市場或對方反應過度，導致併購難度增高。

¹²¹ 曾宛如，公司組織重整—新舊公司法及企業併購法之異同，臺灣本土法學雜誌社，頁 232-233，35 期，2002 年 6 月。

因此面對詢問時多以長期投資為理由，暫不表態，若以公司併購做為法令的前題或構成要件，本研究認為會有違反法律明確性原則¹²²的疑慮。基於表決權具財產權的性質，本研究認為表決權拘束契約及表決權信託應回歸私法自治原則及契約自由原則，同時應該約定價金，建議未來修法時可以朝向開放方向修正。



¹²² 釋字第 636 號：「...基於法治國原則，以法律限制人民權利，其構成要件應符合法律明確性原則，使受規範者可能預見其行為之法律效果，以確保法律預先告知之功能，並使執法之準據明確，以保障規範目的之實現。依本院歷來解釋，法律規定所使用之概念，其意義依法條文義及立法目的，如非受規範者難以理解，並可經由司法審查加以確認，即與法律明確性原則無違。...。」

第三節 提供公平的競爭機會的徵求方式

有條件的開放有價公開徵求委託書，意即開放徵求人可不以代為發放公司指定的股東會紀念品作為徵求委託書的代價。讓股東會紀念品回歸原做為出席股東會紀念品的用途，讓公司以本身的財務情形決定股東會紀念品的形式及價值。而股東徵求委託書，應自行準備欲與股東交換委託書之產品或代價，以下為本研究認為較具可行性的方法。

(一)徵求人需自行準備徵求禮品

市場派徵求人依法可代為發放股東會紀念品，此為股東服務性質，另應允許徵求人應自行準備兌換予股東的禮品，若股東於徵求人處無法領取股東會紀念品，仍可自行至公司或股務代理機構領取。

禮品的價格可以歷次股東會公司發放股東紀念品平均價值計算，做為徵求人徵求股東委託書禮品價值的上限參考，若當次股東會未發放股東會紀念品，亦可參考股價比例訂立禮品價值的上限。本研究相信仍有許多方法可以達到此目的，但相關配套措施仰賴未來若有進行相關修法時，考驗立法者的智慧。

(二)回到真正平等的原則

結算最後過戶日時，每個有持股的股東戶號皆可領取一份股東會紀念品，表面看似公平，但實際卻造成極大的價值落差，雖每個股東戶號皆會收到一張股東會通知書，其上載有委託書格式，但每張股東會委託書所登記的股數不同，代表股東會投票時權數不同，

憲法第 129 條規定：「本憲法所規定之各種選舉，除本憲法別有規定外，以普通、平等、直接及無記名投票之方法行之。」股東會投票的確也是股票權數，每一權數即是一票，在股東會中有平等表決權，掌握的權數越多，代表對於決議的影響力越大。

但即使名列公司前十大股東卻和持有 1 股的股東一樣只有一個股東戶號領取一份股東會通知書，亦只能兌換同等價值的一份紀念品，這顯然不符合平等原則，此也是導致股東會委託書私下價購無法杜絕的主因之一。

因為不是人人有獎的性質，應開放欲進行徵求的股東在進行有價徵求股東會委託書時，可訂出每股的代價，且應同時開放徵求人選擇持股一定數量以上的股東進行收取，收取時亦可自行訂定上限，以利有效率的徵求。

(三)開放以現金禮券或交付現金做為有價徵求禮品

考量若以實體禮品做為徵求禮品時，若以股數做為兌換數量的基準，必會造成兌換數量過於龐大的情形，反而造成股東困擾。公司股東會紀念品已開放以禮券方式兌換，雖禮券是向發行公司購買，但在其規範使用的場域，可視為現金使用，既然如此，徵求人的徵求禮品建議亦可比照使用禮券發放。

而採現金發放是最直接，且最受股東歡迎的方式，為使金流易受管控及監督，可採以股務機構做為有價徵求平台的方式，股東欲出售委託書時，可逕自向指定的股務機構兌換。

以上建議的方式，可比照公開徵求的作業程序，訂定徵求人的持股比例、持有期間、徵求管道、資訊揭露、申報程序等，讓價購委託書有程序可依循，同時經由申報程序，讓委託書價購能臺面上在公開透明的運作，無論是公司派或競爭者，都可以在資訊對稱的前提下較勁，可避免早先偷襲式的價購委託書的負面效應，導致社會觀感不佳。





第六章 結論

我國初期因認為不應限制人民財產權，並未禁止價購委託書，直到價購委託書成為有心人士不當取得經營權的工具，最後在爆發高雄企銀事件成為社會事件，造成存款流失，影響營運安全，引起社會大眾的高度關注後，主管機關才趁勢毅然決然的硬性規定禁止價購股東會委託書。制訂規則的理由為表決權屬共益權性質、支出與鼓勵不對，先進國家多採禁止價購委託書等，另外，主管機關亦認為外部股東易在入主公司後惡意進行掏空行為，但如此的判斷似乎過於片面及武斷。

價購委託書確實提供一條可以直取或介入經營權的途徑，但以幾個案件直接畫上等號似乎過於草率，況且經營權若會因為外部股東委託書收購而立即易主，也顯示經營階層持股實力亦不足，或無心保衛經營權。

以研究者曾參與觀察的公司併購實際案件中，其中一件即是 B 公司派因家族鬥爭，失去經營權，而接手的經營階層因金融海嘯導致手上持股遭到融資斷頭，在資金窘迫的情形下，竟著手掏空公司¹²³，而銀行也因此回抽資金，後期連支付貨款的現金都不足，公司命運存亡就在旦夕。此時以長期投資為目的的大股東-市場派 A 公司只好挺身而出聯盟幾位股東，在經營團隊及律師團合力之下，努力突破法規種種的限制及難關。以合法的方式，在危機爆發的前一刻召開臨時股東會改選董事、監察人取得經營權，將有問題的付款即時終止，同時保全證據，避免公司立即倒閉的風險，保全萬千股東

¹²³ 相關經營階層及高階主管，嗣後皆遭判刑確定。

的財產及挽救幾千位員工的生計。此案例便是活生生例子，公司派並非皆為公司及股東最大利益著想，亦有可能因私益進行掏空公司的行為，而市場派也並非全然是豺狼虎豹。因公司存亡攸關自身利益，因此在關鍵時刻反而能扮演公司的救星。

而禁止價購委託書是用政治選舉的思維規範了私人財產的運用，雖避免道德上的非難，但究其本質卻與市場機制背道而馳。委託書的本質是源自於股東權所衍生出的權利，屬於財產權的附屬物，在憲法保障人民財產權的前題下，在立法院無法達成共識為其訂立法規，主管機關打著公益大旗以行政命令予以剝奪，其制訂方式及法的位階本研究認為亦不恰當。此舉也導致現行國內資本市場兩個奇特的現象：

- 一、現行委託書徵求制度所築起的高牆，存在許多對於公司派的保護制度，雖立意良善，但也因為破壞了股東間的平衡，對公司經營管理的促進並非益事。
- 二、透過法律經濟分析，以目前法令的制訂的架構下，刑罰痛苦的程序遠低於利得，並未確實達到嚇阻效果，再加上無法有效執法的情形下，並沒有被妥善管理，價購委託書的行為經過變通後，轉至檯面下運作，反而喪失監管委託書使用合理性的機制。

本國國情及股東組成架構與國外不同，需有因地制宜的措施，因此本研究主張應該有條件的開放價購委託書，具體作法包含開放表決權拘束契約、表決權信託及有條件的有價徵求委託書等，讓資本市場的運作回歸市場機制，並還給股東們較公平的競爭機會，如此才可以完善委託書管理機制。

股東會委託書並非洪水猛獸，但"掌握委託書等於掌握股東會主導權"，因此本研究認為股東會委託書的管理如同大禹治水，有效且規畫的疏導遠勝於短視的築堤防堵，一味的防堵，只是讓這個必須存在的供需市場轉移至檯面下運作。雖先進國家目前未有全面開放委託書之先例，但每個國家的資本市場結構不同，也造就了不同的投資民族性，我國的證券主管機關若能找出妥善管理的方式修改法令，或許也是讓我國成為其他國家學習典範的契機。



參考文獻

一、中文專書

- 1.王文字，公司法論，元照出版有限公司，頁 242，2006 年 8 月 3 版。
- 2.王文字、林國全，元照出版有限公司，公司法，頁 94，2014 年 8 月。
- 3.王文字、陳錦旋、廖大穎、陳婷玉，公司股東使用委託書與投信事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會，頁 95，2008 年 2 月，2 版。
- 4.林立，波斯納與法律經濟分析-一個批判性的探究，學林文化事業有限公司，頁 388-389，2004 年 4 月。
- 5.林國全，證券交易法研究，元照出版有限公司，頁 34，2000 年 9 月。
- 6.林國全，股東會決議成立要件之研究，現代公司法制之新課題-賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，元照出版有限公司，頁 239-240，2005 年 8 月。
- 7.柯芳芝，公司法專題研究，國立臺灣大學法學叢書，頁 99，1976。
- 8.郭土木，法學的實踐與創新-陳猷龍教授六秩華誕祝壽論文集(上冊)，承法數位文化，頁 481-482，法學的實踐與創新上冊，2013 年 7 月。
- 9.劉連煜，新證券交法實例研習，元照出版有限公司，頁 134-135，2015 年 9 月 13 版。
- 10.劉連煜，現代公司法，元照出版有限公司，頁 373-374，2015 年 9 月增訂第 11 版。

11. 蔣兆康譯 Richard A. Posner 著，法律經濟學，五南出版社，頁 23-24，2010 年 8 月。
12. 賴英照，最新證券交易法解析，元照出版有限公司，頁 257-258，2009 年 10 月 2 版。
13. 賴英照，證券交易法逐條釋義第二冊，自行出版，頁 155-158，1992 年 8 月第六版
14. 賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，自行出版，2006 年 2 月。

二、中文期刊論文

1. 丁憲浩、胡聯國、莊雙喜，企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？，績效與略研究，頁 9-10，第四卷第三期。
2. 王文宇，論公司股東使用委託書法制-兼評新版使用委託書規則，萬國法律，1997 年 2 月。
3. 王志誠，中日公開發行公司內部組織法制之比較分析，中正法學集刊第 15 期，頁 125-127，2004 年 2 月。
4. 余雪明，收買委託書之法律與政策問題，臺大法學論叢，第 25 卷第 3 期，頁 205-208，1996 年 4 月。
5. 李茂生，出席公開發行公司股東會委託書蒐購行為的刑事問題商榷，萬國法律，頁 31-33，1997 年 2 月。
6. 邱美惠，價購委託書對股東財富暨經理人職位安全之影響，中央大學財務管理研究所碩士論文，1992。
7. 邱毅，全面禁止委託書收購是正確做法嗎？，經濟前瞻，1997 年 1 月 5 日。

- 8.何文榮、張惠敏，董事會特徵、投資決策與公司經營績效關聯性之研究，華人經濟研究，第六卷第二期，2008年9月。
- 9.邱宗皓，矽品委託書大戰 傳千股飆逾百元，中時電子報，2015年10月6日。
- 10.林國全，2005年公司法修正條文解析(上)，月旦法學雜誌，124期，頁271，2005年9月。
- 11.林立，波斯納與法律經濟分析，學林文化事業有限公司，2004年4月。
- 12.林惠芬、陳嫻如、吳清在，委託書之代理問題及制衡機制：對控制權偏離暨少數股東侵占行為之實證研究，會計評論，頁1-42，第54期，2012年1月。
- 13.高瑞聰，公開發行公司委託書價購可行性之研究，47期學員法學研究報告，頁1297，2008年。
- 14.郭土木，股東權益保護之實務與法律適用爭議問題探討，承法數位文化，2013年09月第一版，法學的實踐與創新(上冊)，第475頁。
- 15.陳永吉，價購委託書 集保提供檢舉獎金，自由時報，2015年3月10日。
- 16.陳弘韋，委託書使用規則修正對於委託書徵求發生機率之影響-台灣地區上市公司之實證公析，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，頁49，2003。
- 17.曾宛如，公司組織重整—新舊公司法及企業併購法之異同，臺灣本土法學雜誌社，頁232-233，35期，2002年6月。
- 18.楊崇森，表決權信託，信託與投資，頁131，2001年

- 19.廖大穎，台灣公司法制之問題研討-蒐購委託書與企業秩序之維持，月旦法學雜誌，第 21 期，頁 18，1997 年 2 月。
- 20.劉連煜、林國全，股東會股東書面行表決權制度相關配合規定之研究(上)，集保月刊第六十六期，頁 18，1999 年。
- 21.劉連煜，股東會委託書之規範，月旦法學教室，第 46 期，頁 94-95，1999 年 2 月
- 22.劉連煜，證券交易法第一講-股東會委託書之規範，月旦法學教室第四六期，頁 100，2006 年 8 月。
- 23.劉連煜，表決權拘束契約與表決權信託，月旦法學教室，第 13 期，頁 26，2003 年 11 月。
- 24.臺灣證券集中保管股份有限公司，股東會通訊行使議決權制度之研究，九十一年度報告，2002 年 3 月。
- 25.臺灣集中保管結算所股份有限公司之投票壹票通平台之 Q & A。
- 26.賴英照，股東的地位與委託書管理，中興法學第 20 期，頁 345，1984 年 3 月。
- 27.賴英照，股東的地位與委託書管理，中興法學第 20 期，頁 340，1984 年 3 月。
- 28.蕭鋼柱，價購委託書對公司經營績效影響之研究，中興大學會計研究所碩士論文，1996。
- 29.戴銘昇，禁止價購委託書 20 年-合法性與正當性之再度省思，台灣法學雜誌，第 310 期，頁 80-98，2016 年 12 月。
- 30.戴銘昇，日本股份有限公司組織法制之研究-以 2015 年 5 月新公司法為基礎，集保結算月刊，222 期，頁 8，2015 年 10 月。
- 31.鍾榮峰，龍爭虎鬥 9 個月 日月光矽品大事記，中央通訊社網路

新聞，

- 32.蘇立立，公開發行公司開放表決權交易可行性之研究-由價購委託書對公司治理之影響出發，世新大學法學院碩士論文，頁 75-76，2004 年 6 月。

三、外文文獻

- 1.Choper, Coffee and Marris, footnote2, P.544.
2. Loss & Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, The modern law review ,VOL.47,P.121-122,1984
- 3.Richard A. Posner, Economic analysis of law, P.3-4 , ASPEN PUBLISHERS, Seventh edition, 2007.
- 4.Richard L. Hasen , Vote Buying, California Law Review, Vol.88, NO.5, P.1348-1349,OCT. 2000.
5. Robert B. Thompson, The shareholder's cause of Action for Oppression, Business Lawyer ,Vol.48 No. 2, P.699,1993 。
6. Robert C. Clark, Vote Buying and Corporate Law, Case western reserve law review, VOL.29 Issue 4, P776-777 , 1979.
- 7.川村正幸，金融商品取引法 ，頁 221，中央經濟社，2014 年 4 版。
- 8.田中誠二，コンメンタル證券取引法，頁 1139，勁草書房，1996 年。
- 10.江頭憲治郎、中村直人，論點體系会社法 2，頁 477，2012 年。
- 11.神田秀樹著，朱大明譯，日本上市公司的公司治理，清華法學，6-5 期，頁 167-168，2012 年 9 月。

四、網路資源：

1. TVBS 新聞網。網址：<https://news.tvbs.com.tw/politics/132312>
2. yahoo 奇摩股市，網址：
<https://tw.stock.yahoo.com/>
3. 公開資訊觀測站，網址：<http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>
4. 李永然，股份有限公司之股東表決權如何行使，永然聯合法律事務所專欄文章。網址：
<http://www.law119.com.tw/newdesign/comptaipai/personview.asp?kname=%A7%F5%A5%C3%B5M&ktop=%AA%D1%A5%F7%A6%B3%AD%AD%A4%BD%A5q%A4%A7%AA%D1%AAF%AA%BA&idno=2827&keywords=>
5. 維基百科，網址：
<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E6%B1%89%E5%BE%B7%E5%85%AC%E5%BC%8F>
6. 臺灣證券交易所，網址：
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=027>

五、其他

1. 立法院公報第 60 卷，第 31 期，頁 18。
2. 陳永吉，價購委託書 集保提供檢舉獎金，自由時報，2015 年 3 月 10 日。
3. 邱宗皓，矽品委託書大戰 傳千股飆逾百元，中時電子報，2015 年 10 月 6 日。

4. 鍾榮峰，龍爭虎鬥9個月 日月光矽品大事記，中央通訊社網路新聞，2016年5月26日。



公開發行公司出席股東會使用委託書規則

修正日期 民國 104 年 03 月 04 日

法規類別 行政 > 金融監督管理委員會 > 證券暨期貨管理目

第 1 條 本規則依證券交易法(以下簡稱本法)第二十五條之一規定訂定之。

第 2 條 公開發行公司出席股東會使用之委託書，其格式內容應包括填表須知、股東委託行使事項及股東、徵求人、受託代理人基本資料等項目，並於寄發

或以電子文件傳送股東會召集通知時同時附送股東。

公開發行公司出席股東會使用委託書之用紙，以公司印發者為限；

公司寄發或以電子文件傳送委託書用紙予所有股東，應於同日為之。

第 3 條 本規則所稱徵求，指以公告、廣告、牌示、廣播、電傳視訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書藉以出席股東會之行為。

本規則所稱非屬徵求，指非以前項之方式而係受股東之主動委託取得委託書，代理出席股東會之行為。

委託書之徵求與非屬徵求，非依本規則規定，不得為之。

第 4 條 (刪除)

第 5 條 委託書徵求人，除第六條規定外，應為持有公司已發行股份五萬股以上之股東。但股東會有選舉董事或監察人議案，徵求人應為截至該次股東會停

止過戶日，依股東名簿記載或存放於證券集中保管事業之證明文件，持有該公司已發行股份符合下列條件之一者：

一、金融控股公司、銀行法所規範之銀行及保險法所規範之保險公司召開股東會，徵求人應繼續一年以上，持有該公司已發行股份八

十萬股或已發行股份總數千分之二以上。

二、前款以外之公司召開股東會，徵求人應繼續六個月以上，持有該公司已發行股份八十萬股以上或已發行股份總數千分之二以上且不低於十萬股。

符合前項資格之股東、第六條之信託事業、股務代理機構或其負責人，有下列情事之一者，不得擔任徵求人：

一、曾犯組織犯罪防制條例規定之罪，經有罪判決確定，服刑期滿尚未逾五年。

二、因徵求委託書違反刑法偽造文書有關規定，經有罪判決確定，服刑期滿尚未逾三年。

三、曾犯詐欺、背信、侵占罪，經受有期徒刑六個月以上宣告，服刑期滿尚未逾三年。

四、違反證券交易法、期貨交易法、銀行法、信託業法、金融控股公司法及其他金融管理法，經受有期徒刑六個月以上宣告，服刑期滿尚未逾三年。

五、違反本規則徵求委託書其代理之表決權不予計算，經判決確定尚未逾二年。

第 6 條 繼續一年以上持有公司已發行股份符合下列條件之一者，得委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人，其代理股數不受第二十條之限制：

一、金融控股公司、銀行法所規範之銀行及保險法所規範之保險公司召開股東會，股東應持有公司已發行股份總數百分之十以上，但股東會有選舉董事或監察人議案者，股東應持有公司已發行股份總數百分之十二以上。

二、前款以外之公司召開股東會，股東應持有公司已發行股份符合下列條件之一：

(一) 持有公司已發行股份總數百分之十以上。

(二) 持有公司已發行股份總數百分之八以上，且於股東會有選任董事或監察人議案時，其所擬支持之被選舉人之一符合獨立董事資格。

三、對股東會議案有相同意見之股東，其合併計算之股數符合前二款規定應持有之股數，得為共同委託。

信託事業或股務代理機構依前項規定受股東委託擔任徵求人，其徵得委託書於分配選舉權數時，股東擬支持之獨立董事被選舉人之選舉權數，應大於各非獨立董事被選舉人之選舉權數。

信託事業或股務代理機構，具有下列情事之一者，於股東會有選舉董事或監察人議案時，不得接受第一項股東之委託擔任徵求人或接受徵求人之委託辦理代為處理徵求事務：

一、本身係召開股東會之公開發行公司之股務代理機構。

二、本身係召開股東會之金融控股公司之子公司。

第一項股東或其負責人具有前條第二項所定情事者，不得委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人。

股東委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人後，於該次股東會不得再有徵求行為或接受徵求人之委託辦理代為處理徵求事務。

前項股東為金融控股公司者，其子公司於該次股東會亦不得再有徵求行為或接受徵求人之委託辦理代為處理徵求事務。

第三項第二款及前項所稱之子公司，指依金融控股公司法第四條所規定之子公司。

股東會有選任董事或監察人議案時，第一項委託徵求之股東，其中至少一人應為董事或監察人之被選舉人。但擬支持之被選舉人符合獨立董事資格者，不在此限。

第 6-1 條 下列公司不得依第五條第一項規定擔任徵求人或依前條第一項

規定委託信託事業、股務代理機構擔任徵求人：

一、金融控股公司召開股東會，其依金融控股公司法第四條所規定之子公司

司。

二、公司召開股東會，其依公司法第一百七十九條第二項所規定無表決權

之公司。

第 7 條 徵求人應於股東常會開會三十八日前或股東臨時會開會二十三日
前，檢附出席股東會委託書徵求資料表、持股證明文件、代為處理
徵求事務者資格報經金融監督管理委員會（以下簡稱本會）備查之
文件、擬刊登之書面及廣告內容定稿送達公司及副知財團法人中華
民國證券暨期貨市場發展基金會（以下簡稱證基會）。公司應於股
東常會開會三十日前或股東臨時會開會十五日前，製作徵求人徵求
資料彙總表冊，以電子檔案傳送至證基會予以揭露或連續於日報公
告二日。

公司於前項徵求人檢送徵求資料期間屆滿當日起至寄發股東會召集
通知前，如有變更股東會議案情事，應即通知徵求人及副知證基會，
並將徵求人依變更之議案所更正之徵求資料製作電子檔案傳送至證
基會予以揭露。

股東會有選舉董事或監察人議案者，公司除依前二項規定辦理外，
應彙總徵求人名單與徵求委託書之書面及廣告中擬支持董事被選舉
人之經營理念內容，於寄發或以電子文件傳送股東會召集通知時，
同時附送股東。

第一項及第二項徵求人徵求資料彙總表冊，公司以電子檔案傳送至
證基會者，應於股東會召集通知上載明傳送之日期、證基會之網址
及上網查詢基本操作說明；以日報公告者，應於股東會召集通知上

載明公告之日期及報紙名稱。

徵求人或受其委託代為處理徵求事務者，不得委託公司代為寄發徵求信函或徵求資料予股東。

徵求人非於第一項規定期限內將委託書徵求書面資料送達公司者，不得為徵求行為。

第 7-1 條 除證券商或符合公開發行股票公司股票處理準則第三條第二項規定之公司外，代為處理徵求事務者應符合下列資格條件：

一、實收資本額達新臺幣一千萬元以上之股份有限公司。

二、辦理徵求事務之人員，含正副主管至少應有五人，並應具備下列資格之一：

(一) 股務作業實務經驗三年以上。

(二) 證券商高級業務員或業務員。

(三) 本會指定機構舉辦之股務作業測驗合格。

三、公司之內部控制制度應包括徵求作業程序，並訂定查核項目。

代為處理徵求事務者應檢具前項相關資格證明文件送交本會指定之機構審核後，轉報本會備查，始得辦理代為處理徵求事務。

本會或本會指定之機構得隨時檢查代為處理徵求事務者之資格條件，代為處理徵求事務者不得拒絕，拒絕檢查者，視同資格不符，且於三年內不得辦理徵求事務；經檢查有資格條件不符情事時，經本會或本會指定之機構限期補正，屆期仍未補正者，於未補正前不得辦理徵求事務。

代為處理徵求事務者於第一項資格條件之實收資本額、人員異動及內部控制制度之徵求作業程序修正時，應於異動或修正後五日內向本會指定之機構申報。

代為處理徵求事務者之內部控制制度應由專責人員定期或不定期實施內部稽核，並作成書面紀錄，備供本會或本會指定之機構查核。

未依前二項規定辦理，經本會或本會指定之機構限期補正，屆期仍未補正者，於未補正前不得辦理徵求事務。

第 7-2 條 徵求人及代為處理徵求事務者應於徵求場所人員辦理徵求事務前，向本會指定之機構申報，徵求場所人員非經申報，不得辦理徵求事務。

徵求場所人員異動時，應依下列規定辦理：

一、每年三月至六月期間人員異動者，徵求人及代為處理徵求事務者應於異動後五日內向本會指定之機構申報。

二、前述期間外人員發生異動者，於下次辦理徵求事務前向本會指定之機構彙總申報。

徵求人及代為處理徵求事務者，不得以未依前二項規定申報之人員辦理委託書徵求事務，取得委託書。

第 8 條 徵求委託書之書面及廣告，應載明下列事項：

一、對於當次股東會各項議案，逐項為贊成與否之明確表示；與決議案有自身利害關係時並應加以說明。

二、對於當次股東會各項議案持有相反意見時，應對該公司有關資料記載內容，提出反對之理由。

三、關於董事或監察人選任議案之記載事項：

（一）說明徵求委託書之目的。

（二）擬支持之被選舉人名稱、股東戶號、持有該公司股份之種類與數量、目前擔任職位、學歷、最近三年內之主要經歷、董事被選舉人經營理念、與公司之業務往來內容。如係法人，應比照填列負責人之資料及所擬指派代表人之簡歷。

（三）徵求人應列明與擬支持之被選舉人之間有無本法施行細則第二條所定利用他人名義持有股票之情形。

（四）第五條徵求人及第六條第一項之委任股東，其自有持股是否

支持徵求委託書書面及廣告內容記載之被選舉人。

四、徵求人姓名、股東戶號、持有該公司股份之種類與數量、持有該公司股份之設質與以信用交易融資買進情形、徵求場所、電話及委託書交付方式。如為法人，應同時載明公司或商業統一編號及其負責人姓名、持有公司股份之種類與數量、持有公司股份之設質與以信用交易融資買進情形。

五、徵求人所委託代為處理徵求事務者之名稱、地址、電話。

六、徵求取得委託書後，應依股東委託出席股東會，如有違反致委託之股東受有損害者，依民法委任有關規定負損害賠償之責。

七、其他依規定應揭露之事項。

徵求人或受其委託代為處理徵求事務者不得於徵求場所外徵求委託書，且應於徵求場所將前項書面及廣告內容為明確之揭示。

第一項第三款第二目之擬支持董事被選舉人經營理念以二百字為限，超過二百字或徵求人未依第一項規定於徵求委託書之書面及廣告載明應載事項者，公司對徵求人之徵求資料不予受理。

股東會有選舉董事或監察人議案者，徵求人其擬支持之董事或監察人被選舉人，不得超過公司該次股東會議案或章程所定董事或監察人應選任人數。

第 9 條 徵求人自行寄送或刊登之書面及廣告，應與依第七條第一項及第二項送達公司之資料內容相同。

第 10 條 委託書應由委託人親自簽名或蓋章，並應由委託人親自填具徵求人或受託代理人姓名。但信託事業或股務代理機構受委託擔任徵求人，及股務代理機構受委任擔任委託書之受託代理人者，得以當場蓋章方式代替之。

徵求人應於徵求委託書上簽名或蓋章，並應加蓋徵求場所章戳，及由徵求場所辦理徵求事務之人員於委託書上簽名或蓋章，且不得轉

讓他人使用。

第 11 條 出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。

二、不得利用他人名義為之。

三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。

各公開發行公司每屆股東會如有紀念品，以一種為限，其數量如有不足時，得以價值相當者替代之；公司對於股東會紀念品之發放，應以公平原則辦理。

徵求人或受託代理人依第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司或繳交一定保證金予公司後，得向公司請求交付股東會紀念品，再由其轉交委託人，公司不得拒絕。

前項股東會紀念品保證金之金額及收取方式，由公司基於公平原則訂定之。

第 12 條 徵求人應編製徵得之委託書明細表乙份，於股東會開會五日前，送達公司或其股務代理機構；公司或其股務代理機構應於股東會開會當日，將徵求

人徵得之股數彙總編造統計表，以電子檔案傳送至證基會，並於股東會開會場所為明確之揭示。

第 13 條 非屬徵求委託書之受託代理人除有第十四條情形外，所受委託之人數不得

超過三十人。其受三人以上股東委託者，應於股東會開會五日前檢附聲明書及委託書明細表乙份，並於委託書上簽名或蓋章送達公司或其股務代理機構。

前項聲明書應載明其受託代理之委託書非為自己或他人徵求而取得。

公開發行公司或其股務代理機構應於股東會開會當日，將第一項受託代理人代理之股數彙總編造統計表，以電子檔案傳送至證基會，並於股東會開會場所為明確之揭示。

第 13-1 條 公司召開股東會，委託書於股東會開會前應經公司之股務代理機構或其他股務代理機構予以統計驗證。但公司自辦股務者，得由公司自行辦理統計驗證事務。公司應將統計驗證機構載明於股東會召集通知，變更時，公司應即於公開資訊觀測站公告。

前項所稱驗證之內容如下：

- 一、委託書是否為該公司印製。
- 二、委託人是否簽名或蓋章。
- 三、是否填具徵求人或受託代理人之姓名，且其姓名是否正確。

辦理第一項統計驗證事務應依法令及內部控制制度有關委託書統計驗證作業規定為之；前揭作業規定，應依本會或本會指定之機構訂定之股務單位內部控制制度標準規範有關委託書統計驗證作業相關規定訂定之。

本會或本會指定之機構得隨時檢查委託書統計驗證作業；公司或辦理統計驗證事務者，不得拒絕。

自辦股務公司或股務代理機構違反第三項規定，經本會命令糾正或處罰者，不得再自行或為該違規情事所涉公司辦理股務事務。

第 14 條 股務代理機構亦得經由公開發行公司之委任擔任該公開發行公司股東之受託代理人；其所代理之股數，不受已發行股份總數百分之三之限制。

公開發行公司依前項規定委任股務代理機構擔任股東之受託代理人，以該次股東會並無選舉董事或監察人之議案者為限；其有關委任事項，應於該次股東會委託書使用須知載明。

股務代理機構受委任擔任委託書之受託代理人者，不得接受股東全

權委託；並應於各該公開發行公司股東會開會完畢五日內，將委託出席股東會之委託明細、代為行使表決權之情形，契約書副本及其他本會所規定之事項，製作受託代理出席股東會彙整報告備置於股務代理機構。

股務代理機構辦理第一項業務應維持公正超然立場。

第 14-1 條（刪除）

第 15 條 本會或本會指定之機構得隨時要求徵求人、代為處理徵求事務者、受託代理人或其關係人提出取得之出席股東會委託書及其他有關文件資料，或派員檢查委託書之取得情形，徵求人、代為處理徵求事務者、受託代理人或其關係人不得拒絕或規避。

第 16 條 公開發行公司印發之委託書用紙、議事手冊或其他會議補充資料、徵求人徵求委託書之書面及廣告、第十二條及第十三條之委託明細表、前條之出席股東會委託書及文件資料，不得對應記載之主要內容有虛偽或欠缺之情事。
前項文件不得以已檢送並備置於證基會而為免責之主張。

第 17 條（刪除）

第 18 條 委託書之委任人得於股東會後七日內，向公開發行公司或其股務代理機構查閱該委託書之使用情形。

第 19 條 公開發行公司對於徵求委託書之徵求人所發給之出席證、出席簽到卡或其他出席證件，應以顯著方式予以區別。
前項出席證、出席簽到卡或其他出席證件，不得轉讓他人使用，持有者並應於出席股東會時攜帶身分證明文件，以備核對。

第 20 條 徵求人除本規則另有規定外，其代理之股數不得超過公司已發行股份總數之百分之三。

第 21 條 第十三條第一項受三人以上股東委託之受託代理人，其代理之股數除不得超過其本身持有股數之四倍外，亦不得超過公司已發行股份總數之百分之三。

前項受託代理人有徵求委託書之行為者，其累計代理股數，不得超過第二十條規定之股數。

第 22 條 使用委託書有下列情事之一者，其代理之表決權不予計算：

- 一、其委託書用紙非為公司印發。
- 二、因徵求而送達公司之委託書為轉讓而取得。
- 三、違反第五條、第六條或第七條之一第一項規定。
- 四、違反第八條第二項規定於徵求場所外徵求委託書或第四項規定。
- 五、違反第十一條第一項規定取得委託書。
- 六、依第十三條出具之聲明書有虛偽情事。
- 七、違反第十條第一項、第十三條第一項、第十四條、第十六條第一項或第十九條第二項規定。
- 八、徵求人或受託代理人代理股數超過第二十條或第二十一條所定限額，其超過部分。
- 九、徵求人之投票行為與徵求委託書之書面及廣告記載內容或與委託人之委託內容不相符合。
- 十、其他違反本規則規定徵求委託書。

有前項各款情事之一者，公開發行公司得拒絕發給當次股東會各項議案之表決票。

有第一項表決權不予計算情事者，公開發行公司應重為計算。

委託書及依本規則製作之文件、表冊、媒體資料，其保存期限至少為一年

。但經股東依公司法第一百八十九條規定提起訴訟者，應保存至訴

訟終結

為止。

第 23 條 出席證、出席簽到卡或其他出席證件，不得為徵求之標的。

第 23-1 條 本規則規定有關書表格式，由本會公告之。

第 23-2 條 外國發行人募集與發行有價證券處理準則第三條所稱第一上市（櫃）公司、興櫃公司應準用本規則之規定。

第一上市（櫃）公司、興櫃公司依註冊地國法令，股票無停止過戶期間者，其召集股東會時，依第五條或第六條規定，計算委託書徵求人或委任徵求之股東持有股數時，得以該次股東會基準日之股東名簿或存放於證券集中保管事業之證明文件記載之股數為準。

第一上市（櫃）公司、興櫃公司依其註冊地國法令規定，無法於股東常會開會三十日前發送召集通知書者，委託書徵求人應於證券交易所或證券櫃檯買賣中心規定之召集通知書最遲發送日八日前，檢附第七條第一項規定之徵求資料送達公司及副知證基會；公司應於召集通知書最遲發送日前，製作徵求人徵求資料彙總表冊，傳送證基會。

第 24 條 本規則自發布日施行。但中華民國九十四年十二月十五日修正發布之第七條之一修正條文自九十五年一月一日施行；九十五年十二月二十日修正發布之第五條及第六條修正條文，自九十七年一月一日施行；一百零二年四月十一日修正發布之第十三條之一修正條文，自一百零二年七月一日施行。

臺灣集中保管結算所股份有限公司檢舉違法取得 及使用股東會委託書案件獎勵辦法

金融監督管理委員會
民國 104 年 2 月 5 日金管證交字第
1040001606 號函准予備查

第一條 本公司依據公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十五條規定及金融監督管理委員會（以下簡稱主管機關）94 年 12 月 16 日金管證三字第 0940005901 號令，受指定辦理查核股東會委託書相關事宜，為防範徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者違法取得及使用股東會委託書，並導正委託書之使用，特訂定本辦法。

第二條 本辦法用詞定義如下：

- 一、違法取得及使用股東會委託書：指有下列行為之一：
 - (一)以給付金錢或其他利益為條件，取得股東會委託書。
 - (二)利用他人名義取得股東會委託書。
 - (三)將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。
 - (四)徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者違反公開發行公司出席股東會使用委託書規則所定之資格條件。
 - (五)其他違反公開發行公司出席股東會使用委託書規則所定方式徵求或取得委託書。
- 二、被檢舉人：指檢舉人指訴違法取得及使用股東會委

託書之人。但指示他人違法取得及使用股東會委託書者，以該指示之人為被檢舉人。

三、同一案件：指同一被檢舉人所涉違法取得及使用同一公司同次股東會委託書之事實。

第三條 檢舉人發現有違法取得及使用股東會委託書情事時，得親至本公司或透過書面、本公司設置之專線電話、傳真電話及電子郵件信箱等方式提出檢舉。檢舉人依前項規定檢舉時，應提供其姓名、聯絡方式並敘述檢舉事實。

檢舉人就違法取得及使用股東會委託書案件向主管機關提出檢舉後，經主管機關轉交本公司進行查核者，視為檢舉人已向本公司提出檢舉。

第四條 檢舉人親至本公司檢舉者，本公司於受理檢舉之同時派員製作檢舉訪談紀錄。

檢舉人非親至本公司檢舉者，本公司為查核事實之需要，應通知檢舉人至本公司，或由本公司派員赴雙方約定處所製作檢舉訪談紀錄。

檢舉人於本公司人員製作檢舉訪談紀錄時，應提供下列資料，並於檢舉訪談紀錄簽章或按指印：

- 一、檢舉人之姓名、住居所、身分證明文件及聯絡方式。
- 二、被檢舉人之姓名、住居所或其他足資識別被檢舉人身分特徵之資料；被檢舉人係公司行號或其他法人團體者，其名稱、負責人姓名及營業處所或事務所所在地。但前述資料為檢舉人所不知者，不在此限。

三、被檢舉人涉及違法取得及使用股東會委託書之具體事證及相關資料。

第五條 檢舉案件有下列各款情形之一者，本公司得不予受理，但檢舉內容有具體事證者仍應錄案查考：

一、檢舉人未提供姓名、聯絡方式致無法聯繫進行查證者。

二、檢舉人拒絕配合本公司製作檢舉訪談紀錄者。

三、檢舉事項非屬本辦法適用之案件範圍者。

四、同一被檢舉人之被檢舉事實，業經本公司查證屬實已結案者。

五、檢舉事項已由主管機關或本公司調查處理中者。但檢舉人能提出更有利於調查之重要事證時，不在此限。

第六條 檢舉案件經本公司受理後，即行派員查核，並於查核後將查核結果陳報主管機關。

第七條 檢舉人依第三條規定向本公司提出檢舉，其檢舉內容經本公司查證屬實且經主管機關處分確定者，由本公司發給檢舉人新臺幣五萬元獎金。但檢舉案件業經主管機關、臺灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心依有關規定予以獎勵者，本公司不發給檢舉獎金。

數人共同檢舉同一案件並符合前項規定者，其獎金由全體檢舉人平均分配；其屬數人先後檢舉者，獎金發給最先提供具體事證者，但檢舉在後者有提供更有利於調查之重要事證，本公司亦得對檢舉在後之檢舉人按其貢獻程度在新臺幣五萬元範圍內酌發獎金，惟同一案件發給獎金之合計數以新臺幣五十

萬元為限。

第八條 徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者有親自或指示他人違法取得及使用股東會委託書之情事，經其所屬職雇員、徵求場所人員向本公司提出檢舉，經本公司查證屬實且經主管機關處分確定者，除有前條第一項但書之情形者外，其獎金之發給予以酌增，最高至新臺幣三十萬元。

前項被檢舉人之被檢舉事實，不論是否涉及同一公司之同次股東會，經數人共同檢舉者，其獎金由全體檢舉人平均分配；經數人先後檢舉者，獎金發給最先提供具體事證者，但檢舉在後者有提供更有利於調查之重要事證，本公司亦得對檢舉在後之檢舉人按其貢獻程度在新臺幣五萬元範圍內酌發獎金，惟本公司就同一被檢舉人所涉案件發給獎金之合計數以新臺幣一百萬元為限。

第九條 檢舉案件經本公司受理並派員查核後，應將查核結果通知檢舉人。

檢舉案件經本公司確認應給予獎金者，檢舉人應於接到本公司通知後三個月內領取獎金，逾期不領者，視為放棄。

檢舉人領取獎金時應攜帶身分證正本及印章，如委由他人代領時，並應出具授權書及代領人之身分證正本、印章。

第十條 檢舉人為主管機關人員或本公司職雇員者，不適用本辦法之獎勵規定。

第十一條 本公司對於檢舉案件資料，除依法提供主管機關等相關單位外，應予保密。

第十二條 本辦法經報請主管機關核備後公告實施，修正時亦同。

