

規範型態與公司治理 模式的建構

一 累積投票制「變」與「不變」的省思與啟示*

目 次

- 壹、緒論：規範型態與公司治理模式的建構
- 貳、累積投票制：比較公司治理上的觀察
 - 一、意義與運作
 - 二、累積投票制在美國的興衰與評價
 - 三、累積投票制在全球公司治理潮流下的定位：
以俄羅斯與韓國為例
- 參、累積投票制在台灣的「變」
 - 一、累積投票制在台灣：九十年修法前
 - 二、從「強制」到「任意」的修法原因分析
 - 三、省 思
- 肆、累積投票制在台灣的「不變」
 - 一、累積投票制在台灣：九十年修法後
 - 二、從「任意」到「一致」的實務運作探索
 - 三、啟示：建構公司治理模式中法制與實務的互動
- 伍、結 語

* 本文為國科會補助專題研究計畫（NSC94-2414-H-194-002）研究成果之一部。
感謝經濟部商業司副司長高靜遠先生、吳志光律師、洪志青律師、趙儷玲律師、
宋毓芬小姐所提供的寶貴意見以及兩位匿名審查委員的建議與指正。

壹、緒論：規範型態與公司 治理模式的建構

近年來，公司治理機制的強化似已成為經濟法制建構上的放諸四海皆準的評估指標，致力於經濟發展之國家對於相關法制的移植莫不趨之若鶩，台灣當然也不例外，於民國九十年底通過的公司法全盤修正，可以說標示著近年來公司法制全面革新、公司治理模式進一步強化的起點。其後，相關法制的推陳出新，也經常高舉「公司治理」的大纛，以期匯聚支持力量，逐步建立一個更完善的公司治理模式。而從公司治理模式的法令規範機制來看，吾人又可以將之大別為三類：**一**公司法等相關法律之規範、**二**主管機關之行政管理、**三**證券集中交易市場及櫃檯市場對於上市（櫃）公司之自律規範¹。從規範效力、規範制定過程、以及規範適用公司之類型與範圍等不同面向觀察，這三類的規範機制各有其長處，規範運作之成本也有不同，行政、立法機關如何因時、因地、因人制宜，交互運用不同的規範機制，實係公司治理模式能否妥善建構的重要原因之一。

當然，公司治理法令規範機制的建構絕不能無視於企業實務。蓋捨棄自由放任的市場機制，亦不採道德勸說的力量，而將特定事項形諸於法令規範，其目的多在取得立即可見的成效，導

¹ 參見林仁光，*公司治理之理論與實踐－經營者支配或股東支配之衝突與調整*，臺大法學論叢，33卷3期，頁216-217，2004年5月。

引企業實務的發展，因此，企業實務是否因應法令施行而產生預估的變化也常是吾人事後評估法令優劣的重要標準。惟法令與企業實務間的互動過程並非單純的「刺激—反應」歷程，如何正確理解法令變遷的目的與企業實務形成涉及的複雜因素，實非易事，而且也常為人所忽略，導致法令與實務嚴重脫節，空有多如牛毛的法條，卻可能無法達到改善公司治理模式的政策目標。

在我國近來法制大幅變更的背景下，上述問題顯然具有重要的價值，如何作一地毯式的完整評估，更是當務之急。基於這樣的問題意識，本研究嘗試先從累積投票制在我國的演變著手，作為未來全面評估我國公司治理法制的的第一步。選擇累積投票制作為檢討的出發點，乃係著眼於此一制度在法制上變化的明確、在實務上的一致遵循，以及其在公司治理上扮演的重要角色，諸此特點使得累積投票制的檢討、觀察，饒富意義。本文貳、將先從比較公司治理的角度，探討累積投票制的制度內涵與其在全球公司治理潮流下的定位。本文參、則針對累積投票制在我國公司法第一九八條的「變」，嘗試分析其修法原因，並從國際立法潮流、國內法制配套的觀點對此一轉變提出省思。繼而，本文肆、將說明累積投票制在我國企業實務上的「不變」，並對造成此一實務現象的原因提出可能的假說，這些假說雖然無法單獨地圓滿解釋此一實務現象，惟對吾人檢討規範型態與公司治理模式的關聯，有著不可忽視的啟示。最後則為結語。

貳、累積投票制：比較公司治理上的觀察

一、意義與運作

就股份有限公司之設立過程而言，除了訂立章程，以為團體之組織及活動的根本規則外，更必須確定身為其構成員之股東，以為團體之人之基礎，亦需確定股東之出資，以為團體之物之基礎，繼而需設置機關，以為團體之活動基礎²。就此一理論面之說明來看，由全體股東組成之股東會，不僅是表達公司全體構成員總意之機關，亦可說是公司內部最高、最重要之機關，其意見與決議自應凌駕於公司其他機關之上。惟在現代大型公司中，本於資合性商業組織³之「股東地位移轉容易」的特性以及「所有與經營分離」的實際需求，股東與股東會不再是公司內部權力結構的重心所在，取而代之的是公司之董事及其所組成之董事會。不論是美國德拉威爾州公司法（Delaware General Corporation Law）第一四一條規定關於公司業務應由「董事會經營或在其指揮下進行」（managed by or under the direction of a board of directors）之行之有年的規定，或是我國公司法第二〇二條關於公司業務之執行原則上均應由董事會決議行之的近年修正⁴，都在在突顯了董事會在

² 柯芳枝，公司法論（上），頁15，2003年3月五版。

³ 關於「人合」、「資合」公司之說明，參見柯芳枝，同前註，頁11-14。

⁴ 應注意的是，由於公司法第193條並未隨之修訂，因此第202條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」能否明確劃分董事會與股東會的權限，並非沒有爭議。參見王

現代公司運作的中心地位。

在所有與經營分離的理念下，股東會的權限大幅限縮，除了少數之公司重大事項，諸如公司重大營業行為、合併、分割或章程變更，需訴諸股東會之表決外，絕大多數公司事務係由董事會全權決定。作為公司資本出資者的股東對於公司業務之經營、事務之處理既無法直接干預，透過選任董事的權限來間接主導公司發展便成為股東表達意見、保護自身利益的最重要機制之一。因此，董事如何提名⁵、表決權如何分配、選任過程如何進行等選舉制度相關課題也就成為現代公司治理的焦點所在，而在董事選任制度之設計中，「直接投票制」(straight voting)或「累積投票制」(cumulative voting)的採行，常能左右董事選舉結果，制度之取舍也就備受關注。

所謂「直接投票制」，又稱為「聯選制」、「全額連記法」、「連選連記法」⁶，基本上即為每一股有與應選董事人數相同之選舉權，惟其必須將該數個選舉權分配於數個董事候選人中，不能將其選舉權集中投給一人或少數幾位候選人。而所謂「累積投票制」，係指每一股有與應選董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人或分配選舉數人，而由所得選票選舉權較多者當選為董事，

文字，公司法論，頁 299，2003 年 10 月初版。

⁵ 這是美國證券交易委員會及許多學者近來關注的重點，關於近期發展的中文介紹，參見馮震宇，從博達案看我國公司治理的未來與問題，月旦法學雜誌，113 期，頁 227-228、232-233，2004 年 10 月。

⁶ 雖然「直接投票制」(straight voting)的譯名不存有「顧名思義」的功能，但為求行文一貫，並便於中、英文說明相互理解，本文以下提及此一制度時，原則上統一稱為「直接投票制」。

「其辦法例如股東會應選董事名額十五人，每一股份就有十五個選舉權，股東如持有一千股，即擁有一萬五千選舉權，可集中投給一人或數人，或分散給十五人，由所得選票代表選舉權較多者，依序當選董事」⁷。在此一選制下，持股一定比例之少數股東即可能藉由集中選舉權支持特定一位或數位董事的方式，取得一定之董事席次。舉例而言，若某公司之已發行之有表決權股份總數一百股為勢不兩立之二位股東所持有，大股東持有六十六股，小股東持有三十四股，而公司之應選董事人數為五席。在直接投票制下，小股東支持之候選人斷無當選之可能，蓋任一小股東推出之候選人最多僅能獲得三十四個選舉權，而大股東則可以推出五名候選人，每名候選人均可以獲得六十六個選舉權，輕鬆囊括全部董事席次。然在累積投票制下，小股東若將其擁有之一百七十個⁸選舉權集中投給兩位候選人，每位獲得八十五個選舉權，即可確保其當選，蓋大股東僅有三百三十個⁹選舉權，不論如何分配其選舉權，均無法取得超過三席之董事¹⁰。

⁷ 經濟部 81 年 5 月 19 日商字第 211787 號函。

⁸ $34 \times 5 = 170$ 。

⁹ $66 \times 5 = 330$ 。

¹⁰ 關於累積投票制的運作，最常見的分配公式為 $x = (ac/b + 1) + 1$ ，其中 a 為有表決權之股份總數， b 為應選之全部董事席次， c 為意圖當選之董事席次， x 則為欲當選 c 席董事所需持有之股份數。See Arthur T. Cole, *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, 2 S. C. L. Q. 225, 229-230 (1950). 中文的引述，請參見易明秋，論公司法之累積投票制（上），軍法專刊，39 卷 15 期，頁 16，1993 年 12 月。

這一個公式的導出基本上從兩個集團的競爭出發，假設小股東持有股份數 x ，大股東持有股份數 $(a-x)$ ，兩者擁有之選舉權分別為 bx 以及 $b(a-x)$ 。

相對於直接投票制，累積投票制的運作無疑地讓小股東有較高的機會當選公司之董事，小股東所占有的董事席次雖可能不足以左右董事會決議的意向，然董事會的參與還是可以強化小股東知的權利，使其充分了解公司營運狀況，並適時做出適當的反應。尤有甚者，在公司股權結構複雜以致估算不易、大股東配票失誤¹¹，或是法規尚有疑義而遊戲規則並不明確¹²的特殊情形下，亦有

若小股東欲取得 c 個席次，則小股東分配投給第 c 個席次的得票數必須高過大股東分配投給第 $(b-c+1)$ 個席次之得票數，因此 bx/c 必須大於 $(a-x)b/b-c+1$ ，由這個不等式出發，即可推導出小股東必須持有的股份數 $x=(ac/b+1)+1$ 。

然而，由於計算上的無條件捨去可能導致的誤差，上述公式在某些特定情形下可能會產生錯誤的結果。其次，在股東的選舉提名策略上，該公式也可能會有誤導的不良影響。甚且，若董事選舉涉及三個以上集團的相互競爭，使用該公式即不容易得出正確的答案。對於該公式的檢討及修正，See Amihai Glazer, Debra G. Glazer & Bernard Grofman, Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategies into the Equation, 35 S. C. L. Rev. 295 (1984); see also Lewis R. Mills, The Mathematics of Cumulative Voting, 1968 Duke L. J. 28 (1968).

¹¹ See *Pierce v. Commonwealth*, 104 Pa. 150 (Pa. 1883). 本例中大股東持有 53% 之股份，小股東則持有 47%。於股東會採取累積投票制選舉六席董事時，大股東將其選舉權平均地分配給其提出之六名董事候選人，惟小股東則將其全部選舉權均分給其支持之四名董事候選人，結果小股東取得四席，大股東僅取得二席。

¹² See *Schwartz v. State ex rel. Schwartz*, 56 N. E. 201 (Ohio 1908). 在本案中，由於當時俄亥俄州累積投票制之規定中載有「A majority of the number of shares shall be necessary for a choice」文句，原被告雙方對於董事當選之要件除應「獲有多數之選舉權」(a majority of the votes)外，是否應同時包含「獲有多數股權表彰之選舉權」(the votes of the holders of a majority of the shares)的支持，遂生爭議。

可能意外地讓小股東取得董事會中的多數席次，進而掌控公司的經營權。為避免小股東占有董事席次甚而取得經營權的潛在危機，公司之大股東削弱累積投票制威力的最直接方式則是縮減應選之董事席次。蓋在累積投票制的運作下，原則上應選席次越少，對小股東越不利，推到極致，假設應選席次僅有一席，則小股東斷無任何機會可以擊敗大股東支持之人選。而就縮減應選席次而言，直接的作法係修改公司之章程，減少公司應設之董事人數¹³；間接的作法則是錯開董事任期（staggered board; classified board），若公司設有董事九人，任期三年，則公司可在章程中規定每年僅改選三人，亦可達到減少每次應改選之董事席次的目的¹⁴。

二、累積投票制在美國的興衰與評價

累積投票制的發明一般認為源起於英國政治學家 John Stuart Mill 對於「比例代表」制度的鼓吹¹⁵，惟此一制度在公司董事選舉上的適用則是在一八七〇年首見於美國伊利諾州（Illinois）的州憲法中。對於此一制度在公司法制上的採行，必須先了解的背景因素有二：第一、若從公司法制尚未成熟的早期英美普通法

¹³ 參見公司法第 129 條第 5 款。

¹⁴ 相關說明請參見劉連煜，累積投票制與應選董事人數之縮減，法令月刊，46 卷第 1 期，頁 16；蔡昌憲，公司法上強行規定與任意規定間之權衡——以累積投票制、閉鎖公司制及新股認購權為例，民國 93 年 6 月臺大碩士論文，頁 138-139。

¹⁵ See e.g. Aaron David Trub, Cumulative Voting and Classified Directorates, 64 W. Va. L. Rev. 325, 326 (1961).

(common law) 之精神來看，公司董事之選舉，每一股東，不論其持股多寡，應僅有一表決權¹⁶，在這種「數人頭」的選舉制度下，持股多寡並非重點，持股較少的小股東集團亦有可能因為股東人數較多而在選舉上取得勝利。在資合性商業組織興盛、公司法制現代化後，「數股份」的制度取代了「數人頭」的制度，持股較多的大股東才取得了高枕無憂地掌控公司營運的權力。

第二、累積投票制在伊利諾州的發軔，最早是在政治場域，而非商業場域中。昔時，共和黨的勢力主要在該州北部，而民主黨則在該州南部享有優勢。若採取一般的多數決選舉制度，在各個州議員選區中，北部的民主黨人士與南部的共和黨人士勢必成為被政治人物忽略而無法發聲的一群，在此情形下，累積投票制的入憲有其正當性的基礎，也獲得相當的支持。然而，由於一八六〇年代，鐵路公司經營的不法行為與詐欺事件層出不窮，公司之小股東受害甚深，卻又無力與大股東抗衡，有鑑於此，上述本屬政治場域中彰顯比例代表精神的建議，也被認為可以同時適用於商業場域中小股東的保護¹⁷。因此，在一八七〇年州憲法修訂時，不僅規定州議員選舉採用累積投票制，更同時要求依該州法

¹⁶ See *State ex rel. Baumgardner v. Stockley*, 13 N.E. 279, 280 (Ohio 1887) (“It seems that, at common law, each shareholder is entitled to cast but one vote, irrespective of the number of shares which he holds.”)

¹⁷ 對於當時美國經濟背景的說明，see W. Edward Sell & Lloyd H. Fuge, *Impact of Classified Corporate Directorates on the Constitutional Right of Cumulative Voting – A Critical Evaluation of Wolfson v. Avery Problem*, 17 U. Pitt. L. Rev. 151, 153-156 (1956).

律設立之公司，於董事選舉時必須採用累積投票制¹⁸。

作為經濟力強盛的工商大州之一，伊利諾州上述的規定對於累積投票制於公司董事選舉的施行有著風行草偃的效果，到一九〇〇年，已有十八個州採行強制性累積投票制（mandatory cumulative voting），其中更包括賓州（Pennsylvania）、加州（California）、密西根州（Michigan）等工商發達的地區。與此同時，任意性累積投票制（permissive cumulative voting）的立法模式也開始被紐約州（New York）、紐澤西州（New Jersey）以及德拉威爾州（Delaware）採用。在任意性累積投票制中，基本上允許公司選擇與法律規定不同之選舉方式，這一制度又可分為兩類：其一為「選擇排除式」（opt-out election），亦即法律之預設規定（default rule）為累積投票制，除非公司章程作出其他的規定，否則即應採行此制；另一為「選擇訂入式」（opt-in election），亦即法律之預設規定並非累積投票制，但若公司章程規定採用累積投票制，則依章程規定行之¹⁹。

值得強調的是，在當時背景下，對於肯定累積投票制功能的論者而言，「任意性」累積投票制的施行基本上沒有太大的意義！蓋若將累積投票制之是否採用求諸於公司章程之規定，則由於此一制度基本上對大股東不利，公司之發起人或持股多數之大股東原則上不會同意在章程中增列使用累積投票制之規定，縱若法規

¹⁸ 累積投票制在伊利諾州的緣起說明，see Whitney Campell, *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, 10 *Bus. L.* 3 (1955). See also *Wolfson v. Avery*, 126 N. E. 2d 701, 708-710 (Ill. 1955).

¹⁹ 參見蔡昌憲，同註 14，頁 142。

上採用「選擇排除式」的規範方式，發起人或大股東也很可能利用其在股東會中的優勢，排除累積投票制的適用，累積投票制保護小股東的立法目的反因大股東的控制力而無法落實²⁰。

累積投票制在美國的運作在一九四〇年代達到最高峰，到一九四五年為止，共有二十二個州採行強制性累積投票制，而有十五個州採行任意性累積投票制²¹。然其發展在一九五〇年代之後急轉直下²²。累積投票制盛極而衰的發展歷程理所當然地成為各州公司法制究竟是「向上提升」（race to the top）或「向下沈淪」（race to the bottom）爭辯的主要課題之一。蓋在美國聯邦制的政府體制下，各州皆訂有自己的公司法，而美國公司可自由選擇或變更其設立登記地，進而決定其應適用之州公司法，公司的設立與登記對於各州而言，不僅可以帶來一定的規費收入，也可能在相當範圍活躍該州的經濟活動。

經過幾十年的消長變化，德拉威爾州公司法在美國各州公司法制中已奠定其領導地位，當前多數美國大型公開發行公司均以

²⁰ See Charles W. Steadman & George D. Gibson, Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory? – A Debate, 11 Bus. Law 9, 12-13 (1955); Harlowe E. Bowes & Ledlie A. De Bow, Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations, 21 Minn. L. Rev. 351, 370 (1937).

²¹ See Jeffrey N. Gordon, Institution as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting, 94 Colum. L. Rev. 124, 142-146 (1994). 此文附錄中詳細整理了累積投票制在美國各州的立法沿革。

²² 根據 Gordon 的整理，至 1994 年，全美僅剩六州（亞利桑納、肯塔基、內布拉斯加、北達科塔、南達科塔、西維吉尼亞）採行強制性累積投票制。Id., at 146.

該州公司法為其準據法。各州間的競爭對於公司法制的發展究竟是好是壞，學說上則有兩種互異的見解，一說認為各州公司法的競爭，使得德拉威爾州、紐約州、伊利諾州等幾個主要的競爭者經常檢討自身公司法不足之處，進而促成目前美國公司法制獨步全球的局面。相反的，反對者則主張各州公司法的修正，經常呼應企業界、企業經營者與大股東的要求，而漠視小股東的聲音，從創造全體股東最大利益的角度來看，德拉威爾州公司法的領導地位突顯的是公司法制品質的每況愈下²³。在正反見解激辯下，強制性累積投票制的沒落究竟代表著公司法制的「向上提升」或「向下沈淪」，顯然不容易有定論。

哥倫比亞大學教授 Jeffrey Gordon 對於上述問題提出了一個相當完整的研究²⁴。從量化的實證研究以及法制修訂的社經環境背景來看，他認為累積投票制在一九五〇年代以後的式微與公司

²³ 「向下沈淪」的論點首見於 William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 *Yale L. J.* 663 (1974)。「向上提升」的看法則是由 Ralph Winter 教授最早提出，see Ralph K. Winter, *State Law, Shareholder Protection and the Theory of Corporation*, 6 *J. Legal Stud.* 251 (1977)。「向上提升」或「向下沈淪」的爭議，一直未有定論，至今仍是美國公司法主流學界探討的重要課題。此一主題上的重要理論著作，see e.g. Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 *Harv. L. Rev.* 1435 (1992); ROBERTA ROMANO, *THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW* (1993)。相對於州法競爭間「向上提升」或「向下沈淪」的對立見解，近年來則出現強調聯邦政府角色的第三種看法，see Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 *Harv. L. Rev.* 588 (2003)。

²⁴ Gordon, *supra* note 21.

委託書徵求大戰以及購併活動的進行有著密切關連。對於期待在公司內部發聲之公司小股東或意圖爭奪公司經營權之公司掠奪者（corporate raider）而言，累積投票制的存在增強了他們採取行動的誘因。蓋在此一制度的運作下，他們只須掌控一定比例之股權或委託書，即有可能藉由精密配票取得董事選舉上的勝利，縱若最後無法取得過半數之董事席次，也可以得到相當比例之董事席次，不致空手而回。相對而言，若公司採用直接投票制，花費鉅資部署以爭奪經營權之人若不能掌控過半數股權或相當之委託書，即可能一敗塗地、前功盡棄。因此，公司經營者對於累積投票制的極度排斥應是不難想像，若立法者不廢除強制性累積投票制，公司經營者即有可能藉由變更公司之設立登記地，轉而適用他州之公司法制，解除強制性累積投票制的桎梏。就此觀之，強制累積投票制的絕跡基本上是美國各州立法者呼應公司經營者需求的體現²⁵。

對照於累積投票制的盛極而衰，另一個值得關注的現象則是「錯開董事任期」在美國公司法制及實務上的普遍採行。就公司

²⁵ *Id.*, at 150-160. 惟 Gordon 認為加州在 1989 年修訂強制累積投票制，改採任意性累積投票制則是一個比較特別的例子。蓋在當時，各州公司法之競爭態勢已定，德拉威爾州已取得一枝獨秀的地位，多數大型公司也都不將所在地設於加州。因此，受到加州修法影響較大的並非大型公開發行公司，而是立足於加州的小型公司、矽谷的科技公司以及創投產業。由於這些公司股權較為集中，股東多有保護自己的能力，並且在產品市場上的競爭也非常激烈，從公司治理的角度看來，強制性累積投票制的存在對於這些公司不僅無益，甚而可能有害。因此，Gordon 認為加州的修法基本上是能夠增進股東最大利益的正面作法。

經營實務而言，董事任期的錯開，不僅可以讓新、舊董事相互學習，有利於經驗的傳承與經營的穩定，也有助於公司長期計畫的規劃與執行²⁶，當非壞事；然而錯開董事任期同時將造成縮減每次應選董事席次的實質效果，弱化累積投票制的功能。就此觀之，若公司法制採取強制累積投票制，似不應允許公司章程中規定將其董事任期錯開，以免損及累積投票制的立法目的。本於上述意旨，在一九五五年的 *Wolfson v. Avery*²⁷ 一案中，伊利諾州最高法院即判定行之有年的錯開董事任期的作法係屬違憲，因此造成企業界的震撼與學界的廣泛討論²⁸。然而，在累積投票制風潮逐漸消退後，錯開董事任期的正當性與合法性開始受到肯定²⁹，時至今日，美國各州公司法制均已明文肯定此一作法³⁰。

惟吾人若再從公司購併的角度來看，錯開董事任期的採用也有相當的爭議。蓋在一般實務慣用作法中，董事任期三年，均分

²⁶ See Richard H. Koppes, Lyle G. Ganske & Charles T. Haag, *Corporate Governance out of Focus: The Debate over Classified Board*, 54 *Bus. Law.* 1023, 1051-1053 (1999).

²⁷ *Wolfson v. Avery*, *supra* note 18.

²⁸ See e.g. Sell & Fuge, *supra* note 17; Edmund A. Stephan, *Cumulative Voting and Classified Boards: Some Reflections on Wolfson v. Avery*, 31 *Notre Dame L.* 351 (1956).

²⁹ 一個比較有名的案例為 *Bohannon v. Corporation Commission*, 3131 P. 2d 379 (Ariz. 1957)。本家中亞利桑那州憲法雖規定公司強制採行累積投票制，惟該州最高法院認為累積投票制僅可視為「粗略的少數派保護設計」，不能僅因此一制度的存在即認為當然禁止公司採用「錯開董事任期」的作法。關於此案之中文介紹，參見劉連煜，同註 14，頁 16-17。

³⁰ 對於各州法律規定的詳細整理，see Koppes et al., *supra* note 26, at 1028-1029.

成三組錯開其任期，每年僅改選三分之一，在此情形下，縱然有意參與公司經營者取得多數股權或股東，其在當年度董事改選中最多僅能取得全數董事席次的三分之一，至少必須經過兩次改選，才能掌控過半數的董事席次。鑑於商場上「分秒必爭」的時間成本，錯開董事任期因此成為公司章程中最有效的反購併條款（anti-takeover provisions）之一。值得注意的是，若公司採取「錯開董事任期」的作法，累積投票制在特定情形下可能從刺激購併活動的誘因轉變成抵制購併活動的武器³¹。舉例而言，若公司董事共有九席，任期三年，每年改選三人，此九席董事全為公司派股東所掌控，今若意圖爭取公司經營權之市場派股東取得公司百分之六十股份，公司派股東僅握有股份總數的百分之四十。如前所述，在採取直接投票制的情形下，市場派股東在經過兩次董事改選，可以取得過半數之六席董事；然若該公司董事選舉適用累積投票制，市場派股東在每次董事改選時，僅能獲取兩席³²，因此必須經過三年的時間，市場派股東始能取得過半數之六席董事。在此情況下，累積投票制的存在反而抑制了公司購併活動，傳統上對於累積投票制的批判也可能需要重新思考。

雖然累積投票制的運作與用途可能因為個別公司狀況及股權

³¹ See Sharon Hannes, *The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses*, 24 *Cardozo L. Rev.* 1903, 1914 (2003); See also Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161, 1180 (1981).

³² 由於累積投票制的運作，在三席的董事選舉，持股 40% 的公司派股東可以取得一席。

結構的分佈而有差異，法律學者對制度之成效也有不同的看法，惟財經學界對於此一制度在保障少數股東，強化公司治理的功能上多持正面的看法。Sanjai Bhagat 以及 James Brickley 採用事件研究法 (event study) 的實證研究發現當公司宣布不再適用累積投票制時，將對公司股價形成負面影響³³，換言之，此一研究認為累積投票制的採行有利於股東最大福利的創造。另外，在 La Porta 等人在一九九八年所發表的經典研究中³⁴，其認為國家經濟發展的興衰與股東權益保障的強弱呈現正相關，而累積投票制是否明文規定於國家法制也是此一研究中所採取的六項重要股東權指標之一³⁵。Paul Gompers 等學者針對一九九〇年代中一千五百家大公司所做的研究也發現，若投資於公司治理較好的公司將可獲得相當比例之超額利潤，此一研究中所援引的公司治理指標亦包含累積投票制的採用³⁶。綜言之，累積投票制雖然在美國各州公司法制上逐漸銷聲匿跡，惟其在財經學界於公司治理的研究上仍受到相當的肯定與重視。

³³ Sanjai Bhagat & James A. Brickley, Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, 27 J.L. & Econ. 339, 341-342 (1984).

³⁴ La Porta, Florencio Lopez-de-Silanos, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, Law and Finance, 106 J. Pol. Econ. 1113 (1998).

³⁵ Id., at 1127-1128.

³⁶ Paul A. Gompers, Joy L. Ishii & Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, 118 Q.J. Econ. 107 (2003).

三、累積投票制在全球公司治理潮流下的定位：以俄羅斯與韓國為例

國內外關於「公司治理」(corporate governance)之討論由來已久，惟其討論焦點則隨各國經濟情勢之消長與企業實務之演進而有所不同：在一九八〇年代及一九九〇年代初期，美國經濟疲弱，日本、德國企業蠶食鯨吞全球市場，論者多謂此一現象足證明日、德兩國在公司治理模式上的相對優勢；反之，一九九〇年代以後，科技、網路產業崛起，美國經濟情勢否極泰來，美國公司治理模式的優越性開始受到學界廣泛的重視與探討。然而在一九九〇年代東歐共產主義崩解及一九九七年亞洲金融風暴後，公司治理的重要性開始獲得全球性的注意，如何在轉型經濟體(transitional economies)及東亞受創國家中加強投資人保護，藉以振興經濟發展，變成重要課題。在這樣的趨勢下，累積投票制保護小股東的功能也受到相當的重視³⁷，惟各國採用累積投票制的背景與方式各有差異，成效也不相同，就此而言，累積投票制在俄羅斯與韓國的發展堪為對比之適例。

在俄羅斯力圖從計畫經濟轉型為自由經濟的過程中，美國史丹福大學教授 Bernard Black 以及哈佛大學教授 Reinier Kraakman 受託研擬公司法典草案。對於這樣的一個轉型經濟體，全盤移植

³⁷ See e.g. OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, at 42 (2004) (available at: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>) (最後造訪日期：2005年4月21日)。

已開發國家的公司法制當非適宜，因此兩位教授參考公司法制發展的歷程，提出所謂「自我實現模式」(self-enforcing model)的公司法³⁸。基本上，自我實現模式的公司法期待藉由公司內部結構性的規制(structural constraints)以及簡明易懂的規定(simple, bright-line rule)，以賦予公司小股東相當的權利，增強公司內部監控機制³⁹，進而減低對法院、行政機關等外部監控機制的依賴⁴⁰。

上述自我實現模式的公司法在公司內部治理結構上，特別重視股東表決權的強化，希望藉由股東表決權的公平配置與有效行使，增強對於公司董事的監控。在這樣的指導方針下，此一公司法制的表決權制度將以「一股一表決權」(one share, one vote)、
「全體候選人單一名冊」(universal ballot)⁴¹、「累積投票制」、「秘密投票」(confidential voting)以及「獨立股票登記機構」(independent share registrar)⁴²為配套，而其中又以累積投票制

³⁸ Bernard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109 Harv. L. Rev. 1911 (1996).

³⁹ Id., at 1932-1938.

⁴⁰ 這些機關或許因為貪污橫行，或是專業、資源不足，在公司紛爭的處理上並未得到高度信賴。

⁴¹ 在此制度下，不僅現任董事會可以提供董事候選人參考名單，符合一定要件之股東亦有提名董事候選人之資格，公司必須將其所有經提名之候選人載明於選票上，連同委託書寄發予全體股東。See Black & Kraakman, supra note 38, at 1949-1950.

⁴² 「秘密投票」及「獨立股票登記機構」的制度可以在相當程度內確保投票過程的公平與公正，避免公司經營者以不正當的方式影響股東表決權的行使。Id., at 1950-1952.

的落實爲此一模式公司法制的「核心部分」⁴³。兩位教授認爲雖然美國企業實務上多不採取累積投票制，惟此並非表示這一制度弊多於利，而是因爲美國法制之其他規定以及企業實務上大量聘用外部董事的作法已能在相當程度上取代累積投票制的功能，故而累積投票制使用的減少並未對美國經濟發展帶來明顯的不利影響⁴⁴。在 Black 以及 Kraakman 的極力倡導下，俄羅斯股份公司法（Joint-Stock Companies Law）第六十六條規定，凡公司股東人數超過一千人者，強制採用累積投票制；股東人數在一千人以下者，則適用任意性累積投票制⁴⁵。此種依照公司股東人數之多寡，而區別累積投票制之規範方式的作法，顯然著眼於保護公開發行公司股東之必要性以及閉鎖型公司股東透過股東協議、公司章程自我保護之可行性，當非無據⁴⁶。

⁴³ Id., at 1947 (“Because cumulative voting serves these multiple purposes, it is a central element of a self-enforcing corporate law.”).

⁴⁴ Id., at 1948.

⁴⁵ 關於俄羅斯股份公司法第 66 條的說明，see REINIER R. KRAAKMAN et al., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH, at 55 (2004).

⁴⁶ 不同意見請參見易明秋，論公司法之累積投票制（下），軍法專刊，40 卷 1 期，頁 23，1994 年 1 月；蔡昌憲，同註 14，頁 149-150（「在大型之公開公司裡，累積投票制被認爲只是個會增加表決之技術上成本的制度。蓋累積投票制刺激了股東對董事人選之控制慾望，爲了在董事選舉中如願以償，必然要在股東會召開前一段時間大量徵求委託書，競爭激烈時會引發委託書徵求大戰，浪費了大量人力、物力、財力。同時，股份過戶之頻繁變動也增加了公司之管理成本。但是，由於累積投票制通常並不會影響選舉之實際結果，故可謂白忙一場。從而，累積投票制在閉鎖公司似較有實用性。蓋閉鎖公司股權僅集中於在朝（經營者）、在野兩大集團；或在野集團有數個，但持有

相對於俄羅斯的轉型，韓國則是截然不同的案例。在東亞金融風暴爆發前，韓國早已是亞洲四小龍之一，部分汽車、家電、造船等大型企業更在激烈的全球競爭中占有一席之地。然而金融風暴的波及，突顯出韓國大型財團（chaebol）中藉由複雜的交叉持股以及高槓桿的財務運作，使得公司控制權與現金流量權的嚴重分離導致嚴重的代理問題，大股東極力謀求私利，而小股東卻無力抗衡。面對經濟巨幅衰退的困境以及國際貨幣基金（International Monetary Fund）的壓力，韓國政府進行了一連串的公司治理法制改革，其中重要者包括董事忠實義務概念的引進、實質董事（de facto director）責任的規範、股東提案權制度的建立以及任意性累積投票制的明文增訂⁴⁷。

就累積投票制而言，依一九九八年十月修訂之韓國商法（Commercial Act）第三八二之二條規定，持有已發行股份總數百分之三以上之股東得要求公司董事之選舉應以累積投票制行之，

相當比例或能結合相當比例股份，而足以依累積投票制選出其董事。且在閉鎖公司裡，由於股份欠缺流動性，有保護少數集團之必要，或許將累積投票制設為強行規定，難謂非一個思考方向。」）。

⁴⁷ See Hwa-Jin Kim, *Living with the IMF: A New Approach to Corporate Governance and Regulation of Financial Institutions in Korea*, 17 Berkeley J. Int'l L. 61, 73-74 (1999).關於 IMF 在東亞金融風暴後，對於東亞國家法制改革的影響，see e.g. Timothy Lane, Atish Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips Marianne Schulze-Ghattas and Tsidi Tsikata, *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand*, 72-73 (1999) (International Monetary Fund, Occasional Paper No. 178, available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op178/OP178.pdf>).（最後造訪日期：2005年4月21日）。

但公司章程另有規定者不在此限⁴⁸。由於此一股東「選擇訂入」累積投票制的少數股東權得由公司章程規定排除之，以致在企業實務上採用累積投票制者寥寥可數，一項在二〇〇四年公布的研究指出，百分之九十以上的韓國公司均已藉由章程規定排除前述商法之任意規定⁴⁹，商法中明文納入的累積投票制在韓國實務上形同具文。有鑑於任意性累積投票制的缺陷，以 Bernard Black 教授為首的學者專家群在二〇〇〇年為韓國司法部（Ministry of Justice）提出的法制改革建議⁵⁰中特別強調應將現行規定修改為強制性累積投票制，並應同時禁止董事錯開任期的作法，以及對董事之決議解任所需成數有更嚴格的規定，惟此一建議顯然未獲採納，韓國商法中迄今仍然維持著任意性累積投票制。

⁴⁸ 韓國商法英文版參閱自以下網址：<http://www.moleg.go.kr/>（最後造訪日期：2005年4月21日）。

⁴⁹ See Sang-Woo Nam & Il Chong Nam, *Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*, at 69 (2004) (available at <http://www.adbi.org/book/2005/02/02/884.corporate.governance.asia/>)（最後造訪日期：2005年4月21日）。

⁵⁰ See Bernard Black, Barry Metzger, Timothy J. O'Brien & Young Moo Shin, *Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness - Final Report And Legal Reform Recommendations*, 26 Iowa J. Corp. L. 537, 565, 589-590 (2001).

參、累積投票制在台灣的「變」

一、累積投票制在台灣：九十年修法前

選舉董事之方法，在民國三十五年國民政府修正公布的公司法中並無明文規定，當時公司多採用「聯選制」之多數決方法選出⁵¹，在此一制度下，有效掌控多數選舉權的一方，即可在股東會董監事選舉中囊括所有席次。五十五年公司法修正時，為強化個別股東權，以防止多數操縱，保障少數利益，首度將強制性累積投票制引入我國公司法，而在公司法第一九八條中明文規定：「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。（第一項）第一百七十八條之規定，對於前項選舉權，不適用之。（第二項）」九十年公司法全盤修正時，公司法第一九八條條文中增列「除公司章程另有規定外」之文字，終於將存在已久的強制性累積投票制修訂為任意性規定⁵²。

⁵¹ 參見商業司說明，立法院公報，72卷82期，頁111。

⁵² 參照經濟部94年5月13日商字第09402063780號函：「依90年11月12日修正公司法第198條之修法意旨及立法院法制局94年5月3日台立制字第0941100067號函釋：「按公司法第198條有關董事選任之規定，業經本院於90年10月25日三讀修正通過，略以董事之選任方式係屬公司內部自治事宜，爰放寬公司得以章程訂定董事之選任方式，俾為彈性處理。即股份有限公司董事之選任方式雖仍以累積投票制為原則，但允許公司得以章程排除該原則之適用」。是以，公司章程如另訂選舉方式，允屬公司內部自治事項，例如公司章程參照內政部頒訂之會議規範訂定選舉方式，尚無不可。至具體

除了累積投票制究應為強制規定抑或任意規定外，公司法第一九八條規定另一個經常引起爭論的焦點係董事與監察人之選舉究應合併舉行或分開為之。蓋於股東會同時選任董事與監察人時，兩個不同職位的選舉究竟應該同時或分別進行，由於過去的條文中沒有明確規定，實務上多以分別選舉為之。惟鑑於分別選舉時，「事實上必須由數個董事聯合才能推出一位監察人。例如，一般公司監察人人數約為董事人數三分之一，則監察人當選權數約為董事之三倍，通常非數位以上之董事聯合支持根本不可能當選」⁵³，如此勢必造成公司之大股東常可囊括多數董事席次與（全部）監察人席次的不合理現象。就此觀之，若能將董事與監察人之選舉同時進行，一方面可以增加該次選舉之應選席次，強化強制性累積投票制提高小股東當選機會的功能⁵⁴，另一方面也可以讓候選人「各憑自我能力產生，互無利害關係」⁵⁵。一個理論上的理想狀況或許是：公司之所有董事席次均由大股東囊括，以利董事會之和諧運作，而小股東可以占有幾席的監察人職位，以便能夠有效監督公司的營運情形。

本於上述意旨，六十九年公司法修正時曾在上述公司法第一九八條條文中增列兩項關於董監合併選舉的規定：「股東會選任

個案，如有爭議，係屬司法機關認事用法之範疇，併為敘明。」

⁵³ 參見商業司說明，立法院公報，68卷69期，頁25。

⁵⁴ 此就監察人的選舉言，尤為重要。蓋在90年公司法全盤修正前，公司依法應至少設有監察人一人，而若公司確僅設有一名監察人，則保障小股東的累積投票制在監察人的選舉上即形同虛設。

⁵⁵ 同註53。

董事，同時選任監察人者，應與選任監察人合併舉行；每一股份有與應選出董事及監察人人數相同之選舉權，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，分別當選為董事或監察人。（第二項）依前項規定同時當選為董事與監察人之股東，應自行決定充任董事或監察人，其缺額由原選次多數之被選人遞充。（第三項）」惟在增訂僅三年後，此一規定即在七十二年公司法修正時遭到刪除，其修法理由稱：「董事係共同行使職權，與監察人係各得單獨行使職權者不同，強使合併選舉，似有未宜，別具用心之股東一旦當選監察人，即假行使監察權之名，利用隨時調查公司業務狀況為手段，滋擾公司以謀私利，影響公司及股東大眾權益至鉅，致與第六十九年之修正意旨相違背，爰恢復五十五年之規定」^{56,57}。

⁵⁶ 同註 51。

⁵⁷ 參見經濟部 81 年 5 月 22 日商字第 212598 號函：「按民國六九年修正公司法時，為奠定監察人獨立地位，並保護小股東權益，於第一九八條第二項、第三項增訂：『股東會選任董事，同時選任監察人者，應與選任監察人合併舉行，每一股份有與應選出董事及監察人人數相同之選舉權，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，分別當選為董事或監察人。』『依前項規定同時當選為董事與監察人之股東，應自行決定充任董事或監察人，其缺額由原選次多數之被選人遞充。』惟民國七二年修正公司法時，鑑於董事係共同行使職權，與監察人係各行獨立行使職權者不同，強使合併選舉，似有未宜，且別具用心之股東一旦當選監察人，即假行使監察權之名，利用隨時調查公司業務財務狀況為手段，滋擾公司以謀私利，影響公司及股東大眾權益至鉅，致與六九年之修正意旨相違，爰予刪除前揭第二、三項之規定。故公司同時改選董、監事，依現行公司法之規定，每一股份之選舉權不得合併計算應選出之董事及監察人之人數。」

七十二年修法時之政經社會背景如何，難以考據，影響修法之主要力量與利益團體也不容易斷定，不過企業家、大股東的介入應是合理的推論。蓋從上述載明之修法理由來看，合併選舉配合累積投票制的規定，或許確已提高小股東以董事或監察人職位參與公司事務的機會，並使監察人以「利用隨時調查公司業務狀況為手段」，充分發揮功能，而「滋擾公司」則是在監察人積極行使職權時必須付出的代價。這樣的效益取得與成本付出本為監控制度運作之必然，成本效益間之取捨也會因時因地而異⁵⁸。不過從六十九年修法未久即遭刪除的過程觀之，吾人應當可以合理推測合併選舉的規定強化了小股東的潛在地位與制衡大股東的可能性⁵⁹，而使得大股東如芒刺在背，上述規定的刪除可能係導因於當時企業經營者與公司大股東遊說行政、立法機關的懷疑，應非全然無據。

從落實九十年修法前之強制性累積投票制的立法目的出發，值得進一步說明的是「錯開董事任期」與「董事決議解任」的相關問題。就「錯開董事任期」而言，我國公司法中並無明文規定，

⁵⁸ 部分學者相當贊同董監合併選舉規定之立法精神，參見梁宇賢，董事、監察人之選任方式及時期（上），月旦法學雜誌，41期，頁17，1998年10月。

⁵⁹ 依當時媒體報導，「自從公司法第一九八條修正後，董事與監察人的選舉方式改變為合併於一張選票同時推選後，不少『有心人』將競選目標轉向監察人，致使發行公司當權派為防杜『外人』插手監察人頗費周章」；「往往當權派為顧及董事席位，可能有心角逐的『外人』即集中投向監察人，很容易發生顧此失彼之問題」；「有幾家改選董監事的公司，都受到部分有心人揚言競選監察人的『壓迫』，致使不得不在董事席次上有所讓步，或甚至花錢擺平」。參見經濟日報，70年3月6日，7版。

行政實務上也沒有明確解釋⁶⁰，其合法性如何非無爭議⁶¹，或許也因為如此，絕大多數企業均未明確採取分批分期改選董事的作法⁶²。惟相對於此一作法在縮減每屆應選董事席次所產生的效果，兩種潛在的變通方式仍然值得注意：第一、董事的不足額選任：若吾人允許公司於董事改選時，無庸就章程規定之董事人數足額選任，當然也會間接縮減每屆應選董事席次，惟細察過去行政機關、司法機關之見解，不足額選任的作法在我國是否合法，尚須視個案情形而定，難以一概而論^{63,64}。第二、將董事人數授權由

⁶⁰ 就董事分批改選而言，經濟部曾對獨立董監與非獨立董監的選舉得否分開進行，有過明確解釋，參見經濟部 91 年 3 月 11 日商字第 09102039620 號函：「公司法第一九八條規定：『股東會選任董事時，除公司章程另有規定外，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』準此，公司股東常會或臨時會選任董事、監察人時，自應依前揭規定辦理，尚不得區分獨立董、監察人與非獨立董、監察人而分開進行選舉。」惟此號函釋內容與一般董事之分批分期改選顯有不同，得否比附援引，非無疑義。

⁶¹ 論者有謂：「美國法下最基本的防禦招式，如分批分期改選董事、不同比重表決權的股份等，在我國現行公司法制下似乎都不可行。」參見黃日燦，我國企業「敵意購併」的法制概況，經濟日報，93 年 1 月 26 日，6 版。

⁶² 就作者所知範圍內，並無任何公司在章程中明確規定錯開董事任期的選舉制度，惟參考本文說明及相關文獻，吾人至少可以確定縱有我國公司採取此一作法，為數必然不多。

⁶³ 對於監察人的不足額選任，經濟部過去曾先後作成的兩號函釋，可供相互參照。經濟部 78 年 5 月 10 日商字第 201010 號：「……公司章程如已明確規定監察人人數，在股東會選舉時不全額選出，倘經股東會決議保留，尚無不可，惟保留後監察人實際在任人數，仍應有一人以上。」經濟部 83 年 4 月 25 日商字第 2096539 號函：「按監察人之選舉，依公司法第二二七條準用第一九八條規定，即股東會選任監察人時，每一股份與應選出監察人人數相同之選

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，當選為監察人，自不發生保留給特定股東嗣後補選之問題。是以，貴公司於八十三年股東會改選第十二屆董事、監察人時，決議「保留股東單位○○文化基金會應提之候選名額一席，俟視運作情形，如有需要，再由該股東單位○○文化基金會推派人選，提下次股東會補選」乙節，核與上開規定未合。」對於前號函釋，相關討論可參閱林國全，監察人不足額選任，月旦法學雜誌，71期，頁18-19，2001年4月。

64 司法機關對於董事不足額選任問題的立場，吾人可嘗試從欣欣電子系統股份有限公司（以下稱「欣欣公司」）於82年間改選董事之爭議加以了解。在此一個案中，欣欣公司章程訂有7席董事、2席監察人，惟於董監事改選時，因持股49%的少數派股東抵制，故多數派股東決定只選出4席董事、1席監察人，少數派股東因此訴請確認股東會決議不成立或無效。

對於上述爭議，高等法院雖在83年度上更字第313號判決中認：「公司法為期少數股東亦有當選董事之機會，於該法第一九八條明定採累積投票制，則每次應行選出之董事人數，必須一次選足，始能貫徹累積投票制之立法意旨，且上訴人公司章程，既由原有四席董事改為七席，亦必有其特別之用意存在。系爭股東會決議既僅選出四席董事、一席監察人，即與該公司章程所定不符，且縱然再行補選，亦與上開公司法第一九八條第一項規定之意旨不符，則無論該次股東會之決議係因何原因而未能選出七位董事及二位監察人，均應另行定期舉行選舉，而不能先行選出部分董監事，否則即屬違反章程，該部分之決議應屬無效。」最高法院在84年度台上字第738號判決則謂：「原審未調查審認該改選董監事決議，是否確以章程規定之董監事名額進行改選，遽認該決議有違章程之規定，尚嫌率斷。次按公司法第一九八條及上訴人公司章程均未規定公司設置之董監事名額須一次足額選出，參以公司法第二百零一條第一項又規定：『董事缺額達三分之一時，應即召集股東臨時會補選之』，能否僅以公司法第一九八條之規定係採累積投票制，即認股東會為改選董監事之決議，必須一次選足章程規定之人數，否則不論其原因為何，該決議概屬無效，亦非無疑。」

惟在此案反覆更審、上訴後，最高法院在最後確定的88年度台上字第1418號判決則將重點置於選舉過程中少數派股東的抵制，而謂：「公司法第一九八條、第二百二十七條所定董監事之選舉採累積投票制，旨在保障少數股東，

董事會決定：雖公司法規定公司章程應訂明董事人數，然若股東會在章程中設一範圍且明文授權董事會於該範圍內決定每屆確實之董事人數⁶⁵，則董事會即可視情形決定是否縮減應選董事席次，惟觀諸公司法第一二九條關於章程絕對必要記載事項（股東會專屬決議事項）之規定、公司法第一九八條累積投票制之目的以及第二〇二條明文擴大董事會權限的趨勢，「授權董事會決定董事人數」的作法是否為公司法所許，應仍有相當的討論空間。

使少數股東亦有當選機會，防止以大吃小，以鼓勵小股東投資，俾籌措資金，發展工商業。同理，為鼓勵大資本投入，促進企業之順利經營，對大股東之權益亦須相當保障，避免以小吃大，致大股東裹足不前。查被上訴人公司章程並未規定公司設置之董監事名額須一次足額選出，此觀公司章程即可知之，而上訴人（按：公司之少數派股東）於系爭股東會時持觀望之態度，故不投下選票，業如前述，則上訴人顯係自行放棄已有之權利，因累積投票制在保障小股東，上訴人身為小股東，竟自願放棄其權利，法律無庸再予適度保護，以免損及被上訴人之權益。是本次股東會選舉無違累積投票制保護少數股東之意旨，難謂為無效。」就此觀之，在過去強制性累積投票制的施行下，董監事不足額選任是否為公司法所許？究竟有無違反公司法第 198 條規定？尚須視小股東之權利是否已受確實保障，而非可一概而論。

⁶⁵ 例如台灣積體電路公司章程第 19 條即規定：「本公司設董事七至九人及監察人三人。董事人數授權由董事會議定之。」

該公司章程內容可見於 http://www.tsmc.com/download/chinese/e02_annual/2002_rules.pdf（最後造訪日期：2005 年 4 月 21 日）。

當然，從上述董事人數規定之範圍觀之，作者相信此一規定或許係為便於公司選任獨立董監事或有其他公司治理上的重要目的，而不在「縮減應選董事席次以規避累積投票制的效果」。惟吾人應當了解，若「授權董事會決定」的作法為法所許，實務上多數公司經營者或多數派股東即可視其需要，調節董事人數，配合一定的股權結構或公司的特殊情形，自然有可能影響累積投票制運作的結果。

此外，董事選任之累積投票制與董事解任之決議成數的配套，也是在九十年修法前經常引起批判的問題。蓋在強制性累積投票制下，由於九十年修正前之公司法第一九九條允許股東會得以普通決議的方式解任公司董事，而一七二條又允許解任董事議案得以臨時動議提出⁶⁶，因此，在理論上，多數派股東將可輕易地提出解任董事的議案，剝奪少數派股東取得之董事席次。對此一潛在問題，論者經常援引美國修正模範商業公司法第 8.08 條 c 項規定：「如允許累積投票制，在累積投票制下有足以使董事當選之累積票數反對該董事之解任者，該董事不得予以解任。如未允許累積投票制者，董事得於投票贊成解任之票數高於反對解任之票數時，予以解任。」⁶⁷而這似乎也是公司法第一九九條隨後

⁶⁶ 依 90 年公司法修正前第 172 條第 4 項規定：「前項召集事由，得列臨時動議。但關於改選董事、監察人、變更章程或公司解散或合併之事項，應在事由中列舉，不得以臨時動議提出。」

是故，經濟部 84 年 5 月 8 日商字第 207508 號函認為：「按關於改選董事、監察人、變更章程或公司解散或合併之事項，應在股東會召集事由中列舉，不得以臨時動議提出，此乃公司法第一七二條第四項但書所明定。至解任董事監察人之事項，因非在前揭法條規範之內，故得以臨時動議提出，於法並無不合。」

雖然上述「改選董事、監察人」之規定及函釋向為我國學者所批判，參見林國全，股東會決議解任董監事之研究，月旦法學雜誌，47 期，頁 107，1999 年 3 月；劉連煜，股東會決議解任董監事及董監事因無正當事由遭解任所得請求賠償之範圍，月旦法學雜誌，31 期，頁 105，1997 年 10 月。惟在 90 年公司法全盤修正時並未加以修訂，故董事或監察人之解任，仍得以臨時動議提出。參見賴源河等合著，新修正公司法解析，頁 235，2002 年 10 月。

⁶⁷ 參見蔡昌憲，同註 14，頁 140-141。

修訂的主要原因之一⁶⁸。

二、從「強制」到「任意」的修法原因分析

施行已久的強制性累積投票制為何在九十年公司法全盤修正時修改為任意規定？此一巨幅轉變的立法目的究竟為何？在公司法第一九八條的修正理由中僅謂：「按董事之選任方式，係屬公司內部自治事宜，爰參酌日本商法第二五六條之三之規定，修正第一項，增列『除公司章程另有規定外』，俾為彈性處理。」比較法的參考，形式上為本條的修正提供了一個合理化的基礎，不過這樣的說明仍然欠缺實質的正當化理由；而究竟哪些事項屬於「公司內部自治事宜」，而不宜由法律加以干涉，也沒有清楚的類型化標準。以下本文將從此一簡略的立法理由出發，配合社經法制背景，嘗試分析累積投票制的修法原因。

切 解除管制的潮流與公司契約理論的影響

在近年來經濟分析方法逐漸為我國學界所熟悉並普遍運用後，公司的本質為何以及其與公司法規範間的關連成為公司法研究者間廣泛討論的主要課題之一。其中最為人所熟知的莫過於代理理論以及寇斯（Ronald H. Coase）的交易成本理論⁶⁹。代理理論關注的是當代理人（agent）為本人（principal）處理工作或事務

⁶⁸ 誠然，公司法第 199 條的修訂與此處提及之美國法上的規範方式並不相同，惟我國法的修訂係受到美國法的影響，應是合理的推論。參見賴源河等合著，同註 66，頁 268-270。

⁶⁹ Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* 386 (1937).

時，若雙方間利益並不一致而有互相衝突情形時，代理人可能會力求於本身利益之極大化，因而有損於本人之利益。對於這樣的代理問題（agency problem），本人與代理人間必須建構適當的交易機制加以管控，而諸此本人監督之成本（monitoring expenditures）、代理人擔保忠於職務所作出的努力（bonding expenditures）以及管控機制力有未逮而產生的剩餘損失（residual loss），即為此一理論上所稱的「代理成本」（agency cost）⁷⁰。

從代理問題與代理成本的角度觀之，商業組織的經營運作與市井小民彼此間的僱傭、委任或其他勞務提供，本質上並無不同，蓋一般勞務契約中，勞務提供者與接受者間存在的代理問題，主要藉由該契約之約款來加以解決。而在商業組織的經營運作中，公司與董事、經理人、職員間、公司與股東間、與債權人間、與上下游廠商間、與消費者間...同樣有著或多或少、或強或弱的代理問題，而在各關係人間，此類問題的解決同樣也必須求諸於各該契約⁷¹ 明示或默示之約定⁷²。

⁷⁰ See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305, 308 (1976). 中文的說明可參見黃銘傑，*公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思*，公開發行公司法制與公司監控，頁 12-14，2001 年 11 月。

⁷¹ 此處所指的「契約關係」比吾人一般認知之「當事人互相表示意思一致者，無論其為明示或默示」的我國民法上的契約概念（民法第 153 條第 1 項）要更廣一些。See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW*, at 15-22 (1991). 參閱王文宇，*進出公司法—幾點跨領域的觀察*，*月旦民商法雜誌*，1 期，頁 11，2003 年 9 月（說明形式上的契約關係（explicit contracts）與潛在性的契約關係（implicit contracts））。

而從交易成本理論觀之，交易成本的存在被認為是兩種不同交易締約結構——「組織」相對於「市場」——差異的關鍵所在⁷³。在市場上，生產的進行可能必須通過一連串契約的締結才能完成，而每一契約的締結必須通過價格機制（price mechanism）的運作，其運作過程中則必須耗費相當的成本，諸如確定交易價格、契約的談判以及其他配套契約的確認等都可能對契約當事人造成一定的負擔。上述交易成本的產生即是「組織」取代「市場」的利基所在，蓋若吾人將生產移至組織內進行，就此一生產之完成所需締結契約的數量將可能大幅減少⁷⁴，雇主、雇員間的上下服從關係成爲締約的重點⁷⁵，是故組織內的管理、協調機制可以取代了市場上價格機制的功能，也因此可以減少交易成本。當然，組織的運作也有其自身的成本（the cost of organizing within the firm），因此現實世界中個別交易方式之締約結構的決定（納入「組織」或求諸「市場」）則視組織運作與市場運作的邊際成本而定⁷⁶。從此一理論重心觀之，「組織」與「市場」兩種交易模式雖然在「治理結構」（governance structure）上有明顯不同，惟

⁷² 關於各種組織在代理問題解決上的說明，see e.g. Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, Agency Problems and Residual Claims, 26 J. L. & Econ. 327 (1983).

⁷³ Coase, *supra* note 69, at 390-394.

⁷⁴ *Id.*, at 391 (“It is true that contracts are not eliminated when there is a firm but they are greatly reduced.”)

⁷⁵ *Id.*, at 391 (“The contract is one whereby the factor, for a certain remuneration (which may be fixed or fluctuating), agree to obey the direction of an entrepreneur *within certain limits*.”)

⁷⁶ *Id.*, at 404-405.

兩者之「契約」本質並無差異⁷⁷。

如上所述，代理理論與交易成本理論雖從不同觀點解析公司組織的形成與重心，惟兩者基本上均認為公司組織的本質即係「契約」，因此也都認同公司本質之「契約連鎖理論」（nexus-of-contracts theory）⁷⁸的觀點：公司是以生產商品或提供服務為目的之各式輸入活動的結合體，亦係各種利害關係人間所締結之一連串契約的連結點⁷⁹。近幾年來，此一美國公司法學界的通說逐漸為我國學者所接受，在公司法的立法理念上自然容易產生「從管制到契約」的「典範轉移」效應⁸⁰：蓋公司之形成既是基於所有利害關係人間之契約，市場經濟、私法自治、契約自由即應作為主導規範制定之原則，國家基於家長主義所為之各式保護、管制色彩濃厚的規定應遭揚棄，因此公司法的條文應以任意規定為主體，強行規定為例外。據此而論，對於公司法上的強行規定，不論其立法目的是為了增強投資人的保護、消除法律規範不確定所衍生的成本或是增進公共利益等⁸¹，吾人都必須以放

⁷⁷ William W. Bratton, *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, 41 *Stan. L. Rev.* 1471, 1480-1481 (1989).

⁷⁸ 此一名詞首見於 Jensen & Meckling, *supra* note 70, at 310-311.

⁷⁹ 中文的說明請參見王文宇，同註 71，頁 10-12；蔡昌憲，同註 14，頁 14-16。

⁸⁰ 黃銘傑，*公司法七十二變！下一階段公司法修正方向之芻議*，*月旦法學教室*，第 0 期，頁 93，2002 年 2 月。

⁸¹ 公司法中雖應以任意規定為主，惟在特定情形下，強行規定仍扮演著重要角色。關於公司法中列入強行規重要考量的說明，see e.g. Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1461 (1989); Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549 (1989). 中文的說明請參見王文宇，同註 71，頁 12-13；蔡昌憲，同註 14，

大鏡深入檢視，反覆思考此一強行規定的存在是否確有足夠的正當性。從公司法第一九八條立法理由中稱：「按董事之選任方式，係屬公司內部自治事宜，……，俾為彈性處理」，顯見此一修法在相當程度內受到上述法制典範轉移效應的影響。

物「所有與經營分離」的理念與董事會組成的趨勢

如前所述，累積投票制的直接效果在提高小股東支持之董事候選人當選之機會，其所彰顯之價值則為公司董事會中「比例代表」(proportional representation)的精神，藉由此一制度的運作，期待讓公司的股東依其持有股份比例，適度地分享公司組織中的權力，不僅可以達到保護小股東的目的，也符合組織內權力配置與持股比例相當的公平原則。然而「比例代表」制度顯而易見的缺陷在於：其將董事的選任求諸於股東間的角力，容易引發股東間的糾紛，因此選出的董事更可能成為部分一而非全部一股東的代言人，僅關注於少數股東之利益，而無心於全體股東福利之極大化。

從九十年公司法修正的修法趨勢來看，上述「比例代表」的精神與價值顯已逐漸失去其光芒。蓋公司法中董事會相關制度的建構，所重視的是「所有與經營分離」的落實，不論是第一九二條有關股東身分與擔任董事之積極要件的切割⁸²，或是第二〇二

頁 84-106。

⁸² 本條第一項之修法理由謂：「按現行規定以股東充任董事，係認董事與公司立於利害相關休戚與共之地位，於執行業務時，較能期望其善盡注意義務，以謀公司利益；然此規定，並不能與企業所有與企業經營分離之世界潮流相

條明確擴大董事會職權，同時縮限股東會權限的規定，在在表現出立法者欲將董事（會）與股東（會）脫鉤的企圖。這樣「所有與經營分離」的立法理念，突顯出公司法對於董事專業性的強調與尊重，也間接顯示擔任董事者的持股成數與其「所代表的民意基礎」已非董事會制度之重點所在。就此觀之，強制性累積投票制的揚棄也是符合此一背景的配套作法。

上述規範重點移轉的現象也清楚地表現在我國現行公司治理制度中董事會的組成與地位。配合近年來強化公司治理的世界潮流，我國在董事會制度上最重要的改革措施莫過於獨立董事的設置與功能性委員會（審計委員會、薪酬委員會、提名委員會等）的強調，諸此作法著重的是董事的專業性與獨立性在保護全體股東利益上的功能，與意在「比例代表」的累積投票制在本質上格格不入，甚至有所衝突。蓋在累積投票制之下，持有公司相當股權的大、小股東們對於董事席次的爭取通常各有盤算，期待藉由自己的力量或是股東間的合縱連橫，將自己的人馬送入公司董事會，在此情形下，股東們很可能不會願意將自己依股權比例應得之董事席次拱手讓出，轉而支持本質上並無「股東色彩」的獨立董事，因此在公司股東會中想要依累積投票制順利選出獨立董事，有時並非易事⁸³。其次，若小股東將其推出之候選人送入董

契合，且公司之獲利率與公司董事由股東選任無特殊關聯，故董事不以具有股東身分為必要，爰修正第一項。」

⁸³ 台鹽公司自 92 年底以來的獨立董監事選任過程，相當程度地突顯出這個難題：台鹽公司為一政府公股佔 40%、其餘 60% 為民股持有的公司，在 92 年申請掛牌上市時，該公司於上市審議過程中承諾將於上市後立即召開股東臨

事會，該當選之董事也極有可能無法獲選進入公司董事會下的審計委員會或其他重要的功能性委員會，依此看來，代表小股東的董事在強調委員會功能的董事會制度下能夠揮灑的空間將更為有限。就上述我國公司治理模式中董事會制度建構理念的軌跡轉變來看，累積投票制從強制性到任意性的修正基本上也顯示出「所有與經營分離」的立法思考，此一修正也可視之為董事會制度整體配套的一環。

狃公司內部營運紛擾與公司經營權的爭奪

累積投票制可能產生的另一個重大缺陷是董事會內部派系對立所造成之經營紛擾。蓋在累積投票制下，原則上少數股東並無法取得多數董事席次，亦無法左右董事會之集體決策，惟少數股東支持之董事可能對董事會議之討論採取事事反對、抵制到底的態度，妨礙董事會之順利運作，輕則降低公司營運之效率，重則導致公司經營之困難，一般認為此一缺陷也是導致公司法第一九八條刪除強制性累積投票制的主要原因之一⁸⁴。

時會並選出二位獨立董事、一位獨立監察人。然由於立法院在經濟部所屬事業預算決議事項中明確要求公股股權不得支持非公股代表，因此公股所擁有之董監事選舉權必須全數支持政府指派之代表人，無法轉而投給獨立董監事的候選人，而民股的股東們也無意願配合獨立董監事的選任，導致在 92 年 12 月 26 日召開的股東臨時會中無法順利產生獨立董事及監察人，險些遭到下市的處分。參見經濟日報，2003 年 12 月 27 日，6 版。

⁸⁴ 劉連煜，新修正公司法之重要內容及其評論，台灣本土法學，31 期，頁 177，2002 年 2 月；林國全，股份有限公司之董事資格、選任與解任，台灣本土法學，36 期，頁 100，2002 年 7 月。亦可參見梁宇賢，同註 58，頁 17。

惟從我國公司法制發展之軌跡來看，與其說公司內部經營的紛擾導致公司法第一九八條的修訂，更精確的說明或許是過程慘烈的公司經營權爭奪事件造成了強制性累積投票制的絕跡。如前段關於美國法制上的發展所述，此一制度的存在增強了有意爭奪公司經營權者採取行動的誘因，蓋藉由累積投票制的運作，持有有一定比例股份之公司掠奪者縱然不能取得公司之多數董事席次，也能輕易獲得投身購併競賽的「安慰獎」—少量席次的董事職位，而經由董事職權的行使與董事會的參與，少數股東或公司掠奪者可以充分取得與公司營運相關之資訊，建立其進一步謀奪公司經營權的灘頭堡⁸⁵。尤有甚者，其亦可能採取「玉石俱焚」的焦土策略，在董事會中恣意妄為，造成公司經營的混亂，破壞公司的價值，使實際經營者不堪其擾，退出經營權的競逐。

在我國，上述說明雖然沒有量化的資料或統計學的數據可資佐證，惟八十年間我國企業購併活動的活躍，應可提供給吾人相當的線索。昔時，我國公司經營權爭奪事件時有所聞，公司派股東與市場派股東的法律攻防時時可見，過程之慘烈堪稱空前，民意代表主導的市場派股東介入高雄中小企銀的經營⁸⁶、國豐公司收購南港輪胎公司⁸⁷、高興昌公司的經營權爭奪⁸⁸等都是著名的個

⁸⁵ Charles M. Williams, Cumulative Voting, 33 Harv. Bus. Rev. 109, 112 (1955).

⁸⁶ 參見陳美玲，從外場派到內場派—處理高企銀行個案之經驗談，月旦法學雜誌，26期，頁57-59，1997年7月。

⁸⁷ 參見林國全，南港經營權爭奪事件所涉及之公司法問題，月旦法學雜誌，8期，頁72-78，1995年12月。

⁸⁸ 參見陳志雄，公司經營權爭奪之相關法律問題，月旦法學雜誌，26期，頁49-57，1997年7月。

案，由於這些公司經營權爭執事件極受社會各界矚目，亞太綜合研究院與台灣大學法律學系在八十六年四、五月間連續舉辦數場的「泡沫經濟下之公司經營權法律問題個案研討會」，就其中涉及之法條疑義與實務操作詳加討論⁸⁹。就累積投票制的影響而言，又以高雄中小企銀案最有代表性，在該案中，持有該銀行股份總數約百分之零點零三的市場派股東，經由花費鉅資取得其他股東委託書的支持，在八十四年股東常會改選董監事時，順利取得董事會全部十五席董事中之五席。其後，該市場派股東更進一步聯合董事會中之其他三席董事，進而掌控公司之經營權，持股達百分之三十五的大股東反而無力控制董事會之運作。由於該市場派股東之影響，高企的放款大量增加，存款流失，專業經理人紛紛離職，公司價值巨幅下跌，廣大的小股東深受其害，這樣的情形一直到八十五年底大股東順利召開股東臨時會改選董事，才獲得解決。若無累積投票制之運作，持股甚微之市場派股東不太可能會奢望奪得高企的經營權，也沒有機會取得五席董事做為全面掌控的跳板，強制性累積投票制對於公司經營權爭奪的巨大影響，由此可見一斑。

在這波公司經營權爭奪風潮逐漸消退的過程中，經濟部研擬多時而於八十八年五月首度提出的「公司法部份條文修正草案」，即將強制性累積投票制修訂為任意性累積投票制，此一條文在數次修法草案的檢討中一直獲得大力的支持，而終於九十年底通

⁸⁹ 關於研討會的報告及討論過程，請參見陳志雄等合著，泡沫經濟下公司經營權之法律問題個案研討，財團法人亞太綜合研究院出版，1999年8月。

過。就此修法草案提出之時點以及修法過程觀之，公司內部紛擾的防止、公司經營權爭奪戰的平息係公司法第一九八條修法的主要原因之一，似無疑義。

三、省 思

刼 公司治理解潮流的異數或跟隨者？

從一九九〇年代末期以來，強化公司治理已然從東亞及東歐發源，逐漸成爲全球性運動，而由於二十一世紀初公司治理的模範生—美國發生了恩龍（Enron）倒閉、世界通訊（WorldCom）申請破產等公司治理醜聞，因而促成了沙氏法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）的出爐，時至今日，此一運動不僅沒有消退跡象，反有越演越烈之勢。作爲公司治理機制的一環，在累積投票制的法制革新上，相對於俄羅斯引入強制性累積投票制、韓國明文納入任意性累積投票制，我國將公司法第一九八條的強制性規定變更爲任意性規定的修法方式難免顯得突兀！

或謂，強制性累積投票制早已不符公司法制的思潮，而多數新近採用累積投票制的國家均係選擇任意性規定—而非強制性規定—的立法方式，就此觀之，我國的修正係向世界主流靠攏的正確作法。然而，這樣的論點並非全然沒有疑義，蓋從我國與韓國的對比來看，兩國在累積投票制的處理上雖然殊途同歸，目前均採取類似「選擇排除式」任意性累積投票制的規範方式，然從立法論層面上卻呈現了兩種截然不同的理念：韓國著重於小股東權益的保障，故明文在商法中規定得由小股東要求累積投票制的施

行；我國則是著眼於「公司自治」、「解除管制」的觀點，所以刪除了公司法中強制性累積投票制的要求，僅就此一立法理念層次而論，國際公司治理學者專家若把韓國的修正解釋為公司治理的進步，我國的修正解釋為公司治理的倒退，亦非全無可能。甚且，立法理念、立法走向的不同也可能影響未來對於任意性條文規定的目的解釋與歷史解釋，而可能對條文的落實產生相當的影響⁹⁰，此點也是在修法之初應當加以考量的。

另外，從我國與美國的對比來看，雖然我國現行的任意性規定符合美國法制實務及學界的多數看法，惟兩國主流之公司型態規模有異，股權分佈類型也不相同，公司大股東對於公司經營之心態與介入程度更是迥然不同，因此對於累積投票制在兩國所能發揮的功能也應有不同的思考，強將兩國法制比附援引，更非無疑⁹¹。此外，外部董事之設置早已成為美國大型公司中約定俗成的慣習，幾乎全數之公司董事會均有過半數之外部董事，相對於我國獨立董事制度的踟躕難行，企業實務界對於設置獨立董事的排斥，累積投票制在兩國環境中的重要性與其所能發揮的效益，自然不能相提並論，更遑論美國實務上尚有較周全的訴訟制度、

⁹⁰ 從這個角度來看，我國從強制性累積投票制變更為任意性累積投票制，在就公司法第 198 條進行法解釋學上的目的解釋以及歷史解釋時，有可能產生進一步弱化小股東保護功能的看法，或許為了防止此種情形，行政機關一再強調：「董事、監察人之選任方式，依本修正條文之規定，雖增列『除公司章程另有規定』，賦予公司依自治事宜為彈性處理，但公司章程之訂定，倘違反公司法之相關規定，則於法有未合。」（經濟部 90 年 12 月 4 日商字第 09002256460 號函、91 年 3 月 27 日商字第 09102052410 號函）

⁹¹ 參見林國全，同註 84，頁 101。

競爭更激烈的經理人市場與產品市場、活躍的公司購併活動等能夠在相當程度內保障小股東權益的公司治理機制，而諸此機制在我國均相對脆弱。從這些差異來看，我國應否一味地移植美國的任意性累積投票制規範，實在值得進一步反省與思考。

物 公司購併法制配套的衝突？

由於中小企業林立、家族經營的企業型態普遍以及企業發展多處於積極成長期的整體經濟背景，企業購併活動在過去的我國並不常見⁹²，或許由於企業購併可能造成的企業、社會動盪，一般人對於此類活動的進行也容易採取較為負面的態度。惟在近年來，企業購併活動在我國有了嶄新的面貌：企業國際化、大型化的需求使得企業購併活動成為必要，透過購併其他類型企業也可能迅速發揮企業經營者所期待的綜效（synergy），增強本身的競爭力，正因如此，我國產官學界對於公司購併活動轉而採取積極鼓勵的態度，為「擴大金融機構經濟規模、經濟範疇與提升經營效率」⁹³而在八十九年底通過的金融機構合併法，以及「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」⁹⁴而在九十一年初通過的企業併購法均可為明證。此外，在九十年的公司法修正中，「簡化合併程序」更是其修正重點之一⁹⁵。近幾年來，公司購併

⁹² 關於企業購併的原因分析以及我國過去經濟背景的說明，請參見方嘉麟，公司兼併與集團企業，頁 6-15，1994 年 4 月初版。

⁹³ 參見金融機構合併法第 1 條。

⁹⁴ 參見企業併購法第 1 條。

⁹⁵ 立法院公報，90 卷 51 期，頁 127。

活動在健全公司治理、強化公司競爭力上扮演的「汰弱存強」的角色也愈受重視，在「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」等相關法令的檢討上也常以如何掃除敵意購併的障礙為目標⁹⁶，在當前環境下，無論是主管機關、產業界或學界對於公司購併的進行，幾乎均抱持著高度肯定的態度。

從上述公司購併活動與思潮的轉變來看，九十年通過的公司法第一九八條的規定或許不是一個符合時代潮流的立法。蓋累積投票制的存在將提高公司在野派股東取得董事席次的機會，如此一方面固然會使得董事會內派系對立，影響經營效率，另一方面也會提高敵意購併活動成功的機會，其對公司運作上成本效益的影響固然不容易精確評估，然從當前積極肯定公司購併活動的時空背景來看，提供公司掠奪者高度誘因的強制性累積投票制不僅不應被廢除，反而應該進一步強化。然而，在八十八年經濟部首度提案修正公司法以迄九十年底修正通過，公司購併法制的建構均未將強制性累積投票制的功能納入整體考量，對於此一立法政策上的選擇，似有必要再作進一步的檢討。

狂任意性累積投票制的目的：期待公司實務的多元發展？

法律規範的類型化中，依照當事人間的約定可否超越法律之規定內容，可將之分類為任意規定與強行規定。若從公司契約理論以及契約自由主義的角度理解，公司法中之多數條文應由任意規定組成，當無疑義，而此一任意規定立法方式的主要目的則在

⁹⁶ 例見經濟日報，94年2月16日，4版。

於降低交易成本的考量。蓋在當事人締約過程中，由於有限理性（bounded rationality）以及交易成本的限制，當事人經常無法掌握充分資訊，預見所有可能情形，也當然難以事先約明各種狀況的處理，因此當事人間之契約對於待規範問題會產生掛一漏萬的「契約不完整」（incomplete contracting）現象，而法律的任意規定，基本上即在事先設想「當事人若有機會就該主題進行討論，其所可能達成之共識」來加以擬定，如此即可有效地減低當事人間的交易成本，進而促成交易的達成。

除了交易成本的因素外，任意規定規範方式的另一個立法基礎或許在於「促進資訊流通」。對此，耶魯大學教授 Ian Ayres 與芝加哥大學教授 Robert Gertner 提出了所謂「懲罰性任意規定」（penalty default rule）的理論⁹⁷，他們認為在交易過程中，投機性策略行為的考慮可能會促使當事人的一方故意隱匿重要資訊，以達成交易或求得更好的交易條件，惟這樣的策略性行為固對一方當事人有利，但從社會整體效益的角度衡量，卻可能反而有害，蓋他方當事人若有充分之資訊即可能不會同意此一交易的進行。為了避免此種策略性行為所造成的社會損失，法律任意規定的擬定，應從「如何驅使當事人就該主題充分揭露資訊」著眼，以鼓勵雙方交換資訊，有效討論契約中對該主題應如何規範，促使對

⁹⁷ See Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 *Yale L.J.* 87 (1989). 中文的說明可參見王文宇，論契約法預設規定的功能：以衍生損害的賠償規定為例，臺大法學論叢，31卷5期，頁94-95，2002年9月；張永健，自始客觀不能的經濟分析，月旦法學雜誌，86期，頁158，2002年7月。

社會有益之交易可以順利達成。

雖然理論上契約當事人在「契約另有規定」時即可排除法律之任意規定，惟在實務上當事人會否在契約中針對任意規定之特定主題另作約定，自會依該任意規定的立法基礎而有所差異。詳言之，若是交易成本取向的第一類任意規定，吾人應可預期實務上並不會經常出現與該規定互異之契約約款，原則上當事人也不會針對該主題加以詳細討論，蓋該種任意規定之擬定本質上即在設想多數情形下契約當事人可能會期望的內容，除非立法者在「設身處地」的立法過程中有所閃失，否則多數當事人應無誘因去變更法律之任意規定。相對而言，若是資訊揭露取向的第二類任意規定，由於該種任意規定之擬定本質上係在要求當事人揭露資訊，以便針對特定主題充分溝通討論，是故吾人應可預期實務上將會較常出現因人、因時、因地而異之不同類型的契約約款。

現行公司法第一九八條任意性累積投票制的規定究竟屬於交易成本取向或是資訊揭露取向的任意規定，在學理上的分類當有爭議，惟從累積投票制的功能以及公司法第一九八條的修法背景與理由來看，本文認為資訊揭露取向的確對於本條的任意規定提供了一個極有意義的思考方向。由於「選擇排除式」的規範方式，公司發起人或經營者若欲排除累積投票制的適用，必須在訂立公司章程時載明或在嗣後提案變更章程，鑑於累積投票制在保護小股東、促進公司經營權的流動、造成公司經營紛擾等不同層面的正面與負面影響，發起人與經營者的上述動作本身即在向公司股東與投資大眾散發特定訊息（signaling），股東會可以決定是否同意「變更股東與公司契約」—變更章程，而投資大眾可以將之

納入是否「與該公司締結契約」一買進或繼續持有公司股票—的整體考量，此一規定的實務運作在資訊揭露上的意義應是相當明顯。

此外，本條的修法理由明確提及「董事之選任方式，係屬公司內部自治事宜」，而其修訂之目的乃在方便公司自由決定其自治事宜，「俾為彈性處理」。就修法過程與修法理由觀之，累積投票制從「強制性」到「任意性」的轉變，其最重要之目的當不在設想「公司股東若有機會就董事選任方式之議題進行討論，其最有可能達成之共識」，而在於提供個別公司就董事選任方式進行自由規劃的空間。換言之，立法者的「主觀期待」應該是：在修法完成後，本於公司全體股東之最大利益考量，一定比例數量的公司會因為其本身之產業類別、企業型態、股權結構等種種因素，而選擇跳脫出法律預設的框架，不採用累積投票制，而改用其他選舉制度來選任董事⁹⁸。當然，立法者在修法時也應該同時考慮到修法的副作用：任意規定的實施有可能造成在企業經營者的主導下，絕大多數企業均選擇排除累積投票制適用的「逆選擇」

⁹⁸ 當然，所謂的「一定比例數量」的確切數字，立法者心中或許沒有明確的概念，惟其應當預見並且贊同特定類型的公司將會因應法條修訂而變更章程排除累積投票制的作法，若非如是，此一條文的修訂將完全沒有實質上的意義，這顯然不會是立法者的本意。

這樣的立法者「主觀期待」的推測，係從強行規定轉變為任意規定的當然推論。惟就實際立法過程而言，是否可能存在著相反的立法者的「主觀期待」：亦即，立法者早已預料到企業界仍會一致支持累積投票制，所以認為第 198 條從強行規定轉變為任意規定係「無傷大雅」，所以決定從善如流。這樣的情形當然不是完全沒有可能，然本文認為其可能性並不高。

情形，而使得預設之累積投票制名存實亡。然而我國目前企業實務狀況既不符合立法者的主觀期待，也沒有產生上述的副作用，本文以下將針對此一現象進行進一步的討論與分析。

肆、累積投票制在台灣的「不變」

一、累積投票制在台灣：九十年修法後

在九十年公司法修正時，鑑於「董事之選任方式，係屬公司內部自治事宜」，故於公司法第一九八條條文中增列「除公司章程另有規定外」之文字，而將之變更為以累積投票制為預設規定的任意規定。同時，有關董事決議解任的公司法第一九九條規定也鑑於「董事之解任，對於公司經營運作有重要影響」，故明訂其解任決議方式應以特別決議行之，而不得以公司法第一七四條規定的普通決議方式為之。

對於上述修正，應先加以探討的是公司法第一九八條與公司法第一九九條同步修訂的意義。如前文所述，在過去強制性累積投票制的規定下，解任董事決議規定以普通決議方式為之，對於小股東權利之保障與強化，顯有不足，因此多數學者均支持提高決議解任的難度，以確保小股東經由累積投票運作所取得之董事席次。惟修正後的公司法中一方面允許公司排除累積投票制，而改採類似簡單多數決的直接投票制來選任董事、監察人，在此情形下，多數派股東只要掌握股東會出席股東表決權數過半數，即可掌控全數董事席次，另一方面卻又著眼於董事解任事項之重要

性，而要求解任董事議案必須以特別決議通過，兩相對照，此一修法的合理性顯有可疑。若公司在董監事選舉上果以自行選擇的「直接投票制選任」與法律規定的「特別決議解任」加以配套運用，顯將使得公司內部權力配置的天平一面倒地偏向多數派股東傾斜。

承上所述，則企業實務上究竟有多少公司透過公司法第一九八條的任意規定，排除累積投票制的適用，實值吾人注意。首先應說明的是，在作者過去所知範圍內，並無任何公開發行公司變更其章程而改採直接投票制或其他選舉方式來選任董監事。欲證明作者的認知與實務情形是否完全相符，根本的作法應該是全面性地檢視我國上市上櫃公司甚或是一定規模以上之公開發行公司的公司章程，然而受限於研究資源，這樣的作法於本研究進行中尚難以執行，只能留待將來作進一步的規劃。

由於研究方式上的限制，作者改從網路資源搜尋及實務人士訪查的手段來對上述問題取得更確信的解答。蓋依「臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序暨上市公司重大訊息說明」第九項規定，上市公司應申報重大訊息內容包括「變更公司章程」，公司並應說明變更前後之內容、變更原因等事項；另依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序」第二條第十八款規定，上櫃公司應申報的重大訊息包含「股東會或臨時股東會重要決議事項」，據此規定，其中當然應涵蓋公司章程之變更在內。因此，

作者於今年四月十五日在公開資訊觀測站⁹⁹中的「重大訊息主旨全文檢索」，以「章程」作為檢索關鍵字進行搜尋，共得出二百七十項各類公司的歷史重大訊息資料，作者並針對發生時間在九十年公司法修正後之重大訊息詳細審閱，惟其中並無一項與累積投票制的排除有關。

此外，鑑於公司股東會之進行，常有法律顧問列席，而公司章程之變更，勢必需諮詢法律顧問意見，並請其擬定章程條文，因此作者詢問數位服務於大型律師事務所之律師，就其執業範圍內是否經手變更章程以排除累積投票制之業務，所得答案亦為否定。另外，作者再以電子郵件詢問經濟部研發會副執行秘書高靜遠先生¹⁰⁰，其亦認同「實務上公司變更章程以排除累積投票制適用的情形實屬少見」。

對於企業實務的調查，上述的研究方式難免會有疏漏之處，惟在多管齊下詢答的相互印證下，吾人已經可以確定實務上一定規模以上之公開發行公司變更章程而排除累積投票制之適用者，縱使存在，為數應當甚少。在公司法修正已逾三年之後，所有公司已至少有三次股東常會集會的機會進行變更章程的情形下，全部或是絕大多數公司仍然選擇遵循累積投票制的選舉制度，其原因究竟為何？實務上一致性的作法，究竟代表什麼意義？立法者將公司法第一九八條修訂為任意規定，有何實質影響？公司法的規範與企業實務運作間的關聯，又應該如何了解？針對諸此問

⁹⁹ 網址為：<http://newmops.tse.com.tw/>（最後造訪日期：2005年4月21日）。

¹⁰⁰ 高先生曾任經濟部商業司專門委員、副司長，對於公司法修正源由、公司登記事項及公司法疑義函釋，均極為熟稔。

題，本文以下將加以分析、探討。

二、從「任意」到「一致」的實務運作探索

假說一：累積投票制不會改變選舉結果

如前所述，在累積投票制的施行下，公司可以藉由縮減章程規定之董事人數的作法，減少每次股東會應選之董事席次，大幅降低此一選舉制度可能產生的效應。此外，在大型之公開發行公司裡，由於股權高度分散，股東會的有效召開與決議常常有賴於股東委託書的提供，此在股東會將進行董事選舉議案時尤其如此，而在進行委託書徵求時，公司在野派股東常因為「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」的規定¹⁰¹以及行政實務上的解釋¹⁰²，而處於相對不利的地位。在股權掌控及委託書取得的分進合擊之下，公司當權派股東常能握有絕對有利的選舉權成數，因此不論採取累積投票制抑或直接投票制，對於董事選舉的結果通

¹⁰¹ 參見王文字，論公司股東使用委託書法制－兼評新版委託書規則，新公司法與企業法，頁 181-182，2003 年 1 月。

¹⁰² 經濟部 93 年 12 月 29 日商字第 09302406700 號函：「公司法第 210 條第 2 項之股東請求查閱或抄錄股東名簿，係指有法律上之利害關係，如發生債權債務關係者。股東依「公開發行公司出席股東會委託書規則」之規定行使徵求委託書，主要發生於公司改（補）選董監事為取得董監事席位時，其關係似與公司法第 210 條規定之意旨有別。」

按股東名簿的取得常是公司野派股東能否在委託書徵求戰中一搏的關鍵所在，就此觀之，上述經濟部的解釋即對野派股東相當不利。

常並不會有所影響¹⁰³。尤有甚者，公司經營者可以透過相互友好之企業持股等作法，以最小的成本來鞏固自身的經營權，進一步封殺在野派股東當選董事的機會。在此情形下，累積投票制之適用與否對於公司經營者而言本已無關緊要，其自然沒有強烈的誘因去進行變更公司章程的工作，現今企業實務的現象也就不難理解。

然而，累積投票制的施行究竟會否改變選舉結果，需視公司經營者或大股東可能採取之各種抵制手段的有效性及其有限性而定。如前所述，錯開董事任期的作法在我國企業實務上應是極為少見，其合法性也有極大爭議；董事不足額選任或是董事人數授權予董事會決定的變通方式在實務上雖然不乏其例，惟諸此作法能否為行政、司法機關肯認，仍須視個案情形而定，法律規劃的安定性顯然不足。因此，所餘之規避累積投票制的有效方式僅有減少章程規定之董事人數一途。然在董事人數的決定上，除了公司法中最低董事人數三人的限制¹⁰⁴外，公司也必須同時考慮到「公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則」中持股成數的要求，董事會中分工合作、集思廣益的運作考量，以及不同股東集團間權力分配的需求，正因如此，實務上公開發行公司多半不會設有太少的董事席次，董事人數超過十人者亦屬平常，在這樣的董事會規模下，配合一定的股權結構，累積投票制的功能應不致於沒有發揮的空間。

¹⁰³ 參見蔡昌憲，同註 14，頁 149-150。

¹⁰⁴ 公司法第 192 條第 1 項。

就委託書的徵求而言，公司當權派股東固然在法制面上相對有利，惟在實務運作上究竟享有多大的優勢，實值探討。從前述我國過去發生之公司經營權爭奪戰的實際案例來看，公司在野派股東經由委託書徵求（收購）而取得公司董事席次甚或是公司經營權者，均非鮮見。而由於我國證券市場中散戶為主的特殊結構，委託書徵求之成敗關鍵常在於徵求之通路以及紀念品之種類，而不在公司經營之理念或對特定議案的立場，因此公司在野派股東若能與委託書徵求市場上的有力人士相互結盟¹⁰⁵，即有可能脫穎而出。就此觀之，公司當權派在委託書徵求中所享有的相對優勢並非難以克服。

此外，以關係企業或相互友好之企業持股的方式來鞏固經營權的作法，本即有高度爭議，在公司法對於相互投資公司的表決權加以限制¹⁰⁶，並禁止從屬公司收買控制公司的股份¹⁰⁷後，此一

¹⁰⁵ 在委託書徵求市場上常有所謂的「委託書大王」等有力人士，由於專業經驗豐富、人脈廣闊、委託書徵求據點遍布各地，諸此人士的意向常可左右公司機營權爭奪戰的結果。此外，擁有密集通路的大型證券商也是公司當權派、在野派在委託書徵求戰中必須籠絡的對象。例見聯合報，84年7月14日，19版；經濟日報，93年2月24日，3版；經濟日報，93年5月10日，25版。

¹⁰⁶ 公司法第369條之10。

¹⁰⁷ 公司法第167條第3項、第4項。同時參照新修公司法第179條：「公司各股東，除有第一百五十七條第三款情形外，每股有一表決權。（第1項）有左列情形之一者，其股份無表決權：一、公司依法持有自己之股份。二、被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，所持有控制公司之股份。三、控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合計超過半數之他公司，所持有控制公司及其

作法的可行性與有效性均已大打折扣。縱然在法未明文之特殊情形下，吾人也可以預見以交叉持股鞏固經營權之作法將會成爲主管機關密切關注、深入檢視的目標，而其法律規劃之穩定性也會因此受到嚴重影響，喧騰一時的開發金控經營權爭奪戰正可突顯此點。蓋於開發金控經營權爭奪戰進行之時，開發金控之子公司開發工銀仍握有開發金控百分之七的股權¹⁰⁸，公司當權派即意圖在開發金控股東會中以子公司所持有的百分之七股權支持其推派的董事候選人，此一作法在當時的金融控股公司法中並未明文禁止¹⁰⁹，而似屬合法，但仍引起主管機關之強烈反對。爲了使公司當權派不能達其目的，主管機關曾提出修訂金融控股公司法、協調相關機關做出明確行政解釋或道德勸說等方式¹¹⁰來阻止公司當權派執行其計畫，在主管機關多管齊下的壓力下，開發金控董事會最後也只好從善如流，全體一致決議不在股東會中行使子公司

從屬公司之股份。（第2項）」

¹⁰⁸ 子公司的開發工銀之所以會持有母公司開發金控的股份，是因爲「在還未組成金控公司之前，開發工銀轉投資大華證券，並在股市買回自己股份（庫藏股），當組成金控公司時，開發工銀將其在大華證券的持股與自己公司的庫藏股，一同轉而持有開發金控的股票。」參見經濟日報，93年3月4日，4版。依金融控股公司法第31條第1項之規定，子公司因故持有金融控股公司之股份，若未於三年內轉讓或賣出者，視爲金融控股公司未發行股份，並應辦裡變更登記。

¹⁰⁹ 金融控股公司法第31條第4項：「金融機構依前三項規定持有金融控股公司之股份，除分派盈餘、法定盈餘公積或資本公積撥充資本外，不得享有其他股東權利。」本項係於93年6月30日增訂。

¹¹⁰ 經濟日報，92年12月31日，1版。

開發工銀的表決權¹¹¹，以子公司持股來鞏固經營權的規劃也就胎死腹中。

上述說明並非表示累積投票制在我國公司的施行確能產生與直接投票制不同的結果，而是在強調：從我國法制環境的發展及過去實務經驗觀之，公司在野派股東有時的確可以享受到累積投票制帶來的效益。是故，對於那些深受公司內部派系紛擾之苦或是擔憂自己公司成為他人購併標的之公司經營者而言，其應有相當的動機與誘因去變更公司章程，以排除累積投票制的適用。就此而言，「累積投票制不會改變選舉結果」並不能完全說明目前實務上一致採行累積投票制的現象。

假說二：行政指導導致企業文化的僵固

面對經緯萬端、瞬息萬變的財經事務，法律之規範不僅有無法面面俱到之憾，更常有緩不濟急之弊，或許因為如此，我國財經主管機關常習於以行政指導、道德勸說的方式來影響企業行為，達成「健全」財經市場秩序的行政目的，最常見的即是在股票市場遭遇重大打擊時，勸說外資或法人機構積極買進或減少賣出股票，而在道德性的呼籲與多元化的行政手段搭配下，行政指導的作為常可收到相當的成效。

類似上述行政指導、自律規範的影響或許也正是為何我國企業依然擁抱累積投票制的主要原因，蓋在公司法修正後，累積投票制雖已從「強制性」轉變為「任意性」規定，惟在過去的財政

¹¹¹ 經濟日報，93年3月26日，4版。

部證券暨期貨管理委員會（以下稱「證期會」）核可、臺灣證券交易所股份有限公司（以下稱「證交所」）發布之「上市上櫃公司治理實務守則」中，其第二十一條第一項規定：「上市上櫃公司應制定公平、公正、公開之董事選任程序，除章程另有規定外，應採用累積投票制度以充分反應股東意見。」而在據此一實務守則制定之「股份有限公司董事及監察人選任程序」參考範例中，證交所更明確建議公司於董監事之選舉應採行累積投票制¹¹²。

上述的實務守則與參考範例雖然不若一般法律有其強制力，惟此並不表示一般之上市上櫃公司可以無視於其存在而自行其是。蓋依「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」第三十一條、「公開發行公司年報應行記載事項準則」第二十條之一等規定，公司於特定情形下即必須「說明公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因」，若其並無正當理由卻不遵循諸此實務守則之規範，不僅可能會依各該法規

¹¹² 該參考範例第 7 條規定：「本公司董事及監察人之選舉採用單記名累積選舉法，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，或分開選舉數人。」

除了此處所提及的「上市上櫃公司治理實務守則」、「股份有限公司董事及監察人選任程序外」，行政機關的函釋也可能必須對企業文化的僵固負起相當的責任。一位匿名審稿委員在審查意見中即指出：「事實上，主管機關經常接獲申請，對公司法第 198 條所謂「除公司章程另有規定外」做出解釋。今年五月經濟部甫變更其先前解釋（按：經濟部 94 年 5 月 13 日商字第 09402063780 號函，參見註 52），而容許公司「充分自治」，對董監選舉採取累積投票制、直接投票制以及「其他制度」。換言之，過去因主管機關立場，198 條運作空間相當狹小……彈性空間極小是否係實務遲不變更累積投票制之原因尚待觀察。」

之規定蒙受一定不利之結果，更可能惹來行政機關的「關切」。在此種「遵循否則解釋」（comply or explain）的執行手段之下，實務守則的規範受到多數上市上櫃公司的遵循，應當可以理解。此外，累積投票制既被認為是公司治理實務上的最佳作法，以變更章程來排除此一制度適用的公司也必須冒著被「污名化」的風險——縱然該公司認為此一變更章程的舉動有極為正當的理由¹¹³，主管機關、投資業界甚至是公司的少數派股東都可能會將該公司貼上「公司治理不良」、「忽略小股東權益保障」的標籤。就此看來，累積投票制在企業實務上的屹立不搖，也就不是難以想像之事。

無疑的，前述提及的行政指導、自律規範的存在確實對實務上一致採行累積投票制的現象提出了一個清楚的解釋，然而吾人應該進一步思考的是：前述規定既非強行規定，而係藉由「遵循否則解釋」的手段加以執行，則公司違反該規定所應承擔之「解釋成本」、「污名化風險」究有多高，恐怕需視個案而定，吾人不容易做出精確的評估。質言之，對於素行不良的公司而言，上述成本可能頗為可觀，但對於一向奉公守法、經營績效優良的公司而言，上述成本應該相對低微，因此，若諸此公司早有規劃不再採行累積投票制，行政指導、自律規範的存在應不會使該公司打消此一念頭。此外，當累積投票制不再是強行規定，卻轉而成爲一致遵循的企業規範的情形下，那些對於累積投票制存在的負

¹¹³ 舉例而言，該公司過去可能因爲多數派股東與少數派股東在公司董事會掀起代理人戰爭，內鬥激烈，導致公司營運績效大幅衰退，有鑑於此，該公司決定在章程中排除累積投票制的適用。

面效果有親身體驗的公司為何沒有挺身而出扮演「規範改革者」(norm entrepreneur)的角色，藉由自己公司章程的變更，進而帶動整個企業界逐步揚棄累積投票制的「規範移轉」(norm bandwagon)或「規範潮流」(norm cascade)的效應¹¹⁴？從這些問題來看，行政指導、道德勸說的存在似無法完整解釋實務上一致採行累積投票制的現象。

假說三：交易成本考量

對於累積投票制的繼續存在，另一種可能的解釋是改變的成本過高，導致公司卻步不前。相對於股東會討論之一般議案，變更公司章程不僅在程序上較為繁複，其通過議案所需之出席成數或表決權數也有較高的要求¹¹⁵，意欲主導章程變更以排除累積投票制適用之公司經營者或大股東必須有足夠之股權或有效動員股東開會或取得相當之股東委託書，始能確保章程能夠如願修改。若排除累積投票制之章程變更係在每年固定進行的股東常會上討論，則此一部份的成本考量或可大幅減輕；然若公司欲針對變更章程事項，召開股東臨時會，股東會召開及決議所需之成本，有時也會造成公司相當的負擔。

除了召開股東會的成本外，公司章程中董事選舉制度之變更

¹¹⁴ 此處引用的「規範改革者」(norm entrepreneur)、「規範移轉」(norm bandwagon)與「規範潮流」(norm cascade)等概念的詳細說明，see Cass R. Sunstein, *Social Norms and Social Roles*, 96 Colum. L. Rev. 903, 909, 929-930 (1996).

¹¹⁵ 公司法第 277 條第 2 項、第 3 項、第 4 項。

也會使得許多法律文件都有相對應修改的必要，因此衍生之成本也可能不容小覷。最明顯的或許是公司大股東間的股東協議書（shareholder agreement）。蓋在企業實務上，公司大股東間為有效控管公司投資、經營風險，並補公司法規定之不足，彼此經常簽訂股東協議書，以縝密規範股東間之權利義務關係，此在外國公司與本國公司進行股份認購、交叉持股、策略聯盟等各類投資行為時，更是極為常見。在此類法律文件中，董監事選舉時的相互支持¹¹⁶常為約定之重點所在，如何在強制性累積投票制的運作下，分配董監事之席次，也多會在股東協議書中加以規範。在這樣的背景下，公司大股東若欲主導章程之變更以排除累積投票制的適用，必須同時與其他股東研議配合修訂股東協議書之內容，而股東協議書的修訂必須當事人間達成合意始得為之，不若公司章程的變更係以多數決的方式進行，因此契約當事人間若是過於忙碌、或溝通不良、或認知不同、或互信不足……均有可能大幅增加股東協議書修訂的成本，甚至使得修訂工作的完成遙遙無期，這樣的情形當然可能使得大股東打消其變更公司章程的念頭。

除了形式上修改公司章程及相關法律文件的契約變更成本外，突然提出排除累積投票制之議案更可能加深公司內派系對立，擾亂公司正常經營，而使公司付出極大的代價。蓋由於強制性累積投票制的施行，許多公司的少數派股東經常可在董事會中

¹¹⁶ 關於股東相互支持可能引發之表決權契約與表決權信託等問題，參見王文宇，民商法理論與經濟分析，頁 493-519，2003 年 4 月初版；王文宇，同註 4，頁 307。

占有幾席董事¹¹⁷。在少數派股東無意謀奪公司經營權的情形下，董事席次的佔據，一方面讓少數派股東可以了解公司資訊，監督多數派董事，讓公司營運在權力平衡、相互制衡的方向上前進；另一方面也可以取得利益交換的談判籌碼：為了使董事會氣氛和諧、公司營運順暢，多數派股東及董事應不會樂見到事事訴諸表決，導致派系對立激化的結果，許多時候應會願意對少數派股東採取一定的「懷柔」政策，藉由利益的提供交換少數派的合作¹¹⁸，以使各個股東集團可以相安無事地和平共處。今若公司多數派股東在董事會中提案變更章程，要求董監事之選舉不再採用累積投票制，而採取簡單多數決的選舉方式，可以預見地，少數派股東必將對其董事席次之不保感到強烈焦慮，也多會盡其一切力量反對到底，在章程變更議案經股東會通過、董事全面改選以前，董事會的決策與運作將無寧日。考慮及此，即便多數派股東有變更章程的打算，也會猶豫再三。

上述說明可以藉由公司法修正前公司法第一九八條、第一七二條與第一九九條的實務運作得到相當程度的印證。在昔時強制性累積投票制的規範下，第一七二條關於解任董事議案得以臨時

¹¹⁷ 在累積投票制施行下，少數派股東當然可以藉著此一制度的運作，經由選舉的激烈廝殺，進而當選董事。鑑於選舉運作的成本以及結果的不確定性，多數派股東也可能會在董事選舉前與少數派股東協調董事席次，自願地與少數派股東分享公司權力，易言之，累積投票制的「備而不用」有時即足以達到增強少數股東權力的目地。See Charles Williams, *supra* note 85, 113 (1955).

¹¹⁸ 對於公司多數派股東與少數派股東利益交換的懷柔手段，詳細的分析與說明，see Stephen J. Choi & Eric L. Talley, *Playing Favorites with Shareholders*, 75 S. Cal. L. Rev. 271, 284-310 (2002).

動議提出以及第一九九條關於董事解任決議以普通決議行之等相關規定向被認為無法充分保護少數派股東，蓋公司多數派股東得隨時以臨時動議將董事解任之議案訴諸於股東會表決，少數股東因為累積投票制而取得之董事席次勢將岌岌可危。然而，理論上想當然爾的多數派股東動輒解任少數派董事的情況，在實務上並不如此常見，據此，吾人可以想見，在多數情形下，多數派股東並不願意激化其與少數派股東間的對立，而傾向於相互容忍，並以其他方式達成雙方在董事會中盡可能和平相處的目標。

排除累積投票制的適用所可能衍生的交易成本，當然對於公司當權派股東在變更章程的決策考量上占有重要的地位，因此，上述的解釋對於累積投票制依然為部分公司廣泛使用的現象自然有極強之說服力。然而，此一理論難以解釋的是：在某些公司中，公司股東間並未另訂有股東協議書，而公司少數派股東又未占有任何董事會席次，或僅占有極少席次的情形下，公司若著手變更公司章程以排除累積投票制的適用，其可以預見的交易成本並不會太高，據此而言，吾人應可預見該種公司應有可能改採其他董事選舉制度，惟觀諸企業實務上仍然全面一致採行累積投票制的情形，此一推論顯然未能得到實務的驗證。就此觀之，此一交易成本假說之不足，應是相當明顯。

假說四：網路外部性觀點

另一個可能鞏固累積投票制在企業實務上主流地位的原因或許來自於網路外部性（network externality）的效果。在經濟學上，所謂的「外部性」是指人們的經濟行為有一部份的利益不能歸自

己享受，或有部份成本不必自行負擔者¹¹⁹。而所謂的「網路外部性」應用於特定產品時，係指該產品之價值將會隨著使用人數的增多而提高。此一網路外部性的來源主要有二：第一、產品的廣泛使用常可直接提高該產品的實用性與價值，例如電話的使用對於電話裝設者之價值當然取決電話使用的普遍性，使用者越多，裝設電話的價值就越高。第二、產品的使用者越多，常可間接使得該產品的配套設備增多、配套服務的品質提高，電腦產品間相容性的要求即為適例¹²⁰。

對於網路外部性效果在公司法制與實務上的影響，史丹福大學教授 Michael Klausner 早在一九九五年即提出精闢的討論¹²¹，揭開了法律學者在這一方面的廣泛論辯¹²²。吾人若從契約連鎖理

¹¹⁹ 張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，經濟學（上冊），頁 343，1995 年 8 月 3 版。

¹²⁰ 更完整的說明，see e.g. Michael L. Katz & Carl Shapiro, **Network Externalities, Competition, and Compatibility**, 75 Am. Econ. Rev. 424, 424-25 (1985). 對於「網路外部性」與「網路效益」（network benefit）概念的區分，see Larry E. Ribstein & Bruce H. Kobayashi, **Choice of Form and Network Externalities**, 43 Wm. and Mary L. Rev. 79, 110 (2001).

¹²¹ See Michael Klausner, **Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts**, 81 Va. L. Rev. 757 (1995).

¹²² See e.g. Mark A. Lemley & David McGowan, **Legal Implications of Network Economic Effects**, 86 Calif. L. Rev. 479 (1998); Frederick W. Lambert, **Path Dependent Inefficiency in the Corporate Contract: The Uncertain Case with Less Certain Implications**, 23 Del. J. Corp. L. 1077 (1998); Ribstein & Kobayashi, *supra* note 120; Robert B. Ahdieh, **Making Markets: Network Effects and the Role of Law in the Creation of Strong Securities Markets**, 76 S. Cal. L. Rev. 277 (2003).

論出發，則公司法制應以任意規定為主體，強行規定為例外，已成為學說、實務上的普遍看法，多數公司事務之規範，應留待公司之利害關係人自由約定，公司法制多數時候扮演著降低交易成本的角色。這樣的見解基本上認為利害關係人間所約定者將會是最有效率的條款，「優勝劣敗、適者生存」的法則將會逐步淘汰無效率的條款。然而，Klausner 教授指出上述競爭市場的分析顯然沒有考慮到公司契約條款的使用所潛藏的以下五種網路外部性效果¹²³：

第一、司法闡釋上的網路外部性（*interpretive network externalities*）：契約條款的內容有時並非具體明確而在適用上存有不定性的困擾，此種困擾的緩和常必須藉助於司法機關對於系爭條款紛爭所為之判決、解釋，而條款使用的越普遍，司法機關未來作出相關判決、解釋的頻率也就越高。

第二、普遍運用上的網路外部性（*common practice network externalities*）：對於特定契約條款適用上的不確定性，實務上的普遍運用有時也可以產生類似前述司法判決的網路效果。蓋使用者越多，一致性的實務慣習或明確的實務守則的出現也就越有可能，條款的不確定性也就可以因此降低。

第三、法律服務上的網路外部性（*legal service network externalities*）：針對難以明確規定之事項，其契約條款的擬定、審閱及談判常常需要相當的成本，契約條款的使用越普遍，法律

¹²³ *Id.*, at 774-789. 此處公司契約條款所涉及的網路外部性是屬於上述第二種因為間接效果而產生的「實質外部性」（*virtual externality*），而非屬於第一種類似電話使用產生之直接效果的網路外部性。

工作者對於這些條款也就越熟悉，相關的成本也就可以降低，法律服務提供的品質與速度也可以隨之增加。

第四、公司籌資上的網路外部性（marketing network externalities）：當公司進行發行股份或債券的籌資活動時，若其使用業界常見的契約條款，潛在的股東或債權人將可較輕易地分析、評估契約內容，其投資決策的財務分析模型也可相互套用，有利於其作成投資決策。此外，若公司提出的特定契約條款相當獨特，縱然立意良善，也可能引起投資人間的諸多臆測，公司與投資人間溝通、行銷的成本將大幅增加。

第五、學習效應（learning effects）：特定契約條款在社會中長時間地普遍使用後，累積的學習效應會使整個社會對該條款更為熟悉，社會成員也就比較不會傾向於使用其他不熟悉的契約條款內容¹²⁴。

Klausner 教授進一步分析，在網路外部性效果的影響下，不同公司間對於其所使用的契約條款的決定可能是一個「非社會最適」（socially suboptimal）的選擇。網路外部性的存在可能造成數種不同的契約競爭市場失靈的現象，其中之一即是在不同類型公司中契約條款呈現非最適的高度一致性。簡單地說，若有 A、B 兩種類型的公司，而針對某一公司契約特定事項，存有 U 條款與 V 條款兩種類型的契約條款可供選擇，兩種條款的採用都存有相

¹²⁴ 在該文中，Klausner 教授特別強調，前四種網路外部性效果係針對契約條款普遍使用在「未來」可能產生的影響，而第五項的學習效應則是針對該條款在「過去」長時間地使用下，對該條款「內在價值」（inherent value）的提升。Id., at 779, 787-789.

當的網路外部性效果。再假設，就條款內容與公司需求而言，A 類型公司比較適合採用 U 類型條款，而 B 類型公司比較適合採用 V 類型條款¹²⁵。因此，對社會整體而言，契約條款上最適發展應該是：所有的 A 類型公司都決定採用 U 類型條款，而所有的 B 類型公司都決定採用 V 類型條款。然而，假設這個社會原先僅有 A 類型公司，而所有公司都採用 U 類型條款，當 B 類型公司出現時¹²⁶，其面對的選擇有二：對其價值較高但欠缺網路外部性效果的 V 類型條款或是對其價值較低但有高度網路外部性效果的 U 類型條款，此時出現的 B 類型公司即有可能選擇 U 類型條款，而非比較適合它的 V 類型條款，此即形成非社會最適的現象¹²⁷。

上述網路外部性的分析或可解釋我國多數公司仍然採行累積投票制的現象。蓋在過去近四十年來強制性累積投票制的施行下，此一制度顯已累積了強大的網路外部性效果：行政機關、司法機關對於累積投票制的運作與其相關作法的爭議，均已累積了相當數量的函釋與判決，可供企業實務遵循；而一般公司、證券商內部的股務部門對於此一選舉制度的估票、配票、計票等，也已經累積了極為豐富的經驗，部分專業人員更是以此為生；過去公司章程的既有規定以及目前公司治理實務守則的相關規範，也

¹²⁵ 這表示，對 A 類型公司而言，U 類型條款的內在價值較高，其網路外部性效果增加的相對幅度也較大。因此，若社會上所有的公司都是 A 類型公司，則所有的公司都一定會選擇採用 U 類型條款。反之，V 類型條款對 B 類型公司也有相同的意義。

¹²⁶ 舉例而言，吾人可以想像在台灣社會中，原先存在的都是股權高度集中的閉鎖性公司，而股權高度分散的公開發行公司則是在幾十年後才逐漸出現。

¹²⁷ Klausner, *supra* note 121, at 805-808.

都使得此一制度的運作更為容易、簡便；此外，公司若改採其他選舉制度，更可能必須背負「公司治理惡化」的罵名，也必須付出更多心力與行政機關、機構投資人以及整個投資市場來溝通。這些不同的面向都足以顯現公司採用累積投票制的網路外部性效果，在此情況下，既存公司變更章程的反誘因將會大幅提高，而新設立的公司也可能因為整個社會對於累積投票制的學習效應以及未來可能不斷擴大的網路外部性效果，而決定採行法律預設的累積投票制。

然而，上述對於累積投票制普遍存在的解釋，其可能的瑕疵在於並未精確考慮到直接投票制的網路外部性效果。詳言之，作為累積投票制的競爭對手，直接投票制的實務運作效益若有賴於一定幅度的網路外部性效果，則任一公司在決定是否改採直接投票制時，其決策將會受到其他公司的影響¹²⁸；相反的，若直接投票制的運作與網路外部性效果關聯甚低，則任一公司在決定是否改採直接投票制時，其決策並不會受到其他公司的影響。在後者情況下，任一公司將可完全不考慮其他公司狀況，而僅依本身情形做出最有利的決策，因此契約競爭市場失靈的非最適均衡狀況也就比較不容易發生¹²⁹。而如吾人所知，直接投票制形同股東會

¹²⁸ 這表示，若越多公司採行直接投票制，則直接投票制之運作效益越大。在此情形下，任一公司在考慮是否從累積投票制改為直接投票制時，其會同時考量「目前」有多少公司以及「將來」會有多少公司進行同樣的轉換，蓋轉換之公司越多，未來可能產生的網路外部性效果也就越大。

¹²⁹ Klausner, *supra* note 121, at 814 (“Thus, if alternative contract terms are not very open ended, do not refer to common practices, do not entail complex legal services, and are not difficult to market, the likelihood of network-driven

以多數決的普通決議來選任董事，規定相對明確，爭議也比較容易解決，在配票、計票各方面也不會如同累積投票制複雜，就此而論，其制度運作之效益應與前述的「司法闡釋上的網路外部性」「普遍運用上的網路外部性」、「法律服務上的網路外部性」較無關聯，而由於直接投票制的簡明易懂，整個社會「學習效應」的累積也會很快就達到尖峰，而無須考慮是否有相當數量的公司採取同一制度。相對而言，直接投票制的效益與「公司籌資上的網路外部性」間的關聯則比較不容易評估¹³⁰，若兩者間確有極強的關聯，則網路外部性觀點可以較有效地解釋目前實務上所有公司一致採行累積投票制的現象；反之，則此一觀點僅能在相對有限的程度說明多數公司使用累積投票制的原因。

三、啟示：建構公司治理模式中法制與實務的互動

對於目前企業實務上一致採行累積投票制的現象，前述提及的四種假說都有相當的說服力，但似乎也都不能完整的解釋此一現象形成的原因，吾人可以合理推知當前的實務狀況應是各種不同因素交互影響的結果。然無論造成目前實務現象之原因為何，可以確定的是九十年公司法全盤修正中對於公司法第一九八條從強行規定轉變為任意規定的修訂，對企業實務產生的影響極為微小。公司法的修正係在產官學界努力數年、耗費極多的資源、人

suboptimal equilibrium is low.”).

¹³⁰ 公司若改採直接投票制，對於其在籌資計畫上之影響如何？與行政機關、機構投資人與整個投資市的溝通成本究竟多高？諸此在「公司籌資上的網路外部性」效果的精確評估，需要更進一步的實證研究方可了解。

力後始得通過，對企業實務未能產生一定程度的影響，顯非修法本意。在我國嘗試逐步建立完善的公司治理模式的過程中，吾人應該進而思考的是，這樣的演變是否對已建構的法制規定產生負面效應？在未來相關法制訂立與適用上有何啓示？任意規定與強行規定的配套運用，又應該如何思考？

切 任意規定規範方式的反省

無論任意規定的目的在於「減少交易成本」、「鼓勵資訊揭露」甚或有其他的功能，對於待規範之特定事項，立法者既決定以任意規定的方式加以處理，自然不排除當事人對該特定事項有「另為約定」的可能性，在許多情況下，契約當事人間的「另為約定」更被認為是實務上有效率地多元發展的現象，而應為立法者所樂見，而這也是為什麼在公司法的立法理念上會有「從管制到契約」的典範轉移發生。

然從我國累積投票制在法制與實務上的演變來看，吾人應當了解，單純地將強行規定改變為任意規定並不能在實務上真正達到「鬆綁」或「多元發展」的目標。蓋許多強行規定或實務慣習在我國企業存在已久，不管在法制上或實務上都容易產生盤根錯節的路徑相依（path dependent）結構，舊有規範的網路外部性效果、企業改弦易轍的轉換成本或是行政機關的行政指導與道德勸說都可能使得公司對原有的規範或慣習的遵循產生「鎖定」（lock-in）的效果。在此情況下，配合著「從管制到契約」的立法理念典範轉移而在實定法層面上落實的「從強行到任意」的轉變，可能無法為多數公司帶來「擺脫過去法制的束縛、自由發展

未來最適合的契約規範」的足夠誘因，此時，立法者若有強烈意願要讓僵固的企業實務變成一池活水，必須採取更激烈或更有創意的作法。

從累積投票制的規定來看，若立法者希望公司可以依其類型與需要，選擇適合的董事選舉制度，則其可考慮將公司法第一九八條修訂為類似「股東會選任董事時，其選舉方式應依公司章程之規定」的空白授權規定或修訂為「股東會選任董事時，公司章程得規定其選舉應採累積投票制或直接投票制或其他選舉方式」的選擇表列授權規定，相對於目前公司法第一九八條以累積投票制為預設規定的任意型規定，上述不同的規定方式並未以累積投票制為選舉方式的預設類型，顯然更有助於刺激公司做出最有利於自己的選擇。

然而，由於過去絕大多數公司的章程中均模仿公司法第一九八條文字而明文規定以累積投票制的方式來選舉董事，因此上述授權規定的規範方式可能還是無法完全達到促使公司重新思考選舉制度的目的。有鑑於此，立法者也可以考慮更激烈的規範模式，而將公司法第一九八條修訂為「股東會選任董事時，除公司章程另有規定外，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，惟每一股份所享有之選舉權應平均分配投給數候選人，對任一候選人不得投下超過一個選舉權。」易言之，立法者可將公司法第一九八條從過去的「強制性累積投票制」改變為「以直接投票制為預設規定的任意型規定」，這樣劇烈的轉變一則使得直接投票制取得預設類型的有利地位，過去在章程中未明文規定董事選舉方式的公司即可以直接適用直接投票制之規定，二則對於新設立的公

司而言，使用直接投票制的機率也會大幅增加。

當然，「以直接投票制為預設規定的任意型規定」的規範改變可能對公司實務造成太大的瞬間衝擊，也可能導致許多公司為訂定、變更章程而耗費過多成本。各種規範方式間成本效益的孰優孰劣當然還需要進一步評估，惟吾人應該了解的是：在「以任意規定為主體，強行規定為例外」的立法思潮下，為能達到任意規定存在的目的，確實引導企業實務的變化，在任意規定的規範方式上應作更多元的思考。

物 強行規定重建的必要性

如前所述，公司組織的「契約連鎖理論」雖認為公司法的規範應以任意規定為主，惟其並不排除強行規定存在的可能¹³¹。而在我國法制中，累積投票制究竟應以強行規定規範或以任意規定處理，亦非無討論空間；主張任意規定說者，固然得以跟隨世界潮流、符合解除管制的立法趨勢為據；惟若從保護小股東權益觀點出發，強制規定說亦有相當說服力。據此，論者有懷疑「我國多數公司之股東構成與股東心態有異於其他國家之處，不可以外國法制狀況直接論究我國需求。……，反觀我國，大股東多為意欲直接介入經營之『經營股東（或稱企業股東）』，故於選任董事時，其代表何一特定派系股東利益，遠高於是否具備必要之經營能力，在此情形下，是否各派系之股東皆能有代表進入董事會

¹³¹ 參閱前揭註 81 及所附本文的說明。

就成爲重要的問題」¹³²，若此種企業文化確實存在且影響重大，則強制性累積投票制的施行就有更堅強的論據。基於相類似的論點，在財團法人萬國法律基金會主持之「公司法制全盤修正計畫」中也主張累積投票制「可使少數股東亦有當選董事之機會，並參與公司經營，實不宜輕言廢棄」，故應明訂董事及監察人之選任採累積投票制¹³³。

對於上述建議之可行性，學理上必有見仁見智的不同看法，結論如何，尙待觀察。惟從本文立論來看，應該強調的是：縱認爲累積投票制應以強行規定規範，在目前法制及實務狀況下，似亦無重新修法的必要，蓋公司法第一九八條雖爲任意規定，然企業實務上仍一致採行此一制度，與過去強行規定施行之情形無異。著眼於現今累積投票制的普遍採用，再考量到九十年修法未久後，又必須變更公司法第一九八條規定所需之立法成本，以及產官學界相互討論所需耗費之溝通成本，上述將公司法第一九八條「從任意到強制」的修法建議似乎沒有落實的必要性與急迫性。

當然，主張強制規定說者可能懷疑目前實務上一致性的現象將於可預見的未來有所轉變，果係如此，將強行規定重新納入公司法第一九八條仍有必要。惟從上述的討論來看，強行規定的重建並非促使「企業實務上一致採行累積投票制」的唯一手段，主管機關或證券機構若由公開發行公司法制之行政命令著手，或進

¹³² 林國全，同註 84，頁 101。

¹³³ 參見財團法人萬國法律基金會，公司法制全盤修正計畫研究案總報告第一冊，頁 5-62、5-63，行政院經濟建設委員會財經法制協調服務中心，2003 年 2 月。

一步強化相關行政指導措施，不僅可以減省公司法的修法成本，也可以同時維繫累積投票制主流地位。而行政機關更可以從提高公司由累積投票制轉換為直接投票制的交易成本，或是進一步增強累積投票制的網路外部性效果等方面來間接促成上述目標的實現。綜言之，對於特定的政策目標而言，以法制上的強行規定作為政策工具，固然會產生風行草偃的立即成效，惟同時也會引致為數可觀的立法成本並招致「朝令夕改」的惡感，此時，其他政策工具的採行或許更符合成本效益的考量。

狃 公司治理法制移植的檢討

累積投票制在法制與實務上的變與不變，對於吾人在思考公司治理法制的移植等相關課題時，也有一定的啓示。在美國公司治理法制為多數國家、學者所尊崇，而世界公司治理模式逐步定於一尊的同時，法制移植的困難也在過去的學者研究中一再被強調。法治、企業等文化因素當然是首要檢討的目標¹³⁴，諸如健全的證券市場等政經社會的基本建制，其在法制移植上的重要性也一再被強調¹³⁵，而法制繼受國家法制背景與法制改革共識形成的

¹³⁴ See e.g. Benny S. Tabalujan, *Why Indonesian Corporate Governance Failed - Conjectures Concerning Legal Culture*, 15 Colum. J. Asian L. 141, 168 (2002) (從印尼的個案經驗中，主張公司治理法制改革中，如未能嘗試改變法治文化，則法律制度等相關機制的改革也不會成功)；Philip M. Nichols, *The Viability of Transplanted Law: Kazakhstani Reception of a Transplanted Foreign Investment Code*, 18 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 1235 (1997) (從哈薩克中外國投資法規的改革，強調法律繼受國家之本土文化在法律改革過程中的重要性)。

¹³⁵ See e.g. John C. Coffee, Jr., *Privatization and Corporate Governance: The*

過程，也被部分學者認為具有關鍵地位¹³⁶。簡言之，法律繼受國家固然能將先進國家「法典中的法條」(law in the book)全盤照抄，惟由於種種複雜原因的交錯影響，其能否將先進國家「實際運作中的規範」(law in action)有效移植，卻是個極大的問號。

公司法中遵循世界潮流而修訂的任意性累積投票制規定，讓吾人再一次思考「法典中的法條」與「實際運作中的規範」間的關聯。一方面，我國的修法雖然沿襲了他國「法典中的法條」，但卻沒能建構出相同的「實際運作中的規範」，這或許可以作為修法成敗與否的指標之一；另一方面，吾人亦應該反省，在「法典中的法條」已經置換的情形下，我國「實際運作中的規範」卻與其他法律輸出國家（如美國）或法律繼受國家（如韓國）不同，這是否也是規範發展過程中「因地制宜」的有效率的表現。對於這兩方面呈現的不同問題面向，本文雖未能提供一個簡明、清楚的答案，惟這個思考的過程對於我國未來繼續進行的法制移植與改造應有相當的意義。

Lessons from Securities Market Failure, 25 J. Corp. L. 1 (1999)（從捷克與波蘭發展經驗的對比，強調證券市場的重要）；Bernard Black, Reinier Kraakman & Anna Tarassova, Russian Privatization And Corporate Governance: What Went Wrong?, 52 Stan. L. Rev. 1731 (2000)（說明俄羅斯改革的失敗，肇因於政經社會基本建制的不足）；Seung Wha Chang, The Role of Law in Economic Development and Adjustment Process: The Case of Korea, 34 Int'l Law. 267, 283-286 (2000)（強調韓國法制改革最大的缺陷在於法制基礎建設改革的缺乏）。

¹³⁶ See Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, Jean-Francois Richard, The Transplant Effect, 51 Am. J. Comp. L. 163 (2003)（認為，相對於法制規範的內容，法制改革形成的過程對於改革成敗有更大的影響）。

伍、結語

法令規範與被規範者間的互動是一個極為細緻、複雜的雙向影響過程，這樣的認識套用在公司治理的規範中，尤為貼切。蓋公司治理規範主要係以企業、企業經營者、證券市場中的專業投資機構等為主要規範對象，相對於諸此規範對象的強大經濟力與高度專業性，行政、立法機關在處理龐雜的公司治理事務時，經常陷於資源匱乏、專業不足的窘境；規範對象組成的利益團體，亦常積極遊說，試圖左右規範形成過程與決策。由於這些規範困境的限制，以及與國際法制接軌的需求，行政、立法機關常將公司治理規範的制定，求諸於外國法制的移植，在此情形下，如何正確地認識外國法制內容與實務現況？外國法制與本土環境是否相容？會否產生「橘逾淮為枳」的變化？便是相關機關必須時時刻刻思考、警惕的課題，而如何交互運用不同的規範型態與內容，妥善因應各種困境，更是在規範制定時必須注意的重點。

我國累積投票制在法制與實務上的變與不變，提供了吾人反省上述問題的絕佳起點。累積投票制在法制上的改變，從公司法的立法理論與公司經營實務問題的解決來看，都有其道理，不過面對公司購併思潮的轉變以及國際公司治理的趨勢來看，我國法制內容並非沒有再檢討的空間。而累積投票制在公司實務上的不變，更應該讓吾人深入思考其原因，未來在法制的改革上則應對症下藥，以期制定真正符合企業需求的公司治理規範。從累積投票制的變與不變來看，我國公司治理法制改革的規劃實須更審慎地考量制度目的、制度配套以及產業界的接受度，否則法制的頒

行不僅可能無法達到預期目標，更可能流於空言，徒然浪費立法資源與所付出的成本。

參考文獻

一、中文部分

王文宇，公司法論，元照，2003年10月。

王文宇，進出公司法－幾點跨領域的觀察，月旦民商法雜誌，1期，2003年9月。

王文宇，論契約法預設規定的功能：以衍生損害的賠償規定為例，臺大法學論叢，31卷5期。

王文宇，新公司法與企業法，元照，2003年1月。

方嘉麟，公司兼併與集團企業，元照，1994年4月。

林仁光，公司治理之理論與實踐－經營者支配或股東支配之衝突與調整，臺大法學論叢，33卷3期，2004年5月。

林國全，監察人不足額選任，月旦法學雜誌，71期，2001年4月。

林國全，股東會決議解任董監事之研究，月旦法學雜誌，47期，1999年3月15日。

林國全，南港經營權爭奪事件所涉及之公司法問題，月旦法學雜誌，8期，1995年12月。

林國全，股份有限公司之董事資格、選任與解任，台灣本土法學，36期，2002年7月。

易明秋，論公司法之累積投票制（上），軍法專刊，39卷15期，1993年12月。

易明秋，論公司法之累積投票制（下），軍法專刊，40卷1

期，1994年1月。

柯芳枝，公司法論（上），三民，2003年3月。

財團法人萬國法律基金會，公司法制全盤修正計畫研究案總報告第一冊，行政院經濟建設委員會財經法制協調服務中心，2003年2月。

梁宇賢，董事、監察人之選任方式及時期（上），月旦法學雜誌，41期，1998年10月。

陳美玲，從外場派到內場派—處理高企銀行個案之經驗談，月旦法學雜誌，26期，1997年7月。

陳志雄，公司經營權爭奪之相關法律問題，月旦法學雜誌，26期，1997年7月。

陳志雄等合著，泡沫經濟下公司經營權之法律問題個案研討，財團法人亞太綜合研究院，1999年8月。

馮震宇，從博達案看我國公司治理的未來與問題，月旦法學雜誌，113期，2004年10月。

黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思，公開發行公司法制與公司監控，元照，2001年11月。

黃銘傑，月旦法學教室，公司法七十二變！下一階段公司法修正方向之芻議，第0期，2002年2月。

張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，經濟學（上冊），1995年8月。

張永健，自始客觀不能的經濟分析，月旦法學雜誌，86期，2002年7月。

劉連煜，累積投票制與應選董事人數之縮減，法令月刊，46卷第1期，1995年1月。

劉連煜，股東會決議解任董監事及董監事因無正當事由遭解任所得請求賠償之範圍，月旦法學雜誌，31期，1997年10月。

劉連煜，新修正公司法之重要內容及其評論，台灣本土法學，31期，2002年2月。

蔡昌憲，公司法上強行規定與任意規定間之權衡——以累積投票制、閉鎖公司制及新股認購權為例，2004年6月台大碩士論文。

賴源河等合著，新修正公司法解析，2002年10月。

二、英文部分

Ahdieh, Robert B., Making Markets: Network Effects and the Role of Law in the Creation of Strong Securities Markets, 76 S. Cal. L. Rev. 277 (2003).

Bebchuk, Lucian Arye, Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, 105 Harv. L. Rev. 1435 (1992).

Bhagat, Sanjai & James A. Brickley, Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, 27 J.L. & Econ. 339 (1984).

Black, Bernard & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109 Harv. L. Rev. 1911 (1996).

- Black, Bernard, Barry Metzger, Timothy J. O' Brien & Young Moo Shin, Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness - Final Report And Legal Reform Recommendations, 26 Iowa J. Corp. L. 537 (2001).
- Black, Bernard, Reinier Kraakman & Anna Tarassova, Russian Privatization And Corporate Governance: What Went Wrong?, 52 Stan. L. Rev. 1731 (2000).
- Bowes, Harlowe E. & Ledlie A. De Bow, Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations, 21 Minn. L. Rev. 351 (1937).
- Bratton, William W., The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History, 41 Stan. L. Rev. 1471 (1989).
- Campell, Whitney, The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors, 10 Bus. L. 3 (1955).
- Cary, William L., Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, 83 Yale L. J. 663 (1974).
- Chang, Seung Wha, The Role of Law in Economic Development and Adjustment Process: The Case of Korea, 34 Int'l Law. 267 (2000).
- Choi, Stephen J. & Eric L. Talley, Playing Favorites with Shareholders, 75 S. Cal. L. Rev. 271 (2002).
- Coffee, John C., Jr., Privatization and Corporate Governance: The

- Lessons from Securities Market Failure, 25 J. Corp. L. 1 (1999).
- Cole, Arthur T., Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting, 2 S. C. L. Q. 225 (1950).
- Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, Jean-Francois Richard, The Transplant Effect, 51 Am. J. Comp. L. 163 (2003).
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981).
- Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen, Agency Problems and Residual Claims, 26 J. L. & Econ. 327 (1983).
- Glazer, Amihai, Debra G. Glazer & Bernard Grofman, Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategies into the Equation, 35 S. C. L. Rev. 295 (1984).
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii & Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, 118 Q. J. Econ. 107 (2003).
- Gordon, Jeffrey N., Institution as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting, 94 Colum. L. Rev. 124 (1994).
- Hannes, Sharon, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, 24 Cardozo L. Rev. 1903 (2003).
- Katz, Michael L. & Carl Shapiro, Network Externalities, Competition, and Compatibility, 75 Am. Econ. Rev. 424 (1985).
- Kim, Hwa-Jin, Living with the IMF: A New Approach to Corporate

- Governance and Regulation of Financial Institutions in Korea, 17 Berkeley J. Int'l L. 61 (1999).
- Klausner, Michael, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 Va. L. Rev. 757 (1995).
- Koppes, Richard H., Lyle G. Ganske & Charles T. Haag, Corporate Governance out of Focus: The Debate over Classified Board, 54 Bus. Law. 1023 (1999).
- Kraakman, Reinier R. et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (2004).
- Lambert, Frederick W., Path Dependent Inefficiency in the Corporate Contract: The Uncertain Case with Less Certain Implications, 23 Del. J. Corp. L. 1077 (1998).
- Lane, Timothy, Atish Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips Marianne Schulze-Ghattas and Tsidi Tsikata, IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand (1999).
- Lemley, Mark A. & David McGowan, Legal Implications of Network Economic Effects, 86 Calif. L. Rev. 479 (1998).
- Mills, Lewis R., The Mathematics of Cumulative Voting, 1968 Duke L. J. 28 (1968).
- Nichols, Philip M., The Viability of Transplanted Law: Kazakhstani Reception of a Transplanted Foreign Investment Code, 18 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 1235 (1997).
- Porta, La, Florencio Lopez-de-Silanos, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, Law and Finance, 106 J. Pol. Econ. 1113 (1998).

- Ribstein, Larry E. & Bruce H. Kobayashi, Choice of Form and Network Externalities, 43 Wm. and Mary L. Rev. 79 (2001).
- Roe, Mark J., Delaware's Competition, 117 Harv. L. Rev. 588 (2003).
- Romano, Roberta, The Genius of American Corporate Law (1993).
- Sell, W. Edward & Lloyd H. Fuge, Impact of Classified Corporate Directorates on the Constitutional Right of Cumulative Voting - A Critical Evaluation of Wolfson v. Avery Problem, 17 U. Pitt. L. Rev. 151 (1956).
- Steadman, Charles W. & George D. Gibson, Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory? - A Debate, 11 Bus. Law 9 (1955).
- Tabalujan, Benny S., Why Indonesian Corporate Governance Failed - Conjectures Concerning Legal Culture, 15 Colum. J. Asian L. 141 (2002).
- Trub, Aaron David, Cumulative Voting and Classified Directorates, 64 W. Va. L. Rev. 325 (1961).
- Winter, Ralph K., State Law, Shareholder Protection and the Theory of Corporation, 6 J. Legal Stud. 251 (1977).