

規範型態與公司治理模式的建構 ——累積投票制「變」與「不變」的省思 與啟示（下）*

邵慶平**

要目

- | | |
|--------------------------------|--------------------------|
| 壹、緒論：規範型態與公司治理模式的建構 | 參、累積投票制在台灣的「變」 |
| 貳、累積投票制：比較公司治理上的觀察 | 一、累積投票制在台灣：九十年修法前 |
| 一、意義與運作 | 二、從「強制」到「任意」的修法原因分析 |
| 二、累積投票制在美國的興衰與評價 | (一)解除管制的潮流與公司契約理論的影響 |
| 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 | (二)「所有與經營分離」的理念與董事會組成的趨勢 |
| | (三)公司內部營運紛擾與公司經營權的爭奪 |

* 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。

** 國立中正大學法律學系助理教授；美國柏克萊加州大學法學博士。作者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。

投稿日期：九十四年四月二十六日；接受刊登日期：九十四年六月二十日

責任校對：梁凱富

三、省 思

- (一) 公司治理潮流的異數或跟隨者？
- (二) 公司購併法制配套的衝突？
- (三) 任意性累積投票制的目的：期待公司實務的多元發展？

(以上見本評論第八十八期)

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

(一) 假說一：累積投票制不會改變選舉結果

(二) 假說二：行政指導導致企業文化的僵固

(三) 假說三：交易成本考量

(四) 假說四：網路外部性觀點

三、啓示：建構公司治理模式中法制與實務的互動

(一) 任意規定規範方式的反省

(二) 強行規定重建的必要性

(三) 公司治理法制移植的檢討

伍、結 語

摘 要

近年來，公司治理法制的改革正積極進行。然而，法制的變革常係單純地將外國法制加以移植，而對於企業實務的現況，未能加以注意。此外，立法、行政機關對於不同規範機制與企業實務間的關聯，也可能缺乏正確的認知。在此情形下，法制改革的成效如何，實非無疑。

本文對於累積投票制的研究正是基於公司治理法制與實務互動的觀察。從保護少數股東之利益來看，累積投票制被認為經常扮演著重要的角色，此一制度的建構在比較公司治理上也受到廣泛的重視。就我國法制而言，公司法第一九八條原要求公司必須採行累積投票制，而在九十年公司法修正後，則將之改為任意規定。然而，值得注意的是，法規上「從強制到任意」的修訂，並未帶來企業實務上的轉變，絕大多數的公司目前仍使用累積投票制來選任董監事。在分析了導致此一法制上的「變」與實務上的「不變」的原因後，本文不僅對上述修法結果提出反省，更對未來累積投票制在我國應有之規範模式提出建議。

關鍵詞：公司治理、累積投票制、直接投票制、契約連鎖理論、交易成本、網路外部性

(以上見本評論第八十八期)

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

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

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

(一)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

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。

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

¹⁰¹ 參見王文宇，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年商字第09302406700號函：「公司法第二百十條第二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二百十條規定之意旨有別。」

按股東名簿的取得常是公司在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在野派股東相當不利。

¹⁰³ 參見蔡昌憲，同註14，頁149-150。

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。

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，此一作法

¹⁰⁴ 公司法第192條第1項。

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經營權爭奪戰的結果。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。（第一項）有左

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的作法將會成為主管機關密切關注、深入檢視的目標，而其法律規劃的穩定性也會因此受到嚴重影響，去（九十三）年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，開發金控的子公司開發工銀仍握有開發金控7%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7%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，但仍引起主管機關的強烈反對。為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

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從屬公司之股份。（第二項）」

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，是因為「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，視為金融控股公司未發行股份，並應辦理變更登記。

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。

流，全體一致決議不在股東會中行使子公司開發工銀的表決權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。

(二)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

¹¹¹ 經濟日報，93年3月26日4版。

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

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，對公司法第一百九十八條所謂『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90年商字第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，一百九十八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。」

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，卻轉而成為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。

¹¹³ 舉例而言，該公司過去可能因為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。

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).

(三)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

¹¹⁵ 公司法第277條第2項、第3項、第4項。

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(二)，頁493-519，2003年4月；王文宇，同註4，頁307。

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，董事席次的占據，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意見到事事訴諸表決，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

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).

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。

(四)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分的利益不能歸自己享受，或有部分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論出

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. Ah-dieh, *Making Markets: Network Effects and the Role of Law in the Creation of Strong*

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：

1. 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確定性的困擾，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。

2. 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。

3. 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

Securities Markets, 76 S. CAL. L. REV. 277 (2003).

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。

與速度也可以隨之增加。

4. 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。

5. 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

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.

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

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

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.

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

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 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

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啟示？任意規定與強行規定的配套運用，又應該如何思考？

(一)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

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瞭解。

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，也可能形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。

(二)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

¹³¹ 參閱前揭註81及所附本文的說明。

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就成為重要的問題」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，尚待觀察。惟從本文立論來看，應該強調的是：縱認為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為任意規定，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

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62、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。

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。

（三）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過程，也

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 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

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。

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

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。)

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

1. 王文宇，公司法論，元照，2003年10月。
2. 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。
3. 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，台大法學論叢，31卷5期。
4. 王文宇，新公司法與企業法，元照，2003年1月。
5. 方嘉麟，公司兼併與集團企業，元照，1994年4月。
6. 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，台大法學論叢，33卷3期，2004年5月。
7. 林國全，監察人不足額選任，月旦法學雜誌，71期，2001年4月。
8. 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。
9. 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。
10. 林國全，股份有限公司之董事資格、選任與解任，台灣本土法學雜誌，36期，2002年7月。
11. 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。
12. 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。
13. 柯芳枝，公司法論（上），三民，2003年3月。
14. 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。
15. 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。
16. 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。

17. 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。
18. 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。
19. 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。
20. 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。
21. 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，創刊號，2002年10月。
22. 張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，經濟學（上冊），1995年8月。
23. 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。
24. 劉連煜，累積投票制與應選董事人數之縮減，法令月刊，46卷1期，1995年1月。
25. 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。
26. 劉連煜，新修正公司法之重要內容及其評論，台灣本土法學雜誌，31期，2002年2月。
27. 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，台大碩士論文，2004年6月。
28. 賴源河等合著，新修正公司法解析，2002年10月。

二、英文

1. 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).
2. Bebchuk, Lucian Arye, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435 (1992).
3. Bhagat, Sanjai & James A. Brickley, *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, 27 J. L. & ECON. 339 (1984).

4. Black, Bernard & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911 (1996).
5. 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).
6. Black, Bernard, Reinier Kraakman & Anna Tarassova, *Russian Privatization And Corporate Governance: What Went Wrong?*, 52 STAN. L. REV. 1731 (2000).
7. Bowes, Harlowe E. & Ledlie A. De Bow, *Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations*, 21 MINN. L. REV. 351 (1937).
8. Bratton, William W., *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, 41 STAN. L. REV. 1471 (1989).
9. Campell, Whitney, *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, 10 BUS. L. 3 (1955).
10. Cary, William L., *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974).
11. Chang, Seung Wha, *The Role of Law in Economic Development and Adjustment Process: The Case of Korea*, 34 INT'L LAW. 267 (2000).
12. Choi, Stephen J. & Eric L. Talley, *Playing Favorites with Shareholders*, 75 S. CAL. L. REV. 271 (2002).
13. Coffee, John C., Jr., *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, 25 J. CORP. L. 1 (1999).
14. Cole, Arthur T., *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, 2 S. C. L. Q. 225 (1950).
15. Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, Jean-Francois Richard, *The Transplant Effect*, 51 AM. J. COMP. L. 163 (2003).
16. 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).

17. Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J. LAW & ECON 327 (1983).
18. Glazer, Amihai, Debra G. Glazer & Bernard Grofman, *Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategies into the Equation*, 35 S. C. L. REV. 295 (1984).
19. Gompers, Paul A., Joy L. Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q. J. ECON. 107 (2003).
20. Gordon, Jeffrey N., *Institution as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124 (1994).
21. Hannes, Sharon, *The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses*, 24 CARDOZO L. REV. 1903 (2003).
22. Katz, Michael L. & Carl Shapiro, *Network Externalities, Competition, and Compatibility*, 75 AM. ECON. REV. 424 (1985).
23. 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).
24. Klausner, Michael, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 VA. L. REV. 757 (1995).
25. Koppes, Richard H., Lyle G. Ganske & Charles T. Haag, *Corporate Governance out of Focus: The Debate over Classified Board*, 54 BUS. LAW. 1023 (1999).
26. KRAAKMAN, REINIER R. ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (2004).
27. Lambert, Frederick W., *Path Dependent Inefficiency in the Corporate Contract: The Uncertain Case with Less Certain Implications*, 23 DEL. J. CORP. L. 1077 (1998).
28. LANE, TIMOTHY, ATISH GHOSH, JAVIER HAMANN, STEVEN PHILLIPS MARIANNE SCHULZE-GHATTAS AND TSIDI TSİKATA, *IMF-SUPPORTED PROGRAMS IN INDONESIA, KOREA AND THAILAND*, (1999).

29. Lemley, Mark A. & David McGowan, *Legal Implications of Network Economic Effects*, 86 CALIF. L. REV. 479 (1998).
30. Mills, Lewis R., *The Mathematics of Cumulative Voting*, 1968 DUKE L. J. 28 (1968).
31. 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).
32. Porta, La, Florencio Lopez-de-Silanos, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998).
33. Ribstein, Larry E. & Bruce H. Kobayashi, *Choice of Form and Network Externalities*, 43 WM AND MARY L. REV. 79 (2001).
34. Roe, Mark J., *Delaware's Competition*, 117 HARV. L. REV. 588 (2003).
35. ROMANO, ROBERTA, *THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW* (1993).
36. 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).
37. Steadman, Charles W. & George D. Gibson, *Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory?—A Debate*, 11 BUS. LAW 9 (1955).
38. Tabalujan, Benny S., *Why Indonesian Corporate Governance Failed - Conjectures Concerning Legal Culture*, 15 COLUM. J. ASIAN L. 141 (2002).
39. Trub, Aaron David, *Cumulative Voting and Classified Directorates*, 64 W. VA. L. REV., 325 (1961).
40. Winter, Ralph K., *State Law, Shareholder Protection and the Theory of Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977).

Regulatory Models and the Construction of Corporate Governance Regimes

—Implications from the Variation and the Constancy of Cumulative Voting (2)

Ching-Ping Shao^{*}

Abstract

In recent years, legal reform on corporate governance has been aggressively pursued in Taiwan. However, the modification in the legal model is often simply to borrow foreign laws and regulations without paying attention to the norms of the business community. Besides, lawmakers and administrative authorities might not be able to accurately recognize the interrelation between various regulatory means and business practices. Under such circumstances, the effect of legal reform is far from certain.

The observation of the interaction between legal rules and norms in corporate governance leads to this paper on cumulative voting. In view of the protection of minority shareholders, cumulative voting is believed to play a significant role. The institution of this voting mecha-

^{*} Assistant Professor, National Chung Cheng University; J. S. D., UC Berkeley School of Law.

Received April 26, 2005; accepted June 20, 2005

nism has also attracted much attention in comparative corporate governance. In Taiwan, cumulative voting was before required in Article 198 of Company Law. Since the law was amended in 2001, permissive cumulative voting has been put in place. It is worth noting, however, that the change from mandatory rule to permissive provision does not bring about the transformation in business practice. Most, if not all, of Taiwan's companies still employ cumulative voting to elect their directors and supervisors. After analyzing the causes responsible for the variation and constancy of cumulative voting, this paper would not only offer reflections on the change of mandatory cumulative voting, but also make suggestions on the future of cumulative voting in Taiwan's regulatory structure.

Keywords: corporate governance, cumulative voting, straight voting, nexus of contracts, transaction cost, network externality