

國立臺灣大學法律學院法律學系



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

論獨立董事之選舉

A Study on the

Corporate Election of Independent Directors

蔡宗霖

Tsung-Lin Tsai

指導教授：邵慶平 博士

Advisor: Ching-Ping Shao, J.S.D.

中華民國 112 年 7 月

July 2023



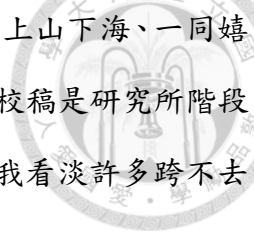
誌謝

本論文停筆的當下，心中除了釋懷，更多的是對於恩師邵慶平教授的感謝，若非恩師於寫作過程中諸多的鼓勵與指導，本文不可能得以完成。每逢寫作遭遇瓶頸，恩師總是能在第一時間提供諸多的引導，而每一次與恩師的討論，無不使我醍醐灌頂，開啟更多探索與思考的空間。恩師學術涵養之深，在我剛踏入法研所的殿堂時就為之折服，學術上的討論，恩師總是能一針見解，思考之廣總是能激發吾人從更多的角度看待問題，且時常鼓勵我們勇敢地提出更多的想法與批判。在課業與工作之外，恩師平易近人，在公務繁忙之際也不忘對我們生活上提供許多的關心。能成為恩師的學生，實為吾之榮幸！

非常感謝王文宇教授及林建中教授願意撥冗擔任口試委員，二位教授對於本論文提出諸多富有深度的問題及精闢的針砭，均使本論文的問題意識及內容可以更臻完備。特別感謝楊岳平教授在本文未臻完備之時所提供的寶貴建議，使本文的研究得以更為深入，碩二時有幸能協助老師的學術研究，過程中不僅接觸許多新興領域，也深刻感受到老師對於學術研究的熱情，每次與老師聊天、討論之際，也都受益良多。

感謝父母，能使我在經濟無虞之下完成學業，雖然無法常常團聚，但你們對我的支持與無私的付出，使我更勇敢地面對每一次的挑戰，灌注我無限動力完成這本論文。

有幸能與彥誠、羽軒與在善一同拜入恩師門下，從你們身上真的學習到很多，謝謝你們願意暫時放下手邊的事，陪我討論寫作上遇到的許多困難。謝謝 1810 研



究室的大家成為我的避風港，畢業之後應該會非常想念這段一同上山下海、一同嬉笑成長的時光。謝謝台大 WTO 中心的同儕，能和你們一起瘋狂校稿是研究所階段最熱血的事情。也謝謝陪伴在身邊的你，你的體貼與成熟，教會我看淡許多跨不去的坎，未來，我們都一定要繼續努力成為心中想成為的人。

最後，謝謝一直堅持不懈的自己，數年前來到臺灣這個既熟悉又陌生的環境求學，過程中即使跌跌撞撞，但仍憑藉努力完成了許多當初所訂下的目標，應該沒有辜負好高騖遠、剛踏入台大校門的那個 19 歲的自己吧!

2023 年 7 月 謹誌於台大霖澤館




摘要

觀察我國近年發生經營權爭奪之公司的董事、獨立董事選舉，過程中毋寧充滿各方勢力的角力與布局，而股東間往往利用繁複的策略性配票，試圖博取更多席次、甚至翻轉敗局，情形更甚以往的董事、監察人選舉。在董事的選舉中，股東除需耗費資金取得或持有相當比例的股權或爭取更多支持，過程中亦需要消耗大量成本盤算配票策略，即便如此，也未必能經由選舉取得符合預期席次。而這些因董事選舉所產生的實務問題，在強制累積投票制的法制環境下，並不僅限於經營權爭奪時。本文的研究目標，係為分析相關實務現象的成因，並嘗試釐清現行獨董選舉制度與公司治理的關聯，並在此基礎上提出修法建議。

經由相關的文獻爬梳與案例試算，本文得出累積投票制本身的性質並非導致上開實務現象的主因，而真正的原因在於現行法規定公司須採取「合併選舉、分別計票」的選舉方式同時選出獨立董事與非獨立董事，為驗證此結論，本文摘取實際選舉案例的股權結構、應選席次等資訊推算後，將現行獨董選舉制度與監察人所採取的「分別選舉、分別計票」的選舉方式進行比較，發現現行制度會產生監察人選舉制度所無的「博弈」性質，而正是因為此性質，導致股東間選舉董事時，除了需要預測對手在獨董與董事候選人之間如何分配表決權以進行相對應的配票，甚至需要一定程度的「運氣」才能夠選出符合預期的席次數。

現行制度之所以會採取「合併選舉、分別計票」選舉方式，與我國在引進獨立董事之初，股東較無意願將表決權分配予獨董的普遍實務現象難脫關聯。當時主管機關除了強制公司採取「合併選舉、分別計票」之外，亦同時強制獨立董事的選舉應適用董事候選人提名制度，目的係為了確保公司能選出符合相關法規所限制的獨董最低人數。而比較法上，採取全額連記法並不會衍生出「合併」或「分別」選



舉之問題，美國法亦對此無強制規定，而是由公司自行負責選出足額之獨董。於中國大陸法上，因符合特定條件的上市公司須採取強制累積投票制，因此該部分公司也會有與我國相同之問題，但其採取「分別」選舉方式以解決如何選出足額獨立董事的問題。

本文認為，現行獨董選舉的「博弈性質」可能產生許多不必要的實務疑慮，現階段下，允宜考慮將之調整為如同監察人的「分別選舉、分別計票」之模式。但進一步言，如果考量到我國大型公司普遍存在「少數控股結構」，而採取分別選舉將抑制少數股東串連選出董事會代表的結果，本文建議參考「金融機構自然人專業董事」的選舉方法，將獨立董事選舉調整為「修正式的合併選舉與合併計票」。此外，在現行的獨董選舉制度與獨董席次數較少的交互作用下，往往產生控制股東囊括全部獨立董事的情形，為使我國內部監督發揮應然的效果，本文建議參考美國法之單軌制度，調整我國董事會及審計委員會的職權與定位，並在此基礎之上，或可考慮強化非獨立董事於內部監督所能扮演的功能。

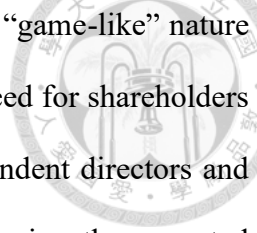
關鍵詞：董事選舉、累積投票制、獨立董事、監察人、集中型股權結構、內部監督。

ABSTRACT



Observing the board and independent director elections in companies involved in recent management battles in our country, it is evident that the process is rife with power struggles and maneuvers from various parties. Shareholders often utilize intricate and strategic vote allocations to vie for more seats, even attempting to overturn unfavorable outcomes, a situation that is more pronounced than in past director and supervisor elections. In these director elections, shareholders not only need to expend financial resources to acquire or hold a significant proportion of shares but also invest substantial efforts in devising voting strategies. However, even with such endeavors, there is no guarantee of obtaining the expected number of seats through the elections. These practical issues arising from director elections are not confined solely to management battles, particularly under the legal framework of mandatory cumulative voting. The objective of this article is to analyze the underlying causes of these practical phenomena and attempt to clarify the relationship between the current independent director election system and corporate governance. Based on this examination, we will propose recommendations for legislative amendments.

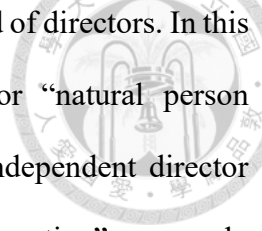
Through a review of relevant literature and case studies, this article concludes that the nature of cumulative voting itself is not the main cause of the practical issues in our country. The real problem lies in the current election method employed for independent directors and non-independent directors, which involves “combined elections and separate vote counting.” By examining the shareholding structure and the number of seats in several actual election cases, this article compares the current independent director election system with the “separate elections and separate vote counting” method used for



supervisor elections. It is found that the current system introduces a “game-like” nature that is absent in the supervisor election system, which leads to the need for shareholders to predict how opponents will distribute their votes between independent directors and director candidates. Additionally, luck plays a certain role in achieving the expected number of seats.

The reason for the current adoption of the “combined elections and separate vote counting” method is closely related to the prevailing practice at the time when independent directors were introduced in our country. At that time, the regulatory authority not only mandated companies to adopt this method but also required the nomination system for independent director elections to ensure the selection of the minimum number of independent directors as stipulated by relevant regulations. In comparison, there is no issue of “combined” or “separate” elections under the full vote pooling system in foreign laws, and the United States does not have mandatory requirements in this regard. Companies are responsible for electing the required number of independent directors. In mainland China, due to the mandatory adoption of cumulative voting by certain listed companies meeting specific conditions, similar problems arise as in our country. However, they employ a different “separate” election approach to address the issue of electing the required number of independent directors.

This article believes that the “game-like” nature of the current independent director elections may create many unnecessary practical concerns, and it is worth considering adjusting it to the “separate elections and separate vote counting” model used for supervisors. However, considering the prevalent “minority control structure” in large companies in our country, adopting separate elections may suppress the ability of

The logo of National Taiwan University (NTU) is located in the upper right quadrant of the page. It is a circular emblem with a grey border containing the university's name in Chinese characters. Inside the circle, there is a central design featuring a bell and other traditional symbols.

minority shareholders to collectively elect representatives to the board of directors. In this regard, this article suggests referring to the election method for “natural person professional directors” in financial institutions and adjusting the independent director election to a “modified combined election and combined vote counting” approach. Furthermore, under the interaction between the current independent director election system and the limited number of independent director seats, it often results in controlling shareholders occupying all independent director positions. To ensure the effective role of internal supervision in our country, this article recommends considering the “unitary-board” system from U.S. law, adjusting the authority and positioning of the board of directors and audit committee, and potentially strengthening the role of non-independent directors in internal oversight.

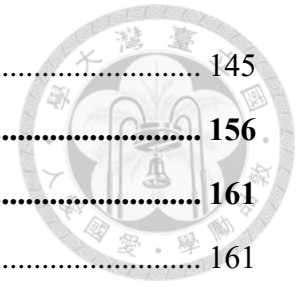
KEYWORDS: *election of directors, cumulative voting, independent directors, supervisors, concentrated ownership structure, internal oversight*

簡目



誌謝	I
摘要	III
ABSTRACT	V
簡目	VIII
詳目	X
表目錄	XVI
第一章 緒論	1
第一節 研究動機—從 2019 年福懋油事件看獨董選舉制度	1
第二節 研究方法	9
第三節 本文架構	10
第二章 從獨立董事選舉再訪強制累積投票制	12
第一節 我國與國際間的董事選任制度	12
第二節 強制累積投票制的論辯	24
第三節 我國實施強制累積投票制的情形	27
第四節 累積投票制與獨立董事選任	42
第五節 強制累積投票制之現存問題與展望	57
第三章 我國選任制度的演變—從監察人到獨立董事	59
第一節 監察人的選任與沿革	59
第二節 從獨董制度之引進談「合併選舉、分別計票」的成因	64
第三節 獨董與審計委員會的漸進式實施	73
第四章 「合併選舉、分別計票」的問題與改革	78
第一節 合併選舉、分別計票所產生的實務爭議	78
第二節 選舉模式的比較與分析—以賽局理論觀察	86
第三節 現行制度之檢討	99
第四節 比較法上的合併、分別選舉	109
第五節 綜合分析與立法論建議	115
第五章 我國獨立董事法制之重新建構	131
第一節 我國上市上櫃公司治理之現狀	131
第二節 美國法的基本公司治理架構	139

第三節 強化公司治理之趨勢及立法芻議.....	145
第六章 結論.....	156
參考文獻.....	161
一、 中文參考文獻（按作者姓氏筆畫排列）	161
二、 英文參考文獻（按字母順序排列）	168





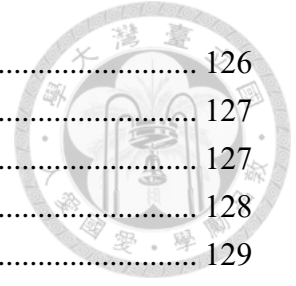
詳目

誌謝	I
摘要	III
ABSTRACT	V
簡目	VIII
詳目	X
表目錄	XVI
第一章 緒論	1
第一節 研究動機—從 2019 年福懋油事件看獨董選舉制度	1
第一項 案件事實	1
第二項 董事選舉配票情形	2
第三項 本文之觀察	4
第四項 案件後續	7
第五項 問題之提出	8
第二節 研究方法	9
第一項 文獻回顧法	9
第二項 比較法研究	9
第三項 案例分析法	9
第三節 本文架構	10
第二章 從獨立董事選舉再訪強制累積投票制	12
第一節 我國與國際間的董事選任制度	12
第一項 我國董事選任制度與目的	12
第二項 國際間採取強制累積投票制/非強制累積投票制的法域	13
第一款 美國董事選舉的現制、演變及近期發展	15
第一目 由興盛走向凋零的累積投票制	15
第二目 美國現行董事選舉制度—以商業上重要的州為例	17
一、模範商業公司法 (Model Business Corporation Act)	18
二、德拉瓦州公司法 (Delaware General Corporation Law)	19
三、紐約州商業公司法 (Business Corporation Law)	19
四、加州公司法 (California Corporations Code)	19
第三目 美國近期選舉制度之變革與趨勢	20

第二款 新興經濟體引入累積投票制作為保護少數股東的手段.....	22
第三款 其他立法保障少數股東參與董事會的法域.....	23
第二節 強制累積投票制的論辯.....	24
第三節 我國實施強制累積投票制的情形.....	27
第一項 我國強制累積投票制的實施軌跡.....	27
第一款 強制累積投票制的初次實施與廢除.....	28
第二款 廢除強制累積投票制後的實務狀況.....	29
第三款 強制累積投票制的回歸.....	30
第二項 董事席次數與累積投票制.....	33
第一款 董事席次數的規定.....	33
第二款 藉由席次數削減累積投票制的實務作法.....	34
第三項 實力派股東之塑形.....	36
第四項 表決權拘束契約與強制累積投票制.....	36
第五項 強制累積投票制存廢之文獻整理.....	38
第四節 累積投票制與獨立董事選任.....	42
第一項 累積投票制之配票與選舉結果.....	43
第一款 「配票」的重要性.....	43
第二款 累積投票制的配票與數學公式.....	44
第一目 柯爾公式 (Cole's Formula).....	44
第二目 柯爾公式的缺陷及改良.....	45
第三目 最適配票方案?.....	48
第三款 實際配票上仍存在的 uncertainty.....	49
第二項 獨立董事選舉制度形同「對賭」.....	51
第一款 我國現行獨立董事的選任制度.....	51
第一目 獨立董事的提名.....	51
第二目 獨立董事的選舉.....	52
第三目 合併選舉、分別計票.....	53
第二款 「合併選舉、分別計票」的疑慮.....	54
第一目 重壓獨董?重壓普董?.....	54
第二目 選舉結果可能偏離比例代表精神.....	55
第五節 強制累積投票制之現存問題與展望.....	57
第三章 我國選任制度的演變—從監察人到獨立董事.....	59
第一節 監察人的選任與沿革.....	59
第一項 我國現行監察人的選任制度.....	59
第二項 監察人選舉制度的沿革.....	60
第三項 現行監察人選舉制度的疑慮.....	61
第一款 分別選舉與人數的關係.....	61

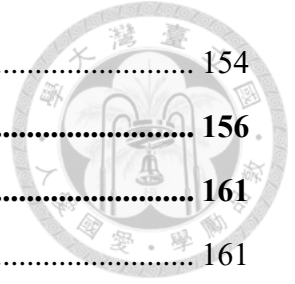
第二款 監察人欠缺獨立性、監督效能不彰	62
第三款 學者紛紛建議採「合併選舉」	63
第二節 從獨董制度之引進談「合併選舉、分別計票」的成因	64
第一項 獨立董事、審計委員會制度的移植	65
第二項 獨立董事與獨立監察人並存時期	66
第三項 台鹽案	68
第四項 獨董的正式法制化與強制採取候選人提名制度	68
第五項 採取「合併選舉、分別計票」的原因分析與相關學者見解	70
第一款 為何採取「合併選舉」而非「分別選舉」？	70
第二款 為何採「分別計票」而非「合併計票」？	71
第三款 學者之見解	72
第三節 獨董與審計委員會的漸進式實施	73
第一項 獨董實施對象的擴張	73
第二項 審計委員會實施對象的擴張	75
第三項 公司治理架構與選舉制度	76
第四章 「合併選舉、分別計票」的問題與改革	78
第一節 合併選舉、分別計票所產生的實務爭議	78
第一項 2019 年福懋油選舉事件	78
第二項 2018 年台新金選舉事件	79
第三項 2020 年彰化銀行選舉事件	80
第四項 2023 年新光金控選舉事件	82
第五項 小結：選舉模式所帶來的實務問題	84
第二節 選舉模式的比較與分析—以賽局理論觀察	86
第一項 理論基礎與研究方法	86
第一款 賽局理論	86
第二款 研究方法與要素	87
第二項 可供比較之選舉模式及定義	87
第一款 合併選舉、分別計票	88
第二款 分別選舉、分別計票	88
第三款 合併選舉、合併計票？	89
第四款 按照股權比例逕行分配席次？	90
第三項 實際運算情形	91
第一款 2018 年台新金控選舉事件	91
第一目 合併選舉、分別計票—猜銅板賽局	92
第二目 分別選舉、分別計票	93
第二款 2019 年福懋油選舉事件	93
第一目 合併選舉、分別計票	94

一、候選人席次與表決權分配.....	94
二、配票策略及結果.....	96
第二目 分別選舉、分別計票.....	97
第四項 小結.....	98
第三節 現行制度之檢討.....	99
第一項 「合併選舉、分別計票」的效果與影響.....	99
第一款 博弈的公平性.....	99
第二款 可能的疑慮.....	100
第三款 對董事會組成之影響.....	102
第二項 獨立董事不獨立的問題仍然嚴重.....	103
第一款 依附於控制股東.....	104
第二款 依附於控制股東之外的實力派大股東.....	104
第三款 近期案例.....	104
第一目 2021 光洋科案.....	104
第二目 2022 泰山案.....	106
第四款 小結.....	107
第四節 比較法上的合併、分別選舉.....	109
第一項 合併、分別選舉為採累積投票制法域特有的問題.....	109
第二項 美國法之規定.....	111
第三項 採累積投票制的法域--以中國大陸法為例.....	112
第一款 獨立董事與一般董事之資格差異.....	112
第二款 獨立董事與一般董事之選舉.....	112
第五節 綜合分析與立法論建議.....	115
第一項 現階段下宜採「分別選舉」.....	116
第二項 更突破的選舉模式—只選出一種職位的效果.....	116
第一款 全部「獨立董事」或全部「外部董事」.....	116
第二款 修正式之「合併選舉、合併計票」.....	116
第一目 金融機構自然專業董事的選舉方法.....	117
第二目 適用於獨董、董事選舉.....	118
第三目 同樣作法可以適用於「分別選舉」？.....	119
第三款 實際試算.....	120
第一目 台新金案董事選舉.....	120
第二目 福懋油案董事選舉.....	121
第三項 立法論上二種可行模式的進一步比較.....	123
第一款 分別選舉.....	123
第二款 修正式合併選舉.....	124
第四項 進一步之立法建議與問題.....	125
第一款 現行法框架下的立法建議.....	125



第二款 董事會組成過於僵化	126
第五項 對累積投票制成果之保障	127
第一款 決議解任制度	127
第二款 學說見解與美國法	128
第三款 改革方案與合併、分別選舉的連帶關係	129
第五章 我國獨立董事法制之重新建構	131
第一節 我國上市上櫃公司治理之現狀	131
第一項 上市櫃公司股權結構與董事會組成	131
第二項 公司法上董事會之定位	132
第三項 上市上櫃公司之內部監督	133
第一款 單軌制與雙軌制	133
第二款 獨立董事、審計委員會之職權與功能	134
第一目 審計委員會之核心職權	134
第二目 準用監察人之職權	135
第三目 提出不同意見	137
第四目 提供建議與調和紛爭	138
第二節 美國法的基本公司治理架構	139
第一項 董事會之定位	139
第二項 獨立董事與功能委員會制度	140
第一款 審計委員會	141
第二款 其他功能委員會	143
第三款 小結	144
第三節 強化公司治理之趨勢及立法芻議	145
第一項 我國現行公司內部監督機制的疑慮	145
第一款 監督架構的錯置與定位不清	145
第二款 獨立董事行使監督權欠缺誘因	146
第二項 兼顧理論與現行架構的立法芻議—強化「普通董事」之角色	147
第一款 董事會轉型為業務監督機關	147
第二款 審計委員會之定位釐清	148
第三款 漸進式地推動過半以上獨董	148
第一目 我國修法趨勢	149
第二目 獨董人數增加的障礙	150
第三項 董事會功能升級—從普通董事到「強化型外部董事」	151
第一款 獨董制度的功能與局限—集中型股權結構為主的國家	151
第二款 兼顧理論與現實的另一種改革方法	152
第一目 限制普董兼任內部職位的人數	153
第二目 增強普董的監督功能	153

第三目 善用公司法第 27 條之優點	154
第六章 結論	156
參考文獻	161
一、 中文參考文獻（按作者姓氏筆畫排列）	161
二、 英文參考文獻（按字母順序排列）	168





表目錄

表格 1:福懋油公司 2019 年選舉資料	3
表格 2:Pierce v. Commonwealth 案試算表格	48
表格 3:同時選出獨董與普董試算表格	54
表格 4:各類型公司強制設置獨董時程表	74
表格 5:各類型公司強制設置審計委員會時程表	75
表格 6:新光金董事當選權數占股權比例表	83
表格 7:高票者均為非獨立董事(情形一)	90
表格 8:高票者均為獨立董事(情形二)	90
表格 9:台新金選舉 2 乘 2 賽局表	92
表格 10:公司派之配票樣態	94
表格 11:市場派之配票樣態	95
表格 12:選舉 4 席普通董事	97
表格 13:選舉 3 席獨立董事	98
表格 14:全額連記法選舉權配置	110
表格 15:台新金案採用修正式合併選舉、合併計票之配票	121
表格 16:福懋油案採用修正式合併選舉、合併計票之配票	122
表格 17:審計委員會成員單獨行使之職權	136



第一章 緒論

第一節 研究動機—從 2019 年福懋油事件看獨董選舉制度

第一項 案件事實

本文關於董事選舉制度的研究動機，需從我國上市公司福懋油脂股份有限公司（下稱福懋油）發生於 2019 年的經營權爭奪戰開始談起¹。老牌油脂大廠福懋油成立於 1986 年，原創辦人黃勳高於擔任董事長 30 年後，自 2016 年起由其好友兼總經理許忠明接手。而在另一方面，有志於經營福懋油的市場力量興泰集團，在十餘年前就開始逐步買入大量福懋油的股權，2005 年，從屬於興泰集團的興泰實業股份有限公司已躋身福懋油之持股前 10 名大股東，而雖著時間向前推進，興泰集團高層與其他集團成員仍持續增加對於福懋油的持股，至 2018 年底的持股合計已達 41.89%，穩坐福懋油的第二大股東派系²。

根據相關報導，截至 2019 年股東常會時，公司派（或稱多數派）之許家掌控約 50.7% 過半股權，而與公司派競選的興泰吳家（下稱市場派或少數派），已掌控約 47% 股權。該年度股東常會，福懋油一共需選舉 9 席董事³（含 6 席一般董事、3 席獨立董事⁴）。經歷了一場經營權爭奪戰之後，本次董事選舉的結果卻意外地發

¹ 除引註需求以民國記年之外，本文原則上以西元記年。

² 何宸困，從興泰併購福懋油看企業併購手法，貨幣觀測與信用評等，141 期，頁 69-70（2020 年）。

³ 董事的「選任」大體可分為二部分，一是關於董事候選人的提名、二是關於候選人的選舉，即針對董事候選人進行投票的程序，並通過特定計票方法確認何人當選為董事的方法，本文為將此二者明確加以區分，以下將董事候選人的提出稱為「董事之提名」，而將投票與計票程序稱之為「董事之選舉」。

⁴ 為行文方便，以下指稱獨立董事，將交互使用「獨立董事」、「獨董」；而對於法律並未要求具備獨立性、專業性的非獨立董事，則交互使用「普通董事」、「一般董事」、「非獨立董事」、「非獨董」。而以下僅稱「董事」處，係包含獨立董事與非獨立董事，合先敘明。

生了多數派輸給少數派、經營權易主的情形；持股較少的市場派取得 3 席獨立董事與 2 席一般董事席次，超過董事會的半數，而掌握過半股份的公司派卻只獲選 4 席一般董事，據報導是因為「配票失誤」所致，而本件也是我國首件少數派翻盤成為經營者的選舉事件⁵。

第二項 董事選舉配票情形

根據福懋油 2019 年股東常會的股東會議事錄（下稱議事錄），當日股東常會親自出席股數、委託代理出席股數共計 214,449,925 股（其中含有電子投票方式行使表決權之股數 11,950,615 股），共佔福懋油全部已發行股份總數 218,703,051 股之 98.05%⁶。於當年度董事改選前，福懋油係採取監察人制，而為符合主管機關要求，該公司預計於當年度改選後改採審計委員會制度以取代監察人⁷。當年度董事與獨立董事選舉依照公司法第 192 條之 1 採取董事候選人提名制，最終經董事會審核通過之董事（含獨立董事）候選人共 16 席，係由泛公司派與市場派各自推舉 8 名候選人。

關於董事選舉時的表決權分配，公司派係採取所謂的平均分配策略，由泛公司派的 1 席獨董及 4 席普董候選人各自獲配相當於 10% 股份的選舉權數；另一方面，市場派則將股份集中分配於 3 席獨立董事候選人⁸，各自獲配 12.35%、12.33%、

⁵ 資料參考自：劉馥瑜，《福懋油變天》制度缺失...選舉形同一場博弈，工商時報，2019 年 8 月 8 日，<https://ctee.com.tw/news/industry/129926.html>（最後瀏覽日：2022 年 10 月 17 日）；劉馥瑜，福懋油效應 中小型股陷狙擊危機，工商時報，2019 年 8 月 14 日，<https://ctee.com.tw/news/industry/131731.html>（最後瀏覽日：2022 年 10 月 17 日）。

⁶ 福懋油脂股份有限公司（民國）108 年股東常會議事錄，頁 1，<https://www.fopco.com.tw/Download2.php?page=2&ADKey=2&Source=&Category=>（最後瀏覽日：2023 年 4 月 28 日）。

⁷ 福懋油脂股份有限公司（民國）108 年股東常會議事錄，頁 6，<https://www.fopco.com.tw/Download2.php?page=2&ADKey=2&Source=&Category=>（最後瀏覽日：2023 年 4 月 28 日）。

⁸ 一個有趣的對比是，在獨立董事制度引進之初，股東並不願意支持理論上無「股東色彩」的獨立董事，因為在現行獨董選舉制度下，股東如果將票數分配給更多獨立董事，將使可能分配給普董的

12.28%股權的表決數，並另外分配 4.78%、5.37%股權的表決權數給另兩席普董候選人，在上開配票策略的作用下，市場派以高票拿下全部 3 席獨立董事，而其所支持的另外 2 席普董候選人則以相對較低的表決權數獲選，而當次選舉候選人及獲配表決權數詳見下表：

表格 1: 福懋油公司 2019 年選舉資料

編號	職稱類別	姓名	是否當選	所獲選舉權數	所獲選舉占全部選舉權數之比例 ⁹
1	董事	晉昇投資有限公司	是	198,898,305	10.1049%
2	董事	懷德保險代理人股份有限公司	是	197,721,761	10.0452%
3	董事	茂生農經股份有限公司	是	198,655,999	10.0926%
4	董事	有為投資有限公司	是	198,122,176	10.0655%
5	董事	中港投資股份有限公司	否	NA ¹⁰	NA
6	獨立董事	陸醒華	否	依據報導，其中一位獨立董事獲配約 10% 股份之表決權數 ¹¹ 。	
7	獨立董事	胡聯國	否		
8	獨立董事	楊舜麟	否		
9	董事	泰生海洋開發股份有限公司	是	105,664,476	5.3682%

表決權數減少，而可能使原本可以依照持股比例所可以選出的董事席次「拱手讓出」，而實務上確實也出現股東無意願支持獨立董事的選出，而險些造成公司無法順利產生獨立董事而造成受「下市處分」的案例，參見：邵慶平，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，收於：公司法—組織與契約之間，初版，頁 275-276、註 83（2008 年）。

⁹ 此處「全部選舉權數」係指若全部股東出席的情況下應然的選舉權數，即全部已發行股份總數*應選董事（含獨立董事）席次數。本文比率之計算乃四捨五入至小數點後第 4 位。

¹⁰ 對於無法獲知詳細所獲選舉權數者，以 NA 表示之。

¹¹ 劉馥瑜，《福懋油變天》市場派襲擊 福懋油變天內幕，工商時報，2019 年 8 月 8 日，<http://ctee.com.tw/news/industry/129903.html>（最後瀏覽日：2022 年 10 月 17 日）。

		代表人：林月廷			
10	董事	泰生海洋開發股份有限公司 代表人：吳金泉	是	94,151,381	4.7833%
11	董事	泰生海洋開發股份有限公司 代表人：鄭依佳	否	NA	NA
12	董事	泰生海洋開發股份有限公司 代表人：葉文隆	否	NA	NA
13	董事	泰生海洋開發股份有限公司 代表人：秦慧如	否	NA	NA
14	獨立董事	陳重瑞	否	242,614,967	12.3259%
15	獨立董事	黃釋惠	否	243,075,044	12.3493%
	獨立董事	萬益東	否	241,614,916	12.2751%

資料來源：福懋油脂股份有限公司（民國）108 年股東常會議事錄，
<https://www.fopco.com.tw/Download2.php?page=2&ADKey=2&Source=&Category=>，
 表格為本文自行整理

第三項 本文之觀察

本次事件最出人意料之處，莫過於發生持股未過半的少數股東，單純透過配票策略以小博大、擊敗過半股權的多數派而成為經營者。有專家將問題歸結於獨董選舉制度，並認為獨董與一般董事合併選舉但分開計票的方式，導致選舉形同一場「博弈」¹²，對此，另有學者認為問題的根源實出自於累積投票制：在適用該制度的

¹² 劉馥瑜（註5）。

前提下，競選各方都需要配票，而配票策略本身就是一場賭注¹³。專家學者的看法是否正確歸結上開實務問題，令本文好奇。



此外，發生少數派翻轉成為經營者選舉結果，對於公司治理會造成什麼影響？以董事會與股東會的權限分配的角度切入，現行法賦予董事會較強的業務經營權¹⁴：按現行公司法第 202 條規定，公司業務之執行，除公司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¹⁵。而至於董事會之決議門檻，依照公司法第 206 條規定，除了日常營運中較為特殊、重大的事項須經董事會特別決議外¹⁶，其餘非公司法明文規定應經特別決議之事項、日常營運事項，則經董事會過半數董事出席，出席董事過半數之同意的方式為之即可¹⁷。就福懋油選舉後的董事會組成來看，對於僅需採取董事會普通決議的事項，縱使多數派透過缺席的方式杯葛議案的通過，少數派仍可能操縱其所提名董事（甚至獨立董事）來獨力通過決議，在此情形下，持股過半的多數派若有通過議案的需求，在我國公司法的權限分配之下，似乎僅能與少數派提名之董事合作為之¹⁸。

上開選舉結果也可能對公司的內部監督效能的發揮產生重大影響：目前我國上

¹³ 陳連順，獨立董事選舉形同博弈？——從福懋油事件檢討董事選舉制度，月旦會計實務研究，第 23 期，頁 15（2019 年）。

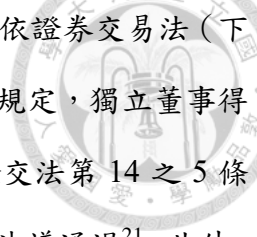
¹⁴ 以往我國公司法賦予股東會較大權限，但我國為落實所有權與經營權分離的理念，於 2001 年公司法修正 202 條時方改為現行規定，參見：王文宇，公司法論，6 版，頁 373（2022 年）。

¹⁵ 公司法第 202 條。

¹⁶ 例如發行新股（公司法第 266 條第 2 項）、庫藏股之買回（公司法第 167 條之 1 第 1 項）、與員工簽訂認股權契約（公司法第 167 條之 2 第 1 項）、公司提出重整聲請（公司法第 282 條第 2 項）等。

¹⁷ 公司法第 206 條。

¹⁸ 大股東持有最大量的股份，若公司經營不善，代表著其承擔最大損失的經濟風險，從經濟觀點之下，大股東選任大多數的董事應較適當，See Arthur T. Cole, *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, 2 S.C.L. Rev. 225, 225 (1950)，掌控股權較少的股東卻掌握公司的經營權，經營者容易有更大的誘因為有利於己且不利於公司的私利行為，See Lucian Bebchuk et al., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Right*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 445-460 (Randall K. Morck, ed., 2000)。但需注意的是，本件情形多數派與少數派股權其實相差不多，未必會有非常大的影響。



市櫃公司之監督機關為審計委員會及獨立董事¹⁹，而審計委員會依證券交易法（下稱證交法）係由全體獨立董事所組成。依證交法第 14 之 3 條之規定，獨立董事得對特定董事會之決議事項有權提出反對或保留意見²⁰、而依照證交法第 14 之 5 條規定，特定事項應先經審計委員會過半數同意後，才能經董事會決議通過²¹，此外，審計委員會及組成審計委員會的獨立董事，依證交法第 14 之 4 條準用監察人的職權，而準用的職權包含對董事提起訴訟、公司業務執行的監督權、股東臨時會之召集權、董事為自己與公司交易時代表公司之權限。關於獨立董事的獨立性，證交法及公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法（下稱獨董設置規則）規定，獨董與公司不得有「直接、間接利害關係」²²，且不得有利害關係的對象包含公司之大股東，由此推知，獨立董事理論上應獨立於任何股東之外，秉持公司與全體股東之利益行使職權，其行使職權不可以偏頗於任何一個派系²³，但是實際上，派系所提名並支持的獨立董事並無法脫離股東的控制²⁴。福懋油於該年選舉後，掌握董事會多數席次的派系，亦即公司經營者，也同時囊括全部獨立董事席次，形成公司的監督者與經營者同屬一派系的情形，獨立董事是否會於董事會決議時對經營者提出反對與保留意見，審計委員會是否能夠事前把關董事會決議、其成員是否能妥適行使監督權，應非無疑。

三者，多數派如果不服此次選舉結果，且二派並未於董事會中和諧共治，多數

¹⁹ 未設置審計委員會的公司，其監督機關應為監察人，因目前所有上市櫃公司依主管機關函釋均應設置獨立董事與審計委員會，而由審計委員會準用監察人的監督權限。

²⁰ 證券交易法第 14 條之 3。

²¹ 證券交易法第 14 條之 3。

²² 證交法第 14 條之 2 第 2 項、獨立董事設置及應遵循事項辦法第 3 條。

²³ 社團法人中華公司治理協會出版之獨立董事行使職權指引，提及獨立董事應「保持超然中立」且「為公司整體利益考量」，並指出「所謂獨立性，係指獨立董事應以公司及全體股東利益為考量……但獨立董事的獨立性不能僅從形式觀察，而是要進一步觀察獨立董事在商業上、社交上以及人情上與大股東和經營管理階層之往來關係」，參見：社團法人中華公司治理協會，獨立董事及審計委員會行使職權參考指引，2022 年 9 月，第 69-70 頁。

²⁴ 獨立董事設置及應遵循事項辦法第 3 條第 1 項第 5 款：「直接持有公司已發行股份總數百分之五以上、持股前五名或依公司法第二十七條第一項或第二項指派代表人擔任公司董事或監察人之法人股東之董事、監察人或受僱人。」。

派挾其過半股權，應會希望改選董事會以再次爭取經營權。改選董事需要召開股東會，因多數派並未取得任何一席的獨立董事，無法使用此一實務上較可行、限制較少的董事會召集權來重整董事會結構²⁵，但多數派若繼續掌控過半股權，亦可透過公司法第 173-1 條，以繼續三個月以上、持股過半數的方式召集股東臨時會以全面改選董事會；或是藉由補選董事的機會，再次與少數派廝殺補選的董事席次。不論如何，若經營權爭奪不休，可能會使公司之全體股東共同付出大量成本。

第四項 案件後續

本次選舉結束後，福懋油又多次登上媒體版面。2019 年 11 月間，原公司派吳家出面指控市場派動用福懋油之資金自關係人手中大量買進興泰股票，而有掏空公司與內線交易之嫌，並質疑獨立董事對於購買興泰股票一案並未表示反對意見，獨董不僅失職且欠缺獨立性²⁶。事情發生不久，獨董萬益東請辭，而福懋油經董事會決議於 2020 年 1 月召開股東臨時會以補選 1 席獨董，據報導，該次董事會決議順利通過，係因為「隸屬」於少數派的獨董於董事會開會當日請假，使多數派掌控的席次數於當日召開董事會時佔上風²⁷，而後，原公司派由於仍掌控多數股權，該次補選的獨董席次則由其取得，原公司派因而再度掌握董事會的人數優勢²⁸。而在 2022 年 6 月的董事改選，公司及市場二派實力仍然相近，而最終，係由原市場派取得 3 席獨立董事及 2 席一般董事，掌握過半董事會席次²⁹，本次事件似乎也逐漸

²⁵ 曾宛如，經營權爭奪之亂象——以獨立董事召開股東會及透過公開收購替換董事為例，月旦法學雜誌，329 期，頁 78-79（2022 年）。

²⁶ 李孟璇，福懋油爭奪戰落幕 公司派重掌經營權，鏡週刊，2020 年 1 月 4 日，<https://www.mirrormedia.mg/story/20191229fin005/>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 2 日）。

²⁷ 劉馥瑜，大逆轉！許派將重掌福懋油，工商時報，2019 年 12 月 13 日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20191213000355-260210?chdtv>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 2 日）。

²⁸ 新聞中心，福懋油經營權之爭落幕，補選 1 席獨董由公司派勝出，Money DJ 新聞網，2020 年 1 月 30 日，<https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=e331f02f-cb30-4975-89e3-88ac9c604e1e>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 2 日）。

²⁹ 李孟璇，【老油廠改選 1】爭搶福懋油 公司派穩住經營權，鏡週刊，2022 年 6 月 23 日，<https://www.mirrormedia.mg/story/20220623fin007/>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 2 日）。

落幕。



第五項 問題之提出

觀察福懋油事件，令本文好奇的首先是，現行董事選舉是否真的形同「博弈」？若選舉制度真的有博弈、對賭的效果，是否如同上開學者所言，係累積投票制之本質所致？抑或是董事與獨立董事採取的「合併選舉、分別計票」所致？目前較少文獻對此有所討論，而應有驗證之必要。

第二，假設現行選舉制度確實有博弈之效果，其對於董事會組成為何？對於公司治理的影響又為何？是否帶來的負面效果大於正面效果？是否有改革之必要及如何改革？在累積投票制之下，選舉結果反映股權是否為必要？若選舉稍微偏離股權比例，又如何？

第三，我國獨立董事為何採取「合併選舉、分別計票」的選舉方式？比較法上的獨立董事選舉制度為何？是否也有合併或分別選舉的問題？

第四，本文所討論的獨立董事制度，如何進一步的連結到獨立董事的監督效果，理想上，公司內部監督機制還可以如何完善？



第二節 研究方法

第一項 文獻回顧法

本文擬使用文獻回顧法爬梳國際間關於累積投票制的性質與論辯，並整理國內外文獻對於累積投票制之配票的數學公式，以進一步檢視累積投票制是否具備「博弈」的性質。另外，本文亦整理國內對於強制累積投票制、監察人與獨立董事選舉，以及學者對於內部監督機制的立法論觀點，藉以釐清現行制度中的不足之處，藉此進一步提出相關規範的修法建議。

第二項 比較法研究

本文研究國際間的選舉制度，尤其是美國商業上重要的州法與聯邦法關於董事選舉制度，以及單軌制的監督架構的相關規範，此外，美國法、中國法之獨立董事產出方式也是本文研究的重點，經由比較法研究以釐清外國法與我國法的異同。

第三項 案例分析法

本文整理我國 4 件矚目的獨董選舉事件，分別為：2019 年福懋油選舉事件(或稱福懋油案、福懋油事件)、2018 年台新金控選舉事件(或稱台新金案、台新金事件)及 2020 年彰化銀行選舉事件(或稱彰銀案、彰銀事件)、2023 年新光金控選舉事件(或稱新光金案、新光金事件)，以觀察目前獨董、普董選舉制度下的實務現狀。並以此三個案例的背景為基礎，結合數學公式、基礎賽局理念來驗證我國「合併選舉、

分別計票」的模式相較於其他選舉模式，是否產生「博弈」的效果。



第三節 本文架構

本文一共分為五章，各章節安排分述如下：

第一章 緒論：介紹 2019 年福懋油公司所發生的董事與獨立董事選舉，並以此揭開本文的研究動機與研究方法。

第二章 從獨立董事選舉再訪強制累積投票制出發，介紹我國與國際間的董事選任制度、強制累積投票制的論辯、我國實施強制累積投票制的情形，以勾勒出累積投票制於我國與國際間實施的基礎輪廓。此外，本章節亦分析與累積投票制之配票相關的數學公式，並運用公式驗證實務上的配票是否會產生不確定性，並進一步連結到獨立董事的選任方法。

第三章 我國選任制度的演變—從監察人到獨立董事：本章整理監察人與獨立董事選舉制度的沿革，並討論獨立董事採取「合併選舉、分別計票」的背景與原因。

第四章 「合併選舉、分別計票」的改革—以上市櫃公司為中心：本文的第四章將分析我國矚目的獨立董事選舉個案，並透過相關研究方法驗證現行制度的「博弈」性質。在解析相關選舉方法的性質後，本章並分析與比較合併與分別選舉所可能產生的效果，及其對董事會組成與公司治理的影響，最末以上市櫃公司為基準，提出獨立董事選舉制度的部分改革。

第五章 我國獨立董事法制之重新建構：著眼於更廣闊的面向，爬梳我國現行

內部監督架構的現狀與疑慮，並進一步以「強化普通董事」監督功能為中心，提出相關立法建議。





第二章 從獨立董事選舉再訪強制累積投票制

第一節 我國與國際間的董事選任制度

第一項 我國董事選任制度與目的

我國之有限公司、股份有限公司董事之產生，原則上係由股東選舉而產生³⁰。股東之表決權，通常被認為是股東的「共益權」，也是「固有權」，原則上不得以章程或股東會決議剝奪或限制之³¹。我國的股份有限公司³²，除閉鎖性股份有限公司外，不論是否公開發行，股東選任董事的方式一律採取所謂的「累積投票制」。而具體的選舉方法，我國公司法第 198 條訂有明文，亦即股東會於選任董事時，股東之每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，股東得將選舉權數集中選舉一人，或分配選舉數人，而選舉結果係由所得選票代表選舉權較多者，當選為董事³³。由於本法並未規定得以公司章程或其他方式排除此一選舉方式，因此又被稱為「強制累積投票制」，且不論公司係處於設立前或是設立後的階段都強制採用此制³⁴。

³⁰ 身為公司經營者的董事，是否均應由股東來選任，非全無疑問，國際間至少有「股東利益優先」、「公司社會責任」二派之論辯，而比較法上董事未必全然由股東透過選舉所產生，例如在一些法域中允許公司透過章程來分配特定的董事席次、或保留一定董事席次予勞工選任。而在我國，除非透過特別股的約定，董事原則上均應由股東所選出，參見：賴英照，最新證券交易法解析，第 3 版，頁 159-161（2014 年）。

³¹ 但也有例外，例如公司法第 157 條允許章程中約定無表決權特別股等，劉連煜，現代公司法，增訂 16 版，頁 295-299（2021 年）。

³² 在我國法之下，無限公司區分執行業務、不執行業務股東，無設置董事職位；而有限公司，依照公司法第 108 條第 1 項規定，係以股東表決權三分之二以上之同意，就有行為能力之股東中選任之，並無累積投票制之適用；至於閉鎖型股份有限公司，依照公司法第 356 條之 3 第 5 項及第 7 項之規定，可以經由章程排除累積投票制的適用，屬於任意累積投票制。

³³ 依照柯芳枝教授對於累積投票制內涵的介紹，參見：柯芳枝，公司法論（下），增訂 5 版，頁 291（2003 年）。至於累積投票制膨脹選舉權數的做法，即「每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權」是否有實效，參見：林建中，一個關於累積投票制的疑惑，政大法學評論，132 期，頁 72（2013 年），林建中教授認為票數膨脹不僅無法強化少數股東的權限，更是加大了不確定性、配票的困難。

³⁴ 公司設立前的董事的首任董事，如採發起設立者，依照公司法第 131 條第 2 項後段，由發起人



累積投票制的投票方法，可以使股東集中選舉權投給同一位董事候選人，因此，少數股東可以藉由集中選舉權給某位董事候選人的方式，將該候選人送入董事會中，董事席次非必然由控制股東全拿。換句話說，若公司並非由單一大股東持有、掌控公司全部、或絕大多數股份，而係有其他持有一定股權比例的股東存在時，採取累積投票制的效果，會使董事會的席次並不當然由單一大股東或股權過半之股東全拿，其餘有力股東仍有機會可以推選代表進入董事會，如此一來，或可達到「制衡」經營者的效果並得以「保障少數派股東」³⁵。但是，精確來說，累積投票制的效果適用的對象為「少數派大股東」，而難以保護到無法透過自身實力選上 1 席董事的「散戶股東」或「投資人」³⁶。而在我國實務上，或許採取累積投票制更重要的意義在於，係使得董事的席次數能夠「大致」反映股權的比例³⁷，以達成股東間實力的「均勢」與「平衡」，進而彰顯「比例代表制」的精神³⁸。

以累積投票制作為董事選任的方式，是否為現今國際上的常態？其發展的趨勢為何？本文介紹如下。

第二項 國際間採取強制累積投票制/非強制累積投票制的法域

目前，主流國家最盛行、也是最常為學者所討論的 2 種董事選舉制度，分別是

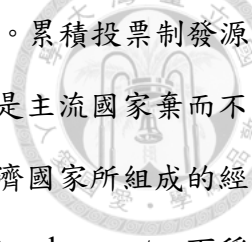
選任之；而公司若採募集設立者，依照公司法第 146 條第 1 項前段，由創立會選任之。設立後的公司之董事會，依照公司法第 192 條，其董事應由股東會就有行為能力之人選任之，因此，董事的選任係專屬於股東會的權限，不得以章程委諸其他機關行使之。

³⁵ 較精確的說法應是：持有一定股份的少數派股東、或有一定實力的少數派股東，對應的英文詞彙為 significant shareholder minorities。

³⁶ 林建中（註 33），頁 109。

³⁷ Jeffrey N. Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94(1) COLUM. L. REV. 124, 127 (1994).

³⁸ 邵慶平，公司法：規範與案例，1 版，頁 98（2022 年），邵慶平教授提及：「從我國公司法之立法沿革來看，累積投票制的採用，除了保障少數股東之權益外，其更重要的意義或許在於：董事會的成員組成比例，與主要實力派股東所持之股份比例相彷彿。換言之，累積投票制的實施，使得董事會組成有比例代表制的色彩。」



累積投票制³⁹ (cumulative voting) 與全額連記法⁴⁰ (straight voting)。累積投票制發源於英法系，曾在英美等國家盛極一時，但卻漸漸被英美、甚至是主流國家棄而不用。現今國際間採取累積投票制的情形，根據由全球 38 市場經濟國家所組成的經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Cooperation and Development, 下稱 OECD) 於 2021 年做出的公司治理報告 (下稱 2021 年 OECD 報告)，是其調查 OECD 所有的成員、G20 國家、金融穩定委員會成員國在內的 50 個法域的董事選任制度後提出，在這 50 個主流國家之中，大部分的國家均允許其公司採用累積投票制選任董事 (占 50 個法域中的 48%)，但只有少部分的國家強制採用累積投票制，例如中國 (當控制股東擁有 30% 以上的投票權時)、俄羅斯及沙烏地阿拉伯，這些國家只佔了 50 個法域中的 6%，此外，有另外 6% 的國家是有條件的允許採取此制；而剩下的 40% 的國家中，38% 的國家甚至禁止累積投票制的使用。本份報告也進一步指出，即使是採取任意累積投票制的法域，累積投票制在實務上也沒有被公司廣泛運用⁴¹。

累積投票制發源於英美，而又一度為商業上獨占鰲頭之美國所廣泛使用，並深刻影響世界的公司法制，但美國後來卻揚棄了累積投票制的使用，其間的轉變應相當有趣。以下，本文將以美國法為主軸，簡略介紹該國採取累積投票制的簡史、現行董事選任制度，以及該國近年董事選舉制度的變革。

³⁹ 依照柯芳枝教授對於累積投票制內涵的介紹：「所謂累積投票，即股東會選任董事時，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」，參見：柯芳枝 (註 33)，頁 291。

⁴⁰ 在文獻中亦有論者稱此選舉制度為「聯選投票制」、「連選連記法」或「直接投票法」等。依照美國著名公司法教授對於全額連記法內涵的介紹：“‘straight’ voting, under which a separate contest is held for each board seat, so that the vote of a simple majority determines every seat”，其認為全額連記法與累積投票制差別的關鍵在於，採取全額連記法之下，每一個董事席次都是分開來競選，所以在董事的選舉中，相對的多數可以決定所有的董事席次，See Gordon, *supra* note 37, at 127 n.8。換句話說，累積投票制與全額連記法的差別在於，前者可以將票以集中一人或分配給數人的方式來進行「配票」，而全額連記法則不得為此配票，而累積投票制的選舉權數會將股份數乘以董事席次樹的計算方式，只是歷史上的痕跡，亦可參照：林建中 (註 33)，頁 29-31。

⁴¹ OECD Corporate Governance Factbook 2021, OECD (2021), 157 <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm> [hereinafter “OECD 2021 Factbook”].



第一款 美國董事選舉的現制、演變及近期發展

第一目 由興盛走向凋零的累積投票制

累積投票制發源於政治選舉，後來才運用於商業領域。而此制輾轉為私人公司運用的原因，係與 19 世紀美國股東投票制度的重大變革息息相關，根據美國學者 Sarah C. Haan 教授指出，在 19 世紀中葉的時空背景下，當時美國各州陸續放寬對代理人投票（proxy voting）的限制，使投資人可以不親自出席股東會也可以投票，此種變革對於便利股東投票、擴展公司投資人版圖顯有助益，但卻遭公司經營階層的濫用以穩固自己於公司的經營權力。為了與上開經理人的濫權抗衡，各州開始採取一股一權（one share one vote）取代限制投票（restricted voting）⁴²，以提升大股東（block holder）以己身持股實力對抗經理人的能力⁴³。在此基礎之上，為了近一步平衡經理人與大股東勢力的興起對於少數股東所造成的壓迫，且為提供少數股東藉由取得董事席次來獲取公司經營資訊，以監督、制衡大股東及經理人的機會，累積投票制順勢興起⁴⁴。而與此同時，一股一權的施行，也使累積投票制的在實務上的計票方法變得更可行⁴⁵。

伊利諾伊州是將累積投票制運用於私人公司的濫觴，於 1870 年時，該州便開始以州憲法強制公司董事的董事選舉必須運用此制⁴⁶。緊接著伊利諾伊州的改革，納入強制累積投票制的運動在 19 世紀末期的美國各州迅速開展，多個州在州憲法

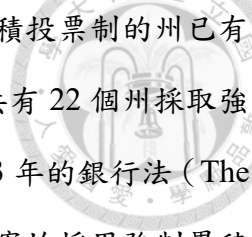
⁴² 為平衡股東間的權力，19 世紀時許多州採取限制大股東投票的董事選舉模式，其規範模式，例如：持有 100 股以下的股東 1 股 1 票，持有 100 股以上的股東 4 股 1 票等。詳細請參閱：Sarah C. Haan, *Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy*, SOUTHERN CAL. L. REV., 22-29 (forthcoming in 2023).

⁴³ *Id.* at 53-55.

⁴⁴ *Id.*

⁴⁵ *Id.* at 43.

⁴⁶ *Id.* at 41-42.



或州法中納入累積投票制。不過，進入 20 世紀後，增訂強制累積投票制的州已有放緩的趨勢，根據 Jeffery Gordon 教授的研究，1940 年代末期共有 22 個州採取強制累積投票制、15 個州則允許公司採用累積投票制，此外，1933 年的銀行法（The Banking Act）、模範公司法（Model Business Corporation Act）草案均採用強制累積投票制，此時美國對於強制累積投票制的支持達到了歷史上的最高點⁴⁷。

1950 年代之後，累積投票制卻在接下來的數十年中迅速式微⁴⁸，在此階段新納入累積投票制的州，選擇透過任意規定的方式而非強制規定方式進行立法，而已經採取強制累積投票制的各州，也陸續將其轉換為任意規定⁴⁹。根據研究⁵⁰，在此時期反對採取強制累積投票制主要力量來自於公司經營階層，因為採取此制所形成之進入董事會的低門檻，會引發更多委託書戰爭（Proxy Battle）或是敵意併購（Hostile Takeover），並進而威脅公司高階經理人的任期⁵¹。因此，隨著美國敵意併購潮與控制權市場的活躍，公司多透過重新註冊於其他州、或刪除章程、辦事細則中的累積投票制，而選擇實質上不採用累積投票制⁵²。

縱使累積投票制或可支持股東行動主義的發展，也曾一度為行動主義者所擁護，不過此一力道並無法支撐強制累積投票制的凋零。根據 Gordon 教授的研究，於 1992 年時，美國只餘 6 個州維持強制累積投票制，其餘的 44 個州或司法管轄區則採用任意累積投票制，甚至有司法管轄區如麻薩諸塞州（Massachusetts）則禁止公司採用累積投票制⁵³。延續 Gordon 教授的研究，筆者整理這些仍實施強制累

⁴⁷ Gordon, *supra* note 37, at 146.

⁴⁸ *Id.* at 146.

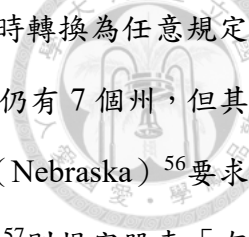
⁴⁹ *Id.* at 144-45.

⁵⁰ *Id.* at 142-60.

⁵¹ 此外，因累積投票制的效果，若有心人士可以於取得公司一定股份後取得公司的董事席次，並藉由董事於董事會的權限來擾亂經營。甚至追求私益和短期利益的投資者可能大量購買目標公司的股票，迫使公司用溢價買回公司股票以去除被收購的疑慮，而進行所謂的綠票訛詐（greenmail），see Ralph E. Axley, *The Case Against Cumulative Voting*, 1950 WIS. L. REV. 278, 283 (1950).

⁵² Gordon, *supra* note 37, at 160-65 (1994).

⁵³ *Id.* at 144-45.



積投票制的州法規後發現，肯塔基州（Kentucky）已於 2002 年時轉換為任意規定⁵⁴，而目前對於一般以營利為目的的公司採用強制累積投票制者仍有 7 個州，但其規範模式不盡相同：亞利桑那州（Arizona）⁵⁵、內布拉斯加州（Nebraska）⁵⁶要求股東選舉董事時採取累積投票制；南達科他州（South Dakota）⁵⁷則規定股東「有權」累積投票；至於加州（California）⁵⁸、北達科他州（North Dakota）⁵⁹、西維吉尼亞州（West Virginia）⁶⁰，夏威夷州（Hawaii）⁶¹，則是承認股東有權針對董事選舉累積投票，但股東需要在董事選舉之前，事先向公司提出欲採累積投票的要求，若有任一股東提出此一要求，則該次董事選舉則需按照累積投票制進行，而在其中，加州、夏威夷允許公共公司（Public Corporations）於章程中排除上開強制規定的適用，縱使這些州有無法排除的的相關選舉規定，目前美國實務上採取累積投票制的公司也已經非常少⁶²。

第二目 美國現行董事選舉制度—以商業上重要的州為例

⁵⁴ 2006 Kentucky Revised Statutes - .280 Voting for directors. (Effective until contingency met), JUSTIA US law, <https://law.justia.com/codes/kentucky/2006/271b07/280.html> (last visited May 23, 2023); KY. REV. STAT. § 271B.7-280 (2022).

⁵⁵ ARIZ. REV. STAT. § 10-728 (JUSTIA 2022):

A. Unless otherwise provided in the articles of incorporation, directors are elected by a plurality of the votes cast by the shares entitled to vote in the election at a meeting at which a quorum is present.

B. At each election for directors, **shareholders are entitled to cumulate their votes** by multiplying the number of votes they are entitled to cast by the number of directors for whom they are entitled to vote and casting the product for a single candidate or distributing the product among two or more candidates.

附帶一提，亞利桑那州對非以營利為目的的公司係採取任意性累積投票制。

⁵⁶ NEB. REV. STAT. § 21-1964 (JUSTIA 2022); NEB. REV. STAT. § 21-270 (JUSTIA 2022).

⁵⁷ 參見南達科他州商業公司法（South Dakota Business Corporation Act）：S.D. CODIFIED LAWS § 47-1A-728 (JUSTIA 2022)。

⁵⁸ 詳見下文對於加州法之介紹。

⁵⁹ N.D. CENT. CODE § 10-19.1-39 (JUSTIA 2022).

⁶⁰ W. VA. CODE § 31D-7-728 (JUSTIA 2022).

⁶¹ HAW. REV. STAT. § 414-149 (JUSTIA 2022).

⁶² *Board Member Nomination and Election*, OECD (2012), at 95, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264179356-en>.

在美國，董事的選舉被認為係公司內部事務，關於董事的選舉程序，多是規定在各州的公司法之中。為了進一步了解美國州法上對於董事選任制度的相關規定，下文扼要介紹美國模範商業公司法、德拉瓦州公司法、紐約州公司法，以及加州公司法的董事選舉制度。

一、模範商業公司法（Model Business Corporation Act）

由美國律師協會（American Bar Association）商業法部門所頒布的模範商業公司法（Model Business Corporation Act，下稱模範公司法），對於公司許多州的公司法規有相當大的影響力，甚至有些州公司法直接採用模範公司法的規定，截至目前為止，共有 34 個州在其州公司法中採納模範公司法⁶³。本法關於董事的選任程序係規定於第 7.28 條，原則上，董事的選舉係以相對多數（plurality of the votes）作為當選門檻⁶⁴，除非公司章程中有規定，股東並無權以累計的方式計算期選任董事時的選舉權⁶⁵。

附帶一提，若是公司選擇採用累積投票制，模範公司法為保障累積投票制的成果，對於該公司解任董事的方式訂有限制：在累積投票制下有足以使該董事當選之選舉權數反對該董事之解任者，則不得將該董事予以解任⁶⁶，類似精神的規定，也出現在許多州法當中⁶⁷，故以下不贅述。

⁶³ *Corporate Laws Committee*, AMERICAN BAR ASS'N, https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/enactment-table.pdf (last visited Mar. 8, 2023).

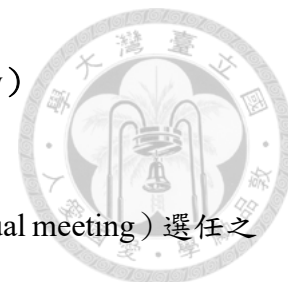
⁶⁴ MODEL BUS. CORP. ACT §7.28 (a).

⁶⁵ MODEL BUS. CORP. ACT §7.28 (b).

⁶⁶ MODEL BUS. CORP. ACT §7.08 (c).

⁶⁷ 例如：德拉瓦州公司法第 141k 條有相似文字的規定，參見：8 DEL.C. 1953, §141k；加州公司法第 303 條第(a)項：如果得到在外流通股份的同意，全部董事或任何董事可以被無理由的解任。而其本項第 1 款訂有解任的門檻，任何董事不得被解任（除非整個董事會都被解任），當反對解任的選舉權總數在同樣的選舉權總數下，可以透過累計投票的方式，在最近一次被授權可以選出的董事席次中選出一名董事，參見 CAL. CORP. CODE §303(a).

二、德拉瓦州公司法 (Delaware General Corporation Law)



按照德拉瓦州公司法第 211(b)條，董事應由股東常會 (annual meeting) 選任之⁶⁸。除非有複數表決權的規定，原則上股東係一股一表決權。德拉瓦州公司法第 216 條規定，股東會決議，除了董事選舉以外的其他事項，應有出席表決全數過半數的同意，而反面言之，董事選舉並未要求當選人得票數「出席股東表決權數過半數」的門檻，因此在所有候選人中得票數最多者，當選為董事，而第 216(3)條也規定，董事僅需透過相對多數決選舉而出 (a plurality of the votes)，即係以所有候選人的得票數加以比較，所得票數多者，當選為董事⁶⁹。德拉瓦州公司法第 214 條規定允許公司透過章程訂入累積投票制⁷⁰，但上市公司幾乎都不採用累積投票制。

三、紐約州商業公司法 (Business Corporation Law)

紐約州採取任意累積投票制，在該州現行的商業公司法第 618 條規定，任何公司的章程可以規定，在所有的董事選舉中採取累積投票的選舉方式⁷¹，若在章程、辦事細則中沒有特別規定者，董事將由具投票權的股東以相對多數決 (plurality of the votes) 選出⁷²。

四、加州公司法 (California Corporations Code)

加州公司法承認股東有權針對董事選舉累積投票⁷³，但原則上，公司董事選舉並不採用累積投票，除非滿足 708(b)條的程序要件：即投票前候選人已被提名，且

⁶⁸ 8 Del. C. 1953, § 211(b).


⁶⁹ 8 Del. C. 1953, § 216.

⁷⁰ 8 Del. C. 1953, § 214.

⁷¹ N.Y. BUS. CORP. LAW § 618 (JUSTIA 2022).

⁷² N.Y. BUS. CORP. LAW § 614(a) (JUSTIA 2022).

⁷³ CAL. CORP. CODE §708(a) (JUSTIA 2022).



任一股東在股東會開會前針對該次董事選舉，向公司發出有意願採用累計投票權的通知，則該次董事選舉則必須按照累積投票制進行⁷⁴。此外，該州公司法係以負面變更規定 (negative altering rule) 的規範模式，來禁止私人公司 (private company) 排除股東得採取累積投票制的權利或禁止公司採用縮減董事會席次、分期改選制以實質上架空累積投票制的精神⁷⁵。在董事選舉中，若非採用累積投票制，則獲得最高選舉權數的候選人獲選為董事，股東雖可對於候選人投出反對或保留票，但是並沒有法律效力⁷⁶。對於加州公司法保留給任一股東均得要求採取累積投票制的權利，僅有公開發行公司 (listed corporation) 才可以章程排除，非公開發行公司並無法排除之⁷⁷。雖法規將採取累積投票制的權利保留給公司的任一股東，但實務上股東於董事選舉前向公司要求採取累積投票制的情形十分罕見⁷⁸，因此，可說事實上註冊於加州的公司原則上也是採取全額連記法，並以相對多數決為選舉門檻⁷⁹。另外，值得注意的是，上開對於累積投票制的規定似乎可以透過股東協議排除之⁸⁰。

第三目 美國近期選舉制度之變革與趨勢

⁷⁴ CAL. CORP. CODE §708 (a), (b) (JUSTIA 2022).

⁷⁵ John F. Coyle, *Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital*, 2016 UTAH L. REV. 595, 601-02 (2016).

⁷⁶ CAL. CORP. CODE §708(c) (JUSTIA 2022).

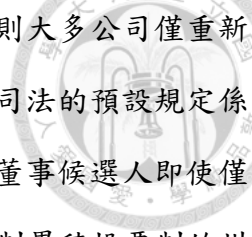
⁷⁷ CAL. CORP. CODE §301.5 (JUSTIA 2022).

⁷⁸ Coyle, *supra* note 75, 602 (n.33).

⁷⁹ 加州法顧慮到公司可能藉由登記於其他州，而有實質上規避加州法的可能，因此制定 Section 2115，使加州公司法業適用於登記於其他州卻「與加州具有充分連結的公司」。CAL. CORP. CODE §2115(a) (JUSTIA 2022).

⁸⁰ CAL. CORP. CODE §706(a) (JUSTIA 2022):

Notwithstanding any other provision of this division, an agreement between two or more shareholders of a corporation, if in writing and signed by the parties thereto, may provide that in exercising any voting rights the shares held by them shall be voted as provided by the agreement, or as the parties may agree or as determined in accordance with a procedure agreed upon by them, and the parties may but need not transfer the shares covered by such an agreement to a third party or parties with authority to vote them in accordance with the terms of the agreement. Such an agreement shall not be denied specific performance by a court on the ground that the remedy at law is adequate or on other grounds relating to the jurisdiction of a court of equity.



美國實務上在董事選舉時，除非現任董事離世或是辭職，否則大多公司僅重新提名現任董事，發生超額提名、競選的情形少之又少，而且州公司法的預設規定係採取相對多數決（plurality votes），當董事選舉係同額競選時，董事候選人即使僅獲得極少數的表決權支持，也無礙於其當選董事⁸¹，加上採取強制累積投票制的州已所剩無幾，使控制股東外的少數股東難以透過選舉將董事代表送入董事會，因此，基本上所有的董事都是由現任的董事繼續擔任，或選擇繼任者。2000 年左右，美國爆發大型會計醜聞，公司治理的議題再次浮上版面，連帶使公司選舉制度亦受到關注，行動股東、機構投資人協會等紛紛倡議將上市公司的選舉制度由相對多數決（plurality votes）改為絕對多數決（majority voting），目的係希望在絕對多數制投票標準下，如果持有大多數股份的股東對董事不滿意，他們可以通過反對該董事表達不滿，而該董事將因無法獲得必要的多數選票而導致其不會當選董事，因此絕對多數制投票賦予股東一種否決管理層候選人的權力而使董事更負責任⁸²。在接下來的數年中，雖然公司法並沒有變更其採取相對多數決的預設規定，但許多大型上市公司也自發性的採行各種形式的絕對多數決，根據調查，在 2004 年至 2020 年期間，美國 S&P 100 的公司中，採取絕對多數決的公司從 10% 上升至 96%⁸³，而至 2021 年仍然使用相對多數決的 S&P 100 的公司僅剩下不到 10%⁸⁴。


另值得一提的是美國證券交易委員會（SEC）於 2021 年修訂了委託書規則，在公司董事選舉發生超額競選的情形時，要求公司一定要使用統一的代理卡（Universal Proxy Cards），而公司派與市場派必須要在他們的代理卡上列出所有經

⁸¹ William K. Jr. & Young Sang Kim, *Majority Voting for the Election of Directors*, 40(2) CONN. L. REV. 459, 461-62 (2007).

⁸² *Id.* at 467-470.

⁸³ David A. Bell & Fenwick & West LLP, *Corporate Governance Practices and Trends- 2020 Proxy Season Result*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jan. 9, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/09/corporate-governance-survey-2020-proxy-season-results/>.

⁸⁴ Matteo Tonello, *The Conference Board, Inc., Shareholder Voting Trends (2018-2022)*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 5, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/11/05/shareholder-voting-trends-2018-2022/>.



正式提名的董事候選人，使不出席股東會但有意願藉由委託書投票的股東，能夠在委託書中以「混搭」的方式投票給來自不同陣營所提出之候選人名單的人選。在修法之前，股東通常只能選擇在公司的代理卡上為公司提名整組的候選人投票，或者在活動人士的代理卡上為活動人士提名的整組候選人投票⁸⁵。而新的制度可能帶來的影響是：1.股東可以更容易的同時投給公司派與市場派的候選人，股東行動主義者更可能贏得一個席次；2.由於股東的關注點從公司派或市場派所提出的整組名單轉向為名單中的個別候選人，因此經營團隊提出的個別候選人會受到更嚴格的審視；3.投票顧問(Proxy Advisor)可能於此後發布支持含有公司派與少數派各自推薦之候選人的組合；4.由於選舉成本變低，無意獲得董事席次，卻想要藉由股東選舉獲得一定磋商籌碼的機會增加⁸⁶。

第二款 新興經濟體引入累積投票制作為保護少數股東的手段

從上開美國選舉制度的演變可以看出，累積投票制自 1950 開始，已經漸漸走向凋零，然而在約莫 50 年後的 2000 年代，在累積投票制的發源地之外，在若干法域中卻出現一波增設強制累積投票制法制改革或倡議，例如中國在 1997 年時規定控制股東持股比例在 30% 以上的上市公司強制採用累積投票制，而在 2005 年於公司法訂入任意累積投票制⁸⁷；而韓國在 1998 年亞洲金融風暴之後所採取的強化公司治理的其中一個措施，即係在法定條件之下，持有一定表決權數的股東可以於股東會開會前請求公司以累積投票制選舉董事，不過，章程可以排除此規定⁸⁸；至

⁸⁵ Universal Proxy, Exchange Act Release No. 34-93596, 17 CFR Part 240 (Jan. 31, 2021); Brian Breheny et al., *Annual Meeting and Corporate Governance Trends in 2023*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 13, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/13/annual-meeting-and-corporate-governance-trends-in-2023/#5b>.

⁸⁶ *Id.*

⁸⁷ 章博文，累積投票制的觀察與思考——以臺灣及中國大陸的實踐經驗為例，國立臺灣大學碩士論文，頁 60 以下（2021 年）。

⁸⁸ 江沛其，論強制累積投票制之迷思，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 19-20（2018 年）；相關背景介紹，see generally Bernard S. Black, *Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the*

於俄羅斯，其在蘇聯解體後所新訂的公司法採取強制性累積投票制，且於 2004 年修法後，無論公司規模或股東人數多寡，一律強制採取該制度⁸⁹。在這一波新興經濟體的立法趨勢，其或因市場欠缺不流動性而起：在此環境下，少數股東難以透過將股票轉手而離開（exit）公司來表達對公司經營的不滿，因此保障股東們對於公司的聲音（voice），更顯重要⁹⁰。

第三款 其他立法保障少數股東參與董事會的法域

2021 年 OECD 報告中另外提及，共有 9 個國家採取特別的立法機制，來保障少數股東參與董事會的機會，例如義大利的 List Voting，其法令要求至少有一位董事應由少數股東所提出的候選人名單中選出⁹¹；又如以色列，對於其外部董事的首次選出，建議經由少數股東的多數決的方式任命之，而其外部董事的重選，則必須由少數股東多數決的方式任命之；英國金融行為監理總署（Financial Conduct Authority）於 2014 年發布的規則，運用「雙重投票機制」（dual voting mechanism）等措施，強化少數股東對於獨立董事的投票權；其他有類似強化少數股東選舉權機制的國家如巴西、印度、秘魯、葡萄牙、土耳其，以及西班牙的 Slate Voting^{92,93}。

Ministry of Justice of the Republic of Korea), 26 J. CORP. L. 537 (2001).

⁸⁹ 江沛其（註 88），頁 21。

⁹⁰ Gordon, *supra* note 37, 173-74.

⁹¹ Art. 147-ter of the Consolidated Law on Financial Markets (Testo Unico della Finanza, or TUF).

⁹² Art. 137 of the Spanish Ley des Sociedades Anonimas.

⁹³ OECD 2021 Factbook, *supra* note 41, at 158.

第二節 強制累積投票制的論辯



由於累積投票制運用於公司法領域已逾百年，關於此制度的優劣、存廢等議題在國內與國際間均討論已久，相關著作更是汗牛充棟。大體而言，累積投票制的優點是，少數股東可以透過此制而有當選董事以參與公司經營的可能，而透過當選之董事可以達到「制衡」的功能，但同時，累積投票制的缺點是其容易導致董事會的對立，或產生派系林立的現象，進而可能影響公司業務之效率⁹⁴，而下述為使討論更加充分，本文整理較主要之論點如下：

肯定累積投票制的古典論者多認為，若有少數股東的代表坐鎮董事會，可以更有效的「監督」經營者⁹⁵，不僅有助於避免經營者私益，亦可以降低代理成本⁹⁶。而否定累積投票制的論者多係基於公司契約理論，認為累積投票制所產生的不均等的表決權、阻礙控制權的移轉、導致公司暴露在做出不一致決定的危險之中⁹⁷，此外，Frank H. Easterbrook 教授和 Daniel R. Fischel 教授在〈Voting in Corporate Law〉一文指出累積投票制的採用會讓董事會存在多點偏好(multi-peak preference)，而使公司可能做出不合邏輯或不一致決定的風險⁹⁸。

有從道德觀點出發的論者，認為累積投票制的基本思想源自公司民主理論⁹⁹，而其效果是使控制股東之外的其他股東之代表在董事會呈現其利益與意見，有助於實現公司民主 (corporate democracy) 或股東民主 (shareholder democracy)。另

⁹⁴ 柯芳枝 (註 33)，頁 290，註 14；王文宇 (註 14)，頁 429。

⁹⁵ CHARLES MARVIN WILLIAMS, CUMULATIVE VOTING FOR DIRECTORS, 108, 112 (1951).

⁹⁶ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26(2) J.L. & ECON. 301, 315 (1983).

⁹⁷ FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, 18, 72-75, 90-93 (1996); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94(6) HARV. L. REV. 1161, 1161 (1981).

⁹⁸ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26(2) J.L. & ECON. 395, 410 (1983).

⁹⁹ 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，頁 15 (1995 年)。

有將公司運作比擬為政治體制者，認為董事會需制定政策，並指導員工的行動，因此類似行政機關，而非如議會一般的立法機關，因此更需要長期計畫與執行上的和諧、互信與效率，而非分屬不同利益團體的代表於董事會上互相扞格、爭論不休，而累積投票制可能帶來缺乏穩定性的董事會結構，將導致公司經營領導階層無法凝聚¹⁰⁰。

另一方面，Bernard Black 教授與 Reinier Kraakman 教授支持累積投票制的使用¹⁰¹，至少是在新興市場中，因為採取累積投票制的使用，可以讓具有一定實力的少數股東進入董事會，如此一來，得一次性地解決以下問題：1.擁有取得公司資訊的機會，對於發展中國家而言，往往是相對於先進國家資訊完善揭露規則的替代方案；2.累積投票制可以使一小部分的董事真正獨立於經營階層（management）之外，董事會對選任他們的股東有緊密的忠誠度；3.累積投票制加強了董事對於股東的忠誠度，而非對於公司管理人員（company's officers）的忠誠度，且有這些代表股東利益的外部董事的存在，隨著時間推移，也有助於董事理解其在公司治理中所扮演的角色。此外，即使經營階層所提名的董事候選人名單是唯一的名單，累積投票制也能發揮作用，其可以影響經營階層將誰放在名單中，或者阻止經營階層採取可能激起外部股東提名自己候選人名單的行動¹⁰²。同時，氏認為無論是透過累積投票制，或是透過協議形成的符合比例代表的董事會，實證上通常運作得很好，並不會

¹⁰⁰ Axley, *supra* note 51, 278-87.

¹⁰¹ 氏對於累積投票制的看法，係以 1990 年代的俄羅斯作為一個新興市場國家所提出的看法，其希望為俄羅斯建立一個「自我實現模式」（self-enforcing model）的公司法模型，而累積投票制在該模型中扮演核心的角色。

¹⁰² Reinier Kraakman & Bernard S. Black, *A Self Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1943-44 (1999). 氏指出，大多數先進國家雖不採用累積投票制，但其國家之市場、法治和文化力量的結合也可以達成採取累積投票制所希望達成的目標。在美國，大型外部股東如果希望在董事會中有代表，通常也可以取得與他們持股比例相當的董事席次的比例，因為即使公司的經理人可以在競選中打敗這些有力股東所提名的董事候選人，他們還是會提供數席董事席次給外部股東，而不是與他們進行競選，因為這些經理人一旦輸掉競選，就必須承擔會失去工作的風險。此外，有些公司也會提供董事會席次以激勵投資人進行投資。而不存在有力股東的公司也會習慣性地選出過半席次的獨立董事進入董事會，而這些董事也可以提供如同累積投票制選出的董事一般的監督功能。



因為意見分歧而對公司營運造成太大的負面效果¹⁰³。

有論者指出，累積投票制與全額連記法對於大股東、小股東有不同的影響，此與股權結構息息相關，採取累積投票制亦不一定會產生保障少數股東能有進入董事會的效果，對於一般散戶股東而言，是否能發揮實質效果？則有待進一步實證研究結果¹⁰⁴。

有論者贊成透過累積投票制來增強機構投資人於公司治理的地位，其指出：累積投票制應作為一種量身定制（custom-tailored）的制度，在特定的股權結構下，累積投票制有助於提高股東的福祉¹⁰⁵。機構投資人為了獲取足夠的所有權以選上董事，其行為會受到制約，而機構投資人的經理人的薪資並不會因為股東行動而有所增加，因此不會有私利的誘因，因此，機構投資人之於公司，可以做為改善公司董事會組成、使董事獨立性增強的角色，而在此之下累積投票制相較於直接投票法，更可以增加機構投資人於公司談判的籌碼¹⁰⁶。

亦有論者認為，比起是否採用累積投票制，其他保護少數股東的相關制度才是重點，即使少數股東取得董事會的席次，其也未必能取得制訂公司政策的權限，因此與其保障它們取得董事會的代表席次，不如更完善少數股東的保障機制，例如：完善忠實義務的訴訟機制、建立不公平股東救濟制度等¹⁰⁷。

¹⁰³ *Id.* at 1945-46.

¹⁰⁴ 林仁光，2011年公司法與證券交易法發展回顧：公司治理之強化，國立臺灣大學法學論叢，41卷特刊期，頁1611-1612（2012年）。

¹⁰⁵ Gordon, *supra* note 37, 148. 文獻另指出，累積投票制的存在可能會鼓勵尋租（rent-seeking）少數派大股東的形成，因為藉由選上董事，此種股權結構的回報可能因此而增加。但是這種情形只會出現在特定的股權結構下：離散的少數股東面對無組織的多數派股東，而這樣可能產生的效果是，一方面，董事會上的少數代表可以對管理階層增加獨立、批評性的審查，因而可能增進公司決策和公司管理階層的責任；另一方面，累積投票制也可能導致管理階層需要收買少數股東，因而增加經營管理的成本。*Id.* at 169-170.

¹⁰⁶ *Id.* at 180.

¹⁰⁷ 同樣見解：Coyle, *supra* note 75, 608-09.



上開觀點的整理或許呈現出對於累積投票制利弊得失的主流觀點，但是在眾多的文獻之中，上面的觀點可能只是冰山一角，除了理論之外，其實也有許多學者對累積投票制進行實證研究，例如：廢除強制累積投票制後上市公司的股東福祉因而減少¹⁰⁸，採取累積投票制的公司比較容易引發委託書戰爭¹⁰⁹。而可以確定的是，累積投票制在不同的股權結構、企業文化、及相關配套制度的影響下可能會發揮不同的效果，因此在討論是否適用累積投票制會需要更通盤的考量，考慮本文篇幅，茲不贅述。

第三節 我國實施強制累積投票制的情形

我國自 1966 年實施強制累積投票制，係參照當時之美國立法例所納入¹¹⁰，而於 2001 年時為順應國際潮流以放寬公司自治的空間，曾廢除強制規定，並改為可以透過章程排除累積投票制的任意累積投票制。不過，我國法的發展異於美國之處在於¹¹¹，強制累積投票制於刪除約 10 年之後，又於 2011 年再次恢復強制累積投票制。至今，雖有許多學者倡議應廢除強制累積投票制，但主管機關似無將之再次廢除的規劃。

第一項 我國強制累積投票制的實施軌跡

¹⁰⁸ Sanjai Bhagat & James A. Brickley, *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, 27 J.L. & ECON. 339, 341, 353-55 (1984).

¹⁰⁹ See WILLIAMS, *supra* note 95, 108, 113.

¹¹⁰ 易明秋，論公司法之累積投票制（上），軍法專刊，第 39 卷第 12 期，頁 15（1993 年）。如本章第一節所述，當時美國已漸漸走向不採用強制累積投票制。

¹¹¹ 密西根州（Michigan State）除外，該州於 1931 年曾將累積投票制由強制規定轉換至任意規定，但於 1937 年時又重新改回強制累積投票制。



第一款 強制累積投票制的初次實施與廢除

觀察 1966 年修法之前我國的公司法，就公司董監事的選舉，僅有規定「由股東會就股東中選任之¹¹²」，並未就董事選任方式為何進行規定，而相關資料的記載也多有缺漏，鄭玉波教授認為 1966 年修法前所使用的，係「聯選制之多數表決方法¹¹³」。至於 1966 年立法訂入的累積投票制的理由，依照當時關於引進此制的討論，主要係針對全額連記法關於少數股東保護不周的問題¹¹⁴。但除此之外，引進累積投票制也深刻影響我國公司法制的定位，邵慶平教授指出，1966 年訂入的強制累積投票制，是承襲了 1940 年增訂的特種股份有限公司條例、以及 1946 年修正的公司法時，於我國所落實之「比例代表」的精神¹¹⁵，而引進累積投票制之後可以延續董事、監察人的席次分配符合股權比例的效果。此外，同年也增訂了公司法第 27 條，使法人股東得隨時改派其代表人¹¹⁶。而正因為這些法制的實施，依照邵慶平教授的見解，將我國股份有限公司法制塑形成以「實力派股東」為本位的公司法制¹¹⁷。

2001 年公司法修正後，將強制累積投票制廢除，改為任意累積投票制，按其修法理由，係考量到董事選任方式為公司之「內部自治事宜」，故參酌當時日本商法地 256 條之 3，容許章程排除累積投票制，以使公司之董事選舉更具有「彈性」

¹¹² 參見 1929 年公司法第 138、152 條。

¹¹³ 鄭玉波，公司法，5 版，頁 134，註 9（1978 年）。

¹¹⁴ 立法院公報，55 卷 37 期，頁 8-9，（1966 年）。

¹¹⁵ 1940 年增訂的特種股份有限公司條例（下稱本條例），係針對政府機關所組織、並開放予民間認股而進行「官民合資」的公司，係在對日抗戰、統制經濟的時空背景下所制定，由於此種公司之股東人數少、並且持股比例高，因此制定本條例的目的係為了突破當時公司法對於大股東投票權的限制，在本條例的第 8、9 條有規定董監席次依照公股、非公股的認股比例分配，而形成具有「比例代表」精神的董事會，而此種精神也於 1946 年修正一般公司法時融入董監選舉制度之中，具體請參照：邵慶平，實力派股東本位公司法制的實踐、衝突與改革：以股東會決議爭議為中心，國立臺灣大學法學論叢，48 期 1 卷，頁 336-340（2019 年）。

¹¹⁶ 邵慶平（註 115），頁 341。

¹¹⁷ 邵慶平（註 115），頁 342-344。

118。而主管機關為配合公司法的修法，也發布函釋指出公司章程可參照內政部頒訂之會議規範索引所例示的選舉方式，並指出個案爭議則屬於司法機關認事用法的範疇¹¹⁹。而修法當時，林國全教授曾預期新法實施之後，絕大多數的公司皆會以章程規定排除累積投票制的適用¹²⁰。

第二款 廢除強制累積投票制後的實務狀況

從事後的角度來看，將累積投票制改為任意規定後的 10 年時間內，藉由章程將累積投票制排除的公司並未應驗前開學者之預期，根據我國學者研究，從 2001 年修法至 2011 年重新將累積投票制改為強制規定的期間之內，只有 20 家公司於章程中排除累積投票制的適用¹²¹。

即使法令上鬆綁累積投票制的規定，實務上絕大多數的公司仍然選擇遵循累積投票制，其原因為何？邵慶平教授曾提出四種假說以嘗試回應此一現象¹²²：1. 公司經營者或大股東藉由縮減章程、委託書等抵制手段消滅累積投票制效果，導致事實上累積投票制不會改變選舉結果、2. 行政指導、自律規範仍然建議企業採取累積投票制，導致企業恐因不遵循相關規範而付出成本、3. 公司若要變更章程或修改股東協議以因應新制度，可能會付出龐大交易成本、4. 強制累積投票制實施 40 年，已累積強大的「網路外部性」。最終，邵教授認為，這些假說都有相當之說服力，但仍然無法完整解釋當時的實務現象¹²³。此外，洪秀芬教授亦認為行政機關的態度

¹¹⁸ 參見 2001 年公司法第 198 條修正理由。

¹¹⁹ 經濟部 94 年 5 月 13 日經商字第 09402063780 號函、經濟部 94 年 10 月 7 日經商字第 09402150880 號函。

¹²⁰ 林國全，股份有限公司董事之資格、選任與解任，台灣本土法學雜誌，36 期，頁 99（2002 年）。

¹²¹ Yu-Hsin Lin & Yun-Chien Chang, *Does Mandating Cumulative Voting Weaken Controlling Shareholders?*, 52 INT'L REV. L. & ECON. 117-118 (2017).

¹²² 四種假說分別為：「累積投票制不會改變選舉結果」、「行政指導導致企業文化的僵固」、「交易成本考量」、「網路外部性觀點」，各種假說的論點與不足之處，請參見：邵慶平（註 8），頁 289-305。

¹²³ 邵慶平（註 8），頁 305-306。



及社會輿論的影響對於實務情形的影響重大¹²⁴。

而這種現象與美國實務間有何相同或相異之處？雖然美國許多州也是在實施了數十年的強制累積投票制之後，才將累積投票制改為任意規定，但面對委託書戰爭、敵意併購的威脅下，許多公司藉由遷移、設立登記於非強制累積投票制的州，來規避進行商業活動之州的強制規定；而反觀台灣，自始即無法採取相當方式排除強制累積投票制，也許是因為有這樣的背景差異，所以不論是實務上的抵制做法所達成消滅累積投票制的效果、累積投票制建構的強大外部性，抑或是行政指導的效果，在解釋上開我國實務現象時更具有說服力。

第三款 強制累積投票制的回歸

雖然任意累積投票制已實施相當時間，但透過章程排除累積投票制的公司相當少，或可謂 2001 年的修法對於實務的影響似乎相當有限。然而，在 2007 年左右的數起經營權爭奪戰之中，例如國巨大毅案（如下述）及陽信銀行案¹²⁵，章程廢除累積投票制為公司派採取以抵禦外來者措施，但因為相關法制的缺失卻引發重大的負面效果而使輿論譁然，此也引起一連串論者對於廢除強制累積投票制的檢討與反省，導致最終累積投票制於 2011 年再度改回強制規定。

詳細而言，累積投票制改回強制規定的導火線，通常認為是 2007 年國巨股份有限公司（下稱國巨）與大毅科技股份有限公司（下稱大毅）經營權爭奪戰¹²⁶。當時有意透過敵意併購之方式取得大毅經營權的國巨，已於市場上買進其相當之股

¹²⁴ 洪秀芬，公司表決權制度之變革——公司法修正草案關於電子投票及董監事選舉制度之評析，月旦法學雜誌，181 期，頁 77（2010 年）。

¹²⁵ 2007 年也曾爆發陽信銀行疑似掏空案，當時股東不滿陽信銀行董事長陳勝宏夫婦將選舉制度改為「全額連記法」，共集結 400 多位股東主張董事長把持公司而影響股東利益而連署向立委陳情。

¹²⁶ 方嘉麟、曾宛如，強化公司治理，月旦法學雜誌，275 期，頁 29（2018 年）。

份。而為了與國巨對抗，大毅經營階層（下稱大毅公司派）除一方面大量徵求委託書，以獲取過半數的表決權數，而另一方面，大毅公司派也使用各種「奧步」操弄股東會的議程，其中爭議最大者，係於召開的股東會前，其發出的召集通知中的召集事由僅有記載「變更章程」，而並未提及更改董事及監察人的選舉辦法，然而，在股東會時卻利用股東以臨時動議行使提案權的方式，將章程中的選任制度改為「全額連記法」，並運用於當次董監選舉之中，在大毅公司派控制 56% 的股權優勢下成功取得全部董監席次，而持股逾 4 成的國巨卻一席董監事均未取得¹²⁷。

理論上，發生本事件更重要的問題或許在於：股東會召集通知中應否載明召集事由的主要內容、更改選任規則得否以臨時動議改變選舉方式。但是上開事件的發酵，將大眾的焦點進一步的導向了累積投票制的立法論問題，各界紛紛質疑「全額連記法」所帶來贏者全拿的效果是否損及少數股東的利益，其中包含投保中心基於避免剝奪少數股東參與公司經營的權益，建請主管機關把董監事選舉恢復強制規定¹²⁸。部分立委在此次事件後，認為採取全額連記法剝奪少數股東進入董事會的機會而無法保障其利益，力主選舉規則應使小股東選上部分席次、董事會應反映比例代表制精神，而主張改回強制累積投票制¹²⁹。而證券交易所亦於網站的公司治理專區中列入採行全額連記法的公司資訊，提供給大眾查詢，藉此提醒投資人注意採用此制度的公司所可能面臨的風險。接著，行政院也在 2009 年 7 月通過的「公司法部分條文修正草案」中，草擬修正公司法第 198 條，並提請立法院審議¹³⁰。

¹²⁷ 案例事實參考自：陳彥良，我國股份有限公司董事選舉制度之研析－德國法之啟示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，第 14 期，頁 6-9（2007 年）。

¹²⁸ 楊雅婷，投保中心建議恢復累積投票制，聯合晚報，2007 年 11 月 20 日 14 版。

¹²⁹ 由於當年度大部分新聞網頁均已遭移除而無法尋得原始資料，故參閱相關轉貼網站：熱血流成河，董監改選強制採累積投票制及全額連記案等 17 家公司；遭到哪些立委反對，痞客邦，<https://davidli.pixnet.net/blog/post/34158465-%E8%91%A3%E7%9B%A3%E6%94%B9%E9%81%B8%E5%BC%B7%E5%88%B6%E6%8E%A1%E7%B4%AF%E7%A9%8D%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%88%B6%E5%8F%8A%E5%85%A8%E9%A1%8D%E9%80%A3%E8%A8%98%E6%A1%88%E4%BE%8B%E7%AD%89>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 12 日）。

¹³⁰ 參見：洪秀芬，公司表決權制度之變革——公司法修正草案關於電子投票及董監事選舉制度之評析，月旦法學雜誌，181 期，頁 77（2010 年）。而根據本文之研究，在上開矚目案件爆發之前，於 2006 年 9 月底時，經濟部函送行政院審議的草案版本，即提議將修正將公司法第 198 條修正回



而公司實務方面，或許受到國巨大毅案法律策略的鼓舞，在上開共 20 家於章程排除累積投票制的公司中，絕大多數排除累積投票制的公司都出現在 2007 年之後，此似乎印證國巨大毅案對法制所帶來的衝擊¹³¹。學者認為，遭敵意併購威脅的公司有誘因採取同樣策略來避免控制權變化，而即使是沒有受到威脅的公司，在經由媒體報導大毅所採用的策略後，為了要鞏固其最終受益人的控制權，也很可能會採取類似的作法¹³²。

類似於國巨大毅案，於美國法上，也曾發生過公司在常會之前，臨時將累積投票制排除於公司章程之外，以阻礙敵對派系取得董事席次的做法，例如 Gordon 教授之文章中提及，1953 年涉及 Twentieth Century Fox 的一場經營權爭奪戰中，當時董事會在召開股東常會的二週之前另召開一個股東臨時會，將章程、辦事細則 (bylaws) 中適用累積投票制的規定移除¹³³，想像上，於距離選舉如此短的時間內更改公司董事選舉制度，某程度上也會造成已經取得股權或委託書的敵對派系 1 席董事席次均無法取得，而承受損失。在強制規定轉換為任意規定的過程中，經營階層或控制股東為鞏固經營權，應有採取相似做法的動機，不過，誠如論者所言，即使實務中出現這樣的情形，吾人不應該對於新制度因噎廢食，而應釐清事情發生的本質，並同步思慮相關的配套措施，顧及制度對於實力派股東的衝擊¹³⁴、以及避免公司少數股東在制度的轉換中蒙受損失¹³⁵。

無論如何，最終我國公司法第 198 條於 2011 年時再度修法改回強制規定，修

強制規定，修正要點第 7 點謂：「為期少數股東亦有當選董事之機會，以示公允……進而保護小股東權益」。

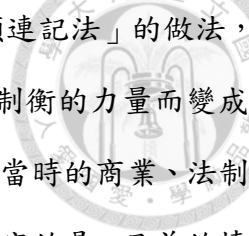
¹³¹ Lin & Chang, *supra* note 121, at 111, 120.

¹³² *Id.* at 120-121.

¹³³ Gordon, *supra* note 37, 124, 149.

¹³⁴ 邵慶平 (註 115), 367 頁。

¹³⁵ 邵慶平 (註 115), 57-58 頁。



法理由認為，實務上利用修改章程的方式將選任方式改為「全額連記法」的做法，不僅違反「股東平等原則」，且影響投資意願，且會使公司失去制衡的力量而變成一言堂¹³⁶。本文認為，可能在某些個案中或許如此，或許在我國當時的商業、法制環境下，台灣還沒完善任意累積投票制的配套措施。不過可以確定的是，目前的情形下要再次調整強制累積投票制有相當的困難，其一是我國長久以來實施以實力派股東為本位公司法產生的路徑依賴難以解除，其二是立法的反覆變動可能產生相當的不安定性。

第二項 董事席次數與累積投票制

根據上開法制沿革的說明，雖然我國強制累積投票制曾於 2001 至 2011 年間被廢除，但是實務上真正有對於董監選任有「享受」到章程自治，而排除適用累積投票制的公司也不過區區 20 家，或可以更進一步地說，累積投票制的實施早已在我國實行已久且根深蒂固。不過，累積投票制是否能發揮預期的效用，是否能解決立法理由所謂之「萬年董事會」的問題，與公司所設置的董事的席次數密切相關。

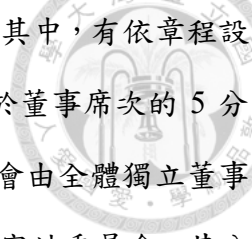
第一款 董事席次數的規定

按公司法之規定，我國股份有限公司之董事會應至少設置 3 席董事¹³⁷，但公司也可依章程只設置 1 席或 2 席董事，若只設置 1 席者，以其為董事長，並不適用公司法有關董事會的規定；而設置董事 2 人者，則準用關於董事會的規定¹³⁸。而

¹³⁶ 參見：2011 年公司法第 198 條修正理由：「現行公司法第一百九十八條將公司選任董事之選舉方法授權予公司章程規定，但部分公司經營者以及股權相對多數者，利用修改公司章程之方式，將選任公司董事之選舉法，變更為「全額連記法」，不僅違反「股東平等原則」，影響股東投資意願，更使公司失去制衡的力量變成一言堂，變成萬年董事會、萬年董事長，讓公司治理徹底崩盤，因此提出修法，以匡正弊端。」

¹³⁷ 公司法第 192 條第 1 項。

¹³⁸ 公司法第 192 條第 2 項；公司法第 128 條之 1 第 2 項。



依證交法規定，公開發行公司之董事會人數不得少於 5 人¹³⁹，而其中，有依章程設置獨立董事之公司，其獨立董事人數不得少於 2 人，且不得少於董事席次的 5 分之 1¹⁴⁰。此外，若有設置審計委員會之公開發行公司，審計委員會由全體獨立董事組成，其人數不得少於 3 人¹⁴¹，換言之，因上市櫃公司均已設置審計委員會，其公司獨立董事自不會少於 3 人，此外，上市上櫃公司治理實務守則更進一步建議獨立董人數不得少於 3 分之 1¹⁴²。至於監察人之人數，公司法要求公開發行公司至少須設置 2 席監察人¹⁴³，而非公開發行公司則至少設置 1 席之監察人¹⁴⁴。

第二款 藉由席次數削減累積投票制的實務作法

累積投票制的效果與席次數密切相關，當應選席次較多時，選上 1 席董事席次所需具備的股權數較低，而相對的，當應選席次較少時，就需要掌控較多股權才能選上 1 席董事。對於有意鞏固經營權、防禦外來者的大股東而言，多會運用各種方法降低席次數以直接削弱少數股東對其的威脅¹⁴⁵。

其一，即為縮減董事席次數。最直接的方法就是修改章程刪減董事會的人數，而實務上許多公司就曾運用此一方法來鞏固控制權¹⁴⁶。另外，實務上，部分公司僅於章程中並不會明確記載董事的具體人數，而僅是記載一個範圍的人數，例如：「公司設置董事 5 人至○人，任期 3 年。」，而主管機關要求此類公司於召集股東會時

¹³⁹ 證券交易法第 26 條之 3。

¹⁴⁰ 證券交易法第 14 條之 2。

¹⁴¹ 證券交易法第 14 條之 4。

¹⁴² 上市上櫃公司治理實務守則第 24 條。

¹⁴³ 公司法第 216 條第 2 項。

¹⁴⁴ 公司法第 216 條第 1 項後段。

¹⁴⁵ 除刪減應選席次數之外，實務上大股東常用以鞏固選情的手法還包括：委託書的使用、甚至價購委託書、利用交叉持股公司對己公司的投票權來支持己方候選人。

¹⁴⁶ 1994 年，豐泰、六福、凱聚等上市公司為防禦市場派入主董事會而採取此種做法，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 1 期，頁 15（1995 年）。

即應確認應選人數，而具體應選較多席次或較少席次，則是由董事會逕行決定¹⁴⁷，因此部分公司也會通過董事會的決議，設定較少的應選人數以相當程度的提高董事選入的門檻。



而董事分期改選制，係將章程中所規定的人數分成數組，而每次董事選舉僅輪替一組人馬¹⁴⁸。如此將導致每一次股東會應選的席次數變少，而少數股東必須持有更多股份才能在董事會中當選一席，導致實際上產生抑制累積投票制的效果。此制度是否在實務上被允許？對此，法院曾做出相關判決，雖該判決未對是否得採取董事分期改選制表達意見，但觀察其意旨或可解讀為，公司章程在未明定是否須一次選出足額之董監事名額的情況下，章程所規定的董事人數未必須要一次選完¹⁴⁹。為釐清實務之疑慮，經濟部以民國 100 年 3 月 24 日經商字第 10002406370 號函表示，董事分期改選制抵觸公司法第 201 條與 203 條之規定，因此認為「股東會決議訂定公司章程採董事分期改選制度與公司法規定不符¹⁵⁰」。而立法論上，是否有明文採行董事分期改選制的必要？張心悌教授考量我國商業環境與法制情況後，尤其是董事分期改選制有稀釋或抑制累積投票制的效果、欠缺解任董事的配套制度等理由，認為我國目前不宜貿然立法引進此制度¹⁵¹。

林郁馨及張永健教授曾研究累積投票制與控制股東之控制力減弱之間的關聯，其以 2001 年修法後於章程排除累積投票制的 20 家公開發行公司為研究對象，觀察這 20 家公司之控制股東是否有因 2011 年修法改回強制累積投票制而使其控制力有所減弱。研究發現，2011 年修正之後，在這 20 家公司中僅有於 2012 年改


¹⁴⁷ 經濟部 106 年 2 月 20 日經商字第 10602403710 號函。

¹⁴⁸ 易明秋（註 110），頁 17。

¹⁴⁹ 最高法院 84 年度台上字第 738 號民事判決、最高法院 88 年度台上 1418 號民事判決；另參見張心悌，董事分期改選制度之研究——從德拉瓦州最高法院 Airgas 案件為出發，東吳法律學報，第 27 卷第 3 期，頁 25-26（2016 年）。

¹⁵⁰ 經濟部民國 100 年 3 月 24 日經商字第 10002406370 號函。

¹⁵¹ 張心悌（註 149），頁 26-31。



選董事的公司因制度修改而導致其控制權減弱，似乎是由於面對突如其來的修法猝不及防，來不及以縮減董事席次、委託書徵求的方式因應選任制度的修法，至於 2012 年後方適用以改選董事的公司，包含 2012 年改選後於 2015 年舉行修法後第二次改選的這些公司，則是透過董事會席次的縮減來削減強制累積投票制的效果，所以並未因為強制累積投票制的回歸而使控制股東的控制權有所減弱¹⁵²。

不過，依照目前的情形來看，累積投票制在我國的具體成效為何，似乎還需有更多實證研究的觀察與驗證。

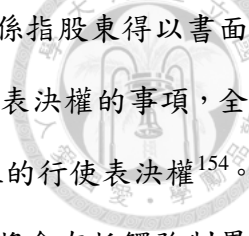
第三項 實力派股東之塑形

強制累積投票制所反映之比例精神，使有意介入公司經營者有誘因取得相當比例的股權，易形成所謂的實力派股東 (block-holder)，由於我國公司法制向以實力派股東為本位，實務上亦呈現以數位實力派股東為核心的公司股權結構¹⁵³。對於上市櫃公司而言，即使公司並未存在多個派系股東，因各種原因而有意介入公司經營之人，都可從市場上持續買入股份，抑或是藉由公開收購的方式於期限內以相同價格大量購入股份，以獲取相當比例的實力，以日月光併購矽品案為例，外資持有矽品股份將近六成，而整個經營家族持股合計僅一成，由於矽品財務表現突出，長期競爭對手日月光藉公開收購一次取得 24.99% 的股權，成為矽品持股最多的實力派股東，而在累積投票制之下可以直接與經營階層競選董事。

第四項 表決權拘束契約與強制累積投票制

¹⁵² Lin & Chang, *supra* note 121, 125-26.

¹⁵³ 邵慶平 (註 115)，頁 334-344。



表決權拘束契約，依照現行公司法第 175 條之 1 的規定，係指股東得以書面契約約定共同行使股東表決權之方式，詳言之，凡需要股東行使表決權的事項，全體股東或部分股東可以訂定表決權拘束契約，就約定事項一致性的行使表決權¹⁵⁴。然而，倘若股東之間有就董監選舉的投票訂定表決權拘束契約，將會有抵觸強制累積投票制的疑慮，理由在於：若認同強制累積投票制之立法目的蘊含比例代表制的精神，股東透過表決權拘束契約來分配經營控制權的結果，可能使董事會的席次偏離股權比例¹⁵⁵。

在 2018 年公司法修法明訂第 175 條之 1 之前，我國實務見解多不承認表決權拘束契約的效力¹⁵⁶，一個最常被援引的實務見解為最高法院 71 年度台上字第 4500 號判決，該判決即指出選任董事表決權之行使，必須顧及全體股東之利益，若股東得就此事前訂立表決權拘束契約，則公司「易為少數大股東所把持」，而對小股東不甚公平，且訂立表決權拘束契約的結果將架空公司法第 198 條強制累積投票制的本旨¹⁵⁷，有鑑於此，最高法院最終認為本案股東所締結的表決權拘束契約無效。不過晚近判決似乎認為符合比例代表精神的表決權拘束契約，不會因為抵觸強制累積投票制而無效，並認為強制累積投票制未必是造成表決權拘束契約無效的理由，嘗試將表決權拘束契約與累積投票制脫鉤¹⁵⁸。不過需注意的是，2018 年公司法修法後增訂第 175 條之 1 第 3 項的規定，似乎有全然禁絕公開發行股票之公司適用表決權拘束契約的意旨，是否合理，需要再進一步探討。

¹⁵⁴ 中文文獻之定義參照：郭大維，論表決權拘束契約之認定與效力，收於：曾宛如編，股東協議——論表決權拘束契約及表決權信託，增修二版，頁 160-161（2022 年）。

¹⁵⁵ 邵慶平，表決權拘束契約與累積投票制，收於：曾宛如編，股東協議——論表決權拘束契約及表決權信託，增修二版，頁 151-152（2022 年）。

¹⁵⁶ 邵慶平（註 155），頁 148-150。

¹⁵⁷ 參見最高法院 71 年度台上字第 4500 號判決，最高法院認公司法第 198 條的立法本旨：「係為補救就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，抑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」。

¹⁵⁸ 參見：臺北地方法院 103 年度金字第 104 號民事判決。



而除了表決權拘束契約之外，實務上股東間往往就股東權利的行使或公司經營事項進行約定，所約定者甚至是分配或決定董事人選、董事長、副董事長、經理人等經營階層人選的股東協議，對於實務上的經營權協議的效力，已有相關判決表達意見¹⁵⁹，但與本文主軸較無關聯，在此暫略。

第五項 強制累積投票制存廢之文獻整理

立法論上，我國是否應保留強制累積投票制，還是應修法改為任意規定，向來是我國實務、學說間討論的一大熱點，而論者間對於的強制累積投票制看法並未形成一致的看法，筆者將主流見解臚列如下：

劉連煜教授認為：從「公司民主」的角度觀之，全額連記法造成贏者全拿的效果似乎不符合「比例代表」之監督精神與價值，而 2011 年修法改回強制累積投票制，將使類如國巨大毅案等經營權爭奪的戲碼落幕，值得認同¹⁶⁰。

陳彥良教授則認為：第一，累積投票制會使透過併購機制懲治不良經營者的功能失靈，因為由我國的實務發展（2001 年至 2007 年）觀之，在經營權受到威脅、或經營不善之公司派，為求穩固經營，會透過選舉制度的設計來製造併購障礙，而且當董事會成員由同一利益團體所掌握，將使公開收購期間董事會應遵循的中立義務成為空談¹⁶¹。第二，比較法上，德國雖不採用累積投票制，其社會的背景與法制的配套使其法制運行無礙，而反觀我國，雖為強化企業經營效率才修法，但在實務上卻產生了向強勢利益團體傾斜的現象。綜上，基於「實質股東平等原則」，選舉自由的概念必須顯現少數股東意見，因此，對我國現階段而言，強制累積投票制

¹⁵⁹ 相關判決例如：最高法院 104 年度台上字第 2455 號民事裁定、最高法院 110 年度台上字第 163 號民事判決等。

¹⁶⁰ 劉連煜（註 31），頁 481-482。

¹⁶¹ 陳彥良（註 127），頁 46。

或許是公司治理設計中較適宜的董事選舉方式¹⁶²。



而林國全教授則從企業文化切入，認為我國多數公司的「股東構成」與「股東心態」或有別於其他國家之處，相對於美、日等國，多數股權掌握在法人投資股東手中，自身不加入經營，而以信賴並支持有經營專才的經營團隊，我國之大股東則往往希望直接加入公司經營而成為經營股東，因此，比起董事的經營能力，是否有代表各派系利益的人馬進入董事會可能是更被重視的問題¹⁶³。

易明秋教授則認為：第一，若將累積投票制改為任意規定，較符合契約自由理論，而實務上採取減少董事席次、分期改選、不均等投票權等制度等規避強制累積投票制的方法，也都是契約自由的結果，不應該限制股東與公司自行協商，除非能證明公司採用這些技巧是以妨礙累積投票制為唯一目的¹⁶⁴。第二，累積投票制可以改善大公司中董監成為酬庸性質的情形，藉由賦予少數股東出任獨立董事的機會，或許可以避免公司的決策失控，不過，為使累積投票制發揮積極功效，需要改善委託書制度，使小股東有機會使用累積投票制¹⁶⁵。第三，對於閉鎖公司而言（或謂小公司），為保護少數集團的特性，毋須反對其適用強制累積投票制；然而，對於上市公司而言，股權愈趨分散的情況下，強制累積投票制本身並不能保護這些散戶投資人，應搭配修法改善委託書制度、鼓勵法人投資，才能使累積投票制真正成為這些小股東的籌碼。易教授指出，當證券市場足夠開放、累積投票制的有無成為影響股價的重要因素，方可預期累積投票制成為任意規定¹⁶⁶。

洪秀芬教授考量到目前我國家族企業充斥、大股東多有意願介入經營的情況，

¹⁶² 陳教授為文當時為 2007 年，參見陳彥良（註 127），頁 48。

¹⁶³ 林國全（註 120），頁 101，註 35。

¹⁶⁴ 易明秋，論公司法之累積投票制（下），軍法專刊，第 40 卷第 1 期，頁 21-22（1994 年）。

¹⁶⁵ 易明秋（註 164），頁 22-23。

¹⁶⁶ 易明秋（註 164），頁 23。

為使董事會的組成能呈現不同股東利益，宜恢復強制累積投票制，且我國委託書徵求制度有利於現任公司經營者，經營者易透過委託書徵求掌控過半席次，因此，更應避免公司派有機會以全額連記法來永保經營權。而若要兼顧少數股東權益之保護，以及維持企業自治，不妨對於累積投票制的排除作更嚴格的規定，具體而言，可參考德國股份法關於公司對發起人、董監事拋棄損害賠償請求權的股東會決議所需要件，在修章門檻之外，設置「不能有一定比例股份的股東對於排除適用表示異議」的門檻¹⁶⁷。

108年公司法修法前，由學者號召產官學界力量組成全盤修正修法委員會（下稱全盤修法委員會），提供修法建議供主管機關及立法者參考。而針對董事選舉，全盤修法委員會建議廢除強制累積投票制¹⁶⁸，其所提出的修法意見認為：從實務紛爭觀之，累積投票制只有在上市櫃公司爭奪經營權時，方成為關鍵。累積投票制不但執行成本高，而且容易造成董事會派系林立，經營團隊不希望敵對陣營與聞公司機密，而使得董事會無法真正討論問題而轉為「儀式機關」。而且，經營團隊或控制股東為提高敵對陣營進入董事會的難度而縮減董事會席次，將使董事會因人數減少而同質性增加，並不利於董事會發展。

方嘉麟與曾宛如教授認為，累積投票制結合我國獨有的委託書制度後，公司往往能以小博大、遍地插旗，可能引發治理問題、或是導致經營權攻防不當，而傷害小股東之利益。此外，2018年的修法引進一股多權與表決權拘束契約等制度，都與累積投票制相互扞格，因此將之改為任意規定較有一貫脈絡可循¹⁶⁹。

¹⁶⁷ 洪秀芬（註130），頁79-80。

¹⁶⁸ 國立政治大學法學院，2018年公司法修正--公司法全盤修正修法委員會 第三部分 修法建議，3-18-3-20 頁，https://www.law.nccu.edu.tw/zh_tw/center/Financial_law/company_law（最後瀏覽日：2023年6月14日）（下稱公司法全盤修正建議），修法建議條文為：「公開發行公司得以章程排除累積投票制；非公開發行公司：得以章程自行決定董事產生方式，章程未規定者，即由股東會以全額連記法選任董事。」。

¹⁶⁹ 方嘉麟、曾宛如（註126），頁29。



邵慶平教授則從多個面向評析我國的強制累積投票制：

首先，因為強制累積投票制的存在，造成我國過去十幾年來為強化公司治理所引進的新制度難以發揮預期的功效，例如獨立董事制度與董事候選人提名制度。就董事候選人提名制度而言，有意爭取董事席次的各方人士於委託書徵求時都已載明所欲支持的候選人，候選人提名制度要求統一公告候選人提名單的影響自然有限，此外，在公司經營權爭奪時期，會造成多數派董事杯格少數派董事提出的候選人，或公司派董事不列入市場派股東所提出的董事候選人名單¹⁷⁰。

其次，關於累積投票制對於獨立董事獨立性的影響，邵教授指出，比起累積投票制，全額連記法之下，獨立董事反而可能發揮其提供不同意見的功能。理由在於，採取此制之下的獨立董事全為經營者所挑選，經營者對於獨立董事原本即有相當的信任與喜好，多數獨立董事不會積極挑戰、質疑經營者的決策與權威，在經營者所能接受的範圍內，獨立董事會樂於提供不同意見；相較於此，採取累積投票制，往往使董事會中存有激烈的派系對抗，因此對於各派股東而言，最重要的是如何「有效掌控」其所支持當選的董事，於是，在挑選獨立董事時，會優先考量該股東的「忠誠度」，在此之下，更無法期待獨立董事可以以全體股東的利益為依歸¹⁷¹。

而在立法論上，2001年修法將強制累積投票制改為任意規定時，之所以會有非常大的反彈，是因為修法時沒有注意到變更章程係以多數決為之，而多數股東欲修改投票機制而變更章程時，法令上卻未給予少數股東反對修章的保護機制，因此引

¹⁷⁰ 邵慶平，美國公司董事選舉制度近年的改革與發展——一個比較法上的思考，國立中正大學法學集刊，第26期，頁39以下（2009年）。

¹⁷¹ 邵慶平，審計委員會與累積投票制，月旦法學教室，第148期，頁56-57（2015年）。

發信賴保護的問題¹⁷²。但是，這並不構成累積投票制再改回強制規定的理由，對於少數派股東的保護，應該思考的是如何提高變更章程、改變選舉制度的門檻與條件¹⁷³，應廢除強制累積投票制，並同時應注意少數股東的保護機制¹⁷⁴。

蔡昌憲教授認為：公司契約理論有其正當性，契約自由容許企業自行安排公司治理機制間的最理想組合，因此不宜以強制累積投票制干預「企業自治」的立法精神。公司董事會並非立法機關，而係執行機關，藉累積投票制選出的董事會時，可能導致董事會中的派系之爭，派系對於董事會的執行功能而言是不適宜的，畢竟董事會的目標是要尋求股東利益最大化，而非政治上不同利益的包容或和解。董事間的意見與經驗之多元化可以透過獨立董事制度來達成；且董事會內的派系之爭，會造成董事會飽受訴訟的威脅¹⁷⁵。而柯芳枝教授則認為，監察人之選任，若採取累積投票制則僅見其利而無其弊，更易達到監督之目的¹⁷⁶。

第四節 累積投票制與獨立董事選任

上開對於國內外董事選任制度、強制累積投票制的分析與介紹，使吾人對於我國實施已久的制度有基礎的了解，延續第一章所提出的問題，本文接下來欲釐清的是，我國獨董與非獨董選任之所以會發生如同福懋油等案的實務現象，就係因為累

¹⁷² 邵慶平（註 155），頁 154-157。

¹⁷³ 邵慶平（註 171），頁 57-58。

¹⁷⁴ 邵慶平（註 155），頁 154-157。

¹⁷⁵ 蔡昌憲，企業自治之逆流？--擺盪於強行規定與任意規定間的累積投票制，月旦財經雜誌，第 8 期，頁 46（2007 年），且參照本文頁 47，「累積投票制廣泛的分配各持股集團互相要脅對方不讓協商順利進行之力量，且使得各集團動輒要脅停止協商，再次對公司之運作造成了高昂的代理成本。」；此外，蔡昌憲教授曾認為，累積投票制適用於閉鎖型公司，比起適用於大型之公開公司更具有實用性，因為對於大型公司而言，競爭激烈的董事選舉可能引發委託書徵求大戰，而累積投票制通常不會影響選舉之實際結果，因此累積投票制適用於該等大型公司只會徒增技術上的成本，反之，由於閉鎖型公司之股份欠缺流動性，故有保護少數集團之必要，參見：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，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 149-150（2004 年）。

¹⁷⁶ 柯芳枝（註 33），頁 349。

積投票制本身的性質所致，亦或是獨立董事選舉所採用的相關選舉方法所造成。



第一項 累積投票制之配票與選舉結果

第一款 「配票」的重要性

多認為累積投票制有「保障」少數派股東的目的或效果，但更精確來說，累積投票制提供給少數股東的其實只是能選上董事代表的「機會」，而且前提是少數股東需掌控一定的實力，以及「正確」的運用其表決權，即係俗稱的「配票」，方能達到「最理想」席次分配¹⁷⁷。

先不考慮公司於董事改選時除了需選舉董事之外，仍須同時選出監察人或獨立董事的問題。在只有選出普通董事的經營權爭奪戰中，若一方沒有採取正確的配票策略，對該投票方而言可能導致嚴重的後果，甚至可能發生多數派輸給少數派的結果。茲舉一個美國實務上最常被討論的經典案例 *Pierce v. Commonwealth* (1883)：在 *Sharpsville Railroad Company* 該年度董事選舉中，共需要選出全部 6 席董事，而系爭公司共發行 7,000 流通在外之有表決權股，該次選舉中，共有 6,433 股進行投票，其中多數派股東共投出 3,396 股的表決權，然其並未運用累計投票的策略，而係將所有表決權平均分配給 6 位董事候選人；而另一方面，少數派股東則以其掌握的 3,037 股的表決權集中投給 4 位董事候選人，且保守秘密不讓多數派知道。最終選舉結果，係由少數派股東獲選 4 席董事而成為董事會的多數，而多數派則因未事先了解敵方的投票策略而並未採取累積投票制的配票策略，因而丟失董事會的控制權¹⁷⁸。附帶一提，本案中少數派若採取更具野心的策略：將票集中給 5 席候

¹⁷⁷ Amihai Glazer et al., *Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation*, 35(2) S.C.L. Rev. 295, 297 (1984).

¹⁷⁸ *Pierce v. Commonwealth* 104 Pa. 150, 14 W.N.C. 97 (1883), see also William R. Leckemby Jr., *Classification of Directors and Its Effect Upon Cumulative Voting in Corporate Elections*, 56(3) DICKINSON



選人，也可以全部取得相對應的席次，但前提是本件多數派仍將票平均分配給所有候選人。

第二款 累積投票制的配票與數學公式

第一目 柯爾公式 (Cole's Formula)

由於配票策略對於最終選舉結果影響甚大，學者、實務家紛紛研究如何解決配票問題，首先，是股權比例與依照該股權比例所得選上董事席次間的關係。一個常被引用與討論的著作是 1950 年美國律師 Arthur T. Cole Jr. 之著作〈Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting〉。在其論著中，共收錄了 15 組數學公式，分別用來計算其所假設的不同情形下，持有股數與選出之董事席次間的關係，其中也包括累積投票制著名的公式 $SI = [(S * DI) / (D + 1)] + 1$ ¹⁷⁹¹⁸⁰，本公式其實並非 Cole 最先提出，但許多論者直接稱其為「柯爾公式」(Cole's Formula)，本文在此亦沿用此一稱呼。柯爾公式要處理的問題，係在「二派相爭」的情形下，為選上目標的席次數 (DI)，股東「最低」需要取得多少股權數 (SI)。靈活運用柯爾公式，還可以推算出：1. 一方選出全部董事的情形須具備的股份數、2. 一方選出 1 席董事席次須具備的股份數、3. 無法選出任何董事席次的最高股份數、4. 目前所持有的股份數得選上多少席次¹⁸¹。柯爾公式的廣泛的使用與介紹，也一直延續到今日¹⁸²。

L. REV. 330, 331-32 (1952).

¹⁷⁹ $SI =$ 股東集團 I 所擁有股份數/欲當選一定席次之董事，所需要的持股數額、 $S =$ 股東會上有投票權的股份總數、 $D =$ 應選董事總席次數、 $DI =$ 集團 I 希望選舉的董事人數，原始資料請參見：Cole Jr., *supra* note 18, at 225-44. 本文獻中的許多公式並非該作者原始提出，例如其論著中的 9 個數學式及其證明來自於 Gerstenberg 教授於 1910 年的論著《The Mathematics of Cumulative Voting》，而就上開公司法教科書最常引用的公式 $X = [(S * N) / (D + 1)] + 1$ ，依據相關文獻記載，該公式的起源可能是 1868 年英國律師及數學家 Henry Richmond Droop 所提出的 Droop Quota，參見：林建中（註 33），頁 92，註 25。

¹⁸⁰ 公式之證明，請參見：江沛其（註 88），頁 12-13。

¹⁸¹ Cole Jr., *supra* note 18, at 230-34.

¹⁸² 劉連煜（註 31），頁 480。



附帶一提，Cole 還進一步假設第二種情境：若並不是所有的已發行股份都會投票，而是部分有表決權股屬於市場上的游資，可供任何派系所購買並用以表決的情形，此時，派系股東除了可以從對手購買股權之外，還可以從市場上購買股權，此時所使用的公式會與最原始的「柯爾公式」有所不同¹⁸³，而利用第二套公式一樣可以推算出 1. 一方選出全部董事的情形須具備的股份數、2. 一方選出 1 席董事席次須具備的股份數、3. 1 席董事都無法選出的最高股份數、4. 目前所持有的股份數得選上多少席次¹⁸⁴。此外，經由前面公式的推導，Cole 還提出有三方勢力參與競選的情形，第三方如何打敗少數股東以取得一席董事、少數股東應取得多少股份才不會被第三派打敗等¹⁸⁵。

第二目 柯爾公式的缺陷及改良

在柯爾公式之外，美國紐約大學教授 Gerald J. Glasser 是首位將賽局理論 (game theory) 的概念運用於累積投票制之配票的學者，並提出 Minimax Strategy (最小極大化) 策略¹⁸⁶，運用此策略，無論對手如何配票，股東都可以根據其所持有的股權「保證」贏得一定數量的董事席位。在一個雙人賽局中，假設只有二派股東 I 與 J 競爭董事席次的情形，而二派股東都是以選出更多席董事為目的，換句話說，當股東獲選較多董事席次時，其會獲得較多的效益。假設公司共需選出 M 席董事，二派股東分別持有 S_I 與 S_J 的股份數，且各自提出了 m 位候選人，I 派股東分配給每位候選人的表決權為 i_1, i_2 至 i_m ，因此其 I 所採取的配票策略是 $I=(i_1, i_2, \dots, i_m)$ ，而 J 派所採取的策略則為 $j=(j_1, j_2, \dots, j_m)$ ，而每一位候選人恆依照得票多寡依序排列

¹⁸³ 情境二的公式為： $SI=[(DI*SII+D+1)/(D-DI+1)]$ ，同註腳 179 的代數解釋。

¹⁸⁴ Cole Jr., *supra* note 18, at 234-38.

¹⁸⁵ *Id.* 238-44.

¹⁸⁶ Gerald J. Glasser, *Game Theory and Cumulative Voting for Corporate Directors*, 5(2) MGMT. SCI. 151, 152-55 (1959).

(例如： i_1 大於 i_2 大於 i_m)。若 I 衡量其表決權數之後，欲選出 k 席董事，I 會將票平均分配給 k 席董事，因為刻意採取不平均的配票方式並沒有實際的意義¹⁸⁷，則他分配給第 k 個候選人（即 I 陣營中獲票最低的候選人）的表決權數應為 $[mS_I/k]$ ，而另一方面，在只考慮超額競選的情形下，J 應希望能選上 $M-k+1$ 席董事，而其分配給第 $M-k+1$ 個候選人的表決權數為 $[m(S-S_I)/M-k+1]$ 。為了能成功選上 k 席董事，I 分配給第 k 位候選人的表決權數必須高於 J 分配給第 $M-k+1$ 位候選人的表決權數，若此條件成就，則 I 可保證獲選 k 席董事。如此推論，可以用不等式表示：


$$[mS_I/k] > [m(S-S_I)/M-k+1] \quad ^{188} \text{ (系爭不等式)}$$

再以上開 *Pierce v. Commonwealth* 案的背景資訊代入系爭不等式中，若站在多數派的角度觀察：

1. 當多數派的目標是僅選上 1 席董事（即 $k=1$ ）時，該席候選人所獲得的表決權數為： $6*3,396/1=20,376$ ，而少數派的目標則是選上 6 席董事，因為若低於 6 席，就不會出現超額競選的情形，而二派提名的候選人均會當選。少數派分配給第 6 位候選人的選舉權為 3,037 票，因 20,376 大於 3,037，因此多數派穩拿 1 席董事。
2. 當 $k=2$ ， $6*3,396/2 = 10,188 > 3,037*6/5 \approx 3,644$ ，多數派可保證取得 2 席。
3. 當 $k=3$ ， $6*3,396/3=6,792 > 3,037*6/4 \approx 4,555$ ，多數派可保證取得 3 席。

¹⁸⁷ 採取不平均分配，例如：若給予其中一位候選人較多的票，則必定會影響到其他候選人所分配的票，而使其低於平均，這樣容易導致該席候選人的落選。

¹⁸⁸ 需注意，因在我國法規下僅能以整數之表決權數為單位投票，而不能將整數以下的表決權分配給候選人，因此，系爭不等式的兩側應該要各取整數後再進行比較。中文文獻的推導，參見：張保華、張宏傑，從累積投票制數學原理評我國上市公司相關實踐，*管理世界*，2012 年 3 期，頁 178-179（2012 年）。

- 
4. 當 $k=4$, $6 \times 3,396/4=5,094 \neq 3,037 \times 6/3=6,074$, 多數派無法保證取得 4 席, 最終席次分配為 $(3,3)$ ¹⁸⁹。
 5. 當 $k=5$, $6 \times 3,396/5 \approx 4075 \neq 3,037 \times 6/2=9,111$, 多數派無法保證取得 5 席, 最終席次分配為 $(4,2)$ 。
 6. 當 $k=6$, $6 \times 3,396/6=3,396 \neq 3,037 \times 6/1=18,222$, 多數派無法保證取得 6 席, 最終席次分配為 $(5,1)$ 。

在實際情形下, 少數派當然會採取對自己最有利的分配方式, 其策略也不只是跟隨多數派的分配策略, 例如: 在多數派分配表決權給 5 位候選人時, 少數派也不會只將票數分配給 2 位候選人。不過無論如何, 上開不等式經過反覆驗證後應該是準確的¹⁹⁰, 而本件依照多數派的持股數量, 其所能保證取得的董事席次數 3 席。從上開試算中亦可得出另一重點: 一方股東所可以確定選舉的董事席次不僅取決於其所擁有的股權比例, 也更進一步的取決於其「所持有的股份的實際數量」。

話說回來, 柯爾公式在提出後, 曾被學者批評其試圖將一個不等式表達為一個等式, 且該公式捨棄分數 (或小数) 的做法會導致結果不精確、或是將其運用於三個以上集團時會發生錯誤¹⁹¹。因而, 不只是 Glasser 教授, 在 Lewis R. Mills 教授及 Amihai Glazer 教授等人的著作中, 也都將系爭不等式視為對柯爾公式的改良, 也是決定配票策略的首選¹⁹²。

¹⁸⁹ 前面數字代表多數派最終取得的席次, 後面數字則代表少數派最終取得的席次, 下同。

¹⁹⁰ 附帶一提, Glasser 所提出的 Minimax Strategy 策略是忽略平手的情形, 因為在當時的美國法之下, 法院對於出現平手的選舉結果所採取的處理的方式不盡相同, 因此無法事前將之規劃進賽局當中。而 Lewis R. Mills 教授也指出, 運用系爭不等式在大多數的情況之下都會是準確的, 除非出現平手的情況, 股東派系所選出的實際董事人數可能會少於預期。See Glasser, *supra* note 85, 151, 153; Lewis R. Mills, *The Mathematics of Cumulative Voting*, 1968 DUKE L.J. 28, 38-42 (1968).

¹⁹¹ Mills, *supra* note 190, at 30.

¹⁹² Glazer et al., *supra* note 177, 299-303; Mills, *supra* note 190, at 35-42. 其實系爭不等式經過推導之後也會變得與原柯爾公式非常相似, 因此才稱其為柯爾公式的改良。



第三目 最適配票方案？

上開討論中可知，在二派相爭的情況下，若一派股東善用系爭不等式，可以計算出其「保證」能獲得的「最低」席次數，不過，可進一步推知的是，實務上股東並不滿足於將票投給「保證」能夠選上的候選人，它可能更具有企圖心，希望將票分配給更多候選人以博取獲得更多席次的機會，例如說，Pierce v. Commonwealth 中的多數派會希望取得 4 席的席次以掌控董事會，而非僅止於取得 3 席董事，但若要配票給更多候選人，同時又需要顧慮到選舉權過度分散、反而使對手取勝的問題。因此實務上更重要的問題毋寧是：股東需要同時配票給幾位候選人才是「最適」的方案？

考慮到此問題，Amihai Glazer 等人提出在某些情況下，無論對手如何配票，將票分給更多的候選人並不會導致該股東有失去更多席次的風險¹⁹³，而具體在什麼時候應配票給更多候選人？Amihai Glazer 等人使用政治學上的統計法 D'Hondt Remainders Table (D'Hondt 餘數表) 作為簡易的判斷基礎¹⁹⁴，繼續以 Pierce v. Commonwealth 之背景作為例子討論，套用 D'Hondt Remainders Table 會呈現：

表格 2: Pierce v. Commonwealth 案試算表格

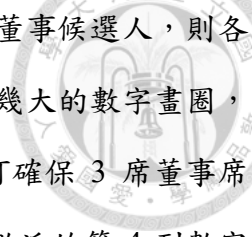
	1	2	3	4	5	6
多數派	20,376	10,188	6,792	5,094	4,075	3,396
少數派	18,222	9,111	6,074	4,555	3,644	3,037

資料來源:本文自行整理

此表格是將各派的表決權數除以可分配的席次數而成，若多數派將表決權數分

¹⁹³ Glazer et al., *supra* note 177, 303-05.

¹⁹⁴ Glazer et al., *supra* note 177, 303-06.



配給 1 席董事候選人，則可以獲配 20,376 權，而若分配給 2 席董事候選人，則各可獲配 10,188 權，以此類推。而表中先依照總董事席次數將前幾大的數字畫圈，係代表各派系所能確定獲得的席次數，在此，多數及少數派各可確保 3 席董事席次。在此之下，多數派是否應配票給第 4 名候選人？應比較多數派的第 4 列數字是否大於少數派欄沒有圈起的第 1 格數字，若大於該數字，則代表多數派將票平均分配給 4 席候選人的票數是 5,094 席，即使少數派將票也分配給 4 席、或是依然分配給 3 席，多數派也不會取得比「保證」取得的 3 席董事更少的席次數；那多數派是否應配票給 5 個候選人？比較多數派的第 5 列數字與少數派欄沒有圈起的第 1 格數字，會發現少數派的數字比較大，此時，多數派若是將票分配給 5 個候選人，而與此同時，少數派將票分配給 4 個候選人，則少數派將取得 4 席董事，而多數派反倒多丟失一席董事候選人，因此，對於多數派而言，將票分配給 4 個候選人應為「最適方案」¹⁹⁵。

根據 Amihai Glazer 等人的研究，同樣的方法也可以用在多個集團競選的情形下，礙於篇幅，在此不贅¹⁹⁶。

第三款 實際配票上仍存在的不確定性

上開學者間的討論，某程度上解決了二派相爭配票的問題，若事先得知出席數、雙方準確的表決權數，各派系能憑持股實力「保證」選出一定席次的董事，也為累積投票制的配票問題提供一定的穩定基礎。然而，對於二個以上派系混戰時，是否還是如同二派相爭一樣有跡可循？雖然學者有提出相對應的解方，但是否適用於

¹⁹⁵ 而中文文獻的介紹可參照：易明秋（註 110），頁 16。易明秋老師於文中指出：「此統計圖表的結論是，一個集團只要其第 N 欄的數字大仍大於對方的第一個非畫圈的欄位，他就可以安全地提名及票選該 N 個候選人」。

¹⁹⁶ Glazer et al., *supra* note 177, 306-08.

實際情形，以及是否在任何情形下都有一定的準確性，似乎需要再進一步探討。

上開所提供的理論框架若要運用於實際運作上，仍需要考慮許多因素，亦即實際選舉中，即使可以在股東會開會當天獲取準確的股份出席率並立刻研擬配票策略，但是未必能確知當天各派系合縱連橫之下的持股情形、提名狀況等¹⁹⁷，因此仍然需要估算其他派系所能掌控的表決權數，才能運用公式推算選舉結果。或許無法精確得知其他派系的精確持股數，股東在投票時極有可能採取較為保守的作法，而選擇不將表決權數分配給比「保證」得選出席次數更多的候選人。我國實務上也發生過一起有趣的案例，在某年一上櫃公司改選董事時，經營權爭奪的二派系各自在累積投票制之下採取保守配票策略，而意外空出 1 席，因此有 1 名突發奇想的女性股東，以自己持股的 3 千股填寫自己為董事候選人，結果卻意外當選成為該上櫃公司董事¹⁹⁸。

既無法事先得知對手精確的表決權數，並無法 100%選上相對應的董事席次，不過，還是可以在估計對手的表決權數之下，利用上開介紹的公式來推算出「最適」的配票策略，而股東只要不採取過於大膽、草率的配票策略，也至少能取得其持股下「保證」可的席次數。如果投票的各方也都採取上開公式所推算出的「最佳」配票方式，可想而知，最終選出的董事會結構就如公式推算出的一般，不至於與股權比例相去太遠。

綜上而言，而此處所呈現的「不確定性」應與本文第一章中福懋油案所呈現出

¹⁹⁷ 我國實務上在發生經營權爭奪時，各方派系多會善用選舉或選舉外的策略，例如運用股東會召集權、定暫時狀態假處分等諸多法律工具來使己方更佔優勢或箝制他方勢力。而進行董事選舉時，最重要的步驟事先確定敵方的實力，例如：買入多少股份、有多少派系與之結盟、掌握哪幾家委託書通路等，方能掌握先機。萬國法律事務所，問鼎，1 版，頁 83-285（2022 年）。

¹⁹⁸ 林國全，二〇〇五年公司法修正條文解析(下)，月旦法學雜誌，第 125 期，頁 267，註 47（2005 年）。

「博弈」的情形不盡相同，因此，下文將更進一步的討論獨立董事的相關選舉制度。



第二項 獨立董事選舉制度形同「對賭」

實務上運用累積投票制，由於存在一些無法確知的資訊而有一定程度的結果不確定性，然經由數學原理的應用，在一定股權基礎下，派系股東仍可以確保一定的當選名額、並可以使用有一定保障的「最適」方案。在此基礎下回頭觀察福懋油案公司派所為的配票策略，其僅配票予 5 位候選人，並非採取過於大膽、草率的配票方式，但是卻發生經營權翻轉、市場派席捲全部獨董席次的選舉結果，此應非將數學公式應用於累積投票時所可能發生的結果。因此，本文接下來欲探究獨立董事的選舉制度是否係造成上開結果的原因。

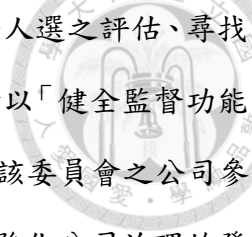
第一款 我國現行獨立董事的選任制度

第一目 獨立董事的提名

獨立董事亦為董事，關於獨立董事的提名，我國公司法第 192 條之 1 得採候選人提名制度，但若符合主管機關所條件的公開發行公司，則強制採用董事候選人提名制度¹⁹⁹，而按公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條，所有公開發行公司獨立董事選舉，均應依公司法第 192 條之 1 規定採候選人提名制度，並載明於章程，股東應就獨立董事候選人名單中選任之²⁰⁰。

¹⁹⁹ 除主管機關要求強制採取本制的公司之外，其他公開發行公司可以自行於章程中選擇是否採取，參見：經濟部 98 年 7 月 15 日經商字第 09802090250 號函。

²⁰⁰ 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條。



我國法目前並未強制公司設置提名委員會，以專職董事適任人選之評估、尋找與候選人名單的提出，而係建議上市上櫃公司得設置提名委員會以「健全監督功能及強化管理機能」²⁰¹，並由證券交易所公布自律規範，供有設置該委員會之公司參考。而推動上市櫃公司強制設置提名委員會，也成為近年金管會強化公司治理的發展重點²⁰²，此外，眾多學者也認為提名委員會制度得以改善我國獨立董事不獨立的問題²⁰³。

第二目 獨立董事的選舉

獨立董事亦為董事，依照公司法第 198 條規定，獨立董事選舉與非獨立董事選舉方式並無差異，均適用累積投票制。然需注意者係，證交法第 14 條之 2 第 4 項規定獨立董事不得以公司法第 27 條當選，即法人除本身不能透過公司法第 27 條第 1 項擔任獨立董事外、也不能經由公司法第 27 條第 2 項推舉代表人擔任獨立董事，換句話說，獨立董事均為自然人、亦非法人董事之代表人，藉此杜絕法人大股東與獨立董事間的連結，避免法人大股東得透過公司法第 27 條第 3 項之隨時改派權以操控獨立董事，並破壞獨立董事的獨立性。

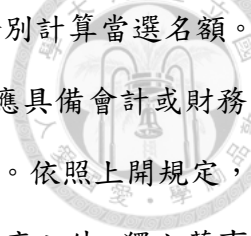
而至於獨立董事與非獨立董事應如何選出，按經濟部函釋²⁰⁴與獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條第 7 項：「公開發行公司之董事選舉，應依公司法第一百

²⁰¹ 上市上櫃公司治理實務守則第 27 條。

²⁰² 金融監督管理委員會 證券期貨局，公司治理 3.0-永續發展藍圖，頁 10-12，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=992&parentpath=0,8,882,884>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 7 日）。根據公司治理 3.0 永續發展藍圖之規劃，將於 2023 年由證交所及櫃買中心研議上市櫃公司設置提名委員會的可行性。

²⁰³ 楊岳平，論金融控股公司治理的改革方向：以獨立董事與提名委員會為中心，國立臺灣大學法學論叢，第 48 卷第 2 期，頁 683-750（2019 年）；劉連煜，新證券交易法實例研習，15 版，頁 94-95（2018 年）。

²⁰⁴ 經濟部 95 年 2 月 8 日經商字第 09502011990 號函：「六、董事選舉時，應依公司法第 198 條規定辦理，獨立董事與非獨立董事一併進行選舉，分別計算當選名額，由所得選票代表選舉權較多者，當選為獨立董事及非獨立董事。」



九十八條規定辦理，獨立董事與非獨立董事應一併進行選舉，分別計算當選名額。依本法設置審計委員會之公開發行公司，其獨立董事至少一人應具備會計或財務專長。」本條規定自 2006 年制定起自今並未有任何實質更動²⁰⁵。依照上開規定，我國的獨立董事選舉，除了與一般董事同樣適用強制累積投票制度之外，獨立董事的選任程序，尚需採取與一般董事一併進行選舉、分別計算當選名額，本文以下統稱為「合併選舉、分別計票」模式，且此選任程序乃係強制規定，並無法透過章程排除。

第三目 合併選舉、分別計票

何謂「合併選舉、分別計票」？詳言之，獨董與非獨董的投票是在同一個表決議案中進行，各股東的表決權數係乘以獨董與非獨董的總席次，而股東可以任意把選舉權數分配給董事或獨立董事。但於投票完成後，獨董與非獨董之候選人應區分開來計算當選名額，亦即獨董候選人只會與其他獨董候選人依各別所獲選舉權數高低進行排序，並計算獨董的當選名額，並不會與非獨董候選人一同排序，非獨董候選人亦同。

具體舉例[設例 1]，A 公開發行公司之董事會共設置 6 席一般董事、3 席獨立董事，而 A 公司共發行 100 股，分別有二位股東甲、乙，各持有 A 公司股份 50 股，假設共有甲乙各推出 6 席一般董事、3 席獨立董事角逐公司經營權，在採取「合併選舉、分別計票」的模式之下，甲、乙於選舉時共可獲得 $9 \times 50 = 450$ 個投票

²⁰⁵ 同樣內容也曾規定於上市上櫃公司治理實務守則第 24 條第 3 項。此外，我國證券交易所亦有公告《○○股份有限公司董事選任程序》參考範例，依照本參考範例第 2 條：「本公司董事及監察人之選任，除法令或章程另有規定者外，應依本程序辦理。」，而有關獨立董事選任程序則規定於本參考範例第 5 條第 2 項：「本公司獨立董事之資格，應符合『公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法』第二條、第三條以及第四條之規定。本公司獨立董事之選任，應符合『公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法』第五條、第六條、第七條、第八條以及第九條之規定，並應依據『上市上櫃公司治理實務守則』第二十四條規定辦理。」

權，而甲、乙均可任意將選舉權集中、分別予一般董事或獨立董事候選人。而若甲選擇將票平均分配給 9 位董事（含獨董）候選人各 50 選舉權，而乙則選擇分配予其所提名的 3 位獨立董事候選人各 100 選舉權，而 6 位一般董事候選人各 25 個選舉權，在計算選舉結果時，獨立董事部分由甲所提出的 3 位候選人與乙所提出的 3 位候選人進行排序，一般董事部分則由甲所提出的 6 位候選人與乙所提出的 6 位候選人進行排序，最終選舉結果會呈現甲共取得全部 6 席一般董事席次，而乙取得全部 3 席獨立董事席次。

第二款 「合併選舉、分別計票」的疑慮

第一目 重壓獨董？重壓普董？

從上述累積投票制的數學計算可知，若獲得最多席次為目標、且不考慮其他因素，理論上，一方僅需將表決權平均分配給「最適人數」的候選人即可，且若雙方都採用最適方案分配表決權，最終的結果不至於令人太意外。

在同時需選出獨董與普董，並採用「合併選舉、分別計票」的選舉方式時，顯然上開關於累積投票制可得計算的「最適策略」並無用武之地。繼續沿用 *Pierce v. Commonwealth* 的股權結構為例，此時系爭公司欲選出 4 席普董、2 席獨董，若套用上開 D'Hondt Remainders Table 計算二派的配票方式，圖表呈現如下：

表格 3: 同時選出獨董與普董試算表格

	普董 1	普董 2	普董 3	普董 4	獨董 1	獨董 2
多數派	20,376	10,188	6,792	5,094	4075	3,396
少數派	18,222	9,111	6,074	4,555	3,644	3,037

資料來源:本文自行整理



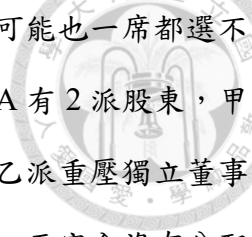
如多數派沿用傳統的最適策略：平均分配表決權予 4 位候選人，且選擇全部分配予普董候選人，在知道此多數派策略的前提下，若乙希望能獲得作多席次數，其所採用的策略顯然不是平均分配表決權予任意 3 位候選人，而是可以極低的選舉權數囊括全部 2 席獨董，然後再將剩下的表決權數分配予普通董事之候選人並取得過半董事席次數。一個重大的問題即隨之而來：投票者應將選舉權分配給普董候選人、抑或是獨董候選人？各候選人應該分配多少表決權數？傳統的配票計算顯然已經不管用。要如何進行配票、最終保證能取得幾席，顯然又是另一個更複雜的數學問題，且似乎無法這麼確定。不過可以確定的是，最終能獲得幾席，非常仰賴己方能否「破解」對手的配票策略²⁰⁶。

第二目 選舉結果可能偏離比例代表精神

在現行法的選舉制度下，若「配票得當」，少數派係有可能翻轉成為經營者。延續上開[設例 1]之情境，僅略微調整股權結構[設例 2]：假設 A 公司有持有過半股權的多數派，及股份數接近一半的少數派。在董事選舉時，多數派股東為掌控公司經營而將選舉權多分配給一般董事，而僅分配較少量的股份給獨立董事，此時若少數派股東將選舉權分配側重於獨立董事，且恰好分配予獨立董事的票略高於多數派股東，其有可能以極低的票數獲取全部獨立董事席次，而少數派股東若將剩下的選舉權重壓在其支持的 2 席一般董事，很有可能就因其配票策略成功，而掌握董事會的多數席次²⁰⁷。

²⁰⁶ 實務界十分強調董事選任的配票策略的重要性，參見：萬國法律事務所（註 197），頁 143-149。

²⁰⁷ 本案例參考自 2019 年福懋油選舉事件。



但同樣的，在極端「配票失策」的情形下，持有大量股權者可能也一席都選不上。假設 A 公司設有 9 席董事席次，其中 3 席為獨立董事，而 A 有 2 派股東，甲派持有 70% 的股份，而乙派持有 30% 的股份。於董事選舉時，乙派重壓獨立董事而分配其所提名的 3 位獨立董事候選人各 10% 股份的表決權數，而完全沒有分配選舉權給董事候選人。然而，乙派的配票策略碰巧或有意被甲派突破，甲派分配給其所提名的 3 位獨立董事候選人各 12% 股份的表決權數，並分配剩餘的 34% 股份給一般董事候選人，依照上開二派的配票結果，甲將完全掌握全部 9 席董事，而持股 30% 股份的乙派，在 9 席董事的選舉中若依照比例分配，理應可獲得 2 至 3 席董事席次，但依照上開配票結果卻會一席董事都未獲得。

會遭遇上開難題，原因顯然是「分別計票」導致獨立董事、一般董事不會單純依照得票高低來進行排名，而是投完票之後再分別計算各自的結果，因此股東如何將表決權分配給獨董及非獨董就會顯得非常重要，如果該位股東最終選擇重壓的對象恰好與對手相同，很可能造成單一類別的候選人激烈競爭並產生「高票落選」的結果、而另外一個職稱類別的候選人卻因為其非配票重心而可以以非常低的票數當選。因此最終各派系會選出幾席董事、獨立董事純看各方策略上的排列組合似乎繫於偶然的勝負，我國選舉制度會導致董事選舉形同「賭博」。²⁰⁸

進一步的問題是，若出現這樣的選舉結果有無不妥？依照邵慶平教授之見解，我國公司法制向來遵循強制累積投票制為核心的「實力派股東本位主義」，而累積投票制使董事席次與股權比例相彷彿「比例代表」精神，理應成為實務上的最大公約數，而依照上開的討論，現行獨董選舉方式顯然有可能一定程度偏離「比例精

²⁰⁸ 史尚寬教授對於「賭博」的定義：「賭博謂二人以上互賭財產，因偶然之勝負，以定其得喪之事。所謂偶然係以主觀的不確定性為已足」，本定義起初雖用於討論賭博罪，但本文認為其對賭博的定義用於討論累積投票制的情形亦為妥適，參考史尚寬，禁賭聲中談賭博犯，軍法專刊，第 9 卷第 9 期，5 頁（1963 年）。

神」²⁰⁹。依照筆者的研究，使用「合併選舉、分別計票」所帶來的問題，於實務上已經出現幾個具代表性的案例²¹⁰。不過，這是否為適用現行選舉制度的一個通常性的問題？問題有多大？採取其他「合併」或「分別」選舉的方式是否呈現不同選舉結構，應有必要透過更嚴謹的方式論證之。關於具體實務案例的介紹予問題、相關數學上的驗證，以及更進一步的立法建議，請參閱本文第四章。

在討論這些問題之前，本文的第三章將先釐清獨立董事採「合併選舉、分別計票」的相關沿革及理由。

第五節 強制累積投票制之現存問題與展望

累積投票制，固然為控制股東以外的實力派股東提供了最直接的監督制衡方法，對於公司治理不良、且又長年把持經營決策的經營者而言，強制累積投票制毋寧為淘汰不良經營者一個十分有效的方法。然而，強制累積投票制的法制環境為實力派股東的形成提供一定誘因，而長久以來法制上所擁護的比例代表精神毋寧塑造了我國公司以數位派系股東共治的實務現象，其間縱然能對於表決權的行使、公司的經營分配達成共識，但是否每一位實力派股東均能維持長久共識並非無疑，一旦協議破裂，公司很有可能捲入經營權爭奪戰，台新彰銀的經營權爭奪戰即為一例，此外，即使公司於經營階層之外並無其他實力派股東的存在，若有外力覬覦該公司經營權，而透過集中市場、公開收購等方式大量購入股票而成為公司的實力股東而改變現存經營局勢。上開的諸多情形，實力派股東應如何分享公司的「政治權力」即成為必然問題，而在現行制度下，透過累積投票制以「合併選舉、分別計票」的方式同時選出獨立董事與非獨立董事，毋寧又為每次的董事選舉帶來更多不確

²⁰⁹ 同本文見解：邵慶平（註38），頁101。

²¹⁰ 詳見第四章第一節所舉的實務案例。

定的因素，勢必對實務帶來許多不必要的消耗。

長遠來看，董事選舉既屬於公司自治之範圍，又對於公司的經營團隊的和諧於否影響甚巨，考量到強制規定所帶來的僵化與問題，本文認為一刀切不適用於所有狀況 (one size cannot fit all)，強制累積投票制有必要廢除之，交由公司自行選擇是否適用累積投票制做為選舉董事的方法。不過，考量到強制累積投票制所形塑的比例代表制精神，或許已然成為我國實務界董事席次分配公平與否的「共識」，若再次廢除此一於我國根深蒂固的制度，似乎將影響法安定性，現實上存在莫大難度，而且，即使再次廢除強制規定，實務反應是否一如既往地不熱烈，也非無疑問。廢除強制規定雖然是長遠之計，但是於現狀上，或可先著眼於強制累積投票制之下較細部的選舉規定，下文將重點置於累積投票制與獨立董事的選舉制度。

第三章 我國選任制度的演變—從監察人到獨立董事



前一章節討論累積投票制沿革、比較法，以及強制累積投票制的立法論問題，並且提出累積投票制在數學公式的運用下，應不會呈現我國董事、獨董選舉的實務問題，本文並進一步指出現行法關於獨立董事與非獨立董事之選舉，才是造成我國公司選舉形同「對賭」的原因。意識到此，本章節的重點將是了解選舉制度立法沿革，從我國監察人的選舉開始，到我國近年引進獨立董事之後，以釐清獨立董事與普通董事採取「合併選舉、分別計票」的原因。

第一節 監察人的選任與沿革

第一項 我國現行監察人的選任制度

監察人是我國公司法下的內部監督機關，除了證交法主管機關要求設置審計委員會以取代監察人的公司之外，監察人係股份有限公司法定、必備且常設之監察機關。而關於監察人之提名，按公司法第 216 條之 1 準用公司法第 192 條之 1 規定，得採候選人提名制度，而採取此制度者股東應就候選人名單中選任之，並應載明於公司章程。主管機關僅有強制上市、上櫃公司監察人選舉採取候選人提名制度²¹¹，而其餘公司可以自行選擇是否採用，但因為目前上市櫃公司均已經設置審計委員會取代監察人，因此對於設置監察人的公司，均無強制採用提名制度。附帶一提，在金管會於 2023 年 3 月所發佈的「上市櫃公司永續發展行動方案」中，研擬於 2025 年將董事候選人的強制適用對象擴及於興櫃公司²¹²。

²¹¹ 金融監督管理委員會 108 年 4 月 25 日金管證交字第 1080311451 號令。

²¹² 金融監督管理委員會，金管會發布「上市櫃公司永續發展行動方案(2023 年)」，2023 年 3 月 28 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno



而至於監察人的選舉方式，依照公司法第 227 條規定：「第一百九十六條至第二百零二條、第二百零八條之一、第二百十四條及第二百零十五條之規定，於監察人準用之。」，董事選舉所適用的強制累積投票制（公司法第 198 條），準用於監察人之選舉。關於董事與獨立董事應如何同時以累積投票制選舉而出？主管機關以函釋規定：「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²¹³……」，意指監察人並不會與董事合併選舉，因此在計算選舉權時，才不得將股份數乘以董事與監察人合計的總人數，換句話說，監察人與董事的選舉係採取「分別選舉」。

第二項 監察人選舉制度的沿革

監察人的選舉是否一直以來都採取分別選舉的方式？監察人制度制定之初採取的是如同現行監察人選任制度的「分別選舉、分別計票」形式，不過，在制度沿革上，監察人的選舉曾有一段時間係「合併」的選舉方式是。理由在於，立法者考量到董事若與監察人分 2 次選舉，事實上必需由數個董事聯合方能選出 1 位監察人，為避免董事與監察人間形成利益依存關係²¹⁴。因此，於 1980 年 5 月 9 日修正公司法第 198 條²¹⁵，將監察人選舉改由與董事選舉合併為之。採取合併選舉的制度底下，由於當時董事與監察人都必須從股東之中選任之²¹⁶，且對於監察人得資格要求相較於董事並無更多資格上的限制，僅當選監察人禁止同時兼任公司董事、經理人

=202303280001&dttable=News（最後瀏覽日：2023 年 5 月 12 日）。

²¹³ 經濟部 81 年 5 月 22 日經商字 212598 號函。

²¹⁴ 參見 1980 年公司法第 198 條之修正理由。

²¹⁵ 1980 年 5 月 9 日修正之公司法第 198 條：「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。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。」

²¹⁶ 參見 1980 年之公司法第 192 條、第 216 條。

及其他職員而已（公司法第 222 條），因此可能會出現同一股東同時當選董事與監察人的情形，於此情形，當時公司法第 198 條第 3 項則規定該同時當選的股東可以自行選擇充任董事或監察人，而缺額再由原選次得票數最高者遞充。值得注意的是，這樣的選舉方式係董事與監察人一併計算得票高低，而並無要求應該要分別計票，因此與現在的獨立董事仍有所不同。

然而，修法後才經過三年，1983 年即刪除公司法上關於合併選舉的規定。主管機關提出的主要修法理由有二：其一是考量到監察人與董事行使職權的方式不同，因此不宜併同選舉；其二是考量到合併選舉會增加總應選席次，使股東有機會以較低門檻的股權比例選上一席監察人，若有別具用心的股東一旦當選，即可假行使監察之名，利用隨時調查公司業務之手段，滋擾公司以謀其利益²¹⁷，而董事、監察人分別選舉之規定則沿用至今²¹⁸。

第三項 現行監察人選舉制度的疑慮

第一款 分別選舉與人數的關係

公司法要求應設置的監察人之席次數非常少，依照公司法之規定，公開發行公

²¹⁷ 參見：經濟部 81 年 5 月 22 日經商字第 212598 號函：「按民國 69 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 198 條第 2 項、第 3 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 72 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 69 年之修正意旨相違，爰予刪除前揭第 2、3 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。」；另可參見：立法院公報，72 卷 89 期，頁 48-49；柯芳枝，日本法上外部監察人制度之探討，國立臺灣大學法學論叢，25 卷第 1 期，頁 19，註 64（1995 年）。

²¹⁸ 對於法制史的相關介紹另可參照：賴英照，法制的移植—從公司律到獨立董事，國立臺北法學論叢，第 84 期，頁 31-41（2012 年）。

司至少須設置 2 席監察人²¹⁹，而非公開發行公司設置 1 席以上之監察人即可²²⁰，而若是政府或法人股東一人所組織之股份有限公司，甚至得依章程規定不設置監察人²²¹，而實務上，公司往往也僅設置法律規定的最低監察人人數。當公司僅設置 1 至 2 席監察人，而制度上又要求監察人與董事分別選舉時，選上 1 席監察人的持股比例需要相當大²²²，而候選人必須藉由大股東的支持才可能當選。

第二款 監察人欠缺獨立性、監督效能不彰

在 2000 年左右，我國曾發生一系列驚心動魄的公司弊案，如博達、訊碟等，大大損及投資人的利益，對此，學者皆認為，係作為監督機關的監察人無法發揮預期中實質監督董事會的功能²²³，最大的原因正是監察人欠缺獨立性所致。由於監察人的選舉係與董事同採累積投票制，導致監察人與董事無可避免的由同一股東集團所選出²²⁴，且由於監察人人數通常約為董事會的 3 分之 1，必須透過大股東、或數位董事的聯手支持，否則無法順利當選為監察人²²⁵。此外，劉連煜教授尚指出，由於我國家族企業甚多，而在該類型企業中往往由同一家族的人馬出任董事、監察人，而近親關係也往往影響監察人功能的發揮²²⁶。

²¹⁹ 公司法第 216 條第 2 項。

²²⁰ 公司法第 216 條第 1 項後段。

²²¹ 公司法第 128 條之 1。

²²² 若以柯爾公式 (Cole's Formula) 計算之：若要取得 2 席監察人中的 1 席，則約莫需掌控 3 分之 1 的股權。

²²³ 柯芳枝 (註 217)，頁 19-20；楊敏華，企業與法律—公司治理之監事制度研究，初版，頁 233-238 (2004 年)。

²²⁴ 余雪明，獨立董事與投資人保護，收於：翁岳生等，馬漢寶教授七秩榮慶論文集—法律與當代社會，頁 103-104 (1996 年)。

²²⁵ 柯芳枝 (註 217)，頁 19-20；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，國立臺灣大學法學論叢，29 卷 4 期，頁 193-195 (2000 年)。

²²⁶ 劉連煜 (註 31)，頁 631-633。劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究—公司自治、外部監控與政府規制之交錯，月旦法學雜誌，94 期，頁 136-137 (2003 年)。



第三款 學者紛紛建議採「合併選舉」

由於監察人欠缺獨立性時常為人詬病，學者紛紛將矛頭指向監察人的選舉制度，認為應採取「合併選舉」能減緩問題的嚴重性。於 2001 年至 2011 年期間，我國雖轉而採取「任意累積投票制」，但主要論者幾乎均支持監察人應維持累積投票制的採用，此外，為了發揮累積投票制的效果，使少數股東增加當選的機會，學者也多認為應採「合併選舉」的方式，藉此強化公司的監督機能²²⁷，相關學者見解臚列如下：

柯芳枝教授認為²²⁸：在我國法制採取任意累積投票制時期，柯芳枝老師認為，監察人應維持累積投票制的適用，理由在於，在採取累積投票制之下，少數股東所支持的監察人候選人方有機會當選，有助於達到監督的目的，而另一方面，由於監察人並非業務執行機關，累積投票制所帶來的派系對立若發生於監察人之間，並不會影響公司業務的正常經營。但採取累積投票制的前提是，監察人的人數至少在二人以上。解釋老師的意思，應係為避免公司改採全額連記法後所產生贏者全拿的效果，導致監察人所有席次毫無疑問的被控制股東所囊括，而加劇監察人與經營階層沆瀣一氣的弊端。

黃銘傑教授認為，監察人係單獨行使職權，且在於以公正第三人的立場監督董事會的業務執行，並調和多數派股東與少數股東之間的利益衝突，不應將監察人的選任方式與董事的選任方式相掛勾，避免董事與監察人由同一集團股東選出²²⁹。

²²⁷ 亦可參照邵慶平，論公司資訊權的規範：以董事資訊權的增訂爭議為中心，東吳法律學報，30 卷 4 期，頁 15 (2019 年) 之整理。

²²⁸ 柯芳枝 (註 33)，頁 358。

²²⁹ 黃銘傑，監察人，收於：賴源河等著，新修正公司法解析，2 版，頁 289 (2002 年)。



劉連煜教授認為：應恢復董監併同選舉制，使監察人的當選脫離董事的控制，方能加強監察人的獨立性²³⁰。

蔡昌憲教授認為：為提升監察人的獨立性，避免監察人因為利益依存關係而不實施監察權，解決方法之一係為恢復董監合併選舉制度，使監察人的產生不再受到董事、控制股東的左右²³¹。

綜上而論，累積投票制最大的特色是反映股權比例、防止贏者全拿，但因為監察人與董事採取分別選舉，且監察人席次數往往較少，累積投票制在監察人選舉中的效果毋寧遭到某程度的縮減，往往僅有掌控相當多股權的股東或派系有能力選上監察人，而通常能選出監察人者為公司的控制股東，因此也導致監察人依附於控制股東，而無法妥適監督控制股東所掌控的董事會。而為改善公司內部監控不彰的問題，我國學者除了建議董監合併選舉外，亦曾建議加強監察人之功能，並推行獨立董事制度以加強公司之內部控制²³²，而於 2000 年左右，主管機關亦開始著手研議並推動獨立董事制度。

第二節 從獨董制度之引進談「合併選舉、分別計票」的成因

監察人選舉並非從始自終都採取「分別選舉」的方式，主管機關也曾顧慮監察人依附於大股東的情節嚴重，而修法改採「合併選舉」的方式以增加控制股東之外的其他股東有選上監察人的機會，但是修法未久，卻又旋即改回原來的「分別選

²³⁰ 劉連煜，現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案——從實證面出發，政大法學評論，114 期，頁 138-139（2010 年）。

²³¹ 蔡昌憲，省思公司治理下之內部監督機制——以獨立資訊管道的強化為核心，政大法學評論，141 期，頁 252（2015 年）。

²³² 余雪明（註 224），頁 103-104；王文宇，從公司治理論董監事法制之改革，台灣本土法學雜誌，34 期，頁 110（2002 年）。

舉」方式。然而，在獨立董事制度引進之後，主管機關對於同為公司內部監督機制之一環的獨立董事，卻是一反於先前的態度而採取「合併選舉」，難道其不擔心也會有「別有用心」之人滋擾公司以謀其利益？下文將從獨立董事制度的引進過程來釐清上開問題。

第一項 獨立董事、審計委員會制度的移植

獨立董事、審計委員會制度²³³源自於美國法下單軌制的公司治理架構，與我國法繼受德、日所形成的雙軌制公司治理架構有所差異，但有鑒於我國上市公司一度頻傳弊案，而作為公司監督機關的監察人被各界詬病監督效能不彰，關於引進獨立董事以改善公司治理的論調也日漸成為主流，也因此，我國法於 2006 年於法律層級中（證交法）制定獨立董事制度，且新制度於 2007 年 1 月 1 日開始施行。不過，值得注意的是，我國對於獨立董事制度的採用，在其正式法制化之前就已經透過證交所、櫃買中心所頒布的自律規範，如上市（櫃）審查準則、上市上櫃公司實務治理守則，要求上市櫃公司應設置足額的獨立董事²³⁴，否則不准上市（櫃）交易，並規定獨立董事應具備之「獨立性」的判斷標準²³⁵。依照相關文獻記載，在當年修改證交法之時，已約有 400 家上市櫃公司設置獨立董事²³⁶，有論者指出，2006 年法制化所帶來實質的變動，係當獨立董事組成審計委員會時，法律賦予獨立董事監察權，而與之前行政院內部會議所達成的共識有所不同²³⁷。無論如何，關於監察人制

²³³ 在單軌制之下，董事會除了可以將部分職權授權予審計委員會之外，還可設置其他功能委員會，而我國也有立法引進薪酬委員會，但礙於篇幅，以下僅就於我國法制下取代監察人制度的審計委員會進行討論。

²³⁴ 在透過自律規範引進獨立董事制度之初，並非全然採取獨立董事制度，而係透過上市（櫃）契約要求同時備置足額的獨立董事與獨立監察人，參見：2002 年 7 月修正後台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 9 條第 1 項第 10 款。

²³⁵ 關於「董事會、監察人有無法獨立執行其職務」之要求，係於 91 年 8 月 29 日訂入上市審查準則補充規定第 17 條第 1 項。

²³⁶ 劉連煜，公開發行公司董事會、監察人之重大變革：證券交易法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論，台灣本土法學雜誌，79 期，頁 328-329（2006 年）。

²³⁷ 即獨立董事執行原公司法的董事行政權，而不具有監察人的職權。參見：劉連煜，證交法新修

度過渡到獨立董事的制度變動早於獨董制度正式法治化前就已經萌芽。



第二項 獨立董事與獨立監察人並存時期

依照早年文獻中提及，我國約在 1990 年代初期，就公司申請上市（櫃）時，就曾「個案性」的要求股權較為集中的公司應承諾選出 2 席「外部董事」，不過由於當時法源不足，且未能切實追蹤，以至於上開引進外部董事的作法並未能落實²³⁸。而我國以與證交所、櫃買中心締結契約方式通案性的引進獨立董事制度，係直到 2002 年，證券交易所修訂台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則、櫃檯買賣中心修訂之證券商營業處所買賣有價證券審查準則，規定 2002 年 2 月 22 日以後向證交所申請有價證券上市之公司、及 2002 年 2 月 25 日以後向櫃買中心申請有價證券上櫃之公司應設置有規定最低限制人數的獨立董事與獨立監察人，否則不宜上市、上櫃²³⁹。至於已上市、上櫃的公司，依證交所與櫃買中心共同制定之上市上櫃公司治理實務守則（下稱實務守則），應增補獨立董事與獨立監察人至最低限制人數²⁴⁰。

規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論，法官協會雜誌，第 8 卷第 1 期，頁 54（2006 年）。

²³⁸ 余雪明，臺灣新公司法與獨立董事(上)，外國法律，123 期，頁 63（2002 年）。

²³⁹ 相關法規請參照：民國 91 年 2 月 22 日修正臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 9 條第 12 款、民國 91 年 2 月 25 日修正財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 10 條第 12 款及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第十條第一項各款不宜上櫃規定之具體認定標準、臺灣證券交易所股份有限公司上市公司設置獨立董事、監察人之相關處置措施（發布日期：民國 91 年 8 月 9 日）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司設置獨立董事、監察人之相關處置措施（發布日期：民國 91 年 12 月 11 日）；及相關文獻記載：賴英照（註 218），頁 23-24；曾宛如，我國有關公司治理之省思——以獨立董監事法治之改革為例，月旦法學雜誌，103 期，頁 63-65（2003 年）。

²⁴⁰ 參照 2002 年 10 月 4 日公布之上市上櫃公司治理實務守則第 21 條：「上市上櫃公司對於董事會最低席次及其中獨立董事資格條件、認定標準與最低席次或所占比例等事項，應依證券交易所或櫃檯買賣中心規定辦理。」、第 24 條：「上市上櫃公司除已依證券交易所或櫃檯買賣中心規定辦理外，應規劃適當之獨立董事席次，經依第二十二條規定辦理後，由股東會選舉產生，獨立董事席次如有不足時，應適時辦理增補選事宜。上市上櫃公司如有設置常務董事者，常務董事中宜有獨立董事至少一人擔任之。」、第 41 條：「上市上櫃公司應考量整體營運需要，並應依證券交易所或櫃檯買賣中心規定，訂定監察人最低席次及其中獨立監察人資格條件、認定標準與最低席次或所占比例等事項。」、第 43 條：「上市上櫃公司除已依證券交易所或櫃檯買賣中心規定辦理外，應規劃適當之獨立監察人席次，經依第四十二條規定辦理後，由股東會選舉產生，獨立監察人席次如有不足時，應適時辦理增補選事宜。獨立監察人宜在國內有住所，以即時發揮監察功能。」



由此可知，主管機關除了要求上開公司設置獨立董事，尚要求公司設置至少 1 席的「獨立監察人」。此外，雖然於實務守則中建議上市櫃公司「宜優先設置審計委員會」但尚無以審計委員會取代監察人規劃，係在雙軌制的框架之下於董事會增設獨立董事席次²⁴¹，不過，如此法制上的設計，將可能導致獨立董事、審計委員會與獨立監察人間可能出現功能重疊的問題，依據學者文獻記載，當時正在研議的相關修法方向，對於新法應朝向單軌制或雙軌制亦尚未有定見²⁴²。

至於董事之選舉，值得注意的是，於此時期公司法採取的是「任意累積投票制」，在當時的法制底下，公司除可以於章程排除累積投票制使用，還可以就「外部」或「獨立董事」的名額、資格、提名程序、產生方式做另外的規定²⁴³。關於此時期的獨董與非獨董的選任方式，在證交所原先擬定之上市上櫃公司治理實務守則中，認知到獨立董事的功能與一般董事有所區別，且為保障選舉後獨立董事得以達到規定的基本席次及比例，因此，草案中曾規定股東會就同一屆董事應分別獨立董事、一般董事進行選舉，且分別計票之²⁴⁴，而最後選舉結果的全體董事合計席次、合計持股比例應符合規定，不過，依據相關文獻記載，此一草案內容後被經濟部商業司認為與公司法不符，最終沒有被訂入正式條文中²⁴⁵。

²⁴¹ 參照 2002 年 10 月 4 日公布之上市上櫃公司治理實務守則第 28 條：「上市上櫃公司宜優先設置審計委員會，其主要職責如下...審計委員會應有獨立董事參與並擔任召集人，且宜邀請獨立監察人列席。前項之獨立董事應至少有一名具有會計或財務專業背景。」。

²⁴² 林仁光，公司治理之理論與實踐—經營者支配獲股東支配之衝突與調整，收於：社團法人台灣法學會編，台灣法學新課題（一），初版，頁 173（2003 年）。

²⁴³ 余雪明，董事及董事會，收於：賴源河等著，新修正公司法解析，2 版，頁 257（2002 年）。

²⁴⁴ 證券交易所上市上櫃公司治理準則草案第 34 條，參見：王文宇（註 232），頁 113。

²⁴⁵ 由於本文無法直接尋得立法意旨，因此參考相關二手文獻：陳春山，董事責任與獨立董事，第 2 版，頁 69（2013 年）。另外，依據經濟部 91 年 3 月 11 日經商字第 09102039620 號（107 年廢止）：「……公司股東常會或臨時會選任董事、監察人時，自應依前揭（註：公司法第 198 條）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。」觀察本函釋的文字，似乎可以看出主管機關並不贊同董事與獨立董事各自分別與監察人進行選舉。

第三項 台鹽案



在獨立董事與獨立監察人並存的時期，臺鹽實業股份有限公司（下稱台鹽）曾陷入一時選不出獨立董事與獨立監察人的窘境，而引起各界矚目。台鹽公司於 2003 年完成民營化，並於證交所股票上市，該公司並預計於 2004 年 2 月召開股東臨時會改選 2 席獨立董事、1 席監察人以滿足申請上市公司設置最低獨立董監的要求。然而，立法院在編列 2003 年度國營事業預算時曾經做成決議，要求公股股權不得支持非公股代表，而由於經濟部持有台鹽達 40%，對於此部分公股股權因上開限制而無法支持不能作為政府、法人代表的獨立董監事，因此，該次獨立董監事的產生勢必依靠非公股之股東支持才能選出²⁴⁶。而另一方面，市場派亦不願意將表決權分給無派系色彩的獨立董事，因此導致台鹽公司獨立董事一度「難產」而險些遭受「下市處分」²⁴⁷。

第四項 獨董的正式法制化與強制採取候選人提名制度

2006 年證交法修法正式引入獨立董事與審計委員會制度，並於該年度強制「金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司」依證交法須設置 2 席、且不得少於董事總席次數 5 分之 1 的獨立董事。此外，當年度證交法修正時也同時增訂證交法第 14 條之 4：「已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。」，明確採取監察人與審計委員會擇一的立法模式，且 2006 年 9 月 27 日上市審查準則修正時，亦刪除獨立監察人的要求，不過，尚未強制任何公司

²⁴⁶ 凌非典，要選獨立董監 得靠股市金主支持 台鹽董監改選烏龍，今周刊，2004 年 1 月 15 日，<https://www.bustoday.com.tw/article/category/183016/post/200401150027/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 15 日）。

²⁴⁷ 參見：邵慶平（註 8），頁 275-276。



設置審計委員會，而係採自願模式²⁴⁸。

在獨立董事強制適用於部分公司的同時，依照 2006 年 3 月 28 日訂定之公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條第 1 項規定²⁴⁹，主管機關亦同步要求獨董的選舉必須採取「強制」董事候選人提名制度。按公司法第 192 條之 1 係於 2005 年新增，在此之前係採取章程自願訂入的模式，相對於獨立董事的強制適用，主管機關直到 2019 年方全面強制上市櫃公司董監事選舉採用董事候選人提名制度²⁵⁰。

因此，除了自願採取候選人提名制度的公司之外，許多公司在獨立董事引進之初，係僅有獨立董事採取董事候選人提名制度，而非獨立董事則無，此現象從經濟部經商字第 09502011990 號函即可見一斑：「依公司法第 192 條之 1 第 1 項規定，公開發行股票公司董事選舉，『得』採候選人提名制度；又依證券交易法第 14 條之 2 第 1 項但書規定，經主管機關要求應設置獨立董事者，其獨立董事之選舉，依同條第 2 項規定，『應』採候選人提名制度。至非獨立董事部分是否亦採提名制度，則由公司股東會修正章程時自行決定。（括號為筆者所加）²⁵¹」；此外，經濟部經商

²⁴⁸ 行政院金融監督管理委員會金管證一字第 0950001617 號令：「公開發行公司於九十六年一月一日前同時符合下列條件設置審計委員會者，自九十六年一月一日起，視為依證券交易法第十四條之四規定自願設置審計委員會，並應依『公開發行公司審計委員會行使職權辦法』辦理，同時廢除監察人：一、九十五年度因董事、監察人任期屆滿而全面改選，並選任獨立董事。二、其獨立董事除不適用『公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法』第五條關於應採候選人提名制規定外，有關資格條件、兼職限制及獨立性認定等均符合上開辦法之規定。三、其審計委員會應由全體獨立董事組成，人數不得少於三人，且至少一人應具備會計或財務專長。」。

²⁴⁹ 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條第 1 項：「公開發行公司獨立董事選舉，應依公司法第一百九十二條之一規定採候選人提名制度，並載明於章程，股東應就獨立董事候選人名單中選任之。」本條文自 2006 年制定自今並未有任何文字上的修正；另可參照經濟部 95 年 2 月 8 日經商字第 09502011990 號函：「一、公開發行股票公司獨立董事應採候選人提名制度者，其提名方式應比照公司法第 192 條之 1 之規定辦理。」。

²⁵⁰ 參見金融監督管理委員會金管證交字第 1080311451 號令：「上市（櫃）公司董事及監察人選舉應採候選人提名制度，並載明於章程，股東應就董事及監察人候選人名單中選任之。」；另外，主管機關於 2015 年要求申請上櫃之公司強制採用本制，見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃審字第 10400293141 號公告：「……本國公司申請股票上櫃及外國公司申請股票第一上櫃應於章程載明，其董事、監察人選舉應採候選人提名制度……」。

²⁵¹ 經濟部 95 年 2 月 8 日經商字第 09502011990 號函。

字第 09502407770 號函即明文提及：「獨立董事採候選人提名制，非獨立董事非採候選人提名制，且公司亦未採用書面或電子方式行使表決權者²⁵²」時，應於同次股東會先修正章程變更非獨立董事人數之後，再依照新修章程使獨立董事、非獨立董事合併選舉。為何唯獨要求獨董適用公司法第 192 條之 1，而非全面適用或不適用？此與「合併選舉、分別計票」的採取有相當之關聯，請參照下述分析。

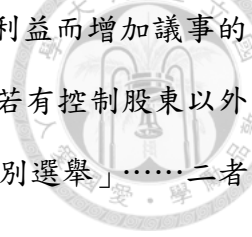
第五項 採取「合併選舉、分別計票」的原因分析與相關學者見解

關於監察人與獨立董事選舉制度的演變，不禁令吾人質疑其間非無矛盾之處，詳言之，對於監察人的選舉，公司主管機關擔憂「別具用心的股東」若選上監察人可能對於公司治理產生滋擾，因此自 1983 年以來均認為應採「分別選舉」制度；然而，在同具有監督權限的獨立董事引進後，主管機關對於獨立董事選舉卻一反前開態度，反而認為應該強行採取「合併選舉、分別計票」的模式。主管機關此一見解的不同，難道係認為「別具用心的股東」若選上獨立董事時，對於公司的滋擾較小？而另一方面，如果認為主管機關於對於獨立董事的選任採取合併選舉的態度，係因為主管機關想透過席次數的增加使具有相當股權的少數股東更容易選上董事，以增加董事間制衡的效果，那為何對於監察人的選舉遲遲不改回合併選舉？

第一款 為何採取「合併選舉」而非「分別選舉」？

為何獨董、監察人選舉會有合併、分別選舉的不同，其中一個可能性是主管機關考量二種選舉模式所產生的不同效果，而依其性質應分別適用於獨立董事與監察人制度中。不過，董事會屬於公司業務執行機關係以合議制行使職權，若主管機關確有此意，合併選舉的效果是降低選出 1 席董事的持股門檻，使其他派系股東

²⁵² 經濟部 95 年 4 月 3 日經商字第 09502407770 號函。



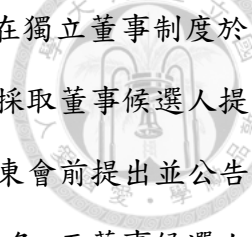
之代表更容易進入董事會，將可能增加董事會須妥協更多派系利益而增加議事的困難度；而反觀監察人係公司的監督機關，且係獨立行使職權，若有控制股東以外的其他派系司職監督似無不可，然而，主管機關卻反而採取「分別選舉」……二者相較，非無本末倒置之嫌，因此此一假說並不合理。

或許有一個更為單純的理由，使主管機關不願意採「分別選舉」之方式。由上開獨立董事的引進沿革可知，即使如今的發展方向係朝向於董事會下設置功能委員會以取代監察人的方式，我國在正式於證交法中引進獨立董事制度之前，對於公司應採單軌制抑或是雙軌制曾經有過掙扎。而我國正式落實單軌制，係直到 2013 年，金管會以函釋要求實收資本額 500 億元以上非屬金融業之上市櫃公司應設置審計委員會取代監察人²⁵³，而在此之前，早於 2006 年金管會就已強制上開類型公司設置獨立董事，可想而知，許多上開類型公司係在還設有監察人的情形下設置獨立董事。倘若此時主管機關再要求獨立董事之選舉亦採取「分別選舉」，雖非不可行，但勢必出現分別選舉三種職業類別的詭異現象，因此，本文推測主管機關或係顧慮此情，且同時考量到獨董與非獨董均為董事會成員，行使職權方式類似，使二者併同選舉亦非不可，因此採取「合併選舉」方式。

第二款 為何採「分別計票」而非「合併計票」？

主管機關採取「合併選舉」的方式是可以理解的，然而，為何捨最直觀的董監「合併計票」而不用，而要求獨立董事與非獨立董事必須「分別計票」？理由應係為確保公司選出足額的獨立董事。在我國引進獨立董事之初，因獨立董事係為保護全體股東而存在，理論上並不能帶有「股東色彩」，顧及於此，公司的股東們並不樂意將自己股權比例應得的普通董事席次拱手讓出，轉而支持獨立董事，而最明顯

²⁵³ 金融監督管理委員會 102 年金管證發字第 1020004592 號令。



的例子即為上開介紹的台鹽案。為避免這樣的情形再次發生，在獨立董事制度於2006年訂入證交法時，主管機關即同步要求獨立董事之選任應採取董事候選人提名制度，而採取董事候選人提名制度²⁵⁴，董事候選人名單必須股東會前提出並公告之，而不能於選舉當下再於選票中記載獨董候選人的方式進行提名。而董事候選人提名制度結合「合併選舉、分別計票」的效果是，只要公司能提名大於或等於應選席次的獨立董事候選人、且或多或少有分配表決權予每一位候選人，因獨立董事只與獨立董事競爭當選順位，即使大股東不願意分配過多的選舉權予獨立董事候選人，也不會因為票數最高者全為非獨立董事而排擠到獨立董事的席次，如此一來，就可以確保順利產出足額的獨立董事席次。

第三款 學者之見解

根據本文的研究，學者多有對監察人應合併選舉或分別選舉發表意見，且多數會支持「合併選舉說」以減緩監察人獨立性的問題。然本文觀察我國學說、實務之見解，直接對於獨立董事「合併選舉、分別計票」所衍生的問題與討論，有著墨者似乎並不多。關於獨立董事現行選舉制度，本文爬梳相關學者見解並臚列如下：

明確採取合併選舉立場者如劉連煜教授，與其上開支持監察人應與董事同時選舉的觀點一致，其認為獨立董事若與董事同時選舉，控制股東的表決權較易分散，而使少數派股東得透過集中表決權於特定人的方式而當選為經營或監督階層，而因此解決獨立董事、監察人必須仰賴大股東才能當選的壓力，如此一來，日後當選行使職權較可能發揮監督的功能²⁵⁵。須注意者係，劉老師其實僅就合併或分別選舉進行討論，似乎並無將分別計票的問題考慮在內。

²⁵⁴ 經濟部95年2月8日經商字第09502011990號函。

²⁵⁵ 劉連煜（註230），頁84。



對於現行制度提出質疑者為邵慶平教授，邵教授認為在累積投票制之下有意角逐董事席次的實力派股東本就須考慮持股比例與當選席次的配票問題，而在獨董/非獨董的選舉採擇「合併選舉、分別計票」的選舉方式下，配票策略的影響尤大，所產生的結果可能會顛覆累積投票制的比例精神，而可能會出現多數派席次較少、少數派席次較多的情形²⁵⁶。

亦有同時注意到董事選舉的不安定性、及獨董的獨立性問題之論者。其認為採取「合併選舉、分別計票」之目的雖係降低獨立董事受控制股東之影響，但在現行制度下，控制公司仍可透過精細的配票方法，贏得全部席次，故應引進提名委員會根除獨立董事受到派系控制的問題。再者，累積投票制讓志在贏得董事席次者，更汲汲營營於選舉的策略，而造成董事選舉形同賭注成了必然現象，不過，若因福懋油案的影響而將獨立董事選任制度改為分別選舉，目的只是為了鞏固持股較多的公司派經營權，應不具有正當性及妥當性，論者並指出，獨立董事與一般董事之職權不同，二者不應適用同一套選舉制度²⁵⁷。

第三節 獨董與審計委員會的漸進式實施

第一項 獨董實施對象的擴張

依照證交法第 14 條之 2 規定，公開發行公司「得」依章程規定設置獨立董事，原則上係採取自願設置的模式，但本條但書授權主管機關應視「公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況」，強制要求公開發行公司設置獨立董事，在此授權

²⁵⁶ 邵慶平（註 38），頁 101。

²⁵⁷ 陳連順（註 13），頁 13-18。



之下，金管會逐步依照公司的業別（例如是否為金融業）、以及公司的實收資本額，以函釋完成公開發行公司獨立董事之強制設置²⁵⁸。各類型公司強制設置獨董時辰如下表所示：

表格 4:各類型公司強制設置獨董時程表

強制設置 獨董時間	最晚完成設 置時間 ²⁵⁹	公司業別、實收資本額	設置人數
2006年3 月28日	2008年6 月	金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司	不得少於2 人，且不得少 於董事席次 1/5
2011年3 月22日	2013年6 月	金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司	不得少於2 人，且不得少 於董事席次 1/5
2013年12 月31日	2016年6 月	依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券公司、保險公司、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)期貨商，及非	不得少於2 人，且不得少 於董事席次 1/5 ²⁶⁰

²⁵⁸ 金融監督管理委員會金管證一字第 0950001616 號令、金管證發字第 1000010723 號令、金管證發字第 1020053112 號令、金管證發字第 1070345233 號令。

²⁵⁹ 因函釋考量到若有公司現任董事、監察人任期尚未屆滿而未屆改選期間，允許得自現任董事或監察人任期屆滿時，始適用之。

²⁶⁰ 另值得注意：2014年2月19日上市審查準則修正時，除要求獨立董事至少二人外，同時增加要求須不低於董事席次五分之一；2017年8月11日上市審查準則修正第9條第1項第9款時，復增加要求獨立董事須至少三人。

		屬金融業之所有上市（櫃）公司	
2020 年 1 月 1 日	2022 年 6 月	非屬金融業之興櫃公司	不得少於 2 人，且不得少 於董事席次 1/5

資料來源：本文自行整理

綜上所述，至 2022 年 6 月為止，所有公開發行之金融業，以及所有上市、上櫃及興櫃以上之公司均應依主管機關函釋設置獨立董事。此外，關於獨董之人數，若上市公司之董事長與總經理為同一人，或互為配偶、一等親等親屬者，應於 2023 年設置 4 人以上獨董，而董事席次數超過 15 人者，獨董人數不得少於 5 人，並應有過半數董事未兼任員工或經理人²⁶¹。

第二項 審計委員會實施對象的擴張

至於審計委員會的設置方面，主管機關要求所有的上市櫃公司於 2022 年 6 月前完成審計委員會之設置。根據筆者的調查，截至 2022 年 12 月止，全部總計 1779 家上市櫃公司已完成設置審計委員會²⁶²。如同獨董的漸進式改革，主管機關區分公司類別，擴大審計委員會的強制適用²⁶³，相關時辰如下表呈現²⁶⁴：

表格 5:各類型公司強制設置審計委員會時程表

要求強制設置	最晚完成設置	公司業別、實收資本額
--------	--------	------------

²⁶¹ 參照：臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第 4 條。

²⁶² 臺灣證券交易所—公司治理中心，審計委員會設置情形，<https://cgc.tws.e.com.tw/auditCommittee/chPage>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 15 日）。

²⁶³ 學者指出我國獨立董事及審計委員會的設置，似透過管制策略金字塔的政策視角，設計出具滑坡效應的漸進式改革策略，參見：蔡昌憲，從行為經濟學觀點初探臺灣獨立董事與審計委員會之漸進式改革，月旦民商法雜誌，79 期，頁 45-58（2023 年）。

²⁶⁴ 參照：金融監督管理委員會金管證發字第 1020004592 號令、金管證發字第 10200531121 號令、金管證發字第 10703452331 號令。

時間	時間	
2013年2月20日	2016年6月	金融控股公司、銀行、票券公司、保險公司與上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商,及實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司
2013年12月31日	2017年6月	證券投資信託事業、非屬上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商及上市(櫃)期貨商,與實收資本額達新臺幣一百億元以上未滿新臺幣五百億元非屬金融業之上市(櫃)公司
2017年1月1日	2019年底	實收資本額達新臺幣二十億元以上未滿新臺幣一百億元之非屬金融業上市(櫃)公司
2020年1月1日	2022年6月	實收資本額未滿新臺幣二十億元非屬金融業之上市(櫃)公司

資料來源:本文自行整理

第三項 公司治理架構與選舉制度

綜上所述,目前我國公開發行公司的治理架構仍存有三種類型。分別是 1.董事會尚未設置獨立董事、設置監察人,屬此類者為非上市、上櫃或興櫃的公開發行公司,且並未自願設置獨董及審計委員會,此外,依主管機關解釋,非公開發行公司不可設置獨董,因此也屬於此類²⁶⁵; 2.董事會設置獨立董事、設置監察人,屬此類

²⁶⁵ 經濟部 97 年 9 月 19 日經商字第 09702347670 號函:「按公司法尚無獨立董事之規定;獨立董事係規範在證券交易法中,公開發行公司始有適用。是以,非公開發行公司設立獨立董事,自不可行。依公司法第 128 條之 1 規定:『政府或法人股東一人所組織之股份有限公司,不受前條第 1 項之限制。該公司之股東會職權由董事會行使,不適用本法有關股東會之規定。前項公司之董事、監察人,由政府或法人股東指派。』準此,政府或法人股東一人所組織之股份有限公司,其董事係由

者為非上市、上櫃的公開發行公司，且並未自願以審計委員會取代監察人；3. 董事會設置獨立董事、且以審計委員會取代監察人，屬此類者主要為上市、上櫃公司，亦包含非屬上市櫃但已設置審計委員會之公開發行公司。



採用上開第一種模式的公司，由於設有監察人而無獨董，因此僅一次選出二種類別之負責人，採「分別選舉」方式；而對於採用第二種治理模式的公司，因同時設有監察人與獨立董事而需要選出三種類別之負責人，故董事選舉時將以「合併選舉、分別計票」的方式選出獨董與非獨董，而再另外分別選出監察人；至於採用第三種治理模式的公司，則相較單純，係以「合併選舉、分別計票」的方式選出獨董與非獨董即可。

政府或法人股東指派，尚無依同法第 192 條第 1 項由股東會選任之問題。」。

第四章 「合併選舉、分別計票」的問題與改革

—以上市櫃公司為中心



本文的第三章，整理監察人制度到獨立董事的制度變遷歷史，並從中歸結出我國採取「合併選舉、分別計票」的原因，而本章節將進一步對實務現狀、現行制度產生的博弈性質及其利弊、相關改革方案做進一步的驗證與分析。截至今日，上市櫃公司都已經採取審計委員會取代監察人的模式。也因此，在我國現行制度下，公開發行公司之治理架構雖存在三種型態，但從主管機關擴大適用審計委員會趨勢觀之，未來似有意將公開發行公司全面導向單軌制²⁶⁶。為避免討論複雜化，本章對於獨立董事選任制度的討論，將會是以設置審計委員會之上市櫃公司為主要討論對象。

第一節 合併選舉、分別計票所產生的實務爭議

我國將獨立董事制度法制化的同時，對獨董、普董的選舉制度也同步採取「合併選舉、分別計票」，除了前開已經提及的福懋油案外，本文將從其他實務上較矚目的案例觀察，以明確實務問題的輪廓。

第一項 2019 年福懋油選舉事件

福懋油公司於 2019 年董事改選時發生多數派敗給少數派，少數派不僅取得多數董事會席次，亦同時取得全部審計委員會之成員，本件顯示的相關問題與討論請

²⁶⁶ 郭大維，我國公開發行公司功能性委員會法制之解構與再建構，財產法暨經濟法，60 期，頁 35（2020 年）。

參照本文第二章第一節。



第二項 2018 年台新金選舉事件

近年，以寶佳建設股份有限公司為首的寶佳機構（下稱寶佳）對於多家金融機構發起參股行動，參股對象包括台中商銀、三信商銀、台企銀、中華票券等公司²⁶⁷。其中，最受到大眾矚目的是寶佳於 2018 年對台新金融控股股份有限公司（下稱台新金或公司派）所發動的董事會競選。寶佳集團自 2016 年即投資增加對於台新金的持股，並參與角逐台新金 2018 年董事改選之名額，在台新金控該年度的董監選舉中，總共改選 7 席董事（包含 3 席獨立董事）²⁶⁸，截至該年股東會前夕，寶佳陣營本身已持有台新金控 9.95% 的股份，成為台新金的最大單一股東，外界預測，若台新金將股權平均分配給 7 位候選人，則寶佳至少可以拿下 1 席董事²⁶⁹。在配票策略上，寶佳將其掌握的股權數量集中爭取獨立董事席次，並通過多席次的提名以降低配票策略被公司派猜中的機率（寶佳共提名 2 席普通董事與 1 席獨立董事）。最終，因公司派獲得外資支持、四大政府基金，而且寶佳重壓獨董候選人的配票策略被公司派「識破」，導致寶佳 1 席董事均未取得，而由公司派全拿席次²⁷⁰。

²⁶⁷ 劉俞青，砸 150 億換不到一席董事 寶佳慘敗三關鍵，今周刊，2018 年 6 月 14 日，<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201806140040/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 1 日）；另可參見，楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，頁 407-411（2020 年）。

²⁶⁸ 台新金董事會原有 9 席董事，但因面對寶佳的「攻堅」，故本次董事改選前已縮減席次為 7 席。

²⁶⁹ 「……台新金在七席董事改選中拿下六席、寶佳集團拿下一席，算是平分秋色。」參見：陳怡慈，台新金反守為攻 保六搶七，今周刊，2018 年 4 月 19 日，<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80393/post/201804190029/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 13 日）；劉曉霞，【台新戰寶佳】吳東亮捍衛台新金成功 寶佳空手而歸，鏡周刊，2018 年 6 月 8 日，<http://www.mirrormedia.mg/story/20180608fin002/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 1 日）。

²⁷⁰ 邵慶平（註 227），頁 2-3；陳慧菱，台新金董事改選，公司派完封寶佳，鉅亨網，2018 年 6 月 8 日，<https://tw.stock.yahoo.com/news/%E5%8F%B0%E6%96%B0%E9%87%91%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83-%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B4%BE%E5%AE%8C%E5%B0%81%E5%AF%B6%E4%BD%B3-%E7%B8%BD%E5%BA%A7%E5%88%86%E6%9E%902%E5%A4%A7%E8%87%B4%E5%8B%9D%E9%97%9C%E9%8D%B5-042249328.html>（最後瀏覽日：2022 年 11 月 11 日）；賴亭羽，大爆冷門！寶佳搶台新金經營權失利 全軍覆沒一席都沒上，Etoday 新聞雲，2018 年 6 月 8 日，<https://finance.ettoday.net/news/1186662#ixzz7voksOVLV>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 13 日）。



觀察當日股東會議事錄，當日股東會出席比率高達 94.14%²⁷¹；而參照最終當選結果的當選權數可以發現，公司派確實採取重壓股東的配票策略，3 位獨董當選人各自獲得約當於 14%、13.99%、13.76% 的股權支持²⁷²。本案再次展露我國獨立董事選舉之不確定性，競選股東間必須策略性地安排表決權，而策略應係影響最終選舉結果的關鍵之一²⁷³。

第三項 2020 年彰化銀行選舉事件

台新彰銀經營權爭奪之淵源，始於台灣二次金改時，彰化商業銀行（下稱彰銀）於 2005 年間，決定以私募公開競標方式引進策略投資人以解決彰銀呆帳問題，台新金為私募現增的得標者，取得彰銀 22.5% 股權，而財政部分別於 2005 年、2008 年、2011 年董監改選時分別支持台新金取得彰銀的過半董監席次，但於彰銀 2014 年改選時，財政部不再支持台新金而導致其未取得過半董事席次，而因此引發財政部與台新金之間是否存在表決權拘束契約、財政部是否負有支持台新金取得彰銀經營權之義務等爭議²⁷⁴。

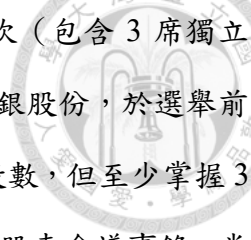
延續上開爭議，財政部、台新金之間的經營權爭奪戰直至 2020 年彰銀改選董

²⁷¹ 台新金融控股股份有限公司 107 年股東常會（普通股及特別股）議事錄，頁 1，https://www.taishinholdings.com.tw/tsh/relations/files/shareholders/meeting/Meeting-minute-2018-Shareholders-Annual-General-Meeting_c.pdf（最後瀏覽日：2023 年 6 月 14 日）（下稱台新金議事錄）。

²⁷² 依照台新金 107 年股東常會議事錄所記載之當選獨董之得票數計算，同前註，頁 7。

²⁷³ 獨董、董事選舉所帶來的不確定性，在寶佳集團參股金融機構的另外一案中也甚值參考。寶佳集團持股三信商銀將近 10%，在 2017 年三信商銀的董事選舉中，寶佳集團最後選擇和遠東航空董事長張綱維合作，共拿下三信商銀 15 席中的 5 席董事，而張綱維在臨時股東會結束後的發言：「我原本預估頂多只能拿下三席董事，沒想到中了五席。」，在在顯示了現行選舉模式下的高度不確定性。參照：梁任瑋，張綱維結盟寶佳 入主三信商銀的盤算，2017 年 2 月 18 日，今周刊，<https://www.businessday.com.tw/article/category/80395/post/201712270009/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 1 日）。

²⁷⁴ 事實參考自：曾宛如，論股東表決權拘束契約之界限——評最高法院 106 年度台上字第 2329 號民事判決及臺灣高等法院 108 年度上更一字第 77 號民事判決，月旦裁判時報，101 期，頁 50-60（2020 年）。



事時尚未落幕。彰銀當年度之董事改選，其共改選 9 席董事席次（包含 3 席獨立董事）。在選舉前夕，財政部透過公股行庫、郵局等大舉買入彰銀股份，於選舉前夕泛公股陣營掌控過半彰銀股份²⁷⁵、而台新金雖無法得知確切股數，但至少掌握 3 成以上股份²⁷⁶，而各方均有提名獨董、普董候選人。依照當年度股東會議事錄，當日出席之總表決權數佔全部有表決權之已發行股份總數共 94.67%²⁷⁷。本次選舉中，競選雙方都使出巧妙的配票策略：財政部為獲得過半董事會席次，幾乎將全部表決權都分配於 5 席普董候選人，而另一方面，台新金則將選舉權壓於其 3 位獨董候選人，而普董則分配較少股份數²⁷⁸。而最後選舉結果，係由財政部順利拿下 5 席一般董事而取得過半的席次數，而台新金陣營取得 3 席獨立董事，1 席一般董事，最後形成董事會 5 比 4 的局面²⁷⁹。本次欲選出的非獨立董事中，還包含自然人專業董事此一職稱類別，但由於自然人專業董事席次要求較少，而且獨董可以抵充自然人董事席次，因此對於選舉結果影響並不大。

此外，值得一提的是，於 2014 年彰銀選舉時，彰銀為配合法規設置審計委員會，必須增加獨董席次，對此，台新金主張應增為 4 席，並由雙方各取 2 席，但公股卻主張增為 3 席，由其取得 2 席，顯然在當時的時空背景下，公股認為「掌控」過半數審計委員會成員是相當重要的，而這也顯現出我國「獨立董事不獨立」的問

²⁷⁵ 從 5 位泛公股支持者之董事當選人得票率反推得出，彰化商業銀行股份有限公司 109 年股東常會議事錄，https://www.bankchb.com/chb_2a_resource/leap_do/download_picture/1593756554582/%E8%AD%B0%E4%BA%8B%E9%8C%84.pdf，8 頁（最後瀏覽日：2023 年 5 月 3 日）（下稱：彰銀議事錄）；信傳媒，蔡政府狂砸 350 億搶彰銀經營權 國發基金、郵局、七大公股行庫、台酒全都套在高點？，信傳媒，2020 年 6 月 8 日，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/21749>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 13 日）。

²⁷⁶ 林淑媛，台新金搶下彰銀 3 席獨董 律師：精準配票贏了裡子，中央通訊社，2020 年 6 月 19 日，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202006190227.aspx>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 19 日）。

²⁷⁷ 彰銀議事錄（註 275），頁 1。

²⁷⁸ 彰銀議事錄（註 275），頁 8-9。

²⁷⁹ 張馨予，提名了又放生獨董，財政部回應外界質疑操盤失誤後卸責任？！，2020 年 6 月，放言，<https://www.fountmedia.io/article/61501>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 13 日）；郭幸宜，〈彰銀股東會〉彰銀改選台新金出招三席獨董全拿 公股驚險守住經營權，2020 年 6 月 19 日，鉅亨網，<https://news.cnyes.com/news/id/4495453>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 13 日）。

題²⁸⁰。



雙方的配票策略之重要性在本次選舉中可見一斑。若是泛公股陣營仰仗過半數股權，將股份數重壓於獨董而非普董，則台新金是否仍然能全拿獨董，完全仰仗泛公股陣營所分配的股權數，不過，若泛公股陣營選擇將票數平均分配給任 1 席獨董候選人，則該席獨董候選人的得票率也未必能高於台新金，而最終結果也可能導致財政部不僅未取得獨董席次，反而有可能再失去 1 席普董。再一次，本案顯現「合併選舉、分別計票」的不確定性。

策略上來看，財政部會輕忽獨立董事的選舉似乎也說得通，畢竟獨立董事受到證交法第 14 條之 2 的限制，不得由政府、法人或其代表人依照公司法第 27 條規定當選之，因此，也不會有公司法第 27 條第 3 項改派權行使的空間。因此，比起一般董事可以透過公司法第 27 條第 2 項推派數位法人之代表人進行參選，且選上後對其享有改派權以方便「掌控」其推舉之一般董事，獨立董事顯然較難以透過各種手段控管；不過，需注意的是，獨董所組成的審計委員會具有對公司重大議案的同意權，顯然也十分重要。

第四項 2023 年新光金控選舉事件

新光金融控股公司（下稱新光金控）由吳火獅創辦，其經營權交棒予吳火獅長子吳東進已逾 30 年，因不滿吳東進過去對於新光金控的經營績效，新光集團三大創辦家族之一的洪家第三代洪士琪，對現經營團隊（下稱公司派）發起經營權爭奪戰，並於 2023 年 5 月間宣布徵求委託書²⁸¹。

²⁸⁰ 相關分析請參見：邵慶平（註 171），頁 53-58。

²⁸¹ TEGS 事件雷達，台灣企業的權力遊戲：泰山與新光金的經營權之爭，台灣經濟新報，2023 年 6 月 22 日，<https://www.tejwin.com/insight/%E6%B3%B0%E5%B1%B1%E8%88%87%E6%96%B0%E5%85%89%E9%87%91%E7%9A%84%E7%B6%93%E7%87%9F%E6%AC%8A%E4%B9%8B%E7>



台新金控的股權結構，散戶約佔 50%、外資約佔 20%，根據報導，以吳東進為首的公司派，集結同盟後約掌控 22%股權；而改革派原持有近 8%的股權，加上其獲 38%股權之委託書、以及部分外資之支持，約掌握 46%至 48%左右的股權，改革派所掌控的選舉權是公司派的 2 倍有餘²⁸²。2023 年 6 月 9 日的股東常會中，出席之總表決權數佔全部有表決權之已發行股份總數共 85.90%²⁸³，根據當日股東會議事錄所載資料，各派系提名獨立董事與非獨立董事之當選權數，以及當選權數所占股權比例²⁸⁴整理如下表：

表格 6:新光金董事當選權數占股權比例表

職稱類別	姓名	當選權數	股權比例
公司派 ²⁸⁵			
普通董事	吳欣儒	11,151,216,073	4.7097%
普通董事	李增昌	11,151,166,689	4.7097%
普通董事	賴慧敏	11,150,941,543	4.7096%
普通董事	陳俊宏	5,128,746,770	2.1661%
獨立董事	許永明	11,151,239,537	4.7097%
改革派			
普通董事	陳淮舟	9,293,770,951	3.9252%
普通董事	林敦仁	9,293,238,405	3.9250%
普通董事	吳東明	9,292,824,177	3.9248%
普通董事	洪士琪	9,291,284,336	3.9242%
普通董事	吳昕昌	9,291,279,659	3.9242%

%88%AD/ (最後瀏覽日: 2023 年 7 月 18 日); 盧沛樺、許秀惠、天下 Web only, 一文看懂新光金內戰》改革派推翻吳東進, 拿下經營權真能翻身?, 天下雜誌, 2023 年 6 月 5 日, <https://www.cw.com.tw/article/5126051> (最後瀏覽日: 2023 年 7 月 18 日)。

²⁸² 工商時報數位編輯, 新光金經營權之爭 外資股東表態引網熱議, 工商時報, 2023 年 6 月 7 日, <https://ctee.com.tw/news/finance/878368.html> (最後瀏覽日: 2023 年 7 月 18 日)。

²⁸³ 新光金融控股股份有限公司 112 年股東常會議事錄, 頁 1, irpro.co/2888/shareholder/36/20230711113105.pdf (最後瀏覽日: 2023 年 7 月 18 日)(下稱新光金控議事錄)。

²⁸⁴ 此係以: 當選董事所獲選舉權數/新光金全部已發行股份總數*應選總席次數(15) 計算得出。

²⁸⁵ 公司派與改革派所提董事候選人參照相關報導: 林韋伶、梁任瑋, 新光金經營權變天! 改革派拿 10 席董事大勝、創辦人吳東進時代結束... 洪士琪: 現在才是責任開始, 今周刊, 2023 年 6 月 9 日, <https://www.businesstoday.com.tw/article/category/183016/post/202306090026/> (最後瀏覽日: 2023 年 7 月 20 日)。

普通董事	魏寶生	9,291,185,145	3.9242%
普通董事	林詩梅	9,290,223,828	3.9237%
普通董事	吳邦聲	9,184,810,275	3.4569%
獨立董事	陳彥希	20,682,208,493	8.7352%
獨立董事	簡敏秋	20,631,148,865	8.7136%

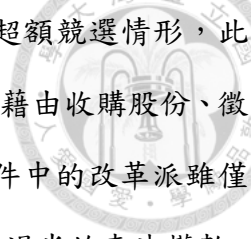
資料來源:本文自行整理

由上表所示，最終選舉結果是公司派取得 5 席董事（含 1 席獨立董事），人數占董事會的 3 分之 1，而改革派取得 10 席董事（含 2 席獨立董事），人數占董事會的 3 分之 2。選舉結果大致符合 2 派所能掌控的選舉權數，不過，若細看本次當選董事的表決權數分配，勝選獨立董事的得票率幾乎兩倍於普通董事，且支持公司派提名的董事陳俊宏的表決權數明顯少於其他人所獲得的表決權數，甚至不及其他當選董事的一半，由此可見，在雙方派系的配票之下，若非公司派能以此極低表決權數推選出該席董事，最終選舉結果能否與雙方股權比例相彷彿，並非無疑，而在現行的獨立董事選舉制度下，非經過事前縝密的預測與配票不可。

第五項 小結：選舉模式所帶來的實務問題

由於實務上普遍的董事任期為 3 年，若選任之董事非於任期中解任或改選，董事選舉將影響公司未來 3 年的董事會組成，董事選舉的重要性，上市櫃公司自然不會輕忽之。不過，從上開 4 則選舉事件中可以看出，現行「合併選舉、分別計票」的獨董選舉制度，會導致選舉的結果很大程度地取決於股東如何在獨董與普董候選人之間分配表決權數，若稍有不慎，很有可能發生選舉結果偏離股權的情形，有鑑於此，股東多需要於事前殫精竭慮的配票。

選舉制度引發的實務問題並不僅限於公司發生經營權爭奪戰時，在公司的和平時期，公司的大股東或派系之間未必均能透過彼此間的默契、協調預先安排所有



董事席次的人選，派系間雖未激烈地爭奪經營權，也可能發生超額競選情形，此外，強制累積投票制的法制環境下，有意取得董事席次之人均可藉由收購股份、徵求委託書等方式獲取實力並參與董事選舉，如同新光金選舉事件中的改革派雖僅持有不到 10% 的股權數，卻可透過徵求委託書的方式，迅速集結過半的表決權數，即使公司現任大股東與派系之間已就董事會席次分配達成協議，也可能因為大量股權可以的快速聚集，而需要與新產生的有力股東競選董事，而在誠如上文所述，因現行獨董選舉制度的設計，股東間勢必需要耗費成本處理配票問題。

附帶一提，關於採取強制累積投票制所形成的比例代表精神，一個明顯的對比是，同樣是選舉制度導致選舉結果偏離股東實力的情形，2001 年廢除強制累積投票制而爆發國巨大毅案之後，對於少數派股東因多數派股東修章將選舉制度改為全額連記法而 1 席均未取得時，主管機關曾積極研擬修正公司法第 198 條以改回強制累積投票制²⁸⁶，但是對於獨董選舉偏離股權的情形，卻未曾見主管機關有任何修法的提倡。對此主管機關態度的差異，也許是因為強制累積投票制的廢除涉及選舉制度的中途改變，而有制度公平性的問題，而現行獨董選舉制度從頭到尾一致，應該「願賭服輸」。

我國實務出現的情形，誠如本文第二章之討論，運用累積投票制的數學公式精算配票策略後，在只選出一種職位的情形下，理論上並不會發生上開情形；而在選出二種職位的情形，若摒棄「合併選舉、分別計票」，而改採其他選舉模式如「分別選舉、分別計票」，也應可解決選舉制度形同「對賭」的問題，請詳見下文的分

²⁸⁶ 依據相關文獻記載，早在 2006 年時，經濟部就已經擬具公司法修正草案，提請行政院審議，參見：蔡昌憲（註 175），頁 35-36；關於 2007 年國巨大毅案爆發之後的主管機關反應，可參見：陳彥良（註 127），頁 9-12；關於投保中心於該案爆發之後呼籲上市櫃公司儘速修章採取全額連記法，財團法人證券投資及期貨交易人保護中心網站，<https://www.sfipc.org.tw/mainweb/FriendPrint.aspx?L=1&SNO=QvPBWC3DM9vJwAL+FlzV3Q>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 15 日）。

析與計算。



第二節 選舉模式的比較與分析—以賽局理論觀察

第一項 理論基礎與研究方法

第一款 賽局理論

賽局理論 (Game Theory)，係研究個人間或團隊間在特定條件限制下，如何回應對方策略的學科²⁸⁷。在一場賽局中，具有決策權的人稱為玩家或參與者 (Player)，在只有 2 位參與者的賽局稱為「兩人賽局」，而參與者的決策變數被稱為行動 (Action)，而參與者在給定資訊集情況下的行動規則被稱為策略 (Strategy)，而策略說明了參與者什麼時候選擇什麼行動，而參與者在一組特定策略組合中所獲得的效用水準稱為報酬 (Payoff)，而當賽局中達到納許均衡 (Nash Equilibrium) 時，當其他人不改變策略時，每一位理性參與者都不會有誘因單獨改變策略²⁸⁸。

而賽局有許多不同的分類，其中，依照參與者是否同時行動，又可分為靜態賽局 (Static Game) 與動態賽局 (dynamic game)，由於董事選舉係雙方同時進行投票，因此以下的分析則使用靜態賽局的模型，此外董事選舉雖然每三年會舉行一次，但每次選舉時的股權結構等條件均會有所不同，因此採用一次賽局 (one-time game) 進行分析應比較準確。

²⁸⁷ 周治邦，賽局理論，頁 2 (2017 年)。

²⁸⁸ 周治邦 (註 287)，頁 4-5。



第二款 研究方法與要素

本文摘取我國經營權爭奪戰實際發生的案例，並以目前已知的派系、各派系的持股為基礎，模擬事前各派系所可能採取的最佳的配票方式，藉此比較「合併選舉、分別計票」與其他選舉模式，配票與選舉結果之間所呈現的結構差異，並嘗試用賽局理論分析之。

為符合賽局理論「理性參與者」的假設，下述分析會以雙方股權所能夠取得合理席位數作為基礎，進而預判對方的配票策略，並採取相對應的因應策略，假設雙方均合理行使表決權，而不考慮配票失誤的情形，各派系均以獲得最多席次為目的，再採用雙方得出的最佳策略來進行模擬賽局。

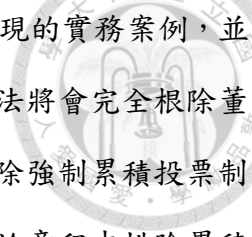
而在此必須先忽略因素：各方都沒有想墊高特定候選人之選舉權數以取得首席候選人、忽略獨立董事所享有的「特權」、對於法人董事代表的控制權對於股東可能帶來的額外效益，假設取得獨立董事與非獨立董事所能獲得的最終效益一致。

以下只會使用到簡易的賽局觀念及標準式進行分析與表達。

第二項 可供比較之選舉模式及定義

如前文所述，按照獨立董事設置及應遵循事項辦法第 5 條第 7 項及經濟部函釋²⁸⁹規定，自 2006 年本制度引進開始，獨立董事所採取的選舉模式為與一般董事合併選舉、分別計票，而不同於現行監察人所採取的「分別選舉、分別計票」模式，

²⁸⁹ 經濟部 95 年 2 月 8 日經商字第 09502011990 號函：「六、董事選舉時，應依公司法第 198 條規定辦理，獨立董事與非獨立董事一併進行選舉，分別計算當選名額，由所得選票代表選舉權較多者，當選為獨立董事及非獨立董事。」



而前揭文也回顧了我國採取「分別選舉、分別計票」之下已經出現的實務案例，並參酌美國與中國的比較法情形。固然，公司選舉若採取全額連記法將會完全根除董事選舉的不確定性，但就如同本文前開章節所述，目前我國要廢除強制累積投票制的可能性並不大，且即使廢除強制累積投票制，依照過往經驗，於章程中排除累積投票制適用的公司並不多。因此，本文認為比較考量到現實層面的做法，是先在採取強制累積投票制的基礎底下，探究可能將選舉制度弊端降低到最小的做法。本文擬先整理合於現行強制累積投票制底下獨立董事之選任的所有可行方案，再進一步分析現行制度是否為最佳的樣態，以及最適合的方案為何。

第一款 合併選舉、分別計票

本制度為現行制度，董事與獨立董事一併進行選舉，分別計算當選名額，具體運作方式及問題討論請參閱本文第二章。

第二款 分別選舉、分別計票

此為現行監察人選舉制度下之模式，與合併選舉的模式不同，分別選舉指的是董事與監察人的選舉係分屬不同選舉議案，在董事選舉的議案中，股東所得的總票數僅有董事候選人的席次數乘以股東所持有的股份數，而股東得將選票同時投給同一候選人或分別投給不同候選人，而董事候選人再依照得票率高低獲取董事席次；而監察人選舉亦是採取與董事同樣的選舉、計票模式，只不過是與董事的選舉係分屬兩個議案，不會同時進行。

若採取此種選舉模式，董事選舉雖與監察人（或獨立董事）選舉雖分屬二個不同議案，但二者的選任卻仍然是在同一場股東會之中進行，除非有股東中途離場，

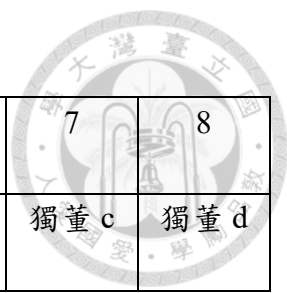
原則上在採取同一套累積投票制下，選出董事與監察人（或獨立董事）會是同一批股東，因此支持董事當選人與監察人（或獨立董事）當選人的股權基礎會呈現相同或相類似的情形。因此在控制股東囊括大部分董事席次之後，通常也會有相等的實力囊括大部分的監察人席次。

第三款 合併選舉、合併計票？

合併選舉、合併計票與現行制度最大的差別在於，所有董事候選人在合併投票後，董事與獨立董事候選人並不分開計票，而是不分職稱類別全部一起計算排序。由於我國法制上預設獨立董事與一般董事的身分有明顯區隔，而二者並無法相互轉換身分²⁹⁰，倘若在選舉時不同職稱類別依照得票高低一併進行排序，非常有可能發生前幾高票者全部為非獨立董事候選人，且人數超出應選席次數，同樣情形也可能發生於獨立董事。由於公司在選舉前需要公告董事的應選名額²⁹¹，因此，最大的問題應該是如何在選舉後符合董事、獨立董事的應選人數。為方便理解，假設 A 公司應選 3 席普董、2 席獨董，二派各提出 2 位普董、2 位獨董候選人，可能的得票情形以下表呈現之：

²⁹⁰ 例如不能以董事候選人的身份參選，但以獨董身份當選，反之亦然；而在任期中，非獨董當選後也無法轉換為獨董，參見：金管會，公司治理問答集—獨立董事篇，[https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/3_1_1%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%95%8F%E7%AD%94%E9%9B%86-%E7%8D%A8%E7%AB%8B%E8%91%A3%E4%BA%8B%E7%AF%87\(1030401\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/3_1_1%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%95%8F%E7%AD%94%E9%9B%86-%E7%8D%A8%E7%AB%8B%E8%91%A3%E4%BA%8B%E7%AF%87(1030401).pdf&flag=doc)（最後瀏覽日：2023 年 5 月 15 日）；相關文獻討論：黃惠雯，談證券交易法引進獨立董事及審計委員會等制度之緣起及重點，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 3 期，頁 13（2006 年）。

²⁹¹ 公司法第 192 條之 1：「公司應於股東會召開前之停止股票過戶日前，公告受理董事候選人提名之期間、董事應選名額、其受理處所及其他必要事項，受理期間不得少於十日。」；且主管機關規定，以提名方式公告獨立董事應選名額時，其名額應予確定，經濟部 95 年 2 月 8 日經商字第 09502011990 號函：「依證券交易法第 14 條之 2 第 1 項但書規定，於章程設置獨立董事之公司，應於章程選擇下列方式之一載明：(一)獨立董事人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。(二)獨立董事名額○人。(三)獨立董事名額○人至○人。又依證券交易法第 14 條之 2 第 2 項規定之提名方式公告獨立董事應選名額時，其名額應予確定，不得仍依章程規定之「○人至○人」公告。」。



表格 7:高票者均為非獨立董事(情形一)

得票 順位	1	2	3	4	5	6	7	8
職稱 類別	普董 A	普董 B	普董 C	獨董 a	普董 D	獨董 b	獨董 c	獨董 d

資料來源:本文自行整理

表格 8:高票者均為獨立董事(情形二)

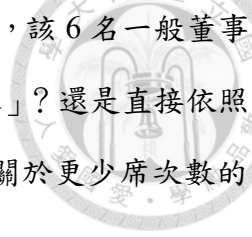
得票 順位	1	2	3	4	5	6	7	8
職稱 類別	獨董 a	獨董 b	普董 A	獨董 c	普董 B	獨董 d	普董 C	普董 D

資料來源:本文自行整理

在上開**情形一**，前五高票者共有 4 席普董、1 席獨董，因此問題在於，應由前五高票者當選，抑或是由前 4 高票之普董、及第 1 高票之獨董當選？若採前者，則選舉結果將不符合公告之應選人數，若採後者，其效果與合併選舉、分別計票的效果應無甚區別。而同樣的問題也會發生於**情形二**。

第四款 按照股權比例進行分配席次？

亦即董事會成員直接依照股東的持股比例分配或推選，此一模式雖較為極端，似乎能直接去除掉因選舉所產生的全部不確定性。縱使有此正面效果，但是此種未經投票的選舉方式明顯抵觸強制累積投票制，若欲將強制累積投票制的排除，不僅立法上難行，現實上的可能性低。而縱使可以直接排除強制累積投票制。於分配董事、獨立董事的名額時又會遇到更多問題。舉例言之，假設於股權較為分散的金融機構中，其依照股權比例排名前十名的股東均是持股 1%以上、10%以下的大股東，且持股比例相差不遠。其餘股東大多為少數持股且分散的股東，而該金融機構於本



次董事會人選替換中欲決定 6 名新任的一般董事、3 名獨立董事，該 6 名一般董事席次究應如何決定由哪位股東獲得？應由股東間自發性的「組隊」？還是直接依照股東持股排名來分配席次？如何分配均會有不公平的情形。而關於更少席次數的獨立董事更不待言，其透過比例直接分配的可行性似乎更低。

綜合上述，因直接按照持股比例分配席次因牴觸強制累積投票制、「合併選舉、合併計票」在上開二種情形中無法與「合併選舉、分別計票」相區別，因此目前可資比較的對象為：「合併選舉、分別計票」與「分別選舉、分別計票」二者，而以下第一階段的分析也以此二種模式為對象。

第三項 實際運算情形

第一款 2018 年台新金控選舉事件

當屆台新金共需選出 7 席董事，其中包含 3 席獨董與 4 席非獨董，依據當日股東會議事錄，股東會當日普通股之出席比率達到 94.14%²⁹²，而根據報導，台新金公司派共掌控 82% 的股權，市場派寶佳機構共掌控 12% 的股權。公司派共提名 4 席普通董事候選人與 3 席獨立董事候選人、而市場派透過通源投資有限公司共提名 2 席普通董事候選人與 1 席獨立董事候選人²⁹³。

二派都想要最大化自己股權所能獲得的席次，台新金公司派的目標是獲得全部的董事席次數、而市場派則希望將選舉權集中投給任 1 席候選人，以獲得 1 席

²⁹² 台新金議事錄（註 271）。

²⁹³ 台新金控股份有限公司 107 年股東常會（普通股及特別股）議事手冊，https://www.taishinholdings.com.tw/tsh/relations/files/shareholders/meeting/Meeting-Manual-2018-Shareholders-Annual-General-Meeting_c.pdf（最後瀏覽日：2023 年 5 月 3 日）。

普通董事或獨立董事席次。



第一目 合併選舉、分別計票—猜銅板賽局

採取現行制度下，公司派若預測市場派想取得 1 席獨董，則其必須將選舉權集中於其所提名的 3 席獨董候選人身上；而另一方面，市場派也需要預測公司派的策略，若其得知公司派欲分配更多表決權予其獨董候選人，則市場派選擇將票集中於其所提名的其中 1 位候選人，則可以取得該席普通董事候選人。

若以靜態賽局分析，本次競賽共有 2 位玩家，為使利益最大化，而 2 位玩家所可以採取的策略均為：1.將票集中於獨立董事或將票集中於獨立董事、2.將票集中於獨立董事或將票集中於獨立董事。若公司派取得全部席次，其所能獲得的報酬為 x ，另一方面，市場派若取得 1 席獨董或董事的報酬亦為 y ，以 2 乘 2 的表格來表示，會呈現如下表：

表格 9:台新金選舉 2 乘 2 賽局表

		市場派（選擇將票集中於獨董或普董）	
		壓普董	壓獨董
公司派（選擇將票集中於獨董或普董）	壓普董	$(-x, y)$	$(x, -y)$
	壓獨董	$(x, -y)$	$(-x, y)$

資料來源:本文自行整理

此一賽局結構類似猜銅板賽局(matching pennies)，並不存在存粹納許均衡，除非事先知道對手的行動，否則並沒有一定把握取得勝利，而每一個參與者在此比賽

都想猜透對手的策略，但又不希望對手猜透自己的策略²⁹⁴，此一結構表達出我國獨董選舉制度產生形同博弈的選舉結構。



第二目 分別選舉、分別計票

若採取如同監察人選舉的「分別選舉、分別計票」制度，等同於第一場選舉會選出 4 席非獨立董事，而第二場選舉則會選出 3 席獨立董事，二場選舉各自獨立。在非獨立董事選舉中，若公司派將表決權平均分配給 4 席候選人，則每席候選人都會獲得相當於 20.5% 股權的表決權，市場派至少要持股多於 20.5% 才有可能選上 1 席普通董事。而應選席次數更少的獨立董事選舉中，市場派至少要持股多於 27.34% 才有可能選上 1 席獨董。

第二款 2019 年福懋油選舉事件

根據股東會議事錄，福懋油 2019 年股東常會當日共有計 214,449,925 股出席，占全部已發行股份總數 98.05%，根據報導，多數派掌控約 50.7% 股權、少數派則掌控約 47% 股權，為求運算上精確，先依此股權比例求出各派掌握的實際股數為：多數派 108,726,112 股、少數派 100,791,465 股，而乘以應選席次數之後，多數派共有 978,535,008 權表決權、少數派共有 907,123,183 權表決權。福懋油當年度一共需選任 9 席董事（含 3 席獨董），而二派各提名 5 席董事、3 席獨董。雙方的目標也都是盡可能地選上更多席次，一樣先假設雙方獲得普董或獨董所能得到的效益均一致。

²⁹⁴ 周治邦（註 287），頁 38。

第一目 合併選舉、分別計票



一、候選人席次與表決權分配

由於本文無法取得實務上在計算「合併選舉、分別計票」時通常會採取的配票策略，為更詳細分析「合併選舉、分別計票」對於選舉的影響，本文僅能使用「窮盡列舉」方式，先將二派所有可能使用的配票樣態臚列如下：

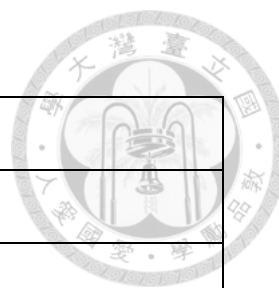
(一) 公司派之配票樣態：10 種

表格 10: 公司派之配票樣態

目標席次	可能之分配
5 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁)
	c. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₁ , i ₂)
	d. (d ₁ , d ₂ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
6 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁ , i ₂)
	c. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
7 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁ , i ₂)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
8 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁ , i ₂ , i ₃)

資料來源: 本文自行整理

(二) 市場派之配票樣態：14 種



表格 11:市場派之配票樣態

目標席次	可能之分配
4 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₁)
	c. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₂)
	d. (d ₁ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
5 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁)
	c. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₁ , i ₂)
	d. (d ₁ , d ₂ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
6 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁ , i ₂)
	c. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
7 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁ , i ₂)
	b. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , i ₁ , i ₂ , i ₃)
8 席	a. (d ₁ , d ₂ , d ₃ , d ₄ , d ₅ , i ₁ , i ₂ , i ₃)

資料來源:本文自行整理

(三) 說明

上開表格中所列舉者，係一方在取得目標席次（普董與獨董人數總和）之下，所可能會採取的各種策略，舉例言之，公司派如果目標係取得 5 席，雖然其最終會將表決權分給 8 位候選人，但理論上會集中選舉權給 5 席候選人，以確保該 5 席有一定的勝選機率，而這 5 席應分配給董事候選人還是獨董候選人？總共應有 4 總可能的樣態：4 席普董、3 席普董與 1 席獨董、2 席普董與 2 席獨董、1 席普董



與 3 席獨董。而英文字母 d 指普董候選人、i 則為獨董候選人，而 d 及 i 後的數字僅是指稱得票率之排序，並非表達特定候選人。

此外，由於雙方各推派了 5 席普董、3 席獨董候選人，因此在窮舉雙方配票的可能方式時，並不會超出己方所提出的候選人數量。再者，以 D'Hondt Remainders Table 不分職稱類別算出公司派與市場派合理的目標席次是 5 比 4，因此雙方的配票並不會低於目標席次。而在重壓的候選人之外，其他候選人只會分配極小部分的表決權，為避免計算複雜化，此處暫且忽略其對於總表決權的影響。

二、配票策略及結果

(一) 配票樣態之排列組合

舉例言之，從公司派的立場出發，當其決定要將選舉權集中給 5 位候選人且採取 a. 配票樣態時(即配票給 5 位獨董)，此時市場派可能會採取 14 種配票樣態予以應對，反之，當市場派採取任何一種配票樣態時，公司派也可能會採取 10 種配票樣態中的任何一種。因此，排列組合上開雙方可能的配票樣態，將會得出 $10 \times 14 = 140$ 種可能性，當然，在這 140 種可能性之中存在著愚笨的配票方法而應該剔除之，不過，暫且忽略這個環節，在這所有的可能性中，公司派或市場派還至少需要考慮將較多表決權數分給獨董或普董(或當中的某幾位候選人)、亦或是平均分配之，較多的分配給任一種職稱類別，意味著另一種職稱類別將會得到更少的票，因此實際再精算配票時還需要留意到這個細節。

(二) 以雙方分配給 5 席候選人為例

由於排列組合的配票樣態過多，因此僅挑選其中具代表性的一組予以說明：公司派將表決權集中給 5 席候選人（包含 3 席普董、2 席獨董），希望取得過半董事席次之外，也取得審計委員會之過半席次、而市場派恰好也採取相同的配票樣態。此時，雙方既不知道對方重壓在幾位候選人身上，也不清楚配票比率，但從全觀的視角來看，由於雙方都重壓給 2 位獨董而發生超額競選的情形，只要雙方配給獨董的比率高於對方，則該方就會取得董事會過半席次，而導致另一方分配給獨董的表決權數「落空」。在此結構下，除非事先知道對手的行動，否則並沒有一定把握取得勝利，且一方勝利將會導致另一方的失敗，此時賽局樣態亦應屬於猜銅板賽局。

第二目 分別選舉、分別計票

同樣的，採取分別選舉、分別計票，等於二種類別的職位分別進行一般累積投票制的選舉，雙方的配票策略，以第二章所使用的 D'Hondt Remainders Table 表達並推算，將呈現如下結果：

表格 12:選舉 4 席普通董事

	1	2	3	4
多數派	434,904,448	217,452,224	144,968,149	108,726,112
少數派	403,165,860	201,582,930	134,388,620	100,791,465

資料來源:本文自行整理

從表中可見，二派能確保的席次數分別為 2 席，而因多數派第 3 欄的數字大於少數派未圈起的第 1 個數字，因此多數派的最適方案是分配予 3 位候選人、少數派則是維持分配予 3 位候選人，最終結果也難以偏離二派能確保的席次數。



表格 13:選舉 3 席獨立董事

	1	2	3
多數派	326,178,336	163,089,168	108,726,112
少數派	302,374,395	151,187,197	100,791,465

資料來源:本文自行整理

從表中可見，多數派能確保 2 席、少數派 1 席，而因少數派第 2 欄的數字大於多數派未圈起的第 1 個數字，因此少數派的最適方案是分配予 2 位候選人、少數派則是維持分配予 2 位候選人，不過，如同普通選局結果，最終結果也難以偏離二派能確保的席次數。

第四項 小結

若先考量到現行「合併選舉、分別計票」所可能帶來的二大顧慮：不確定性高、可能違反比例代表制精神的精神。先就此二點而言，直接按照股權比例分配的模式可以完全去除選舉制度所帶來的不確定性，且在某些情形下也可以顧全公平性，例如：在只有兩派或少數幾派實力派股東相爭的情形下，可以最接近於股權模式的型態分配董事席次，但是這種模式除了抵觸強制累積投票制，而且於現實上不可行；而「分別選舉、分別計票」的模式，由於不會涉及股東在獨董與非獨董間分配表決權的情形，且分別選舉後各職稱類別的席次均較少、最終選舉結果也非常穩定，因此可以緩解現行制度所帶來的對賭問題。而至於「合併選舉、合併計票」會遭遇選舉結果可能不符公司選前公告的應選人數，而終將依照獨董與非獨董的得票順位進行排序，以致其選舉結果與「合併選舉、分別計票」差異不大。但「合併選舉、合併計票」非不能微調其他制度以使其具備可行性：要求選舉前僅需公告全部應選

人數、獨董最低選舉人數與普董最高當選人數、選後獨董不足額補選，請詳見下文分析。



以事前的觀點，將實務案例的資訊帶入「合併選舉、分別計票」及「分別選舉、分別計票」二種選舉模式中進行運算，不難看出二種選舉模式存有結構上的差異，前者呈現出猜銅板賽局結構的博弈性質，而後者在導入公式計算後，理論上雙方都有最適策略可以選擇並連結到均衡點，因此毋須以 2 乘 2 的賽局結構分析之。「合併選舉、分別計票」所帶來的不確定性是否不理想，而「分別選舉、分別計票」與「合併選舉、合併計票」會不會是更好的選舉方法，其又有何優劣，詳見下文分析。

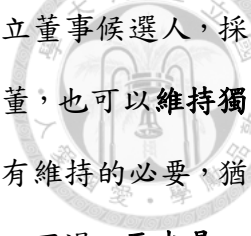
至於 2020 年彰化銀行選舉事件及 2023 年新光金選舉事件，於數學的分析與驗證上應與福懋油事件類似，考慮本文之篇幅，在此不另做計算。

第三節 現行制度之檢討

第一項 「合併選舉、分別計票」的效果與影響

上開的分析驗證了「合併選舉、分別計票」的選舉模式，相較其他同時選出二種職位的選舉模式，產生了「博弈」的性質，而正是因為此一性質，導致股東間需要妥善地分配獨董與非獨董的選舉權數，因而產生本文第一章所提及的實務問題，承上文，此一實務問題發生的頻率應多於公司發生經營權爭奪戰的情形，對於現行選舉制度的利弊之所及，應不僅限於公司經營權爭奪時期。

第一款 博弈的公平性



誠如現行制度欲達成之目的，只要公司提出足額之董事、獨立董事候選人，採「合併選舉、分別計票」的選舉結果保證一定可以選出足額的獨董，也可以維持獨董與普通董事的比例。考量到目前的實務情形，此種目的是否仍有維持的必要，猶值思考。另外，現行制度雖然形同一場博弈而帶有許多不確定性，不過，至少是一場公平的博弈，以 2018 年台新金控選舉事件為例，以選前的觀點來看，其實不論是台新金公司派、亦或是寶佳機構，在不知道對手策略的情形下，其實都有機會達成己方目標、同時也有可能無法達成己方目標。

第二款 可能的疑慮

因為雙方都必須要預測對手的策略並同時精算自己的策略，而採用現行制度下實際配票精算十分複雜，為了避免選出低於股權比例的董事席次，股東往往需要支出額外的配票成本，而這樣的成本，會發生在任何一場實質的董事競選中。此外，若選舉結果不符股東預期，其持有大量股票所製造的機會成本，在累積投票制之下，選上 1 席董事席次需要大量的股權支持，這些希望透過選舉推派董事代表的股東，勢必於選舉前於買入大量的股票，或是耗費資金徵求大量委託書，來增加自身的實力，而持有這些股票的資金，勢必一定期間之內無法另作他用。

其次，由於選舉結果的難以預測，在經營權爭奪之下更難以事先安排具備專業分工的獨董，因此也難以選出具有多元化、具備專業分工的審計委員會。

另外，選舉結果如果偏離股權比例可能帶來一些不良後果，例如控制權與經濟誘因脫節，可能會加劇經營者私利的情形、少數股東成為公司經營者的正當性問題。除此之外，現行制度可能會加劇經營權的不穩定，例如福懋油案出現經營權翻轉的情形，只要多數派有意奪回經營權，在我國過半股權可以召集股東臨時會（公



司法第 173 條之 1)、且股東會普通決議即可改選全部董事(公司法第 199 條之 1), 似乎都可以達成目的。

再者,「合併選舉、分別計票」可能有違法或違憲的嫌疑。首先現行規定於學理上較常被質疑者,為分別計算當選名額後,可能會造成當選的獨立董事其得票數不如落選的非獨立董事候選人,或是相反過來,當選的非獨立董事之票數不如落選的獨立董事候選人,因而有抵觸公司法第 198 條第 1 項規定「得票者較多」的嫌疑而欠缺明確之授權依據²⁹⁵。而在實際運算中會發現,在雙方都採取保守策略的很多情形之下,候選人將可能以非常低表決權的方式當選董事。

另外,選舉結果可能背離累積投票制精神、而有違反體系正義的嫌疑。體系正義來源於「平等原則」,指的是「立法者應以前後一貫的法則作為建構法律體系的幾準²⁹⁶」,而我國釋憲實務採用為違憲審查之基準²⁹⁷。而體系正義又分為體系內正義及體系間正義,前者的意涵是,立法者有義務使具體的規則符合抽象的立法原則或立法目的,亦即各該體系內的立法,具有前後的一貫性²⁹⁸。而此處對於立法者的拘束力,亦當然適用於包含法規命令在內的行政立法²⁹⁹。累積投票制既有以股權比例分配董事席次的精神³⁰⁰,而主管機關透過獨立董事設置及應遵循事項辦法及函釋制定的「合併選舉、分別計票」,其選舉結果如上所述,卻可能背離累積投票制度的精神,是否有違背體系正義之嫌,不無疑問。

²⁹⁵ 參見：王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，修訂四版，頁 77（2015 年）。

²⁹⁶ 李惠宗，憲法要義，9 版，頁 170-175（2022 年）。

²⁹⁷ 例如：司法院釋字第 455、568、667、688、781、782、783 號解釋。

²⁹⁸ 李惠宗，體系正義作為稅法違憲審查基準之研究——兼評憲法法庭憲判字第 5 號判決，台灣法律人，16 期，頁 36（2022 年）。

²⁹⁹ 李惠宗（註 296），頁 171。

³⁰⁰ 邵慶平（註 115），頁 342。



第三款 對董事會組成之影響

選舉制度與各公司的股權比例息息相關，現行制度的選舉方式對於公司會所帶來的影響或大或小，也都是因股權結構而異。在特定股權結構下，現行法可能產生較大的影響，例如在股權集中於雙方、多方實力派股東、且各方實力相近時，如同上開福懋油案，公司的配票策略會有非常多的排列組合，而因這些策略上的排列組合又將可能使董事會的組成、董事之來源可能於每次選舉時出現較大的差異³⁰¹。

當然，若公司股權高度集中於一方，其餘股份高度分散於小股東、散戶股東，若股東間無法有效串聯合作、而公司又無其他具相當實力之股東足以支持選上 1 席董事的情形下，董事會組成應該也不至於因為採取何種選舉制度而變動太大。

此外，在現行制度下，不論是有意願參與經營權的實力派股東持股門檻³⁰²、抑或是少數股東間串連合作的有效股權門檻，均因為合併選舉的效果而有所降低，不過需注意的是，其所取得的席次未必為獨董席次，很多情況下僅能取得普董席次。以我國金融機構為例，我國的金融機構多屬於集中型股權結構³⁰³，依據楊岳平教授 2018 年 10 月的實證研究，我國 15 家股權集中的金控公司裡頭，有 12 家金控公司的獨立董事全數都是控制股東所支持的人選，不過在另一方面，控制股東僅能掌握多數非獨董席次、但仍無法掌握全數的席次，顯示其他實力派股東仍有一定話語權³⁰⁴。以此為基礎，或許也可以得出，在現行選舉制度下若是提高獨董的人數與比

³⁰¹ 就以本文所舉的 **2020 年彰化銀行選舉事件** 為例，該次選舉結果由台新金取得 3 席獨董，但是在前一次彰銀選舉時，台新金只有取得 1 席獨董；而至於 **2019 年福懋油董事選舉事件**，市場派取得 3 席獨董，而在 2022 年選舉時，竟是由公司派拿下全部 3 席獨董。因而，在每次選舉之下審計委員會成員之來源可能會有大幅度的變動，對於公司治理會有什麼樣的影響，尚需要更多實證研究的支持。

³⁰² 我國多數公司之股東心態，有別於英美等國，多積極加入董事會而成為「經營股東」，參見：林國全（註 120），頁 101，註 35。

³⁰³ 楊岳平（註 203），頁 683-750；劉連煜（註 203），頁 698。

³⁰⁴ 楊岳平（註 203），頁 683-750；劉連煜（註 203），頁 709-710。



例，可以一定程度削弱控制股東對於獨董的支配力³⁰⁵。

由此可知，如欲精準掌握現行制度對於實務上董事會結構的影響，似乎需要調查逾千家公開發行公司各年度之董事、獨董席次、選舉之結果，以及各董事席次背後的支持者，不過可以確定的是，以往股東欲支持選上監察人的比例相對明確，在上市櫃公司換軌之後，考量到對手的持股與配票策略，現行制度下能選上一席、過半審計委員會成員所需要的股權已變得相對不明確。

第二項 獨立董事不獨立的問題仍然嚴重

獨立董事、監察人不獨立的原因，是在於控制股東得以控制獨立董事的提名與選任過程³⁰⁶，國外相關研究也指出，獨立董事無法避免地受到提名與支持的股東之影響³⁰⁷。因此，從監察人到審計委員會的轉換，而選任方式從合併選舉過渡到分別選舉，獨立董事不獨立的問題是否有因此而緩解^{308、309}？這個問題當然也涉及到公司股權結構、董事席次規劃等等之問題，而需要更全面的研究，不過，可以確定的是，在採取「合併計票、分別選舉」的上市櫃公司中，仍存有嚴重的獨立性問題。

³⁰⁵ 不過，楊教授的文章中也指出：「倘若要求金融機構董事會多數由獨立董事組成，且假設獨力董事係真正地獨立於控制股東，將造成控制股東即便持股再高亦無從取得金融機構經營權，則……控制股東在金融機構治理下的可能經營優點及無從發揮，楊岳平（註 203），頁 683-750；劉連煜（註 203），頁 704。

³⁰⁶ 劉連煜（註 230），頁 82。

³⁰⁷ See Jeffrey L. Coles et al., *Co-opted Boards*, 27(6) REV. FIN. STUD. 1751, 1751 (2014); See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STAN. L. REV. 863, 872-76 (1991).

³⁰⁸ 有鑒於以往控制股東操控表決權而影響董事獨立性的問題嚴重，有論者認為，解決之道之一係將董事與獨立董事、監察人併同選舉，參見：劉連煜（註 230），頁 84。

³⁰⁹ 也有論者指出，現行獨立董事的選任之法令，使獨立董事過度依附大股東（經營者），導致其獨立性比監察人更低，賴英照（註 30），頁 204。就此，本文認為，或許特定股權結構的公司於換軌之後，原本控制股東無法獨攬全部監察人，卻在適用新制度之後可以透過策略性的安排囊括全部獨立董事席次。



第一款 依附於控制股東

在我國，誠如上開楊岳平教授之研究，金控公司之控制股東多囊括全部的獨立董事席次，獨董獨立性面臨嚴重的問題，其他如大西洋飲料案³¹⁰、大同案、福懋油案，其獨立董事不獨立的問題都曾被嚴重批評。

第二款 依附於控制股東之外的實力派大股東

此外，當控制股東以外的股東派系憑藉實力護送提名人選上一席獨董時，其所選舉得出的獨董也難免會受到該實力股東的支配，亦非真正的獨立。例如，2014年彰銀的選舉中，台新金希望將獨董席次數增加為4席而已方控制其中2席、公股則不希望台新金取得過半審計委員會成員，雙方因而對獨董席次數多寡僵持不下，若結合觀察合併案的推動需要審計委員會2分之1的成員通過，雙方因為深信往後開會時審計委員會成員必定支持己方，因此對於獨董人數的決定十分堅持³¹¹。

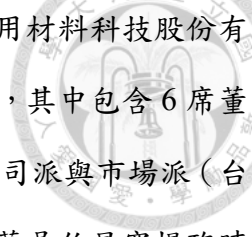
第三款 近期案例

近期二則矚目的實務案例亦可以顯現獨董介入經營權爭奪、獨立董事不獨立的問題。

第一目 2021 光洋科案

³¹⁰ 相關文獻討論可參照：陳照世，從大飲公司非常規交易弊案，探討獨立董事之刑事責任，檢查新論，30期，頁137-153（2021年）；朱俊銘、倪子嵐，從大西洋飲料股份有限公司案看獨立董事之責任，月旦會計實務研究，20期，頁23-33（2019年）。

³¹¹ 邵慶平（註171），頁56。



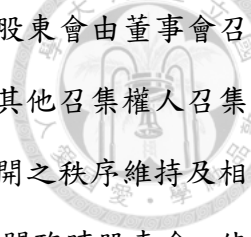
我國 2021 年度最矚目的公司治理爭議案件，莫過於光洋應用材料科技股份有限公司（下稱光洋科）經營權爭奪案。光洋科公司設有 9 席董事，其中包含 6 席董事與 3 席獨立董事，其於 2021 年 11 月 5 日召開董事會，包含公司派與市場派（台鋼）在內的 9 席董事均全數出席，而於該日董事會中，公司派獨董吳伯昌突提臨時動議，欲於 2021 年 12 月 27 日召開股東臨時會以全面改選 9 席董事。市場派董事在錯愕之餘，先藉故拖延會議，直至市場派大佬王炯荼到場，並提出事先備妥之法人董事代表人改派書，將玉璟公司的法人代表人由經卓穎改派為王炯荼，而使台鋼派於董事會之人馬增加至 5 人，隨即，台鋼派隨即提出臨時動議，以董事長馬堅勇不適任為由解任其董事長職位，並改選王炯荼為董事長，而事後，公司派馬堅勇稱以臨時動議解任董事長無效、玉璟改派代表人違法，而堅稱自己才是光洋科合法之現任董事長，因而產生雙胞董事長的局面³¹²。

事後，光洋科另一獨董吳美慧於 2011 年 11 月 9 日宣布搶先於 12 月 24 日舉行股東臨時會，議案亦為全面改選董事，因而與原先獨董吳伯昌宣布於 12 月 27 日召開的股東臨時會形成先後兩場股東臨時會。而針對此二場股東臨時會，各方人士各向商業法院提出定暫時狀態處分以禁止召開臨時股東會之訴。而商業法院於提出聲請後的極短時間之內，分別做成 3 號裁定，二場股東臨時會均被禁止召開³¹³。而後，投保中心也於 2022 年 2 月 24 日對商業法院提出解任獨董吳伯昌之訴訟。

光洋科二位獨立董事先後召開股東臨時會，是否係考量全體股東之利益、還是

³¹² 據報導，公司派與市場派持股相近（近 20%），而公司派於董事會共有 3 董 1 獨董，而市場派有 3 董 2 獨董，參見：米承鶴，光洋科再爆經營權大戰 董座鬧雙胞決戰 12 月，鏡週刊，2021 年 11 月 21 日，<https://www.mirrormedia.mg/story/20211116fin006/>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 22 日）；Nownews，光洋科董座、臨股會鬧雙胞吵什麼？爭議點一次看，財訊，2021 年 11 月 19 日，<https://www.wealth.com.tw/articles/8fe83da4-9fed-4d33-a90b-b061f38f92e4>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 22 日）。

³¹³ 參見：智慧財產及商業法院 110 年度商暫字第 6 號判決、智慧財產及商業法院 110 年度商暫字第 7 號及智慧財產及商業法院 110 年度商暫字第 8 號裁定。



各為其主而為之，應非無疑。依照公司法第 182 條之 1 規定，股東會由董事會召集者，其主席原則上由董事長擔任之，而股東會由董事會以外之其他召集權人召集者，其主席由該召集權人擔任之，而股東會之主席掌握股東會召開之秩序維持及相關程序之負責人³¹⁴，也因此，獨立董事才要爭先分別為各派系召開臨時股東會，使各派系以獲得股東會的「主場優勢」。若僅係考量公司股權變動後之董事會無法反應股權結構，以致於影響公司或股東之利益，則前後於短時間內召開二場臨時股東會似乎多餘，且反而易造成公司治理不穩定、股東無所適從³¹⁵。而光洋科案的發生，主管機關迅速研擬修正證券交易法。根據修法理由，主管機關考量到我國現行制度下審計委員會不僅有取代監察人的監督權限，並同時兼具功能性委員會業務執行功能而有權限過大的疑慮，金管會參考國外設置審計委員會之國家多採取「會議制」的方式行使職權，研擬修正證券交易法第 14 條之 4、第 14 條之 5 將「公司對董事訴訟」、股東會召集權，以及董事為自己與公司交易時代表公司的權限改為審計委員會以合議方式行使之³¹⁶。修法草案於 2023 年 4 月 20 日經行政院通過³¹⁷，送交立法院後並於同年 5 月 30 日三讀通過³¹⁸。

第二目 2022 泰山案

2022 年底，泰山再次發生經營權爭奪戰，面對市場派龍邦的敵意併購，泰山

³¹⁴ 萬國法律事務所（註 197），頁 217 以下。

³¹⁵ 商業法院 110 年度商暫字第 6 號裁定即反對該次股東臨時會的召集，法院人為：若任令兩獨立董事於短短數日之間密集召集，且召集事由均為提前改選董監事，將造成光洋科公司的全體股東無所適從，難以行使股東權利。本判決並提及，若兩造皆認為有召集股東臨時會的必要，應於「審計委員會中凝聚共識」。

³¹⁶ 金融監督管理委員會，預告「證券交易法」第 14 條之 4、第 14 條之 5、第 178 條修正草案，2022 年 8 月 16 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_vie_w.jsp&dataserno=202208160001&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：2022 年 11 月 2 日）。

³¹⁷ 曹悅華，政院 20 日將通過證交法修法 限縮獨董權限，工商時報，2023 年 4 月 19 日，<https://ctee.com.tw/news/policy/847019.html>（最後瀏覽日：2023 年 4 月 21 日）。

³¹⁸ 立法院網站，<https://www.ly.gov.tw/Pages/Detail.aspx?nodeid=33324&pid=229676>（最後瀏覽日：2023 年 6 月 19 日）。

公司處分對其營收相當重要的全家持股予以防禦，屬市場派提名之獨立董事杜英達，對於泰山公司處分全家持股表達反對意見，有趣的是，公司派提名的獨董陳敏薰，同樣也公開反對泰山公司處分全家持股³¹⁹。嗣後，杜英達及陳敏薰組審計委員會並提案於 2023 年 3 月 16 日召開股東臨時會改選全部董事，但後來商業法院否決此次股東臨時會的召開³²⁰。而陳敏薰的「倒戈」，引發泰山宣布解任其獨董職務，而理由是其「在執行職務範圍內未保持獨立性，依法當然解任³²¹。」

發生經營權爭奪戰時，股東派系的實力十分相近，適用累積投票制的結果通常會將這樣的股權比例直接反映在董事會上，董事會的成員也可能會分裂為二派以上。董事、獨董成員若脫離大股東的控制，很可能使一方從董事會、審計委員會多數派淪為少數派，對於重大經營決策的通過或反對、解任董事長、行使股東會召集權等影響重大，因此可以想見各實力派股東會加強對董事、獨董的控制力。而對於獨董有違反獨立性的嫌疑，透過公司自行宣布當然解任的方式是否合理，應非無疑。

第四款 小結

董事欠缺獨立性不僅在我國是嚴重的問題³²²，在國際上也普遍面對此一難題，而各國對於獨立性的標準也有所不同³²³，獨立性的要求也取決於不同股權結

³¹⁹ 財訊新聞中心，泰山經營權之爭為何唱反調？「最美獨董」陳敏薰現身 3 件事讓她心境轉折，財訊，2023 年 2 月 21 日，<https://www.wealth.com.tw/articles/798efefd-f3be-4f8d-9e0b-172b5c8cee35>（最後瀏覽日：2022 年 11 月 2 日）。

³²⁰ 楊雅民，商業法院裁定出爐 泰山 3/16 股東臨時會開不成了，自由財經，2023 年 3 月 10 日，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/4235657>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 11 日）。

³²¹ 李孟璇，羅列 4 大罪狀 泰山解任獨董陳敏薰，鏡週刊，2023 年 5 月 10 日，<https://www.mirrormedia.mg/story/20230510fin002/>（最後瀏覽日：2023 年 5 月 21 日）。

³²² 相關學者的討論：陳俊仁，超越興利防弊功能之迷思：獨立董事與審計委員會地位之再建構，月旦法學雜誌，172 期，頁 87-88（2009 年）；郭大維，英國公司治理法制之研究：以董事為核心，月旦法學雜誌，151 期，頁 152（2007 年）；曾宛如，半套公司治理移植經驗——以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，43 期，39 頁（2014 年）。

³²³ Wolf-Georg Ringe, *Independent Directors After the Crisis*, 14 EUR. BUS. ORG. L. REV. 401, 411-14

構、董事會結構及實務慣習³²⁴。至少，在我國，獨立董事須「保持超然獨立」，係指獨立董事應以公司及全體股東利益為考量，且係應為公司、全體股東之利益來監督經營階層、董事會的決定，而不應有偏向公司的經營階層、特定股東的利益，而悖於全體利益的情事³²⁵。

關於獨立性的規定，證交法第 14 條之 2 第 2 項要求「獨立董事……其持股及兼職應予限制，且於執行業務範圍內應保持獨立性，不得與公司有直接或間接之利害關係³²⁶。」，而所謂與公司間不得有直接、間接利害關係，獨董設置規則第 3 條排除獨立董事與公司間可能有的「親屬關係」、「經濟上利害關係」，以及「職務上利害關係」。本條規定限制獨董與公司間有職務上關係，例如不能擔任公司或公司之關係企業的受僱人、董事、監察人；限制持股關係，例如不能持有公司已發行股份總數之百分之一或為持股前十名的自然人股東；限制親屬關係，即與公司之董監、大股東有血緣關係者；限制其他形式上具利害衝突關係，例如：不能為公司之法人大股東之董監、與公司有業務往來公司的董監等等³²⁷。

上開規定雖然排除現在、過去一定時間的利害關係，但是卻無法排除獨董欲獲取未來利益而與公司建立良好關係的情形³²⁸，而在規定所排除的範圍外，獨立董事在商業上、社交上、人情上可能也與大股東、經營階層有相當的往來關係，考量到這些實質上的利害關係，本文認為，我國應有必要定期監視獨立董事的實質獨立性，且在獨董於執行職務時，應隨時將可能影響其獨立性之情事揭露之³²⁹。

(2015).

³²⁴ G20/OECD Principles of Corporate Governance, at § VI.E, <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/> (last visited June 14, 2023) [hereinafter OECD Principles].

³²⁵ 參見：社團法人中華公司治理協會（註 23），頁 69。

³²⁶ 證券交易法第 14 條之 2 第 2 項。

³²⁷ 參見：公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 3 條。

³²⁸ 陳俊仁（註 322），頁 88。

³²⁹ 參見：社團法人中華公司治理協會（註 23），頁 69。

第四節 比較法上的合併、分別選舉



我國獨董、監察人選舉制度向有分別選舉、合併選舉之爭議，是否為比較法上的特殊？在進一步分析現行制度之前，應有必要就不同法域的獨立董事選舉進行分析比較，一方面可以更清楚的了解問題的淵源以及各國的處理方式。依照第二章的研究，目前國際間採取任意累積投票制的法域佔大多數，而在這些法域中，公司實務上多採取全額連記法選舉董事，因此一個需釐清的前提是，採取全額連記法是否會產生合併、分別選舉的問題？

第一項 合併、分別選舉為採累積投票制法域特有的問題

選任董事時，若採全額連記法，每個董事席次可視為是獨立的選舉³³⁰，股東無法將選舉權集中投給同一人，僅能針對每個席次的候選人投出符合自己股權的選舉權數，而每個席次都會是一場單獨的選舉，換言之，無論採取合併或分別選舉，每一個董事、獨董席次理論上都是掌握股權最多者「贏者全拿」，其他股東並沒有置喙的餘地。

舉例而言，某 A 公司為採用全額連記法的公司，共發行 100 股，於本次董事選舉中共需要選出五席董事（共含有 2 席一般董事，3 席獨立董事），A 公司共有 2 位股東，股東 X 持有 70 股，而股東 Y 持股 30 股，在本次董事選舉中股東 X 提出的董事候選人名單共有甲、乙、丙、丁、戊共 5 位候選人，股東 Y 提出的董事候選人名單共有己、庚共 2 位候選人。在選舉中，股東 X 及股東 Y 由於不能將票集中於同一位候選人，而是於每個董事席次之下，各股東都只能投出自己選舉權數

³³⁰ 林建中（註 33），頁 29-31，中文文獻所參考的原始資料，see Gordon, *supra* note 37, at 127, n.8.



的票，至多僅針對其他候選人投出反對或保留的票數。因此，選舉權配置可能如下：

表格 14:全額連記法選舉權配置

	董事 1	董事 2	獨董 1	獨董 2	獨董 3
股東 X	甲 (70 股支持)	乙 (70 股支持, 30 保留)	丙 (100 支持)	丁 (70 支持, 30 反對)	戊 (70 支持)
股東 Y	己 (30 股支持)				庚 (30 支持)

資料來源:本文自行整理

從上觀之，採取全額連記法選舉董事的情況下，每一席董事都是由獲得表決權數最多者當選，少數股東也無法將選舉權集中給特定候選人，在實務上，公司多是直接選出整組名單的董事人選³³¹。因為每個席次都是獨立且分別的選舉，因此也無需考慮獨董與非獨董二者應合併或分別選舉之問題，因為無論採取何種，其結果理論上都一致。不過，採取任意累積投票制的國家是否沒有相關規定，下文將進一步以美國法為討論對象。

至於比較法上採取強制累計投票制的國家，例如中國大陸法，由於可以選擇將票數集中分配給董事或獨立董事，因此理論上會有應採合併或分別選舉的問題，以下將一併討論該法之規定。

³³¹ 傳統上，在遭遇有競選情況（超額競選）的董事選舉（contest election）時，欲取得董事席次的各方勢力多會單獨徵求委託書，在美國長期的實務運作上，各方勢力在其向各股東所提出的委託書徵求表格中，往往都只會記載自己所支持的候選人，而並不記載其他勢力所提出的候選人，因此支持該競選勢力的股東僅能投票給該勢力提供的徵求書上的候選人，而往往不知道其他勢力所提出的候選人為誰。上開作法在 2021 證管會通過的修法後遭到禁止，自 2022 年 8 月開始，要徵求委託書的各方勢力必須使用統一的委託書徵求表格（universal proxy），並在表格上記載各方勢力所推舉的候選人，給提供委託書的股東於投票時作為參考。參見：Haan, *supra* note 42, at 8.



第二項 美國法之規定

在美國，關於獨立董事設置的規範、獨立性的要求與審計委員會的職權等規定，係分別規定於沙賓法(Sarbanes-Oxley Act)、華爾街改革與消費者保護法(Dodd-Frank Act)等聯邦層級的法規，以及紐約證券交易所(NYSE)及那斯達克(NASDAQ)上市規則³³²。而依據筆者的研究，在上開聯邦法規之中並沒有規範獨立董事選出的方式或程序，更遑論獨董、非獨董的合併、分別選舉的強制規定。不過，美國證券交易委員會另有規定，在董事選舉的委託書或相關聲明中應該要標明符合獨立性標準的獨立董事候選人、董事會在確定獨立性標準時的相關參考資料，以及是否有任何審計、提名或薪酬委員會成員不具備獨立性³³³。由此觀之，公司應係自行負責選出足額的獨立董事。

而董事選任於美國被認為係公司內部事務，而相關制度與程序多是規定在各州的公司法之中。例如德拉瓦州公司法(Delaware General Corporation Law)規定董事應由股東常會(annual meeting)選任之、且除非有複數表決權的規定，原則上股東係一股一表決權³³⁴，且除非公司有透過章程訂入累積投票制外，原則上董事應透過相對多數決選舉而出(a plurality of the votes)³³⁵。至於採取累積投票制的公司應合併或分別計票，德拉瓦州公司法及美國商業上重要之州的公司法³³⁶皆無進一步的規定。另外，大部分的州公司法中根本沒有著墨於獨立董事的規定。

由於美國實務上大多數公司使用的是全額連記法，因此亦不會有合併、分別選

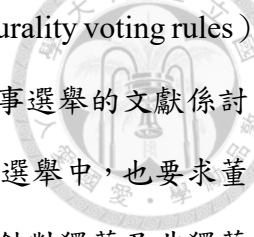
³³² BRUCE F. DRAVIS, THE ROLE OF INDEPENDENT DIRECTORS IN CORPORATE GOVERNANCE 5 (2014).

³³³ 17 C.F.R. § 229.407 (2023).

³³⁴ 8 Del. C. 1953, §211b.

³³⁵ 8 Del. C. 1953, §214b; 8 Del. C. 1953, §216b.

³³⁶ 如紐約州商業公司法、加州公司法、以及模範公司法。



舉的問題，對其而言，更重要的問題應在於應採「相對多數決」(plurality voting rules) 抑或是「絕對多數決」(majority voting rules)，因此許多關於董事選舉的文獻係討論應否強制公司採取絕對多數決，亦即，在沒有競爭對手的董事選舉中，也要求董事必須取得至少過半數選票³³⁷。因此，至少在主要文獻中，均無針對獨董及非獨董合併選舉或分別選舉提出質疑的文獻或論點。

第三項 採累積投票制的法域--以中國大陸法為例

第一款 獨立董事與一般董事之資格差異

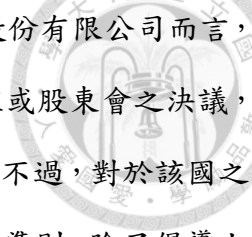
依照中國大陸法之獨立董事規則（下稱獨董規則），上市公司獨立董事應具備獨董規則的獨立性要求³³⁸與任職條件³³⁹。因此，獨董與普董的資格可謂涇渭分明，選舉時勢必要考慮到二種職稱類別之候選人的資格差異，因此會有合併與分別選舉的區別。

第二款 獨立董事與一般董事之選舉

³³⁷ 劉連煜、杜怡靜、林郁馨、陳肇鴻，選任獨立董事與公司治理，1版，頁32（2013年）。

³³⁸ 中華人民共和國上市公司獨立董事規則第7條：「下列人員不得擔任獨立董事：（一）在上市公司或者其附屬企業任職的人員及其直系親屬、主要社會關係（直系親屬是指配偶、父母、子女等；主要社會關係是指兄弟姐妹、配偶的父母、子女的配偶、兄弟姐妹的配偶、配偶的兄弟姐妹等）；（二）直接或間接持有上市公司已發行股份百分之一以上或者是上市公司前十名股東中的自然人股東及其直系親屬；（三）在直接或間接持有上市公司已發行股份百分之五以上的股東單位或者在上市公司前五名股東單位任職的人員及其直系親屬；（四）最近一年內曾經具有前三項所列舉情形的人員；（五）為上市公司或者其附屬企業提供財務、法律、諮詢等服務的人員；（六）法律、行政法規、部門規章等規定的其他人員；（七）公司章程規定的其他人員；（八）中國證券監督管理委員會（以下簡稱中國證監會）認定的其他人員。」

³³⁹ 中華人民共和國上市公司獨立董事規則第9條：「擔任獨立董事應當符合下列基本條件：（一）根據法律、行政法規及其他有關規定，具備擔任上市公司董事的資格；（二）具有本規則所要求的獨立性；（三）具備上市公司運作的基本知識，熟悉相關法律、行政法規、規章及規則；（四）具有五年以上法律、經濟或者其他履行獨立董事職責所必需的工作經驗；（五）法律法規、公司章程規定的其他條件。獨立董事及擬擔任獨立董事的人士應當依照規定參加中國證監會及其授權機構所組織的培訓。」



中國大陸係「部分」實施強制累積投票制的法域，對於所有股份有限公司而言，依照中華人民共和國公司法第 105 條之規定，公司可以透過章程或股東會之決議，選擇實行累積投票制³⁴⁰。其採取選擇訂入式的任意累積投票制。不過，對於該國之上市公司而言，依照其證券監督管理委員會公告之上市公司治理準則，除了倡導上市公司應積極推行累積投票制之外，針對「單一股東」或「其一致行動人」持股比例在 30% 以上的上市公司，其董事、監事選舉應「強制」採用累積投票制，而不符合此條件的上市公司則鼓勵採用累積投票制。採取累積投票制的公司應在章程中規定實施細則³⁴¹。此外，中國大陸亦在其他行政規則中有強制或建議適用累積投票制，例如：證監會發佈之證券公司治理準則第 17 條³⁴²、深圳證券交易所創業板股票上市規則第 3.1.13 條³⁴³。

採取累積投票制的公司，其獨董與非獨董應「分別選舉」或「合併選舉」？根據筆者的搜尋，全國一致性的規則例如：上市公司治理準則及上市公司獨立董事規則對此有任何規定。2005 年，上海證券交易所發布公司章程累積投票制實施細則建議稿（下稱建議稿），提供上市公司於修訂章程時納入累積投票制實施細則時參考，但僅係建議性質而不具有拘束力，而該建議稿的第 X+4 條：「在累積投票制下，獨立董事應當與董事會其他成員分別選舉³⁴⁴。」，明確建議採取累積投票制的上市

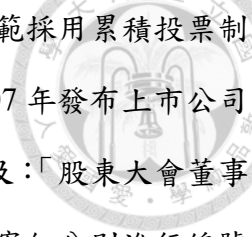
³⁴⁰ 參照中華人民共和國公司法第 105 條第 1 款：「股東大會選舉董事、監事，可以依照公司章程的規定或者股東大會的決議，實行累積投票制。」。

³⁴¹ 參照中華人民共和國證券監督管理委員會 2018 年公告之上市公司治理準則第 17 條：「董事、監事的選舉，應當充分反映中小股東意見。股東大會在董事、監事選舉中應當積極推行累積投票制。單一股東及其一致行動人擁有權益的股份比例在 30% 及以上的上市公司，應當採用累積投票制。採用累積投票制的上市公司應當在公司章程中規定實施細則。」。

³⁴² 中國證券監督管理委員會 2012 年 12 月 11 日公告之證券公司治理準則第 17 條：「證券公司在董事、監事的選舉中可以採用累積投票制度。證券公司股東單獨或者與關聯方合併持有公司 50% 以上股權的，董事、監事的選舉應當採用累積投票制度，但證券公司為一人公司的除外。」。

³⁴³ 深圳證券交易所創業板股票上市規則（2012 年修訂）第 3.1.13 條：「上市公司在發布召開關於選舉獨立董事的股東大會通知時，應當將所有獨立董事候選人的有關材料（包括但不限於提名人聲明、候選人聲明、獨立董事履歷表）報送本所備案。獨立董事選舉應當實行累積投票制。」，但最新版的規則似已刪除此規定，參見：深圳證券交易所創業板股票上市規則（2023 年修訂）。

³⁴⁴ 上海證券交易所上市公司部關於發布公司章程累積投票制實施細則建議稿的通知，2005 年 3 月 30 日。



公司應分別選舉獨立董事與普通董事。另外，上海證交所為了規範採用累積投票制上市公司，其股東利用網路投票方式選舉董監事的事宜，於2007年發布上市公司董監事選舉採用累積投票制注意事項（下稱注意事項），其中提及：「股東大會董事候選人選舉、獨立董事候選人選舉、監事會候選人選舉應作為議案組分別進行編號³⁴⁵。」，並且規定「申報股數代表選舉票數。對於每個議案組，股東每持有一股即擁有與該議案組下議案個數相等的投票總數³⁴⁶。」、「股東應以每個議案組的選舉票數為限進行投票。股東根據自己的意願進行投票，既可以把選舉票數集中投給某一候選人，也可以按照任意組合投給不同的候選人³⁴⁷。」，從注意事項之內容實質上觀之，普通董事、獨立董事及監察人應分別屬於不同議案，分別進行選舉。附帶一提，深圳證券交易所也有就網路投票事宜發布相關的通知，但其內容並未明確提及合併、分別選舉事宜³⁴⁸，而本文搜尋深圳交易所發布的相關文獻，也並未發現其有提及合併、分別選舉。

於2022年，上海證交所發佈上海證券交易所上市公司自律監管指引第1號——規範運作（下稱指引第1號），規範主板上市公司運作並提升上市公司之公司治理，指引第1號的發布也取代了前開注意事項的效力。而指引第1號則維持以往採取分別選舉的見解，其第2.1.14條規定：「股東大會以累積投票方式選舉董事的，獨立董事和非獨立董事的表決應當分別進行，並根據應選董事、監事人數，按照獲

³⁴⁵ 上海證券交易所上市公司部關於上市公司董監事選舉採用累積投票制注意事項的通知，2007年11月12日。

³⁴⁶ 上海證券交易所上市公司部關於上市公司董監事選舉採用累積投票制注意事項的通知，2007年11月12日。

³⁴⁷ 上海證券交易所上市公司部關於上市公司董監事選舉採用累積投票制注意事項的通知，2007年11月12日。

³⁴⁸ 深圳證券交易所2005年1月17日發佈之關於通過上市公司股東大會網路投票系統就累積投票議案進行投票有關問題的通知第20條：「對於累積投票提案，股東每持有一股即擁有與每個提案組下應選董事或者監事人數相同的選舉票數。股東擁有的選舉票數，可以集中投給一名候選人，也可以投給數名候選人。股東應當以每個提案組的選舉票數為限進行投票，股東所投選舉票數超過其擁有選舉票數的，或者在差額選舉中投票超過應選人數的，其對該提案組所投的選舉票不視為有效投票。」。

得的選舉票數由多到少的順序確定當選董事、監事³⁴⁹。」，嚴格而言，指引第1號係屬於行業自律規範，然而在本指引第1.3條開宗明義地指出：「上市公司應當根據法律法規、本指引、本所其他規定及公司章程，建立有效的公司治理結構……。³⁵⁰」，亦可想見多數公司為了避免爭議，應會選擇遵循本指引的規定。

根據中國大陸學者錢玉林教授的統計，於其2012年抽取之93家於上海證交所上市的公司樣本中，90家公司採納了上開建議稿的要求³⁵¹，而採取獨董、普董分別選舉的主要理由在於「防止獨立董事的名額被佔用」以及「保證獨立董事的比例」³⁵²。而相對於上海證交所採取的見解，山東上市公司協會則認為若將應選董事一分為二分別累積投票，其可以累積起來的票數會大幅減少，並違背推行累積投票制的初衷³⁵³，而有鑒於該省上市公司對於累積投票的認識並不統一，該協會亦發布山東上市公司累積投票制操作參考，當中建議公司不得將獨董、非獨董分別累積投票，而也可將獨董、非獨董、監察人三者的選舉合併累積投票³⁵⁴。此外，中國大陸亦有其他論者倡議獨立董事應併同非獨立董事選舉，以避免累積投票制的效果被縮減³⁵⁵。

第五節 綜合分析與立法論建議

³⁴⁹ 上海證券交易所關於發佈《上海證券交易所上市公司自律監管指引第1號——規範運作》的通知第2.1.14條（2022年1月7日）。

³⁵⁰ 上海證券交易所關於發佈《上海證券交易所上市公司自律監管指引第1號——規範運作》的通知第1.3條（2022年1月7日）。


³⁵¹ 錢玉林，累積投票制的引入與實踐——以上市公司違例的經驗性觀察，法學研究，第6期，頁127（2013年）。

³⁵² 錢玉林（註351），頁127。

³⁵³ 鄭義，規範上市公司累計投票制——訪山東上市公司協會負責人趙樹元，新浪財經，2005年7月28日，<http://finance.sina.com.cn/roll/20050728/0537235379.shtml>（最後瀏覽日：2023年5月17日）。

³⁵⁴ 錢玉林（註351），頁127。

³⁵⁵ 謝朝斌，獨立董事法律制度之研究，第1版，頁521（2004年）；張保華、張宏傑（註188），頁178-179，論者認為獨立董事應與非獨立董事合併選舉，理由主要在於分別選舉降低了候選席次，因而導致中小股東選出董事的可能性被降低，因而無法發揮累積投票制之功能。



現行制度對於公司治理的影響涉及該公司的股權結構、董事會的大小等等的因素，無法一概而論，但是，因現行制度必然產生的博弈效果與不確定性，所帶來的影響似乎弊多於利，而應該沒有保留的必要，以下篇幅將針對選舉模式的改革提出建議。

第一項 現階段下宜採「分別選舉」

在其他制度不變動的情況下，因「分別選舉」的方式可以除去現行法的博弈性質，並進一步消除因博弈性質所帶來的上開弊病，因此，本文建議採取「分別選舉」的方式以取代掉現行「合併選舉、分別計票」的方式。

第二項 更突破的選舉模式—只選出一種職位的效果

第一款 全部「獨立董事」或全部「外部董事」

進一步言，導致現行制度產生「博弈」效果的根源，是因為選舉制度需要「同時選出二種不同的職位」，假設主管機關要求公司設置全部「獨立董事」的董事席次或是去除獨董應具備的資格限制，使之在選舉上的資格無需與一般董事區別，若採取此二種做法，使選舉制度回歸到只選出一種職位的情形，而可以從源頭消除現行制度下所帶來的博弈效果。不過此二種做法不僅在我國現行架構下實施會有更多障礙，而且可能會連結到更多公司治理的問題，勢必需要更為全面的討論。

第二款 修正式之「合併選舉、合併計票」



第一目 金融機構自然專業董事的選舉方法

除了通過全部「獨立董事」或全部「外部董事」以要求消除同時選出不同職位，我國現行法下應有空間藉由近一步的調整相關法規，來創設出所謂的「合併選舉、合併計票」的選舉方式來解決對賭的問題，而具體的方式應可參照金融機構自然專業董事的選舉方法。

按銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則（下稱銀行負責人應遵行事項準則）第 9 條規定，銀行除了應依照公司法、證交法設置足額之董事、獨立董事、監察人之外，尚須依照銀行負責人應遵行事項準則需設置足額的「專業董事」³⁵⁶。對於金融控股公司，金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則亦設有相似規定³⁵⁷。2018 年修正銀行負責人應遵行事項準則後，要求擔任專業董事的自然人（下稱自然人專業董事）應符合專業董事的

³⁵⁶ 銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則第 9 條：「銀行之董（理）事、監察人（監事）應具備良好品德，且其人數在五人以下者，應有二人，人數超過五人者，每增加四人應再增加一人，其設有常務董（理）事者，應有二人以上具備下列資格之一：一、銀行工作經驗五年以上，並曾擔任銀行總行副經理以上或同等職務，成績優良者。二、擔任金融行政或管理工作經驗五年以上，並曾任薦任八職等以上或同等職務，成績優良者。三、銀行工作經驗三年以上，並曾擔任銀行總行經理以上或同等職務，成績優良者。四、有其他事實足資證明其具備銀行專業知識或經營銀行之能力，可健全有效經營銀行業務者（第一項）。銀行前一年度經會計師查核簽證之資產總額達新臺幣一兆元以上者，其董（理）事、監察人（監事），在五人以下者，應有三人，人數超過五人者，每增加三人應再增加一人，其設有常務董（理）事者，應有三人以上具備前項各款所列資格之一（第二項）。銀行董（理）事中，符合第一項資格，且非以政府、法人或其代表人當選者，其人數，應符合前二項規定。但董（理）事全體人數超過十三人者，得為五人（第三項）。政府或單一法人直接或間接持有百分之百股份之銀行，不適用前項規定（第四項）……」。

³⁵⁷ 金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則第 9 條：「金融控股公司之董事應具備良好品德，且其人數在五人以下者，應有二人，人數超過五人者，每增加四人應再增加一人，其設有常務董事者，應有二人以上具備下列資格之一：一、本法所稱金融機構或金融控股公司工作經驗五年以上，並曾擔任總公司（總行）副經理或同等職務三年以上，成績優良者。二、擔任金融行政或管理工作經驗五年以上，並曾任薦任八職等以上或同等職務，成績優良者。三、有其他事實足資證明其具備經營金融控股公司之能力，可健全有效經營金融控股公司業務者（第一項）。金融控股公司前一年度經會計師查核簽證之資產總額達新臺幣一兆元以上者，其董事在五人以下者，應有三人，人數超過五人者，每增加三人應再增加一人，其設有常務董事者，應有三人以上具備前項各款所列資格之一（第二項）。金融控股公司董事中，符合第一項資格，且非以政府、法人或其代表人當選者，其人數，應符合前二項規定。但董事全體人數超過十三人者，得為五人（第三項）。政府持有百分之百股份之金融控股公司，不適用前項規定（第四項）……」。

最低人數限制，即自然人專業董事不得為政府、法人或其代表人當選³⁵⁸。若獨立董事本身符合專業董事之資格條件者，亦屬於自然人專業董事³⁵⁹。在現行法之下，擔任自然人專業董事既然需要符合額外的資格條件，其自屬於董事、獨立董事或監察人之外的另外一種職位。關於自然人專業董事的提名與選任方式，依照金管會所發布的實務問答集，自然人專業董事係與一般董事及獨立董事合併選舉，但毋需與一般董事分開計票³⁶⁰，若當次選舉後有自然人專業董事不足額者，可參照證交法第 14 條之 2 第 6 項規定，於最近一次股東會補選之³⁶¹。

第二目 適用於獨董、董事選舉

獨董選舉難以採用「合併選舉、合併計票」之原因，是公司必須選出符合章程規定的獨董與普董人數，若章程設有不固定的董事人數，該次董事應選名額應先經董事會確定³⁶²，而公司應於股東會召開前之停止股票過戶日前公告「明確」之應選董事及獨董席次數³⁶³。因此，如果獨董與非獨董若是不分開計票，可能會導致最終選舉結果無法「準確符合」公告的選舉人數。不過，對於此一問題的解套非無借鏡上開金融機構自然人專業董事選舉方法之餘地：

³⁵⁸ 銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則第 9 條第 3 項、金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則第 9 條第 3 項。

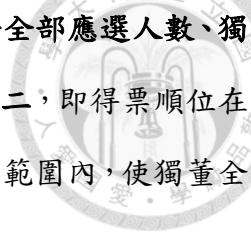
³⁵⁹ 亦即符合專業資格條件的獨立董事，可以同時充作獨立董事及自然人專業董事的名額。

³⁶⁰ 參照金管會 109 年 1 月 7 日金管銀法字第 1080274703 號發布之「銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則」第 9 條及「金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則」第 9 條有關自然人專業董事規定之實務問答集。問答集中指出「獨立董事」應與「非獨立董事」應依照公司法及證券交易法相關規定一併投票並分開計票，並無特別要求屬於非獨立董事之自然人專業董事應與一般董事分開計票，故解讀上應為一併投票並合併計票應較符合主管機關意思。

³⁶¹ 參照金管會 109 年 1 月 7 日金管銀法字第 1080274703 號發布之「銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則」第 9 條及「金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則」第 9 條有關自然人專業董事規定之實務問答集。

³⁶² 經濟部 94 年 11 月 30 日經商字第 09402426290 號令：「二、又公司依公司法第 192 條之 1 或第 216 條之 1 規定，公告董監事應選名額時，該名額須由董事會事先予以確定，不得仍依章程規定為『○人至○人』。」。

³⁶³ 公司法第 192 條之 1 第 2 項。



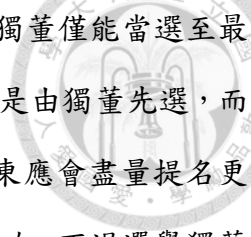
為保證選出的獨董人數符合證交法之規定，**選舉前僅需公告全部應選人數、獨董最低選舉人數與普董最高當選人數**，因此，如果發生前述**情形二**，即得票順位在前的獨董候選人超出應選名額，則在公告之全部應選董事席次的範圍內，使獨董全部當選即可，換言之，在此情形下普董人數將視情形縮減。

其次，若是發生前述**情形一**，即得票順位在前的普董候選人超出應選名額，此時，使普通董事當選至最高人數即可，而獨董不足額的部分，則**必須於最近一次股東會補選至足額**，如此一來，不僅可以處理**情形一**的問題，亦可以保證選出的獨董有足夠的股權支持，較具備正當性。

合併選舉、合併計票加入上開二種配套措施後，似乎已經現實上可行，且考量到新修正證券交易法規定審計委員會得行使召集權，可以想見未來各派股東會轉而爭取過半數獨立董事席次，**情形二**或許仍然是較普遍出現者，因此也有助於董事會中獨立董事占比的增加。不過，採用上開作法也非全無問題，例如在經營權爭奪時期，董事選舉時無法選出足額的獨董而必須透過補選的方式為之，如此恐會使經營權爭奪延燒至獨董的補選。

第三目 同樣作法可以適用於「分別選舉」？

要使「合併選舉、合併計票」得以運作，其實最大的重點應該是：**選舉前僅需公告全部應選人數、獨董最低選舉人數與普董最高當選人數**，若把這樣的規則套用於「分別選舉」，想像上，就需討論獨董應先選出、或普董應先選出的問題。首先，獨董似乎應先於普董選出，既然獨董可以選出高於最低選舉人數的席次，如果由普董先行選出，在經營權爭奪時，各方提名的普董候選人之總和應會超出普董最高當選人數，而形成超額競選的情形，依照實務作法，若每席候選人或多或少都可以獲



配表決權數，在此情形下，很容易就使普董選出最高人數，代表獨董僅能當選至最低人數，而使公告獨董最低選舉人數的規則失去意義。不過，若是由獨董先選，而上開規則允許獨董當選至全部應選董事席次，可以想見各方股東應會盡量提名更多的獨董候選人以增加當選名額，甚至被提名人數將遠超應選席次，不過選舉獨董時，股東的表決權數仍為股份數乘以應選獨董席次，若股東將此相對少的表決權數分配給多數候選人，則勢必有若干獨董以非常低票當選，這些當選的董事是否具有代表性，是否排擠到普董應選的名額，非無疑問。因此，將上開規則套用於「合併選舉、合併計票」雖非不可行，但似乎需要排解上開問題。

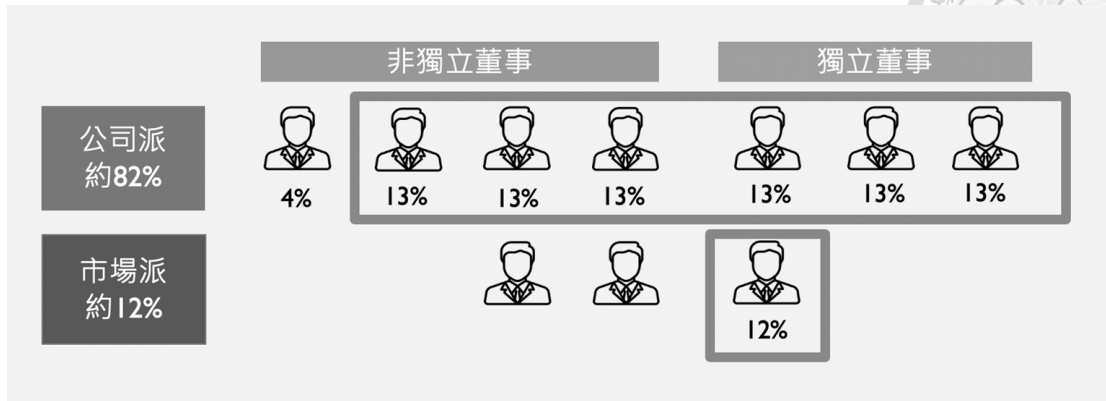
第三款 實際試算

第一目 台新金案董事選舉

若採取類似銀行、金融控股公司選舉自然人專業董事的模式，並設置獨立董事席次的最低門檻，換句話說，若最終結果所選出的獨立董事席次多於預定席次，則不需再補選非獨立董事；但若出現獨立董事不足額的情況，則需要再行補選獨立董事。而以下的研究會先忽略補選的部分。

最終選舉結果應該是，市場派必然取得 1 席獨立董事或 1 席非獨立董事，取決於市場派將票分配給獨董或是普通董事，因為以公司派所掌控的股權數而言，無論其如何分配表決權，都無法使同時分給 7 席候選人都高於 12% 的表決權，因此雙方並不會進入賽局。可能配票情形如下表：

表格 15: 台新金案採用修正式合併選舉、合併計票之配票



資料來源: 本文自行整理

若公司派配票情形如上圖，而市場派將表決權集中給其獨立董事候選人，則最終選舉結果是市場派獲得該席獨立董事席次，而公司派會取得 3 席獨董與 3 席非獨董，因最終選舉結果共選出 3 席非獨立董事、4 席獨立董事，符合獨董最低人數限制，因此不需要再補選獨董；但假如公司派將前 7 高票配給 4 席非獨董、2 席獨董，且市場派也將票集中投給普董候選人，則可能會產生前 7 高票者只有 2 席獨董，則公司需要再另行補選 1 席獨董。

第二目 福懋油案董事選舉

若採取此種選舉模式，且暫且忽略不計獨董與普董間的差異，等同於運用累積投票制一次選出 9 席董事會成員，關於各方的配票策略，參考本文第二章第四節所介紹之系爭不等式： $[mS_I/k] > [m(S-S_I)/M-k+1]$ 與 Amihai Glazer 教授等人使用的 D'Hondt Remainders Table，呈現如下³⁶⁴：

³⁶⁴ 由於整數以下的股份無法投票，因此表格中的數字會直接去除掉小數部分，下方的運算均同。

表格 16:福懋油案採用修正式合併選舉、合併計票之配票

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
多數派	978,53 5,008	489,26 7,504	326,17 8,336	244,63 3,752	195,70 7,002	163,08 9168	139,79 0715	122,31 6,876	108,72 6,112
少數派	907,12 3,183	453,56 1,591	302,37 4,394	226,78 0,795	181,42 4,636	151,18 7,197	129,58 9,026	113,39 0,397	100,79 1,464

資料來源:本文自行整理

圈出表中前 9 大數字，多數派能確保的席次為 5 席、少數派 4 席。表格中，多數派第 6 欄的數字並未大於少數派第 1 個未圈起的數字，因此，多數派的最佳策略應為平均配票予 5 位候選人；另一方面，少數派第 5 欄的數字大於多數派的第 1 個未圈起的數字，因此少數派將票分配予 5 位候選人將會是「最適」方案，因其如此配票，多數派若繼續將票配給 5 個候選人，少數派一樣獲選 4 席董事，但如果多數派因策略錯誤而反將票配給 6 位候選人，則少數派反而因此獲選 5 席董事。綜上所述，多數派分配給 5 位候選人、少數派分配給 5 位候選人，應是雙方的最適方案，若多數派不採取其他更劣等的策略，而最終結果應不致於偏離股權比例。

將此模式的精算結果，與「合併選舉、分別計票」相比較，其實也可以某程度的了解到在福懋油當年的選舉中，公司派採取該配票策略的理由，因為在合併選舉、合併計票之下，福懋油將表決權平均分配給 4 位董事、1 位獨董的做法，是完全合理的配票方式，而當年福懋油正面臨換軌、增設 1 席獨立董事以採用審計委員會制度³⁶⁵，或許公司派沒有意識到組織變更後可能使「合併選舉、分別計票」的

³⁶⁵ 福懋油脂股份有限公司（民國）108 年股東常會議事錄，頁 1，<https://www.fopco.com.tw/Download2.php?page=2&ADKey=2&Source=&Category=>（最後瀏覽日：2023 年 4 月 28 日）；福懋油脂股份有限公司（民國）107 年度年報，頁 11-12，<https://www.fopco.com.tw/Download2.php?page=3&ADKey=2&Source=Category&Category=>（最後瀏覽日：2023 年 4

效果加劇，所以並沒有進一步就新的制度精算出更適合的配票策略。



由上開所證，若採用此一「修正後的合併選舉、合併計票」，可以消除「合併選舉、分別計票」的不確定性，而原則上選舉結果也不至於發生如同福懋油案偏離股權的結果。

第三項 立法論上二種可行模式的進一步比較

不過，如果其他制度可以配套變動，由上述的運算中已經進一步的驗證，無論是改採「分別選舉」，或是採取修正式的「合併選舉」，皆能消除現行制度所帶來的「賭博」效果，並減緩選舉的不確定性。而現行法下究應採取何種制度，問題又回到合併與分別選舉的比較與取捨。不過，考慮到此二制度設計上也不盡相同：修正式的合併選舉增加了配套措施，因存在二個以上不同的變因，此二制度並無法直接進行比較，只能各自爬梳優缺點之後進行取捨。以下，將以實務上常見的 6 董事、3 獨立董事³⁶⁶為基本假設，進行下述討論。

第一款 分別選舉

對於分別選舉的分析，基本上可以使用對於現行監察人制度的分析，上述已有相當之說明。要強調的是，分別選舉後普董、獨董的應選席次數都會變少，依上開

月 28 日)，福懋油原本係設置 5 席普董、2 席獨董、2 席監察人。

³⁶⁶ 本處假設 3 席獨立董事的理由在於：依照現行證交法第 14 條之 2 的規定，公開發行公司最低可僅設置 2 席獨立董事或設置不低於董事席次 5 分之 1 的獨立董事，而依照較為嚴格的上市上櫃公司治理實務守則，也僅是在最低設置 2 席獨立董事的基礎上，再建議上市櫃公司「不宜」設置少於董事席次 3 分之 1 的獨立董事，也因此，實務通常也不會設置高於門檻太多的獨董。且依照公開資訊觀測站的資料，上市、上櫃及興櫃公司設置獨立董事以 3 席者居多（資料截止於 2023 年 2 月），參見：公開資訊觀測站，獨立董事設置情形，<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t93sb05>（最後瀏覽日：2023 年 3 月 15 日）。

假設：3 席獨董、6 席普董，因而各自當選所需的表決權數均較同時選出 9 席更多³⁶⁷。因此，雖可以使董事會結構相較單純，但同時也存在抑制股東串聯的效果，而且獨董理論上需要大股東的支持才能當選，可能因此而增加依附於控制股東的機會，不過，若法律要求增加獨董席次數，也會進一步降低當選獨董的門檻，可能減輕問題的嚴重性，可是，在我國的股權結構下若大幅度的增加獨董的席次，現實上會存在大量阻力³⁶⁸。附帶一提，在上市櫃公司之外，若有公司同時設置獨董、監察人而需要同時選出三個類別之負責人，參照中國大陸的做法，三者均分別選舉亦並非不行。

第二款 修正式合併選舉

若採合併選舉，當選一席董事、獨董的持股門檻均會下降³⁶⁹。在上開應選 9 席董事的假設下，依據科爾公式運算，假設全部有表決權之已發行股份均出席的情形下，尤其在選舉獨董的情形，採合併或分別選舉所需的股權差異約 15%，與分別選舉的差距應相當顯著。因此，可以想見董事會中除了會有控制股東及持股較高的大股東所提名的董事之外，還會有其他有力股東的代表，董事會結構應較複雜。

在此模式之下，股東可以較低的股權數自由選出審計委員會之成員，增加公司的制衡力道³⁷⁰，與此同時，借助實務競爭獨董席次的現狀、有助於增加獨董數量³⁷¹。不過需注意的是，獨董同時也是董事會成員，若董事會中派系林立，也可能造

³⁶⁷ 若全部應選席次為 9 席，以不考慮股東出席率的情況下依據柯爾公式運算，當選 1 席董事席次最低需要 10% 股份，應選席次為 6 席則需要 14.28% 股份；應選席次為 3 席則需要 25% 股份。參見：章博文（註 87），頁 18。

³⁶⁸ 詳見本文第 5 章的討論。

³⁶⁹ 依據柯爾公式運算，欲選出一席董事、獨董最低需要 10%。

³⁷⁰ 再次強調，採取合併究能有多大的影響仍然取決於董事會的席次數，如果公司設置較少董事會總席次，採取合併選舉效果可能也十分有限。

³⁷¹ 仍須注意的是，實際上並非所有公司都願意放棄易於控制的普董，轉而支持獨立董事。

成董事會無法真正討論問題、影響業務執行、決策的效率³⁷²；或是敵意併購下有「不速之客」加入董事會，其可能會破壞大股東間、董事間的默契，而各持股集團秉持著手上的籌碼而動輒要脅停止協商，不僅公司運作帶來更大的代理成本，而在談判破局後，各派系股東仰賴其董事資訊權所可取得的公司資訊，頻頻對公司提起訴訟，而可能造成滋擾³⁷³。

此外，還需要考量到現行證交法第 14 條之 4 前段之規定：審計委員會成員應由全體獨立董事所組成³⁷⁴，若實務運用此種制度選出過半數（或更多）的獨立董事，若所有的獨董同時身為董事會與審計委員會成員，恐會使審計委員會與董事會之區別並無意義。

而且，若將來主管機關要求設置更多獨董，在此選舉模式下有可能會發生無法一次性選出足額獨董席次的問題而需要缺額補選，雖然可以要求公司提出足額獨董候選人緩解此一問題，不過即使提出足額獨董候選人，於想像上若出現得票數較高的獨董候選人不足獨董最低人數的情形，仍可能產生選出不足額獨董，若需就不足額補選，可以想見的是，通常也由大股東瓜分補選席次。

第四項 進一步之立法建議與問題

第一款 現行法框架下的立法建議

在上開二種可行的改革方案中，選擇採用何種較適合現階段的我國？抑或是，可以如同中國大陸法採取建議性、半強制的方式予以規範？

³⁷² 公司法全盤修正建議（註 168），頁 3-18-3-20。

³⁷³ 同本文見解：蔡昌憲（註 175），頁 46-47。

³⁷⁴ 參照證券交易法第 14 條之 4 的規定。



當然，各該公司的股權結構不同，且經營習慣、文化與意見均有所不同，難以斷言哪種模式會最適合於每一間公司。不過，根據研究，我國上市公司普遍存在控制股東、且控制股東以家族為主³⁷⁵，因此，若公司存在持股過半的控制股東、或最大股東透過「金字塔結構」或「交叉持股」等掌控公司過半股權，甚至公司屬於少數控制股東結構（controlling-minority structure）³⁷⁶、依照分別選舉的效果，該控制股東很有可能透過實力選出過半獨董席次，因此在掌控董事會過半數的同時，也掌控審計委員會成員的半數，在獨董欠缺獨立性的現狀下，或許是為避免控制股東專擅，我國法才不得不把若干職權交給審計委員會的成員來行使，但卻因此引發我國公司治理上特有的問題：例如利用獨董召開臨時股東會而發動經營權爭奪戰。

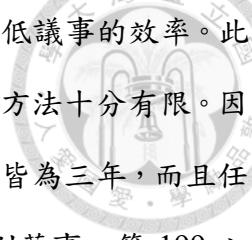
長遠而言，在我國實務，獨立董事不獨立情形嚴重的現狀下，為避免控制股東濫權、利益輸送但卻欠缺監督制衡，本文認為在現行制度的框架下，強制採取修正式的「合併選舉、合併計票」應較為妥適。

第二款 董事會組成過於僵化

需要強調的是，上開二種可行的改革方案中，在我國公司法、證交法的框架下無論採取何種都會過於僵化。籠統一點來說，採取分別選舉，優點固然是某程度保證董事會結構的單純，有助於行政效率的追求，但是勢必減弱制衡、監督的力道；另一方面，即使採取修正式是本文認為現階段較妥適的方案，但其提升監督、制衡

³⁷⁵ See Yin-Hua Yeh, *Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan*, 1(1) CORP. OWNERSHIP & CONTROL 87, 87 (2003).

³⁷⁶ See generally Lucian Bebchuk et al., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 445-460 (R. Morck, ed., 2000); 另外，王文字教授於 2005 年的研究中指出不少臺灣上市公司中存在少數控制股東結構，王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，第 10 期，頁 16-24（2005 年）。



力道³⁷⁷的同時，因為董事成員分別代表不同的利益，免不了會降低議事的效率。此外，在二次董事選舉之間若要調整董事會結構，現行法所提供的方法十分有限。因為，不論是合併或是分別選舉，由於實務上大多公司的董事任期皆為三年，而且任期中除非透過召開臨時股東會的方式依公司法第 199 條解任個別董事、第 199 之 1 條改選全部董事，及公司法第 27 條第 3 項法人行使改派權以替換法人代表董事的方式為之，因為不論採取合併或分別選舉，都可能很難一體適用於所有的公司，如果因為董事信任不再、董事任期中有其他專業性需求等等原因使公司需要在二次改選之間增加或減少董事席次，現行法除了以前述方式改選董事（或配合同步修章）之外，並無其他更有彈性的方式來變更董事會的結構，對此問題，還需要有更多的思考與討論。

第五項 對累積投票制成果之保障

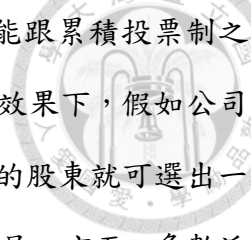
第一款 決議解任制度

依照 Black & Kraakman 的觀點，就適用累積投票制的體系而言，股東於任何時候不附理由的移除整個董事會的權力需要受到保障，然而，卻必須要限制股東解任單獨董事的權力，因為如果董事可以被單獨移除的話，而使得多數股東可以輕易移除非己派系的董事，則累積投票制的效果將會被無效化³⁷⁸。

承上所述，採取「合併選舉」的方式可以使控制股東以外的少數股東更容易透過串聯的方式選上董事或獨董席次，不過，在現行公司法第 199 條的規定下，股東

³⁷⁷ 合併選舉對於股東行動主義的落實可能有正面意義，或可以藉此扮演公司治理的糾正機制，但行動主義也被論者批評為僅考慮短期股價影響，而忽視公司長期發展，林哲睿，由股東行動主義探討公司法第一七三條之一的「股東會召集權」，國立中正大學法學集刊，66 期，頁 192-194（2020 年）。

³⁷⁸ Kraakman & Black, *supra* note 102, 1930, n.63.



會可以透過特別決議的方式不附理由地將個別董事解任³⁷⁹，可能跟累積投票制之下又採取「合併選舉」的效果有所抵觸，因為在「合併選舉」的效果下，假如公司席次數大於 5 席，藉由柯爾公式的運算會得出持有 16.67% 股權的股東就可選出一席，而通常上市櫃公司都會設置多於 5 席的董事席次，不過，在另一方面，多數派股東若是可以控制 3 分之 2 以上的表決權，仍可以仰賴其股權優勢解任少數派股東依照累積投票制選出的董事。

第二款 學說見解與美國法

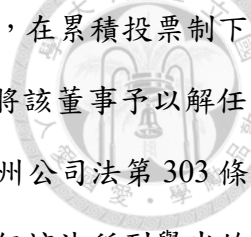
有鑑於累積投票制的效果無法與現行解任制度配套的問題，全盤修正委員會曾提出相關建議：倘若維持累積投票制，則應仿美國法下解任制度，對於累積投票制選出的少數派董事予以保障，但倘係有理由解任，則得以普通決議為之³⁸⁰。

許淑媛³⁸¹教授也質疑：現行法下選任董事的出席門檻只需採普通決議的出席門檻，而決議解任的出席門檻卻要採較嚴格的特別決議。且董事與公司之間存在信賴關係，若董事已失去過半數股權股東的信任，將之解任也似無不可，只不過，仍然違反我國目前法律保護少數股東之意；本文認為我國應參照美國德拉瓦州公司法，若「在累積投票制下有足以使該董事當選之選舉權數反對該董事之解任者，則不得將該董事予以解任。」。

³⁷⁹ 參見公司法第 199 條之規定。值得注意的是，2001 年修法之前的公司法第 199 條僅有一項：「董事得由股東會之決議，隨時解任；但定有任期者，如無正當理由而於任滿前將其解任時，董事得向公司請求賠償因此所受之損害。」，在舊法之下，解任董事只需要經由「股東會普通決議」行之即可，而 2001 年修正公司法第 199 條的理由為：「董事之解任，對於公司經營運作有重要影響，爰增訂第二項至第四項，由現行普通決議事項改為特別決議事項，以昭慎重。」

³⁸⁰ 公司法全盤修正建議（註 168），頁 3-42-3-43。

³⁸¹ 許淑媛，解任董事制度之研究—以三陽工業股份有限公司為例，中律會訊，第 21 卷第 5 期，41-42 頁（2019 年）。



德拉瓦州公司法第 141k 條的規定區分是否採取累積投票制，在累積投票制下有足以使該董事當選之選舉權數反對該董事之解任者，則不得將該董事予以解任³⁸²，而模範商業公司法第 8.08c 條也有相同的規定³⁸³。此外，加州公司法第 303 條第(a)項雖然允許全部董事或個別董事可以被無理由的解任³⁸⁴，但該法所列舉出的例外情形指出：當反對罷免的投票數或未以書面形式同意罷免的投票數足以在累積投票方式進行的選舉中選舉該董事，且在該選舉中投票的總數與該董事最近一次選舉時的授權董事人數相同時（或者，如果採取書面同意行動，則全部有權投票的股份都已投票），除非同時罷免整個董事會，否則不得罷免董事³⁸⁵。

第三款 改革方案與合併、分別選舉的連帶關係

不過，倘若引進上開美國法的規定，在我國現行選舉制度之下若採取「合併選舉、分別計票」，則實務上透過策略性配票所選出的獨董或普通董事，在該次選舉中所獲得的選舉權數可能高於或低於按比例分配所需要的表決權數，在此情形下，所謂在累積投票制下有足以使該董事當選之選舉權數反對該董事之解任者，應以何為基準，並不明確。

在美國，法律並未強制採取累積投票制的公司採取合併或是分別選舉，理論上，公司的董事都是採取所謂的「合併選舉、合併計票」，公司自行負責選出足額的獨董，因此設置上開規則並不會出現我國的問題。

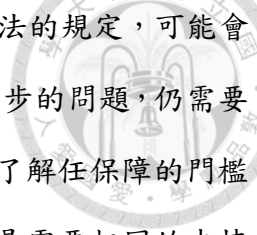
不過上開問題，如果採取「分別選舉」可以解決上開解任保障的基準不明確的問題，不過，這可能也衍生出另外一個問題，現今實務上大多數公司都只設置少於

³⁸² 8 DEL. C. 1953, §141k.

³⁸³ Model Bus. Corp. Act art. 8.08c.

³⁸⁴ CAL. CORP. CODE §303(a).

³⁸⁵ CAL. CORP. CODE §303(a).



3 分之 1 的獨董席次，如果採取「分別選舉」的同時又引進美國法的規定，可能會造成獨董解任需要比解任普董更高的支持比例，是否會衍生進一步的問題，仍需要觀察。另一方面，如果採取修正式「合併選舉、合併計票」，除了解任保障的門檻相較明確外，無論是解任普董或是獨董，在合併選舉之下應該都是需要相同的支持比例，一併敘明之。

第五章 我國獨立董事法制之重新建構



本文前幾章的內容，對於我國獨立董事選舉所面臨的相關問題，修法建議進行討論，而本章結將著眼於更廣闊的面向，爬梳我國現行內部監督架構的現狀與疑慮，並進一步針對公司的內部監督架構提出立法建議。

第一節 我國上市上櫃公司治理之現狀

第一項 上市櫃公司股權結構與董事會組成

葉銀華教授為研究我國所有權結構，從我國 1997 年的上市公司中擷取 251 家非金融業上市公司為樣本進行股權結構的分析，發現在這些樣本公司中，公司股權通常集中於公司最大的控制股東手中³⁸⁶，而且在所有的公司類型中，家族型控制公司的現金流量權與控制權的分離最為嚴重³⁸⁷，這些公司的控制股東通常掌握公司過半數董事席次而且通常同時身兼董事長與總經理³⁸⁸。

而近期的數據，根據社團法人中華公司治理協會出版之 2019/2020 年台灣公司治理雙年報（下稱雙年報）之調查研究，2018 年上市櫃公司的大股東³⁸⁹持股比例平均約佔 25%³⁹⁰。而除此之外，上市、上櫃公司通常也擁有眾多以投資為目標的股東，這些股東分散於各地，對於公司經營不感興趣，且絕大多數股東並無機會與意

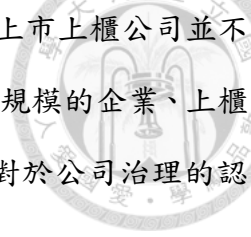
³⁸⁶ Yin-Hua Yeh, *Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan*, 1 CORP. OWNERSHIP & CONTROL 87, 91-94.

³⁸⁷ *Id.* at 96-97.

³⁸⁸ *Id.* at 91-94.

³⁸⁹ 此處大股東的定義：公司股東會年報中所揭露的前十大股東。

³⁹⁰ 社團法人中華公司治理協會，2019/2020 年台灣公司治理雙年報—[上冊]調查分析篇，頁 47(2020 年)。



願來參與經營。不過值得注意的是，從公司的資本額來看，我國上市上櫃公司並不完全都屬於大型公司，依照雙年報的分類，上市公司屬於中大型規模的企業、上櫃公司則屬於中小型規模的企業，企業規模的差別也會反映於其對於公司治理的認知與運作的方式³⁹¹。

依照雙年報的研究，2018 年上市公司平均董事席次為 8.48 席、上櫃公司平均為 7.22 席³⁹²，而在董事會的所有席次中，法人董事的席次約占董事會 3 分之 1 的席次，而同時兼任公司經理人的「內部董事」，約佔董事會 4 分之 1 的席次³⁹³，而在近年擴大強制設置獨立董事的範圍下，上市公司平均獨立董事席次為 2.69 席、上櫃公司平均獨立董事人數為 2.43 席，約佔董事會比例的 3 分之 1³⁹⁴。

第二項 公司法上董事會之定位

在我國公司法的架構下，股份有限公司設有股東會、董事會與監察人三個機關，而此三機關各司其職，股東會係由公司之所有者所組成，董事會由股東選出的代表所組成，負責公司之業務執行³⁹⁵、而監察人則是監督者，負責監督公司業務之執行³⁹⁶。對於大公司而言，公司需要處理龐大的業務事項，非無建構階層組織進行指揮、分工之必要，但公司法第 202 條未區分業務「執行」與業務「決策」的規範方式，混淆了董事會與經營管理階層的角色分工，可能產生權責不明的疑慮³⁹⁷。此外，我國上市櫃公司董事長，絕大多數持有或掌控較多數之股權、並同時參與公司

³⁹¹ 社團法人中華公司治理協會（註 390），頁 44。

³⁹² 社團法人中華公司治理協會（註 390），頁 53。

³⁹³ 社團法人中華公司治理協會（註 390），頁 53。

³⁹⁴ 社團法人中華公司治理協會（註 390），頁 55。

³⁹⁵ 公司法第 202 條。而董事會得依照公司法第 29 條選任經理人，不過，經理人在我國法下往往被定位成是輔助業務執行機關。

³⁹⁶ 公司法第 218 條以下。

³⁹⁷ 王文宇（註 14），頁 479-481。

業務與指揮經營團隊，實質上兼具有總經理（或執行長）的角色，而公司法亦授與其對內代表股東會、董事會及常務董事會、對外代表公司的權限³⁹⁸，毋寧成為「大股東」、「董事（長）與董事會」、「經營階層（含總經理）」的三位一體³⁹⁹。



第三項 上市上櫃公司之內部監督

第一款 單軌制與雙軌制

國際上公司治理的架構，往往受到一國的環境、文化、傳統的影響，而呈現不同的樣貌，不過，當今主流國家的公司治理架構，大致可以分為單軌制（one-tier system 或 unitary system）及雙軌制（two-tier system）二種，前者的代表國家為美國，而後者亦可再區分為垂直式及並列式二種，前者如德國，而後者如日本⁴⁰⁰。單軌制與雙軌制最大的差別在於前者係由單一的機關負責公司的經營與監督，而雙軌制則將經營與監督權交由二個不同的機關，藉此產生制衡關係⁴⁰¹。根據 OECD 治理原則，單軌制與雙軌制之間並無孰優孰劣之分，而是不論採取何種制度都有必須要遵循的共通原則，方能構成好的公司治理，而良好公司治理的共通原則，包含應「確保有效的公司治理框架」，以及「公平對待所有股東」⁴⁰²。

以採用單軌制的美國為例，董事會成員係由股東會選舉產生，而董事會職司公司重大政策的決定及監督公司經理人執行公司業務，而董事會的成員有同時兼任公司業務者為內部董事，而不兼任行政職務者為外部董事，前者負責公司經營、而後者負責經營的監督。而外部董事中與公司不具利害關係者稱為獨立董事，因此，

³⁹⁸ 公司法第 208 條。

³⁹⁹ 王文字（註 14），頁 55；社團法人中華公司治理協會（註 390），頁 37。

⁴⁰⁰ 賴英照（註 30），頁 173-175。

⁴⁰¹ OECD Principles, *supra* note 324, at 10-11.

⁴⁰² *Id.*

並非所有外部董事均為獨立董事⁴⁰³。



第二款 獨立董事、審計委員會之職權與功能

如第三章所述，為革除我國傳統上監察人無法發揮預期監督效能的疑慮，我國於 21 世紀初，參考美國、英國、香港、韓國等先進國家設置或引進獨立董事的國際趨勢，引入獨立董事與審計委員會制度作為公司之內部監督機關，以輔助或取代監察人的角色。截至 2022 年，我國上市櫃公司已經全面設置審計委員會作為公司的內部監督制衡機制，揚棄雙軌制體系下的監察人制度並漸漸往單軌制靠攏。

為了台灣上市、上櫃與興櫃公司之審委會、獨立董事於行使職權時有所依循，證交所委託財團法人中華公司治理協會於 2020 年編制並出版審計委員會參考指引（下稱審委會指引）⁴⁰⁴；另外，於 2022 年，財團法人中華公司治理協會進一步出版獨立董事及審計委員會行使職權參考指引（下稱獨董及審委會指引）⁴⁰⁵，而更進一步地勾勒出我國法架構下獨董應然的角色與職責。公司可以考量自身股權結構、董事會階段性定位、經營狀況及規模等條件自行適用審委會指引。

第一目 審計委員會之核心職權

審計委員會依法應由全體獨立董事所組成⁴⁰⁶，關於審計委員會於公司治理下的功能，審委會指引開宗明義地指出：「審計委員會之主要角色為督導及監督，

⁴⁰³ 賴英照（註 30），頁 173-175。

⁴⁰⁴ 朱德芳、馬秀如、陳宇紳、廖柏蒼，審計委員會參考指引：協助審計委員會發揮職能與創造價值（2021 年）。

⁴⁰⁵ 社團法人中華公司治理協會（註 23）。

⁴⁰⁶ 證券交易法第 14 條之 4 第 2 項規定：「審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長。」。

並……分擔董事會的責任」⁴⁰⁷，證交法第 14 條之 5 列舉 10 款公司之重大財務業務事項須經審計委員會之審議通過⁴⁰⁸，而這些法定審議事項亦為審計委員會的核心職權⁴⁰⁹。而根據證交法第 14 條之 5 的規定，除了公司之年度財務報告應經審計委員會先行通過後方能提董事會決議通過，而屬於「絕對應同意事項」之外，其餘法定對於公司財務業務有重大影響之事項，則原則上應經審計委員會通過，但未獲其同意者，可以得由全體董事 3 分之 2 以上同意代替之，則屬於「相對應同意事項」⁴¹⁰。審委會一方面準用監察人監督公司之規定，另一方面又作為公司重大事項的「先決機關」，立法者似有意將審委會定位為監督整個董事會的機關。除了證交法列舉的 10 款規定之外，審計委員會的審議事項亦包括：營業報告書及盈餘分派或虧損撥補⁴¹¹、會計政策或會計估計變動⁴¹²等。

第二目 準用監察人之職權

除了上開核心職權之外，審計委員會亦負擔原監察人於公司治理的功能，依照證交法第 14 條之 4 第 3 項：「公司設置審計委員會者，本法、公司法及其他法律

⁴⁰⁷ 朱德芳、馬秀如、陳宇紳、廖柏蒼（註 404），頁 26。

⁴⁰⁸ 證券交易法第 14 條之 5 規定：「已依本法發行股票之公司設置審計委員會者，下列事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意，並提董事會決議，不適用第十四條之三規定：一、依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。二、內部控制制度有效性之考核。三、依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。四、涉及董事自身利害關係之事項。五、重大之資產或衍生性商品交易。六、重大之資金貸與、背書或提供保證。七、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。八、簽證會計師之委任、解任或報酬。九、財務、會計或內部稽核主管之任免。十、由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章之年度財務報告及須經會計師查核簽證之第二季財務報告。十一、其他公司或主管機關規定之重大事項。前項各款事項除第十款外，如未經審計委員會全體成員二分之一以上同意者，得由全體董事三分之二以上同意行之，不受前項規定之限制，並應於董事會議事錄載明審計委員會之決議。公司設置審計委員會者，不適用第三十六條第一項財務報告應經監察人承認之規定。第一項及前條第六項所稱審計委員會全體成員及第二項所稱全體董事，以實際在任者計算之。」。

⁴⁰⁹ 朱德芳、馬秀如、陳宇紳、廖柏蒼（註 404），頁 28。

⁴¹⁰ 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（註 295），頁 91-92。

⁴¹¹ 公司法第 228 條。

⁴¹² 證券發行人財務報告編製準則第 6 條。



對於監察人之規定，於審計委員會準用之。⁴¹³」，本條係概括性的將監察人之職權準用於審計委員會，另外證交法第 14 條之 4 第 4 項又將個別公司法上對於監察人的職權準用於個別的審計委員會成員⁴¹⁴。

觀察證交法第 14 條之 4 第 4 項之文義，所謂「對審計委員會之獨立董事成員準用之」究係指獨立董事應單獨行使職權、抑或是以「會議體」的方式行使職權並不明確，加上本條並未準用公司法第 221 條監察人單獨行使職權之規定⁴¹⁵，因此產生了疑義。對此多數認為，結合本條與證交法第 14 條之 4 第 3 項觀察，至少於「監督權」的行使，應係審計委員會成員之獨立董事可以「單獨」行使的職權⁴¹⁶。因此，在行使監察人職責的方面，又同時存在審計委員會以「合議制」行使的職權⁴¹⁷，亦有審委會之成員（獨董）可「單獨」行使之職權。而審委會成員得單獨行使的職權包含：1.監察權、2.股東會召集權、3.公司代表權⁴¹⁸，以表格呈現如下：

表格 17:審計委員會成員單獨行使之職權

監察權	
資訊權、檢查業務權	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法

⁴¹³ 證券交易法第 14 條之 4 第 3 項。

⁴¹⁴ 證券交易法第 14 條之 4 第 4 項規定：「公司法第二百零條、第二百零三條至第二百零五條、第二百零六條第一項、第三項、第四項、第二百零八條第一項、第二項、第二百零八條之一、第二百零八條之二第二項、第二百零十條、第二百零十三條至第二百零六條、第二百零七條但書及第二百四十五條第二項規定，對審計委員會之獨立董事成員準用之。」。

⁴¹⁵ 公司法第 221 條：「監察人各得單獨行使監察權。」。

⁴¹⁶ 公開發行公司審計委員會行使職權辦法第 5 條第 1 項：「本法、公司法及其他法律規定應由監察人行使之職權事項，除本法第十四條之四第四項之職權事項外，由審計委員會行之，其決議應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意；審計委員會之召集人對外代表審計委員會。」；相關文獻見：劉連煜（註 203），頁 76-77；王志誠，企業併購攻防之新戰場——審計委員會之獨立董事成員召集股東會之爭議，月旦法學雜誌，第 307 期，頁 9（2020 年）；關於公司代表權，實務、學說上對於監察人行使公司代表權本就存有歧異見解；至於召集權部分，主管機關肯認審計委員會成員得單獨行使召集權，經濟部 100 年 3 月 1 日經商字第 10000533380 號函：「依證券交易法第 14 條之 4 第 3 項規定，公司法對於監察人之規定於審計委員會準用之；同法第 14 條之 4 第 4 項規定公司法第 220 條對審計委員會之獨立董事成員準用之，是以，審計委員會或其獨立董事成員準用前揭公司法規定。基此，有關審計委員會之獨立董事召集股東會議一節，依公司法對於監察人之規定辦理。」

⁴¹⁷ 證券交易法第 14 條之 4 第 5 項規定：「審計委員會之決議，應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意。」。

⁴¹⁸ 分類參考自：王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，（註 295），頁 80-81、89-90。

	第 218 條第 1 項、第 2 項。
董事會、董事違法行為停止請求權 ⁴¹⁹	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 218 條之 2 第 2 項。
股東會召集權	
股東會召集權	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 220 條。
法院命監察人召集股東會	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 245 條第 2 項。
公司代表權	
公司與董事間訴訟之代表	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 213 條至第 214 條第 1 項。
董事為自己或他人與公司為交易時，監察人為公司代表	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 223 條。
檢查公司業務時，代表公司委託律師	證交法第 14 條之 4 第 4 項準用公司法第 218 條第 2 項。

資料來源:本文自行整理

因此審委會指引也指出，審計委員會的個別成員，除了身負「董事」、「獨立董事」的職權之外，也負有「監察人」的權責，毋寧是「一個頭戴三頂帽子」，而具有「三位一體」的職責⁴²⁰。

第三目 提出不同意見

獨立董事會發問、會否決、提出不同意見、保留意見，被視為是獨立董事的重要功能。而獨董表達不同意見，不僅是其履行受託人義務的重要行為準則，有實證研究指出獨立董事的不同意見與公司違法行為的檢測之間存在正向關係⁴²¹。而獨

⁴¹⁹ 需補充者係，獨董的行為停止請求權，解釋上應包含其若認為董事會決議違反法令、章程或股東會決議時，應於會議中表達反對意見，並將之載明於會議記錄，參見：社團法人中華公司治理協會（註 23），頁 11。

⁴²⁰ 朱德芳，馬秀如，陳宇紳，廖柏蒼（註 404），頁 27。

⁴²¹ 以中國公司為樣本的相關實證研究：See generally Qingqing Fei, *Independent Directors' Dissent on Boards and Detection of Firm Violations: Empirical Evidence from China*, 29(2) APPLIED ECON. LETTERS 167, 167 (2022).

立董事得在董事會提出不同意見的主要依據，係證交法第 14 條之 3 之規定⁴²²，雖然已設置審委會的公司依證交法第 14 條之 5 之規定，看似不適用證交法第 14 條之 3 的規定，但應僅係立法技術問題，非謂設置審委會之公司之獨董並不適用獨董否決權的規定。而除了在董事會⁴²³之外，獨立董事亦得在其行使職權的各個場域，如審計委員會⁴²⁴、薪酬委員會⁴²⁵，表達反對或保留意見，而獨董所表達的這些意見，公司原則上應記載於議事錄並公告於公開資訊觀測站⁴²⁶。

第四目 提供建議與調和紛爭

獨立董事與審計委員會的監督面向毋寧被視為是最重要的職責，但獨立董事其實也有除了監督以外面向的功能。首先，獨董應具備專業知識，證交法第 14 條之 2 第 2 項定有明文，而按照證交法所授權之公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法（下稱獨董設置辦法）第 2 條第 1 項⁴²⁷，要求獨立董事必須具備一定的專業以及 5 年以上的工作經驗。而獨董設置辦法中所要求的專業領域係具備商務、法務、財務、會計或公司業務所需之領域。而具備專業資格的獨董也被期待可以在公司為重大決策的討論時，提供專業而多元的意見，使經營者與團隊做適當的調整

⁴²² 證券交易法第 14 條之 3：「已依前條第一項規定選任獨立董事之公司，除經主管機關核准者外，下列事項應提董事會決議通過；獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明：一、依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。二、依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。三、涉及董事或監察人自身利害關係之事項。四、重大之資產或衍生性商品交易。五、重大之資金貸與、背書或提供保證。六、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。七、簽證會計師之委任、解任或報酬。八、財務、會計或內部稽核主管之任免。九、其他經主管機關規定之重大事項。」

⁴²³ 公開發行公司董事會議事辦法第 17 條。

⁴²⁴ 公開發行公司審計委員會行使職權辦法第 10 條。

⁴²⁵ 股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第 10 條。

⁴²⁶ 但審計委員會中表達不同意見並不強制公告，理由係可能涉及公司營業機密或內部事務，參照：張心悌，獨立董事不同意見之實證研究，收於：賴源河教授八秩華誕祝壽論文集編輯委員會編，現代財經法課題：賴源河教授八秩華誕祝壽論文集，頁 246（2018 年）。

⁴²⁷ 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 2 條第 1 項：「公開發行公司之獨立董事，應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：一、商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。二、法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。三、具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。」

或修改，以提高決策品質，因此，獨董其實身兼監督者(monitor)與管理顧問(advisor)的雙重角色⁴²⁸



此外，由於獨立董事理論上秉持超然中立的角色，因此對於股東間的紛爭或是經營管理階層與股東的意見不合時，似乎為最適合的人選扮演居中協調雙方的衝突⁴²⁹。

第二節 美國法的基本公司治理架構

第一項 董事會之定位

德拉瓦州公司法第 141(a)條訂有明文，除非公司章程另有規定，否則公司之業務或事務應由董事會管理或根據其指導進行⁴³⁰，條文設計上顯然是將董事會作為公司治理的中心。但是由於現代公司轉變為大而複雜的組織，而且董事通常僅係兼職且在公司之外仍有專職工作，因此由董事會負責每日的日常業務已不合適，因此，早在 1922 年時，德拉瓦州衡平法院就指出董事會的主要功能在於監督 (supervision) 及控制 (control)，而瑣碎的日常業務執行可以被妥適的分配給從屬的員工⁴³¹。而模範公司法的規範上反映了上開的改變，依該法第 8.01(b)條規定，“all corporate powers shall be exercised by or under the authority of the board of directors, and the business and affairs of the corporation shall be managed by or under the direction,

⁴²⁸ 分析董事會的雙重角色之外國著名實證研究，see generally Renée B. Adams & Daniel Ferreira, *A Theory of Friendly Boards*, 62(1) J. FIN. 217 (2007).

⁴²⁹ 社團法人中華公司治理協會 (註 23)，頁 75。

⁴³⁰ 8 DEL. C. 1953, §141, “The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation.”

⁴³¹ Cahall v. Lofland, 114 A. 224, 229 (1921), *aff’d*, 118 A.1 (1922).

and subject to the oversight, of the board of directors⁴³²。”，本條文賦予董事會得行使公司權力，董事會的角色是形成公司政策並且監督（oversee）負責日常業務的下屬，文義解釋上似乎允許公司將實際上全部的經營事項都授權給高階經理人等。

在 2000 年左右美國爆發安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)等重大企業詐欺弊案，董事會的監督功能被凸顯，為了回應機構與散戶投資人所蒙受的巨大損失，國會於 2002 年通過沙賓法，該法案旨在防止及懲罰會計詐欺及腐敗行為，並將重點置於強化公司治理及財務報告的義務，內容涉及上市公司之公司治理、風險控管、審計及財務報告等⁴³³，因為這樣的修法趨勢，監督功能在此相關修法趨勢下更進一步被重視，而甚至成為董事會的所有傳統功能中最重要的功能⁴³⁴。

第二項 獨立董事與功能委員會制度

美國的獨立董事制度發展已久，該國早期透過官方及機構投資人的推動之下，公司係自願設置外部董事組成審計委員會⁴³⁵，從 1950 年到 2005 年期間，大型上市櫃公司的董事會中設有獨立董事的比例從 20%增加到 75%，而早在沙賓法修法之前⁴³⁶，美國大部分的大型上市櫃公司都已經設有過半數的獨立董事⁴³⁷，現行紐約證交所上市規則（NYSE Listing Company Manual）規定，上市公司需要有過半的獨立董事⁴³⁸。而目前關於獨立性規定，部分規範來源於沙賓法、部分規範來源華爾街改革與消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection

⁴³² Model Bus. Corp. Act art. 8.01(b).

⁴³³ The Sarbanes Oxley Act, SOXCPA, <https://sarbanes-oxley-act.com/> (last visited May 16, 2023).

⁴³⁴ STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS 44-50 (2011).

⁴³⁵ 李珮萱，監察人與審計委員會於公司治理之角色，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 31-32（2013 年）。

⁴³⁶ Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STANFORD LAW REVIEW 1465, 1465-1466 (2007).

⁴³⁷ BAINBRIDGE, *supra* note 434, at 77-78.

⁴³⁸ NYSE Listing Company Manual 303A.01.

Act)與美國證券交易委員會(SEC)所制訂的相關規範，而實質內容係來自紐約證交所(NYSE)或那斯達克證交所(NASDAQ)的規定⁴³⁹。紐約證交所或那斯達克證交所制定了關於獨立性的基本原則，並要求公司之董事會確定其成員的獨立性，其中，衡量董事的獨立性的因素，不只可考慮是否有與公司的直接財務關係，還可以考量與董事有關聯的公司、事業、血緣關係等因素⁴⁴⁰，而作為審計委員會及薪酬委員會的成員有其額外的獨立性要求。

至於功能委員會制度，德拉瓦州公司法第 141(c)條允許公司通過多數決，於董事會之下指定 1 個或多個委員會，每個委員會由 1 席或多席董事組成⁴⁴¹。三個最主要的功能委員會分別為審計、薪資報酬委員會（下稱薪酬委員會）及提名委員會，幾乎每個公司的董事會都有設置這 3 個委員會，而在這 3 個委員會之外，亦可設置其他功能之委員會，根據 2020 年的相關研究資料，在 Russell 3000 的公司中，有 19% 的公司設置執行委員會（executive committee）、11% 的公司設置金融委員會(finance committee)、9% 的公司設置風險委員會(risk committee)，而其他還有設置職司投資(investment)、科技(technology)、遵循(compliance)、環境(environment)、健康(health)、安全(safety)、策略(strategy)的委員會⁴⁴²，以下介紹將以與本文密切相關的審計委員會為主軸。

第一款 審計委員會

美國的審計委員會制度亦發源已久，鑒於 1929 年美國發生的經濟大恐慌及大公司陸續爆發的弊案，於 1940 年代時起，聯邦證管會（SEC）建議公開發行公司採用審計委員會制度。而後，紐約證交所（NYSE）於 1956 年，修訂上市審查準

⁴³⁹ DRAVIS, *supra* note 332, at 14.

⁴⁴⁰ DRAVIS, *supra* note 332, at 15-30.

⁴⁴¹ 8 DEL. C. 1953, 141(c).

⁴⁴² NAT'L ASS'N OF CORP. DIRS., *INSIDE THE PUBLIC COMPANY BOARDROOM 25* (2020).

則，開始以強制方式規定上市公司至少應選任 2 名獨立董事，並於上市條件中要求上市公司應於 1978 年起設置審計委員會⁴⁴³。依照現行規定，上市公司被要求設置審計委員會，審計委員會之成員必須全部均為獨董⁴⁴⁴，而且成員中至少應有 1 位是財務專家 (Financial Expert)⁴⁴⁵ 或具備財務專長⁴⁴⁶。如果而且除了董事薪酬之外，不得直接或間接從公司或其子公司領取其他薪酬⁴⁴⁷。

而審計委員會的主要職權在於 1. 管理公司與外部會計師 (auditor) 的關係、2. 建立公司內控制度，以及 3. 確保公司財報的揭露與允當表達。詳細而言，所謂管理與外部會計師的關係以及確保財報的允當表達，具體如：為準備或發布公司的財務報告，審計委員會負責指派、監督會計師的相關工作⁴⁴⁸，並給予報酬；對於審計過程中所遭遇的問題，審計委員會負責解決公司管理階層與會計師之間的分歧⁴⁴⁹；檢視會計師的獨立性，並考慮任何可能會影響會計師做出「客觀與公正」的判斷⁴⁵⁰；判斷沙賓法下可以執行的非審計服務是否與負責審計的外部會計師的獨立性相容，例如：簿記(bookeeping)或其他與維護公司會計紀錄、財務報表相關的服務即與外部會計師的獨立性不相容⁴⁵¹；就重要的會計政策與做法等事項與會計師討論⁴⁵²，以及收受並檢視針對會計師提出關於公司內部品質控制的報告⁴⁵³。

其次，為了加強對於財務報告與審計的監督，審計委員會應建立公司內控制度來預防或偵測詐欺行為，具體包含：審計委員會應建立吹哨者相關程序，允許員工

⁴⁴³ 郭大維，我國公開發行公司功能性委員會法制之解構與再建構，財產法暨經濟法，60 期，頁 15-16 (2020 年)。

⁴⁴⁴ Pub. L. No. 107-204, § 301, 2002 U.S.C.C.A.N. (116 Stat.) 745, 775 (to be codified at 15 USC 78j-1).

⁴⁴⁵ Pub. L. No. 107-204, § 407, 2002 U.S.C.C.A.N. (116 Stat.) 745, 790 (to be codified at 15 USC 7265).

⁴⁴⁶ NYSE Listing Company Manual 303A.07(a); NASDAQ Rule 5605(c)(2)(A).

⁴⁴⁷ 17 C.F.R § 240.10A-3(b) (2023).

⁴⁴⁸ *Id.* at § 240.10A-3(b)(2).

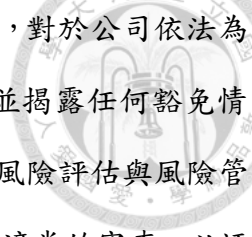
⁴⁴⁹ *Id.*

⁴⁵⁰ 17 C.F.R. § 210.2-01(b) (2023).

⁴⁵¹ *Id.* at § 210.2-01(c)(4).

⁴⁵² *Id.* at § 210.2-02(f).

⁴⁵³ 17 C.F.R. § 229.306 (2023); NYSE Listing Company Manual 303A.07(b)(iii)(A).



以保密且匿名的方式提交有關會計或審計事項的可疑事項；此外，對於公司依法為董事會成員及高階人員所的道德準則，審計委員會必須檢視之並揭露任何豁免情事⁴⁵⁴；於紐約證交所上市的公司，審計委員會必須要檢視公司的風險評估與風險管理政策⁴⁵⁵；於那斯達克證交所上市的公司，委員會必須定期進行適當的審查，以評估所有相關方交易是否存在潛在的利益衝突情況，審查並通過關係人交易⁴⁵⁶。

第二款 其他功能委員會

薪資報酬委員會，負責確保業務執行機關（executive），主要是公司經理人得到合理的薪酬，也可以負責其他公司高層、董事的薪酬，而薪酬的範圍除了具有對價性的薪水之外，也包含分紅（bonus）、特權待遇（perquisites）、股權激勵（equity incentives）、薪資繼續計畫（salary continuation）、退休金計畫（retirement plan）等⁴⁵⁷。原則上，是在紐約證交所或那斯達克證交所掛牌上市的公司，只有符合獨立性的董事才可以擔任薪酬委員會⁴⁵⁸。至於提名委員會，應尋找並評估潛在的董事候選人，並確保所選出的董事之間能夠妥善的合作、功能互補，且形成對公司而言合適的董事會組成⁴⁵⁹。原則上，提名委員會的成員均應為獨立董事⁴⁶⁰。提名委員會需要建立一個明確的提名流程⁴⁶¹。

在其他較為少見的委員會中，上市公司設置占比最高的為執行委員會，由於董事會並不會常常集會，因此設置執行委員會的目的，主要是為了在董事會的會議之間行使董事會指導公司業務的權力，以及在需要執行任務但沒有足夠的時間

⁴⁵⁴ 17 C.F.R. § 229.406 (2023).

⁴⁵⁵ NYSE Listing Company Manual 303A.10.

⁴⁵⁶ NASDAQ Rule 5630(a).

⁴⁵⁷ DRAVIS, *supra* note 332, at 137.

⁴⁵⁸ NYSE Listing Company Manual 303A.05; NASDAQ Rule 4350(c)(3).

⁴⁵⁹ DRAVIS, *supra* note 332, at 149-53.

⁴⁶⁰ NASDAQ Rule 5605(e); NYSE Listing Company Manual 303A.04.

⁴⁶¹ NASDAQ Rules 5605(e)(2).

召集董事會的情況下執行董事會的職責⁴⁶²。



第三款 小結

按照美國州公司法的規定，董事會可以行使公司的權力，其雖非不可負責公司業務執行的機關，但由於現代公司的規模通常較大，通常都是將公司日常業務執行授權予公司經營管理團隊負責，久之，實務上也有出現「獨裁」、「濫權」之經理人，而加劇經理人與股東之間的代理成本，也因此，董事會的監督功能也逐漸被重視，尤其是在 21 世紀初爆發的大規模弊案後，監督成為了董事會最為重要的功能，而審計委員會的職權與功能也成為重中之重，係大型公司之公司治理中不可或缺的一環。

此外，在美國聯邦法規下，獨董並沒有職權，其職權都是在功能委員會之中，通過團體決議為之，與我國區分委員會成員單獨行使或會議體行使的方式大相逕庭。而且證交所的相關規定會要求功能委員會制定章程，對此，我國證交所也有類似規定⁴⁶³，且有公布「OO 股份有限公司審計委員會組織規程」參考範例（下稱審委會組織規程）供設置審委會的公司參考，有趣的是，在審委會組織規程的第 3 條明文審計委員會的主要監督目的為：一、公司財務報表之允當表達。二、簽證會計師之選（解）任及獨立性與績效、三、公司內部控制之有效實施、四、公司遵循相關法令及規則、五、公司存在或潛在風險之管控⁴⁶⁴，與美國法下審計委員會的職權非常相近，無論是因為意識到證交法上賦予審委會過多的職權，抑或只是單純參考外國作法，想必審委會組織規程對於審計委員會的實務有相當之影響力。

⁴⁶² Lawrence J. Trautman et al., *Corporate Directors: Who They Are, What They Do, Cyber Risk and Other Challenges*, 70(1) BUFF. L. REV. 459, 498 (2022).

⁴⁶³ 公開發行公司審計委員會行使職權辦法第 3 條。

⁴⁶⁴ 「OO 股份有限公司審計委員會組織規程」參考範例第 3 條。



第三節 強化公司治理之趨勢及立法芻議

第一項 我國現行公司內部監督機制的疑慮

第一款 監督架構的錯置與定位不清

如前所述，在我國公司法的架構之下，董事職司公司的業務執行，而監察人並不執行公司業務，而是負責監督董事會的業務執行，然而，我國立法者引進獨立董事與審計委員會制度時，並未體認到我國傳統雙軌制與單軌制之差異，而逕將原本設於董事會下的審計委員會的功能設想成監察人替代品，因此將監察人的職權全部加諸在審計委員會本身及其成員身上。由於體系上的混亂⁴⁶⁵，當獨立董事組成審計委員會時，獨立董事同時兼有公司業務決定及執行之權，又負有監督的職責，此種情況有違權力制衡的設計⁴⁶⁶，此外，將監察人的職權未加調整地直接準用到審委會，產生單獨執行的職權如何準用於集體行使職權的機關的立法技術問題⁴⁶⁷。

此外，證交法第 14 條之 5 賦予審計委員會先行審查權，又似將審計委員會定位為公司重大業務之執行機關，與原本的監察人職權在邏輯上並不相容⁴⁶⁸，而本法允許審委會未通過的議案基本上可由董事會全體 3 分之 2 以上同意取代，其實是立法之初所採取的權宜做法，除了避免少數獨立董事即可否決公司重要議案，並兼顧我國運行已久的企業經營權行使模式，避免立即產生少數凌駕於多數的效果⁴⁶⁹。

⁴⁶⁵ 曾宛如（註 322），頁 38。

⁴⁶⁶ 劉連煜（註 236），頁 327-328；郭大維（註 443），頁 30。

⁴⁶⁷ 蔡英欣，論股份有限公司監督機關之設計——比較日本與臺灣的繼受法制談起，臺北大學法學論叢，107 期，頁 210（2018 年）。

⁴⁶⁸ 曾宛如（註 322），頁 37。

⁴⁶⁹ 林仁光，董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計，國立臺灣大學法學論叢，35 卷 1 期，頁 225（2006 年）。

不過，這樣的規定也導致董事會意志架空審委會的監督權限，而無異將監察權又交回經營決策的董事會手上，而且如此設計，勢必須將監察權區分為特有與非特有職權，此一分別並無意義⁴⁷⁰。此外，論者亦指出，證交法第 14 條之 5 之機制設計，係藉由審計委員會之決議有效牽制董事會的決策權，但與 2001 年公司法修法強化董事會職權的修法精神明顯相悖，而執行董事又受制於獨立董事而可能無法發揮其商業判斷⁴⁷¹，而且難以界定審委會委員之責任與一般董事的責任歸屬⁴⁷²。

第二款 獨立董事行使監督權欠缺誘因

獨立董事表達保留、反對意見等不同意見是展現監督功能的重大環節。不過，獨立董事是否能有效監督往往受限於人力、時間、資訊與知識等因素⁴⁷³，而且若要不斷的挑戰經營者，勢必需要會花費許多成本，尤其獨董的表現良窳缺乏外部投資人的問責⁴⁷⁴，可能欠缺一定的誘因，並且導致其容易被公司經營階層捕獲。

我國獨立董事提出不同意見的情形並不普遍，根據張心悌教授於 2018 年的實證研究，2013 年至 2017 年期間，表達不同意見的獨立董事呈現逐年增加與大幅上揚的趨勢，但是提出不同意見的「人數」、「人次數」僅佔獨立董事的總人次數 1.7% 和 1.1%。此外，本次研究顯示公司會依照獨立董事之不同意見辦理者，僅佔全部不同意見中的 16.8%，而當有二位以上的獨立董事提出不同意見時，其接受程度會比較高⁴⁷⁵。依照上開實證研究結果，有表達不同意見的獨立董事相當少，而且即使表達了不同意見，其被公司接受的情形也並不多。

⁴⁷⁰ 劉連煜（註 230），頁 82-83。

⁴⁷¹ 曾宛如（註 322），頁 39。

⁴⁷² 蔡英欣（註 467），頁 210-211。

⁴⁷³ Nicola Faith Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 SEATTLE U. L. REV. 1435, 1444 (2011).

⁴⁷⁴ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History of Corporate Law*, 89 GEORGIA LAW JOURNAL 439, 439 (2001).

⁴⁷⁵ 張心悌（註 426），頁 254-255。



第二項 兼顧理論與現行架構的立法芻議—強化「普通董事」之角色

第一款 董事會轉型為業務監督機關

我國現行法存在審計委員會定位不清，監督職權相當程度被架空等等問題已如上述，而問題的根源，正是公司法上將股份有限公司之董事會定位為業務執行機關，而在從雙軌制轉換為單軌制之後，又在業務執行機關中置入一監督機關，才會形成我國特有的公司治理架構⁴⁷⁶，而導致現行法與美式單軌制相去甚遠。而我國法內部監督之架構，雖然目前運行似乎問題不大，不過，上開架構上的錯置與矛盾，是否將隨著審委會的強制實施、落實董事責任的追訴，獨董漸漸發揮功能，而導致架構上更顯扞格⁴⁷⁷，非無探究之餘地。

單軌制或雙軌制並無優劣之分，理論上應使公司自行選擇採取適合自己公司的治理架構，不過，現階段上市櫃公司都已經設置審計委員會與3席獨董，若完全走向單軌制是立法者預期的改革方向，正本之道，無非是釐清上市櫃公司董事會的定位，使董事會的職司監督管理階層與重大業務決策，同步調整公司法之規定，使董事會可以將公司業務執行授權給經理人⁴⁷⁸，二者明確分工，例如：公司重大決策可由經理人草擬後再提交董事會決策，或可考慮採納學者見解，廢除常務董事會之規定，將常務董事轉化為內部董事，而由執行委員會負責公司日常經營管理，並取代常務董事會，而董事會轉型為純粹監督機關⁴⁷⁹。且誠如論者所言，作為監督機關的董事會應有一定之獨立性，與經營者之間保持一定距離，而在轉型之後，董事會

⁴⁷⁶ 蔡英欣（註467），頁210-211。

⁴⁷⁷ 相同見解：曾宛如（註322），頁39。

⁴⁷⁸ 曾宛如（註239），頁73。

⁴⁷⁹ 郭大維，我國公開發行公司功能性委員會法制之解構與再建構，財產法暨經濟法，60期，2020年6月，34頁。

僅針對基本政策之決定、監督功能及行使經營者之選解任權，監督者的主要功能在於評價經營者的績效⁴⁸⁰。而在這樣的董事會定位下，方有落實美式單軌制的基礎，並擺脫制度引進後「橘逾淮為枳」的詬病。



第二款 審計委員會之定位釐清

若上市櫃的董事會得以成功定位為監督機關，則原由董事會決議之事項或職權，則可以向下授權給功能性委員會，藉由獨立性較高之功能性委員會負責的核心事項，以落實單軌制應然的公司治理機制。而董事會，依法必須設置審計委員會、薪酬委員會、提名委員會，參考美國法的架構，各自負責公司審計、負責人之薪酬、董事提名，而董事會也可以視自身情況將職務授權予其他非強制設置之功能委員會。

除此之外，證交法應該要重新思考審計委員會的定位，調整目前審計委員會的職權，避免直接將傳統監察人的職權直接套用於審委會或其成員，而使審委會的職權回歸到其核心的職權：確保財報的允當表達、與會計師之聯繫與相關事宜、建立公司內控制度等，而且職權均由會議體的方式行使，同時，廢除證交法第 14 條之 4 關於審計委員會成員為獨立董事的錯誤設計，避免審計委員會成員兼任其他功能委員會所可能產生的責任歸屬問題，回歸到審計委員會由 3 位獨董組成，而其中必須具備 1 席財務專家。

第三款 漸進式地推動過半以上獨董

⁴⁸⁰ 蔡英欣（註 467），頁 207-208。

第一目 我國修法趨勢



上開的修法建議基本上係參考美國法制，不過，在我國目前獨董人數仍然相當侷限，在獨董缺乏時間、人力的情形下，要在各個委員會中發揮其應有的功能，似乎有點過於理想，因此，應有必要同步增加獨立董事的人數與比例。而獨董人數增加後，理論上會增加董事會的監督力道與品質，且公司若設置過半獨董，董事會決議就必須要取得一定獨董的出席或同意⁴⁸¹，同時，獨董之間的專業性也可以有更多的互補。關於我國目前的相關修法趨勢，整理如下：

金管會為提升我國的公司治理環境，推動「公司治理 3.0-永續發展藍圖」並以 2021 年至 2023 年為期推動五大計畫項目，其中第一個計畫項目即為：「強化董事會職能，提升企業永續價值」，與本文關注議題具體措施包括：推動上市櫃公司獨立董事席次不得少於董事席次之 3 分之 1、並推動上市櫃公司設置提名委員會、推動上市櫃公司每季財務報表需經審計委員會同意，並且強化獨董的獨立性揭露⁴⁸²。

而上開發展藍圖所規劃的時辰即將於 2023 年到期，於 2023 年 3 月 28 日，金管會為持續推動企業實踐永續發展，發布「上市櫃公司永續行動方案（2023 年）」（下稱 2023 年永續行動方案），關於獨董人數占比部分，2023 年永續行動方案持續推動上市櫃公司獨立董事席次不得少於 3 分之 1，規劃於 2023 年由證交所及櫃買中心修正上市櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點、並於 2027 年完成

⁴⁸¹ 參照公司法第 206 條第 1 項。

⁴⁸² 金融監督管理委員會證券期貨局（註 202），頁 10-19。

全體上市櫃設置不低於 3 分之 1 的獨董席次⁴⁸³。民間⁴⁸⁴、官方⁴⁸⁵均有意將獨董席次逐步提高到過半。



第二目 獨董人數增加的障礙

不過，在我國若欲進一步推動獨董比例之增加存在本質上的障礙，依照楊岳平教授之研究，股權結構屬集中型為主的國家，即便引入獨立董事制度，也多未要求獨立董事席次應達到過半以上⁴⁸⁶，而我國並未如英美國家要求獨董席次過半，其原因可能與股權結構相關，在集中型股權結構下，控制股東以取得經營權為目的，而倘若可以有效監督控制股東的利益輸送行為，則控制股東可能有助於公司的長期績效與風險控管，但要發揮此一經營優點，前提須是控制股東得掌控作為公司最高決策機關的董事會的多數人選⁴⁸⁷，因此，若獨立董事真正獨立於控制股東，將造成控制股東無法掌控公司經營權，可能使上開經營優點無法發揮⁴⁸⁸。

除此之外，推動獨董人數比例增加亦有現實上的困難，與我國既有之法制架構、多數企業文化不同，大股東或可認其股東權限遭到侵越，驟然要求過半獨董可能遭受來自大股東的阻力。此外，獨董於本質上無法以股東之心態監督管理階層，且獨董行使監督權，可能缺乏財務面的誘因，可能造成懈怠心理⁴⁸⁹，並可能產生「誰來

⁴⁸³ 金融監督管理委員會，上市櫃公司永續發展行動方案(2023年)，2023年3月28日，<https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=news/202303290815110.pdf&filedisplay=%E4%B8%8A%E5%B8%82%E6%AB%83%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%A1%8C%E5%8B%95%E6%96%B9%E6%A1%88.pdf&flag=doc>（最後瀏覽日：2023年5月26日）。

⁴⁸⁴ 駱秉寬中華獨立董事協會理事長，觀念平台—深化獨立董事在永續治理的職能，中時新聞網，2023年4月24日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20230424000144-260209?chdtv>（最後瀏覽日：2023年5月26日）。

⁴⁸⁵ 台灣證券交易所-公司治理中心，新聞中的法律／拉高獨董占比的必要性，2019年12月18日，<https://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/3505>（最後瀏覽日：2023年5月26日）。

⁴⁸⁶ 楊岳平（註203），頁704。

⁴⁸⁷ 楊岳平（註203），頁703-704。

⁴⁸⁸ 楊岳平（註203），頁704。

⁴⁸⁹ 邵慶平，再論公司法第二十七條—公司治理強化下的另一種思考，收於：公司法—組織與契約

監督監督者」的顧慮。而且在我國強制累積投票制之下，獨董是否能脫離背後派系股東的控制，而具備獨立性亦非無疑⁴⁹⁰。綜上而論，在我國的股權結構、企業文化之下，若要達成如同美國實務上的過半似乎障礙重重。



第三項 董事會功能升級—從普通董事到「強化型外部董事」

第一款 獨董制度的功能與局限—集中型股權結構為主的國家

獨董制度發源於分散型股權國家，這些國家的公司多半股權分散，難以集結在一起監督作為業務執行機關的經理人，而以往這些公司的經理人在公司具有很大的權力，甚至可以決定董事的去留，即使經理人罔顧股東的利益，董事會通常也不會反對經理人的決策，因此才需要聘請這些與公司沒有太多關連的獨立董事，作為中立的角色來解決股東跟經理人之間的代理問題⁴⁹¹。而在股權集中的公司，由於大股東通常能夠掌控董事會的多數，而可以直接以選任、解任之方式來監督監察人，因此，獨董在此之功能應非監督經理人。股權集中型公司的代理問題，則是存在於控制股東與少數股東之間，而控制股東可能會有藉由利益輸送來剝削小股東的情形，有學者獨立董事在及中型股權結構的角色並不是去移除不能勝任的經理人，而是作為外部監督的補充，防止利益衝突，並扮演糾正大股東剝削少數股東的監督角色⁴⁹²。

在我國，誠如前述，獨董人數增加在理論上與現實上有難度，而且獨董要發揮其向來有缺乏監督誘因的問題，在立法論上，應如何在現有的基礎上增強董事會的

之間，初版，頁 427（2008 年）。

⁴⁹⁰ 需注意的是，不同法域存在不同股權結構、產業結構，因此獨立性應存在不同標準，相關討論：*See generally Ringe, supra note 323, at 401.*

⁴⁹¹ María Gutiérrez Urtiaga & María Isabel Sáez Lacave, *Deconstructing Independent Directors*, 13(1) J. CORP. L. STUD. 63, 68-71(2013).

⁴⁹² *Id.* at 71-76。

監督效能？



第二款 兼顧理論與現實的另一種改革方法

我國上市櫃公司之股權結構普遍呈現集中型，代理問題主要存在於控制股東與少數股東之間，最直接有效的監督方式理論上應係透過少數股東選出代表制衡控制股東。此外，考量到目前獨董、普董選舉制度形同「賭博」，其他控制股東之外的有力股東未必能夠每次選舉都將獨董候選人送進董事會，而且依照現狀，比起將獨董候選人送進董事會，其他實力派股東可能更容易選上普董⁴⁹³。而這些實力派股東所選上的獨董，由於代表背後實力派股東之利益，因此，當經營者所為之決策係為謀求更多自身利益，而無視其餘股東之利益時，理論上應更有誘因反對經營者。

依照公司法，目前上市櫃公司普通董事為一般業務執行機關與決策者，於董事會中以集體討論的方式執行職務。原則上係透過表決的方式來反對控制股東的決策，但如果控制股東掌握過半席次，則普通董事投反對票的效果也相當有限，此外、在董事會議事的過程中，針對「討論事項」與「臨時動議」，董事議事錄上應詳實載明各議案之決議方法與結果、董事、監察人、專家及其他人員發言摘要，如董事有表達反對或保留意見，也應載明於議事錄中⁴⁹⁴。不過，一般董事所提出的不同意見既無須公告於公開資訊觀測站，其對於經營者的威嚇、制衡力道自然有限。有鑑於此，是否在落實單軌制與加強獨董功能的同時，應該更重視上市櫃公司「普董」監督功能的強化，藉此輔助誘因不足的獨立董事制度。

⁴⁹³ 敬請參照本文第四章。

⁴⁹⁴ 公開發行公司董事會議事辦法第 17 條。



第一目 限制普董兼任內部職位的人數

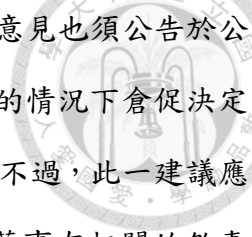
目前，依照臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第 4 條規定：「上市公司董事長與總經理或相當職務者為同一人或互為配偶或一親等親屬者，應於中華民國一百一十二年十二月三十一日前設置獨立董事人數不得少於四人，但董事席次超過十五人者，獨立董事人數不得少於五人，並應有過半數董事未兼任員工或經理人⁴⁹⁵。」。

為達成公司業務執行機關與監督機關的分離，應進一步**限制普董兼任公司經理人或內部職位的人數不得超過 2 席，且不得多於董事席次之 3 分之 1**。例如，證券交易法第 14 條之 2 第 1 項的修正建議為：已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事……上市上櫃公司得設置全額獨立董事之董事會，其執行業務之董事，人數不得超過 2 席，且不得多於董事席次之 3 分之 1。如此修法，將使董事會大多數的董事成為「外部董事」，一方面應有助於公司業務執行與業務決策分離，董事會轉型為以監督經營管理階層為主的監督業務執行機關，另一方面可以避免經營者同時宰制董事會。

第二目 增強普董的監督功能

在董事會轉型為監督機關的前提之下，原本公司的普通董事作為監督型董事會的成員，應肩負監督經營者的職權，在我國股權結構下，應扮演防範經營階層利益輸送、剝削其他少數股東的角色，尤其是在強制累積投票制之下，在少數股東支持下送進董事會的代表。而為達成此目的，宜考慮往後對於影響公司重大業務的決策，若有非獨立董事提出不同之意見除應詳實記載於議事錄，亦應比照現行證交法

⁴⁹⁵ 臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第 4 條。



第 14 條之 3 對獨董的規定，使普通董事提出之若干種類的不同意見也須公告於公開資訊觀測站，例如董事會所提供的資料不充足、未經充分討論的情況下倉促決定事項、未經專業人士列席報告等，應可起到敦促經營者的效果。不過，此一建議應思考相關濫用的防免機制，例如對於非以善意提出不同意見的董事有相關的咎責機制。畢竟公告不同意見的效果可能形同雙面刃，也可能會影響市場上少數股東的利益⁴⁹⁶。

同時，亦可考慮要求這些非獨董的外部董事亦應具備相當的專業資格，使其參與董事會議事時可以利用其專業資格，提供董事會更多元的意見或觀點，強化董事會的諮詢功能，亦可能同時改善外部董事提出不同意見的質與量。

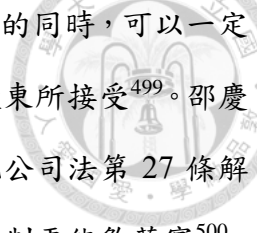
第三目 善用公司法第 27 條之優點

獨董與非獨董在資格上最大的差異，在於獨董另需具備一定的「獨立性」及「專業資格」，而獨立董事依法不適用公司法第 27 條，因此也曾造成大股東不願支持「難以控制」的獨立董事。雖然公司法第 27 條向被我國學者所詬病，而許多論者支持廢除公司法第 27 條之規定⁴⁹⁷，然而，若細思本法之功能，其對於外部董事制度的落實存在的正面意義，詳言之，外部董事執行職務的成效將直接影響到法人股東持股的價值，而如果外部董事有不法行為或怠忽職守之情事，法人股東於責任上也難辭其咎，因此，藉由 27 條作為董事與法人之間的連結與監控之工具，或可解決「誰來監督外部董事」的問題，可以增強外部董事監控的誘因⁴⁹⁸。由於法人股東

⁴⁹⁶ Urtiaga & Lacave, *supra* note 491, at 78-79.

⁴⁹⁷ 相關學者倡議例如：林仁光，公司法第二十七條法人董監事制度存廢之研究，國立臺灣大學法學論叢，第 40 卷第 1 期，253 頁（2011 年）；廖大穎，評公司法第二十七條法人董事制度從台灣高等法院九十一年度上字第八七號與板橋地方法院九十一年度訴字第二一八號判決的啟發，月旦法學雜誌，第 112 期，2004 年 9 月，213 頁。

⁴⁹⁸ 邵慶平（註 489），頁 127-128。



對於其所指派的代表人可以隨時更換，因此，外部董事比例增加的同時，可以一定程度的避免大股東有大權旁落之感，相關改革也比較容易被大股東所接受⁴⁹⁹。邵慶平教授曾建議，比起廢除公司法第 27 條規定，或可考慮以強化公司法第 27 條解釋論、增設法人股東持股門檻限制的方式，使外部董事制度與機制更能夠落實⁵⁰⁰。上開學者之建議甚值肯定，倘若可以妥善運用我國獨有的公司法第 27 條，使之發揮興利除弊的效果，亦可使本文所提出的「強化型」外部董事之監督功能進一步提升。

綜上而論，倘若主管機關的遠期目標是要求大型公司設置過半的獨立董事席次，藉由上開對於普通董事身份的轉換、監督功能的強化、一定資格的要求，可以想見將來外部董事轉換成獨立董事的難易度也會因此下降，也勢必可以為主管機關的目標奠下一定基礎。

⁴⁹⁹ 邵慶平（註 489），頁 128。

⁵⁰⁰ 邵慶平（註 489），頁 116-129。

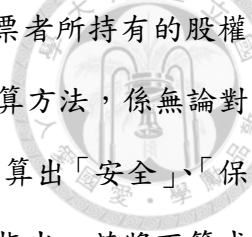
第六章 結論



以往論者對於我國董事選舉制度的討論，多將焦點集中於累積投票制的相關議題上，對於監察人、獨立董事應合併或分別選舉雖有所著墨，但多半未討論到現行獨立董事選舉制度所產生的「博弈」性質，而在現行制度下，我國接連發生了2018年台新金控選舉事件，2019年福懋油選舉事件、2020年彰化銀行選舉事件及2023年新光金控選舉事件等幾場「出人意表」的董事選舉之後，本文認為，對於獨立董事選舉制度所帶來的現象成為了需要解決的問題，而有必要就選舉制度的性質與立法論作一通盤性的檢討。

本文的**第二章**，首先介紹我國與國際間的董事選任制度，根據OECD於2021的報告，在其調查的50個文明國家中，大部分的國家都允許公司採用累積投票制，不過實務上採取累積投票制的情形並不普遍，而只有一小部分的國家施行強制累積投票制，例如：中國、俄羅斯及沙烏地阿拉伯；而至於美國法，目前商業上較重要的州都不採強制累積投票制，而實務上大多數公司也都採取全額連記法，其次，經由我國、國外相關的文獻整理，不僅可以從不同角度累積投票制的利弊得失，也可以了解到學者支持或反對強制累積投票制的理由。

本章重點在於了解累積投票制的「配票」，這也是累積投票制與全額連記法最大的差異。如果採取了愚笨的配票方式，掌控過半股權的股東還是有可能會輸給少數股東，例如美國的Pierce v. Commonwealth (1883)案，不過，隨著累積投票制的漸漸普及，美國許多論者提出計算配票的數學公式，使得配票策略的運用變得明朗，運用柯爾公式，可以算出在「二派相爭」的情形下，為選上目標的席次數，股東「最少」需要取得多少股權數，而推導柯爾公式也可以得出：股東利用現有的股

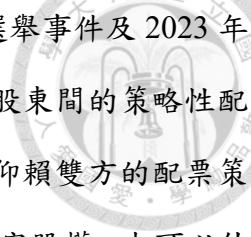


權可以確保多少席董事。而 Gerald J. Glasser 教授基於各方投票者所持有的股權數，提出的 Minimax Strategy（最小極大化）策略與不等式的運算方法，係無論對手採用如何的配票方法，投票者都可以根據他所持有的股權，計算出「安全」、「保證」能贏得的席位數。更進一步言，Amihai Glazer 等人的文獻指出，若將不等式的精神套用在 D'Hondt 表格上，在清楚雙方的表決權數下，可以精算出在何種情形下可以配票給更多的候選人，而不會有丟掉保證席次的風險。

總結而言，若可確知投票者掌控的股權數，理論上吾人即可以利用上開文獻提出的配票方法精算出「最佳」的配票方式，而無論對手怎麼配票，而如果當對手也採取最佳的配票方法時，最終選舉結果不會有太多的不確定性，也不會太偏離股權，縱使現實董事選舉中難以得知確切的股權數，但亦足以說明累積投票制於本質上，並非造成我國獨立董事形同對賭的原因。

第三章爬梳監察人與獨立董事選舉之沿革，爬梳監察人從「合併選舉」轉變到「合併選舉」的理由，並無法說明為何現行獨董選舉係採行「合併選舉、分別計票」的方式，主管機關於前後之間似乎欠缺一貫的做法。不過，若將候選人提名制度與「合併選舉、分別計票」的效果結合起來思考，就會發現，公司只要提出足額的獨董候選人，運用選舉制度就一定可以選出足額的獨董席次，而相關資料顯示，公布獨董選舉應採「合併選舉、分別計票」的同年，主管機關強制獨董一定要採取董事候選人提名制度，但是沒有強制普通董事選舉一定要採取此制，從這些證據應不難推敲出主管機關同時採取這二個制度的目的是為了要保證公司能選出足額的獨董，以解決獨立董事引進當時，股東普遍不願意支持難以控制的獨董、且曾發生獨董難產的實務現象。

第四章為本文重點，本章節整理我國三件矚目獨董選舉案例，分別為：2019 年



福懋油選舉事件、2018 年台新金控選舉事件、2020 年彰化銀行選舉事件及 2023 年新光金控選舉事件，從這些案例中均可發現目前獨董選舉充滿股東間的策略性配票，而各方股東可以支持選出幾席獨董、幾席一般董事也高度仰賴雙方的配票策略，此外，從這些案例中也可發現，股東即使事前掌握了公司一定股權，也可以估算出對手實力，很多情形下也還必須要和對方拼拼運氣，而不一定能選出理想中席次。

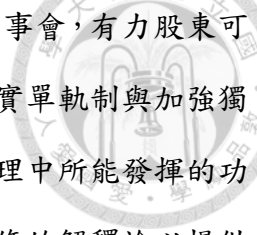
在比較法上，由於採取全額連記法無法進行「配票」，因此並不會有合併、分別選舉的問題，因此美國法也沒有對此問題進行規範，而是各公司需要自行負責選出足額的獨董，至於中國大陸法，由於滿足特定條件的上市公司須強制採行累積投票制，因此理論上存在合併或分別選舉的問題，不過該國法對此亦欠缺全國一致性的規定，而係由上海證券交易所半強制的方式要求上市公司採取「合併選舉」，以確保公司得「選出符合比例的獨董」。不過，這樣的做法也受到該國學者之批評。

接著，本文以我國上開案例之背景為基礎，以事前配票的角度推算選舉結果，並比較「合併選舉、分別計票」與現行監察人制度所採取的「分別選舉、分別計票」之間的差異，得出現行制度呈現出「博弈」的賽局結構，與之相對的，在「分別選舉、分別計票」的選舉方式之下，若利用累積投票制的公式精算最佳配票方式，理論上選舉結果將符合比例，而不會出現「博弈」的情形，因此本文得以驗證現行法「合併選舉、分別計票」是造成我國實務問題的主因。而進一步言，現行獨董選舉制度所可能產生的選舉結果，會因為公司股權結構的差異而呈現不同的面貌，因此其對於董事會組成以至於公司治理的影響難以一概而論，不過可以確定的是，現行制度保有某程度合併選舉的效果，應選總席次較高，因此股東選出董事會代表的門檻降低；除此之外，以往股東支持選上董事、監察人所需的股權比例相對明確，現行制度下股東支持選上董事、獨董所需要的股權已相對不明確。



現行制度產生的「博弈」效果，以事前的觀點來看，投票者間應該是公平的，然而，「博弈」的效果卻帶來了許多不必要的疑慮，例如：可能增加額外的配票成本、股東持有股票的機會成本、各方選舉出的獨董間的專業可能難以配合、以低選票當選的獨董或普董可能欠缺代表性、選出的結果偏離股權比例，不僅可能有控制權與經濟誘因脫節的問題，在以少勝多的情形下，也增加經營權爭奪的可能性，且現行制度可能有若干違憲問題。因此，本文建議在現階段下將獨董選舉制度改為如同監察人的「分別選舉、分別計票」應較為妥適。不過，進一步言，我國上市櫃公司往往存在少數控股結構，經營階層把持獨董選舉的情形下，為了加強公司監督力道，保有合併選舉的效果應較有利於股東間的制衡與監督，顧及於此，獨董選舉制度或許可以參考目前「金融機構自然人專業董事」的選舉方法，使一般董事及獨立董事合併選舉，但二者毋需分開計票，選舉前僅需公告全部應選人數、獨董最低選舉人數與普董最高當選人數，若當次選舉後的獨董不足額者，可參照證交法第 14 條之 2 第 6 項規定，於最近一次股東會補選之，成為修正式的「合併選舉、合併計票」，不僅可以去除博弈效果、確保獨董符合最低人數限制，還可以保留合併選舉增加監督與制衡的優點。

本文之第五章則著眼於我國的內部監督架構，從近年逐步強制設置審計委員會取代監察人的趨勢可知，主管機關應有意使我國公開發行公司走向「單軌制」，然而，將我國目前董事會的定位、審計委員會的職權對比美國法，可以立即發現法制上更細部的設計其實相去甚遠，而我國目前的法制架構可能會導致機關間的功能互相扞格。因此，正本清源之道，應是參考美國法作法，將我國董事會轉型為業務監督機關及決策機關、調整審計委員會的職權，並同時增加獨董人數，然而，考量到我國公司主要屬於集中型股權結構，獨董人數的增加可能會遭遇不少阻力，且本質上缺乏監督誘因的獨董是否能在我國發揮預期的監督效能，實不無疑問；而且



現行的獨董選舉制度與席次數的設計，比起將獨董候選人送進董事會，有力股東可能更容易將普通董事候選人送入董事會，在這個基礎之上，在落實單軌制與加強獨董人數與功能的同時，似可更重視上市櫃公司「普董」在公司治理中所能發揮的功能。或可考慮將一部份監督職能交給普董，並善用公司法第 27 條的解釋論以提供更多的監督誘因，有力股東所選上的普董代表應可協助獨董以共同發揮監督制衡經營階層、控制股東的功能。



參考文獻

一、中文參考文獻（按作者姓氏筆畫排列）

（一） 書籍

Jeffery N. Gordon 等編，江朝聖等譯（2021），公司法與公司治理（上）、（下），臺北：新學林。[THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2020).]

王文宇（2022），公司法論，6版，臺北：元照。

王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2015），實用證券交易法，修訂四版，臺北：新學林。

朱德芳、馬秀如、陳宇紳、廖柏蒼（2021），審計委員會參考指引：協助審計委員會發揮職能與創造價值，臺北：財團法人公司治理協會。

李惠宗（2022），憲法要義，9版，臺北：元照。

周治邦（2017），賽局理論，臺北：華泰文化。

邵慶平（2022），公司法：規範與案例，臺北：元照。

柯芳枝（2003），公司法論（下），增訂5版，臺北：三民。

陳春山（2013），董事責任與獨立董事，第2版，臺北：新學林。

曾宛如（2017），公司法制基礎理論之再建構，臺北：元照。

曾宛如主編（2022），股東協議—論表決權拘束契約及表決權信託，增修二版，臺北：元照。

黃銘傑（2006），公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，臺北：元照。

楊敏華（2004），企業與法律—公司治理之監事制度研究，臺北：財團法人公司治理協會。



萬國法律事務所（2022），問鼎，臺北：天下文化。

劉連煜（2018），新證券交易法實例研習，15 版，臺北：元照。

劉連煜（2021），現代公司法，增訂 16 版，臺北：新學林。

劉連煜、杜怡靜、林郁馨、陳肇鴻（2013），選任獨立董事與公司治理，臺北：元照。

鄭玉波（1978），公司法，5 版，臺北：三民。

賴英照（2014），最新證券交易法解析，第 3 版，臺北：元照。

謝朝斌（2004），獨立董事法律制度之研究，521 頁，臺北：法律出版社。

（二） 書之篇章

余雪明（1996），獨立董事與投資人保護，收於：翁岳生等，馬漢寶教授七秩榮慶論文集—法律與當代社會，頁 89-119。

余雪明（2002），董事及董事會，收於：賴源河等著，新修正公司法解析，2 版，頁 257-284。

林仁光（2003），公司治理之理論與實踐—經營者支配獲股東支配之衝突與調整，收於：社團法人台灣法學會編，台灣法學新課題（一），初版，頁 111-189。

邵慶平（2008），再論公司法第二十七條—公司治理強化下的另一種思考，收於：公司法—組織與契約之間，初版，頁 397-439，臺北：翰蘆圖書。

邵慶平（2008），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，收於：公司法—組織與契約之間，頁 241-320，臺北：翰蘆圖書。

邵慶平（2022），表決權拘束契約與累積投票制，收於：曾宛如編，股東協議—論表決權拘束契約及表決權信託，增修二版，頁 145-159。

郭大維 (2022), 論表決權拘束契約之認定與效力, 收於: 曾宛如編, 股東協議—論表決權拘束契約及表決權信託, 增修二版, 頁 160-190。

黃銘傑 (2002), 監察人, 收於: 賴源河等著, 新修正公司法解析, 2 版, 頁 285-306。

(三) 期刊論文

方嘉麟、曾宛如 (2018), 強化公司治理, 月旦法學雜誌, 275 期, 頁 22-35。

王文宇 (2002), 從公司治理論董監事法制之改革, 台灣本土法學雜誌, 34 期, 頁 99-116。

王文宇 (2005), 從股權結構論公司治理法制, 月旦民商法雜誌, 第 10 期, 頁 5-24。

王志誠 (2020), 企業併購攻防之新戰場——審計委員會之獨立董事成員召集股東會之爭議, 月旦法雜誌, 第 307 期, 頁 6-16。

史尚寬 (1963), 禁賭聲中談賭博犯, 軍法專刊, 第 9 卷第 9 期, 頁 5-6。

朱俊銘、倪子嵐 (2019), 從大西洋飲料股份有限公司案看獨立董事之責任, 月旦會計實務研究, 20 期, 頁 23-33。

何宸困 (2020), 從興泰併購福懋油看企業併購手法, 貨幣觀測與信用評等, 141 期, 頁 65-75。

余雪明 (2002), 臺灣新公司法與獨立董事(上), 外國法律, 123 期, 頁 63-77。

李惠宗 (2022), 體系正義作為稅法違憲審查基準之研究——兼評憲法法庭憲判字第 5 號判決, 台灣法律人, 16 期, 頁 27-51。

易明秋 (1993), 論公司法之累積投票制 (上), 軍法專刊, 第 39 卷第 12 期, 頁 15-19。



易明秋 (1994), 論公司法之累積投票制 (下), 軍法專刊, 第 40 卷第 1 期, 頁 20-24。

林仁光 (2006), 董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計, 國立臺灣大學法學論叢, 35 卷 1 期, 頁 157-266。

林仁光 (2011), 公司法第二十七條法人董監事制度存廢之研究, 國立臺灣大學法學論叢, 第 40 卷第 1 期, 頁 253-350。

林仁光 (2012), 2011 年公司法與證券交易法發展回顧: 公司治理之強化, 國立臺灣大學法學論叢, 41 卷特刊期, 1601-1637 頁。

林哲睿 (2020), 由股東行動主義探討公司法第一七三條之一的「股東會召集權」, 國立中正大學法學集刊, 66 期, 頁 192-194。

林國全 (2002), 股份有限公司董事之資格、選任與解任, 台灣本土法學雜誌, 36 期, 頁 181-234。

林國全 (2005), 二〇〇五年公司法修正條文解析(下), 月旦法學雜誌, 第 125 期, 頁 252-272。

邵慶平 (2009), 美國公司董事選舉制度近年的改革與發展—一個比較法上的思考, 國立中正大學法學集刊, 第 26 期, 頁 1-62。

邵慶平 (2015), 審計委員會與累積投票制, 月旦法學教室, 第 148 期, 頁 56-57。

邵慶平 (2019), 實力派股東本位公司法制的實踐、衝突與改革: 以股東會決議爭議為中心, 臺大法學論叢, 48 期 1 卷, 頁 53-58。

邵慶平 (2019), 論公司資訊權的規範: 以董事資訊權的增訂爭議為中心, 東吳法律學報, 30 卷 4 期, 頁 1-28。

柯芳枝 (1995), 日本法上外部監察人制度之探討, 國立臺灣大學法學論叢, 25 卷第 1 期, 頁 235-256。



- 洪秀芬(2010)，公司表決權制度之變革——公司法修正草案關於電子投票及董事選舉制度之評析，月旦法學雜誌，181期，頁63-80。
- 張心悌，董事分期改選制度之研究——從德拉瓦州最高法院Airgas案件為出發，東吳法律學報，第27卷第3期，2016年1月，頁1-36。
- 張保華、張宏傑(2012)，從累積投票制數學原理評我國上市公司相關實踐，管理世界，2012年3期，頁178-179。
- 許淑媛(2019)，解任董事制度之研究——以三陽工業股份有限公司為例，中律會訊，第21卷第5期，37-53頁。
- 郭大維(2007)，英國公司治理法制之研究：以董事為核心，月旦法學雜誌，151期，頁138-155。
- 郭大維(2020)，我國公開發行公司功能性委員會法制之解構與再建構，財產法暨經濟法，60期，頁1-41。
- 陳俊仁(2009)，超越興利防弊功能之迷思：獨立董事與審計委員會地位之再建構，月旦法學雜誌，172期，頁75-93。
- 陳彥良(2007)，我國股份有限公司董事選舉制度之研析——德國法之啟示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，第14期，頁1-53。
- 陳連順(2019)，獨立董事選舉形同博弈？——從福懋油事件檢討董事選舉制度，月旦會計實務研究，第23期，頁12-20。
- 陳照世(2021)，從大飲公司非常規交易弊案，探討獨立董事之刑事責任，檢査新論，30期，頁137-153。
- 曾宛如(2003)，我國有關公司治理之省思——以獨立董監事法治之改革為例，月旦法學雜誌，103期，頁61-76。
- 曾宛如(2014)，半套公司治理移植經驗——以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，43期，頁33-47。



曾宛如(2020),論股東表決權拘束契約之界限——評最高法院106年度台上字第2329號民事判決及臺灣高等法院108年度上更一字第77號民事判決,月旦裁判時報,101期,頁59-70。

曾宛如(2022),經營權爭奪之亂象——以獨立董事召開股東會及透過公開收購替換董事為例,月旦法學雜誌,329期,頁77-96。

黃惠雯(2006),談證券交易法引進獨立董事及審計委員會等制度之緣起及重點,證券暨期貨月刊,第24卷第3期,頁4-14。

黃銘傑(2000),公司監控與監察人制度改革論——超越「獨立董事」之迷思,國立臺灣大學法學論叢,29卷4期,頁159-208。

楊岳平(2019),論金融控股公司治理的改革方向:以獨立董事與提名委員會為中心,國立臺灣大學法學論叢,第48卷第2期,685-750頁。

楊岳平(2020),公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義,臺灣財經法學論叢,第2卷第1期,頁385-430。

劉連煜(1995),累積投票制與應選董事人數之縮減,法令月刊,46卷1期,頁15-17。

劉連煜(2003),健全獨立董監事與公司治理之法制研究-公司自治、外部監控與政府規制之交錯,月旦法學雜誌,94期,頁131-154。

劉連煜(2006),公開發行公司董事會、監察人之重大變革:證券交易法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論,台灣本土法學雜誌,79期,頁320-329。

劉連煜(2010),現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案——從實證面出發,政大法學評論,114期,頁138-139。

劉連煜(2006),證交法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論,法官協會雜誌,第8卷第1期,頁53-156。



蔡昌憲 (2007)，企業自治之逆流？--擺盪於強行規定與任意規定間的累積投票制，月旦財經雜誌，第 8 期，頁 29-57。

蔡昌憲 (2015)，省思公司治理下之內部監督機制——以獨立資訊管道的強化為核心，政大法學評論，141 期，頁 197-276。

蔡昌憲 (2023)，從行為經濟學觀點初探臺灣獨立董事與審計委員會之漸進式改革，月旦民商法雜誌，79 期，頁 45-58。

蔡英欣 (2018)，論股份有限公司監督機關之設計——比較日本與臺灣的繼受法制談起，臺北大學法學論叢，107 期，頁 165-224。

賴英照 (2012)，法制的移植—從公司律到獨立董事，國立臺北大學法學論叢，第 84 期，頁 1-70。

錢玉林 (2013)，累積投票制的引入與實踐—以上市公司違例的經驗性觀察，法學研究，第 6 期，頁 121-130。

(四) 學位論文

江沛其 (2018)，論強制累積投票制之迷思，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

吳啟維 (2022)，股東控制權對於董事會運作之影響，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

章博文 (2021)，累積投票制的觀察與思考——以臺灣及中國大陸的實踐經驗為例，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

蔡昌憲 (2004)，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，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

韓宗煊 (2021)，論董事會組成與法人代表董事，國立臺灣大學法律學研究所

碩士論文。



(五) 其他

社團法人中華公司治理協會 (2020 年), 2019/2020 年台灣公司治理雙年報—
[上冊]調查分析篇。

社團法人中華公司治理協會 (2022 年), 獨立董事及審計委員會行使職權參考
指引, 2022 年 9 月。

二、英文參考文獻 (按字母順序排列)

(一) 書籍

BRUCE F. DRAVIS (2014), THE ROLE OF INDEPENDENT DIRECTORS IN CORPORATE GOVERNANCE.

CHARLES MARVIN WILLIAMS (1951), CUMULATIVE VOTING FOR DIRECTORS.

FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER (1996), THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW.

NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS (2020), INSIDE THE PUBLIC COMPANY BOARDROOM.

STEPHEN M. BAINBRIDGE (2011), CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS.

(二) 書之篇章

Alex Edmans & Clifford G. Holderness (2017), *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence*, in 1 THE HANDBOOK OF ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE 541, 554 (Benjamin Hermalin & Michael Weisbach eds.).



Lucian Bebchuk et al (2000)., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Seperating Control from Cash Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 445-460 (R. Morck, ed.).

(三) 期刊論文

Arthur T. Cole (1950), *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, 2 SOUTH CAROLINA LAW REVIEW 225.

Jeffrey N. Gordon (1994), *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94(1) Columbia Law Review 124.

Sarah C. Haan (forthcoming in 2023), *Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy*, SOUTH CAROLINA LAW REVIEW.

Ralph E. Axley (1950), *The Case Against Cumulative Voting*, 1950 WISCONSIN LAW REVIEW 278, 283.

John F. Coyle (2016), *Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital*, 2016 UTAH LAW REVIEW 595.

William K. Jr. & Young Sang Kim (2007), *Majority Voting for the Election of Directors*, 40(2) CONNECTICUT LAW REVIEW 459.

Bernard S. Black (2001), *Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea)*, 26 THE JOURNAL OF CORPORATION LAW 537.

Eugene F. Fama & Michael C. Jensen (1983), *Separation of Ownership and Control*, 26(2) THE JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 301.

Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel (1981), *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94(6) HARVARD LAW REVIEW 1161.

Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel (1983), *Voting in Corporate Law*, 26(2) JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, 395.

Reinier Kraakman & Bernard S. Black (1999), *A Self Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1911.

Sanjai Bhagat & James A. Brickley (1984), *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, 27 THE JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 339.

Yu-Hsin Lin & Yun-Chien Chang (2017), *Does Mandating Cumulative Voting Weaken Controlling Shareholders?*, 52 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS.

Amihai Glazer et al. (1984), *Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation*, 35(2) SOUTH CAROLINA LAW REVIEW 295.

William R. Leckemby Jr. (1952), *Classification of Directors and Its Effect Upon Cumulative Voting in Corporate Elections*, 56(3) DICKINSON LAW REVIEW 330.

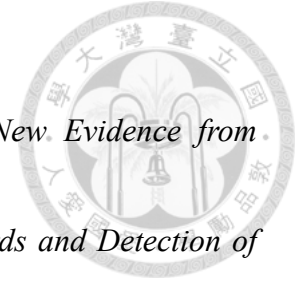
Gerald J. Glasser (1959), *Game Theory and Cumulative Voting for Corporate Directors*, 5(2) MANAGEMENT SCIENCE 151.

Lewis R. Mills (1968), *The Mathematics of Cumulative Voting*, 1968 DUKE LAW JOURNAL 28.

Jeffrey L. Coles et al. (2014), *Co-opted Boards*, 27(6) THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 1751.

Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman (1991), *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 STANFORD LAW REVIEW 863.

Wolf-Georg Ringe (2015), *Independent Directors After the Crisis*, 14 EUROPEAN



BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 401.

Yin-Hua Yeh (2003), *Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan*, 1(1) CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL 87.

Qingqing Fei (2022), *Independent Directors' Dissent on Boards and Detection of Firm Violations: Empirical Evidence from China*, 29(2) APPLIED ECONOMICS LETTERS 167.

Renée B. Adams & Daniel Ferreira (2007), *A Theory of Friendly Boards*, 62(1) THE JOURNAL OF FINANCE 217.

Jeffrey N. Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STANFORD LAW REVIEW 1465.

Lawrence J. Trautman et al. (2022), *Corporate Directors: Who They Are, What They Do, Cyber Risk and Other Challenges*, 70(1) BUFFALO LAW REVIEW 459.

Nicola Faith Sharpe (2011), *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 1435.

Henry Hansmann & Reinier Kraakman (2001), *The End of History of Corporate Law*, 89 GEORGIA LAW JOURNAL 439.

María Gutiérrez Urtiaga & Maria Isabel Sáez Lacave (2013), *Deconstructing Independent Directors*, 13(1) JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 63.

(四) 其他

OECD Corporate Governance Factbook 2021, OECD (2021),
<https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>.

Board Member Nomination and Election, OECD (2012),
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264179356-en>.